

大学経営政策研究

第14号 (2024年3月発行) : 231-247

アメリカの州立大学の基本財産とその運用管理

－カリフォルニア大学を事例として－

中 村 祥 子

アメリカの州立大学の基本財産とその運用管理

－カリフォルニア大学を事例として－

中 村 祥 子*

1. 問題の背景

本稿の目的は、アメリカの州立大学における基本財産（endowment）の運用管理戦略はどのような特徴を持つのかについて、カリフォルニア大学（以下、UC）を事例として検証することにある。アメリカの州立大学の財務戦略において、州政府による補助金が逡減していく中、基本財産をいかに投資し運用していくかは、教育や学術の質を維持し向上させるだけでなく、教育機会の確保や世代間の公平性を担保するためにも非常に重要な戦略となっている（長野 2019）。UCは安定した財務基盤を築くために、これまで基本財産の投資運用を含めたさまざまな施策をとって財務改革を行ってきた。その中でもUCの基本財産は、本部だけでなくUCを構成する各キャンパスが独自に有する基本財産を合計すると2021年度において約300億ドルの規模に達しており（University of California Annual Endowment Report 2021, p.3）、アメリカの大学の基本財産ランキングでもトップレベルの規模となっている。UCが世界トップレベルの教育の質を維持するために基本財産の果たす役割はますます大きくなっているが、このような状況下でUCの基本財産の運用管理戦略が持つ特徴について検証することが本稿の主な目的である。

UCは州立大学であることから、かつては州からの補助金に依存しており、実際に基本財産の投資運用を本格的に開始したのは1980年代に入ってからである（University of California Annual Financial Report 2021, p.83）。その後UCの基本財産は順調に成長を続けており、特に現在の最高投資責任者（Chief Investment Officer, 以下CIO）のBachher氏が就任した2014年度から2021年度の間、UC本部の基本財産は83億円から190億円と大幅に増加している（University of California Annual Financial Report 2021, p.87）。実際、UC本部の基本財産は全米大学実務者協会（The National Association of College and University Business Officers, 以下NACUBO）が公表している2021年度の基本財産ランキングにおいて、アメリカ全体で11位、州立大学としては4位となっており、かなり上位に位置づけられている（NACUBO TIAA Study of Endowments 2021）。また、カリフォルニア州にある大学の基本財産ランキングにおいても、スタンフォード大学に次ぐ規模を有しており、UC本部が2位であるだけでなく、UCロサンゼルス校は4位、UCバークレー校は7位、UCサンフランシスコ校は8位、UCサンディエゴ校は10位となっており（NACUBO TIAA Study of Endowments 2021）、アメリカの州立大学の中で基本財産の額を伸ばしてきた事例の一つとしてUCを取り上げることは意義があると考えられる。また、UCはマルチキャンパスを持つ大学であり、その点で独自性を持つと考えられるが、マルチキャンパスにおける基本

* 東京大学大学院教育学研究科 大学経営・政策コース修士課程修了生

財産のマネジメントにおいて、UC本部と各キャンパスの間で基本財産がどのように運用管理されているかを検証することは、マルチキャンパスのメリットとデメリットを考える上で意義がある。したがって、本稿ではUCの持つ基本財産を検証対象とする。

2. 先行研究の検討

アメリカの大学における基本財産に関しては、日米において多くの先行研究が存在するが、ここでは4つの観点（基本財産の果たす役割、基本財産の規模がもたらす影響、基本財産の運用管理、UCの基本財産）から整理する。

まず、アメリカの大学における基本財産の役割については、Hansmann (1990) が、大学が基本財産を蓄積する重要な理由の一つは、金融危機などに対するリスクヘッジの役割を果たすことにあると指摘している。また、片山 (2001) がアメリカの大学は運営財源の一つとして安定的な資金供給を基本財産に求めていること、また基本財産の運用においては、長期的にトータル・リターンを最大化することと毎年ペイアウト（支出）を安定的に大学本体に供給することという2つの目的を考慮しなければならないことを指摘している。さらに、Cejnek (2014) は、現在アメリカの大学では広く基本財産が根付き、大学の財務基盤の重要な一部となっており、基本財産の運用で得たリターンを活用することで、大学の独立性やオペレーションの安定性が高まり、かつ教育の質に貢献することを指摘している。

次に、大学が保有する基本財産の規模に着目した研究としては、Lapovsky (2007) が、基本財産が少額である大学は、多くの代替投資戦略に触れる機会がないため、伝統的な株式や債券以外の投資である代替投資に参入する手段を持たないだけでなく、投資に携わるスタッフも投資に関する専門的な知識を持ち合わせていないことが多いことを指摘している。さらに、Dimmock (2012) が、基本財産の額が少ない大学は、リスクの低い債券や株式に多く投資し、リスクの高い代替投資にはあまり投資しない傾向がある一方で、資金の豊富な大学は、代替投資の割合が高く、よりリスクを取ったポートフォリオを有することを指摘している。また、Chen (2016) によれば、基本財産からのリターンは、大学が持つ基本財産の額と強い関連性があり、基本財産を多く有する大学ほど、より高いリターンとなり、リスク受容性も高くなるとされる。さらに、福井 (2019) は、2008年の金融危機時における大学の基本財産への影響を分析した上で、大学が保有している基本財産の規模により金融危機時の基本財産の活用方法が異なっていただけでなく、学生1人当たり基本財産の規模が大きい大学ほど、学生1人あたりの教育経費が大きく、基本財産からの収入を多く利用できる大学ほど教育活動に多くの資金を投入していること、また、基本財産からのペイアウトの一部は、大学独自の奨学金として利用される傾向があり、基本財産の規模の大きな大学ほど実質的な学費は低くなると述べている。

