

総合科学技術・イノベーション会議
世界と伍する研究大学専門調査会
第1回 大学ファンド資金運用ワーキンググループ

1. 日時 令和3年4月26日(月)9:00~11:06
2. 場所 オンライン開催
サブ会場：中央合同庁舎第8号館5階共用E会議室(524)
3. 出席者 (大学ファンド資金運用ワーキンググループ 構成員)
伊藤隆敏座長、上山隆大構成員、亀井純子構成員、川北英隆構成員、佐藤久恵構成員、高田創構成員、富山和彦構成員、蓑田秀策構成員、四塚利樹構成員
(ヒアリング Commonfund)
マーク・アンソンコモンファンドCEO、ティモシー・イエーツコモンファンドアセットマネジメントPresident&CEO
(内閣府・内閣官房)
井上信治大臣、和泉洋人内閣総理大臣補佐官、赤石浩一事務局長、柳孝統括官、佐藤文一事務局長補、井上諭一審議官、當間重光参事官
(文部科学省)
松尾泰樹文部科学審議官、塩崎正晴大臣官房審議官、奥野真科学技術・学術政策局人材政策課長
4. 議題 (1) ワーキンググループの議事運営等について
(2) 大学ファンドの概要と検討フレーム
(3) 海外運用事例～Commonfundからのヒアリング～
(4) 国内外の市場動向及び各種運用資産の概要
(5) その他

【配布資料一覧】

- 資料 1 大学ファンド資金運用ワーキンググループ設置要項
- 資料 2 大学ファンド資金運用ワーキンググループ運営規則
- 資料 3 大学ファンド資金運用ワーキンググループ構成員名簿
- 資料 4 大学ファンドの概要と検討フレーム【事務局説明資料】
- 資料 5 国内外資金運用事例
- 資料 6 海外運用事例【Commonfund】
- 資料 7 国内外の市場動向及び各種運用資産の概要【高田委員】
- 資料 8 今後のスケジュール

開 会

【伊藤座長】

大学ファンド資金運用ワーキンググループの座長として指名を受けました伊藤隆敏です。

本日はお忙しい中、御出席くださり、ありがとうございます。ただいまから第1回大学ファンド資金運用ワーキンググループを開催いたします。

本日は、井上信治内閣府特命担当大臣に御出席いただいております。開会に当たり、井上大臣より御挨拶を頂きたいと思っております。よろしくお願いいたします。

【井上大臣】

皆さん、おはようございます。科学技術政策担当大臣の井上信治です。

構成員の皆様には、御多用のところ、第1回大学ファンド資金運用ワーキンググループに御参画を頂き、心より感謝を申し上げます。

開催に当たり、一言御挨拶申し上げます。

大学ファンドは、大学における将来の研究基盤への長期かつ安定的な投資を抜本的に強化することにより、イノベーションの中核を担う必要がある我が国の大学の研究基盤を強化するものです。研究基盤の強化と大学の変革はイノベーション強化に向けた車の両輪であり、我が国の研究大学が世界に伍するための鍵と考えられます。

大学の変革については、世界に伍する研究大学専門調査会で既に議論を始めております。大学にはしっかり改革を進めていただきたいと思います。

その前提の下、日本の研究大学の将来は、この大学ファンドとその運用にかかっていると言っても過言ではありません。原資に公的資金が含まれる大学ファンドの運用において、元本の毀損により国民へ財政負担が掛かることは当然ながら避けなければなりません。ただ、運用にはリスクがつきものであり、リスクをきちんと見極めた上で、一朝一夕の短期的な運用状況ではなく、長期的な運用状況を見ていく必要があります。

そういった点も含め、構成員の皆様には、大学ファンドの運用の大枠について、海外の事例も参考にしながら、専門的な見地から議論を深めていただきたいと思います。このワーキンググループにおける議論は、大学ファンドの運用の「Principle」を作るという極めて重要な役割を担っています。そして、7月を目途に「運用の基本的考え方」として取りまとめ、それを踏まえ、文部科学省が「運用の基本指針」を運用主体に通知し、大学ファンドの今年度中

の運用開始を目指してまいります。構成員の皆様には忌憚なく御議論いただきたいと思いますので、何とぞよろしくお願いをいたします。

【伊藤座長】

ありがとうございました。

続きまして、和泉洋人内閣総理大臣補佐官にも御出席いただいておりますので、御挨拶を頂きたいと思います。よろしくお願いします。

【和泉補佐官】

ありがとうございます。和泉でございます。

16日の日米首脳会談におきましても、科学技術分野におけるイノベーション、競争力確保、これについて日米が連携することが確認されました。アメリカに限らず、今後、EU等他の先進国との間においても、こういった分野での協力が一層重要になると思います。

そしてまた、他の国は、こういった科学技術分野の予算を年々伸ばしております。そういった意味で、我が国においても、今回の大学ファンドを通じて、大学の研究開発力を強化するとともに予算の確保に努めていきたいと、こう思っています。

ポイントは3点ございまして、一つは今、井上大臣から話がありましたように、しっかりとこのファンドで運用益を上げて、大学の研究開発の予算確保に貢献すること、これは1点目でございます。

2点目は、現在10兆円を目標にしておりますが、4兆5,000億だけが予算措置されておりますので、来年度の予算に向けて10兆円の確保に万全を期す、これは2番目でございます。

3点目は、御案内のとおり、運用益が出るまでの前、ドクターコースの学生を支援するための予算、200億円準備されておまして、これによってドクターのいわゆる研究開発あるいは生活、これをしっかりと支援していこう、こういったことでございます。令和3年度予算、200億円準備されておりますけれども、運用益が出るまでの間、これをしっかりと継続的に確保していく。

この3点を井上大臣の下でしっかりと取り組んでまいりたいと思っておりますので、ワーキンググループの先生方にも様々な御指導を頂戴したいと思います。

以上でございます。

【伊藤座長】

ありがとうございました。

僭越ながら、私からも簡単に御挨拶を申し上げます。

私は、46年前にアメリカの大学院博士課程に留学して以来、アメリカの大学と日本の大学で、それぞれほぼ半々の年数を、教育・研究に携わってまいりました。ということで、日米に関しては大学の国際比較、過去半世紀にわたる時系列の変化などについてはよく存じ上げているつもりであります。

この大学ファンドの設立理由の一つが、日本の大学における研究のサポート体制が絶対的にも国際比較からも貧弱になってしまったので、そこを永続的に支援する仕組みを作ろうということであります。日本の研究環境の悪化について、私も同様の強い危機感を持っておりまして、何とかこの大学ファンドの設立目的が実現するように、このワーキンググループで資金運用の問題を鋭意検討していきたいと思っております。

それから、私は、2013年のいわゆるGPIF改革のための有識者会議 正式名称はものすごく長いんですけども においても座長を務めさせていただきました。おかげさまでGPIF改革によってリターンも高くなり、これは成功したというふうに思っております。

もちろん公的年金基金と、特にアメリカで運用されている大学基金というのは、似ている面と異なる面がありまして、似ている面については、もちろん長期運用ということであります。運用基金については、急に資金を引き揚げられてしまというリスクがほとんどないという点でも、この長期運用の利点があります、

一方、公的年金基金と大学基金で異なる点は受益者の構成であるというふうに思います。

GPIFを始めとする多くの公的年金基金の受益者は、人口構成の変化を考えて、現在の年金受給者ではなく、何年か先に年金を受け取ることになる将来世代の人たちであります。したがって、当面の間は複利運用で資金を積み上げていくことが可能です。

一方、この大学ファンドは、基金を一定規模まで積み上げていく過程でも、同時に毎年大学を支援するためのペイアウトが発生すると期待されていると思います。大学ファンドの方が公的年金基金よりも高度な運用技術が要求されると言ってもよいかもしれません。

本ワーキンググループには、株式投資、オルタナティブ投資、資金運用のプロの方もおられますので、是非、体験に基づいたお知恵を貸していただきたいと存じます。

私からは以上です。

初めに構成員の方々について御紹介すべきなんですけれども、時間も限られておりますので、

資料3の名簿をもって御紹介とさせていただきたいと思います。

早速ですが、議題に入りたいというふうに思います。

まずは議題1、ワーキンググループの議事運営等について、事務局から説明をお願いいたします。

【當間参事官】

資料1でございます。令和3年3月24日、総合科学技術・イノベーション会議 世界と伍する研究大学専門調査会におきまして、大学ファンドの運用の基本的な考え方を策定するというを目的といたしまして、本ワーキンググループが設置されてございます。

資料2でございます。こちらに基づきまして、運営規則の案ということで、事務局で準備させていただきました。ポイントのみ御紹介をさせていただきます。

4条の議事でございますけれども、ワーキンググループにつきましては、構成員の過半数の出席が必要と。

2ポツでございますけれども、議事については、出席した構成員の過半数をもって決し、可否同数の場合は座長の決するところによると。

次のページ、第6条でございますけれども、ワーキンググループの会議は原則として公開ということでございますけれども、座長が会議を公開しないことが適当であるとしたときはこの限りではない。

7条でございますけれども、議事の内容等を議事概要の公表その他適当な方法により公表する。ただし、座長が審議の内容等は公表しないことが適当であるとしたときは、ワーキンググループの決定をして、その全部又は一部を非公開とすることができる。

