

文部科学省 令和6年度委託調査業務 報告書

国際卓越研究大学等の運用体制の整備に資する  
調査業務及び普及啓発業務  
(海外大学の資金運用の実態調査)

みずほリサーチ&テクノロジーズ

年金コンサルティング部

2025.3.31

ともに挑む。ともに実る。



1.	本業務の目的	.....	P2
2.	調査方法	.....	P4
3.	調査結果	.....	P8
3-1.	運用目的	.....	P8
3-2.	運用目標・許容リスク・運用戦略	.....	P12
3-3.	組織体制	.....	P21
3-4.	サステナビリティ	.....	P35
3-5.	情報開示	.....	P38
4.	大学への示唆	.....	P41
5.	Appendix	.....	P43

# 1. 本業務の目的

## 業務の目的

近年、国内大学において、“運用”という言葉が広がり、運用の高度化に取り組む大学に広がりが見られる。「文部科学省 令和5年度委託調査 国内大学基金の運用に係る学内体制等の調査研究 報告書」では、積極的に運用の高度化に取り組んでいる国内大学を対象に実地調査を行い、運用における重要なポイントを指摘している。ここでは、大学によって基金/運用に求めることが異なることから、運用目的の設定・共有が必要であるほか、共通課題として人材育成・ガバナンス体制の構築を挙げたうえで、ガバナンス強化の取り組みとして運用内容を積極的に情報開示している事例を紹介している。国際卓越研究大学を含む国内大学が運用の更なる高度化を進めるにあたっては、これらについて米欧を中心とした海外大学の先進的な取組について調査・分析を行い、示唆を得ることが必要である。こういった背景のもと、海外大学の資金運用の実態について、経済・金融等に係る専門的な見地からの調査を行い、各大学に広く参考にしてもらうことを目的として、本委託業務を実施し、報告書を取りまとめた。

本業務の目的（イメージ）

海外大学の先進的取組を調査

運用高度化  
先進的取組を参考に

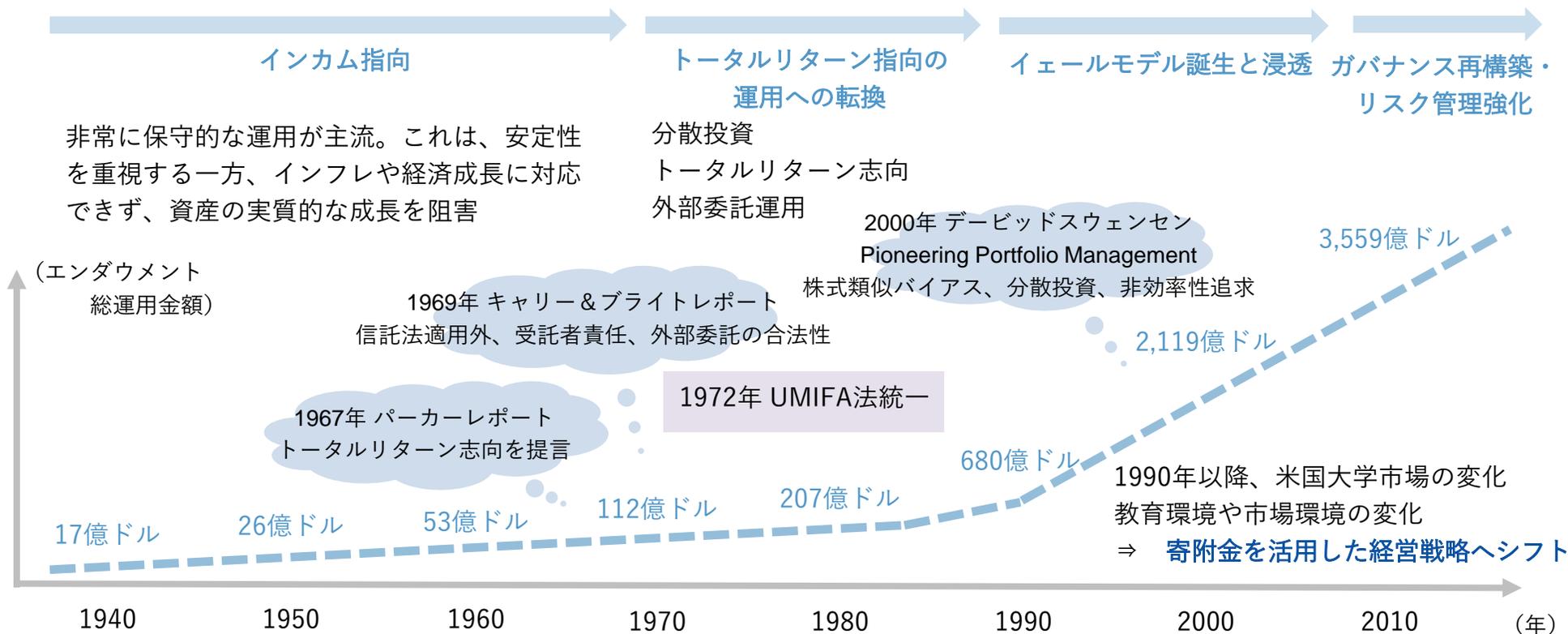
高水準の教育研究機関  
イノベーションエコシステム構築



## 2. 調査方法

- 海外大学はエンダウメント（寄附基金）運用において長期の歴史があり、その起源は寄附金を原資に始まり現在に至る
- 現在も米国では寄附文化が根付いており、特に歴史ある大学の資金運用原資に占める寄附金の割合は大きい
- 1990年以降、米国大学は寄附金の活用を組み込んだ経営戦略を策定しており、運用の重要性も増している
- 長い歴史があり、様々な検討を経て現在の高度な運用に至る海外大学の資金運用の実態を調査することは、これから運用の高度化を目指す国内の大学に有益となることが見込まれる

1700年後半、米国では寄附金を受け、これを運用することで教育活動を支える仕組みがはじまる



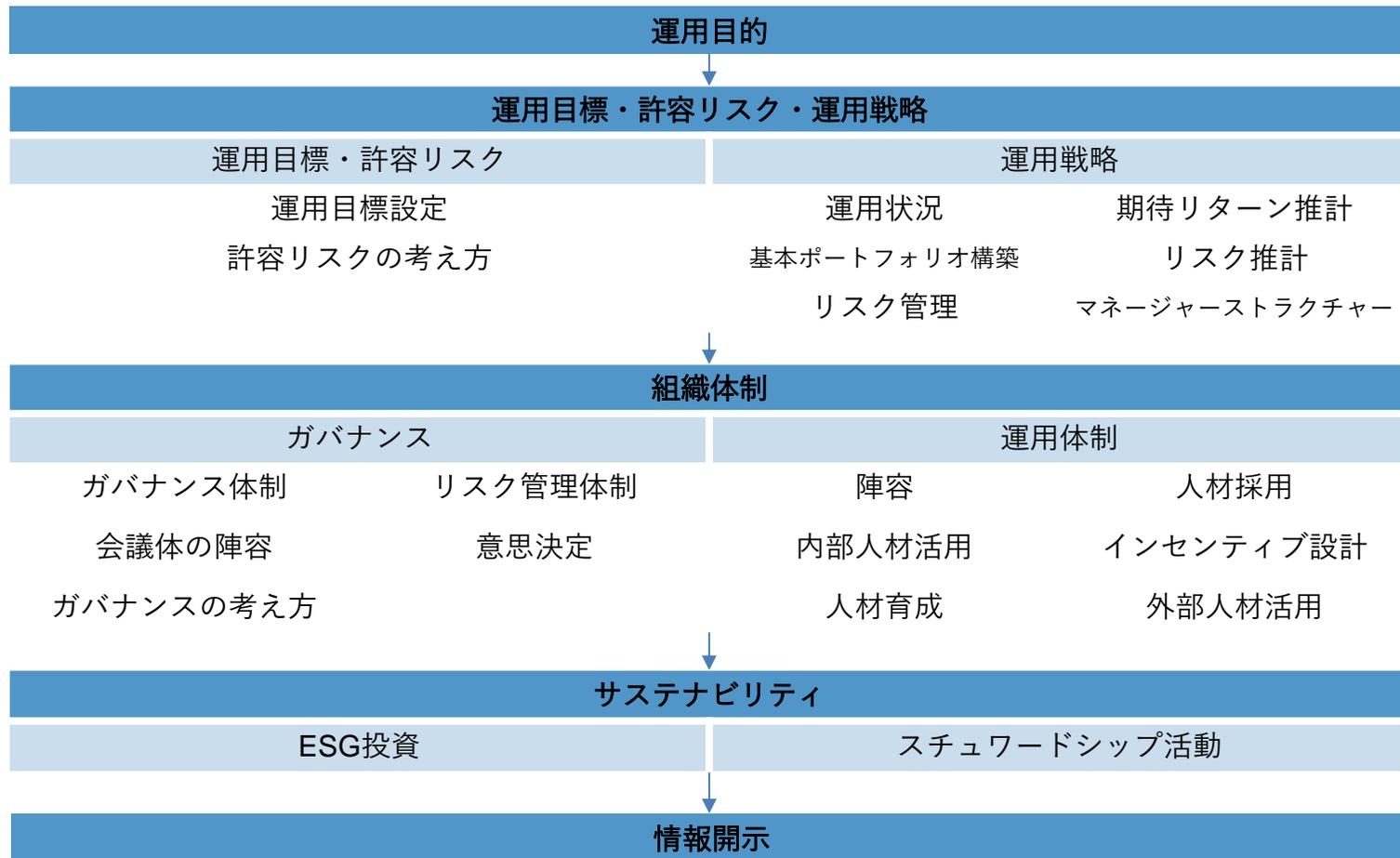
1990年以降、米国大学市場の変化  
教育環境や市場環境の変化  
⇒ 寄附金を活用した経営戦略へシフト

(出所) 川原淳次「大学・財団のためのミッション・ドリブン・インベストメント」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 海外大学を中心に文献調査、インタビュー（現地及びWebでのヒアリング（※））を実施
- 運用目的、運用目標・許容リスク、組織体制、情報開示などについて掘り下げて調査し、国内大学の運用高度化に資する示唆の提示を目的とする

※インタビューは、海外の5大学の資金運用組織と1機関の運用担当者（CIO等）に、2024年11月～2025年1月に実施

本資料では、大学とは別組織（子会社等）で資金運用を行っている組織へのインタビューや公開資料内容も大学へのインタビューや公開資料内容として記載し、また、各機関から公開の許諾が得られた内容について記載



- 選定対象は、大学の評価・分類項目を総合的に判断した、5大学+1機関
  - 様々な国内大学への示唆が得られるよう、一部の特徴が偏らないように幅広く大学を選定

## 調査対象大学選定の考え方

調査の視点	考え方	評価・分類項目
運用の位置づけ	収入における資金運用の割合から、大学の資金運用の位置づけを把握	収入構造
運用状況	運用規模や運用目標等から運用・ガバナンス体制の充実度が異なる	資産規模、運用目標
制度、制約、取決め	州立大学と私立大学で、様々な制度、制約、取決め等が異なる可能性	州立大学/私立大学
大学の歴史	長期にわたる大学の歴史は運用資産規模拡大、運用ノウハウ蓄積、ブランド力に寄与	超長期（1800年以前設立）/ 長期（1800年以降設立）
地域特性	寄附金文化が浸透している米国、政府交付金等の寄与が大きい傾向の欧州	米国/欧州

## 調査大学

大学	収入構造 (主要な収入)	運用規模 (億ドル)	運用目標	区分	歴史	地域	その他特徴
A大学	資金運用	>200	7~9%	私立	超長期	米国	大規模運用
B大学	多様な収入源	>200	7~9%	私立	超長期	米国	厳選投資
C大学	多様な収入源	<100	7~9%	私立	超長期	米国	厳選投資
D大学	多様な収入源	100~200	7~9%	州立	長期	米国	同州立大学間での 合同運用
E大学	交付金・研究費	<100	7~9%	州立	超長期	米国	外部コンサルタント 活用
F機関 (Appendix)	–	<100	–	公的機関	–	欧州	運用仲介兼管理

(出所) 各大学の公開資料、NACUBO等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 3. 調査結果

1. 運用目的
2. 運用目標・許容リスク・運用戦略
3. 組織体制
4. サステナビリティ
5. 情報開示

### □ 運用目的の設定は、大学の持続的な発展と社会的な信頼獲得の観点で重要

#### 運用目的

大学が資金運用を行う際、運用目的を明確に定めることは、大学の使命や理念との整合性を保ち、透明性を向上させることで信頼を獲得し、持続的な発展や寄付の促進に寄与するために重要

- **大学の理念やミッションとの整合性確保**

大学は教育・研究機関としての使命も持つため、資金運用が財務的な利益の追求に留まらず、大学の理念や社会的責任との整合性も重要になると考えられる。運用目的の明確化は、大学の理念と資金運用の一貫性を保ち、社会的責任を果たすことにも結実する。

- **効果的なリソース配分**

明確な運用目的があれば、それを達成するために必要となる人員・予算・時間などのリソースの確保・最適な配分が可能になる。

- **ステークホルダーへの信頼獲得・向上**

大学の資金運用には、寄付者や地域社会等様々なステークホルダーが存在するものと考えられる。運用目的を明確に定めて公表することで、大学が資金運用を通じてどのような活動を実施し、何を目指すのかを広く理解してもらう機会となる。また、透明性の向上による信頼獲得も見込まれる。

