

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3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6月15日（火）9：00～11：01
- 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6階623
- 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）  
                      Landis Zimmerman氏（Howard Hughes Medical Institute）、有吉尚哉氏（西村あさひ法律事務所）  
                      （野村総合研究所）  
                      浦壁厚郎氏  
                      （内閣府）  
                      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、杉野剛研究振興局局長
- 4．議題            （1）海外運用事例～Howard Hughes Medical Instituteからのヒアリング～  
                      （2）コンプライアンスについて  
                            ～西村あさひ法律事務所 有吉尚哉弁護士からのヒアリング～  
                      （3）運用の基本的な考え方（ガバナンス、リスク管理等）について

・ 議論

( 4 ) その他

【配布資料一覧】

- |      |  |
|------|--|
| 資料 1 | 海外運用事例 (Howard Hughes Medical Institute)<br>【Landis Zimmerman,Vice President and C I O ,H H M I】 |
| 資料 2 | コンプライアンス・リスク管理を中心とした大学ファンドにおけるガバナンスの視点<br>【有吉弁護士資料】  |
| 資料 3 | 大学ファンド運用の基本的な考え方に係る検討事項<br>【事務局資料】   |
| 資料 4 | 今後のスケジュール<br>【事務局資料】   |

## 開 会

### 【伊藤座長】

本日は、皆様お忙しい中、御出席くださいます、ありがとうございます。

ただいまより、第3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。

なお、井上信治内閣府特命担当大臣は出席の御予定でしたが、閣議の時間が重なってしまったため、やむを得ず欠席となっております。

では、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、Howard Hughes Medical InstituteのVice President and C I OのMr.Landis Zimmerman氏より30分程度プレゼンを頂きます。

Zimmerman氏は、J.P.モルガン、ベアー・スターンズ、ロックフェラー財団を経て、ペンシルベニア大学投資部門のC I Oを務められた後、2004年よりHoward Hughes Medical InstituteのVice President and C I Oを務めておられます。

それでは、プレゼンに移っていただきたいと思います。

### 【Landis Zimmerman氏】

本日はお招きいただきましてありがとうございます。早速ですが、私たちがどのように投資に取り組んでいるか皆様にご理解いただくために最善を尽くしたいと思います。

Howard Hughes Medical Instituteの背景から始めます。Howard Hughes Medical Instituteは医学研究機関であり、人類の利益のために基礎科学の知識を促進することを目的としており、三つのレベルのサポートでそれを行っています。第一のレベルは約250人のシニアリサーチャーをサポートし、主にアメリカですが、世界中の大学の研究所の管理、運営を行うこと。第二は科学教育を通じて科学の支援を行うことです。学生へ助成金を出したり、科学をテーマにした映画といった教材を作成しています。第三にJanelia Research Campusという独自の研究所を通じて科学を支援することです。これはアメリカの大学では行われていない方法であり、複数の異なる科学分野をまとめることを目的とした学際的な科学キャンパスです。

これらの三つの方法を通して科学を支援しています。

総社員数は2,200人強で、その中には科学者、それからその研究所で働いているテクニシャンとか、あるいは支援を提供している方々、それから本部でH H M Iの庶務といいますか、運営をしている人たちも含まれています。

そして、2020年度はこういった研究努力に、ほぼ7億ドル強を支出いたしました。その支出は、時には9億ドルまで上ったこともあります。変動します。

そして、今現在のエンダウメントの資産総額は250億ドル強となっていてまして、是非理解していただきたいのは、このエンダウメントというのが実はHHMIの唯一の収入源であるということです。つまり、贈与とか、そのほかの収入は一切ありません。つまり、エンダウメントの運用成績のみが私どもの使命を全うする、あるいはサポートする唯一の財源となっているわけです。

HHMIのガバナンスは三つの階層から成っています。

一番上にあるのがBoard of Trustees、理事会です。運用・投資に関してはBoard of Trusteesが設定するのは非常に広範囲な、大体の資産配分のポリシー、それから市場ベンチマークを設定します。エンダウメントの運用成績の評価指標となるベンチマークを設定し、それから全体の投資権限を提供してくれます。つまり、私が特定のレベルで特定の投資ができるような、そういう権限を与えてくれるわけです。

