

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2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5月26日(水) 10:00～12:06
2. 場所 オンライン開催
セットアップ：中央合同庁舎第8号館4階416
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、川北英隆構成員、亀井純子構成員、佐藤久恵構成員、高田創構成員、蓑田秀策構成員、四塚利樹構成員
(ヒアリング)
Robert F. Wallace氏 (Stanford Management Company)、浦壁厚郎氏 (野村総合研究所)、植松氏
(内閣府)
井上信治大臣、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
4. 議題 (1) 海外運用事例～Stanford Universityからのヒアリング～
(2) 運用の基本的な考え方(運用目的、運用目標、支出政策等)について
・大学ファンドからの支援に係る必要規模の報告
・大学ファンド運用シミュレーションの報告
・議論
(3) その他

【配布資料一覧】

- 資料1 海外運用事例 (Stanford University)

【Robert F.Wallace,CEO,Stanford Management Company】

開 会

【伊藤座長】

本日はお忙しい中、御出席ありがとうございます。

ただいまから、第2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。

今回も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ので、開会に当たり井上大臣より御挨拶をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

【井上大臣】

科学技術政策担当大臣の井上信治です。

本日も先生方には御多忙のところを御参集を頂きまして感謝を申し上げます。

「運用の基本的な考え方」の取りまとめに向けて、第2回以降は論点ごとの詳細な検討をしてまいります。本日は主に運用目的や運用目標、支出政策等について御議論を頂きます。

イノベーションの中核を担うことが期待されている我が国の大学の研究基盤は、諸外国のトップ大学と比べて大きく水をあけられております。そのような状況を打破するには、博士学生を含む若手研究者支援や研究データ連携基盤整備などのための財源確保が非常に重要です。大学ファンドにおいては、運用益を活用してそれらの財源を確保することとしておりますが、大学の研究基盤への支援にあたっては、長期かつ安定的なものにする必要があります。

本日はこうした観点も踏まえて先生方の忌憚のない御意見を頂きたいと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

【伊藤座長】

ありがとうございました。

時間が限られておりますので、早速ですが議題に入らせていただきます。

最初に議題1、海外運用事例として、Stanford Management Company CEOのRobert Wallace氏より、30分程度プレゼンを頂きたいと思っております。

Wallace氏は、プロのパレエダンサーとしてのキャリアの後、イエール大学に入学。イエール大学Investment Officeにて勤務した後、ロンドンに拠点を置く投資会社であるAlta AdvisersでCIOを務められ、2015年よりStanford Management CompanyのCEOを務めておられます。

それでは、プレゼンの方をよろしく願いいたします。

【Robert Wallace氏】

おはようございます、皆様。今朝はこの会合に参加できて大変うれしく思っております。

私は日本で1983年以降、働いたりあるいは旅行したりしてまいりました。ですから、できる限りお手伝いさせていただきたいと思います。この非常に印象的なエキサイティングな新しい大学ファンドを立ち上げようということに助言できることをうれしく思っております。

今日、私は教育的なエンダウメントの目的、目標というのが示唆する、ある運用戦略は何か、そして、その運用戦略自体がその運用オフィスの投資能力を規定するというところをお話したいと思います。つまり、目的それから戦略と、そしてエクスキュージョン、実践というのは密接に絡んでいて、そしてそれは多くの方にはあまり明確ではないと思うんです。そこをお話したいと思います。それからガバナンスにかなり時間を掛けてお話をいたします。ガバナンスというのは、投資機能をサポートしながらそれに制約を掛けるわけで、ですから非常に効果的で非常に規律立ったガバナンスを長期的に維持する、つまり教育エンダウメントの運用では必要だということをお話したいと思います。

そして今日の話の中でセオリー、つまり理論と実践との間の違いを是非明確にしたいと思えます。理論と実践は同じではありません。かの有名なアメリカの野球選手・監督のヨギ・ベラが言ったとおりですけれども、理論上は理論と実践の間に差はない。しかし、実践をすると実は差があるんだと言っているわけです。これは本当に教育のエンダウメントの運用では正に真実だと思ひまして、それを是非お話ししたいと思ひます。大体20から25分お話しした上で、その後、質問にお答えします。また、私のプレゼンの中で何か御興味を引いたところについて御質問いただければと思ひます。

