

エンダウメント（大学基金）運用と日本の大学 ——米国型エンダウメントモデルは日本に適用できるか——

澤 田 貴 之

要 約

長い歴史を誇る米国の名門大学では、寄付を原資として伝統的にエンダウメント（大学基金）の運用が行われてきた。1980 年代半ば以降、米国のエンダウメント運用は、イェール大学のスウェンセンにより始められたイェールモデルと呼ばれる伝統的な証券・債券運用とは異なる投資戦略を通じて独自の発展を遂げてきた。その特徴は、ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産などオルタナティブへの投資比率が高いことであった。その後世界最大の大学基金を運用するハーバード大学のハーバードマネジメントカンパニーは、これらのオルタナティブ投資をさらに多様化・分散化して継承・発展させてきた。本稿ではこれをハーバードモデルと呼んでおり、その投資戦略は多くの年金基金や世界の政府系ファンドにも影響を与え、今日に至っている。

一方、日本のエンダウメント運用は依然として発展途上にあり、政府による上からの 10 兆円ファンドの組成・運用以降、東京大学や慶應義塾大学などがエンダウメント運用を開始したものの、その規模は依然として小さいままである。一部の大学に米国型エンダウメント運用の動きがあるものの、比較的財政が安定している大学でさえも運用組織・ガバナンスが不在という状況が続いている。こうした日本のエンダウメント運用が直面する課題に焦点を当てつつ、本稿では大学側の運用需要に対して、国内信託銀行や外資を含む運用会社側による（オルタナティブ投資などを含む）総合的な運用サービスの提供の拡大が市場を拡大させていくことを展望している。

キーワード：エンダウメントモデル、イェールモデル、ハーバードモデル、ハーバードマネジメントカンパニー（HMC）、オルタナティブ投資、プライベート・エクイティ（PE）、通貨スワップ、ベンチャーキャピタル（VC）、GP（General Partner）、LP（Limited Partner）、OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）

- 1 はじめに エンダウメント運用の現段階
- 2 エンダウメントの運用規模と大学の国際競争力
 - 2-1 米国におけるエンダウメント運用の発展
 - 2-2 東アジアにおけるエンダウメント運用
- 3 ハーバードマネジメントカンパニーの投資戦略とオルタナティブ
- 4 日本におけるエンダウメント運用の現段階 [1]
リーマンショック前後から現状に至るまで
- 5 日本におけるエンダウメント運用の現段階 [2]
現状
- 6 まとめに代えて 日本の大学への適用可能性について

1 はじめに エンダウメント運用の現段階

2025年3月期において、日本の私立大学545法人中半数以上にあたる287法人が同期決算で赤字となっていた（東京商工リサーチ調べ「私立大学経営法人動向調査」）。こうした数字は、既にこれまで報道されてきたように私大の半分が定員割れの状況を反映したものにはすぎない。

私大の財務状況は規模とほぼ比例しており、中小規模の私大の状況がひっ迫していることは想像に難くない。他方で規模の大きい私大、特に名門私大は比較的安定した入学金・授業料収入に支えられており、潤沢な資金を元に一定の資金運用も行われてきた。18歳人口減と将来的な授業料収入や政府からの運営交付金の減少を見据えて、比較的早くから資金運用をスタートさせてきた私大も少なくない。しかし、同じ大規模校であり財政面で安定している私大間においても、資金運用においては温度差があるというのも現状の姿である。

その温度差は、主として私大のトップマネジメントの投資方針と態度によって生じている。近年において早慶などの名門私大が、いわゆる米国の名門大学による（主に寄付を原資とした）大学基金であるエンダウメント（Endowment）の運用を志向しているのに対して、例えば財政面で盤石な一部の大学にはそうした兆候がほとんど見られない。規模の大きな私大間においても資金投資に対する積極性の有無が存在するが、積極的にエンダウメント運用志向を掲げている私大はごく一部にすぎない。

日本の場合、国際比較統計が示しているように、家計の大学学費負担は重く、国公立大学といえども授業料負担は家計に重くのしかかってきた。加えて大学への政府補助金については減額傾向にあり、研究基盤や教員採用などに影響を与えかねない状況となっている。政府補助金は、国公立大学、私大を問わず研究に関する競

争的な資金配分への傾斜を強めている。同時に補助金以外にファンド運用による競争的な資金配分も行われるようになってきている。その典型的な例が、政府による10兆円ファンドの運用とその投資収益を選別された国際卓越大学へ配分していることであろう⁽¹⁾。

現在に至るまでのエンダウメント運用の発祥から発展に至るまでの道筋は、ほぼ米国の大学において見られるもので、実質的には米国で最も古い大学法人であるハーバード大学から始まった。ただしChambers and Dimson(2015)が指摘するように、J・M・ケインズによるケンブリッジ大学でのエンダウメント運用に米国のエンダウメント運用の起源を求める見解もある。いずれにせよ長期的な運用の歴史と規模の観点からすれば、現在はハーバード大学が一つのロールモデルを形成していると言っても過言ではあるまい。

ハーバード大学は1636年創立、1650年に法人化され、法人化と同時期に、創業者（ジョン・ハーバード）による寄付を原資とした初期のエンダウメントが形成されていった。その後エンダウメントの運用は18世紀以降、イエール大学、プリンストン大学などの私立大学へと広がっていき、寄付や信託など法制度の整備、株式・金融市場の発展とともに、19～20世紀にかけて公立大学も含めて広く普及していくことになる。

米国におけるエンダウメント運用のターニングポイントは、20世紀最後の四半世紀に訪れることになった。それまでのエンダウメント運用は大学の財政部内部において行われていたが、1974年のハーバード大学によるハーバードマネジメントカンパニー（以下HMC）の設立による運用の分離と投資のプロフェッショナル化がそれであった。その後、マネジメントカンパニーの設立は他の名門私大にも広がっていき、全米の大学で定着するようになった。

もう一つのターニングポイントは、イエール大学から始まった1980年代半ば以降の投資戦略の変化である。米国のエンダウメントはそれまでの公開株や債券などへの伝統的な投資からベンチャーキャピタル（以下 VC）、プライベート・エクイティ（以下 PE）、ヘッジファンド、不動産などのオルタナティブ投資が運用の中心になっていったことである。そして今日オルタナティブ投資は、米国型エンダウメント運用の代名詞のようにになっている。

米国以外のエンダウメントではハーバードなどの運用をロールモデルとして参考にしていることが多く、近年の日本の一部私立大学にもそうした兆候は顕著に現れている。しかしながら、国によって大学への公的支出の比重が異なるうえ、外部環境としての金融資本市場が異なっていること、運用開始の時期と歴史、大学の組織や寄付文化と法と税制度の違いから、そもそもエンダウメントの規模と投資範囲が大きく異なっているのが現状である。

地域や国によってエンダウメントの運用規模と内容に違いがあるものの、複数の世界の大学競争ランキングに名前を連ねる上位大学の財政規模が大きいことは周知の事実であり、エンダウメントの運用収益が大学財政を支えていることも確かである。他方でエンダウメント自体を対象とした学術的な研究は、本稿でも紹介しているように米国を中心に歴史・制度的な研究を除けば、投資戦略、リターンなどのアセットマネジメントの研究に限定されている。

こうした研究動向を踏まえながら、本稿ではハーバードなどのエンダウメント運用の歴史から現状までを鳥瞰しつつ、さらにアジアでの事例も含めながら、日本の大学への適用可能性と将来的な展望を複数の大学の事例から探っていくことにしたい。なお日本の現状を考察する前に、現状をより理解するために、リーマンショック前後の一部大学の運用の失敗事例につ

いても触れておくことにした。

2 エンダウメントの運用規模と大学の国際競争力

2-1 米国におけるエンダウメント運用の発展

毎年発表される世界の大学ランキングといえは、各種メディアが伝えているように欧米のトップ大学に加えてアジアでは中国の北京大、精華大、シンガポール国立大学などが名を連ねるようになって久しい。ランキングの指標は、周知のごとく、主として学術雑誌の論文掲載数、論文引用数など（いわゆる研究生産量）で評価されてきたが、こうした指標は同時に優秀な研究者と学生を国内だけでなく、世界からどれだけ引き寄せているのかという大学の国際ブランド力も反映している。