その下にあるのがFinance Committee。これは理事会の一委員会となっておりまして、このFinance CommitteeはInvestment Advisory Committee、運用諮問委員会といいますか、それと一緒に協力しています。Investment Advisory Committeeというのは、理事以外の委員で、それも金融・財務についての知識がある方々です。

私どものボードメンバーの多くは科学者です。彼らは必ずしも投資とか運用、あるいは金融についての専門知識があるわけではありません。そこでInvestment oversightとして、Investment Advisory Committeeに理事以外の方々を入れて金融、それから運用などの意思決定を支援しているわけです。

ということで、Finance Committeeと、それからこの運用諮問委員会、Investment Advisory Committeeというのがエンダウメント全体に対しての監督を与えています。つまり、日時、それから四半期ごとの運用戦略などの監督を提供してくれます。そして、それを四半期ごとのミーティングで発揮しています。そのミーティングでは、全体の経済状況、それからそのときエンダウメントで採択している戦略、ストラテジー、そして具体的には投資関連のトピック。例えば、戦術的な資産配分とか、戦術的な運用機会、投資機会とか、そのほか関連リスク、例えば政治リスク、それから評判、レピュテーションリスクなど、特定の投資案件に付随するようなリスクについても討議をいたします。

こういった事柄をFinance Committee、Investment Advisory Committeeレベルで協議いたし

ます。

また、Finance Committeeは、運用機関の選定の承認を行う権限を持っています。また同時に、Finance Committeeは一般的なストラテジー、戦略なども承認します。投資決定を通じて実行する戦略の承認もFinance Committeeが行います。

そして、三つ目として投資部門、Investment Departmentというのがあります。大体30人ぐらいのプロから構成されます。そのうち15名は投資・運用のプロです。そして、残りの15人は運営、つまりエンダウメントのオペレーションの専門家です。

このInvestment Departmentというのは、日々の投資・運用の判断を行います。それから、運用機関の選定、全体のストラテジーの選定、それからエンダウメントの日々の運営も担当いたします。キャッシュマネジメントとか、あるいは資本、あるいは資金の動きとか、それから、運用機関に対するデューデリジェンス、それから戦術的な、あるいはオポチュニスティックな運用判断に対して行う、デューデリジェンスも全部担当しています。

これをFinance Committeeの承認を通して　まあ、Finance Committeeが全体的なエンダウメントの監督権を持っているわけですから、彼らの承認の下でこういったことを実行しております。

Howard Hughes Medical Instituteというのは、非営利の組織になります。アメリカの税法の下ではMRO、医学研究機関、Medical Research Organizationとして指定されています。つまり、ファウンデーション、財団、基金ではないわけです。ある特殊な存在です。医学研究機関、MROという指定があるので、その非営利というステータスを維持するためにHHMIは必ずその資産の3.5%を年間支出しなければいけない。つまり、年間3.5%というのはアメリカの税法の下での最低支出率として義務付けられているわけです。この支出は必ずMRO適格経費として認められなければなりません。HHMIが支出する全ての経費がMRO適格経費として認められるわけではないわけです。MRO適格経費と認められるためには、直接科学研究を支援する内容でなければいけません。つまり、科学者に対する直接の支出、つまり研究所とか、あるいは研究予算とか、それからこういった科学者が仕事をする物理的な建物などに対する投資です。ただ、実務上、Howard Hughes Medical Instituteはエンダウメントの大体5%くらいを毎年支出しています。3.5%以上の率を驚異的なグラントとか、それ以外に私が申し上げた我々が制作している科学用の映像・動画などにも支出していますが、そういった経費というのはMRO適格経費としては認められていないからです。