さらに、アメリカの大学の基本財産の運用管理に関する先行研究については、小林ほか (2008) が、1997年から2006年までのアメリカの大学の基本財産における資産配分の変化を指摘しているだけでなく、4つの異なるタイプのアメリカの大学の財務戦略を取り上げ、その中で基金の運用管理戦略という観点から整理している。また、川崎 (2019) が現在のアメリカの大学の資産運用の枠

組みを形成してきたのがフィデューシャリー（受託者）を軸とした信託法であることを指摘しており、日本の私立大学の財務戦略に対する示唆について言及している。さらに、Campbell (2011) は、大学が基本財産の運用に関して柔軟な対応を取るほどリスク受容性が高まり、最終的に基本財産からの平均的な利益率が高まるため、より効果的な支出につながると述べている。最後に、UCの基本財産に関する先行研究については、清水（2021）が、カリフォルニア州から高等教育への補助金が逡減している現状をまとめており、州からの補助金の額が景気に左右されやすく、そのためにUCは基本財産の投資運用方針等を発展させてきて対応してきたことを指摘している。また、長野（2021）が、アメリカの7大学を事例として、2001年から2018年までの基本財産の成長と使用をめぐるルールと2000年以降の基本財産の動向と特徴をまとめており、その中でUCにおいては、州からの補助金の減少にともない、学生納付金収入や寄付金収入などの割合が上昇していることを指摘している。

上記の通り、日米の先行研究において、大学における基本財産の役割及び規模の重要性、また基本財産の運用管理の歴史的変遷や柔軟性などについて検証した研究は存在するが、個別の州立大学における基本財産の特徴や運用管理戦略について検証した先行研究は少ない。また、UCに関する先行研究においても、UCのマルチキャンパスシステムがどのように基本財産の運用管理に関わっているかについて分析を行った研究はないため、UCの基本財産におけるマルチキャンパスシステムと運用管理戦略の関係性を検証する意義もあると考える。

3. 分析の枠組み

本稿の目的はアメリカの州立大学の基本財産とその運用管理戦略について、UCを事例としてその特徴を探ることにあるが、アメリカの州立大学の事例研究が必要である理由としては、政府からの補助金が減少しつつある状況の中で、公立大学としてのアカウントビリティを果たし続けるために、自ら財務基盤を確立する必要があるという点で日本の国立大学が直面している状況と同様の状況にあることから、今後の日本の国立大学の在り方の参考になると考えたからである。また、本稿はUCの基本財産に関する運用管理戦略の特徴を探るにあたり、UCのマルチキャンパスシステムと基本財産の関係性及びその投資運用方針の変遷を軸に検証しているが、その理由として、UCの基本財産がUCの財務基盤の一部となってきた背景に、UCのマルチキャンパスシステムを利用した投資運用方針が存在し、それがUCの基本財産の成長に寄与した部分があることから、UCのマルチキャンパスの役割に着目することに意義があると考えたことがあげられる。

なお、分析方法としては、基本財産に関する文献調査に加えて、UCが公表している財務関連資料や外部資料を使用した。外部資料とは、主にNACUBOの発行する基本財産に関するデータである。上記の文献調査に加え、UCの財務担当者に対するヒアリング及び質問状による調査を実施し、基本財産の運用管理に関わるガバナンスと投資運用方針の変化の原因とその影響、将来の展望について確認を行った。

表1 UCの財務担当者に対するヒアリング及び質問状による調査

日時	対象者
2022年10月28日 8:30-9:00 オンラインヒアリングによる調査	Ms. Rosemarie Rae Ballas Vice Chancellor, Finance & Chief Financial Officer UC Berkeley
2022年11月5日 質問状による調査	Ms. Nancy Lubich McKinney Associate Vice Chancellor, Advancement Operations University Development and Alumni Relations UC Berkeley