ライデン大学（蘭）が毎年発表しているランキングでは、近年においては研究生産量で中国のトップ大学の上位入りが定着した感があるが、米国を中心とした伝統的な名門校が上位を独占していることに大きな変化はない。ランキングを発表する媒体は複数あるが、最も知られているのはイギリスの大学評価機関「クアクアレリ・シモンズ社（Quacquarelli Symonds: 以下 QS）が毎年公表しているものである。2004年から公表しているが、2010年からは共同でランキングリストを作成していた高等教育専門週刊誌『タイムズ・ハイアー・エデュケーション』とは別に独自に発表している。

QS 世界大学ランキングでは、上位は米国および欧州の名門大学が占めている。2024年以降の評価指標の比重は、世界各国の学者による学術的評価が30%、世界各国の雇用者による評価が15%、学生1人当たり教員数が10%、教員1人当たり論文被引用数が20%、外国人教員比率および留学生比率がそれぞれ5%に加え、国際研究ネットワーク、卒業生の雇用結

果、サステナビリティがそれぞれ5%となっている。ランキングを発表している大学機関や各種媒体には理系の評価に偏った指標が多く、QSも決して例外ではないが、社会科学や人文科学領域なども含めて相対的にはバランスがとれているようである。

QSをはじめとした複数の大学ランキングの評価項目においては研究の質量が中心となっており、大学の規模、特に財政規模は含まれていない。しかしながら、こうした規模と研究の質量の間には一定の関係があることも想定されてきた。国際比較のクロスカントリー分析（スペイン、イタリア、オーストラリア、カナダ）を行った Docampo and Cram (2017) は、研究大学からの研究成果指標や教育・資源指標データを用いて、研究成果の主な決定要因は機関規模であると結論付けている。

同じく財政規模の重要性に焦点を当てた Avenali et al. (2024) によれば、上海ランキング（中国上海交通大学が2003年から実施している高等教育機関のランキング）を通じた分析から大学を世界クラスの大学にするための重要な条件は、十分な財政資源を提供することであり、その効率性が重要なレバレッジ要因となることを指摘している。

機関規模を決定しているのは財政規模であり、それが研究大学の国際ランキングを左右するならば、財政における収入構造にも目を向ける必要があろう。世界クラスの大学といえども収入構造は大きく異なっており、政府補助金への依存度が高い場合や授業料収入が中心的な場合もあるが、英米のトップ大学の場合、エンダウメントによる投資収益が重要な収入源として組み入れられている。特に米国の名門大学をはじめとして多くの米国の大学においては規模の差はあるものの、広く浸透していることは周知の事実であろう。

エンダウメントの規模が大きければ財政規模

も大きいということになるが、エンダウメントの規模が大きくなった場合、大学の競争力や運用にどのような変化が生じるのだろうか。表1は、そうした関係に着目した代表的な先行研究を時系列的に並べたものである。近年においてはエンダウメント自体の投資運用パフォーマンスを分析したものが多いことが特徴になっている。

2000年代以降エンダウメントと大学の競争力の間に一定の相関関係が見出されるようになっていくが、Winston (1999) らの研究などを境にして、そうした傾向が強まっていることが確認できる。

米国の場合、今日のオルタナティブ投資を中心としたエンダウメントモデルは、Swensen (2000) の著書によって理論的な根拠が与えられ定着することになった。したがって彼の著書はエンダウメントに関する最重要文献となっている。スウェンセンはイエール大のCIO（最高投資責任者）として、長期にわたって同大のエンダウメント運用において高いリターンを達成し、このイエールモデルが同時に現在のエンダウメントモデルの原型になっていった。

エンダウメントモデルの浸透以後、Fraser and Jennings (2010) による各大学の投資政策や Binfarè et al. (2023) によるオルタナティブ投資運用における人材の重要性などをめぐる研究をはじめ、さらにどのような要素が投資パフォーマンスに影響を与えるのか複数の研究によって検証がなされていくことになった。またパフォーマンスだけでなく、同表に見られるように小規模大学や新興国・発展途上国へのエンダウメントの地域的・空間的な広がりや適用の可能性なども論じられてきた。

投資パフォーマンス自体については、Siegel (2021) や Ennis (2021) がオルタナティブ投資の有効性に疑問を提起してきたが、実際のイエールモデルを体現した上位大学では過去の

パフォーマンスの面から支持され今日に至っている。スウェンセンもイエールモデルは、流動性リスクをとれる大学という長期の機関投資家の特性に合わせて構築されており、別の著書で Swensen（2005）が断っているように、エンダウメントと個人・一般的な投資家ではポートフォリオ・投資戦略が異なっているとしている。

次節でハーバードなどのエンダウメントとポートフォリオに具体的に言及することになるが、こうしたオルタナティブ投資をめぐる研究

へのシフトは、それだけポートフォリオにおけるオルタナティブの比重が高いことを示しており、それが米国におけるエンダウメントの最大の特徴となっている。

米国の大学だけでなく、ここではエンダウメントの規模と国際的なランキングとの関係に焦点を当ててみることにする。エンダウメントが公開されている 22 大学に絞り込んで、ランキングとエンダウメント規模の分布状況を示したものが図 1 である。米国のトップクラスの大学

表 1 エンダウメントが大学に及ぼす効果に関する主な先行研究

先行研究	概要
Winston (1999)	大学の「資源格差」が競争力格差を生む構造を理論化。大学の競争力は「資源量」（エンダウメント）で階層化される。大学は「資源量」で階層化されるが、トップ層では資源の追加投入の効果が逡減する。既に豊富な資源を持つ大学は、追加資金が競争力に与える影響が小さい。
Swensen (2000)	オルタナティブ中心のエンダウメントモデル構築の理論的根拠を提示。長期投資を前提とした高い株式比率、オルタナティブ資産（PE、VC、ヘッジファンド、不動産、資源など）への積極的投資、徹底した分散投資、流動性リスクの許容と長期リターンを最大化することを目指した投資手法は、イエールモデルとして広く知られていくことになった。
Ehrenberg and Smith (2003)	富裕な大学ほど、寄付金をエンダウメントの積み増しに回す割合が高く、これが結果として、学生 1 人あたり基金額の格差拡大につながる。原資としての年間寄付金と用途を比較し、大学間の違いを統計的に分析。エンダウメントの規模と用途が競争力の違いと格差を生む。
Hoxby (2009)	大学の財政規模が大きいほど学生の選抜において優位になっている。エンダウメントが大きい大学ほど優秀な学生を獲得する機会がある。
Fraser and Jennings (2010)	大学や大学基金からの投資政策声明の調査から、投資政策の重要性を指摘。
Goetzmann and Oster (2012)	大学は単に長期的な資産運用を行うだけでなく、競争環境の中で戦略的に投資方針を調整している。オルタナティブ投資へのシフトは、単なる市場環境の変化だけでなく、競争圧力によって加速された可能性がある。
Rosen and Sappington (2016)	授業料や政府助成金などのバックグラウンド所得が大きく安定している大学ほどリスクの高いオルタナティブ資産（ヘッジファンド、PE、VC など）への投資比率が高い。バックグラウンド所得が小さく不安定な大学は、オルタナティブ資産への投資を抑える傾向がある。つまり、エンダウメント運用者は大学全体の財務リスクを考慮して投資判断を行っている。これは単にエンダウメント資産だけを見て運用しているわけではなく、大学の財務構造全体を踏まえてリスク許容度を調整していることを示している。
Franz and Kranner (2019)	大学基金は寄付者から機関への恒久的な富の移転であるとともに、永続的な時間軸において運用される。そのためステークホルダーを通じた大学が享受する特別なネットワークが存在することに注目した。
Lord (2020)	投資委員会の学習へのコミットメントと柔軟性が、現代ポートフォリオ理論の原則に基づく意思決定プロセスに大きく寄与している。意思決定の枠組みとしてポートフォリオ理論を用いることで、ポートフォリオの分散化が促進され、それがリスク調整後のリターン向上につながる。
Atalar (2021)	寄付文化が存在しない発展途上国では、エンダウメントを創出するために代替手段に頼る必要があり、営利企業、スタートアップの設立は有効な代替手段となりえる。