ということで、大学ファンドあるいはエンダウメントの目的をお話したいと思ひます。少なくともスタンフォード大学の目的です。

スタンフォードのエンダウメントというのは、大体400億ドル相当の運用資産を持っております。あほかも一つのエンダウメントかのように語っていますが、実は一つではなくて、8,000の異なるエンダウメントから構成されているんです。それぞれが特定の目的を持って、例えば学生のための学資援助とか、あるいは人文科学とかあるいは科学の研究といったような8,000のエンダウメントはそれぞれ目的を持っていて、そのドナーは永続的に永久的にそれを使って支援をしてほしいと思ひている。それがエンダウメントと、それからすぐに支出するあ

るいは短期的に使われるギフト、贈与とは違います。つまり、エンダウメントというのは、今現在のそのファンドの受益者、つまり、今の学生とか今の教員のためでもあるが、しかし、その後の全ての世代、後続世代の学生そして教員のためにあるわけで、これが非常に重要です。エンダウメントの目的、そしてその戦略は、何を満足しなきゃいけないかを考えるとき、この点がとても重要です。

スタンフォードは、大学の運用資産に対して大体この運用ポートフォリオ、私が運用している投資、ポートフォリオの6%を毎年支出しています。6%となりますと400億ドルですから、大体毎年20億ドル強ということになるんですね。かなりの額です。ただ、まだそこまではいっていないのは、実はスミージングフォーミュラというものを実は使って計算をしていって、そして例えば過去12か月のようにバリュエーションが大きく伸びた場合には、それが実際の支出になるのにちょっと時間が掛かる。そして、その価値が若干下がってきて初めて、その支出ルールというものが追いつくということになるわけです。つまり、それによって、その投資ポートフォリオのボラティリティからバッファーができるわけです。

いずれにせよ、400億ドルのエンダウメントでしたら大体毎年20億ドル相当を、その運営予算の支援に使っている。これは毎年使うにはかなりの金額であり、これはとても重要なスタンフォードの運用予算の大きな財源となっています。実はスタンフォードの現在の運営予算の5分の1近くを占めています。また、将来の世代の学生そして学者のためにも、このエンダウメントが重要なので、この400億ドルをできる限り大きなインパクトを持たせたい。つまり、100年後も今と同じくらいの購買力を持たせたいわけです。このエンダウメントの6%を支出するということは、つまりいわゆる高等教育物価上昇率というものを相殺しなければいけません。もちろん日本はインフレがかなり違うと聞きましたけれども、アメリカでは高等教育のインフレ、物価上昇というのは、大体毎年CPIを1%上回っています。つまり過去5年間、大体3%ぐらいで推移しているわけです、この高等教育の物価というのは。

投資オフィスを私は管理しているんですけども、投資オフィスから見たら、つまり6%を毎年分配していったプラス3%、これは高等教育の物価上昇分を収益として出さないと、このエンダウメントが、今の現世代の学生そして教員だけではなく将来の学生や教員の世代にも役に立たないわけです。その目標、つまり9%という収益を上げる、運用益を上げるというこのタイトな数字、これが我々の目的、つまり運用政策というものを決定する。ですから、目的が戦略を決めるわけです。

スタンフォードでは非常に株式志向の投資、ポートフォリオを持っています。なぜ株式志向

か、それは債券というのは十分高いリターンを上げてくれないからです。先ほど申し上げた9%の平均を10年、20年、30年、運用益として上げるためには、債券だけではできないということで、ボラティリティについて後で話しますが、いずれにせよ、非常に強力な強いエクイティのオリエンテーションが必要である。つまり、出資をしてそして資産を所有しないと9%といったようなリターンを、つまりいろいろなフィーとかあるいはコストとかあるいは税金を抜いた状態で上げることができないわけです。そこで、私どものポートフォリオというのは、大体75から80%は株式中心になっています。

ただ問題は、もう御存じだと思いますが、株式、エクイティというのは債券よりもリスクが高いということです。つまり、株式に投資するということは永久的に損を出すことが可能性としてあるため、例えばキャピタル・ストラクチャーのフレームでは、より優先順位を低くします。また、株式への投資は時間とともにその価格が変動しやすいです。つまりエクイティの価格は例えばビジネスや政府に融資するクレジットよりもボラティリティが高いわけです。

では、スタンフォードではこの追加のリスクにどう対応するのか。私どもは分散投資をしています。つまり、どのような株式銘柄を所有するか、ジム・トービンというノーベル賞受賞者、彼は私が仕事をしていたイエールで教えていた人ですけれども、彼は「なぜノーベル賞を受賞できたんですか」と聞かれた。そこでトービン氏の答えは、「私がノーベル賞を勝ち取ったのは、全ての卵を一つのバスケットに入れちゃいけないという、そういう考え方でノーベル賞を受賞したんだ」と言いました。シンプルな考え方です。つまり、より高い期待リターンを維持しながら、一方、ボラティリティを下げるができる。そのためには様々な株式でお互いに完璧な相関がないようなものを分散投資するということです。