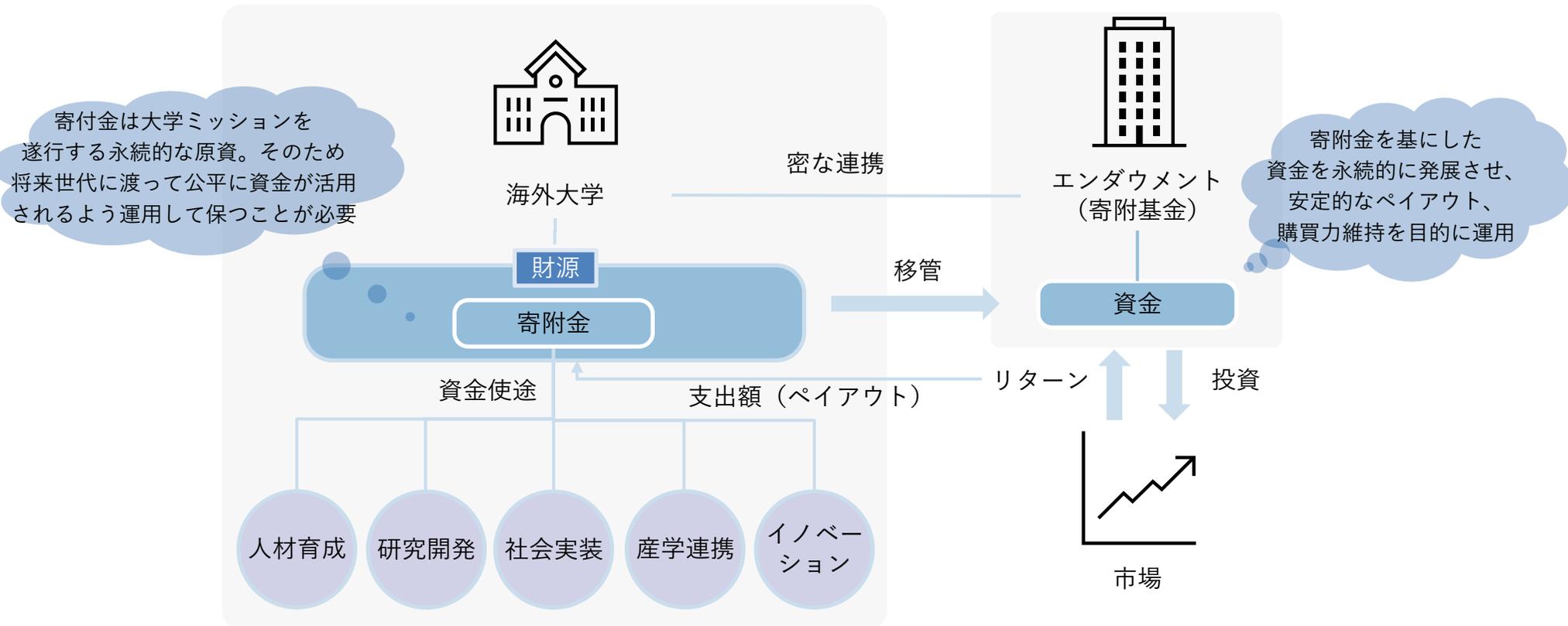
- **資金調達、寄附の促進**

大学の資金運用の原資となり得る寄附金を集める上で、運用目的の開示は、寄付者の理解を得易くすることが見込まれる。寄附者の運用目的への理解は、大学の資金調達を促進し、財務基盤の強化にも結実する。

### 3-1 運用目的 ～海外大学の運用目的～

- 運用目的は、“大学のミッションの永続的な遂行”、“世代間の公平性維持”、“社会的責任”等を考慮して設定
  - エンダウメント（寄附基金）は、寄付金を主な運用原資としている
- 運用目的設定の意義
  - 運用目的を開示することは、ステークホルダーへの説明責任を果たすことに結実
  - 明確な運用目的があれば、それを達成するために必要となる人員・予算・時間などのリソースの確保・最適な配分が可能
  - 寄附の促進やガバナンス強化、社会的責任などの観点でも重要

海外大学の資金運用の目的（イメージ）



### 3-1 運用目的 ～海外大学の運用目的の設定例～

- 運用目的は、エンダウメントの性質上、“大学のミッション遂行”、“世代間の公平性維持”、“社会的責任”等を考慮して設定
- 各大学の運用目的には共通して、大学の使命を長期的に支えるという基本的な考え方があるが、その具体的な表現や重点は大学ごとに異なって設定

#### 調査大学の運用目的

大学	運用目的
B大学	基金が広範囲に渡るスクールやセクターの各領域を受益者とする数多くの基金から成り立っており、大学全体の学術的ミッションを支援する様々な目的に貢献する。
C大学	大学の教育的使命を今後何世代にもわたって支援するための寄付を維持し、成長させる。
D大学	大学が受託者と受益者の両方であり、大学の基金と準基金のための、安定的かつ成長する収入源を生み出す共通の投資手段を提供する。
E大学	財団が自ら運営能力を強化し、より効率的に大学を支援することで学生に永続的な価値を提供する。

※許諾が得られなかったため、当ページにはA大学の記載なし

## 3. 調査結果

1. 運用目的
2. 運用目標・許容リスク・運用戦略
3. 体制構築
4. サステナビリティ
5. 情報開示

運用目標	<p>運用目標は、許容リスクの認識や運用の一貫性確保等、適切な運用を実現する上で重要</p> <ul style="list-style-type: none"><li>運用目標は、ペイアウト率とインフレ率をベースに許容リスク等も勘案して設定（運用目標の設定方法は、どの大学も共通）</li><li>ペイアウトは、直近の市場実績を反映するのではなく、過去実績（移動平均）と直近実績の加重平均から実際の金額を決定し、平準化することで安定的なペイアウトを維持</li></ul>
許容リスク	<p>許容リスクは、投資目的や事業計画・財政状況（ペイアウト目標）、目標リターン水準、投資期間等を総合的に考慮して検討</p> <ul style="list-style-type: none"><li>株式・債券インデックス等でレファレンスポートフォリオを構築し、許容リスクの指標とする</li><li>許容リスクの範囲内でリスクをコントロールする運用を実施</li></ul>
期待リターン ・リスク推計	<p>期待リターン・リスク推計は基本ポートフォリオ策定における重要事項</p> <ul style="list-style-type: none"><li>期待リターンは将来見通しをベースに設定</li><li>リスク推計については、特に低流動性資産におけるリスク過小評価是正の取組みも有効な手段</li></ul>
基本 ポートフォリオ	<p>基本ポートフォリオ策定は、許容リスクを前提としたトータルポートフォリオアプローチを活用</p> <ul style="list-style-type: none"><li>レファレンスポートフォリオで定める許容リスクの範囲内で基本ポートフォリオを策定</li><li>基本ポートフォリオのリスク管理として、許容リスクに対するリスクテイク状況をモニタリング</li><li>大学によっては、個別ファンドを積上げた結果が基本ポートフォリオとする考え方も</li></ul>
マネージャー ストラクチャー	<p>マネージャーストラクチャー構築では、許容リスク対比でのリスクコントロールが肝要</p> <ul style="list-style-type: none"><li>競争優位性ある戦略への深い理解とその評価・投資対象選択がアルファ（超過収益）の源泉</li><li>多角的な視点での深いリサーチがアルファ創出の蓋然性を評価する上で重要<ul style="list-style-type: none"><li>投資機会、マネージャースキル、適切なチーム運営、マネージャーへのインセンティブ設計など</li></ul></li></ul>

- 運用目的を実現するため、適切な運用目標の設定は必須
- 運用目標は、許容リスクの認識や運用の一貫性確保等、適切な運用を実現する上で重要
- 運用目標は、ペイアウト率とインフレ率をベースに許容リスク等も勘案して中長期的な目標として設定
  - －インフレ率は教育機関のインフレを表現するHEPIを使用することでより大学の支出実態を反映

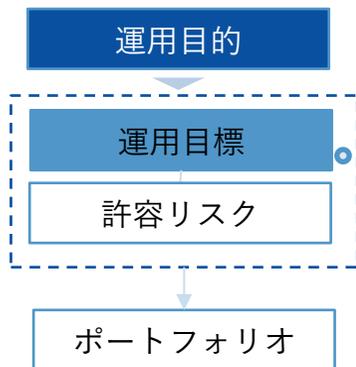
運用目標設定の必要性

大学の運用資金の性質

- ・ 長期運用（世代間の公平性、資金の永続的成長）
- ・ 返済義務のない余資
- ・ 安定的なペイアウト

この性質を勘案し、運用目的を実現するためには、運用目標の設定が肝要であり、その理由は下記の通り

- ・ 適切な許容リスクの認識
- ・ 運用の一貫性保持
- ・ リターン確保
- ・ 運用パフォーマンス評価
- ・ ステークホルダーへの説明責任



運用目標を設定することで、運用目的が実現可能な許容リスクが認識され、適切なポートフォリオ構築が可能。また、運用目標の開示は、評価や説明責任の観点でも有効。

調査した大学の運用目標の設定方法はどの大学も共通であり、ペイアウト率+インフレ率で設定。大学の理事会等で決定される。

運用目標設定方法

- ・ 運用目標はペイアウト率とインフレ率から設定。この値は、大学が経営計画等と合わせて検討して決定する。エンダウメントは、この目標をもとに目的実現に向けた運用を行う。
- ・ ペイアウトとは、エンダウメントからの大学への拠出。運用資産規模や経営計画を前提とした大学の必要額等から設定
- ・ インフレ率は長期的な購買力維持のために勘案。なお、米国エンダウメントではHEPI（Higher Education Price Index；高等教育価格指数）が用いられ、教育機関の支出傾向を反映
- ・ なお、運用資金の成長を反映させたい場合には、ここに成長率を加えて勘案する。

$$\begin{aligned}
 \text{運用目標 (名目)} &= \text{ペイアウト率} + \text{インフレ率} \\
 &\quad \text{主に大学が設定 (大学の活動を支える)} \quad \text{想定インフレ率 (HEPI) (価格保全)} \\
 &\quad + \text{基金の成長率} \\
 &\quad \text{目標成長率}
 \end{aligned}$$

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

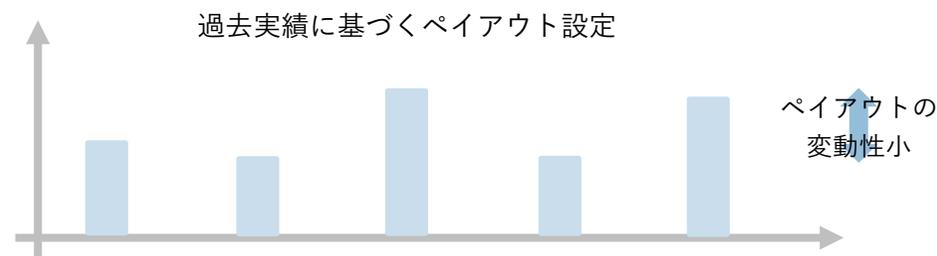
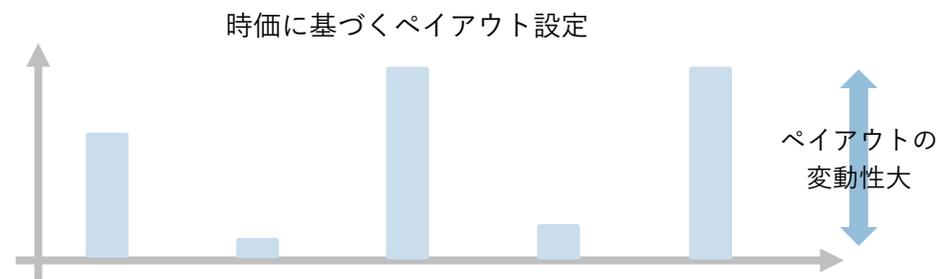
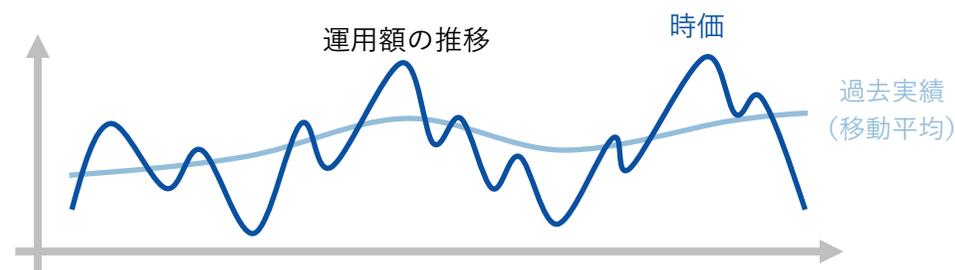
- ペイアウトは永続的に大学の活動を支えるために、直近の市場実績を反映するのではなく、過去実績（移動平均）と直近実績の加重平均から実際の金額を決定し平準化することで安定的なペイアウトを維持
- 過去実績と直近実績の比率は大学により異なるものの、多くの大学でこの方法を採用
- ペイアウトは予算に組み込まれ、大学運営上非常に重要であることから、このような施策は参考となる

ペイアウト率設定方法

ペイアウト額を支出額の過去実績と直近の時価残高の加重平均とすることで、平準化効果を生み出し、安定的なペイアウトを実現。

ここで、支出額を過去実績へ反映させる方法は様々であり、前年度実績を使用し、3～5年程度の移動平均を使用するケースを確認。ある程度の期間をとることで、より平準化効果が期待できる。

過去実績と直近実績との比率については、どの大学も過去実績の比率を大きくすることで、平準化効果を生み出している。



(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

$$\text{ペイアウト額} = \frac{\text{ペイアウト額 (過去実績)} \times \text{インフレ率} \times \text{比率 (70\sim80\%)}}{\text{過去実績考慮による平準化効果}}$$

過去実績考慮による平準化効果

$$+ \frac{\text{時価残高 (直近)} \times \text{ペイアウト率} \times \text{比率 (20\sim30\%)}}{\text{直近の市場環境反映}}$$

直近の市場環境反映

調査した大学のペイアウト率は、5%前後の水準の傾向

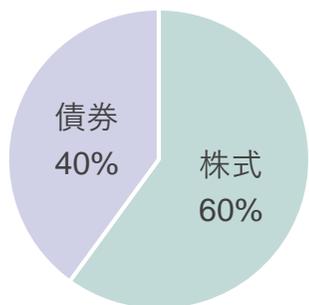
- 許容リスクの設定は、適切なリスク管理を行い、市場環境の変化にも耐えうる持続的な運用の実現に必要
- 許容リスクは、投資目的や事業計画・財政状況（ペイアウト目標）、目標リターン水準、投資期間等を総合的に考慮して検討
- 一般に、株式・債券インデックス等でレファレンスポートフォリオを構築し、許容リスクの指標とする

#### 許容リスクの考え方

許容リスクとは、運用目的を実現する上で取ることが可能なリスク水準を指す。リスクは一般には価格の変動性（標準偏差）を表すが、ここでのリスクはテールリスク（想定外の暴落）が顕在化した場合も含む。

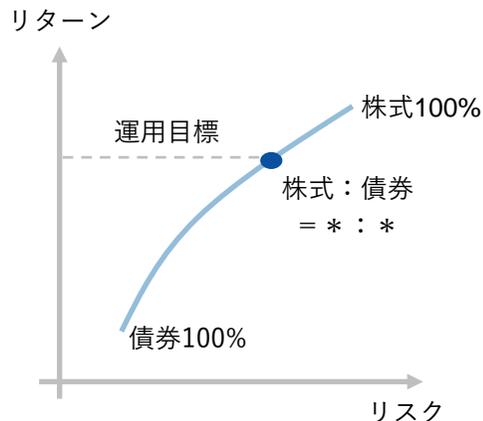
この許容リスクは、インデックスをベースとして作成したレファレンスポートフォリオを前提に検討する。レファレンスポートフォリオの標準偏差を運用におけるリスクの上限（許容リスク）と定める。