Siegel (2021)	エンダウメントは多様な資産クラス (PE, ヘッジファンド, VC, 不動産など) を使う点 が特徴だが, それ自身が優位性を保証するわけではない。過去の成功は再現性が低く, 近年はむしろシンプルなインデックス運用に劣後する場合もある。したがって, エンダ ウメントモデルを採用する投資家は, アクティブ運用としてのリスク・コスト・スキル 依存性を理解する必要がある。
Ennis (2021)	オルタナティブ投資中心のエンダウメントモデルは, 複雑化・高コスト化した結果, 期 待された分散効果も超過収益も生まず, むしろパフォーマンスを悪化させている。大多 数の機関投資家は低コストのパッシブ運用に切り替えるべきである。
Lavelle and Yamamoto (2022)	小規模大学基金のパフォーマンス向上のための提言を行なった。小規模な大学基金は可 能な限り最良の投資委員会を設置し, 意思決定能力を高め, 投資パフォーマンスを推進 する変革推進者を見つけるべきである。
Binfarè et al. (2023)	オルタナティブへの資産配分が高いほど, 運用する人的資本の水準も高い。人的資本に は運営機関でのオルタナティブ資産に関する専門知識, 最高投資責任者 (CIO) の存在, および投資スタッフの規模が含まれる。大学理事会の専門的ネットワークが, PE への配 分の増加に関連している。
Miranda and Hurdle (2024)	PE への高い配分は必ずしも絶対的なリターン全体のアルファの向上につながるわけでは なく, より多様な非流動的なエンダウメントが将来的に優れたパフォーマンスを示す可 能性がある。

出所: 筆者作成。

注) エンダウメントを考察した研究に限定した。

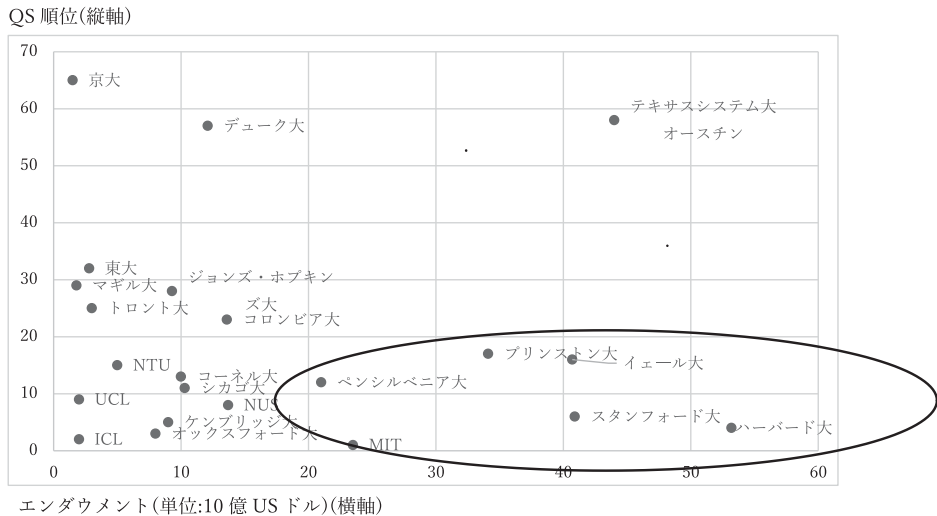


図 1 QS 順位とエンダウメントの規模

出所: 各大学の財務報告 (2023-24) と 25 年 QS ランキングより筆者作成。

注) エンダウメントを公開している 22 大学を抽出 (一部推計を含む)。

ICL (英, インペリアル・カレッジ・ロンドン), UCL (英, ユニバシティ・カレッジ・ロンドン),
NTU (シンガポール, 南洋理工)

は, ハーバードを筆頭にいずれも巨額のエンダウメントを保有・運用しており, 囲い込み線の名門大学群のランキングはいずれも最上位層に位置している。

ただし, サンプル数が限られているため同図は単純な分布図として見ておく必要があり, 明確な相関関係は見いだせない。その要因の一つとして, 米国以外の大学ではエンダウメントか

らの収益よりも政府補助金の方が大きいケースがあり、英国やスイスなど欧州諸国がこれに当てはまる。また同図ではエンダウメントの規模が公開されていない中国の大学（清華大や北京大など）などもこうした政府補助金の大きいタイプとして分類できよう。これらの大学を含めれば、エンダウメントと補助金を合算した財政規模の大きさが結果としての大学の競争力を反映していると考えられるために、同図からエンダウメントと国際競争力の相関を見出すことは困難となっている。

米国だけに限定すれば、エンダウメント規模が大きいハーバード、スタンフォード、MIT はいずれも QS1～5 位に入る超上位校となっている。英国の大学は中規模エンダウメントであるが、上述の理由からケンブリッジ、オックスフォードが最上位に入っている。

長野（2019）は、米国におけるエンダウメントの歴史・制度を概観し、財政的基盤としてのエンダウメント運用とその規模が大きいことが、米国のトップ大学であるハーバード、スタンフォード、MIT などが同時に世界のトップ大学であることの基盤にもなっていると紹介している。エンダウメントのような政府補助金に依存しない強固な財政的な基盤は、国内だけでなく世界中から多くの優秀な研究者を引き付けることになり、大学の競争力を示す一つの指標、もしくは強みともなりうるが、実際には財政規模は複数の大学国際競争力ランキングの中に採用されていない。

中国を除くアジアでは NUS（シンガポール国立大学）や同じくシンガポールの南洋理工大学も中規模のエンダウメントで上位に入っている。また最新の動向では NUS のエンダウメントの規模もさらに増えている。2026 年初頭時点において、日本国内で最も高い運用規模を誇る慶應大学の基金（全体）でさえも約 3,000 億円（推計）で、7 兆円を超えるハーバードの 5%

にもとどかない規模となっている。後述するように、早稲田大学や国立大学法人の東京大学を含めて、実際にファンドの形態で運用している部分は大学財政の基金全体より小規模なものとなっている。周知のごとく、早慶は国際ランキングでは上位からはずれた存在となっている。

アジアではシンガポール以外では、香港大学（同図では除外）でのエンダウメントが同大学の財務報告から確認することができるが、運用の詳細についてはわからない部分が多く、同じく除外した中国の清華大、北京大などもエンダウメントについてはほとんど情報が公開されていない。後述するように、これらアジアの大学は QS をはじめとした複数のランキングで東大を上回っており、アジアでは実質的に早期に運用を行ってきたという経緯がある。

米国のエンダウメント運用はアジアのトップランク大学にとってもロールモデルになっており、信託概念や証券投資理論において先進的な背景を持つ米国では、19 世紀から大学の資金運用が発達し今日に至っている。実際に米国の大学全体におけるエンダウメントの概要については、約 1,900 以上の教育機関が加盟する全米大学経営者協会として知られている NACUBO（National Association of College and University Business Officers）がエンダウメントの調査も行っている。調査対象はコミュニティカレッジ（短大に相当）、研究大学、小規模大学、公立・私立の 4 年制大学など幅広いものとなっている。

2024 年に公刊され現在までの全米におけるエンダウメントの動向と変化をまとめた NACUBO（2024）によれば、運用における最大の変化はオルタナティブ投資へのシフトであり、ヘッジファンド、PE、不動産、VC などの非公開市場投資が増加したことである。債券や公開株式からオルタナティブへのシフトは専門知識や情報ネットワークが必要なため、必然的