第8条でございますけれども、構成員はその職務に関して知り得た秘密を他に漏らし、又は盗用してはならない。

9条でございますけれども、これ以外に必要な事項については座長が定めるというふうにしてございます。

以上です。

【伊藤座長】

ありがとうございました。

次に議題2、大学ファンドの概要と検討フレームです。これも事務局より説明をお願いいた

します。

【當間参事官】

資料4の1ページ目でございます。先ほど井上大臣、和泉補佐官からも御紹介ございましたけども、国際競争力の源泉、そしてイノベーションの中核となる大学の研究力・財政力の異次元の強化を図るため、昨年末に、ガバナンス改革などの制度改革と、10兆円規模の大学ファンドの創設による財政支援の強化を閣議決定いたしました。科学技術振興機構にファンドを設置、運用益を活用して、博士課程学生あるいは若手支援など、将来の研究基盤への長期的・安定的な投資を強化をしようというのが本ファンドのコンセプトでございます。

2ページ目でございます。運用の基本方針の策定、JSTの体制整備を進め、秋以降、運用委託の選定の作業に入りまして、2021年度中には運用の開始ということを目指しているところでございます。

4ページ目でございます。昨年の骨太の方針、総合経済対策の抜粋。

5ページ目でございますけども、今年度の通常国会において成立をいたしましたJST法の一部を改正する法律の概要でございます。

6ページ目でございますけども、こちらが法律上のスキームでございますけども、JSTにこのファンド運用のための勘定を設置、「助成勘定」と書いてあるところでございます。政府からの出資、財政融資資金の借上げなどで資金調達、外部の資金運用機関に委託、運用益で大学を助成するということが法律上可能となつてございます。あわせて、機構を代表し運用業務を掌理する運用業務担当の理事を、そして、この理事などの執行部を牽制する等を目的といたしまして、運用・監視委員会を設置をするということとしてございます。

7ページ目でございますけども、本ワーキンググループで御議論いただく運用の考え方を基に文科大臣が指針等として通知、科学技術振興機構は、この指針等に基づき、基本戦略的ポートフォリオ等を策定した上で運用の実務を行う。この辺りは8ページ目の厚生労働省とGPIFの関係、この立て付けと同様と考えてございます。

9ページ目から11ページ目がワーキンググループの検討項目と論点の案でございます。こちら、大部にわたりますので、ポイントのみ御紹介をさせていただきます。

まず、の基本的な方針の基本的な考え方の位置づけでございますけども、まず、国とJSTの役割分担ということでございます。

一案でございますけども、国はJSTの運用の目的、目標、許容リスクといった大枠を示し、

その範囲でJSTが裁量を持って投資活動を行うべきではないか。

また、三つ目の でございますけども、将来的には諸外国と同様に、我が国各大学がエンダウメントを設置・運用していくということを目指す観点から、その手本となる運用モデルを示すべきではないかなどでございます。

もし国が大枠ということですと、二つ目の運用の目的、そして次の運用の目標、リスクの定義、許容リスク、支出政策などが本ワーキンググループの重要論点になるかと存じます。

運用目的でございますけども、12月の閣議決定された経済対策、あるいは諸外国のエンダウメントといった目的などを踏まえれば、世界と伍する研究大学の実現に必要な研究基盤の支援を長期・安定的に行うための財源を確保するということになるのではないかと存じます。

運用の目的でございますけども、長期的・安定的にペイアウトをするという目的を踏まえるのであれば、ペイアウトの目標に加え、将来にわたって現在と同じ価値を支援する。特に優れた研究者等の人件費の支援が含まれることを考えれば、物価上昇率を加えた目標を最低限のリスクで達成するというやり方、これが一つ目の丸。

ペイアウト目標プラス物価上昇率は、これは最低限として許容リスクの範囲内で運用利回りを最大化するというやり方、リスクベースでございますけども、ソブリン・ウェルス・ファンドなどでよくあるやり方でございますけども、この辺をどう考えるかというのが論点。

次の10ページ目、支出政策（ペイアウトルール）でございますけども、こちらは長期間ということを見れば、世代間のバランスを、バランスさせるような支出目標をどう設定するか、あるいは、マーケットの変動に左右されない安定的な支援をどう行うかということが論点かと思えます。

次のリスクの定義でございますけども、正にこの大学ファンドの運用といったことのリスクをどう定義すべきか、その上で許容リスクをどの程度にすべきか、それをどのような形で示すべきか。諸外国のソブリン・ウェルス・ファンドでは、株・債券の割合をレファレンス・ポートフォリオという形で、リスクアペタイトという形で示してございます。こういったものを活用してはどうかなどが論点かと存じます。

また、オペレーショナル部分ではございますけども、運用の多様化・高度化ということでは、国際分散投資というのが世界の常識となつてございます。特にリーマンショックなど大きくマーケットが下がるといった場合には、リスク分散という観点からも、この国際分散投資、重要になってございますけども、このグローバルな投資あるいはオルタナティブ投資というのをどのように進めるべきか、こちらも論点。

その次のページでございますけれども、本事業、運用、財政融資資金を元本に活用しているという点からも、償還確実性の担保の措置、特にこのためのリスク管理をどう行っていくべきかということも重要論点かと考えてございます。

以降、参考といたしまして、国とGPIFの関係を付けてございます。

また、資料5といたしまして、国内外の資金運用事例ということで、こちら、財源はいろいろでございますけれども、今申し上げました検討項目について、それぞれどうなっているかということをもとめてございますので、今後の議論の参考に活躍、役立てていただければと考えてございます。

説明は以上でございます。

【伊藤座長】

ちょっと今、音声途切れていたのですけれども、資料、お手元にあるので、繰り返しはしないで先に進めたいというふうに思います。

続いて議題3、海外運用の事例ということで、コモンファンドからヒアリングをしたいと思えます。本日、コモンファンドからは、マーク・アンソンさんとティモシー・イエーツさんのお二人に参加していただいております。

アンソンさんは、米国最大規模の機関投資家であるカルパースのCIOを経験され、英国最大規模の機関投資家であるブリティッシュテレコム・ペンション・スキームのCEO、CIOなどを歴任され、現在、このコモンファンドでCEOを務められております。

イエーツさんの方は、コモンファンドアセットマネジメントでプレジデント・アンド・CEOを務められ、現在、コモンファンドにおけるCIO業務の責任者であります。

コモンファンドとは何か、運用の事例ということで、20分程度お話を頂きたいと思えます。

マークさんとティムさん、プレゼンテーションをスタートしてください。お願いします。

【Mark Anson氏】

伊藤先生、よろしいですか。もうスタートしてよろしいですか。

【伊藤座長】

はい、どうぞ、お願いします。

【Mark Anson氏】

ありがとうございます。

メンバーの皆様、内閣府の皆様、今日はありがとうございます。また、文科省の皆様、このような形でプレゼンテーションできるのは非常に光栄に思っております。

マーク・アンソンと申します。私はコモンファンドのCEOです。

ティム・イエーツは、現在このコモンファンドの中で、大学ですとか、またカレッジが、こういった基金のポートフォリオを形成することを手助けしております。

コモンファンドというのは50年前に設立されまして、目的というのは唯一、大学、それからカレッジ、アメリカにおいてですけれども、こういった基金、エンダウメント・ポートフォリオを構築する、それを手助けするというので、50年間にわたりまして、いろいろ学んできたわけです。どのようにポートフォリオを構築するかということを見てきました。

私は個人的には、私の博士号ですけれども、コロンビア大学から受けております。ここは伊藤先生が教えていらっしゃる大学です。私は、このグラントを、実はコロンビア大学の研究の基金というのをもらったわけです。ですから、明らかにこういった形で、非常に強いエンダウメント、そして、そういったものが必要である、特に博士課程の生徒にとっては非常に重要だということはよく分かっております。

では、11ページに飛んでいきたいと思えます。私たちのプレゼンテーションの11ページですが、ここでは運用戦略、それから運用目標について話をしていきたいと思えます。

もう何年も前、ジェームス・トービン、ノーベル賞の受賞者ですけれども、イェール大学のエコノミストで、経済学のノーベル賞を受賞しています。ポートフォリオ構築が専門ですが、彼は、そのとき初めて「世代間の公平性」という言葉を提起しました。その意味は、アメリカの大学・カレッジはエンダウメントのポートフォリオを構築する際に、今日、あしたという短期ではなく、来年、5年後、10年後といいますが、次世代の大学の学生のためにこういったエンダウメント基金を構築するべきだという考え方を発出しました。これを世代間の公平性と呼んでいました。つまり、何年にもわたるポートフォリオ、有効なポートフォリオを構築することで、投資益、運用益を創出し続け、現在、今の研究開発だけではなく、来年、5年後、10年後、そして20年後の研究にも資するということです。これを世代間の公平性といいますが、トービン教授が初めてこの定義、そして、この用語をお作りになった方です。

次のスライドです。12ページになります。ここでは、これがいかに難しいかということを手短かに示しています。

この二つの曲線、薄い青、こちらが伝統的なポートフォリオです。70%が上場株、そして30%が米国の国債に投資した場合の伝統的なポートフォリオです。そして、ここではインフレプラス5%という支出政策を考えています。これがアメリカの大学・カレッジの典型的なペイアウト、つまり支出政策なんです。過去40年間のペイアウトを見てみますと、その支出政策がインフレプラス5%に設定してあると、そのような世界では長期の運用益を出していなければ、その支出率を維持できない、つまりエクセスリターンが創出できないと、あるいはアルファが創出できなければ無理であるということです。アルファというのは、通常、上場株、それから上場債券市場での通常の運用益に対するエクセスです。つまり、エンダウメントを運営する場合には、その上場株を超えて、そして上場債券を超えて、エクセスリターンを獲得するために賢い運用が必要であると。つまり、アルファを生成しないと長期的な世代間の公平性は達成できないということを、この二つの曲線は示しているわけです。

では、次に運用戦略。

特に15ページに飛びます。これは運用思想、運用哲学というタイトルが付いていますが、コモンファンドでは三つの柱があると思っています。やはりエンダウメント、基金を構築する上で三つの原則があると思います。