つまり、最低限3.5%で、それ以上支出をしているわけですが、これらはMRO適格

経費とは認められていないということになります。

ということで、全体で見ますと、私たちの予算を仕切っているのがMROの要件であり、3.5%を支出しなければいけないということです。

結果としてペイアウト・ルールはないということです。多くのエンダウメントに関しては、それぞれの支出ターゲットに基づいてローリング3年のペイアウト・ルールというのを使っています。私たちはそういったルールがないわけです。私たちが達成しようとする唯一のものは、MROとなるため、3.5%の支出を達成するということだけであるわけです。ですから、これは予算ベースの支出であるということになります。これを決めるのが、3.5%を支出しなければいけないというMROの税法であるということになります。

では、どのようにして私たちはポリシー・アロケーションしているか、三つの質問をしています。

まず一つ目として、公開株と債券をどのようにミックスすることによって長期的な支出ターゲット、つまり5%のターゲットを満たせるかということ。これが一つ。

そして二つ目ですが、例えば公開株が入っているので、どれくらいポートフォリオのリスクがあるのかということ。

そして、三つ目の質問というのは、どのようにすればポートフォリオのリターンというのをHHMIにとって最大化できるか。つまり、一定のリスクレベルを超えずに、どのようにそれが達成できるかというのが三つ目です。

まず一つ目の質問です。

こちらのスライドを見ていただきますと、インデックスのポートフォリオということで、65%株、35%債券ということになります。これによってターゲットのリターンとして私たちが過去25年間達成できてきたのが赤の線で、これは1ドルを例えば25年前に投資をした際の複合価値です。それから黒の点線ですけれども、これは5%の成長を示しています。

こちら見ていただきますと、25年間の実質リターンです。これはインフレ調整後で5%になっている。この期間のインフレというのは2.1%ですから、名目リターンとしては7.1%ということになります。

ここで重要なのは、多くの場合、リターンは5%を下回ったり、上回ったりします。しかし、この25年間で見て65/35の株、債券のリアルリターンは年率約5%を示しており、私たちはこれを戦略的なHHMIのベンチマークとして、これを達成しようとしてやってきているわけです。

2 番目の質問です。このポートフォリオのリスクがどれくらいなのか。

上のグラフは、年間の65 / 35の株、債券のポートフォリオのリターンです。過去25年見ますと、平均的な標準偏差は約10%で、平均リターンは約7.1%でした。したがって、プラス1 標準偏差は17%、マイナス1 標準偏差がマイナス3 %ということになります。この幅のリスクを受け入れなければいけません。そうすることによって、5 %の実質リターンを達成できるので、これを65 / 35の株、債券のポートフォリオでやっていくということです。

重要なのは下のグラフですけれども、このポートフォリオのリスクをより短期的に見ると、非常にこれが違って見えます。下のグラフは、2 年周期の標準偏差を示しており、このリスクは、より高いところ、より低いところがあるのが分かります。平均的な10%よりも上がったたり下がったりするわけです。ですから、ここで考えなければいけないのは、この運用の戦略、それから全体的な流動性ということを考えなければいけないということです。これについて、これからお話をいたします。

65 / 35のポートフォリオによってターゲットリターンを得るためのリスクレベルは、年率の標準偏差として10%だということが分かりました。

では、どのようにしてリターンを最大化できるのか。そして、一方でこの65 / 35のリスクレベルを超えずにそれができるか。65 / 35のポートフォリオというのは、私たちが受けなければいけないリスクであり、それによって5 %の長期的なリターンを上げるわけですが、簡単に言うと、このようにリターンを上げるためには、アロケーションする際に、リターンプレミアムを債券よりも高いところにしていくしかないわけです。債券だけを持っていればリターンが十分ないということで、ターゲットを満たせない。ですから、株を所有しなければいけないということです。株のエクイティリスクプレミアムというのをアセットクラスで債券よりも高いところに投資する必要があるということです。

戦略として、株とか債券以外ということになると、ここでは、より高いリターン、1 リスクの単位当たり、より高いリターンを得られるか。又は、より高い率で非相関リターンを上げられるかということです。つまり、これは株とか債券ではないものを保有する場合、1 リスク当たりで、より高いリターンを上げられなければ、これは魅力的ではないということになります。そういった戦略にアロケーションするためには、より高いリターンが必要だということです。