に外部運用会社に委託するケースが一般的となっている。

以下同報告書に記載されている全体的な統計に目を移してみると、まずエンダウメント運用で得られた収益の大半は、2023年時点で奨学金(47.7%)、研究プログラム・調査(17.5%)、寄付講座など(11.1%)、大学施設の運営・メンテナンス(7.4%)、その他(16.4%)であった⁽²⁾。奨学金への配分の高さは、ハーバードなど大学を個別に見た場合でも同じ状況となっている。非常に高額な授業料が設定されている一方で、大学の潤沢な資金から個々の大学で手厚い奨学金制度が存在しているという、よく知られた米国の名門大学の特徴が浮かび上がってくる。

大規模エンダウメント(数10億ドル規模)では、複数の外部マネージャーを組み合わせることで高度な分散投資が実施されていることを同報告書は明らかにしており、同時に投資委員会や理事会が、外部運用会社の選定・監督に重点を置くようになったことや、単に運用成績だけでなく、ESG(環境・社会・ガバナンス)や社会的責任投資の方針を外部マネージャーに求める動きも拡大してきた。

ここで最も注目されることは、21世紀に入って米国の大学・教育機関がオルタナティブ投資への傾斜を強めてきたことである。2009年時点で既に全体の51%がオルタナティブへ配分していたことが報告されており、特に10億ドル以上の大規模エンダウメントでは61%とこの傾向が特に強く、その後も全体のオルタナティブ投資への比率は50%台で推移してきた⁽³⁾。

2000年時点でオルタナティブ投資の内訳はVC、ヘッジファンド、PEで占められており、その後オルタナティブ投資への傾斜はさらに強まり、オルタナティブへの配分の大きさとエンダウメント規模の相関が現れ、現在も続いている⁽⁴⁾。代わって伝統的な証券投資への配分が大

きく後退し、今日の米国における大学・教育機関全体におけるオルタナティブ投資を中心としたポートフォリオが形成されるようになった。

オルタナティブ投資の比重が高いということは、伝統的な投資対象(公開株式、債券など)に比べて流動性が低いという特徴があるとともに、それゆえに長期投資であることを意味している。米国の名門大学が公表している運用収益率は10年単位で10%前後に達しており、各大学の重要な財源になっていることは言うまでもない。同時に米国のエンダウメントは機関投資家としての歴史も古く、通常のファンドのように投資家が途中で資金を引き上げるような心配がないため、言い換えれば寄付者から大学への恒久的な富の移転であることから長期的な投資が可能となっている。この永続的な時間軸を背景にして、ステークホルダーを通じた大学が享受する特別なネットワーク(例えば人的ネットワーク)を通じて運用の成果がもたらされている⁽⁵⁾。

図2は全米の大学におけるエンダウメント全体に占めるオルタナティブの比率とその推移を示したものである。リーマンショック後に50%以上にも達していることがわかる。私立大学だけでなく、エンダウメントにおけるオルタナティブ投資の比率の高さは州立大学においても同様で、例えば、清水(2021)によるカリフォルニア大学のエンダウメント運用に関する詳細な紹介によれば、2010年代頃から公開株式の比率を下げ、ESGも重視しながらオルタナティブ投資へのシフトを強めていったとしている⁽⁶⁾。

こうしたオルタナティブへの傾斜は、後述するようにオルタナティブの中でPEの比率が高いことから、米国の大学がユニコーンや有望なスタートアップへの資金供給を行っている機関投資家の一つとなっている姿を反映していると言えるであろう。

オルタナティブ投資への比重の高まりは、単

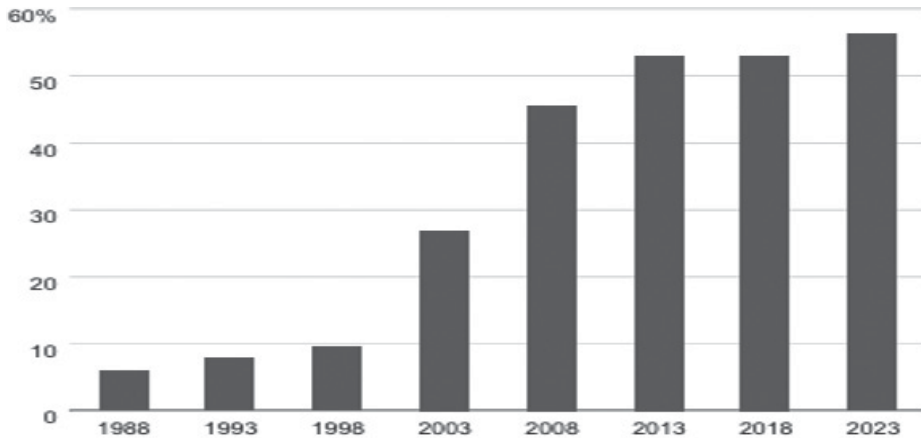


図2 全米におけるエンダウメントに占めるオルタナティブの比率の推移

出所：NACUBO and Commonfund Institute (2024) p. 9.

に VC や PE を通じた投資に限らず、巨大なエンダウメントを持つ大学においては学内ベンチャーの育成から出資なども含めてエンダウメントを起点としたエコシステムを形成してきた。例えばスタンフォードの総合的な起業支援組織として1996年に設立された Stanford Technology Ventures Program (STVP) はよく知られており、ハーバードはさらに後年になるが、2011年に設立された Harvard Innovation Labs (i-Lab) などインキュベーションセンターとしてだけでなく、幅広い起業支援と教育プログラムなどの提供を含んでいる。

こうした大学内の起業支援組織ができる前でも、スタンフォードやハーバード、MITなどはVCなどから資金を調達して多数の起業家とスタートアップを輩出してきた。1996年に設立されたスタンフォードの Stanford Technology Ventures Program (STVP) を除けば、2010年代にエンダウメントの収益分配金を原資とした企業支援組織や様々なプログラムが巨大エンダウメントを持つ大学で設立され、米国における2010年代以降のユニコーンと有望なスタートアップの増加を支える一つの要因ともなった。実際ハーバードの Harvard Innovation Labs

(i-Lab) は、設立された2011年以降6,500社の学内ベンチャーを支援し、2024年までに9社のユニコーンを生み出している。これはハーバードだけの数字であり、2025年時点での日本全体のユニコーン総数とほぼ同じ実績を残している⁽⁷⁾。

図3はエンダウメントによる収益分配(Annual Payout)を原資として、起業支援組織、学内ベンチャーの育成、企業支援組織・エンダウメントによる出資、成功した学内ベンチャーによる収益のエンダウメントへの還元を描いたものとなっている。特定の大学におけるエンダウメントの増加と巨大化は、こうしたエコシステムの形成とも深く関わっており、大学側が出資したユニコーンやスタートアップがイグジットした場合、IPOや他社によるM&Aを通じたより大きな収益がエンダウメント側にもたらされる可能性があることは言うまでもなからう。

一般的に有望なスタートアップが複数回の資金調達ラウンドを経ていくことで、株式評価額は増大していくことになるので、公開株式とは異なる形と資産評価を通じてエンダウメントの資産総額も膨らんでいくことになる。毎年の寄付金による追加の資金供給とは別に、VCやPEを中心としたオルタナティブ投資へのシフ