50年の経験から言うものですが、どのエンダウメント基金でも株式をオーバーウェイトにするべきであると。上場株、つまり株式市場と、それからプライベートエクイティ、未上場株も、両方です。未上場株というのはもちろんベンチャーキャピタルも含めます。これらがいわゆるグロース資産で、日本だけではなく、アメリカ、そしてグローバルの経済でもグロース資産となっています。長期的なエンダウメント基金を構築するためには、やはり成長、グローバルな経済の潜在成長力を獲得しなければいけないわけです。そのためにベストなやり方が、上場株と、そしてプライベートエクイティ、未上場株、両方を総合した株式市場に投資するということが必要です。これが原則の1です。

二つ目の原則は、それは分散です。よく言われることですが、全ての卵を一つのバスケットに入れてはいけなないと。その格言は今でも有効です。ただ、コモンファンドで学んだことは、いろんな資産クラスにまたがって分散投資することと、そして、各資産クラスごとにも分散が必要です。例えば、エクイティのポートフォリオも分散化しなければいけません。グロース企業とバリュー企業、そしてファンダメンタル運用とクオンツ運用、それから上場株と未上場株というふうに、株式の中でも分散しなきゃいけない。つまり、各資産クラスにまたがった分散と、それから、一つごとの資産クラスの中での分散化が必要だということです。

そして、三つ目の長期エンダウメント・ポートフォリオ構築の原則、それはプライベート資産に投資をするということで、いわゆる流動性プレミアムを獲得するという事です。例えば未上場株に投資をするとか、ベンチャーキャピタルに投資をする、不動産そのほかのいわゆる非流動性資産に投資することによる流動性プレミアムを獲得するというのが三つ目の原則です。

そして、もう一つ御紹介したいスライドがあります。その後でイエーツさんにバトンタッチして、イエーツさんの方からリスクについて話してもらいますが、18ページ、スライド18、これはエクイティ・リスク・プレミアム、株式リスク・プレミアムの話をしています。

この株式リスク・プレミアムというのは、株式市場、上場株に対して投資したときに、債券に投資するよりも得られる株式リスク・プレミアムです。これはアメリカの株式リスク・プレミアムを示しています。アメリカでは、長期間、過去30年、40年という長期にわたって上場株市場に投資をした場合、上場債券市場への投資に比べてリターン・プレミアムはほぼ4%近く獲得できたということです。これはつまり、上場債券ではなくて上場株に投資した場合で、これはエクイティ・リスク・プレミアム、株式リスク・プレミアムです。つまり、債券ではなく株式に投資したことによる過剰リターンです。そして、アメリカでは、過去30年から40年の間、このプレミアムは4%で推移しています。この成長というのをやはり大学のエンダウメント基金で獲得することで、長期的な安定したリターンが得られるということを強調したいと思えます。

では、イエーツさんにバトンタッチします。イエーツさんの方からリスクの定義、そしてリスク許容度について話をしてもらいます。

【Timothy Yates氏】

皆様、ありがとうございます。おはようございます。

エンダウメント基金にとってのリスクというのは、個別の個人投資家あるいは退職年金基金とか、それとはかなり違います。運用処理では、全ての資産配分モデルというのは、ある特定のリスクに対してリターンを獲得します。つまり、必ずあるリスクがあって、それに対するリターンがある。つまり、リスクなしにリターンはあり得ないわけです。

ただ、エンダウメント基金の課題というのは、この業界はリスクをボラティリティあるいは標準偏差として定義するという事なんです。つまり、リターンがどれだけ変動するかというボラティリティです。

長期の永続的なエンダウメントというのは永続化するわけですから、1か月とか、あるいは

1 四半期ごとの変動、ボラティリティが真のリスクではない。そうではなくて、エンダウメントの真のリスクというのは、大学あるいはカレッジの使命をサポートできない、支援できないことなんです。つまり、それをミッションリスク、使命リスクと我々は呼んでいます。

このチャートのオレンジの曲線を見てください。これは、CPI + 5%で支出をした場合の1ドル分の増加です。これを、ペイアウトと、それからインフレという話をマークはしていましたが、ここでは米国のインフレプラス5%で示しています。この曲線というのはそのまま一方的に上がっています。これがミッションなんです。つまり、ポートフォリオは必ずこのような収益を長期で上げ続けなければいけない。

一方、青の線を見てください。青の線というのは変動しています。これがボラティリティです。これは無視していいです。

一番重要なのは、このオレンジの線を青い線が切って落ちた場合、そしてオレンジの線の下に長期間停滞した場合、これをドローダウンと呼んでいます。ドローダウンからの回復時間です。つまり、エンダウメント基金というのは、月ごとの変動は無視してもいいんです。そうではなくて、実質で長期的にペイアウトができないことをリスクと定義しています。

よく聞かれる質問があって、このチャートというのは、実は仮想です。仮のシナリオです。2回ドローダウンの期間があるのが分かると思うんですが、どちらが悪いんでしょうか。つまり、険しい方が、それとも長期の方が、あるいはドローダウンがかなりスティーブな方がと聞かれるんですけども、ほとんどのエンダウメント基金では、より長期間にわたるドローダウンの方がより大きなリスクです。というのは、使命に対して必要なレベルで資金が提供できない、その期間が、より長期間にわたって持続してしまうからなんです。

【Mark Anson氏】

一つ、私の方からよろしいですか。

委員会の皆様に申し上げたいのは、ほとんどの大学・カレッジがこういった支出政策を取っています。つまり、アメリカのインフレ率プラス5%、年率5%の支出率です。アメリカのインフレ率というのは大体2%です。それに年間5%という数字を足し合わせている。ということは、アメリカの大学・カレッジというのは、確実に少なくとも7%の運用益を毎年上げなければ支出率を達成できないということなんです。私どもがアメリカの大学・カレッジのためにポートフォリオを構築する際には、そのポートフォリオというのは、平均年率リターンとして少なくとも7%を達成しないと、その支出率を賄えないということを言っているわけです。

【Timothy Yates氏】

私たちがエンダウメントのこういった運用政策というのを決定し、そしてアセットアロケーションを決める場合ですけれども、私たちが力を入れるのは三つの分野ということになります。

まず、リターンの目標はどれぐらいなのか。先ほど7%という話がありました。それから、リスクプロファイルは何なのか。そして、どれぐらいの非流動性を取れるのかということでもあります。

まず、リターンに関してですけれども、ここでは、CPI + 5%というとシンプルなんですが、しかし、全ての大学・カレッジが5%を使うわけではない。4%のところもある、4.5もある、また、5%、6%のところもあるわけです。ですから、4%から6%の違いを長期的に見ると、かなり大きな違いになるわけです。

そして二つ目ですけれども、CPIというのは消費者物価指数ですから、これはアメリカの消費者のインフレ率であるということで、決してこれがベストであるということではないわけです。アメリカの大学・カレッジにとってはベストではないこともあります。CPIというのは、例えば、大学又はカレッジを運営するそのコスト、例えば教授陣の給与ですとか、そういったものは反映されない。又は、奨学金ですとか資金ですとか、そういったものも反映されないわけです。ですから、世代間ということになりますと、実質的なインフレ率がどれぐらいなのか、こういったものに長期的についていけばいいのかということを考えなければいけません。これはアメリカのCPIではないかもしれないわけです。

それから、リスクプロファイルに関してですが、どれぐらいある特定の大学がその基金に依存しているかということです。どれぐらいの収益、又はどれぐらいの予算、どれぐらいがそのエンダウメントから出ているかということです。例えばイエールとかハーバード、スタンフォード、非常に大規模な基金を持っています。そうすると、この運用オペレーションに対して、より多くを提供できるわけです。そういった大学ですと、30~45%ぐらいがエンダウメントから資金が出ているところがあるわけです。でも、より小規模なところというのは、アメリカではより授業料・学費に依存している。そして、エンダウメントへの依存は少ないわけです。ですから、エンダウメントで、例えば40%サポートしているところと、5%をその運用費として出しているところとの違いというのは、リスクのプロファイルがかなり違うということになります。

それから、最後ですけれども、私たちはかなり時間をかけてこの非流動性の話をいたします。

つまり、アセットクラスに投資をする際に、日常的な支出がない場合、そういった非流動的なものを考えるわけです。

例えばベンチャーキャピタルとかプライベートエクイティ、それから不動産ということになりますが、アメリカのエンダウメントというのがそのほかの運用と違うのは、時間的な違いということになります。恒久的に存在するわけです。ですから、決して売らない、また、レギュレーションもしない。90から95%の資産というのを売ることはないわけです。ですから、チャンスとしては、市場に入って、それから、そういった重要性を提供する、また、そういったプレミアムというのを得ることができるわけです。

では、どれぐらいなのか。5%なのか、50%なのか、考えなければいけない。非常にレンジが大きいわけです。アメリカの大学、それからエンダウメントにとっては、そういったレンジが幅広いということになります。

では、マークさんに戻したいと思います。次に、この非流動性のアロケーションということで話をさせていただきたいと思います。

【Mark Anson氏】

28ページです。ここでは非常に大型のエンダウメントの話です。

先ほど、ハーバード、イエール、スタンフォードの名前が出ました。そのほかのところも大規模なところは似ています。こういったところというのは、50%以上の全体のアセットアロケーション、そのエンダウメントの50%というのを流動性の低いところに運用しています。プライベートエクイティとかベンチャーキャピタル、不動産など、非常に長期的なアセットクラスに投資しています。