もちろん相関はありますけれども、しかし、その相関係数は1を切ります。ですから、プライベートエクイティ、それから上場株、それから米国株、そして日本株、そのほかの外国株も所有しています。一方、企業活動だけでバックアップをされている株、それから物理的な例えば建物とか自然、天然資源などによってバックアップされている株を持っています。いずれもリスク、リターン、そして相関係数の特性があって、それぞれ違います。ですから、ポートフォリオを作るときに非常に高い期待リターンを持ちながら、一方、1種類の株だけを持っているよりもずっとボラティリティを下げるができるわけです。ということで、ポートフォリオの75%は株式であるということを申し上げます。

そして、もう少し細かく見ていきたいと思います。ポートフォリオの約30%はプライベートエクイティです。この場合のPEというのはベンチャーキャピタル、それからアーリースター

ジの特にベンチャーキャピタルになります。それからVCの中でもグロースステージに入っているもの、それからレイターステージのPE活動、例えばレバレッジド・バイアウトのようなものです。もう既に成熟した企業のバイアウトといったようなもの、こういったことが恐らく我々のエンダウメントのアセットクラスが一番大きな部分を占めております。ですから、ポートフォリオの大体30%、ポートフォリオの5分の1、つまり大体20%は上場されている海外、例えばグローバル株式、ヨーロッパ、中国あるいはオーストラリア、日本などで取引されているものによって構成されております。それぞれの株式市場で非常に面白いビジネスが展開されております。

ということで、合計、我々のポートフォリオの5分の1がこういったポジションで成立しております。うち8%、ポートフォリオの8%、こちらは不動産、リアルステート、例えばビルといったものです。ほとんどこれは米国内のものになります。ポートフォリオの5%が自然資源の生産元、コモディティではありません。実際にそのリソースを作り出す側、例えば木材の、植林をしているような場所、例えば紙向けのものを作っているようなところ、あるいは天然ガスを生産しているような施設、こういったところに関してもエクスポージャーを持っています。ということで、そのリソースのオーナーに対しても出資をしているということです。そこで段階的な価値というものを、コモディティ価格分を何とか獲得しようというつもりであります。さらにポートフォリオの6%、僅か6%ですけれども、これはアメリカの上場株式を獲得しております。

ということで、ざっくりとこれを全て合算していただきますと、大体ポートフォリオの70%を占めるという計算になります。PEが34%ですね。30ではありませんでした。34%ということで、これ以外はエクイティではありません。8%がアメリカのトレジャリー、それから18%が、我々がカテゴリーと呼んでいるアブソリュート・リターンと呼ばれているものです。これはなかなか定義は難しいと思うんです。ちょっとZoomを介してリモートで説明するのは非常に難しいんですけれども、かなり厳選した戦略的な、しかもリターンも比較的高い、エクイティよりも低い、しかしながら債券よりも高いリターン、それからより大きなクレジット、あるいは株式市場との相関性は弱いもの、こういったものをアブソリュート・リターンと呼んでおりますけれども、こういったものが含まれております。

アメリカのトレジャリーというのは、恐らくチャンスはあると思っております。例えば日本の債券もそうだと思いますけれども、リターン、国債というのはそんなに高くないです。特に今はあまり高くないです。ということで、このアセットクラスは必要以上に持ちたくないとい

うのが我々スタンフォードでの戦略です。追加のリターンは欲しい、しかしながら、ある程度の分散をこのアセットクラスで取りたいと思っております。このカテゴリー、アブソリュート・リターンというカテゴリーは、後ほどスタンフォードの、それからイエール、プリンストン、MITあるいはハーバード、こういったいわゆる大きなアメリカのエンダウメントで、このアブソリュート・リターンというカテゴリーは非常に重要な位置を占めております。これは後に少し話の中でしていきたいと思えます。