#### レファレンスポートフォリオ



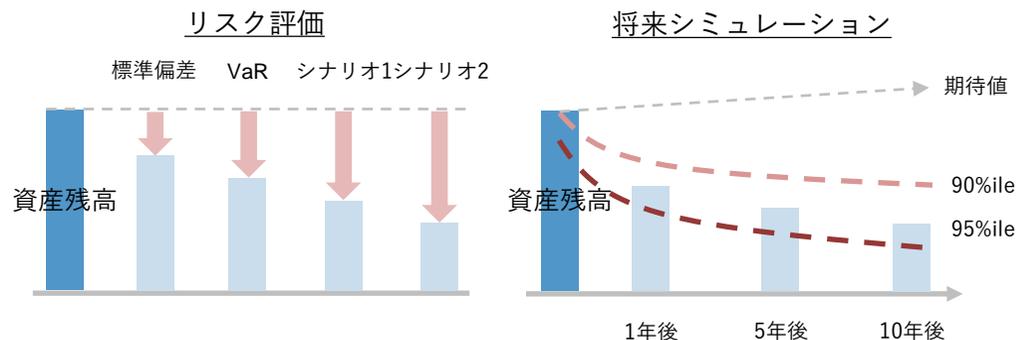
許容リスク  $\sigma_{risk}$   
= 標準偏差  
= X%

#### 効率的フロンティア



#### 許容リスクの計測検討

許容リスクは、レファレンスポートフォリオを前提に、多面的にリスクを評価して検討する。その検討方法のアイデアとしては、リスク指標、シナリオ分析、将来シミュレーション等がある。



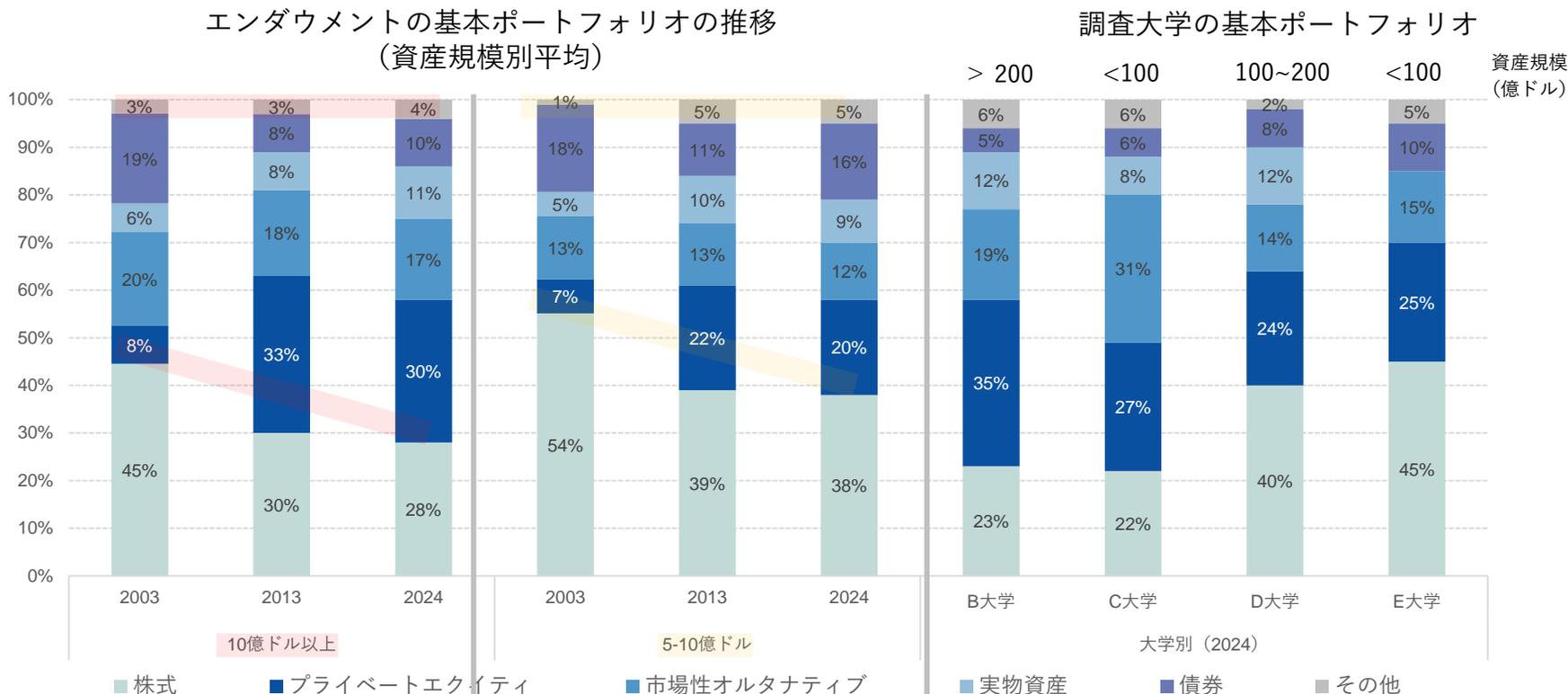
多面的なリスク評価により、許容リスク水準を検討

レファレンスポート	標準偏差	VaR	シナリオ1	シナリオ2	シミュレーション 90%	シミュレーション 95%
レファレンスポート1	許容	許容	許容	×	許容	×
レファレンスポート2	許容	許容	許容	許容	許容	許容

### 3-2 運用目標・許容リスク・運用戦略 ～基本ポートフォリオの概観～

- エンダウメントの基本ポートフォリオは、長期的に大きく変化
  - 株式、債券を中心とするポートフォリオから、長い時間をかけてオルタナティブ資産への傾斜を拡大
  - 資産規模が大きい程、オルタナティブ資産への傾斜は大きい傾向
- オルタナティブ資産への傾斜拡大の理由は、イェールモデル（オルタナティブ資産を積極的に組入れ、高いリターンを狙う）の浸透を背景に、投資対象が多様なオルタナティブ資産へ拡大したため
- 直近の大学別基本ポートフォリオについても、資産規模の大きな大学ほどオルタナティブ比率は高水準

エンダウメントの基本ポートフォリオ



※許諾が得られなかったため、当ページにはA大学の記載なし

(出所) Callan HP、NACUBO 「TIAA Study of Endowments」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

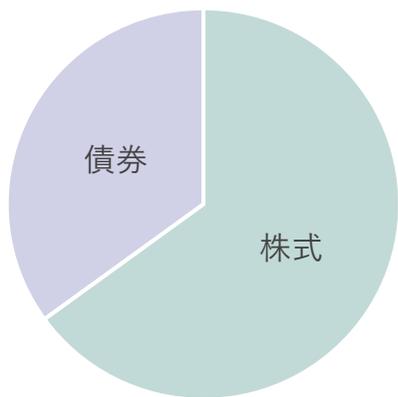
- 基本ポートフォリオは、許容リスクの概念を前提としたトータルポートフォリオアプローチ(※)

(※) レファレンスポートフォリオで定める許容リスクの範囲内で基本ポートフォリオを策定する手法

- 基本ポートフォリオのリスク管理として、許容リスクに対するリスクテイク状況を随時モニタリング

#### レファレンスポートフォリオ

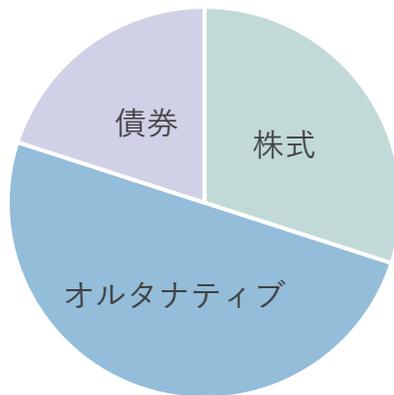
レファレンスポートフォリオは、運用目的達成のために長期的に安定した運用を行うための許容リスクを求めるための資産構成割合。



許容リスク

#### 基本ポートフォリオ

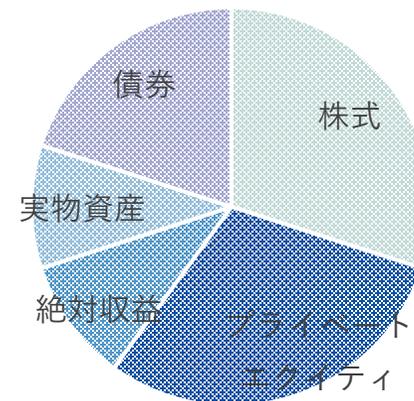
レファレンスポートフォリオから算出される許容リスクの範囲内で、運用効率を最大化する基本ポートフォリオを策定。但し、ファンド選定を重視し、その積み上げた結果を基本ポートフォリオとする考えも。



基本ポートフォリオの  
リスク

#### 実践ポートフォリオ

基本ポートフォリオを前提として、マネージャーストラクチャーを構築した実ポートフォリオ。



実践ポートフォリオの  
リスク



(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 期待リターン・リスク推計は基本ポートフォリオ策定における重要事項
- 期待リターンは一般的には将来見通しをベースに設定（過去実績ベースや総合判断による設定手法も存在）
- リスク推計については、特に低流動性資産におけるリスク過小評価是正の取組みも有効な手段

期待リターン推計

期待リターンは、資産クラスから獲得が見込まれるリターンであり、期待リターンを前提として基本ポートフォリオを構築するため、その設定は重要な意義を成す。一般には、将来見通しをベースに設定するケースが多い。また、期待リターンの不確実性も考慮し、一定程度のレンジで検討する考えも。

	過去実績 ベース	将来見通し ベース	総合判断
具体的 手法	投資対象資産の運用実績を活用。	マクロ経済・市場環境、専門家の意見を活用して設定。	左の二つの手法の組合せ。
ポイント	市場環境分析、現在の市場環境における再現可能性等の精査が重要。	様々な専門家の予測値の前提や分析方法の理解、信憑性等の判断が重要。	-
一般的 手法	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 実績値</li> <li>• 過去平均法</li> <li>• ビルディングブロック法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 将来見通し</li> <li>• サプライサイド法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 総合評価</li> <li>• ベイズ的アプローチ</li> </ul>
採用する 大学		A大学 D大学 E大学	C大学

リスク推計・評価

基本ポートフォリオは、各資産クラスのリスク・相関を前提に策定するため、適切な推計が必要。伝統資産では、一般的に資産クラスのインデックスの標準偏差を活用するが、オルタナティブ資産、特に低流動性資産については、インデックス等のリターンが平滑化されており、リスク過小評価の懸念がある。これは低流動性資産への配分を決める上で重要な課題であり、リスク調整を行う仕組みの活用も有効な手段。

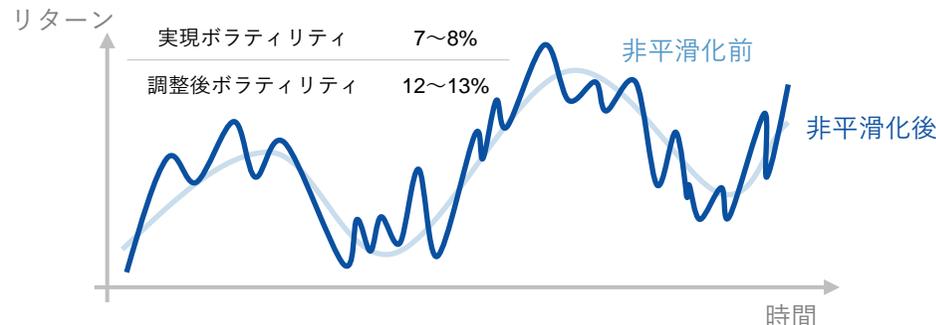
低流動性資産のリスク評価

実現ボラティリティ

会計基準に基づく、実績値ベースのリスク（リスク過小評価の可能性）。

調整後ボラティリティ

実現ボラティリティにペナルティを加え、自己相関の影響を統計的にモデル化し、真のボラティリティを推計するアルゴリズムを活用するなどして推計したリスク。



(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- マネージャーストラクチャー（運用機関構成）構築では、許容リスク対比でのリスクコントロールが肝要
- 競争優位性ある戦略への深い理解とその評価・投資対象選択がアルファ（超過収益）の源泉
- 多角的な視点での深いリサーチがアルファ創出の蓋然性を評価する上で重要
  - －投資機会、マネージャースキル、適切なチーム運営、マネージャーへのインセンティブ設計など

マネージャーストラクチャー構築・マネージャー選定で重要な視点

重要な視点

個別大学の特徴

	重要な視点	個別大学の特徴
マネージャー ストラクチャー 構築	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 伝統資産は、インデックス投資を有効活用</li> <li>・ 特に、手数料が高いオルタナティブ投資においては、コスト意識を持つ</li> <li>・ デューデリジェンスやモニタリングの徹底は、リスク管理強化にも結実</li> <li>・ 市場環境変化に迅速に対応できる柔軟性確保</li> <li>・ 許容リスク対比でのリスクコントロール</li> </ul>	<p><b>B大学</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－厳選したマネージャーに投資することで、チーム全員が多くの情報に触れることができ、戦略への理解が深まる</li> </ul> <p><b>B大学・C大学</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－マネージャーストラクチャーとして個別戦略を積上げた結果が基本ポートフォリオという考え方で、ボトムアップ型アプローチ</li> </ul>
マネージャー選定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 戦略への深い理解がアルファ創出の蓋然性評価に結実 投資の側面のみならず、ビジネスの運営面、人となりまで、多角的にマネージャーを評価</li> <li>・ 各マネージャーと緊密な関係を構築 戦略や運用状況の深い理解が可能</li> <li>・ 競争優位性のある戦略を選好 競争優位性を持つ戦略や特定分野における高いアルファ創出力のあるマネージャーを積極採用</li> </ul>	<p><b>C大学</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ユニークな競争優位性を持つ点に着目</li> <li>－特定分野で高いリターンを生み出すスペシャリストを積極的に採用</li> </ul> <p><b>D大学</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－良い投資機会と、適切なチームで運用されているかが最も重要</li> <li>－マネージャーのスキルや経験などから、適切に運用を実行できるかを判断</li> <li>－マネージャーのインセンティブ設計も重要</li> </ul>

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 3. 調査結果

1. 運用目的
2. 運用目標・許容リスク・運用戦略
- 3. 組織体制**
4. サステナビリティ
5. 情報開示

#### ガバナンス

- **効果的なガバナンスとは、組織が健全な運営を行うために自ら管理・統制する仕組み**  
この実現のためには、**監督と執行の分離、三線防衛、役割と責任の明確化、利益相反管理**が重要。体制構築に重要なポジションは投資委員会、CIO（Chief Investment Officer、最高投資責任者）であり、経験豊富で優秀な候補者の抜擢が有効。投資チーム構築期の場合、CIOはゼロからチームを立上げて運用を行う経験を有する人材活用も選択肢。
- **投資委員会は多様な専門性をバックグラウンドに持つメンバーで構築し、合議体による意思決定が有効**  
投資委員会のメンバーは、投資に関する専門性のみでなく、多様なバックグラウンドの人員で構成。投資委員会の意思決定は合議制が多く、多様なメンバーの考えを反映。投資委員の任期は3～5年程度であるが、任期は延長かつずらして設定可能なので、組織の継続性を維持しながら新しい視点を取り入れられる仕組みを構築。
- **運用規模・体制の充実度によって意思決定権の所在を定める**  
運用規模が大きく充実した運用体制を持つ場合、投資の意思決定権はCIOにおき、運用の柔軟性を重視。一方、運用規模が小さく運用体制が未熟である場合、投資の意思決定権は投資委員会に置き、CIOは委員会と密に連携を取ることで投資委員会の意見も反映させた円滑な意思決定プロセスを構築。
  - －投資チームを持つのであれば、意思決定は投資チームに委任し、投資員会は大方針の議論の場とするべきとの意見
  - －投資委員会が意思決定をするのであれば、投資委員会と投資チームとの密な連携、透明性のある情報共有が重要に