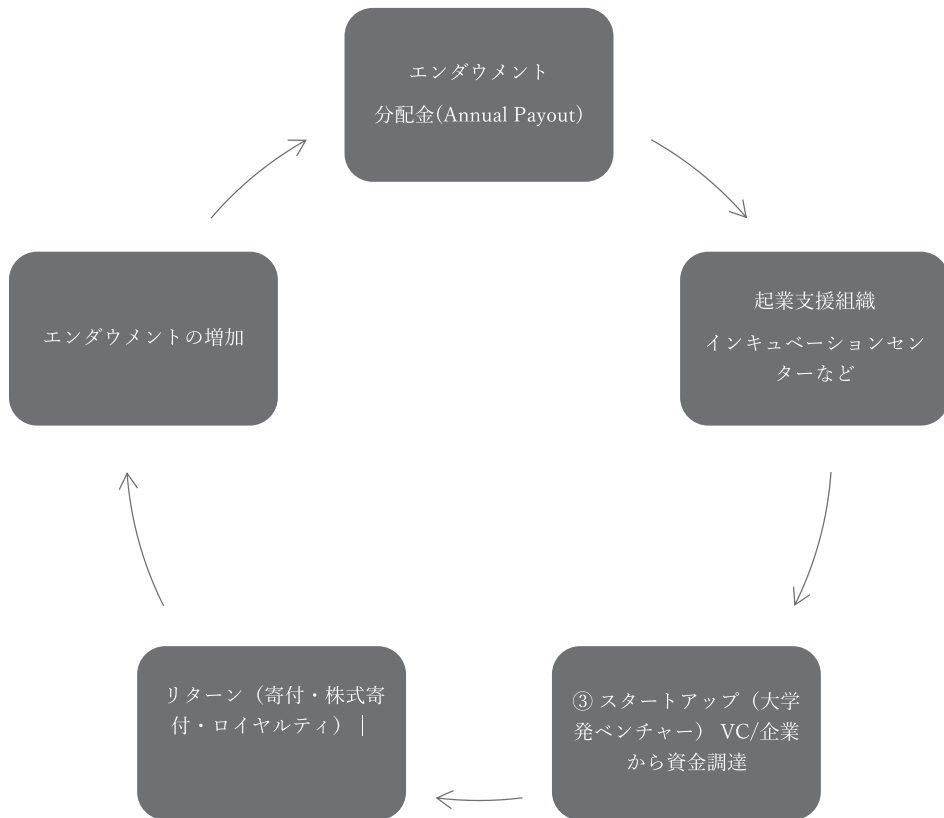


図3 大学内のスタートアップ支援を通じたエコシステム

出所：筆者作成。

注）大規模エンダウメントの場合（ハーバードやスタンフォードなどを想定）。

トは、ハーバード、イエール、MITなどの名門私大のエンダウメントを持続的に増大させていくことになった大きな契機だったと捉えることができよう。

2-2 東アジアにおけるエンダウメント運用

大学の国際競争力指標はQS以外にも複数あるが、そうした複数の指標で東大を上回るランキング上位に定着しているのが精華大とシンガポール国立大学（以下NUS）である。ただし米国のケースで見たように、アジアにおけるエンダウメントに関する学術研究は非常に少ないのが現状である。米国以外でエンダウメントの存在が確認されても、全体的に規模が大きくな

いことや大学財政に占める政府補助金の割合が高いことも影響している。

東南アジアの場合、イスラム圏に属すマレーシアでは、Waqf（慈善）の概念が浸透していることもあって、マレーシア国内のエンダウメントを研究対象としたHasbullah and Rahman (2023) らの一連の成果が発表されている。オセアニア（オーストラリア、ニュージーランド）、インド（インド工科大学などが導入）においても代表的な大学においてエンダウメント運用が行われているが、総じて規模が小さく政府補助金への依存度が高いため、または設立から新しいために、マレーシア同様、ここでは事例として取り上げることは差し控えることにする。エ

ンダウメント運用に関する情報開示が十分とは言えないが、ここでは相対的に開示が進んでいると思われる清華大と NUS のケースを取り上げることにしよう。

中国において最も先進的な運用を行っている清華大学のエンダウメントの規模は、米国の名門大学に比較すれば小さいものの、数千億円の規模に上っていると推定される。「清華大学教育基金会（Tsinghua University Education Foundation）」は 1994 年に設立され（北京大は 1989 年に基金を設立）、寄付金の受け入れと運用を通じて 2000 年代以降、急速に運用規模を拡大してきた。とりわけ清華科技园（Tsinghua Science Park）や大学傘下 VC による運用で資産が増えており、その結果オルタナティブの投資比率も長期において 4～5 割の比率を占めるようになっていないと推測できる。規模では清華大ほどではないが、北京大学でも同様の運用が行われているようである。

清華大のエンダウメントにおいて最も重要な収益源の一つとなっているのが清華科技园（TUS Park）である。清華科技园は、清華大学の外延組織として設立され、大学傘下の啓迪控股（TUS Holdings）が運営している。その収益の源泉は主に 5 つから成り立っている。その中でも主なものは実物の不動産収益である。清華科技园はスタートアップ企業の集積地として名高い北京中関村に 77 万 m² 以上にわたる広大なオフィス・研究施設を保有し、1,500 社以上の企業が入居している。ここから得られる賃料収入や施設利用料がその一つである。2 つ目と 3 つ目はインキュベーションに関連したサービスの提供と企業への技術コンサルティングを中心とした総合的な研究開発サービスの提供である。

4 つ目は中国各地における地方政府と連携した TUS パークの運営である。こうしたサイエンスパークの開発・運営を受託し、地方政府か

らの委託料・補助金やコンサルティング収入を得ている。ここまで見る限り、清華科技园の収益源泉は実物資産の運営収益が大きいことを特徴としていることがわかる。

5 つ目は投資収益である。投資収益については親会社である啓迪控股が運用の中心にあり、啓迪控股自体が大学傘下としては世界最大級の投資会社であり、複数の VC、PE ファンドを運用している。投資対象となる業種は AI、半導体、バイオ、新エネルギーなどの国家戦略分野に集中しており、ユニコーン企業の輩出にも貢献してきた⁽⁸⁾。

アジア地域において最もエンダウメント経営が進展している大学名をもう一つ挙げるとすれば、シンガポール国立大学（NUS）を挙げることができよう。2025 年の QS ランキングは 8 位、近年トップ 10 に名前を連ねることが多くなっている。潤沢な資金を背景として世界中から優秀な研究者を集めている。中国の清華大や北京大同様、政府からの優遇された補助金と大学基金の二重の資金を有しながら、後者の大学基金は設立以来順調な増加を辿ってきた。

2004 年に NUS Endowment Fund が正式に設立されたが、NUS はそれ以前の 1980 年代から寄付金の積み立てと投資運用を徐々に開始していた。そして 1990 年代に政府が大学財務の自立性を推進し、基金の長期運用の枠組みが固まると 2000 年代に現在の形へと発展していくことになった。ファンドの設立に伴い、投資オフィス（Investment Office）が設置され、専門的な運用体制へ移行した後、2010 年代には順調な運用を通じてアジア最大級のエンダウメントに発展するに至っている。

NUS 基金は 2004 年の約 10 億シンガポールドルからスタートし、2025 年には推計で約 150 億シンガポールドル（約 1.8 兆円）に成長しており、アジアの大学の中では最大級の規模に達している。なお、この推計額は純粋なエンダウ

メントファンド以外の複数の基金、寄付、大学の投資子会社の資産などを総計したものである。エンダウメントの21年間のCAGR（年平均成長率）は13.4%を記録しており、オルタナティブ投資（PE・不動産・天然資源）にも力を入れている（投資比率は非公開）。実はオルタナティブへの投資比重の高まりは、米国のエンダウメントに限定されたものではなく、米国を含む世界の政府系ファンドや年金基金においても見られることで、金融市場と資産運用が発達したシンガポールではテマセックなどの政府系ファンドにおいてもオルタナティブが組み込まれ、ESG投資の概念も浸透していることを指摘できよう。そして運用に関わる人的資源も豊富である⁽⁹⁾。

NUS インベストメントオフィスによれば、ガバナンスについては、大学理事会がアナリストや投資の専門家から成る投資委員会メンバーを任命している。このような基金の増加は、主として投資リターンとその再投資、および寄付金によるものである。とりわけ寄付金については、シンガポール居住者による寄付は寄付金額の250%が税控除されるという手厚い制度が存在し、シンガポールの企業や富裕層に対して寄付のインセンティブを高める役割を果たしてきた。大学側にとってはさらに寄付金相当の政府補助金の申請が可能となっており、投資リターン、寄付金、寄付金額に相当する補助金（matching grant）の獲得というように、エンダウメントの資金形成についてはトリプル相乗効果を伴うような仕組みとなっている⁽¹⁰⁾。