その例として挙げているのが、1 リスク当たりのより高いリターンを上げる一つのやり方として、私たちがハイリスク・ハイリターンの資産と呼んでいる、ここに投資するということです。この中には主にプライベートエクイティの資産が入っています。私たちの期待として、ど

ういったリターンがあるかという、グローバルなストック・リターンのプラス5%、つまりACWI、これはAll Country World Indexであります、ハイリスク・ハイリターンの資産のカテゴリーというのは、ACWIプラス5%の高いリターンを得られるというふうに見ており、ACWIの1.5倍のボラティリティを受け入れなければいけないということになります。

こういったリスクとリターンの期待によって、グローバル株式に比べてより高い1リスク当たりのリターンが得られるということです。そうすると、より魅力的であるということになるわけです。

もう一つ別のアセットとして、私たちが分散投資ができる、それから非相関が得られるというのは、Diversifying Assetというものです。このDiversifying Assetとして私たちが期待しているリターンというのは、グローバルなストック・リターンを得るということなのですが、しかし、このリターンというのを得る際にボラティリティが半分になるというものです。つまり、相関性が低い、非相関であるということです。それでありながら同じリターンが上げられるということです。

こういった二つのタイプの資産を追加することによって、私たちはより高いリターンを得ることができる。そして、同時にリスクを上げる必要がないということになります。

ですから、全ての資産というのは四つのタイプのアセットに分けることができる。グローバル株式、それから債券、それから、より高いリターンを上げられる、よりボラティリティの高いもの。そして、同じリターンだけれどもボラティリティが低いもの。この四つに分けられるわけです。ですから、こういった資産をミックスして、そしてより高いレベルの株式のアロケーションを持つ。その際に65/35のリスクを超えないという形にしたいわけです。

それがこちらのスライドに示されております。右側を見ていただきますと、Policy portfolioということで、私たちがこの四つのカテゴリーということで決めているものですが、20%をHigh Risk、それから30%をGlobal Equity、これは上場株式ですね。それから、Diversifying Assetが35%、債券が15%となっています。

これは見ていただきますと最初の三つ、High Risk/Return、Global Equity、それからDiversifying Asset、それら全てにはこのエクイティリターンの期待というのがあります。ですから、株式に対してのアロケーション、また株のようなアセットというのを加えると、全部で85%ということになります。

これは65%、つまり戦略的なベンチマークよりも20%上回っているわけです。しかしながら、このポートフォリオのリスクは65/35のポートフォリオと同じです。つまり、このポートフォ



リオというのは、株式リスクはずっと高く、債権に対するエクイティリスクプレミアムを創出することができる。ただ、リスクレベルというのは65 / 35のポートフォリオと同一であるようなポートフォリオであるわけです。

例えば、左上のチャートを見ますと、これは同じ25年期間を取っています。赤い線が65 / 35ポートフォリオの1ドル投資分の複合リターンで、先ほど示したものです。65 / 35ポートフォリオの成長率です。そして、青い線というのが右側で説明したポリシーポートフォリオのパフォーマンス、運用実績です。同じ期間で、エクイティリスクの資産に対してより高いアロケーションを持つことで、65 / 35のポートフォリオよりも高いリターンを得ることができるということなんです。

ただ、一番下の、左下の表を見ますと、こちらは65 / 35ポートフォリオのリスク対ポリシーポートフォリオのリスクを比較しています。65 / 35ポートフォリオのリスクが赤、そしてポリシーポートフォリオのリスクが青で表示されています。

これはローリングの2年間の標準偏差をリスクで取ったもので、大方ポリシーポートフォリオの方が、65 / 35ポートフォリオとほぼ同一のリスクか、あるいは65 / 35ポートフォリオのリスクを下回っているということが分かります。つまり、これによって実証されるのは、上のグラフからは、より多くのリターンを得ることができるというのは、より高い株式のアロケーションをしているから。そして下の表は、一方で負うリスクの量というのはほぼ同じであるということが、この二つのグラフからは分かるわけです。