ティムが言ったとおり、長期的な運用の期間があるということで、ほとんど恒久的・永続的である。数世紀続く、これからも数世紀続くであろうということですから、非常にこういったポートフォリオの中に非流動性を組み込みやすいわけです。そして、リターンのプレミアムというのがこういった非流動性にはあるわけです。ですから、アメリカにおきましては、非常に大規模な大学、そして、より洗練された大学というのは、エンダウメントのポートフォリオを見ますと、ここではやはり非常に大きな非流動性リスクを取っている。つまり、プライベートエクイティとかベンチャーキャピタルとか不動産とか、そういった非流動的な資産に投資をしているということです。

次のスライドを見ていただきますと、29ページです。非流動性プレミアムについて話をし

います。

このプレミアムというのは、このキャピタルというのを、プライベートエクイティとか又はベンチャーキャピタルなどにロックする。それを長期的にやることによって、これだけのプレミアムというのを通常の上場株に比べて得られるということを示しています。例えば、リターンとして7%をこの上場株の方から得たいと考えているとします。このプレミアムをプラスすると3.2%あります。このリターンとして、長期的に非流動的なリターンとしては、ほぼ10%得られるということです、プライベートエクイティ又は不動産など。

実は2年前に、こういった非流動性プレミアムというのを私たちがリサーチペーパーとして公開しました。ジャーナル・オブ・オルタナティブ・インベストメントに出したわけですが、これは正に、どれぐらいこういったプラスアルファのプレミアムというのを大規模な大学が得られるか、より多くのエンダウメントの部分というのをプライベートエクイティとかベンチャーキャピタル、不動産に投資をすることによって得られるということです。イエール、ハーバード、スタンフォードが、こういった意味で非常に成功してきたわけです。こういった非流動性プレミアムというのを獲得してきたわけです。もう何年にもわたってこれをやってきているわけです。

こういった非流動性プレミアムというのを私たちも信じていますし、私たちがポートフォリオを構築する場合には、全てのクライアントのポートフォリオに対して、こういった流動性の低い資産に投資をするといったことを入れています。

では、次に支出に関してお話をしたいと思います。

では、ティムさんをお願いします。

【Timothy Yates氏】

支出政策に関してです。

多くの運用委員会、例えばこういったエンダウメントを運用しているところというのは、かなりこういった運用政策、アセットアロケーション、こういった投資をするのかというところに時間をかけます。しかし、支出政策については余り時間をかけないことが多いわけですが、本当はするべきだと思います。というのは、これは、ある大学などが非常に長期的に存在するわけですから、そしてポートフォリオの運用、エンダウメントの運用というのも非常に長期にわたるといことが分かっているわけです。このポートフォリオの中で、やはりリスクを取ってリターンを得なければいけない。エクイティ・リスクですとか非流動性リスクについてお話

をしました。やはりリスクを取らなければリターンが出ないわけです。

それから、ボラティリティがあるわけです。ここでの課題というのは、変動率、ボラティリティというのを大学等への支出にそのまま反映するのではなく、長期的な共通の方針として支出政策を持つということです。これには二つ要素があります。

まず、どれぐらい、例えば4%、5%、どれぐらいをペイアウトするのか。そして、どういった方法でこれを計算するのかということです。このメソドロジーによってボラティリティが決まってきます。例えば5%を1年の平均で使うのであれば、非常にボラティリティのある支出ということになります。こういったボラティリティというのは、運用のポートフォリオにとってはいいわけです。つまり、それだけリターンが得られるからです。

でも、大学にとって、こういった運用の予算にはボラティリティは欲しくないわけです。ですから、支出政策というのは、適切な額で、余り取り過ぎないと。それが少なくても多くてもいけないと。そして、計算ができることが必要です。それを、例えば運用のポートフォリオのボラティリティというのを大学の運営に反映しないようにしなければいけないわけです。

三つの政策の比較をここで示しています。

3年平均ということで見えていますけれども、3年平均ですけれども、このマーケットバリュアの平均ということで、5%見えています。

それから、インフレです。パンデット・インフレーションですけれども、ここで見ますと、このボラティリティ、オレンジのラインのボラティリティというのとブルーのラインのボラティリティを見ても、ブルーのラインの方がより安定しているのが分かります。オレンジの方は余りにも支出が過剰になって、上がって、そして下がるという凸凹があるわけです。これはシンプルな例ですけれども、いかに政策・ポリシーが重要であるか、支出についてのポリシーが重要であるかということを示しています。

私たちの方では、この分析をしてほしいと言われました。こういった課題があるのか。これを私たちはマーケットタイミングというふうに呼んでいるわけですが、それについて依頼をされております。

アメリカのエンダウメントというのは恒久的であるということで、中で、例えばマーケットタイミングを取るといったところはほとんどないわけです。つまり、キャッシュにするとか、そういった変更というのはなかなか難しいということで、そして、それを正しくやることも難しいわけです。ほとんどのエンダウメント基金はそれをやりません。なぜやらないか。その理由は、間違ったときに非常に大きな代償を抱えるということなんです。

これは1億ドルのポートフォリオの例です。1億ドルのポートフォリオを2005年に設立しました。御存じのとおり、非常に大きなストレステストのケースが2008年にありました。世界の金融危機が襲ったからです。ほとんどのエンダウメント基金は、当時、その価値の25から30%を2008年1年で損失しました。

次に、青い線を見てください。ロイヤルブルーの線です。2009年の3月に、S & Pの500が当時はたしか666だったと思うんですけども、その当時にポートフォリオをリクイデーションして、清算して、そして、いわゆる安全なキャッシュに、1年間キャッシュオンリーに切り替えた場合、そして、その後、再投資をしたら、その場合には2億930万ドルという市場価値になります。でも、方針をそのまま守って、そして毎月ごとにポートフォリオの組替えをしていたら2億9,670万、ほぼ2億9,700万ドルになったわけです。つまり、1年間のマーケットタイミングを見誤ったことによるコストというのはほぼ1億ドルになったということなんです。リターンを比較すると2%。つまり、200ベースポイントも年率化した場合に差が出ます。

つまり、ほとんどのエンダウメント基金というのは、運用からキャッシュへと切り替えるということはない。必ず運用を続け、そして、ポリシーを立てて、そしてリバランスを行う。2009年には株を買ったはずで、株は売っていないはずで、2009年には、彼らは株を買いました。というのは、その運用方針の下でリバランスが要求されているので、株を買っているはずで、

マークさん、ガバナンスについてお話しになりますか。

【Mark Anson氏】

はい。では、スライド41に飛びます。41です。

ガバナンスについては、かなり情報盛りだくさんです。

各クライアントと必ず、私とチームはガバナンスについて話します。全く新しいエンダウメント基金あるいは財団と話をするとき、第1回のミーティングから、その組織が適切な意思決定を適任者が行うようにするために、どのようなストラクチャーが必要かということを考えています。

まず、ボード・オブ・トラスティーズ、つまり、このエンダウメント基金の受託者、義務を負う受託者というのがあります。理事会です。

次に、投資・運用スタッフ。彼らは、日本のエンダウメント基金で運用するために採用するわけです。

そして最後に、外部委託する運用機関があります。

適切なガバナンスの構造・構成を作り、そして、誰がどの判断をするかということを決めるということがとても重要です。適切なレベルの責任、そして説明責任をそれぞれ必要な人に配分する上で、これは重要です。コモンファンドではこれを、誰がトレードチケットを所有するかというふうに定義しています。少なくともアメリカでは、こういう言葉を使って、各投資判断について誰が責任を持つかということを決めているわけです。

通常、ボード・オブ・トラスティーズ、理事会、つまり、日本でエンダウメントファンドの場合にはガバニングボードですけれども、彼らが、適切な資産配分、それから取るべきリスクの量、エンダウメント基金が取るべきリスク許容度を設定するでしょう。

一方、投資スタッフの責任というのは、どの資産クラスに運用をするべきか。つまり、ファンドが狙っているリターン目標を達成し、そして、リスクプロファイル内で収めるためには、日本のエンダウメント基金はどの運用商品を選ぶべきかということを決めるのが彼らです。

そして三つ目に、たぶん外部の運用機関を採用して、代わりに運用してもらうわけで、この外部の運用機関も、どのぐらいのリスク許容度が許されていて、どのようなリターンを目標とするのかということを知らせるべきなんです。

このような意思決定の順序を決める、つまり、ガバナンス構造、ストラクチャーを使うこと、作ることによって、説明責任、そして、そのファンドの責任の所在が明らかになります。

アメリカでは、各エンダウメント基金というのはそれぞれ異なります。ですから、新しいエンダウメント基金の方と最初に会合を開くときには、こういったガバナンスのルールを、その状況に合わせてカスタムで作っていきます。

また、45というスライド、これはインベストメントオフィスの組織構造ですが、私は過去20年間、正にこれをやってきました。運用チーム、運用オフィサーを作ってきました。カルパスで過ごして、プリティッシュテレコムの子基金でも、そしてパースのファミリーオフィスという億万長者のものでも、今はコモンファンドを担っていますけれども、大手の機関投資家と一緒に話をしてきた経験から、こういった投資オフィスを日本のエンダウメントファンドでは組織したらいいんじゃないかと思います。

まず、パブリックマーケットチームというのが上場株などに投資をする。

そして次に、マーケットابل・オルタナティブ、市場性のあるオルタナティブへの投資をするチーム。例えばヘッジファンドですね。もっといい言葉あるかもしれませんが、あるいはクレジット型の投資もそこに含まれます。プライベートマーケットというのは、プライベートエ

クイティ、それからベンチャーキャピタル、そして、もしかしたら共同投資、そしてプライベートエクイティのセカンダリーマーケットも含まれるかもしれない。

それから、三つ目が実物資産ですね。オフィスビルとか、もしかしたら農業とか林業、農業・林業地なども含まれるかもしれない。

そして、過去5年～10年間、特に注目が集まっているのがESGです。例えば再エネとかクリーンエネルギーとか、あるいはエネルギー効率、省エネ、あるいは農業で、言わば持続可能な穀物とか作物とか、これがアメリカのエンダウメントの運用の非常に大きな割合を占めるように最近はなっています。つまり、持続可能性とESGです。