#### 内部人材活用

- 外部委託運用の有効活用が比較的小規模体制による高度な運用実現を可能に運用会社等と比べると運用体制は限られた陣容にも見えるが、外部委託運用の積極活用により、個別銘柄投資ではなくファンド投資とすることで、アルファ（超過収益）の源泉はマネージャー選択となるため、少数での運営が可能。また、アルファの獲得が難しい伝統資産については、インデックス投資を前提とするよう割切る大学も。
- 内部人材の活用については、組織の方針・状況によって、スペシャリストモデル、ゼネラリストモデルの活用に分かれる
  - 大規模な運用体制を敷く場合にはスペシャリストモデル、小規模の場合にはゼネラリストモデルを活用する傾向

#### 外部人材活用

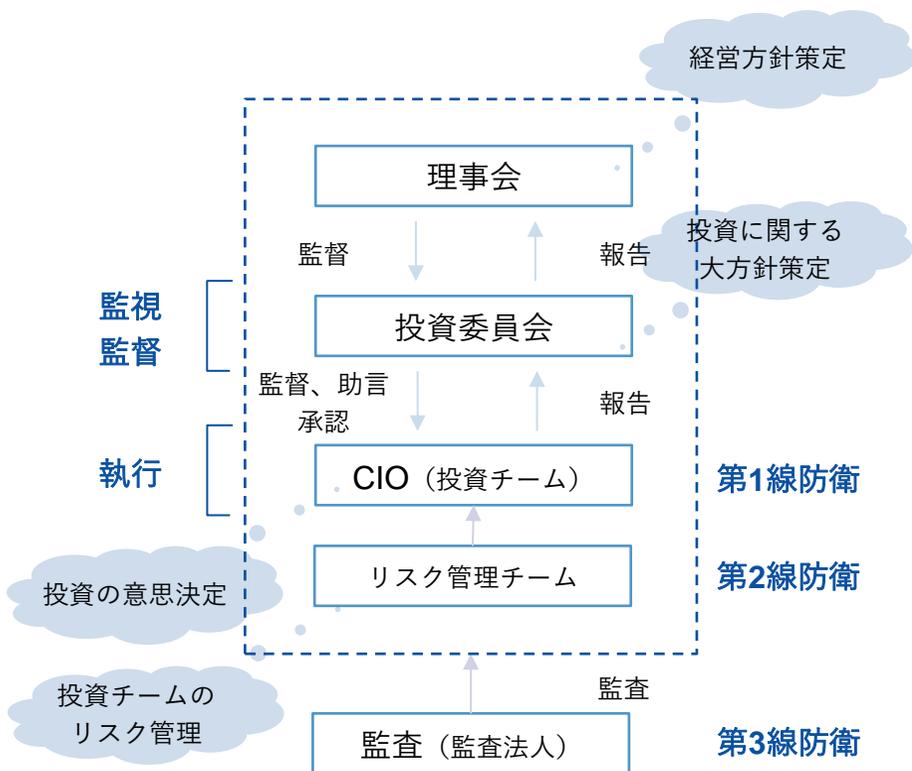
- 外部人材（OCIO、コンサルタント）の活用は、運用体制高度化において有効な手段の一つ
  - 運用体制補完や特定業務における専門性活用、ガバナンス・運用体制構築等あらゆる面で活用可能
- 外部人材の活用にはデメリットも考えられるが、それを補う様な連携の方法を検討し、有効な協働体制を構築することが重要

#### 人材採用 人材育成

- 人材採用は、大学と連携した採用、もしくはインターンシップ活用が主流
  - 大学への求人情報掲載など、内部人材の採用を企図
  - 面談ではケーススタディを通じてモデル構築スキルや思考力を評価することが有効に機能
  - インターンシップ活用は、長期間実務を通じて人材を見極めることができるため、面談よりも有効との意見も
- 人材採用においてはインセンティブ設計が非常に重要であり、適切な報酬、その他福利厚生等も完備
- 運用体制が充実している場合、内部人材活用・人材育成に注力  
人材育成は、投資銀行等で数年の業務経験を積んだ比較的若い人材を採用するケースが多く、採用後、3年程度の教育プログラムで育成。人材育成では、金融及び投資、モデル構築等のスキル習得、OJTによる業務遂行能力向上を重視。

- ガバナンスとは、組織が健全な運営を行うために自ら管理・統制する仕組み
- 効果的なガバナンス体制（含むリスク管理体制）を構築するためには、監督と執行の分離、三線防衛、役割と責任の明確化、利益相反管理が重要
- 体制構築に重要なポジションは投資委員会、CIOであり、経験豊富で優秀な候補者を抜擢することが必要  
 – 投資チーム構築期の場合、CIOはゼロからチームを立上げて運用を行う経験を有する人材の活用も有効

ガバナンス体制の概要



高度なガバナンス体制の要件

#### 監督と執行の分離

監督機能が独立して執行を管理することで、不正や誤判断を防ぐチェック機能が確立されること、利益相反の予防、意思決定の透明性向上等が見込まれる

#### 三線防衛

第一線防衛：運用チームによるリスク管理  
 第二線防衛：リスク管理チームによる第一線のリスク管理  
 第三線防衛：監査部門による第一線・第二線の管理

#### 役割と責任の明確化

理事会、投資委員会、運用チーム、リスク管理チームの役割と責任の所在を明確化することで、リスク管理強化、意思決定の迅速化、ガバナンスの透明性向上が見込まれる

#### 利益相反管理

利益相反ポリシーを設けるなど、フィデューシャリーデューティを遵守する仕組みを設ける

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3-3 組織体制 ～ガバナンス（理事会、投資委員会の構成・陣容）～

- 投資委員会のメンバーは、投資に関する専門性のみでなく、多様なバックグラウンドの人員で構成
  - 投資委員会の意思決定は合議制が多く、多様なメンバーの考えを反映
  - 投資委員の任期は3～5年程度であるが、任期は延長かつずらして設定可能なので、組織の継続性を維持しながら新しい視点を取り入れられる仕組み

#### エンダウメントの理事会・投資委員会

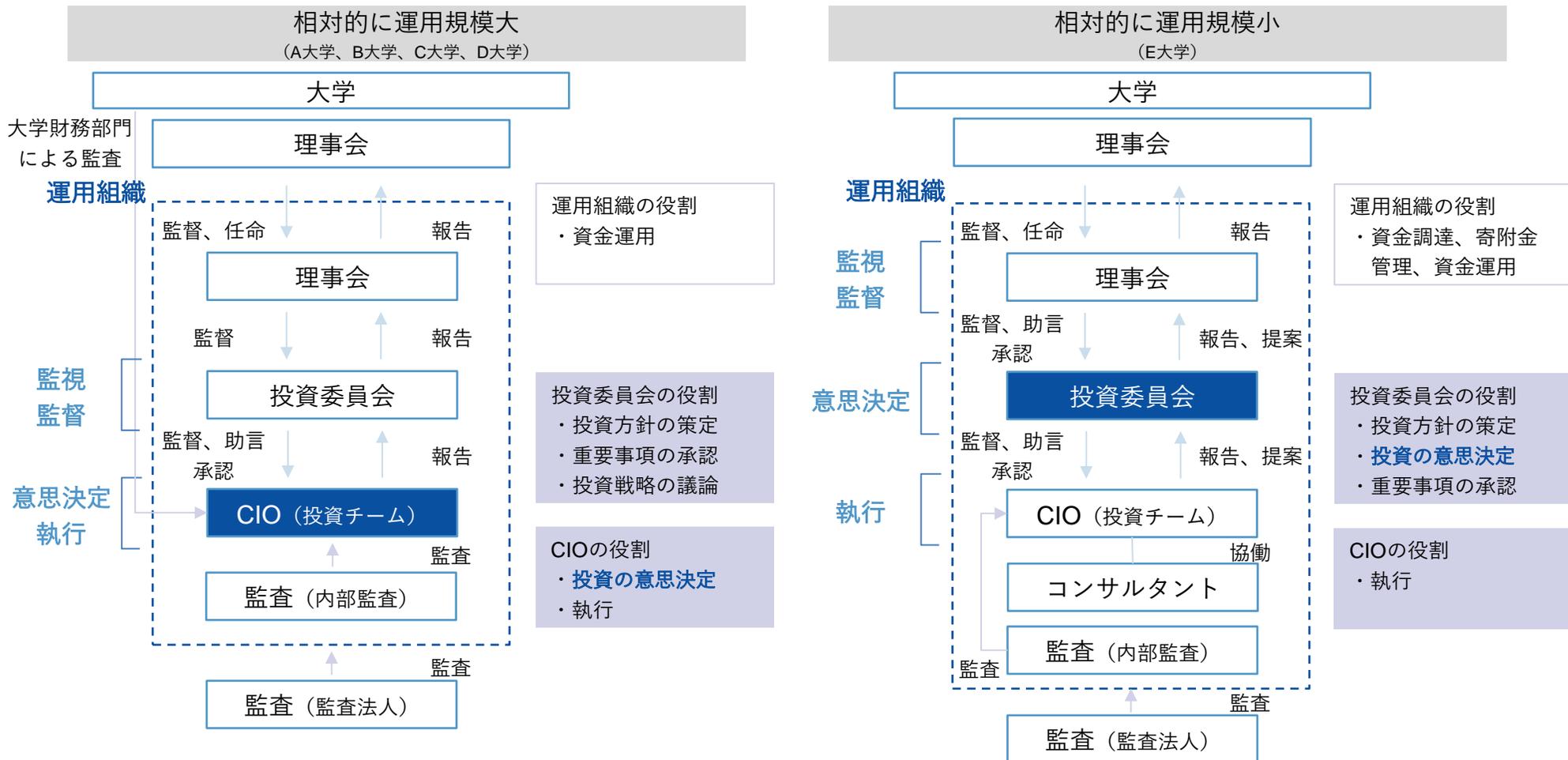
	A大学	B大学	C大学	D大学	E大学
理事会メンバーのバックグラウンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 豊富な投資経験者</li> <li>• 高い専門性</li> <li>• 寄付者（卒業生）</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 財務投資の専門家</li> <li>• ビジネスリーダー</li> <li>• 寄附者（卒業生、その親）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政治家</li> <li>• 投資銀行</li> <li>• 経営者</li> <li>• 投資家 など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政治任用者</li> </ul>
投資委員会（人）	10~20	10~20	>20	>20	10~20
投資委員メンバーのバックグラウンド	資産クラス毎の投資スキル 優れたビジネスセンス、判断力、人間性	大学への忠誠心 豊富な投資経験	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資業界の成功者</li> <li>• 経営者</li> <li>• 現役ヘッジファン ドマネージャー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政治家</li> <li>• 投資銀行</li> <li>• 経営者</li> <li>• 投資家 など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政治家</li> <li>• 投資銀行、PE</li> <li>• 弁護士</li> <li>• 経営者 など</li> </ul>
投資委員の選任方法	学長、議長、 投資チームの協働		理事会	理事会	
意思決定方法	合議制	合議制	多数決		合議制

（出所）各大学へのヒアリング、公開資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3-3 組織体制 ～ガバナンス（体制図）～

□ 運用規模・体制の充実度により、意思決定権の所在が異なる

- 運用規模が大きく充実した運用体制を持つ場合、投資の意思決定権はCIOにおき、運用の柔軟性を重視
- 運用規模が小さく運用体制が未熟である場合、投資の意思決定権は投資委員会に置き、CIOは委員会と密に連携を取ることによって投資委員会の意見も反映させた円滑な意思決定プロセスを構築



(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3-3 組織体制 ～ガバナンス（投資の意思決定）～

- 投資の意思決定をCIO（投資チーム）が行う場合、迅速な意思決定、柔軟な運営が可能
- 投資委員会が意思決定を行う場合、より透明性を確保できる一方、その時間や運営コストがデメリット

意思決定の違いによる運用・ガバナンスへの影響

意思決定	CIO・投資チーム (A大学、B大学、C大学、D大学)	投資委員会 (E大学)
メリット	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 専門性を活かした迅速な意思決定が可能</li><li>・ 市場変化への柔軟な対応</li><li>・ 投資チームの自律性尊重</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 意思決定プロセスの透明化</li><li>・ 関係者間の連携強化</li><li>・ 透明性と協調性の向上</li><li>・ リスク管理の徹底</li><li>・ 意思決定主体、説明責任の明確化</li></ul>
デメリット	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 投資委員会の監督機能低下リスク</li><li>・ 投資委員会による投資活動全体の把握が困難になり得る</li><li>・ リスク管理や説明責任の確保が課題となる可能</li><li>・ 投資委員会と投資チームの情報格差が生じ、適切な監督が困難になるリスク</li><li>・ 投資委員会の役割が曖昧となり、責任範囲も不明確となることで問題発生時の責任追及が難しくなる可能性</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 意思決定スピードの低下リスク</li><li>・ 市場変化への対応の遅れ</li><li>・ 投資委員会メンバーの負担増加、専門性の高い投資判断への支障をきたす懸念</li><li>・ 投資チームの裁量低下によるモチベーション低下リスク</li></ul>
デメリットへの対処法	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 明確な運用方針、ガイドライン等の策定</li><li>・ 定期的かつ透明性のある報告、モニタリング</li><li>・ 投資委員会との密なコミュニケーション</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 投資委員会と投資チームの緊密な連携</li><li>・ 透明性の高い情報共有</li></ul>

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



### 【B大学】

投資の意思決定権限を投資チームへ委譲することで、意思決定の速さや投資実行が改善

#### 課題

- 投資の実行に投資委員会の承認を得るプロセスとしていたが、これは意思決定を遅らせ、迅速な対応が妨げられていた

#### 対応

- 投資委員会と投資チームの役割を再整理
- 投資の意思決定権限は投資チームへ委譲し、投資委員会は大方針の決定や運用戦略についてディスカッションをする場と定義
- 投資委員会への透明性の高い情報共有

#### 効果

- 透明性のあるガバナンス体制構築により、投資判断・運用プロセス高度化が進展
- 迅速な意思決定、リスクへの耐性強化、複雑な戦略への投資実行等の効果が生まれた

#### 示唆

- 投資の意思決定を投資チームが行うことで、迅速な意思決定や複雑な戦略への投資実行が可能に



### 【E大学】

投資チームを設立し、外部人材活用することで、小規模体制にもかかわらず高度な運用を実現

#### 課題

- 専任の投資チームをもたず、理事会が外部コンサルタントを活用して運用していたが、資産規模が大きくなり、投資チームの必要性を認識

#### 対応

- CIOを招致し、投資チームを立ち上げ、運用・ガバナンス体制強化の改革を実施
- 理事会、投資委員会とCIOが密に連携した承認プロセスを確立
- 外部コンサルタントの活用、役割分担の明確化
- 株式、債券は低コストのインデックを中心とし、投資チームのリソースを低流動性資産に集中