では、どうやってこれを実行するのか、Diversifying Assetとは何でしょうか。そして、どうやってそれに投資することによってポートフォリオの分散効果を得られるのでしょうか。

右側に書いてあるのが、私どもがDiversifying、分散効果があると考えている戦略です。

Credit Strategies。これはHigh yieldのクレジット、それからdistressed資産。

そして二つ目、Hedged Equity戦略。これは株式のヘッジファンドのLong/short、あるいは、そのほかのRelative value型の戦略、そして一番下の実物資産、Real Assetの戦略の中には不動産とかエネルギー、コモディティなど、ほかの資産が含まれています。

一応例として左側に二つの表を示しました。こちらはいずれも、私どものDiversifying Assetのポートフォリオのパフォーマンスを青で示し、そしてグローバルなMSCI All Country World Index、これを緑で、グローバルな株式指数を緑で示しました。これは1ドル当たりのCompound Valueですので、2007年、1ドル投資をしたら、このポートフォリオがどれ

だけ伸びたかということが時系列的には分かるわけです。

面白いことに、Diversifying Asset Portfolioの成長率というのは、ほぼ株式ポートフォリオと同じところに収れんするんですが、ただ、そのときボラティリティはずっと低いということが分かります。

一方、下のグラフ、ここでも緑の線は同じです。上の表と全く同じ線になっていますが、この下の表では、私はその期間をピークツーピークのサイクルで割っています。つまり、2007年。これは正にマーケットのピーク時でした。2008年の金融危機、株式の暴落の直前です。その後、もう一回ピークが2011年の4月ぐらいにありました。そのピークツーピークの期間中、Diversifying Assetのポートフォリオは実はグローバルの株式のポートフォリオのパフォーマンスを上回ったんですが、ただ、その理由は主に、ダウNTーン、下降局面のときの損失がグローバルなマーケットよりも低かったからなんです。

一方、次のサイクル、これは2011年の4月から、ほぼ、2015年の4月まで、これもピークツーピークの一つのサイクルなんですけれども、この期間中はDiversifying Assetのライン、つまりブルーのラインというのは良いパフォーマンスを示しました。その理由は、グリーンの線ほどロスがなかったからなんです。

そして、次の三つ目のサイクル。これは2015年の4月から2017年の終わりぐらいまでのピークツーピークの期間ですけれども、このときDiversifying Assetのポートフォリオは、実はアンダーパフォームしました。その理由は、覚えていらっしゃると思いますが、少なくともアメリカでは2017年、グローバルな株式市場は非常に好調でした。その理由は、その当時の経済政策。例えばアメリカの税効果などがあったわけです。そこで、グローバルマーケットは当時非常に好調でした。パフォーマンスが非常に高かったわけです。

一方、Diversifying Assetのポートフォリオというのは、実はそのような強力な株式市場に追従するようには設計されていないわけです。一方で、マーケットが下降、つまりマーケットがロスを出したときには、保護、プロテクションを与えてくれているわけです。

そして四つ目のサイクル、つまり2018年のピーク、それからその後の大きな下落がありました。その当時、Diversifying Assetはロスの的にはグローバルなエクイティに比べて少なく済みました。つまり、Diversifying Assetの戦略について言えるのは、これは均一的な、均質的なポートフォリオではないということ、ホモジニアスではないということ。それから、このポートフォリオは戦術的なアロケーションができないとマーケットのディスロケーションをうまく活用できないということなんです。

このグラフが示しているのは同じ期間、つまり2007年12月から2019年の終わりまでの同じ期間ですけれども、その間、私どもが四つのDiversifying Portfolioの四つの戦略に対してどのようなアロケーションをしたかを示しています。