4. UCを構成する各キャンパス及びUCの基本財産の概要

UCは規模や設立年の異なる10のキャンパスから構成されるマルチキャンパスシステムを有する。

表2 UC各キャンパスにおける学生数（2021年度）及び設立年

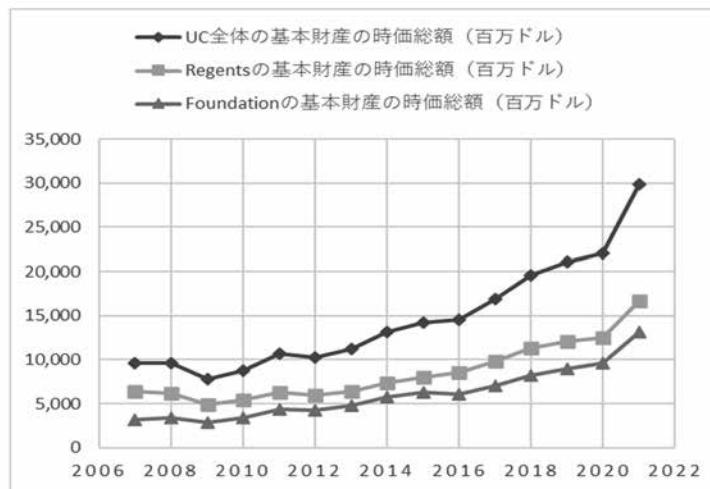
キャンパス名	学生数（単位：名）	設立年
バークレー	45,036	1868
サンフランシスコ	3,165	1873
サンタバーバラ	26,124	1891
ロサンゼルス	46,116	1919
デイビス	40,050	1919
リバーサイド	26,847	1954
サンディエゴ	41,885	1960
アーバイン	36,505	1965
サンタクルーズ	19,841	1965
マーセド	9,093	2005
UC 全体（合計）	294,662	

出典：College Navigator, National Center for Educational Statistics (NCES)
より筆者作成

UCが保有する基本財産は主に2種類あり、UC本部が直轄するOffice of the Chief Investment Officer (OICO) が管理するシステムレベルの基本財産 (general endowment fund) のほかに、各キャンパスも独自に基本財産を有している。2021年度においては、UC全体の基本財産のうちUC本部が管理する割合は64%を占める一方、各キャンパスが管理する割合は36%となっている (University of California Annual Endowment Report 2021, p.3)。UC本部で管轄されているシステムレベルの基本財産は、2021年度においては総額190億ドルとなっており、各キャンパスにおいて委託された約6,300の基金から構成されている (University of California Annual Financial

Report 2021, p.25)。2021年度においては、このシステムレベルの基本財産から各キャンパスへ4億3千万ドル支出されており、全体で約30万の学生を支えている（University of California Annual Financial Report 2021, p.24）。一方、各キャンパスで独自に運用している基本財産は、2021年度においては総額110億ドル程度となっている（University of California Annual Endowment Report 2021, p.3）。なお、UCの基本財産を構成する基金の多くは使途が定められており、自由に利用することができないが、日常の大学の運転資金は他の基金である短期投資基金やトータル・リターン投資基金により基本的にカバーされることから、基本財産はリスクに関してもより長期的な視野に立った運用を行うことが可能である（清水 2021）。

図1は、2007年度から2021年度におけるUC本部（Regents）及びキャンパス全体（Foundation）及びUC全体（RegentsとFoundationの合計）での基本財産の時価総額の推移を示したものである。



出典：UC Annual Endowment Report 2007-2021に基づき筆者作成

図1 UCの基本財産の時価総額の推移（2007-2021年度）（単位：百万ドル）

図1が示す通り、この15年間で全体としてUCの基本財産は順調に増加しており、UC本部及び各キャンパスの基本財産の双方とも増加傾向にある。例えば、2007年度と比較すると2021年度にはUC全体の基本財産はほぼ3倍となっており、基本財産はUCの安定した財務基盤となり続けている。特に、州政府や連邦政府からの補助金が減少し、かつ授業料の値上げも簡単にはできない状況において、ますます基本財産の果たす役割は大きくなっており、基本財産の運用利益によってUCの大学の経営が財務的にサポートされている。したがって、今後も基本財産の運用管理がUCの教育や研究の質の向上や大学の存続に貢献するものとして重要視されていくことが予測される。

5. UC各キャンパスの基本財産の運用管理

UC各キャンパスは自らが得た寄付金をもとにした基本財産について、UC本部が管轄する基本財産に入れて運用を任せるか、または自分で運用するかを選ぶことが可能であり、その運用方針は各キャンパスによって異なる。基本財産の額が多く大規模で長い歴史を持つ3校（UCロサンゼルス校、UCバークレー校、UCサンフランシスコ校）は、保有する基本財産の約半分を自らが有する投資機関において、独自に投資運用方針を定め運用を行っている。また、一部のキャンパス（UCサンディエゴ校、UCデイビス校、UCアーバイン校）は一定割合をUC本部に委託して運用している。さらに、小規模で比較的歴史の短い残りのキャンパス（UCサンタバーバラ校、UCリバーサイド校、UCサンタクルーズ校、UCマーセド校）はほぼ全額をUC本部が管轄する基本財産に入れて運用を委託している。各キャンパスは保有する基本財産の規模によりUC本部に委託する割合が決まっているが、それとは別にUC本部が管轄するGEP（general endowment pool）やSTIP（short term investment pool）に投資することができるだけでなく、さらには独自に投資することも可能である。GEPは1933年に設立され、1958年からUC本部によって使用されている投資手段を指し、主に寄付金の投資に使用され、株式や債券、代替投資を含むバランスの取れたポートフォリオから構成される（University of California Annual Endowment Report 2021, p.55）。また、STIPとは、1976年にUC本部が設立した現金用の投資手段であり、教職員の給与や大学の運営費用、キャンパスの建設費用などに使用される（University of California Annual Endowment Report 2021, p.55）。なお、2021年度のUC各キャンパスの基本財産の金額及び投資割合は表3の通りである。