#### 効果

- 立ち上げ当初はCIO1人の体制から、現在は4名体制に拡充し、約18億ドルを運用

#### 示唆

- 相応の資産規模で少人数の運用体制でも、投資の選択と集中、コンサルタントとの役割分担の明確化により、高度な運用は可能

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3-3 組織体制 ～運用体制（陣容）～

- 内部人材によって運用体制が充実する大学、内部人材が限定的で、体制を外部人材活用で賄う大学に大別
- 運用会社等と比べると運用体制は限られた陣容にも見えるが、外部委託運用の活用が少人数による大規模運用を実現する鍵となる
  - －外部委託運用の積極活用により、個別銘柄投資ではなくファンド投資をすることで、アルファ（超過収益）の源泉はマネージャー選択となるため、少数での運営が可能
  - －アルファの獲得が難しい伝統資産については、インデックス投資を前提とするよう割切る大学も

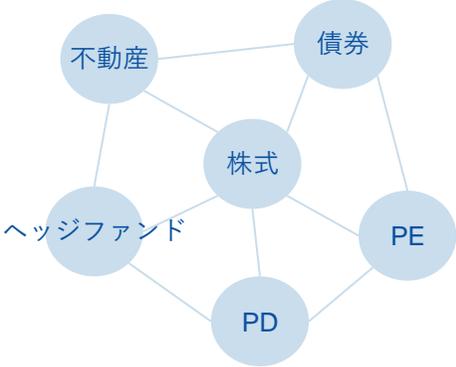
エンダウメントの運用体制

	A大学	B大学	C大学	D大学	E大学
基金残高 (2023年度末、億ドル)	>200	>200	<100	100~200	<100
運用主体	大学とは独立した組織	大学内部組織	大学内部組織	大学とは独立した組織	大学とは独立した組織
内部人材（人）	>50	20~50	20~50	>50	<5
内、運用		20~50		>50	
内、リスク管理	<5	>5	20~50	<5	<5
外部人材活用 (OCIO・コンサルタント)	無	無	無	必要に応じ活用	活用
運用状況 伝統資産	概ね自家運用 (インデックス中心)	概ね自家運用 (インデックス中心)	概ね自家運用 (インデックス中心)	概ね自家運用 (インデックス中心)	概ね自家運用 (インデックス中心)
オルタナティブ	外部委託 (一部直接投資)	外部委託 (一部直接投資)	外部委託	外部委託	外部委託

(出所) 各大学へのヒアリング、公開資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

□ 人材戦略として、組織の方針・状況によってスペシャリストモデル、ゼネラリストモデルに大別

スペシャリストモデルとゼネラリストモデル

人材戦略	スペシャリストモデル	ゼネラリストモデル
概要	特定の資産クラスの深い専門知識を持つ人材	複数の資産クラスへの知見を持ち、ポートフォリオ全体を包括的に管理・運用を行える人材
		
メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の資産クラスへの深い専門性</li> <li>高度な投資判断が可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ポートフォリオ全体を勘案した投資判断</li> <li>複数資産を俯瞰して見れるマクロ的視野</li> <li>柔軟なポートフォリオ管理</li> </ul>
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>担当資産クラス以外への理解が不足する可能性</li> <li>ポートフォリオ全体を勘案した投資判断が困難になる可能性</li> <li>相応の体制（人員）が必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の資産クラスへの理解が不足する可能性</li> <li>専門性欠如により、高度な投資判断が困難になる可能性</li> </ul>
有効と考えられる運用体制	<ul style="list-style-type: none"> <li>大規模な運用体制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小規模な運用体制</li> <li>運用立ち上げ期</li> </ul>



### 【C大学】

新CIOを招き、抜本的に運用・ガバナンスを改革したことで、業務全体が幅広く改善し、パフォーマンスも改善

#### 課題

- 投資方針策定、ガバナンス体制構築等に取り組むも、パフォーマンスが低迷していた

#### 対応

- 投資委員会は、投資チームの抜本的改革の必要性を認識し、経験豊富な投資業界の専門家をCIOに招致
- CIOが完全な運用権限を持つ
- リサーチ組織の構築、組織文化、ポートフォリオ、ガバナンスについて抜本的に改革

#### 効果

- 組織文化から業務遂行まで幅広く改善がみられ、運用パフォーマンスも改善
- ゼロからの独自モデル構築に成功しており、基本的に業務は内製化する方針が浸透
- 現状の運用体制はこの改革の産物

#### 示唆

- 運用や組織における、CIOの重要性

- 外部人材の活用は、運用体制高度化において有効な手段の一つ
  - 運用体制補完や特定業務における専門性活用、ガバナンス・運用体制構築等あらゆる面で活用可能
- 外部人材活用にはデメリットも考えられるが、それを補う様な連携の方法を検討し、有効な協働体制を構築することが重要

	外部人材活用方法	外部人材活用のメリット・デメリット	
		メリット	デメリット
外部人材活用のニーズ	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 運用体制の補間</li> <li>• 特定業務における専門性活用・補完</li> <li>• 運用業務全般の委託</li> <li>• 協働による効率性向上</li> <li>• コンサルの情報・ノウハウの活用</li> </ul>	活用する	<ul style="list-style-type: none"> <li>• マネージャー推奨は、大規模運用会社や過去実績重視</li> <li>• 過度に保守的な傾向</li> </ul>
外部人材活用の方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>• コンサル契約による業務委託</li> <li>• OCIO活用による運用業務全般の外部委託</li> </ul>	活用しない	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 内部人材による体制構築は、組織の頑健性確保</li> <li>• 運用体制が脆弱な場合の機会損失</li> </ul>
外部人材活用における課題認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 実績が豊富な大規模運用会社やマネージャーを採用</li> <li>• 新興マネージャーの採用が少ない</li> <li>• マンデートが目標となり、保守的な傾向</li> </ul>		<p>外部人材を活用しない大学の考え</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 他大学と差別化を図り、独自戦略を追求するため</li> <li>• コンサルタントはリスクの高い戦略を避ける傾向があり、保守的になる傾向</li> <li>• 経費削減、リスク管理、運用全体のコントロールの観点で、内部運営が有効と判断</li> <li>• 全業務を自己完結する方針</li> <li>• マンデート維持を重視し、必ずしも最高のパフォーマンスを目指さない</li> </ul>
協働による役割分担の事例	<p>相互補完による協働体制構築</p> <p>コンサル：パフォーマンス計測・レビュー、大規模マネージャー選定</p> <p>投資チーム：新興マネージャーや小規模ファンド調査等による新たな投資機会の創出</p>		

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 人材採用では、優秀かつ、ミッションへの共感、業務への専門性をもつ人材を採用することが有効
  - －採用方法は、主に大学との連携やインターンシップ活用
- 採用と同時に、処遇は非常に重要であり、優秀な人材確保には必須のコストとして認識することが必要

#### 人材採用方法

#### 処遇

##### 求める人材

- 優秀であること
- 大学のために働くというミッションへの共感
- 投資運用業務への専門性

人材採用において、処遇は非常に重要であり、優秀な人材の採用には適切な報酬が必要であることは共通認識。また、報酬に加えて、様々な福利厚生等を準備する大学も

（例）

##### B大学

- 世界的に高水準の報酬を提供
- 報酬は固定給とボーナスで、ボーナスは仕事の質とベンチマークに対するパフォーマンスで決められる
- 運用額対比でみて十分支払える水準
- ミッションへの共感だが、それだけでは不十分

大学と連携 大学の人事と連携した採用プログラム  
大学への求人情報掲載

インターンシップ 長期のサマーインターンシップを採用活動の一環として実施  
（例）B大学

- －10週間の実務経験を通して人材を見極めるこの方法は、面接よりも効果的

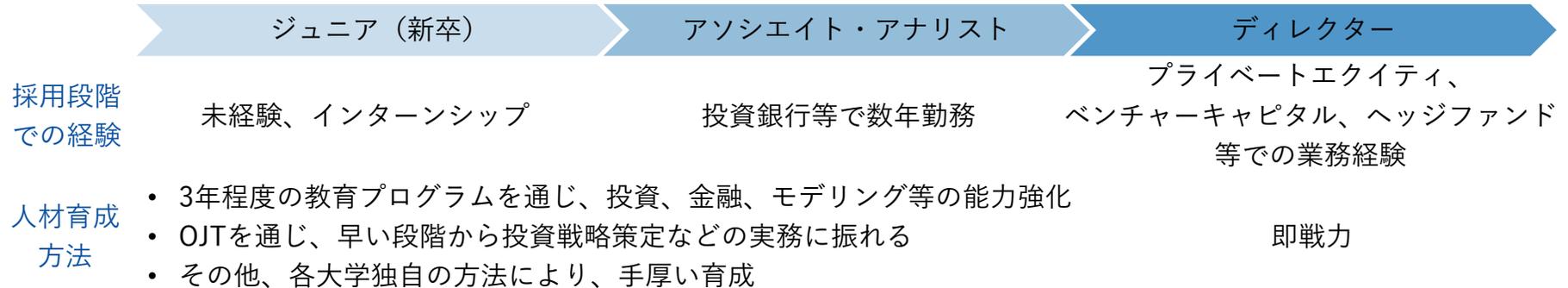
##### D大学

- 各種年金制度、充実した医療給付
- 給与は市場水準に合わせて定期的に見直し競争力維持

一般的採用 人材不足の場合に活用  
（例）C大学  
－シニアは投資業界出身者を優先採用

（出所）各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 運用体制が充実している大学については、組織力強化として人材育成にも注力
  - －投資銀行等で数年の業務経験を積んだ人材を採用するケースが多い
  - －採用後、3年程度の教育プログラムで育成
  - －金融及び投資、モデリング、OJTによる業務遂行スキルの習得を重視



#### 人材育成方法の事例

##### B大学

- －机上の学習のみならず、実践を通して学ぶ包括的チームアプローチを重視
- －ジュニアレベルの人は特定の資産クラスチームに配属され、1資産について集中的に学び、年1回の正式評価を行い、目標と成果をレビュー
- －ローテーション形式のメンターシップ（他資産クラスのメンバーとの交流）、投資委員会への参加、プレゼンテーション機会の提供、早い段階から運用機関担当を割り当て、外部との接点を増やす
- －業務遂行を観察・学習する見習いモデルを重要視、また、真の投資への理解のため、文章での投資メモ作成が有効
- －デューデリジェンス参加を通じ、データ分析能力のみならず、データの信憑性や追跡調査の必要性を判断する能力を養う

（出所）各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 3. 調査結果

1. 運用目的
2. 運用目標・許容リスク・運用戦略
3. 組織体制
- 4. サステナビリティ**
5. 情報開示

### サステナビリティ 投資

- サステナビリティ投資方針を策定・公表するなど、サステナビリティ投資へ積極姿勢
  - 長期的なパフォーマンスを最重要視しつつ、投資プロセスにESG（E: Environment（環境）、S: Social（社会）、G: Governance（ガバナンス））を考慮
  - ポートフォリオ企業に温室効果ガス削減計画の策定を推奨（ポートフォリオ全体の温室効果ガス排出量ネットゼロ目標）
  - 業界団体と連携し、サステナビリティにおける発言力を強化
  - ポートフォリオ企業に温室効果ガス削減計画の策定を推奨
- サステナビリティ投資に対する対応は、どの調査大学も概ね共通

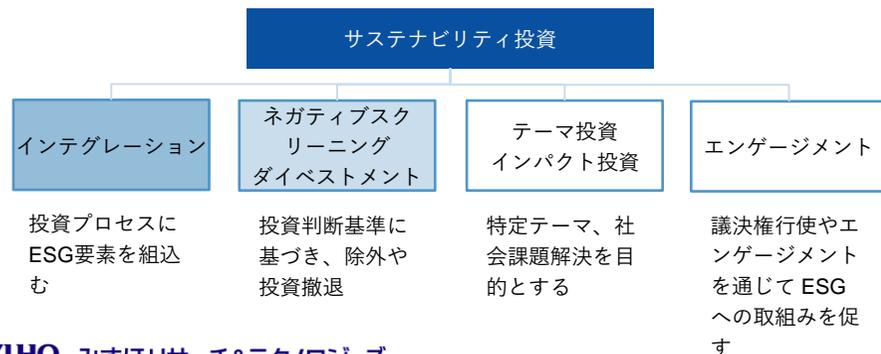
### スチュワード シップ活動

- イニシアティブへの賛同や協働エンゲージメントを通じて影響力を強化し、実効的なスチュワードシップ活動の実現を目指す
  - イニシアティブへの賛同は、スチュワードシップ活動の実効性向上に効果（最新の知見、ベストプラクティスの共有等）
  - 協働エンゲージメントは、影響力強化、一貫性確保、実務負担軽減と効率性向上、透明性向上等の有効性
- スチュワードシップ活動は、どの調査大学も概ね共通

- サステナビリティ投資方針を策定・公表するなど、サステナビリティ投資への積極姿勢を確認
- 但し、長期的な投資パフォーマンスを最重要視する方針
- 実効的なスチュワードシップ活動には、国際的な協働エンゲージメントプラットフォームの活用も有効

サステナビリティ投資方針の概要とサステナビリティ投資  
 長期的な投資パフォーマンスを最重要視しつつも、気候変動や社会的責任を考慮したサステナビリティ投資を推進。各大学それぞれ、サステナビリティ投資方針を定めて公表するなど方針を明確化。

- パフォーマンスとESGの両立を目指すのがサステナビリティ投資
  - パフォーマンス獲得を最優先としながらも、投資プロセスにESGを考慮
- 外部マネージャーとの協働
  - 外部運用マネージャーに対し、ESGを考慮した運用を促す働きかけ
- 気候変動リスクへの対応
  - ポートフォリオ企業に対し、気候変動リスクへの対応や温室効果ガス削減計画の策定を推奨
  - 化石燃料関連事業への直接投資は抑制
  - 長期目標として、ポートフォリオ全体の温室効果ガス排出量ネットゼロ
- 業界団体との連携
  - 発言力の強化を目的に、業界団体と連携
  - 情報共有やベストプラクティス普及を通じ、持続可能な投資推進に貢献