では、次に47ページにいきます。

これは受託者責任のスライドですが、アメリカのどのエンダウメントファンドでも、ボード・オブ・トラスティーズ、理事会、あるいはボード・オブ・ガバナンスという言葉が使われる場合もありますが、理事会というのがあって、この理事会というのがエンダウメント基金の全体的な方針を設定します。全体方針としては、まずリターン目標、それから支出ルール、支出政策、リスク許容度、そして、流動性リスクをどのぐらい許容するかとか、そういうことを決めるわけです。

理事会は、また、注意義務、それから忠実義務、そして責任義務をそのエンダウメント基金全体に対して負っています。この三つの義務というのは、ボード・オブ・トラスティーズ、理事会が運用スタッフに決して移譲・譲渡できない、あるいは外部の運用機関にも委託・譲渡できないものです。あくまでも受託者レベル、つまり、理事会、あるいは日本のエンダウメントの場合にはボード・オブ・ディレクターズでしょうか、理事会がこういった義務を負います。

こういったエンダウメントとか理事会と話をするとき、どのようなガバナンス構成があるか、そして、ボード・オブ・ディレクターズの受託者義務は何であって、あるいはインターンのスタッフの運用義務は何であって、そしてリスクの許容度、それからリターンの目標として、第三者の外部の運用機関に何を求めるべきかということ、まず最初に明らかにいたします。

では、最後になりますが、49ページですね。タイムホライズン、時間軸です。

このスライドは前にもお見せしたスライドです。エンダウメントのアメリカにおける時間軸というのは正に永久です。今日のための運用でもない、あしたのための運用でもない、来年のための運用でもない。そうじゃなくて、5年後、10年後、20年後、50年後のために運用しているんです。彼らは永続的な、永久的な資本プールで、そして、何世代にもわたる学生、そして研究者のために、それらの代わりに運用をしているということを忘れてはいけません。

では、こちらでプレゼンを終わらせていただきます。

伊藤さんにバトンタッチします。それから、その後、質疑応答を楽しみにしています。

【伊藤座長】

ありがとうございます、マークさんとティムさん。もう一つプレゼンをした後でQ & Aに入りますので、お待ちいただければと思います。よろしくお願いいたします。

ということで、ただいまのプレゼンに対する質問や意見については、後ほど時間を設けておりますので、先にもう1件のプレゼンをお願いしたいと思います。

議題4、国内外の市場動向及び各運用資産の概要です。

本ワーキンググループの構成員で、岡三証券株式会社グローバル・リサーチ・センター理事長の高田創様から、国内外の市場動向及び各運用資産の概要について、10分程度お話しいただきたいと思います。

では、高田さん、よろしくお願いいたします。

【高田構成員】

大変貴重な機会を頂きまして、どうもありがとうございます。

聞こえていますでしょうか。

【伊藤座長】

はい、大丈夫です。

【高田構成員】

岡三証券の高田と申します。今回は大変貴重な機会を頂きまして、大変光栄に思っております。どうもありがとうございます。

私の方は10分という時間を頂いておりますので、10分程度ということで、国内外の市場動向といったこととお話をさせていただこうかと思います。私も、大体市場で40年間ぐらい、こういう市場を見てきた立場ということで、特に日本における運用の特性ということをちょっと考えてさせていただこうかなというふうに思います。

それではまず、1ページ目をちょっと御覧いただきたいと思うんですけども、日本ではなかなかその運用ということに対する意識が生じなかった。また、なかなか運用というものがう

まくできていないんじゃないかという言われ方がよくされているわけであります。

日本の家計の金融資産、1,900兆円。もうそろそろ2,000兆円という水準になるんですけども、なかなか貯蓄から投資というものが進まない。

この右側のところにありますように、金融資産の構成ということになるんですけども、日本の場合は、これはあくまでも家計でございますけれども、半分以上が、54%が現預金になっておりますし、さらに、円の現預金であります。そういう意味では、アメリカなりヨーロッパと随分違うというところの中で、この運用というものがなぜなかなかできない、育っていないのかという、その資産運用のカルチャーというものが議論になっているということでございます。

この背景にある、なぜかということをお考えすると、次の2ページ目ということになるんですけども、結局、バブル崩壊後、平成の世の中の30年間というんでしょうか、私は「雪の時代」と申し上げているんですけども、ここにありますように、株に象徴される資産デフレ、それから円高というような状況があるわけでありますから、考えてみれば、マクロ環境の制約というものが余りに大きかったと考えざるを得ないと思います。要は、先ほど貯蓄から投資が進まないという話がありましたけれども、こうした環境の中でいけば、円で現預金で持っているが一番合理的だったということなわけですね。しかも、こういう状態が2年や3年だったとしてもかくとして、5年、10年、25年、四半世紀こういう状態が続いていたという中で、全く資産運用に対する意識が生じなかったというのは、ある面では当たり前、合理的というふうに考えることもできるわけであります。

ただ、ここにもありますように、過去8年間のアベノミクス・黒田異次元緩和以降ということでは、ようやく円安・株高の好循環に戻る状況になってまいりましたので、この状況をどう考えるかというのは非常に重要かと思えます。

次の3ページ目のところにありますように、「雪の時代」と私は申し上げましたけれども、世界の経済の中でも日本が、少なくともバブル崩壊後は非常に厳しい状態にあったというところがあるわけでありますが、ただ、少なくともこの七、八年についていけば、ようやく普通の状態に戻ってきたというふうに考えることもできるわけであります。次の4ページ目のところにありますように、バブル崩壊以降の「雪の時代」、ようやくこの転換の兆しが表れてきたのではないかなと思えます。

ここにありますように、これは株の時価総額でございますけれども、昭和の時期は、日本だけが突出した状況でした。平成については、世界が右肩上がりの中で、日本だけが資産デフレ

に閉じ込められるような状況があったのが、ようやく令和に向けて、普通の時代に帰ってきたというような状況になるわけでありますから、そういう意味では、ようやくこうした世界並みの状況になってきたというふうに言えるんだらうと思います。また、次の5ページ目のところにありますように、コロナショックという大変な未曾有な危機という中でも「雪の時代」に戻ることがなかった。すなわち、円高・資産デフレという形に戻るような状況ではなかったということでございますので、そういう環境からいえば、ようやく安心感も出てきたというふうに言うことができるのではないかと思います。

こうした状況の中で、次の6ページ目のところでございますけれども、資産運用に必要なカルチャーということで、私は三つの要因だと思っております、市場要因、それから制度的なサポート、そして履歴となります。こうしたものが積み重なる中でということでは、日本の場合、ようやくこの市場要因と制度サポートがなった中で、履歴のところももうちょっと実現できればという重要な段階にあります。

こうした状況の中、日本はようやく世界並みになってきたわけでありますけれども、運用に関する世界的な長期トレンド、次の7ページ目のところでございますように、そろそろ変わる節目というものもあるのではないかと思います。私は40年サイクルと申し上げておりますけれども、この金融政策全盛、グローバル化といったところに、やや節目の部分まで出てきたところもちょっと一つ考える必要があるのではないかと思います。

その一つの象徴的な部分が次の8ページ目のところになるわけでありますけれども、金利低下の世界的な趨勢と申しましょうか、特にこれは長期金利でございますけれども、40年近く世界的に低下をしてきたわけでありますけれども、私は、そろそろ底入れの兆しも出てきているのではないかなというふうにも思うわけでございます。

また、次の9ページ目のところでございますように、世界的な中央銀行の連動した政策、この結果、今や日欧はマイナス、そしてアメリカもゼロに近い状況でございますけれども、ただ、そろそろ底入れをしてきている兆しも出てきたのではないかなというふうに感じるところでございます。

また一方、次の10ページ目のところにありますように、過去40年ということでは、先ほど、私は「雪の時代」と申し上げましたけれども、ドル円で見ると円高傾向がずっと続いていたというような状況でございます。

ただ、こうしたものもそろそろ底入れになってきている可能性も私は高いのではないかと思います。すなわち、半世紀における円高傾向というものもそろそろ底入れ、次の11ページにあ

りますように、アメリカ主導というような状況の中ではございましたけれども、そろそろこうした円高潮流というものにも節目が出てきたのではないかなというふうを感じるわけでありませぬ。

となりますと、これまで円高であれば外貨に行かないという状況であったのが、そろそろ変わりつるといふようなことでもあるわけでありまして、こうした状況は、次の12ページのところにあります円の実質実効為替レートというところで見ても、そろそろ底入れをというふうな部分も出てきているのではないかと考えています。

こうした状況の中、先ほど申しました、世界的には株価は右肩上がりが続いたと申しましたけれども、13ページのところにありますように、グローバルに株は安定した上昇。ただ、足元で見ると、やや過熱感もあるというのも一つの状況ではないかと思ひます。となりますと、こういう状況、ある面では金融不均衡と言われるような状況もあるわけでありませぬから、確かに右肩上がり、長期的にはという中ではありませぬけれども、分散というんでしょうか、特に債券と合わせた分散というものが重要になってくる面があるかと思ひます。日本の場合は、こちらのアメリカほど過熱感はないわけでありませぬが、それでも分散というのが重要なところではないかと思ひます。