表3 UC各キャンパスの基本財産の額及び投資割合（2021年度）（単位：％，千ドル）

キャンパス名	UC本部が管理				各キャンパスが管理	
	UC本部に委託投資している割合(%)	GEPに投資している割合(%)	STIPに投資している割合(%)	計	各キャンパスが独自に投資している割合(%)	基本財産の合計額(単位：千ドル)
ロサンゼルス	47.5	0.1	1.2	48.8	51.2	7,419,808
バークレー	56.8	-	0.3	57.2	42.8	6,774,585
サンフランシスコ	52.1	-	0.3	52.3	47.7	5,979,809
サンディエゴ	51.6	32.7	0.2	84.5	15.5	2,586,464
デイビス	71.4	12.6	0.8	84.8	15.2	2,251,596
アーバイン	42.1	27.8	0.6	70.5	29.5	1,316,543
サンタバーバラ	36.3	62.0	0.6	98.9	1.1	590,752
リバーサイド	32.7	66.3	0.4	99.3	0.7	384,066
サンタクルーズ	46.9	53.1	-	100.0	-	294,069
マーセド	69.6	30.4	-	100.0	-	90,861
キャンパスが保有する基本財産の合計額						27,688,553
システム全体のプログラムにおける基本財産の額						2,176,613
基本財産合計額						29,865,166

出典：University of California Annual Endowment Report 2021に基づき筆者作成

6. UC本部における基本財産に関する投資運用方針

UCのAnnual Endowment Report (2021年度版)によれば、現在UC本部の基本財産はConcentration (選択と集中)を基本方針として投資運用を行っているが、その投資運用戦略の主な特徴は表4の通りである。

表4 UC本部の投資運用戦略の主な特徴

- | | |
|----------------------------|---------------|
| 1. 伝統的な投資対象 (債券、株式) の割合の減少 | 2. 代替投資の割合の増加 |
| 3. 投資に係るコスト削減 | |

実際、他のアメリカの大学にも見られるような投資運用方針の変化が、UCにおいても10年ほど前から顕著となり、伝統的な投資対象であった債券や国内株式の割合が低下し、投資リスクの低い安全性の高い資産に集中した投資はもはや行われなくなった。現在のUCの投資運用方針における明確な傾向としては、UC全体として代替投資が増加していることがあげられる。実際、各キャンパスにより規模の違いはあるものの、どのキャンパスも年々代替投資の割合が増加している。また、資産規模が小さいキャンパスの資産はUC本部に集めて規模を大きくして投資を行っていることもあり、効率的に代替投資を行うことが可能である。代替投資が増加している背景としては、ポートフォリオ理論に基づくハイリスク・ハイリターン金融商品への長期間にわたる投資が大きな利益を見込めることがこの30年で証明されてきたことや、研究や教育環境を充実させるために、基本財産の額を可能な限り増加させたいという大学側の姿勢及びアメリカの他の大学、特に大規模私立研究大学における代替投資に対する資産運用方針の変化とその運用結果の公開といった要因が存在する。実際、大規模私立研究大学が、代替投資を通じて大幅に基本財産を増加させてからしばらくして、UCも補助金の逡減等の背景もあり資産運用方針の転換が図られている。

次に、UC本部の基本財産に関わる重要な戦略の一つに、投資に係るコスト削減があげられる。実際、2014年度と比較すると2021年度において、投資銘柄は280銘柄から50銘柄に絞られている (University of California Annual Financial Report 2021, p.53)。また、株価指数などの投資インデックスを上回ることを目標に、具体的な投資を行ってポートフォリオを管理する投資戦略であるアクティブ投資からマーケット全体に連動することを目指す運用方法であるパッシブ投資に移行したことで、アクティブ運用よりもコストをかけないことに成功した (University of California Annual Financial Report 2021, p.53)。また、パッシブ投資は予め決められたベンチマークに合うよう機械的に運用するため、投資対象がわかりやすく、今後の値動きの予想が立てやすいというメリットも存在する。さらに、最低限の手数料で最大限の利益を上げることを目標にした投資戦略に変更しており、あまりコストをかけずに投資先の金融商品を選定しているだけでなく、報酬が高い投資チームメンバーの人員削減も同時に行い、人件費を抑えている。実際、2014年からの7年間でコスト削減できた額は220億ドルに上る (University of California Annual Financial Report 2021, p.17)。なお、UC本部の投資チームのメンバーは一人当たり70億ドルを運用しているが、一般的なアメリカの大学の投資チームの運用の平均は一人当たり11億ドルである (University of

California Annual Financial Report 2021, p.57) ことを考えると、UCの投資チームのパフォーマンスは非常に高い。さらに、一般的なアメリカの大学が支払う投資手数料の平均が0.3%であるのに対して、UCの場合は0.023%となっており投資コストも削減されている (University of California Annual Financial Report 2021, p.57)。