NUSにおけるエンダウメント運用は、PE・不動産・天然資源などのオルタナティブ投資の比率が高いことを特徴としている。この点については米国のエンダウメントと共通しているが、香港を拠点とする運用会社が少なくないことと、投資エリアの限定、PEや不動産ファンドなどの非流動的な資産であるため、流動化

（売却）に際しては一般的にディスカウントも発生しやすい。この点については収益率を下押しする要因となっている⁽¹¹⁾。

NUSによるエンダウメント運営から得られた毎年の収益は奨学金、教授、研究員の人件費、研究調査、学部などに配分されており、エンダウメントとその他の寄付を合わせた2024年の運用収益配分額は約4億シンガポールドル（450億円前後）に達している。米国のようにアセットクラス別のポートフォリオは公開されていないが、NUSの年次報告書、投資オフィス、外部報道などを総合的に勘案するとオルタナティブの比率は半分を超える可能性があり、米国の大手大学並みのポートフォリオ構成となっていると推察される⁽¹²⁾。

3 ハーバードマネジメントカンパニーの投資戦略とオルタナティブ

世界最大の大学基金として知られるハーバード大学のエンダウメントは、しばしばエンダウメント運用のロールモデルとして紹介される機会が多い。運用の主体は、1974年に大学によって設立された資産運用会社であるハーバード・マネジメント・カンパニー（以下HMC）である。こうした資産運用会社が設立される前は、大学側がエンダウメントの原資である寄付金の運用を行っていた。

基本的に米国の多くの名門大学は資産運用会社（マネジメントカンパニー）を通じて基金を運用しており、HMCは全米の大学の中で最も早く設立された。エンダウメントの規模でハーバードに次ぐスタンフォードでは1991年に、MITでは2004年にそれぞれ遅れて資産運用会社が設立されている。ただし、イエール大はマネジメントカンパニーではなく、内部組織であるインベストメントオフィスを通じた運営を行っている。

イエール大学のエンダウメント運用は、現在のオルタナティブ投資を中心としたポートフォリオ構築の先駆けとされており、大学という特殊な機関投資家に合致した流動性リスクを引き受けつつ、長期分散投資を行うというものであった。1985年から同大教授のD・スウェンセンがCIOとして大学内のインベストメントオフィスを立ち上げ、運営をスタートしたことにはじまる。この投資戦略の合理性はSwensen(2000)の著書で解説されており、以後いわゆるPE・VC・ヘッジファンドなどへの投資を中心としたイエールモデル（米国型エンダウメントモデル）は、アイビーリーグなど名門大を中心に全米の大学に浸透していくことになった。

Acropolis Investment Management (2019)は、2018年までイエールが20年間同じ資産配分を保有していたと仮定して帰属分析しており、VCのリターンがポートフォリオ全体のリターンの約75%を占める一方で、過去10年間でVCは30%しか占めていなかったとしている。オルタナティブ投資へのシフトが進展していく過程でVCの全体収益に対する貢献度の高さを知ることができるわけだが、後述するようにこの後、オルタナティブ投資における資産配分はハーバードに代表されるように、より分散化・細分化の傾向を強めていくことになる。

ここでは情報開示の範囲と規模の観点から、イエールモデルを採用したエンダウメント運用額で世界一の規模となっているハーバード大学のケースを取り上げていくことにしよう。以下HMCのオフィシャルサイトで公開されている情報に基づき、HMCの概要を紹介していくことにする。ハーバード大学のエンダウメントは、全体として14,000以上の個別基金から成り立っており、これらを一つの巨大プールとして運用しつつ、各基金の寄付目的（使途指定）を厳密に守る仕組みを持っている（各基金に口数を設定して運用・配分）。HMCは投資だけ

を一元化し、使途管理は大学本体が行うという二層構造になっていることを特徴としている。

2026年上半期現在、HMCの投資運用責任者(CIO, COO)は、コロンビア大学などのエンダウメント運用経験の長いスタッフが任用されており、CFO(Chief Financial Officer)はブラックロックで経歴を積み上げてきた投資のプロフェッショナルで構成されている。HMC設立以来、平均年率リターンは約11%で、2025年6月30日時点で資産価値は569億ドルに達していた。2025年会計年度には、エンダウメントからの分配がハーバード大学の運営収益の約40%を占めていたとしている。HMC設立以来、累計でHMCはハーバードに460億ドル以上を分配してきた⁽¹³⁾。

図4はHMCのポートフォリオであるが、75%以上はオルタナティブに分類される投資に向けられていることがわかる。これはアイビーリーグをはじめとする名門大学の中でも突出した数字である。多くの起業家を輩出し積極的にPE投資を行っている図5のスタンフォードの67%と比較しても高いことがわかる。HMCの各年次報告書では、長期的なポートフォリオの推移と変化に関する情報は公開されていないが、公開されている最も古い2018年版のポートフォリオと比較すると興味深い事実が浮かび上がってくる。2017年7月時点のオルタナティブ比率は60%で、公開株31%に対してPE16%、ヘッジファンド21%、不動産13%だった。各々の年間収益率は公開株が14%で全資産クラスでは2番目に高かったが、PEはそれを上回る21%を達成していた⁽¹⁴⁾。

公開株式に比較して非公開株式が高い収益率を上げることは既知となっているが、HMCの場合、近年においてもさらにPEへの投資を積み上げてきたことがわかる。表2はエンダウメントにおけるPEのカテゴリー特性を、特にHMCを念頭に置いて筆者が独自に作成したも

のである。同表を参考にしながら補足的に説明を加えていくことにする。

HMC が運用する PE 資産の中でとりわけ大きな位置を占めているバイアウト（Buyout）

は、外部委託のブラックストーンや KKR などの PE ファンドが企業を買収して価値を高めた後、数年後に売却して利益を得る投資手法を指している。買収先企業を担保とした金融機関か

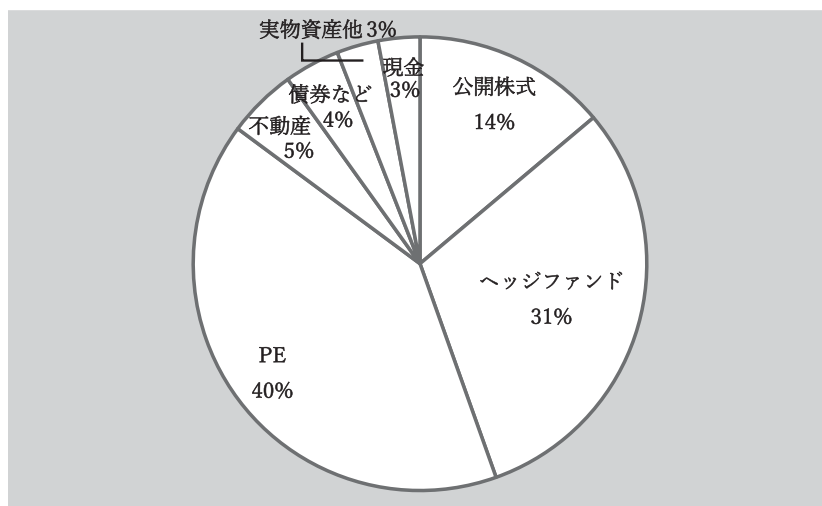


図4 HMC のポートフォリオ

出所：HMC（2025）Annual Report p. 12. より作成。

注）PE の内訳は、VC14%、バイアウト 13%、グロースベンチャー（グロースエクイティ）10%、グロースバイアウト 4% など。

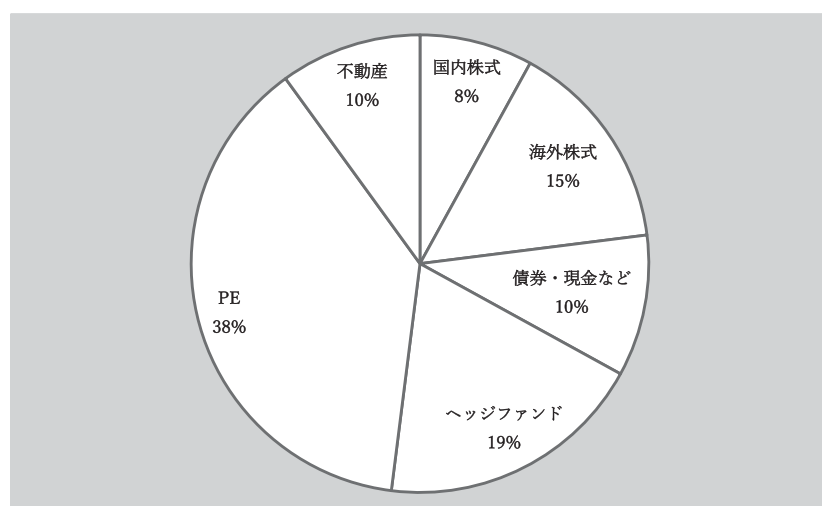


図5 SMC（スタンフォードマネジメントカンパニー）のポートフォリオ

出所：SMC ウェブサイトから作成。2025 年 7 月現在。

Stanford Investment Office, SMC, <https://smc.stanford.edu/our-strategy/> 2026.2.14. 閲覧。