こうした状況の中、次の14ページでございませぬけれども、現実の運用というものをちょっと改めて見てみたいと思ひます。現実の環境は、ここにございませぬように、私は、これは「世界の金利水没マップ」という言い方をして、7年ぐらい使わせていただひているものですが、横軸が年限、縦軸が国の名前ということになるんですが、日本とヨーロッパ、物の見事に水没、マイナス金利状態になっているということでありませぬ。実はこれでも昨年と比べれば水没エリアが干上がってきたということではあるわけでありませぬけれども、日本と欧州についてはかなりの部分がマイナス金利状態になっているというふうな、人類の何千年にわたる市場の中で初めての状況というところがあるわけでありませぬ。実は、こうした状況はアメリカとは全く違ひ、初期条件が違ひということになっているわけでありませぬして、こうした状況の中で、どのように現実的に運用していくのかということところは、改めて問われるべきところだろうと私は思ひませぬ。

こうした状況の中での対応というものは、私は「LED戦略」というふうに申し上げておりませぬして、次の15ページになります。結局、水没した状況の中で、「L」、長くする、長期ですね。それから、次の次元が「E」、エクスターナル、自らの国が沈んであるんであれば海外に出るしかないとの次元です。そして、金利がマイナスになっている中で、金利以外のものに多

様性、「D」、ダイバーシファイと言われるような状況の中、金利はなくても配当がある株式、金利はなくても賃料、不動産といたしまして、それ以外の多様なアセットということに対応せざるを得ないというのが今の現状ということになるんだろうと思います。

こうした状況をまとめたのが16ページということになるわけで、LED戦略という形で、多かれ少なかれ、世界の運用者というものがこの3つの次元に入っているというふうに考えることができるんだろうと思います。

ただ、昨年来生じておりますコロナという未曾有な危機の状況の中で、昨年の今頃は正にキャッシュにしなければいけないというような状況でもございました。そういうやや危機的なキャッシュ、緊急避難的な状況というものも経ながら、私は、今の状況というのは、このLED戦略を対応しながらも、ウィズコロナの中で修正LEDとしたような、ある程度キャッシュも保有しながら一定の国内比率も保ち、また一方で、ある程度抑制的な、期待水準をやや引き下げた対応というものが求められるというのが今の状態ではないかと思えます。

こうした状況の中で、次の17ページのところにありますように、長期的な視点に沿って、分散によるポートフォリオというようなものを考えていくことが必要です。特に伝統4資産、内外、それから株、債券と言われるような分散というものが一つの重要なものになっていくということになるんだろうと思います。こうした意味で見ますと、まずは基本として、中長期的視点の中からアセットアロケーションを定めると。特にこの4資産といったところを中心にするのが極めて重要な運用の出発点になる。しかも、こうした状態がようやく日本でも取れるような状況になってきたというふうに考えることができるんだろうと思います。

ただ、一方で、18ページにありますように、理論上で申しますと、多様な資産によるフロンティア拡大というようなものも将来的には検討されるということもございます。先ほどもコモンファンドの方から御説明がありましたように、エクイティのところ、また、イリクイッド、流動性に乏しいものも含めた運用の多様化ということになります。ここにありますような運用のフロンティアを高めていくというようなことも現実的な対応になるわけでありまして。

ただ、一方で、こうしたイリクイッドなものに対しては、管理コストと、その面での制約もあるだけに、現実的な段階から段階的な対応が望まれるということがあるのではないかと思います。

今申し上げたような状況、次の19ページのところにありますように、多様なアセットというものをどのように対応するのか。ただ、一方で、ここにありますように、ハイリスク・ハイリターン、また一方でインカムの制約、また一方で運用者若しくはイリクイッドのようなものを

どのように対応するのかというところも重要なところかと思えます。

そういう状況の中で、次に、一つの事例といたしまして、20ページのところにございますように、GPIF等が対応しております債券、それから株、50/50ポートフォリオというような状況の中で振り返ってまいりますと、日本の場合は、ここにもございますように、左側、日本の方は平均リターンが3%台、アメリカの場合は5%台というようなところでもございますので、こうした状況の中で、おのずと日本の場合は一定の利回り水準を、アメリカとは違う中で、どのような設定するのが問われます。

また、一方で、株式の組入れという中で期待リターンをどのような形で、また、一方で、変動のバッファとなる制約の中で、どのような形での制約を考えながら対応するのかということが重要になるのではないのかと思えます。

最後は21ページのところで、簡単にまとめをさせていただければと思えます。

今申しましたように、バブル崩壊以降の資産運用に向かない「雪の時代」から、日本もようやく転換の兆しが出てきたということになるかと思えます。そういう意味では、日本も縮小均衡を脱して、運用によるリスクテイクの次元に向かうような状況になってきたと言ってもいいのではないかと思えます。

また、一方で、世界的な流れとしても、80年代以降の金融、それからグローバル化の中で生じた円高、それから金利低下傾向というものに、やや転換の兆しが出てきている。そういう中で、日本においてもグローバルな中で長期・分散の投資ができるような状況になってきたというふうに考えることができるのではないかと思えます。

現実には、未曾有の、若しくは史上初めてのマイナス金利の中で、リスクテイクはLEDの三つの次元、長期、海外、多様性ということになるかと思えますが、ただ、ウィズコロナの中で、修正LEDと申しあげましたように、ややリスクを抑制した対応をしながら、日本における投資カルチャーの醸成ということが重要になるんだろうと思えます。

また、グローバルには、一部に金融不均衡がある中で、長期的な視点に立って債券、それから株の分散をベースにしたポートフォリオ、国際分散投資というものが活用されるということだと思えます。

ただ、一方で、日本の場合、今回の大学ファンドもそうでありますが、リスクバッファの制約、また、財政投融资という資金的な性格を踏まえるということになりますと、先ほど申しました修正LEDの中で、一定の流動性のある債券、また、一定の国内比率を維持しつつ、国内での適正な期待ポートフォリオでの分散というような形で、着実なインカム確保、元本のリ

スクの保持といったことが重要な観点になるのではないかと思います。

今回の基金の成立をきっかけにして、日本における投資カルチャーができるということが非常に重要な点ではないかというふうに思う次第であります。

私の方は、この辺でまとめさせていただきます。

貴重な機会を頂きまして、どうもありがとうございました。

【伊藤座長】

高田さん、ありがとうございました。

それでは、二つのプレゼンを聞いたところで、このコモンファンドのプレゼン、それから高田さんのプレゼンに直接関わりのある事柄、あるいはスライドについて、質疑応答を進めていきたいというふうに思います。御意見のある方は挙手を、バーチャルな挙手でも物理的な挙手でもいいですけれども、していただいて、私が指名しますので、指名を受けた方はミュートを外して御発言ください。

では、最初の質問を四塚さんからお願いします。

【四塚構成員】

今のお話について、三つお尋ねしたいことがあります。

今、英語聞こえていますね。

【Mark Anson氏】

はい、聞こえています。

【四塚構成員】

まず、オルタナティブ投資に対するアロケーション・ウエート（配分比率）に関して、基金の規模が大きな影響を与えている要因のひとつだとおっしゃったんですが、それ以外の要因というのは何があるのでしょうか。ほかにどのような要因が各エンダウメントのオルタナティブ資産に対する配分比率を決定しているのでしょうか。様々な基金を御覧になっていらっしゃるの、その知見を伺いたいと思います。

それから、二つ目がペイアウト・レートです。支出率の一番重要な決定要因は何かということ。

それから、三つ目が非流動性プレミアムの話です。非流動性プレミアムが今後どのように推移するのかという問題についてご意見を伺いたい。

この三つです。

【Mark Anson氏】

ありがとうございます。

とても英語がお上手でいらっしゃいますね。ありがとうございます。

私の娘がここにいたらと思うんですが、来年、東京の早稲田大学に進学します。彼女の方が私よりもずっと日本語は流暢です。

では、私は、オルタナティブに対するアロケーション、それから非流動性プレミアムの二つの質問にお答えして、そして次にこの支出率、ペイアウト率についてはイエーツさんに委ねます。

幾つかの要素が非流動性プレミアムに対するアロケーションを決定しています。

一つ目が、まず大学の財務的な制約は何か、流動性にどんな制約があるのか。例えば、すぐにでもキャッシュが必要なのかという、そういう財務上の制約です。あるいは新しい、新築工事のファイナンスが必要だとか、あるいは奨学金のためのペイアウト率が高くなる年なのか。私はコロンビア大学で奨学金を得ましたけれども、こういった制約があって、やはりプライベートな投資ができない要因の一つになり得ます。それが一つの要素です。

ただ、それでも、私が先ほど言いましたとおり、ほとんどのアメリカの大学というのは自らを永続・永久的な存在と考えています。つまり、今の学生のみならず、今後、将来長きにわたって、50年後も、そして100年後も、学生の教育を担う機関、永続機関として考えているわけで、ですから彼らは資本のプールを作って、今日の奨学金だけではなく、50年後、そして100年後の資金プールを作ろうという長期的、そういう視点を持っているんです。ですから、例えばプライベートエクイティとかベンチャーキャピタルとか、あるいは不動産といった非流動性の資産に対する投資に彼らを動かしているわけです。

それからもう一つ、オルタナティブに対する、特にプライベートエクイティですが、未上場株への投資ですけれども、それは、その大学自体の財務状況、財政状況です。財政の健全性です。ハーバードとかイエール、スタンフォード大学などが、例えばエンダウメントの運用益が低かった年があった場合には、卒業生に寄附を募ります。コロンビアは毎年、私にコロンビアのエンダウメントに寄附を下さいという要求をしてくる。ということで、彼らは、より裕福

な卒業生に対して、例えば運用益が大きく下がった場合には、寄附を追加で頼むことができます。これはアメリカの場合で、そのような大きな卒業生のプールがなかなかいない大学、小規模な大学というの、しかし、あります。