7. UCにおける基本財産の投資配分

この20年間で、UCの基本財産の投資運用方針は、よりリスクを取りながら運用する方向に変化してきている。実際、UCの基本財産において、2001年度には伝統的投資対象である株式や債券がほぼ98%を占めていたが、2021年度においてはその割合が54%となり、残りの46%は代替投資等となった (University of California Annual Financial Report 2021, p.86) ことを考えると、かつての株式と債券を中心とする組み合わせによる安全性を重視する伝統的なモデルから、未公開株や絶対リターン、実物資産などの代替投資への投資も含めた収益性を求める近代的なモデルに大きく移行している。特に新しいCIOが就任した2014年からは、リターンを重視した投資を行っており、実際2014年度から2021年度までの7年間でUCの基本財産は大幅に増加したが、その急激な増加をもたらした要因の一つとして、市場の指数（インデックス）やポートフォリオに追従する投資戦略であるパッシブ投資の割合を6%から26%に増加させた (University of California Annual Financial Report 2021, p.87) ことも要因としてあげられる。つまり、短期的な利益を追求するのではなく、マーケットに連動させたベンチマークを基準にしてより長期間投資することにより、リスクを取りながら最終的にリターンを増加させる戦略に転換している。なお、2021年度におけるUC本部及び各キャンパスにおける基本財産の投資内訳及び収益率は表5の通りである。

表5 UC本部及び各キャンパスにおける基本財産の投資内訳及び収益率（単位：％）

キャンパス名	伝統的投資			代替投資						現金及び その他	合計	2021年度 収益率	2021年度 収益率順位
	株式	債券	全体に 占める割合	絶対 リターン	実物資産	不動産	プライベート エクイティ	プライベート クレジット	全体に 占める割合				
バークレー	52.3	3.5	55.8	13.4	3.7	1.8	15.5	0	34.4	9.8	100	37.9	1
サンディエゴ	62.9	5.1	68	10.1	0	6.5	14.6	0	31.2	0.8	100	34.9	2
アーバイン	52.2	9.6	61.8	12	4.2	0	17.3	2.3	35.8	1.5	100	34.8	3
ロサンゼルス	49.4	4	53.4	19.9	7.4	3.6	15.5	0	46.4	0.3	100	34.3	4
UC本部	46.6	7.5	54.1	13.2	2.9	5.6	21.6	1.8	45.1	0.8	100	33.7	5
マーセド	46.6	7.5	54.1	13.2	2.9	5.6	21.6	1.8	45.1	0.8	100	33.7	5
サンタクルーズ	46.6	7.5	54.1	13.2	2.9	5.6	21.6	1.8	45.1	0.8	100	33.7	5
サンフランシスコ	32	0	32	22.2	0	3.2	31.4	4.7	61.5	6.5	100	33.2	6
サンタバーバラ	45.4	7.3	52.7	12.9	2.8	5.4	22.5	1.8	45.4	1.8	100	33.2	6
リバーサイド	45.9	7.3	53.2	13	2.8	5.5	22.2	1.8	45.3	1.4	100	33.1	7
デイビス	38	7.9	45.9	18.8	4.3	7.8	21.6	1.3	53.8	0.2	100	32.5	8

出典：University of California Annual Endowment Report 2021に基づき筆者作成

UC本部及びUC各キャンパスにおける基本財産の投資内訳を見ると、主に2つの特徴がある。第一に、伝統投資である株式や債券の投資の全体に占める割合が比較的高く、各キャンパスでばら

つきがあるものの、基本的にはほぼ半分をしめているということである。この点は、公立大学としてのアカウンタビリティや安定性を重視していることが反映されており、リスクの高い代替投資の割合がかなり高い大規模私立大学のポートフォリオとは異なる。一方、代替投資の内訳は各キャンパスで異なるものの、大体35%から60%前後と以前と比べて高い割合を維持している。こうした安定性を求めつつも、ハイリターンを重視した投資運用方針を採用したことにより、全体として、2021年度においては、UC本部及び各キャンパスの収益率は、32.5%から37.9%の間に収まっている（University of California Annual Endowment Report 2021, p.6）。このように時期によって変動はありつつも、全体として高い収益率を維持し続けることが可能となっている背景には、マルチキャンパスを通じて、UC全体で比較的統一された投資運用方針を取っていることがあげられる。

上記の通り、UC各キャンパスにおいて基本財産の投資配分や額が異なるが、全体としては、収益率がある程度担保されるように、マルチキャンパスを通じて調整している。例えば、先に述べた通り、UCバークレー校においては、UC本部に半分委託しながらも半分は自ら積極的に代替投資を行い、リスクをとった基本財産の投資運用政策を実施しているが、これはUCバークレー校が基本財産保有の歴史も長く、保有する基本財産の額も多いことから、リスクのある投資商品へ投資することが可能だからである。さらに投資運用に関する専門機関も有していることから、結果として、UCバークレー校は独自の資産運用方針を持ち、専門的知見を活かしながら基本財産を運用し、基本財産の額を年々増加させている。また、UCのキャンパスの中で中規模の基本財産を持つUCサンディエゴ校においては、UC本部に一部の基本財産を預けることで、マルチキャンパスシステムのメリットを活かして規模の大きい投資を行いつつ、同時に独自に方針を定めて自律性を持った投資運用を行っている。一方、歴史の短いUCマーセド校については、独自の投資専門機関等を有しておらず、保有する基本財産も多くはないことから、他の小規模なUCのキャンパスとともに、UC本部が有するキャンパスファンドに投資をすべて委託し、その運用結果の配分を受けるという手法を取っている。そうすることにより、UC本部が持つ基本財産投資に関する知見を活かしつつ、他のUCのキャンパスからの資金を統合した上で投資することにより、リスク許容度が高くなるため、よりリターンを見込める金融商品に投資することが可能となっている。