クレジット危機というのが2008年にありました。これは危機ではありましたが。一方で、それによって非常に良いオポチュニティが生まれていたんです。つまり、クレジット志向の商品はその当時かなり割安だったので、それを買う、良い買いの機会になりました。それが青い線が示したところです。クレジット危機があったとき、これだけのキャッシュフローを私どもがクレジット商品に投資したということを示しているのが青です。御覧のとおり、かなりの金額をクレジット商品に投資しました。クレジット市場がかなり下がったときです。そして、クレジット市場が回復したとき、危機の後ですね。その当時、私どもはクレジット商品から資金を引き揚げました。つまり、プラスの数字というのは我々が戦略に投じたお金、そしてマイナス、ゼロ%以下というのはそこから引き揚げた金額です。つまり、資金がいろいろな戦略から時系列的に入れられたり出されたりして、そのフローでDiversifying Assetのポートフォリオがうまくパフォーマンスを出しているということが分かります。

最近、2012年から2014年まではHedged Equity戦略にかなり投資しました。そして、もっと最近ではマーケットニュートラルな戦略に資金を回しています。

このマーケットニュートラルについては後で御説明しますが、こういった戦略に投資した資金というのが債券ポートフォリオの代替となったわけです。サブスティテュートとなったわけです。こちらがDiversifying Assetのパフォーマンスの数字を示したのですが、ここでは是非注目していただきたいのは、ダウンサイドに対する保護効果です。このDiversifying Asset Portfolioの四つの戦略の平均的な月次のロスというのを示しています。それを同じ月次平均ロス、グローバルストックマーケットの月次平均ロスと比べています。Diversifying Strategyのロスの方がずっと低いということが分かります。株式市場のロスよりもずっと低いわけです。

更に重要なのは、この数字、上から三つ目ですけれども、これは、このポートフォリオのロスを示したマイナス月の数ですが、例えばdistressedは58で、Diversifying Asset Groupは54か月ほどのロスの月数でしたけれども、それに対してグローバルな株式市場、MSCI ACWIは103か月でした。つまり、ロス自体も少ないし、そしてそのロスが発生する月数も少ないということを示しているわけです。

それを示しているのが左の下のチャートで、赤い棒線というのがグローバルストックインデ

ックス、グローバル株式指数のロスを最悪の月次ロスから最も少ない月次ロスまで示しています。つまり、グローバルな株式市場がマイナスだった月というのを、最悪のときから最もロスが少ないところまで。それをDAGのポートフォリオと比べますと、DAGのポートフォリオの方が同じ期間中に発生したロスがずっと少なかったということが分かります。

そして、DAGのポートフォリオというのがこちら右側を見ていただきますと、株式市場が非常に強いときにはアンダーパフォームするということです。右側ですけれども。一番グローバルな株式市場がよかったときには非常に低いのです。DAGのポートフォリオを見ますと、株式市場が非常に強いときには余りよくないというのが分かります。ただ、これを組み合わせてみますと、よりロスが少ないということです。こちらの方が株式市場がいいときには余りよくないことよりも、より強いプラスになるということなわけです。特にどれぐらいのDAGのポートフォリオが下がったか、その月数などを見てみますと、DAGとMSCIを比べると明らかです。これを見ていただきますと、いかにこういったパフォーマンスというのが変わってきたかというのが分かります。

あとハイリスク・ハイリターンの資産に関してですが、これは主にPrivate Equityということになります。もう既に御存じだと思いますが、Leveraged Buyouts、Venture Capital、エネルギー、不動産、これら全てPrivate Equityということになります。Private Equityのポートフォリオは青い線で示されています。これはローリングの10年のリターンということで、10年間の複合リターンを示しています。

青い線ですが、これがPE、Private Equity。それからオレンジがグローバルな株式です。プラス5%になっています。先ほど、よりハイリスクのポートフォリオとしては、グローバルストックマーケットを5%アウトパフォームするというのがターゲットであるとお話ししました。ですから、オレンジというのは株プラス5%のベンチマークになっています。これは2019年まではよかったわけです。これは覚えていらっしゃるかと思いますが、非常にドラマチックにここが上がっている。これは一番オレンジの線の高いところ、これは10年間のリターンですけれども、ここでグローバルな金融危機から一番高くなったということで非常に強い時期で、これがアメリカの株式市場の一番強いときでした。Private Equityのポートフォリオはそこには追い付けなかったわけです。

