

第1部 大学ファンドの運用について

○対話形式講演「大学ファンドの運用について」運用リスク管理体制の構築

(科学技術振興機構 板垣雅 副理事 / PwC Japan 有限責任監査法人 村永淳 パートナー)

- 資金運用におけるリスクとは、財務的なリスクと財務以外のリスクがある。財務的なリスクとしては、債務超過（資産価値の毀損により負債を超過している状態）のリスクと資金ショート（急な資金の流出や資金流入の停止により、支払うべき資金が不足している状態）のリスクがある。財務以外のリスクとしては、事務ミスやシステム障害などが挙げられる。(p. 3)
- 資金運用の失敗事例について、証券会社の説明が不十分であったという議論がある一方、投資主体もリスクを適切に理解できていなかったとの議論もある。(p. 4)
- 基金の一般的な管理手法（標準偏差）について説明。過去データに基づき価値変動の確率分布を描き、価値変動度合いを表す標準偏差を算定。ファンドの運用に際して、当該ファンドとベンチマーク（運用の目標・目安とする指数など）の標準偏差の大きさを相対比較することにより、リスクテイク状況を確認・管理する手法。(p. 5)
- 管理手法（トラッキングエラー）について説明。ファンドの運用に際して、当該ファンドとベンチマークのトラッキングエラー（運用リターン乖離）をモニタリングして、ファンドのパフォーマンス（ベンチマークに近い収益率を挙げられているか）を確認・管理する手法。(p. 6)
- 管理手法（ベータ（ β ））について説明。ファンドの運用に際し、ベータ（市場感応度：スライド図内、水色線の傾き）をモニタリングすることにより、ベンチマーク（市場全体を表す指数など）の変動に対しての当該ファンドの反応具合を確認・管理する手法。一般に、ベータが大きい（水色線の傾きが大きい）ほど、ハイリスク・ハイリターンとされる。(p. 7)
- リスク管理について、「投資した結果の数字を見ているだけ。」という見方もある中で、実際に大学ファンドではどのようにリスク管理を行っているのか伺っていく。
- リスクとリターンは表裏一体。大学ファンドの目的達成に必要なリターン目標のためのリスクテイクとなるために、コントロールをしていく。大学ファンドは適切にリスクを管理しながら進んでいることを示すことが我々の役割である。
- 大学ファンドにおけるリスクの所在・発生源は、大きく分けて3つ（1. 収益獲得のためのリスクテイク、2. 特有の財務構造に伴うリスク、3. オペレーションに付随するリスク）。2. は特に大学ファンド特有（8.9兆円が長期借入金のため）のリスク。(p. 9)
- 国から与えられる許容リスクに対して、JST が策定する基本ポートフォリオ（運用立ち上げ期は移行計画）で想定するリスク量、実際に運用するポートフォリオのリスク量が、それぞれの範囲内に収まるよう、日々リスク量を管理している。(p. 10)
- 大学ファンドでのリスク管理枠組みは、許容リスクを頂点とし、リスク選好（運用目標達成のためにどのようなリスクをどの程度テイクするかを見極める）という形で明文化。各リスクを計量化したうえでチェックポイント（リスク量の危険水準を示すもの）を設定し、毎日モニタリングする。リスクを計量化する中で、どういうリスクがあるかわからないものがポートフォリオに入っていることは認めがたい。(p. 11)
- 大学ファンドのリスク計測については、最も相応しいと思われる外部モデルを採用している。具体的には、信託口座とデータ接続することで、日次のリスクモニタリングを実現している。

外部リソースを適宜利用しながら、リスク管理の本業にリソースを投下している。(p. 12)

- 外部委託運用について、外部のファンドマネージャーが運用したデータも日々入手しており、自家運用も外部委託で投資しているものも分け隔てなくポートフォリオ全体のリスクを計測している。外部委託先の運用ガイドラインを確認し、情報共有を行いながら信頼できる相手を慎重に選ぶべき。投資主体側も、相手の説明を理解できる体制を構築する必要がある。(p. 13)
- 大学ファンド運営上のガバナンス体制は、3線防衛という形で構築している。投資部門を第1線、リスク管理を第2線、業務監査が第3線となっている。リスク管理の観点で考えると、第2線はリスク管理の枠組みを定め、これに沿って第1線が投資を企画・執行する。企画・執行に対しても第2線は日々モニタリングをする、という牽制関係となっている。第3線は、両者の関係が適切に機能しているかを定期的に確認する。(p. 14)
- オペレーショナルリスクとは、業務運営に付随して受動的に生じるリスクであり、収益を生むものではないため抑制することが重要。完全に無くすことは極めて困難であるため、発生の都度、事例を取り上げて再発防止策を考えることで、一定レベルに抑え込む対応。(p. 15)

以上