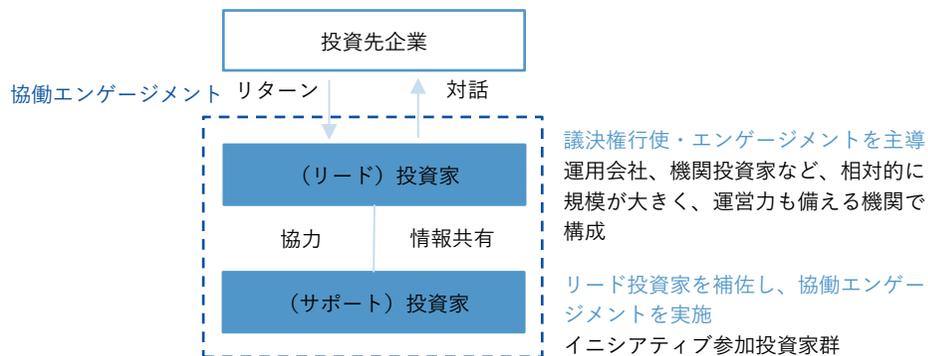


#### スチュワードシップ活動への取組み

スチュワードシップ活動とは、機関投資家が投資先企業に対して責任あるエンゲージメント（対話）や議決権行使を通じて、中長期的な企業価値の向上や持続可能な成長を促す取組みを指す。

エンダウメントは、イニシアティブへの賛同や署名、協働エンゲージメントを通じて、企業への影響力を強化し、より効果的なスチュワードシップ活動を実現することが可能。また、これにより正当性や説得力が向上するとともに、コスト削減や専門知識の活用を通じて効率性の向上も見込まれる。

- **イニシアティブへの賛同・署名**  
 イニシアティブへの賛同・署名は、協働エンゲージメントの促進、投資家としての信頼性向上、最新の知見やベストプラクティスへのアクセス等の点で、スチュワードシップ活動を効果的に推進するメリットがある。
- **協働エンゲージメント**  
 影響力強化、一貫性確保、実務負担の軽減と対話の効率性向上、透明性向上等の有効性から、多くのエンダウメントが活用。



(出所) 各大学へのヒアリング、公開資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 3. 調査結果

1. 運用目的
2. 運用目標・戦略
3. 組織体制
4. サステナビリティ
5. 情報開示

### 情報開示

- 情報開示の慣行には違いがあるものの、すべての大学が運用目的、運用目標、パフォーマンス実績、資産残高、サステナビリティ関連情報を開示。
- その性質上、私立大学と州立大学では情報開示要件が異なり、州立大学にはより高い透明性の基準が求められる。
- 透明性と説明責任の観点から、情報開示は有益であり、一般的な情報を積極的に共有することは適切。ただし、投資ファンドの詳細や特定の投資戦略を開示する場合は、慎重な検討が必要。

- ❑ 情報開示状況に差異はあるものの、運用目的や運用目標、ペイアウト目標、リターン実績、資産残高、サステナビリティ状況等はいずれの大学も開示している状況
- ❑ 透明性や説明責任、外部ステークホルダーとの対話への活用等の観点から、特に上述の様な一般情報についてはHP等での積極的な開示が有効
- ❑ 但し、投資ファンドや詳細な運用戦略に関する情報開示については、運用上不利になり得る可能性があるため、慎重な対応が必要

#### 情報開示の状況

- 私立大学は、運用目的、運用目標、運用実績、サステナビリティ関連等、一般的な情報についてのみ開示。州立大学は公的機関であるため、情報開示義務があり、私立大学対比多くの情報を開示
- 共通の特徴として、戦略に関する詳細な情報開示は特に限定的

	私立大学	州立大学
運用目的	○	○
運用・ペイアウト目標	○	○
基本方針	×	○
リターン実績・残高	○	○
基本ポートフォリオ (or 実績等)	○ or ×	○
ガバナンス体制 (組織図)	×	○ or ×
投資チーム	○ or ×	○ or ×
投資先ファンド情報	×	○ or ×
サステナビリティ関連	○	○ or ×

#### 海外大学の情報開示に対する考え方

##### 情報開示に対する考え方

###### 私立大学

- 運用目的等の基本的な情報は公表。
- ただし、大学の投資先の詳細な情報開示を行うと、投資先運用機関から協力が得られなくなるリスクがある
- 州立大学では、投資先ファンドの情報まで開示するケースがあるが、私立大学では行き過ぎと考える
- また、投資先ファンドに対しても、大学名の開示やマーケティング資料への大学名の掲載を控えるよう求めている (大学名使用は許可しない)

###### 州立大学

- 州立大学は準政府機関で、高い透明性が求められるため、広範囲の情報開示を行う必要がある
- 情報開示については、可能な限りオープンかつ透明性を保つ方針
- 但し、運用機関に関する過度な情報開示は、優秀なマネージャーとの関係構築機会を失うリスクがあるため、慎重な検討が必要

(出所) 各大学の公開資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

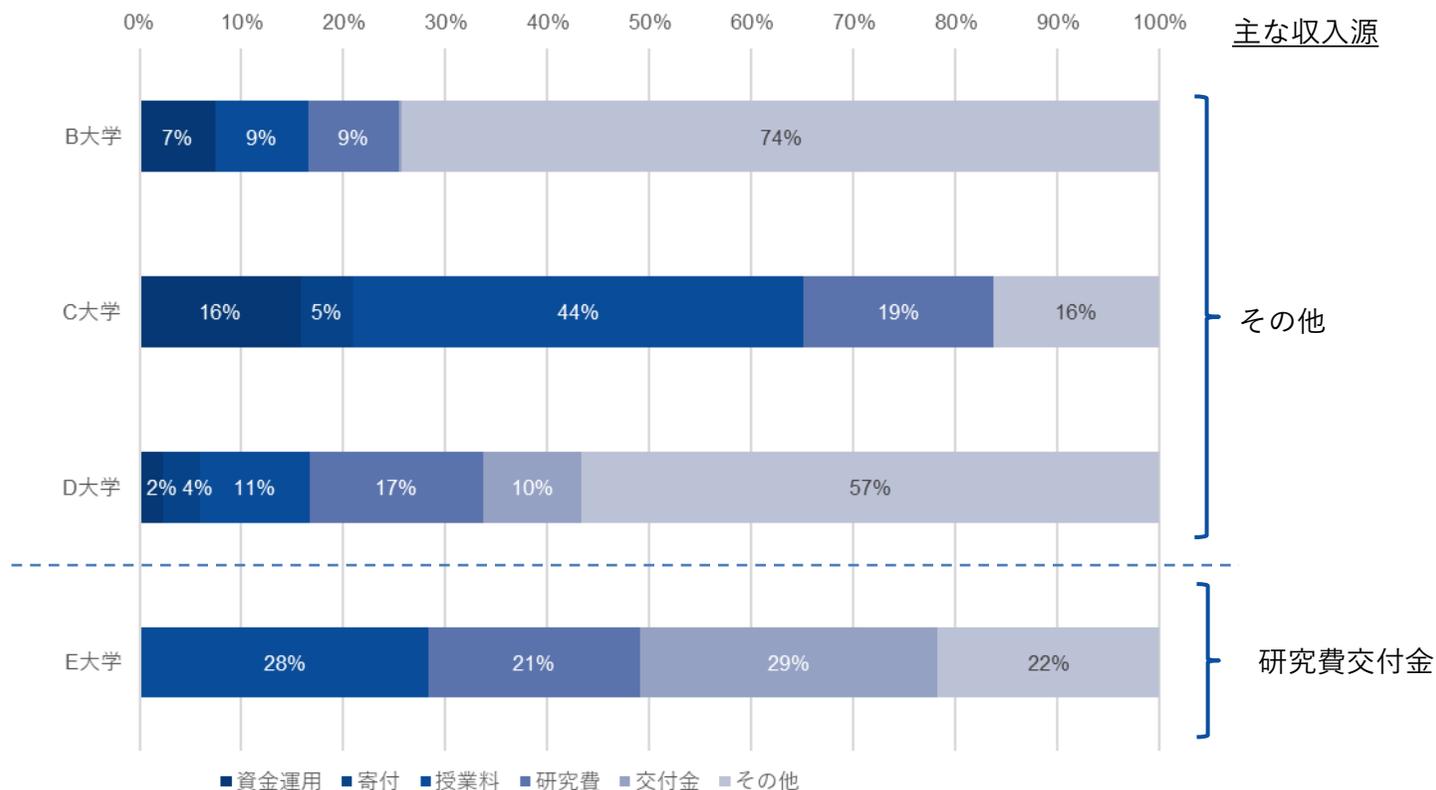
## 4. 大学への示唆

<p>運用目的</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用目的の設定・開示は、大学の持続的な発展と社会的な信頼獲得の観点で重要</li> </ul>
<p>運用目標・ 許容リスク・ 運用戦略</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般に、運用目標はペイアウト率とインフレ率から設定される傾向</li> <li>基本ポートフォリオ策定では、許容リスクを前提としたトータルポートフォリオアプローチの活用も有効な手段</li> <li>外部委託運用の活用は、アルファの源泉をマネージャー選択とするため、少数での運営にも有効</li> </ul>
<p>組織体制</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>優秀なCIO招致やガバナンス体制構築、運用チームの組成が肝要</li> <li>ガバナンス体制構築では、監督と執行の分離、三線防衛、役割・責任の明確化、利益相反管理が必要</li> <li>内部人材活用においては、組織の状況に応じてスペシャリストモデル、ゼネラリストモデルの活用が考えられるが、運用体制構築段階においてはゼネラリストモデルが有効</li> <li>人材採用については、優秀な人材確保のためのインセンティブ設計が重要</li> <li>組織内での体制構築が困難な場合には、コンサルやOCIO等の外部人材の活用が有効</li> </ul>
<p>サステナビリティ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティへの取組みとしては、ESG投資やスチュワードシップ活動への取組みが有効</li> <li>一方針の策定と公表を含む、サステナビリティ投資への積極的なアプローチが重要</li> <li>イニシアティブへの賛同や協働エンゲージメントを通じて影響力強化し、実効的なスチュワードシップ活動を目指すことが有効</li> </ul>
<p>情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>透明性や説明責任等の観点から情報開示は有効であるため、特に一般的な内容（運用目的、運用・ペイアウト目標、運用残高、パフォーマンス等）については、積極的な情報開示に取り組むことが適切</li> <li>但し、投資ファンドや詳細な運用戦略に関する情報開示については、慎重な対応が必要</li> </ul>

# 5. Appendix

- 大学の収入構造は、資金運用、研究費・交付金、その他（多様な財源）等の割合で大きく分類
- 収入構造から、大学の特徴が整理できる
  - 研究費・交付金等が多く、日本と傾向の類似が想定される大学はE大学
  - その他は多様な財源を持つ大学群であり、大学によって個別性が高い

各大学の収入構造の割合（2023年度）



※許諾が得られなかったため、当ページにはA大学の記載なし

(出所) 各大学の公開資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

1967年のパーカーレポートは、エンダウメント運用に「トータルリターン志向（Total Return Approach）」を提唱し、従来の利子や配当などの収益に依存する方法から、キャピタルゲイン（資産価値の上昇）も含めた資産全体のリターンを活用する柔軟な運用を可能にした。

これにより、資産配分が多様化し、株式や不動産といった成長資産への投資が促進され、インフレ対応や長期的な資産成長が実現しました。また、支出については、資産全体の一定割合を取り崩す方法が導入され、安定的で持続可能な運用が可能になった。

この考え方は1972年のUMIFA法にも影響を与え、エンダウメント運用の基盤となって今日まで広く活用される。

### 1. UMIFA法の背景

UMIFA法が制定される以前、非営利団体が保有するエンダウメント（永続基金）は、主に「元本」と「収益（インカム）」を厳密に区別するルールに従って運用されていた。この「収益」とは、主に利子や配当などの形で得られるものを指し、元本（寄付金の原資）そのものを使って運用することは許されていなかった。こうした保守的な規制は、エンダウメントの柔軟な運用を難しくし、大学などの非営利団体が寄付資金を効果的に活用できない状況を生み出していた。

### 2. UMIFA法の目的・内容

UMIFA法の主な目的は、非営利団体がエンダウメントをより効率的かつ柔軟に管理・運用できるようにルールを整備すること。

### 3. キャピタルゲインの活用の許可

UMIFA法は、資金運用によって得られた「キャピタルゲイン（資産価値の増加）」を収益とみなし、支出や投資に活用することを許可した。これにより、エンダウメント基金は従来の利子や配当だけに依存する必要がなくなり、資産全体を活用しやすくなった。

### 4. プルーデント・インベスター・ルール（Prudent Investor Rule）の導入

UMIFA法は、「慎重かつ責任ある投資判断」を行うことを求めるプルーデント・インベスター・ルールを導入。これにより、非営利機関は多様な投資手法（例えば株式、不動産、ヘッジファンドなど）を活用して資産を増やすことが可能となった。

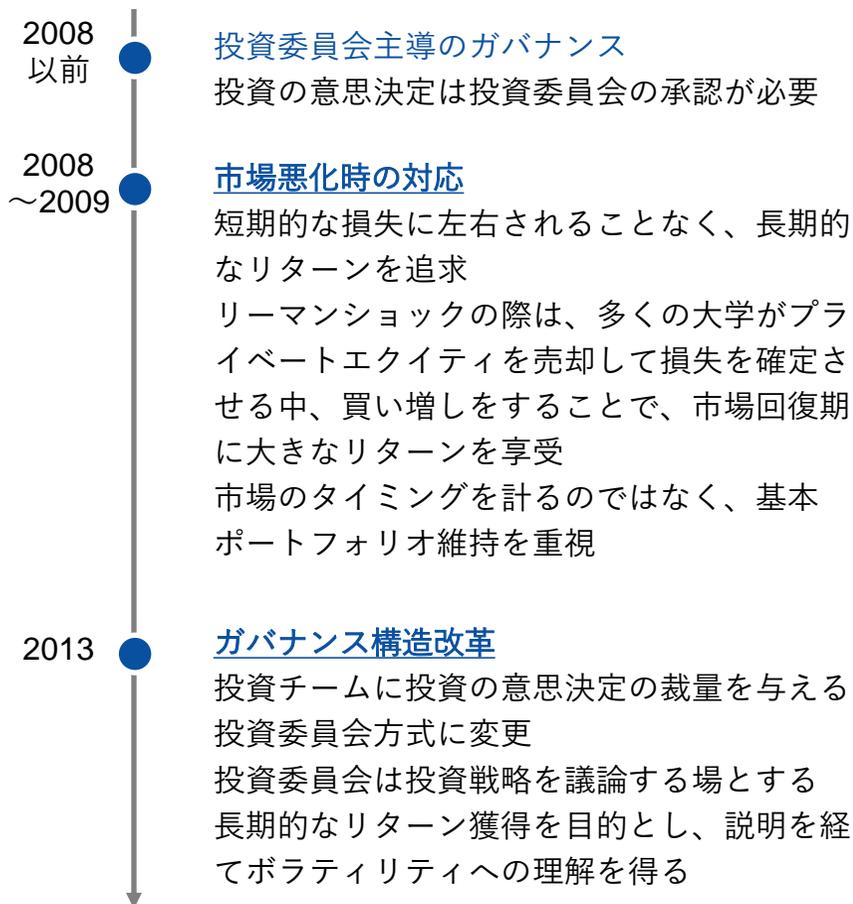
### 5. 元本の維持の柔軟性

UMIFA法は「元本の維持」に関する規制を緩和。これにより、インフレや変動する市場条件に対応しつつ、エンダウメント資金の実質価値を維持しながら運用することが認められた。