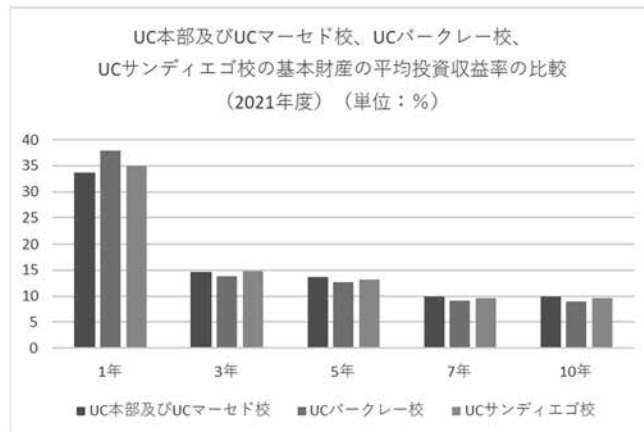
8. UCの基本財産の運用管理におけるマルチキャンパスシステムの役割

これまで述べてきたように、UCのマルチキャンパスシステムにおいては、UC本部だけでなく各キャンパスが基本財産を有しており、基本財産の投資運用においてシステム上のメリットを最大限に生かした仕組みを有している。例えば、マルチキャンパスシステムが持つ強みとして、各キャンパスが持つ基本財産の規模に応じて、UC本部がシステムレベルで投資運用のサポートを行うだけでなく、投資運用の結果や方針については、UCの各財務部門が集まるミーティング等により適宜共有され、各キャンパスが基本財産をどのように運用して拡大していくかの方針を決める際に参考にすることができる。また、金融危機などの時期においてはUC本部がシステムレベルで各キャンパスからより高い割合で資金を集めて投資運用を行うことでリスクを低減させることも可能である。特に中小規模のキャンパスは金融危機の際にUC本部の基本財産に対する組み入れ額を増加さ

せることで、より大きな規模の資金として運用することが可能なため、運用リスクを低減させられるだけでなく、多くのリターンを得ることも可能となり、それが最終的にUC全体の基本財産の増加にもつながっている。実際、2020年度から2021年度において、UCデイビス校やUCリバーサイド校は独自で投資する割合を減らし、UC本部に委託して投資する額を増額したが、その一年間でUC全体の基本財産が78億ドルも増加し、増加率も35.2%の伸び率を示した（University of California Annual Endowment Report 2021, p.3）のは、マルチキャンパスシステムの柔軟性がもたらす資産運用上のメリットによるものも大きい。

Dimmock（2012）によると、基本財産の額が少ない大学はリスクの低い債券や株式に多く投資し、リスクの高い代替投資にはあまり投資しない傾向がある一方で、資金の豊富な大学は、代替投資の割合が高く、よりリスクを取ったポートフォリオを有するとされるが、UCにおいては、マルチキャンパスシステムを利用することで、保有する基本財産が少ないキャンパスでも、UC本部経由で投資を行うことで、リスクの高い代替投資に投資することが可能となっている。そのため、本来はChen（2016）が指摘したように、通常は基本財産からのリターンは大学が持つ基本財産の額と強い関連性があるが、UCではマルチキャンパスシステムを利用した投資により、基本財産が少ない小規模キャンパスも高いリターンを上げられており、マルチキャンパスの持つメリットが存在する。さらに、Campbell（2011）によると、大学が基本財産の運用に関して柔軟な対応を取るほどリスク受容性が高まり、最終的に基本財産からの平均的な利益率が高まるとされるが、まさにUCはマルチキャンパスシステムを通じて、基本財産の運用に関して柔軟な対応を取ることで、UC全体での基本財産からの平均的な収益率を高めている。

なお、UC本部への投資の委託を義務付けられていることで、基本財産の額が大きいキャンパスにとってデメリットがあるかという点については、投資収益率が年ごとに異なるため一概には言うことができないが、短期的にはUC本部の投資収益率を上回るキャンパスが存在しても、長期的にはUC本部による投資収益率が各キャンパスによる投資収益率を平均すると上回る結果が多いという結果が出ている。



出典：University of California Annual Endowment Report 2021に基づき筆者作成

図2 UC本部及びUCマーセド校、UCバークレー校、UCサンディエゴ校の基本財産の平均投資収益率の比較 (2021年度) (単位：%)