表2 エンダウメントにおける PE のカテゴリー特性（HMC を念頭に置いた場合）

PE のカテゴリー	運用資産の特性
バイアウト ★★★★★	企業（公開企業を含む）の過半数株式を取得し、経営権を握って価値向上を行う。買収資金はレバレッジ（借入）を使うことが多く、買収ターゲットは主に安定したキャッシュフローを持つ企業が対象となる。投資期間は5～7年を目安とすることが多い。規模の大きいエンダウメントにおける運用の中心を担っている。ブラックストーン、KKR、カーライルなどのトップPEファンドに委託する 경우가多い。ただし、現在は主流カテゴリーであっても、パフォーマンスの疑念や本文で指摘した運用と経営の両面における困難さという問題は残っている。
グロースエクイティ ★★★★☆	成長企業に対する少数株投資でバイアウトとVCの中間に位置する。少数株保有で経営権は握らない。レバレッジも基本的に用いない。テック企業など成長企業が対象となる。投資期間はバイアウトとほぼ同じで、バイアウトよりリスクは低くVCより安定している。代表的なファンドはGeneral Atlantic、TA Associates、Summit Partnersなどである。
セカンダリ ★★★★☆	既存のPEファンドの持分（LP持分）や、企業の既存株式を「二次市場」で購入する投資を指す。随時ファンドに投資できることからバイアウト、GEに比較し投資期間が短くなりやすく流動性が高いことを特徴としている。ポートフォリオの位置づけとしてはリバランスとして使いやすいこと、キャッシュフローの予見性が高いことなどである。Lexington Partners、Ardian、Coller Capitalなどが代表的なファンドである。
VC ★★★★☆	他のカテゴリーに比較して古典的なPEで、長期的なリターンの源泉の一つである。HMCはシリコンバレーの大手VCに早期から出資し、Google、Amazon、Facebook、NVIDIAなどの初期投資ファンドに間接的に参加していたと思われる。VC投資は、HMCなどの大規模エンダウメントにとって長期リターンの源泉の一つとなっている。
ヘッジファンド ★★★★☆	景気変動に左右されない絶対収益の確保を目指す。投資戦略によって主に1. ロング・ショート株式、2. グローバル・マクロ（金利・通貨・コモディティ・株価指数が投資対象）、3. マルチストラテジー（複数戦略の組み合わせ）、4. クレジット（社債・ローン・ストラクチャード商品が対象）、5. イベントドリブン（M&A、スピンオフ、再編、新製品発表などのイベント発生を予想して投資する）の5つに分類される。
不動産 ★★★☆☆	実物投資ではなく、PE型不動産ファンドを通じて、商業不動産・住宅・ライフサイエンス施設・学生寮などに投資。
天然資源 ☆☆☆☆☆	天然資源（農地・林地・プランテーション・石油など）に投資。HMCをはじめ多くの大手大学は、2010年代後半以降資産を売却し、撤退している。

出所：HMCに関する過去の関連報道などを参考にして筆者作成。

注）1. アセットアロケーションの分類 ★★★★★最重要 ★★★★★重要

★★★★☆安定資産 ☆☆☆☆☆ほぼ撤退

- 表に示されているように、PEの各カテゴリーはさらに投資戦略などによって細分化されている。どのカテゴリーを重要視するのかは大学のエンダウメントごとに異なっており、各大学では運用会社を公式に公開していない。ただし、一般的には、例えばヘッジファンドではマルチストラテジーが選好されやすいとされている。
- プライベート・クレジットに関してはHMC側の関連情報はなく、主要なエンダウメントにおいても同様であった。GP側がPEにダイレクトレンディングなどを含めて運用している可能性が考えられる。

らの借り入れを通じたLBO（レバレッジドバイアウト）は、米国におけるM&Aの大きな潮流の一つとなっている。

表には記載しなかったが、グロースバイアウト（Growth Buyout）は、PEの中でも成長企業に対する買収型投資を指すカテゴリーで、バイアウトとグロースエクイティ（成長投資）の中間に位置する投資手法である。ここでもレバ

レッジが用いられる。グロースエクイティは少数株投資で成長が見込まれる未公開・スタートアップ企業に成長資金を提供することを目的としている。こうしたPEの投資手法と戦略はスタンフォードやMITなどでも行われているが、HMCのポートフォリオに占める比率は一際高くなっていることがSMCのポートフォリオとの比較から明らかになっている。

HMCが出資している具体的なPEやVCのリストは非公開だが、過去の公開情報や業界の間で既知とされていることから、HMCが実際に投資し現在も関係が深いファンドや運用会社を特定することはできる。HMCのホームページ内ではトップクラスのファンドに出資していることを明らかにしている。PEを種別に見るならば、パイアウトファンドとしてはブラックストーン、KKR、カーライルなどの世界的なトップファンドが代表的なものである。成長投資としてのグロースエクイティやセカンダリについても業界トップのファンドへ出資していると思われる。VCについてはセコイアキャピタルなどが代表的で、Hardymon, Nicholas and Fouka (2014)によれば、ハーバードはVCに対する「初期の機関投資家」としても知られている⁽¹⁵⁾。

PEへの投資比率が高いことは、ハーバードを筆頭とする米国の名門大学がスタートアップやユニコーンなどの成長を支える重要な機関投資家の一つとなっており、資金供給を通じた有望スタートアップとのリンケージが形成されていることを意味している。同時にアセットとして流動性が低いことから長期的な投資を堅持する一方で、パイアウトによって（公開、未公開を問わず）買収対象企業の売却前の事業売却などを通じた収益と流動性の確保が行われている。

PEを含むオルタナティブへの比率の高さは、米国の公務員年金基金などにおいても見られることで、投資哲学としてはESGが重視されるケースが多い。いずれにせよマネジメントカンパニーを通じた投資は、米国におけるエンダウメントの大きな特徴であるといえよう。と同時にPEファンドへの資金供給を通じて有望なスタートアップとのリンケージも形成しており、スタートアップに対するエンジェル投資家としての役割を担っていることがわかる。

米国のエンダウメントに関する現在の研究

は、既に述べたように制度的な歴史研究を除けば、その投資行動やモデルの有効性、パフォーマンスに着目したものが大半だが、近年では長期的な傾向や投資ポリシー、さらに人的資本にまでおよんでおり、特殊な機関投資家としてその実態がクローズアップされるようになってきている。

MIT、ハーバード、ブラウン、イエールなど12の大規模大学のエンダウメントに焦点を当て、Miranda and Hurdle (2024)は独自の付加価値パフォーマンスを計算し相対的な評価を試みている。オルタナティブ、特にPEへ資産配分を高めた今日のエンダウメントモデルについては、リスク調整後のベンチマークを上回る超過リターンがあるとして、パフォーマンスについては一定の評価を下している。ただし、PE比率の高い大規模なエンダウメントが平均的なPEやVC以上の高いアルファの利益を出せるかは明確ではなく、より多様な流動性モデルの優位も考えられるとして将来的な不確実性にも言及している⁽¹⁶⁾。