- 投資委員会と投資チームの役割を再整理し、投資チームに投資の意思決定権限を委譲
- 透明性のあるガバナンス体制構築と投資判断・運用プロセスを高度化

資金運用・ガバナンスにおける沿革

背景、課題認識、対応策とその効果

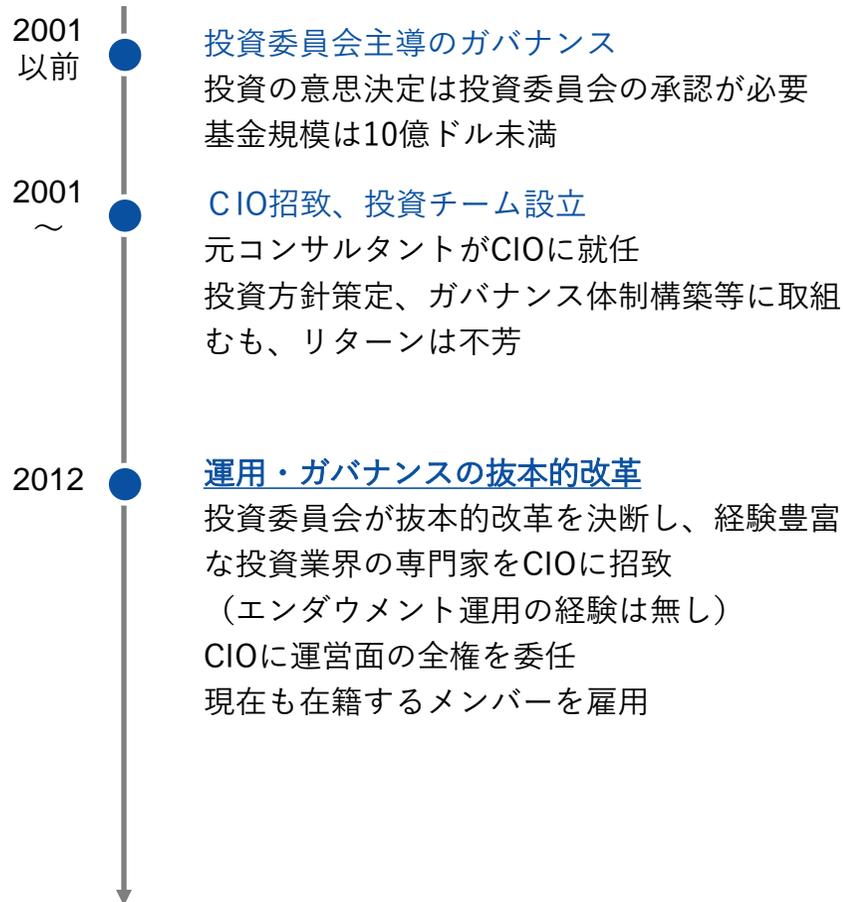


背景 課題認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資実行に投資委員会の承認を得るプロセスは、意思決定を遅らせ、迅速な対応を妨げる要因に</li> </ul>
市場悪化時の対応 課題への対応策	<p>市場悪化時の対応</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資哲学の堅持                         <ul style="list-style-type: none"> <li>－基本ポートフォリオ維持</li> <li>－確信度の高い銘柄であれば、市況悪化時でも資産配分維持のために買い増し</li> </ul> </li> </ul> <p>ガバナンス構造改革</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資チームへの意思決定権限移譲</li> <li>・投資委員会は運用チームの監督・監査</li> <li>・投資委員会への透明性の高い情報共有                         <ul style="list-style-type: none"> <li>－運用方針への信頼獲得</li> <li>－リスクテイクへの理解</li> </ul> </li> </ul>
効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>・透明性のあるガバナンス体制構築</li> <li>・投資チームが迅速に意思決定</li> <li>・低流動性やボラティリティへの耐性</li> <li>・他社が投資し難い戦略への投資が可能</li> </ul>

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 運用・ガバナンス改革を経て、独自の運用・ガバナンスモデル構築に成功し、着実に成果にも結実
- ゼロベースアプローチが組織に浸透し、組織文化の改革から業務遂行まで広く改善し、現在に至る

資金運用・ガバナンスにおける沿革



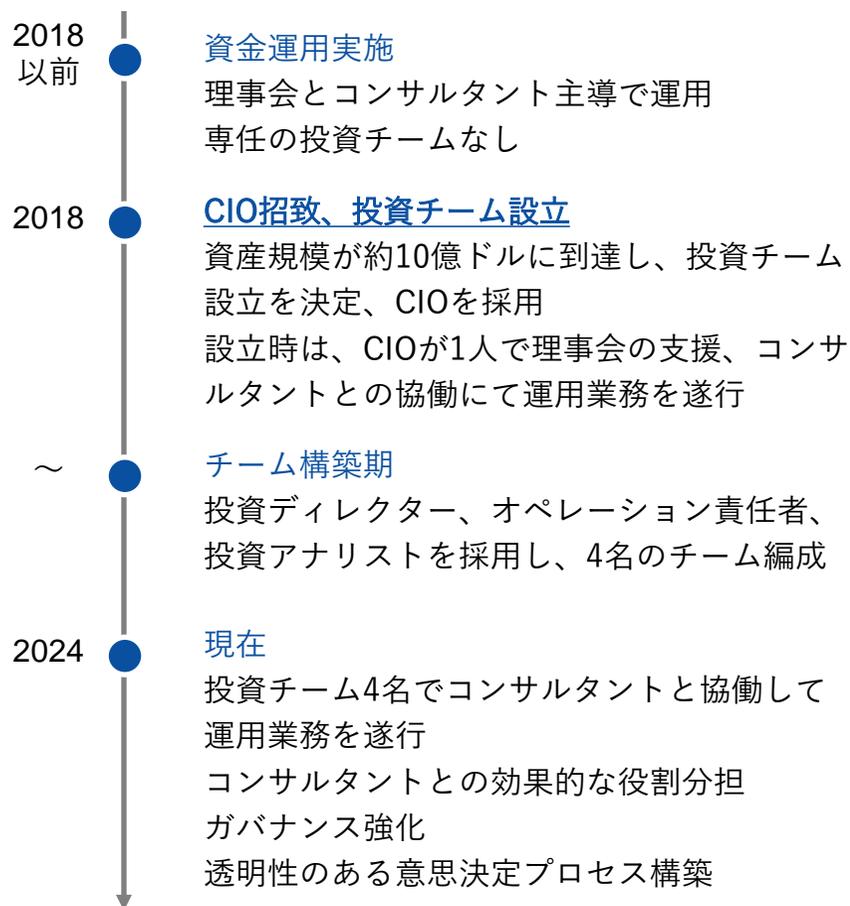
背景、課題認識、対応策とその効果

背景 課題認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2001年以降、投資チームを設立し、投資方針策定、ガバナンス体制構築等に取り組むも、パフォーマンスに結実しなかった</li> <li>・投資委員会は抜本的改革の必要性を認識</li> </ul>
対応策	<p>経験豊富な投資業界の専門家をCIOに招致</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・CIOが完全な運用権限を持つ</li> <li>・リサーチ組織の構築、組織文化、ポートフォリオ、ガバナンスについて抜本的に改革</li> </ul>
効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ゼロから独自モデル構築に成功しており、基本的に業務は全て内製化する方針が浸透</li> <li>・パフォーマンス改善</li> <li>・現状の運用体制は、2012年の改革の産物</li> </ul>

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- ❑ CIOが1人で運用チームを立上げ、現在4名で約18億ドルを運用する事例
- ❑ 優秀なCIO、ガバナンス体制強化、コンサルとの効果的な協働が運用を支える

運用体制構築における沿革



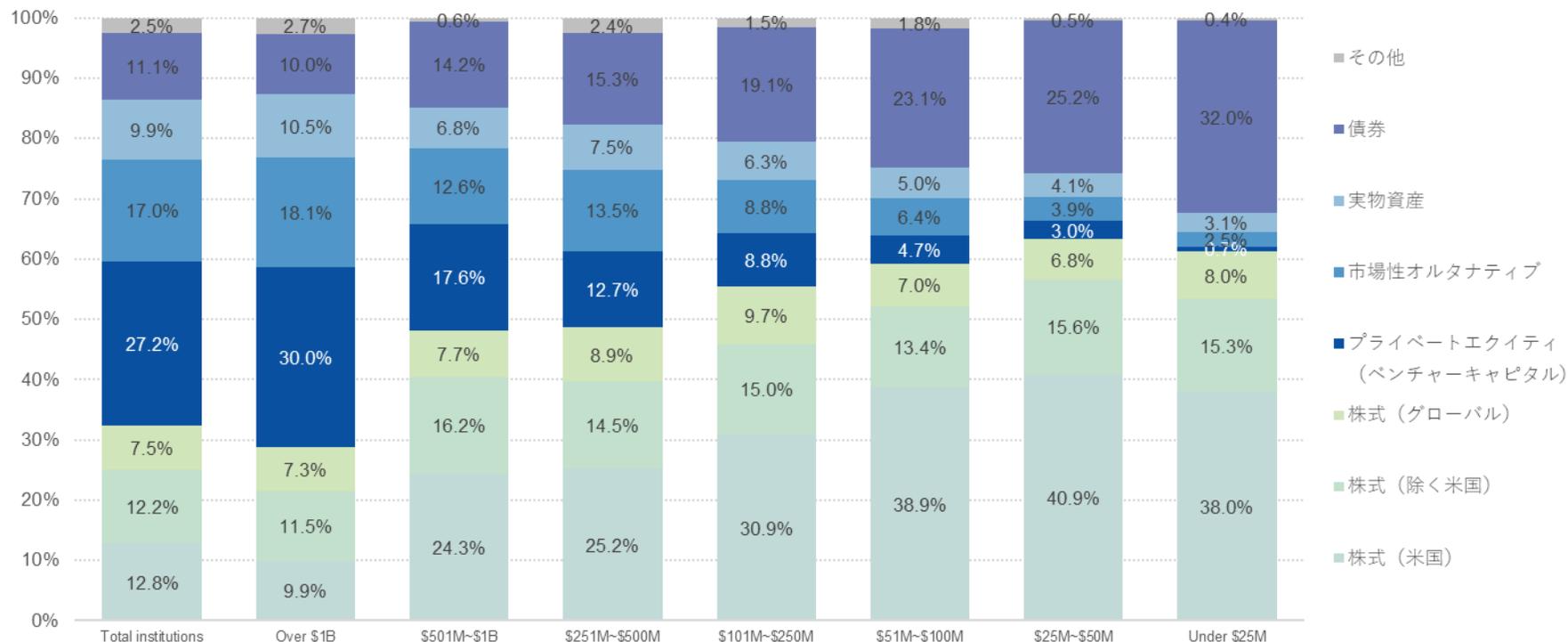
投資チーム設立の背景、過程、そこからの示唆

<p>背景 課題認識</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・専任の投資チームをもたず、理事会がコンサルタントを活用して運用していたが、資産規模が10億ドルに到達し、投資チームの必要性を認識</li> </ul>
<p>CIOの 投資チーム 設立過程</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ガバナンス強化、透明性のある意思決定プロセス構築             <ul style="list-style-type: none"> <li>－理事会、投資委員会とCIOが密に連携した承認プロセスを確立</li> </ul> </li> <li>・コンサルタントとの役割分担の明確化             <ul style="list-style-type: none"> <li>－相互補完的關係構築 コンサル：ポートフォリオレビュー 投資チーム：新たな投資機会の発掘</li> </ul> </li> <li>・株式、債券は低コストのインデックを中心とし、リソースを低流動性資産に集中             <ul style="list-style-type: none"> <li>－分析の結果、株式で長期的にアルファを獲得できる可能性は低いと判断</li> </ul> </li> </ul>
<p>投資チーム 設立の示唆</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・理事会、投資委員会との協力的關係構築</li> <li>・コンサルタントとの有効な協働体制の模索</li> <li>・限られたリソース活用における選択と集中</li> </ul>

(出所) 各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 資産規模が大きくなるにつれ、オルタナティブ資産への配分比率が高くなる傾向
  - 資産規模別でポートフォリオの状況が異なる
  - オルタナティブ比率の違いが顕著

エンダウメントの規模別のポートフォリオ



(出所) NACUBO 「NACUBO-TIAA study of Endowments(2021)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

□ 資金運用において管理すべきリスクの概要を整理

資金運用において管理すべき主要なリスクの概要

	リスクの所在	リスクの概要	基本ポートフォリオ での管理	マネージャーストラクチャー での管理	その他の管理
市場リスク	各資産クラス	各資産クラスで前提とする インデックスの変動リスク	標準偏差 VaR、C-VaR ストレステスト	トラッキングエラー ベータ	—
	金利	金利変動リスク	エクスポージャー リスク寄与	デュレーション	—
	株	株式変動リスク	エクスポージャー リスク寄与	ファクター	—
	為替	外国資産に対する為替変動 リスク	エクスポージャー リスク寄与	—	—
信用リスク	信用	投資先企業の債務不履行 リスク	—	クレジット (格付、スプレッド)	—
流動性リスク	オルタナティブ	必要時に即時売却し現金化 できないリスク	流動性の十分性	非流動性資産	—
レピュテーション リスク	評判・情報開示	運用が社会的な批判や不信 を招き、大学の評判や信頼 が損なわれるリスク	—	—	運用方針の透明性確保 サステナビリティ投資 コンプライアンス強化 ステークホルダーとの対話

- 運用部門は寄附金集めには一般に関与していない模様で、情報共有のサポートを行う程度
  - 寄付者へのインセンティブは特段設けられてはならず、ステータスに係るものが多い
- 寄附金が税控除の対象になるという点は、大口寄付者にはインセンティブとして大きい模様であり、このような仕組み作りも寄附金を集める上では有効な手段

### 寄附金業務の概要、位置づけ、仕組み

- 大学運営において非常に重要な資金源
- 少額の寄附は大学の年間予算に組込まれるが、大口の寄附はエンダウメントで運用され、運用益が大学に還元させる
- 特に大口の場合、資金使途の指定が可能
- 寄附金を集める部門は、運用部門とは別であることが多い
  - 寄附部門は高額寄付者と長期的な関係構築を図る
  - 寄附者に対して、質問への対応や成功事例の共有など、情報共有を行う

### 寄附におけるインセンティブ設計

- 寄附が税控除の対象となる
- インセンティブは主にステータスに係るもの
  - 講演会に寄付者の名前が冠される
  - キャンパス内の建物に寄付者の名前がつく

