第１部　大学ファンドの運用について

〇講演「大学ファンドの運用について」資金運用の考え方
（科学技術振興機構　杉本直也　資金運用本部副本部長）

- 大学ファンドの裏側に流れている考え方にて説明する。本日の講演での結論として２点あり、１．運用の目的が大切である。２．ポートフォリオで考える。
- 大学ファンドの目的は「研究基盤の構築への支援を長期的安定的に行うこと」である。この目的達成のために、長期的・安定的に財源の確保を運用によって行う。(p.2)
- 「投機、投資、運用」という言葉を整理する。投機とは、短期的な価格変動から収益を狙うようなやり方。投資は、経済合理性を背景とした収益を狙うこと。運用とは、投資案件や資産を複数組み合わせたポートフォリオを作成し、目的を達成すること。(p.3)
- 目的をさらに具体的に分解すると、目標と制約がある。目標（リターン・リスク）については主体ごとに考える必要がある。目標を達成するための制約は５つ（投資期間、税制・会計、流動性、規制・法令、個別事情）ある。(p.4)
- 大学ファンドでの目標・制約について考える。リターンは支出目標 3%プラス物価上昇率。個別事情について、財政投融資金の返済償還していくことがあるほか、10 兆円という規模の大きさによる市場へのインパクトを考慮する必要がある。(p.5)
- リスク・リターンはトレードオフの関係にある。リスクの中でリターンを最大化する、もしくは同じリターンを得るためにリスクを縮小する。これら２つは同時に達成できないため、大学ファンドは前者を目標としている。(p.6)
- 目標（許容リスクの範囲内でリターンを最大化する）を達成するためにポートフォリオを用いる。複数の投資を組み合わせることで、リスクを少なくリターンを高めることができる。(p.7)
- 大学ファンドでは、レファレンス・ポートフォリオが持つリターンの振れ幅（標準偏差）が、大学ファンドが使えるリスクの上限として、その範囲内でリターンが最大になるような基本ポートフォリオを設定し、そこを目指して運用している。(p.8)
- 基本ポートフォリオを具体化するために、長期分散投資を行っている。その中で、グローバル投資、アクティブ/パッシブ運用の併用、オルタナティブ投資を行う。(p.9)
- 世界中の経済活動から収益化するために世界中に投資をする必要がある。レファレンス・ポートフォリオを国別で見ると、米国の割合が高い。米国が主要なマーケットになっているため、米国を中心とした世界経済や金融市場の理解が重要になる。また、外貨リスクを必要に応じて管理しなければならない。(p.10)
- パッシブ運用とは、「理論上」１番効率が良い運用を低コストで行うことができる手法。ただし、前提条件として、市場が効率的である必要がある。アクティブ運用とは、非効率的な市場から収益を獲得していく運用方法。ただし、アクティブ運用を活用するためには知見やスキル、運用体制の整備が必要になる。これらを使い分けながら運用していく。(p.11)
- オルタナティブ投資とは、株式・債券以外の個別性の強いものへの投資であり、個別特有の収益源泉を取り込むことができる。ただし、情報収集の困難さやオルタナティブ資産特有の投資の理解が必要であるほか、投資主体が投資のタイミングや金額をコントロールできない

点や、途中解約ができない点に注意が必要である。(p.12)

- 現状、大学ファンドは運用立ち上げ期にあり、10 年よりもなるべく早い期間をかけて基本ポートフォリオへの到達を目指す。その理由は、とれるリスクを増やすための自己資本バッファーの積み上げ、オルタナティブ資産の積み上げを行うのに 10 年程度時間をかけるため。(p.13)
- 大学ファンドの運用目的は、長期的・安定的な財源の確保を運用で実現する。具体的には、許容リスクの範囲内で運用利回りを最大化する。そのために基本ポートフォリオに基づいて長期分散投資を行う。現状は運用立ち上げ期であるので、これを段階的に行っている。(p.14)

以上