例えば、UC本部及びUCマーセド校、UCバークレー校、UCサンディエゴ校の2021年度の基本財産における平均投資収益率の内訳を比較すると、1年間の投資収益率ではUCバークレー校の方が高いが、3年間、5年間、7年間、10年間といった長期的な期間で見ると、図2の通り、UC本部やUCサンディエゴ校のほうが、平均投資収益率が高くなっている (University of California Annual Endowment Report 2021, p.7)。実際、2011年から2021年の10年間ににおけるUC本部とUCバークレー校の平均投資収益率を比較すると、UCバークレー校が9.9%であるのに対し、UC本部は10.8%となっていた (University of California Annual Endowment Report 2021, p.52)。その理由として、UCバークレー校のほうがよりリスクを取った積極的な投資を行っており、好景気の際は収益率が高めに出る傾向があるが、金融危機などの時期においてはリスクがあるため、UCバークレー校の利益変動率が大きくなることが多いことから、長期的な観点からは、比較的利益変動率が小さいUC本部のほうが安定して資産を伸ばす傾向があることがあげられる。例えば、2021年度において、UCバークレー校の収益率は37.9%であるのに対して、UC本部は33.7%となつて (University of California Annual Endowment Report 2021, p.7) が、2020年度においては、コロナ禍ということもあり、UC本部の収益率が5.0%である一方、UCバークレー校は2.2%となつており、UC本部の方が2倍以上も投資収益率が高かつた (University of California Annual Endowment Report 2021, p.6)。つまり、資産内訳を見ると、UCバークレー校の基本財産の方が、オポチュニスティック投資を含め、ハイリターンだがリスクも高い商品に投資しており、その点で短期的には収益が上がる可能性が高いが、実際は金融危機などの時期も発生することから、長期的には比較的安全性の高い資産に投資しているUC本部やUCサンディエゴ校の平均投資収益率が高くなるという運用結果が出ている (University of California Annual Endowment Report 2021, pp.7)。

また、UC本部は各キャンパスから資金を集めていることもあり、投資運用できる資産の規模が

大きいこともUC本部の投資収益率が安定している理由の一つとなっている。実際、UCパークレー校の財務責任者であるBallas氏は、基本財産の資産運用におけるマルチキャンパスシステムのメリットとして、UC本部の基本財産の規模の大きさをあげており、各キャンパスから資金を集めることで、UC全体としては比較的大規模な基本財産となるため、よりハイリスク・ハイリターンの金融商品に投資することが可能となることを指摘している¹。実際、投資運用において基本財産の額が大きいほどリスクを取る余裕が生まれ収益率も安定することから良い運用結果となることが多いため、大規模な基本財産を持つキャンパスであっても、UC本部に一部を委託して投資運用することはメリットがあると考えられている。

9. 結論と課題

本稿では、UCの基本財産の運用管理戦略が持つ特徴について、主にマルチキャンパスシステムと投資運用方針の2つの観点から検討してきたが、その中でも特に重要な特徴は、UCがマルチキャンパスを持ち、UC本部と各キャンパスがそのメリットを活かしつつ自律的に基本財産の投資運用を行ってきたという点である。実際、UCパークレー校やUCロサンゼルス校のような歴史が長く基本財産の額が大きいキャンパスは一部をUC本部に委託しつつも、それ以外は独自の投資専門機関を持ち、積極的にリスクを取りながら投資運用を行っている。一方、歴史が浅く独自の投資機関を持たない基本財産の規模が小さいUCマーセド校のようなキャンパスは、UC本部に基本財産を全て委託して投資運用を行う政策を取っている。このようにUC本部が各キャンパスから基本財産を集めて投資を行うことで、結果的に、比較的大規模な資産運用が可能となるだけでなく、長期的にハイリスク・ハイリターンとなるような代替投資にも投資可能となり、UC全体として順調に投資利益を伸ばすことが可能となっている。またUC本部と各キャンパスが定期的に開催する財務ミーティングにおいて、投資運用方針や資産内訳などについて議論したり、運用投資状況についても情報共有できたりしていることも、UC全体の基本財産を拡大していく上で有用な仕組みとして機能している。上記の通り、UC全体の基本財産の収益率を高めるためにマルチキャンパスシステムが果たした役割は大きい。

また、もう一つの重要な特徴として、UC本部が取ってきた投資運用方針があげられる。2014年にBachher氏がCIOに就任して以来、UC本部の投資運用方針において、Concentration（選択と集中）の方針を基に、投資専門家の人員のコストや投資手数料の削減に加え、投資対象金融商品についても厳選した対象に絞ることで、コストだけでなくリスクも抑えた投資運用方針を取っている。また、株式や債券のような伝統的な投資対象の割合を比較的多く残しながらも代替投資の割合を増やすことで、安定性を持ちつつも、ハイリターンを得られるような投資運用方針となっている。このような方針により、例えばコロナ禍のような金融危機においても、比較的短期間に基本財産の収益率を上げることに成功している。上記の通り、UCが公立大学でありながらも、これまで順調に基本財産を拡大することができたのはUCがマルチキャンパスシステムの持つメリットを活かしつつ、投資コストを抑えながら、代替投資の割合を増やして収益率を伸ばすといったUC本部の基本財産に関する明確な投資運用方針が存在したことも主な要因となっている。