- ガバナンスには、利益相反の回避と、投資チームによる意思決定が重要との考え
- また、役割や責任の明確化も重要

項目	日本の大学へのアドバイス
ガバナンス (体制)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 効果的なガバナンスには利益相反の回避、責任分担の明確化、投資チームによる意思決定が重要             <ul style="list-style-type: none"> <li>①利益相反の回避                 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 利益相反に関するポリシーを設け、投資委員会のメンバー自身が関与する会社や戦略、あるいは間接的に利益を得る可能性のある会社に投資をすることを禁じる</li> </ul> </li> <li>②責任分担の明確化                 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 理事会・投資委員会主導のガバナンスモデル（理事会が意思決定）と投資チーム主導のガバナンスモデル（投資チームが意思決定）があるため、その役割分担や責任の所在の明確化が重要</li> <li>– 投資チーム主導のガバナンスモデルでは、理事会はガイドラインや方針策定に注力し、投資・運用はチームに任せるなど、各プロセスの担当者を明確化し、混同しないこと</li> </ul> </li> <li>③投資チームによる意思決定                 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 投資委員会は大きな方針策定、投資チームが投資の意思決定を行うガバナンス構造が重要</li> <li>– 理事会や投資委員会が過度に口出しするガバナンスモデルもあるが、これは投資チームが能力を発揮しきれなくなるため良くない</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• 大規模組織の場合、小規模な理事会が適している（責任の所在の明確化のため）</li> <li>• 日本の文化や市場に精通した投資家が望ましいだろう（日本人に任せたい意向がある可能性も）</li> <li>• 理事会・投資委員会は投資チームやアプローチを信頼し、自信を示すことで、チームは力を発揮できる。一番大切なのは、業務を信頼し、自信を持たせて任せること</li> <li>• 投資判断の承認ではなく、投資戦略を議論するガバナンス構造が重要</li> <li>• 対面による委員会開催が良い（対面によって高いエンゲージメント効果が生まれる）</li> </ul>

（出所）各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

- 優秀なCIO採用、専門性のある運用チーム組成が重要で、そのためには適切な報酬が必要
- 情報開示は説明責任を果たすうえで重要であるが、開示内容には慎重になるべき。

項目	日本の大学へのアドバイス
ガバナンス (人材)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資チームの人員不足の場合、経験豊富なCIOの採用が重要               <ul style="list-style-type: none"> <li>– CIO採用には相応の予算が必要となるが、経費率の上昇は避けられない</li> <li>– 人員配置を含む事業計画策定についてもCIOに支援を仰ぐとよい</li> </ul> </li> <li>• 金融、投資に精通した人物を投資委員に選定することが重要</li> <li>• 運用体制構築においては、日本の場合、運用経験者というよりも、ゼロからチームを構築できる（その経験のある）人材を見つけることが重要</li> <li>• 委員の在任期間はある程度確保し、長期投資における一貫性を確保する</li> <li>• 優秀な人材確保には適切な報酬を払う必要性があることを認識し、人材への長期投資を行う               <ul style="list-style-type: none"> <li>– 欧州も同様の課題を抱えており、大学の投資機能の専門家が遅れ、その代償を払っている</li> <li>– より積極的に管理・運用するのであれば、採用に注力すべき</li> <li>– 小規模や脆弱なメンバーでのチーム組成はリスクが高過ぎる</li> </ul> </li> <li>• 海外の機関投資家に人材紹介の助言を求めることも一つのアイデア</li> </ul>
情報開示	<p>説明責任を果たすうえで必要な情報は開示すべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ただし、投資に悪影響を及ぼし得る情報は開示すべきではない（マネージャー採用時には、秘密保持契約を結ぶ）</li> <li>• 投資の世界では、投資先に関する情報は非常に貴重である</li> <li>• 戦略やステークホルダーに応じて情報開示の範囲を決めるべき</li> <li>• 投資のアクセスが制限されうるような戦略を採用する場合、情報開示によって投資機会が奪われぬよう、適切に情報開示の範囲を設定する必要がある</li> </ul>

（出所）各大学へのヒアリングより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## □ アセットオーナー・プリンシプルに対し、以下のような対応が考えられる。

<p>原則 1</p>	<p>運用目的、運用目標・方針の策定</p>	<p><u>運用目的、運用目標・方針の適切な設定、基本ポートフォリオ策定</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 運用目的は、エンダウメントの性質上、“大学のミッション遂行”、“世代間の公平性維持”、“社会的責任”等を考慮して設定</li> <li>・ 運用目標は、ペイアウト率とインフレ率をベースに許容リスク等を勘案して設定</li> <li>・ 基本ポートフォリオ策定は、許容リスクを前提としたトータルポートフォリオアプローチの活用も一案</li> </ul>
<p>原則 2</p>	<p>人材確保等の体制整備</p>	<p><u>運用目標実現に必要な運用・ガバナンス体制の構築、人員の確保</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 効果的なガバナンス体制構築のため、監督と執行の分離、三線防衛、役割と責任の明確化、利益相反管理を反映した体制構築</li> <li>・ 投資委員会は多様な専門性をバックグラウンドに持つメンバーで構成し、合議体による意思決定を行う</li> <li>・ 運用規模・体制の充実度によって意思決定権の所在を定める</li> <li>・ 外部委託運用を有効活用することで、小規模体制であっても高度な運用が実現可能</li> <li>・ 内部人材活用については、小規模体制の場合にはゼネラリストモデルが有効</li> <li>・ 外部人材（コンサルタントやOCIO）活用は、運用体制高度化の有効な手段</li> </ul>
<p>原則 3</p>	<p>運用方法の適切な選択、適切なリスク管理</p>	<p><u>許容リスクの認識や基本ポートフォリオの策定、マネージャーストラクチャー構築における長期分散投資</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資目的や事業計画・財政状況等を総合的に勘案し、運用における許容リスクの認識は重要</li> <li>・ トータルポートフォリオアプローチにおいては、基本ポートフォリオのリスク管理として、ポートフォリオのリスクが許容リスクの範囲内であるかをモニタリング</li> <li>・ マネージャー選定では、競争優位性ある戦略への深い理解とその評価・投資対象選択が超過収益源泉になる</li> </ul>
<p>原則 4</p>	<p>運用状況の見える化</p>	<p><u>積極的な情報開示による運用状況の「見える化」</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外エンダウメントでは、情報開示の状況に違いがあるものの、運用目的、運用目標、パフォーマンス実績、資産残高、サステナビリティ関連情報等の一般情報はどの大学も開示している状況</li> <li>・ 透明性と説明責任の観点から、積極的な情報開示は有効</li> <li>・ ただし、投資ファンドの詳細や特定の投資戦略を開示する場合は慎重な検討が必要</li> </ul>
<p>原則 5</p>	<p>投資先企業の持続的成長に資する取組み</p>	<p><u>サステナビリティ投資やイニシアティブへの賛同、協働エンゲージメントが有効</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ サステナビリティ投資や外部マネージャーとの協働によりESG投資を推進することが可能</li> <li>・ イニシアティブへの賛同は、最新知見共有等の観点で、スチュワードシップ活動の実効性向上が見込まれる</li> <li>・ 協働エンゲージメントは、影響力強化、一貫性の確保、実務負担の軽減と効率性の向上、透明性の向上などの観点から有効</li> </ul>

### F機関の概要

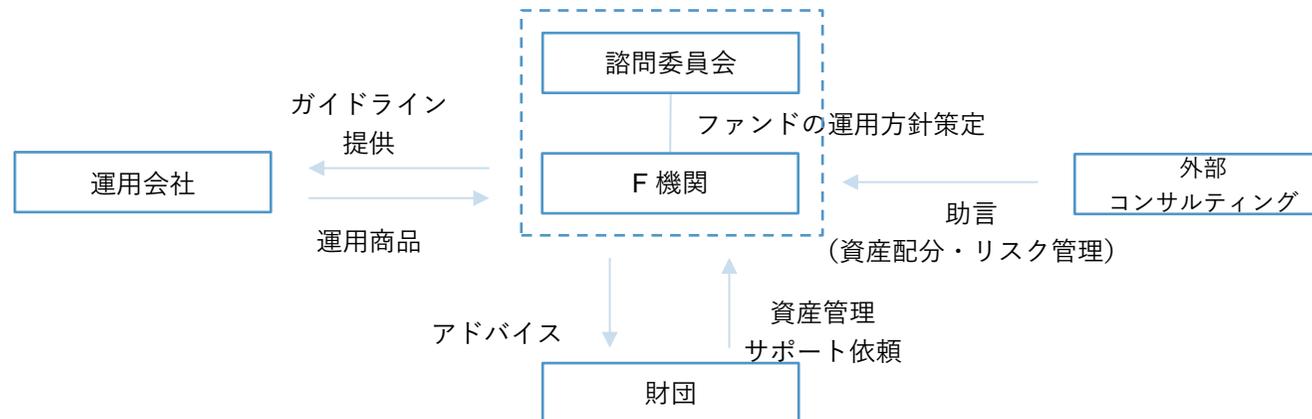
ドイツの研究支援財団の100%持株子会社。会員である非営利団体の財団（600財団以上）の資金管理をサポート  
 研究支援財団は、科学、研究、教育分野で独自の非営利プロジェクトを展開。企業・財団・個人など3000以上の会員が在籍。  
 F機関は、個別の財団の資産運用において、戦略的支援と管理を提供する役割を果たす。

### 組織

### 役割

F機関	財団の資産運用方針策定、運用、リスク管理等を支援。 実際の運用は運用会社に委託し、F機関は財団へ資産管理のアドバイスを中心に実施。
諮問委員会	F機関が保有するファンドの運用方針を決定。
運用会社	F機関が保有するファンドの運用を実施。F機関が提供するガイドラインに則って運用する。
外部コンサルティング	F機関が保有するファンドの資産配分やリスク管理の考え方について助言する。
財団	親会社の研究支援団体の会員。

### 関係図



(出所) F機関へのヒアリング、資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

基本ポートフォリオ  
構築

- 法人格を持っていない信託財団については、F機関が資産配分を決定する責任を担う
- 資産配分の決定については、運用機関のシミュレーションツールを活用。各財団から分配目標や許容リスク等のデータを取得し、最適な資産配分をシミュレーションする
- 法人格を持つ財団には、F機関から助言を行うものの、財団内の理事会等によって財団自ら資産配分を決定

---

マネージャー選定

- 財団資金の約半分を多くの財団向けのファンドへ投資。このファンドはF機関が保有するファンドで、複数の運用会社に運用を委託している
- 多くの財団向けのファンドだけでなく、資産規模の大きい財団向けの個別ファンドもある
- 運用委託先（運用会社）の選定基準  
委託先については、以下のポイントを考慮して選定
  - ①フィー水準（コスト水準）
  - ②過去実績の内容
  - ③財団向け運用サービスの専門度合い  
（ファンド設立、助言の実績、ESG対応など）

- F 機関の体制
- ・ 役職員は、100人以上在籍。ただし、いずれのメンバーも運用は実施しない
  - ・ ファンドの運用方針等について決定権がある諮問委員会に属する役員陣は10人程度
- 
- 内部人材活用
- ・ 役員陣は運用方針等を決定することから、銀行やアセット業界など運用関連業界で豊富な経験を有する人材を求める
  - ・ 一方で、他役職員については、銀行などの金融関連出身者や資産運用の経験者が多い傾向であるが、F機関内で運用を直接実行するわけではないので専門性の高さは重視していない
- 
- 外部人材活用
- ・ 運用会社や外部コンサルティングを活用
  - ・ 運用会社は、資産配分を決定するツール等を提供
  - ・ 外部コンサルティングは、資産配分やリスク管理の助言等を目的として活用。また、ESGやサステナビリティの議論をする際にも外部コンサルタントを活用し、助言を得ている
- 
- リスク管理体制
- ・ リスク管理も運用会社に外部委託
  - ・ リスク管理はF機関から運用会社にガイドラインを提示し、運用会社が行うというルールベース。F機関は適切に運用会社がリスク管理をしているかモニタリングする
- 
- 意思決定
- ・ F機関が取り扱うファンドの運用方針については、F機関の中の諮問委員会で決定
  - ・ 諮問委員会では、ファンドの資産配分や実績について議論し、資産配分などの変更の必要性等を検討

サステナビリティへの対応

- サステナビリティやESGは資産運用に不可欠な要素であると考え重視しているため、取り扱うすべてのファンドについてドイツ語圏における金融市場におけるSRIの品質認証を取得

F機関が欧州（ドイツ）で必要とされる背景

- ドイツの投資家、その中でも特に財団は、非常に慎重でリスク回避的な傾向
- さらに、競争力のあるリターンを得るためには、リスク性資産である株式への投資が必要であることや、分散投資を意識することが重要であるが、いずれにおいても専門知識が不可欠である。しかし、ドイツの機関投資家のリソースが足りないケースが多く、リスク性の高い資産への適切な投資比率等が分からないことが多い。そのため、資産配分や投資対象の決定について運用アドバイザーを求める傾向にある

F機関の優位性

- 投資に関する高い専門知識があり、各財団の財政状況に合わせて適切な提案が可能
- 財団運用管理について長い歴史（50年以上）があることから、非営利団体関連の要件への深い理解があることが強み
- ドイツ国内の財団の拠点として代表的なハンブルク、エッセン、ベルリン、ミュンヘン、シュトゥットガルトの主要5都市に事務所があり利便性が良い
- 優れた財団管理に与えられる品質保証を受けており、運用管理の実力が保証されている
- 銀行などの金融機関から独立している機関であることから、財団個々のニーズに合わせたサービスを提供が可能

- 川原淳次（2018）．『大学・財団のためのミッション・ドリブン・インベストメント』．東洋経済新報社．
- 清水彩子（2021）．『カリフォルニア大学 ガバナンスと戦略 世界で最も卓越した公立研究大学の競争性と多様性』．東信堂．
- デビッド・F・スウェンセン, 大輪 秋彦, 5・3・3・2世代チーム（2021）．  
『イェール大学流投資戦略 低リスク・高リターンを目指すポートフォリオの構築』．パンローリング
- 長野公則（2019）．『アメリカの大学の豊かさと強さのメカニズム: 基本財産の歴史、運用と教育へのインパクト』．東信堂．
  
- 大学研究力強化に向けた取組の推進（委託調査） 令和4年度 委託調査報告書  
『大学ファンドの資金運用を長期的な観点から適切なリスク管理を行いつつ効果的に行うことに資する調査業務報告書』  
[https://www.mext.go.jp/a\\_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/itakuchosa01\\_0000001.html](https://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/itakuchosa01_0000001.html)
  
- 大学研究力強化に向けた取組の推進（委託調査） 令和5年度 委託調査報告書  
『国内大学基金の運用に係る学内体制等及びオルタナティブ投資に係る特性等の調査業務』  
[https://www.mext.go.jp/a\\_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/itakuchosa01\\_0000002.html](https://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/itakuchosa01_0000002.html)

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