ということで、これらを全てアセットクラスを合算しますと、我々のポートフォリオとしては大体名目値で9%のリターン、これを時間の経過とともに獲得したいと思っております。ボラティリティに関しては大体14%、期待されるボラティリティというのは年間14%を定めております。ということは、ジオメトリック・リターンは大体9%を若干切るぐらいということになります。つまり名目値で9%、実リターンということで、当然先ほど申し上げた高等教育物価のインフレリスクも換算させておりますので、年の経過とともに大体6から7%、実リターンが確保できると思っております。10年のリターン、これも10%を超えております。名目値で10%を超えております。つまり、1%毎年我々の期待値を超えております。5年利回りに関しては13%を超えております。ということで、特にこの直近の5年間というのは、実は我々は大きく自分たちの期待値を超えてきたという状況です。

S M C、私が担当しているS M Cですけれども、日本でも同じような議論が恐らく始まっているかと思えます。年率のリターンが11から12%、1991年当時定めて、特にこの二、三十年間ぐらいそのペースをキープしております。ということで、この30年間を振り返りますと、この株式を中心にしつつも分散投資を行うことによって、スタンフォード大学のエンダウメントが大体5、6%の質を可能にし、なおかつ、その購買力を後々に続く世代のためにもキープすることに成功しております。

ということで、少しここからは理論と実践の違いについて触れていきたいと思えます。とても重要なコンセプトです。我々のアセットのアロケーション、今、一通り説明しましたけれども、非常に複雑です。P Eもあればヘッジファンドもある。それから不動産もある。それから自然、天然資源も使っております。アクティブなものもたくさんあります。これもポートフォリオに組み込んでおります。こういった一通りの戦略というのは、かなり卓越した実践力がないと、結果、そのパフォーマンスは非常に低いものとなってしまいます。

もう少し細かく見ていきたいと思えます。アセットクラスあるいはサブアセットクラスと言った方がいいかもしれませんが、一番可能な限りの、この例えばアーリーステージのベ

ンチャーキャピタルのようになり振れ幅があります。例えばこの30年間のアメリカの歴史を振り返りますと、大体平均値VCのファンド、平均値を取りますと、大体はアメリカの株式よりも低いパフォーマンスです。つまり、この中間値よりも低い数字しか出せないのであれば、S & Pの500程度のものしか見返りがないということです。しかしながら、一方で非常に特に10%の上位と言われているようなVCというのは、アメリカの株式市場年間ベースで10%以上パフォーマンスが超えているという状態です。ということで、VCの中でもトップパーフォーマーと言われるところであれば、ざっくりもう相場と比べても20%増しのパフォーマンスがもたれませんか。

ということで、こういったものをきちんとポートフォリオに入れることによって価値を生み出すことができる。しかしながら、VCを誤って選んでしまうと、アメリカの株式市場と比べてもマイナス10、マイナス20%のパフォーマンスにしかすぎないという結果を招きかねない。となると、当然のことながら私どものインベストメントオフィスが、本当に卓越した実行力を持たなければいけないということです。これはやはり皆様がアセットアロケーションを考える際にも大切です。正にここが戦略なんです。このアロケーションこそが、皆様が今後開発していき、目的達成を体現するものです。

6%の支出それから購買力を担保するという事を申し上げました。ひょっとしたら皆様は4%、年間3%とゴールを定めるかもしれません。となると、当然そこにひも付く戦略というのも変わってきます。それが、結果アセットアロケーションを見ればどういう戦略なのかということがおのずと見えてきます。

ただ、ここで申し上げておきたいと思います。より複雑でより野心的なアセットアロケーションをすればするほど、インベストメントオフィスがより優れていなければいけないということの意味します。さもないとパフォーマンスは非常に悪く、その成果も期待するものではないかと思えます。アメリカのエンダウメント、多くの大学のエンダウメントはそこを理解していないんです。例えばスタンフォード、プリンストン、イエールをそのまま模倣、コピーすればいい、そうすればうまくいくというふうに勘違いなさっているところもありますけれども、本当に優秀なレバレッジド・バイアウトのインベスターですとか、あるいはリアルステートとか、あるいは銘柄をきちんと選定できる人とか、そういう優れた実践力を持っているチームでなければいけない。それを深く理解する必要があります。アセットアロケーションそれから実践力というものが、正に同じコインの表と裏と言っていいかと思えます。切り分けることはできません。特に複雑なアセットアロケーションであればあるほど、特に私どもの大学のような複雑

さでありますと、ここはとても重要です。

次に、ガバナンスの話をしていきたいと思います。ガバナンスというのも過小評価されております。ただし、実は正しい戦略それから正しい実践力、実行力と同じくらい大切です。ガバナンスというのはインベストメントオフィスの周りを取り囲む全てです。アセットアロケーションは理にかなっているか、妥当かどうかというところを見るのもガバナンスです。スタッフィングはどうか、適材適所なのか、そしてさらに一番重要なのは、ガバナンスを考える際に時間とともに規律ある投資をサポートしているものかどうか、つまり、インベストメントオフィスが規律を持っているかどうかという点を注視するということです。