緑の線というのがPEのベンチマークになります。全体のPEのマーケットもこの一番高いオレンジには追い付けなかったということが分かります。しかし、これらのリターンというのは、その後下がったわけです。そして、このPEのポートフォリオというのがまたいいパフ

パフォーマンスを上げるようになった。これは、株式市場が反落したからということになります。

株式市場プラス5%のベンチマークと比べまして、このようにより高いエクイティリターンを上げられるということが分かります。

次に、このファンドの流動性ということについてお話をしたいと思います。

H H M Iにおいてはエンダウメントというのが唯一の収入源であるということで、給付などはないということを申し上げました。ですから、私たちのポートフォリオというのは流動性、危機の場合の流動性が重要になります。

四つの流動性の源があって、一つはBondのポートフォリオということになります。H H M Iの場合には米国債だけということになります。

そのほかの戦略の流動性として、債券のような戦略。これは、例えばマーケットニュートラルなヘッジファンドの戦略が入っています。これも後ほどお話ししたいと思います。

あと短期的な借入れを追加するという柔軟性があります。短期的に流動性を上げなければいけなければ、この国債のポートフォリオを使ってRepo marketを通して米国債担保に短期的な借入れをすることができます。

そして最後ですが、最後の流動性の源というのがPrivate equityの分配ということになります。これは、どれだけ私たちがPrivate equityにコントリビューションしたか、そこから分配を引いた率、額ということになります。これはネットキャッシュということでH H M Iの方に入ってくる分ということになります。

こちらのグラフですけれども、この流動性というのが2008年の危機のときにいかに助かったかというのを示しています。2000年まで遡ってみますと、2000年から2002年にテクノロジーバブルがはじけたわけですが、このグラフを見ていただきますと、つのアセットグループのキャッシュフローを見ています。P E、GLOBAL EQUITY、DIVERSIFYING ASSETS、それから債券です。これはこういったアセットクラスにこういった形で資金が流入したか、流出したかを示しています。

プラスの数字ということは、キャッシュフローというのはこの資産に流入しているということとで、下、0%よりも低いところは流出しているということになります。

紫が債券のポートフォリオです。御覧のようにテクノロジーマーケットがはじけたとき、2000年ですが、そのときは債券のポートフォリオからかなりを引き出しているのが分かります。そうすることでH H M Iが流動性を得ることができたわけです。プラス、ほかのアセット、特にDiversifying Assetに投資することができました。債券から資金を引き揚げて、

Diversifying Assetに入れたということです。それが終わって債券のポートフォリオを再構築しました。

危機が終わってから債券のポートフォリオが増えたのが分かります。2004年にpolicy allocationまで上がりました。債券にまた資金が入ったということです。

それから、2008年の危機、また同じことをやったのが分かります。この紫の線ですが、この債券の資金というのを引き揚げて、その分をDiversifying Assetに入れるということをやったわけです。これはクレジットストラテジーに入れています。

ですから、このグラフを見ると、債券のポートフォリオというのはかなりの流動性を提供しています。これはマーケットサイクルや危機時にチャンスになるということです。2回の技術、テクノロジーの危機があったわけですが、2000年、2008年にもこの債券の方から別の資産に資金を動かしているということです。

また、幾つかのマーケットニュートラルな戦略というのを債券の代替として使っているというふうに言いましたが、こちらを見ていただきますと、四つの戦略、Diversifying Assetについて出しています。オレンジがMarket Neutralです。ロング・ショート・ヘッジファンドの戦略になります。ネット・エクスポージャーとしてロング・ショートでほとんどゼロになります。ですから、マーケットのエクスポージャーはほとんどないというのがマーケットニュートラルな戦略です。

金利がアメリカの場合、それから世界でもそうですが、非常に低くなった中で私たちが懸念をしたのは、この債券、国債のポートフォリオではリターンが上げられないということです。それから、金利が上がってくると、国債の方ではロスが出てしまうという懸念がありました。ということで、戦術的な決断をしたわけです。