それから、流動性プレミアム、つまり、非流動性資産に投資する際のプレミアムというのは上下いたします。変動します。長期平均は、先ほど言ったとおり、3%強です。コモンファンドの方で強調しているのは、これは非常に長期的に見るべきであるというふうに言っています。1年見ますと、例えば非流動性のプレミアムによってプラスになったりマイナスにすったりするわけで、定期的に見ると3%ということになります。今はこういったプレミアムというのを測定しますが、これは実は3%を超えています。ということは、今はこのプライベートエクイティに投資するいいタイミングだということなんです。

【四塚構成員】

それは予想リターンの意味ですよ。

【Mark Anson氏】

何ですか。もう一回言っていましたか。

【四塚構成員】

今はいいタイミングだとおっしゃいました。これは実現リターンではなく予想リターンが高いということですよ、今の時点で。

【Mark Anson氏】

そうです。その非流動性プレミアムに関しては、それを予測しているわけです。これから3年～5年にかけての予測になります。

【四塚構成員】

それがいいということですね。

【Mark Anson氏】

そうです。ですから、私たちのこれから3～5年、3年から5年の予測というのは、長期的

なその平均よりもいいということなんです。過去30年と比べてということです。ですから、実際のリターン又はプレミアムですけれども、プライベートエクイティとかベンチャーキャピタルから出てくるものですね、これらは、上場株よりも3%ぐらい、過去20年、超えていたということなんです。でも、今、私たちの予測というのは、更にプラスアルファで3年~5年は得られますよということを言っているわけです。

ただ、今おっしゃったとおりでして、一部、やはり予測という、こういったプレミアムというのが長期的な平均を下回るときもあるわけです。ただ、私たちはクライアントに対して、決してこのマーケットタイミングはしない方というふうに言っています。プライベートエクイティとかベンチャーキャピタルの場合には、なかなかここで勝つのは難しいわけです。

では、ティム・イエーツの方から、ペイアウト率についての質問にお答えいただきましょう。また、そのほかに影響するような要素に関してです。

【Timothy Yates氏】

ほとんどの大学には政策があって、政策の率があって、これは4.5から5%なんです。どういうふうにこれを設定しているかということ、適切なバランスということです。大学のニーズ、今日のニーズと、それから将来の世代をサポートする、そのバランスです。5%以上を使ってしまうということになると、今はリソースが増えるんですが、でも、将来が犠牲になるわけです。今支出が減ると、将来の世代にとってはプラスになるということになります。そのバランスを設定するというのが難しいんです。

アメリカの場合には7%以上を使うことはできない。これは法律で、これは危険と考えられています。ほとんどの大学は3%未満にもしていません。というのは、ドナーとしては、やはりお金がちゃんと大学によって使われていることを確実にしたいわけです。ですから、正しいバランス、つまり、ニーズを満たすということ。

大学によっては、例えば、もっと今、将来のために支出して投資をしたいので、支出率を上げるということもある。でも、今年はやはりコロナがあるので、こういった、より課題がある大学生というのが、なかなか寮代を払えないとか、キャンパスに来られないとか、そういった場合は、エンダウメントはより支出を増やしています。今年は運用オペレーションをサポートするために、より使っています。

【Mark Anson氏】

2020年ですけれども、支出率というのが上がっています。平均的なレートに比べてということです。これは、やはりコロナによって、パンデミックによって、支出率が上がっているということになります。

【四塚構成員】

ありがとうございました。

【伊藤座長】

ありがとうございました。

次の質問、富山さん、お願いいたします。

【富山構成員】

はい、ありがとうございます。

今、私のバーチャル背景はスタンフォードスタジアムでありまして。

【Mark Anson氏】

分かりました。

【富山構成員】

結構寄附が、寄附とエンダウメントが使われているんじゃないかと思いますが、このスタジアムに。

まず、これもちょっとコモンファンドの2人に質問とコメントなんですけれども、まず、お話は大変インストラクティブというか、非常にインプレッシブで、大変勉強になりました。

それから、あと、自分がいるときにビル・シャープがノーベルプライズを取ったんですけど、ビル・シャープのディバーシファイ・ディバーシファイ・ディバーシファイの授業を思い出して、要は、長期的には必ずディバーシファイが要するにアセットクラスと時間軸のディバーシファイが勝つという、そういう話を改めて、あたかもビル・シャープの授業を受けているような気分でした。ありがとうございます。

それで、その中で、だから私が感じたのは、ある種基本的なプリンシプルにすごく沿って、それを揺るがずやればあるリターンは得られるということは、ある意味で有利な仕組み、パペ

チュイティというのは有利だということはよく分かったんですが、その一方で、今御指摘のように、難しさのかなり部分は、要はペイアウトしていかなきゃいけないと。大学の運営を支えるためのペイアウトしていかなきゃいけないというところが、どうやらこのファンドのほぼ唯一の、理論的にはものすごく有利な仕組みなんだけれども、要は実践的にそこが一番難しいのかなというふうに感じたんですが、その辺の御認識はいかがかということが一つ。

それからもう一つが、これは私自身が十何年か前に、公設のプライベートエクイティファンド、10兆円の国のファンドの運営責任者をやっていました。そのときに非常に難しかったのは、要はステークホルダーのソフィスティケーションというんですか、そのステークホルダーが、特に国が関わってきますと、皆が皆、コロンビアMBA、Ph.D.ではない。スタンフォードMBAではない。ビル・シャープの授業を受けていないわけですので、なので、残念ながら、すごくアンソフィステテッドなことを言い出すわけですね、特にマーケットクラッシュのとき。それに対して、ある種ボードがちゃんとしていれば、それに対するディフェンスを作れるんですけども、ボードのソフィスティケーションが低いと、それこそクラッシュのときに、全部現金にしてじっとしてろみたいなことを言い出すわけです。それに対するそのイミュナイゼーションというかが僕は大事なと改めて感じているんですが。というのは、長期的にはディバステフィケーションで勝っていけるので。そのときに、そのボードメンバーというんですか、もちろん実際の投資責任者は、はっきり言って、今日のお二人を雇えば今回のファンドはおしまい、もう問題がほとんど解決するんじゃないかと思っているんですが、皆さんを雇えばそれでオーケーだと思っているんですが、問題はそのボードですね。ボードをどういうメンバーで実際に構成されている場合が多いのか、あるいはコモンファンドの場合はどうなっているか、その辺ちょっと伺いたいんですが。

【Mark Anson氏】

ありがとうございます。御質問いただきました。

【伊藤座長】

一つ加えたいと思います。コメントを加えます。富山さんの質問に対してのコメントですが、私の理解では、この状況というのは完璧ではないと。アメリカでも完璧ではないと思います。大きなクラッシュが起こった場合、何らか、一部のボードメンバー又は大学の上の方の人がパニックを起こしてしまう。そして、売りたいと、売ろうとすると。これは間違っていますよね。

【Mark Anson氏】

そうです。

【伊藤座長】

ですから、どのようにすればそこを避けられるのか。より高度な洗練されたボードメンバーを外のプレッシャーから助けられるのか。それを保障できるような制度はありますか。

【Mark Anson氏】

はい、よく分かりました。

富山さん、ビル・シャープは私も知っております。私は、彼が実は運用のコンサルタントということで、私がカルパスで働いているときに助けていただいております。正に、18年ぐらい前でしょうか、それ以上かもしれません、技術、テクノロジーバブルがはじけたとき、多くの政治家、カリフォルニア州でも多くの政治家が資産を全てキャッシュにするよう提案してきました。州のこのカルパス、2,000億ドルぐらいだったんですけども、これを全部流動化させて、キャッシュにすべきだということを言った人がいたわけです。シャープ先生に、実はそのときに連絡をしたんです、理事室に行って、どうするのがいいのかということをお教えしてほしいと。

今おっしゃったことはそのとおりだと思います。というのは、やはり政治的な圧力があって、そういった人たちはなかなか洗練されていない。そして、彼らは、一番いいのは完全なポートフォリオを売却することで、投資をストップしてキャッシュ化することだというふうに考えてしまう。これは、実は最悪の結果につながってしまうわけです。

ですから、私たちはコモンファンドでどうしたかということ、今もそうなんですけれども、これは全ての理事会の人たち、大学の人たちと一緒に、マーケットについての教育をします。ですから、より高度化させる、洗練化させるわけです。なぜ私たちはこういったアセットクラスに投資をしているのか、どういったメリットがあるのかということをお説明します。

あと、全てのクライアントに対して私たちがやっていることは、アメリカでこういったクライアントに対して、クライシスプレーブック、危機についてのプレーブック、テキストのようなものをお話ししています。つまり、大きな例えば金融市場でのドロウダウンが起こった場合には、パニックを起こすのではなく、この危機のテキストブックに戻って、この一連のルール

とか手続があるんですね、そこに。今、市場ではドロダウンが起こっていると、これをクライアントに対して、2年、3年ぐらい前から作り始めました。これは、コロナ禍の前だったわけです。

【伊藤座長】

それはいいタイミングでしたね。

【Mark Anson氏】

当時、当然コロナ感染が起こるなんて予想もしなかったんですが、ただ、考えてみたら、とてもいいタイミングでした。その後、コロナ感染が発生して、そして世界中の金融市場が大きく下落したときに、私どもはクライアントに対して、クライシスプレブックを開いてくださいと、そこで長期的な利益あるいはリターン、そして、その機関にとっての十分な流動性を確保するためには何が必要なのか、そして、長期的なアセットアロケーションの原プランは何かということ振り返ってもらいました。これがもとで、最もソフィスティケーションレベルの低い投資家が、自ら何をすべきかをきちんと考えて、パニックしないで済んだわけです。