この規律とは何でしょうか。このアセットアロケーションというのは、たとえ市場あるいは相場が大きく変動して皆様のアロケーションが大きく変わったとしても、インベストメントオフィスはきちんとポリシータラゲットに見合う形で再組成していく必要があります。そして、インベストメントオフィスを取り巻く体制もそれに柔軟に対応しなければいけません。これは実はとても大変ですので、実例を少しここで申し上げていきたいと思います。

2020年3月、ちょっと振り返ってほしいと思います。世界中の株式市場が30%ほど3週間の間に下落しました。相当急激な反落だったと思います。そのときスタンフォードはどうしたか、我々は株を買いました。つまり、ポートフォリオの一番リスクの高い部分で実は価値が下落して、そして、ポリシータラゲットのウエーティングを下回っていたのに株を買ったんです。買い戻してポリシータラゲットレートまで買い戻して、そしてそれを買うために、実はポートフォリオでうまくパフォーマンスを出していたものを売らなきゃいけなかったんです。債券とかキャッシュとか絶対リターンとか、そういったものをわざわざ売って、そしてポリシータラゲットまで下げて、つまりポートフォリオがあるべきリスクリターン、そして流動性の状態にまで戻したわけです。その後、2020年4月から驚くような、本当にブルマーケットになりまして、強気市場になって、それが今も続いていますけれども、そして過去12か月間、我々はうまくいっているものを売って、そしてポリシータラゲットレートへ戻して、そしてパフォーマンスが下がっているものを実は買い戻しているんです。

その理由は、我々が正しくリスクリターンの特性で、スタンフォードにとって長期的に10年、20年間うまくいくと思うものはもう特定しているわけで、そのリスクリターンの特徴を忠実に守りたいと思うからなんです。リバランスしなければ、もっともっと最近の高いパフォーマンスを出した資産だけ増えて、そして、うまくいっていないものが減ります。つまり、ポートフォリオのより多くがより高価になって割高になって、そしてポートフォリオの中で魅力的なバ

リュエーションを持っているものが少なくなってしまうわけです。ですから、ガバナンスというのは、この規律ある言わば逆張りのコントラリアンな手法の投資というものを支持しなければいけないんです。なぜかといいますと、2020年3月にリスクなものを買うということは本当に異例でした。リスクなものは全部ショート、軽んじるべきだと、もう世界は終わりつつあると。ところが、我々はそういったものを買ったわけです。それ以降は、リスクなものはもう価値が下がらないとみんなは言っている。ところが、我々はそういったものを売ってほかのものを買い始めたわけです。

つまり、将来はどうなるか誰も分かりません。誰も予測できません。私は水晶の玉も持っていないし、アメリカの株式市場とか、あるいは日本の株式市場が、これから12か月後にどのような状態になるか分かりませんが、ただ、相対的に割高のものというのは、それほど魅力ではない期待リターンを向こう5年、7年、10年、12年提供する、割安のものよりもですね。ですから、ポートフォリオの中では適切なそういったもののバランスを是非維持したいと思うわけです。私どもが慎重にアセットアロケーションの配分として決めたものを忠実に守りたいと思っています。

ということでガバナンス、特に新しいガバナンス体制というのは、短期的に損を出したりすると怖くなってしまいます。あるいは、何か急成長していてとても魅力的なものを買わないと損をしているように思うわけです。ところが、ガバナンスの役割というのは、パニック期あるいは陶醉期、高揚期に規律を守ることです。ウォーレン・バフェットは言いました。正しい投資、運用のやり方というのは、ほかの人たちが強欲になっているときに恐れ、そして、ほかの人が恐れているときに強欲になることだと、これはすごくいい格言だと思っています。つまり規律を守ること、それから逆張りであること、その重要性を本当に明確に示唆していると思います。

25分ほど話しましたので、何か御質問がありましたらここでお受けしたいと思います。

【伊藤座長】

Robertさん、ありがとうございます。

では、ここでパブリックセッションから非公開セッションに切り替えますので、ちょっとお待ちいただけますか。お願いいたします。

では、Robertさん、プレゼンありがとうございます。

これから質疑応答に入りますけれども、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、議論の内容が市場への影響を与える可能性があること等に鑑み、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については、この時点で打ち切らせていただきます。お願いします。

了