ここでは、私たちの流動性を維持する、より多くの資金をマーケットニュートラルな戦略に入れました。ですから、マーケットニュートラルな戦略というのが、債券の代替になったわけです。それによって流動性が提供されたわけですが、債券の代わりに、債券があまり魅力的ではなかったときに行ったわけです。債券の利回りが非常に低かったからです。

それから、幾つか例を挙げたいと思います。2020年の流動性に関してですが、またここも危機が起こったわけですが、2020年には私たちには三つの目標というのがありました。

一つは流動性を上げること。市場が破綻して 例えばパンデミックが始まったとき、私たちはHHMIの支出目標というのを達成しなければいけなかった。それから、資本のニーズというのを満たさなければいけなかった。

それから二つ目として、リスクアセットのリバランスをする必要がありました。ロスが出たときに株式を買うことで、リバランスしました。そして、資本を別の魅力的な資産に充てたわけです。こういった点というのは、やはり2020年に流動性が必要だったということを示しています。

こちらが、その流動性をどういうふうに出したかということで、2020年について見ています。

これは三つのことがありまして、まず一つ目、先ほど言ったとおり、マーケットニュートラルな戦略を使っていました。これは債券を代替するものであるということです。ですから、マーケットニュートラルな戦略から引き揚げて、そしてキャッシュレスとか、またそのほかの流動性のあるものに入れたわけです。

それから、Repo Marketを使いました。そして借入れをしたわけです。6億ドルの借入れを行いました。それによってキャッシュバランスを上げたわけです。これが2020年の最初でした。

二つ目として、リスクアセットをリバランスしました。ですから、Private Equityで3億ドルのキャッシュ、net distributionsがあったんですが、重要なのは株式市場が回復した中で、G E、つまりGlobal Equityの方にも入れているということです。もちろん、このグローバルな株というのが非常に反発しましたので、それによって資金を引き揚げて、私たちのポリシー・アロケーションを維持する、そしてグローバルエクイティを維持することができたわけです。

そして三つ目が、オポチュニスティックな運用です。ここでもクレジット、それからDistressed資産、それからDiversifying Asset Portfolioで大きなオポチュニティがあると考えましたので、マーケットニュートラルのポートフォリオで得られた流動性を使って、あるいはグローバルエクイティ、それからプライベートエクイティをリバランスして、クレジット、それからディストレストに再投資したわけです。これらは当時、2020年の初めぐらいは非常に魅力的な投資対象でした。

そして、最後のコメントですが、支出とエンダウメントの市場価値というのはCounter-Cyclic、反循環的であるというのは明らかなです。でも、それはいいことなんです。このチャートはHHMIのエンダウメントの2003年から今までの総額をグレーで示しています。つまり、資産総額というのは上下するわけです。これはグレーの線のピークというのがクレジット危機でした。エンダウメントが拡大すると支出率というのは当然その資産総額に対する率は下がるわけです。ところが、クレジット危機のとき、エンダウメントの市場価値が下がったとき支出率はかなり大きく伸びました。資産価額に対する支出率は増えたわけです。私が言いたいのは、

この期間中の支出した金額は一定だったんです。ただ、その支出率が劇的に上下したのは、その分母が大きく変わったからなんです。これは私は支出率、時系列的な支出率に対する期待率としては非常に適切だと思いますが、ただ、その支出を時系列的に管理することも非常に重要です。2008年の金融危機時、私どもがなした支出判断というのは予算を減らすということでした。しかし最近、市場が回復したら、より支出額を増やし、そして資産額が増えるに従って、より多くの予算を支出に回しているわけです。

ということで、ちょっと時間がオーバーいたしましたけれども、以上が私のプレゼンテーションです。何か御質問がありましたら、是非お受けしたいと思います。

【伊藤座長】

ランディスさん、ありがとうございました。

では、ここでQ & Aのセッションに移りたいと思います。ただ、幾つかアナウンスがございます。

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については、この時点で打ち切らせていただきます。

パネルの皆様は、質問があれば挙手、若しくはチャットに書き込むなどしていただければと思います。

了