UCの基本財産をめぐる戦略は、州政府からの補助金の通減により生じた面が大きいという点で、現在多くの日本の国立大学が直面している状況とも似通っている。本稿では、UCの基本財産における運用管理戦略を検証したが、マルチキャンパスという特殊なシステムを活かしつつ、基本財産の投資運用政策を変化させることなどにより基本財産を拡大し、収入構造を多元化させているUCの財務戦略は、運営費交付金等の削減により財務状況の改善という課題を抱えている日本の国立大学においても、今後の財務戦略の在り方を考える上で示唆を与えるものとなるのではないかと考える。特に、大規模私立研究大学と異なり、UCは代替投資に投資してリターンをあげつつも、伝統的な投資対象としての株式や債券の割合も維持して安定性を持ちつつ投資を行っているだけでなく、社会貢献を大きな一つの目的とする公立大学としてのアカウンタビリティも果たすだけの基本財産の投資運用方針を取っている。その点で、日本の大学、特に国立大学の資産運用のモデルとして参考にすべき点はあるのではないかと考える。

本稿では、UCの基本財産の運用管理戦略について取り上げたが、UCはマルチキャンパスを持つという点で独自性を持つことから、公立大学としてのアメリカの州立大学の基本財産の運用管理の特徴をより明らかにするためには、やはり複数の州立大学の事例を検討することが必要と考えるため、アメリカの他の州立大学を含めた事例の検討は今後の研究の課題としたい。

注

- 1 Ms. Rosemarie Rae Ballas (Vice Chancellor, Finance & Chief Financial Officer UC Berkeley) へのオンラインヒアリングによる調査 (2022年10月28日実施)

参考文献

- 片山英治 2001 「米国の大学における資産運用の実態について」、『資本市場クォーターリー』 4(4), 野村総合研究所資本市場研究部, pp.111-125
- 川崎成一 2019 「日本の大学における資産運用の特徴と新たな展開—Fiduciary Dutyの概念を軸に—」『高等教育研究第22集』 pp.93-112
- 小林雅之、片山英治、羽賀敬、両角亜希子 2008 「アメリカの大学の財務戦略—4大学現調査報告—」 東大—野村大学経営ディスカッションペーパー No.05
- 清水彩子 2021 『カリフォルニア大学ガバナンスと戦略』 東信堂
- 長野公則 2021 「米国大学のエンダウメントを軸とする21世紀型収入構造—カリフォルニア大学を中心とする7大学の事例から—」『大学経営政策研究 第11号』 pp.67-83
- 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
- 福井文威 2019 「アメリカの大学における基本財産—金融危機時に果たした役割—」 日本高等教育学会編『高等教育研究 第22集』 pp.71-91

- Gerg Cejnek, Richard Franz, Otto Randl, Neal Stoughton, 2014“A survey of university endowment management research”, Journal of Investment Management, 2014
- Henry Hansmann, 1990, “Why do universities have endowments” The Journal of Legal Studies, Vol. 19, No. 1. pp.3-42
- John Y. Campbell, 2011, “Investing and Spending: The Twin Challenges of University Endowment Management.” Forum for the Future of Higher Education Symposium, Aspen, CO, June8, 2011
- Lucie Lapovsky, 2007 “Critical Endowment Policy Issues” New Directions for Higher Education, n140, pp.99-110
- Stephen G. Dimmock, 2012“Background Risk and University Endowment Funds” The Review of Economics and Statistics, 94(3) pp.789-799
- Tuo Chen, 2016 “Do the Rich Know Better? -University Endowment Return Inequality Revisited”, American Economic Journal: Economic Policy, March 2016, pp.1-44
- NACUBO TIAA Study of Endowments 2008-2021
(<https://www.nacubo.org>, 2022.10.15)
- University of California Annual Financial Report 2008-2021
(<https://www.ucop.edu/financial-accounting/financial-reports>, 2022.10.12)
- University of California Annual Endowment Report 2008-2021
(<https://finreports.universityofcalifornia.edu/index.php?file=endowment>, 2022.10.12)
- University of California Budget for Current Operations 2020-2021(https://www.ucop.edu/operating-budget/_files/rbudget/2021-22-budget-summary.pdf, 2022.10.15)
- University of California Accountability Report 2021
(<https://accountability.universityofcalifornia.edu/2021/exec-sum.html>, 2022.10.15)

Endowment Management at American State Universities: A Case Study of the University of California

Shoko NAKAMURA

Abstract

Due to the constant decrease in government subsidies for state universities in the United States, it has become more crucial for American state universities to manage and expand their endowments. This study examines how the University of California (UC) has managed its endowment and clarifies the characteristics of UC's endowment by focusing on the role of its multicampus system and its investment management policies. The findings indicate that UC headquarters and each UC campus have autonomously invested and managed their endowments while taking advantage of the multicampus system. In particular, by investing in endowments collected from each campus, UC headquarters can manage endowments on a relatively large scale and succeed in increasing investment returns for UC as a whole. UC headquarters has an endowment management policy that reduces costs and fees for investment professionals and narrows the number of financial products that can be invested in. In addition, by increasing the proportion of alternative investments while retaining a relatively large proportion of traditional investments such as stocks and bonds, high returns have been achieved while maintaining stability. These research findings have implications for Japanese national universities regarding how to improve their financial stability through effective endowment management.