また、このプレブックがあった結果、政治による圧力に負けずに済んだわけです。確かにそういう厳しいときというのは外部からの大きな圧力があって、そして、ポートフォリオ清算への圧力は高まりますけれども、そこでキャッシュアウトするというのは最悪です。必要なのは牽制、チェック・アンド・バランスです。つまり、圧力がかからないようにする。ポートフォリオを売却する、それも最悪の時期に売却しないでも済むような、その圧力を跳ね返すための道具が必要です。

御質問、よく分かります。その懸念も、よく分かります。非常に難しいです。市場をよく理解しない人というのが必ずいて、そういった人の自然な反応は、全部投資商品を売却してキャッシュ化しようと言うわけです。その個人に対して、それは今この段階では最悪の決定ですよということを説得しなきゃいけないわけです。その役に立つのはクライアントに配布したクライシスプレブックです。

【伊藤座長】

ありがとうございます。

では、次の質問は蓑田さん、お願いします。ミスター蓑田。

【蓑田構成員】

アンソン先生、聞こえますか。

【Mark Anson氏】

はい、聞こえます。

【蓑田構成員】

ありがとうございます。プレゼンテーション、非常に分かりやすかったです。ありがとうございました。

そこで、三つの基本的な質問をお伺いしたいと思います。組織運営についての質問ですが、ガバナンスも含めた質問です。

まず最初の質問、これはイエーツさんに何うべき質問だと思うんですが、どのぐらいの頻度でリファレンス・ポートフォリオの見直しをされますか。そして、改訂するんでしょうか、あるいは、かなり長い間同じリファレンス・ポートフォリオを維持されるんでしょうかというのが最初の質問です。

それから二つ目が、その運用スタッフの評価です。どのぐらいの頻度でその運用スタッフの運用成績、パフォーマンスを評価するんでしょうか。これは永続的な、長期的な投資だとおっしゃいましたね。つまり、これは投資家のトレーディンググループの評価とは違います。ただ、やはり時にはそういう評価もしなければいけないと思うんですね。ですから、どのぐらいの頻度で運用スタッフの評価を行っているのか、そして、運用成績が悪かった場合、水没した場合には入れ替えるのか。

それから、三つ目の質問は外部投資家との関係です。先ほど、運用業務を全て外部に委託していると、外部運用機関に委託するとおっしゃったんですが、ポートフォリオの一部でも運用機関に委託、外部委託した場合には、もうそのまま一切関知しないのか、あるいは、管理するとしたらどのように日々、日常的に、あるいは月次でもいいんですけども、日次でも月次でも、どのように管理をしているのかということです。

【Mark Anson氏】

素晴らしい質問を頂きました。

じゃ、ティムさんに一つ目の質問を担当してもらいます。多分、ティムさんが一番適任者だと思います。そして、私の方からは二つ目と三つ目の質問に答えますので、まず、ティムさんからどうぞ。

【Timothy Yates氏】

はい、ありがとうございます。

三つのすばらしい御質問を頂きましたが、ちょっと冗談、ジョークで始めていいですか。

ある理事が、あるときこう言いました。「ポートフォリオを四半期ごとに見直したい」と言ったんです。それは25年に1回というクォーターでした。つまり、4分の1世紀でした。

つまり、戦略的なポリシーと運用の実行とは分けて考えなければいけない。マークの方から実行について話します。つまり、運用機関を選んで、どうやって監視するか、そして運用チームの選任、こういったことは、かなりの頻度で見直しが必要です。

一方で、運用方針、つまりアセットアロケーション、それから各資産クラス別の運用目標、それから許容できる支出のバンド、それから、どのぐらいを株、どのぐらいを債券にして、どのぐらいはオルタナティブに、どのぐらいを非流動性資産にという方針、これは1年1回ぐらいの頻度での見直しで十分です。それ以上ではいけません。つまり、全ての例えば市場についての仮定とか、あるいは支出ニーズの仮定、アサンプションですね、それからポートフォリオについての仮定、前提条件が、まだそのままかどうかを確認するための見直しです。

ただ、良い方針さえあれば、何年もそれは有効なはずです。思慮深く設定された運用方針でしたら、何年にわたって有効なはずです。

【蓑田構成員】

分かりました。でも、市場がボラティリティが高くて、例えば向こう数年間の予想を立てると市場の基調が変わると、ベーシックトレンドが変わるといったときは、やはり勇気を持って運用方針を変えるんじゃないでしょうか。変えるべきじゃないですか。

【Timothy Yates氏】

はい。私どもは、そのポリシーの中で、ある範囲、幅を設定します。例えば70%株で30%債券というポートフォリオの場合には、それを75とか65というふうに幅を持たせるんですね、株式を。それが方針です。ボードはそれを変えません。運用マネージャー、つまりCIO、チー

フ・インベストメント・オフィサーが裁量を与えられていて、彼が株式を買って、その株式のアロケーションを高めたり、あるいは低めたりする、低下させたりするフレキシビリティを与えます。これをタクティカル・プロポジショニングと言っています。戦略的ではないですね。戦略は変えない。そうじゃなくて戦術を変えるんです。つまり、株がいいときには株を買う、あるいは、悪いときには株を売って組み替える。つまり、戦略的な長期的な方針と、戦術的なタクティカルな実行との違いです。優れた運用チームは、そういった戦術的な見直しはできるはずです。

【蓑田構成員】

分かりました。ありがとうございます。

【Mark Anson氏】

私の方から残りの二つの質問に答えますが、三つともすごくすばらしい質問でした。ありがとうございます。

では、どのぐらいの頻度で運用スタッフの評価をするべきか。実は私が正にコモンファンドのチーフ・エグゼクティブとして、正にその任を負っています。

我々は年に2回、人事考課を行っています。まず年央の人事考課、それから年末の考課、2回評価を行っています。より正式な評価というのはもちろん年末、年度末の評価で、そこで彼らの運用成績をまず見ます。

ベンチマークとか目標に対する、私自身が私のボード・オブ・トラスティーズと一緒に設定した目標に対してどうだったかということを見るんです。それから、長期、そして短期目標に対しても照らし合わせます。その理由は、例えば、ちょっと今年は不振だったなという年は必ずあるものです。でも、1年だけすごく運用成績が上がるという場合もあるわけです。やはり長期にわたる一貫性というのも重要です。ですから、1年度の成績は確かに重要です。この1年間、どういう成績だったか。でも、それと同時に過去二、三年間の成績も併せて見ると。つまり、コンテキストを見る。そして、長期的なバランスを取れた評価をするということが重要です。一貫的に、一貫してポートフォリオに対して価値を追加できているかどうかを見るわけです。

それから、外部委託した外部の運用機関についてですが、その運用機関がパブリック市場で投資をしているか、あるいはプライベート市場で投資をしているかによって変わります。

パブリックマーケットのマネージャーについては、正式なビデオコンファレンスを毎月行っています。

【蓑田構成員】

毎月ですか。

【Mark Anson氏】

はい、毎月行っています。テレビ会議を毎月します。大型の、例えばアメリカのパブリックエクイティ、上場株のマネージャーでしたら、毎月その月の運用成績を必ず私どもと一緒に見直します。

ただ、例えば去年のようなコロナの感染があった場合、危機があった場合には毎週、8週間ぐらい、あるいは8週、9週間にわたって毎週、週次ごとのミーティングを開きました。

それから、プライベートマーケット、つまり、ベンチャーキャピタル、それから不動産、そして未公開株につきましては、四半期ごとに正式なコンファレンスコールをしています。電話会議をしています。

つまり、パブリックの市場の場合には、会議はより頻繁です。というのは、パブリックの市場の方がボラティリティが高いからです。一方、プライベートマーケットの運用機関につきましてはもっと頻度が長いです。危機が、そのマネージャーのポートフォリオにどういう影響を与えているかを判明するために、危機状況下ではもっと更に頻度が高くなります。週次ぐらいになります。

これで質問の答えになっていますか。

【蓑田構成員】

例えば、非常に難しい状況であったとします。こういったミーティングの中で悪いという状況になったということになると、アセットマネージャーを替えるんですか、又は、基本的な運用の投資ポリシーが変わるんですか、そこで、非常に頻繁にそういった人たちと会っていらっしゃるわけですね。ということになると、これを、投資政策ですとか運用戦略というのをチェックしている、アセットマネージャーのクオリティというところと比較をしていらっしゃると思うんですが、そうすると、何かそれによって手段を取るんですか。

【Mark Anson氏】

はい。例を挙げてお話ししましょう。

私たちの運用者、マネージャー全体に対して、リターンのターゲットがあります。どういったぐらいのリターンを私たちが期待しているかということですね。

あと、リスクターゲットも挙げます。どれぐらいのリスクをそのマネージャーが取っているのか、リターンを上げるためにということです。チームがさっき言っていましたけれども、リターンを上げるためには、ある特定のリスクを取らなければいけないわけです。私たちが確実にしたいのは、そのリターンに対してリスクを取っている、リターンに対して十分なコンペーションするという事です。リスクに関する対話を私たちはマネージャーと一緒にしています。そして、資本の調整ということだけでなく、リスクの調整もしているということです。これだけの資本に対してこれだけのリスクということも調整しています。

【蓑田構成員】

完璧です。ありがとうございました。

【伊藤座長】

ここで、コモンファンドと、それから高田様への質疑応答の時間を終わらせていただいて、もう少し幅を広げて、もちろんコモンファンドと、それから高田さんへの質問もよろしいんですけれども、あと、もう少し自由に討議をしていただきたいと思います。

これ以降の会議については、ワーキンググループ運営規則の第6条に基づき、議論内容が市場への影響を与える可能性があること等により非公開とさせていただきますので、プレス及び一般の傍聴者の皆様への公開は、この時点で打ち切らせていただきます。

了