このように代表的な米国エンダウメントの研究は、PE資産への傾斜を強めたここ20年程の状況を投資リターン、人的資本、組織などの観点から論及したものが多い。他方でPEとVCへの投資比重の大きさは、米国におけるユニコーンや有望なスタートアップが世界一多いという市場環境も影響しており、Binfarè et al. (2023)が強調している人材資本と情報ネットワークを通じた大規模エンダウメントの優位性をこうした外部的な市場環境から確認することができる。

HMCのリターンの推移については、一般的な他のインデックス（S&P500、伝統的な株式60債券40のポートフォリオ）のそれを上回るもので、その成果として毎年多額の運用収益分配金がハーバード大学側に入っている。2020年以降20億ドルを超える額となっており、分

配額の増加は HMC がオルタナティブへの比重を高めていった時期と符合していることがわかる（図 6 参照）。また 2010 年代には米国でユニコーンや有望なスタートアップが急増していった時期とも符合している。HMC が未公開株市場における資金供給者としての役割を高めていくとともに、他方で LP（Limited Partner）として大手の PE・VC への外部依存性を高めて今日の状況に至っている。

こうした傾向は最も規模の大きいハーバードのエンダウメントに限ったことではなく、上位大学に共通していることである。HMC の場合、運用規模の大きさに加えてオルタナティブの分散化が進んでおり、資源・不動産投資なども含まれている。いわばイェールモデルの運用規模をさらに大きくして、オルタナティブ、特に PE への投資を多角化していることがハーバードモデルの最大の特徴となっている。

再び既出の表 2 から PE のカテゴリー別資産の特性について言及するならば、上位大学のエンダウメントの中でも、ハーバードはバイアウトを大きく組み入れており、PE の中核をなす資産クラスとなっている。そして同じ PE の中で、

Buyout（安定）+Growth（成長）+Secondary（流動性）の組み合わせを実現させていることがわかる。VC だけに偏らず、リスクを分散できる PE ポートフォリオとなっていることもわかる。

2010 年代以降、逆に比重を低めてきたのはその他のオルタナティブに分類される不動産（外部ファンドに投資）と天然資源である。不動産は比率が低下したものの、安定したキャッシュフロー確保という意味では一定の重要性は維持している。顕著な低下は天然資源で事実上撤退の方向にある。こうした傾向は上位大学のエンダウメントでも概ね同じ傾向にある。ただし、例外としてはテキサス大学システムとテキサス A&M 大学システムの資産運用・投資会社である UTIMCO（The University of Texas/Texas A&M Investment Management Company）の石油ファンド PUF（Permanent University Fund）があり、テキサス州の鉱区からのロイヤルティ収入が巨額なため、UTIMCO 全体のエンダウメント規模も大きくなっている。

このようにハーバードモデルはイェールモデ

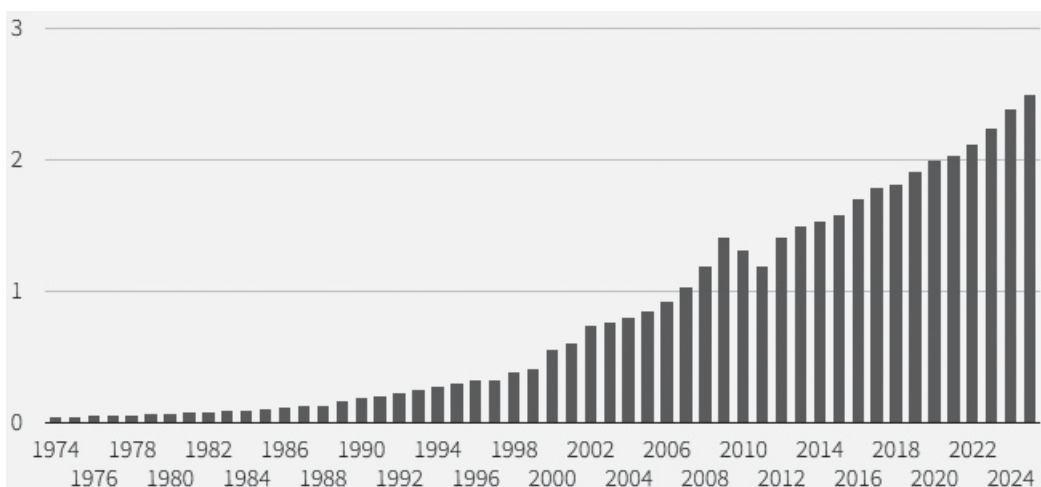


図 6 HMC からハーバード大への運用収益金の分配額（PayOut）の推移（単位：10 億ドル）
出所：HMC ウェブサイトより。<https://www.hmc.harvard.edu/about/> 2026.2.11. 閲覧。

ルのオルタナティブのPEが多角化し、その発展的な継承として一種の進化を遂げたものと理解することが可能であるが、問題はないのだろうか。先行研究で紹介したように、全体としてのエンダウメントモデルのパフォーマンスに対する疑問以外に、こうしたPEの多角化の進行過程において、表に示さなかった企業融資であるプライベート・クレジットもPEの中に組み込まれており、近年リスク性の高さが指摘されることが多くなっている。

PE、とりわけバイアウトが主流になりつつある中で、機関投資家サンプル（2020年12月時点）からの高品質なキャッシュフローデータを用い、30年以上という長期的なPEとVCの運用パフォーマンスとそれらの持続性を研究したHarris et al. (2023)によれば、VCのパフォーマンスに持続性が確認できる一方で、バイアウトファンドのパフォーマンスの持続性は時間とともに著しく弱くなるという傾向があるとしている。実際、買収対象となる企業が限定されることや経営権を取得してハンズオンを行うことなどバイアウトはVCや他のオルタナティブに比較して、より経営の実務的な困難に直面しやすいことが考えられる。

参考までにとどめておくが、表3は長期にわたるPEのビンテージ年ごとのIRR（内部収益率）分位数の動向を示したものである。PEのトップファンド（top quartile）と下位の差は著しく、PE運用の卓越性が必要とされることが、エンダウメントを含めた機関投資家がトップファンドを選好することは、トップファンド間の競争の激化も示している。そして同じことはVCにも当てはまるものである（同表注参照）。必然的にアルファを取りやすいファンドが競争の勝者としてエンダウメントや年金基金などのGP（General Partner）に選ばれることになる。

トップファンドといえども、細分化された

PEやVC以外のオルタナティブ比率の見直しが常にGP側に求められることになる。Harris et al. (2023)が問題視したバイアウトのパフォーマンスについては、Bain & Company (2025)のレポートも過去10年間のグローバル・バイアウトの運用資産残高は3倍になった一方で、純資産に対する分配割合は2014～2017年の平均29%から2024年には11%に減少したことを指摘しており、2022年以後同じように低水準にとどまっている。こうした全体的な動向はエンダウメントの分配にも影響を与える可能性がある⁽¹⁷⁾。

いずれにせよ、多くのユニコーンや有望な大規模スタートアップの存在は、そもそも資金供給側の規模の大きさに由来しており、今や米国におけるエンダウメントはハーバードに限らず、PEやVCなどの運営側であるGPへの重要な資金供給の役割を果たしているLPとなっている。欧州と比較してもエンダウメントによる資金供給の規模とスタートアップ企業とのリンケージが強く、さらにこの点では次節で見るように日本のエンダウメント、VCの零細性とは対照的な様相を呈していることが鮮明となっているのである。

全体的な動向としてPE、とりわけバイアウトが主流となる一方で、オルタナティブの中ではリーマンショックを契機とした銀行融資規制の強化や低金利環境などの持続によって増大してきたプライベート・クレジットを懸念材料として挙げることができよう。Zou (2026)によれば、運用資産としてのプライベート・クレジットは、2010年の1,580億ドルから2024年半ばまでに世界でほぼ2兆ドルに成長した一方で、定量的に十分な厳しいストレス条件下でのテストが行われず、プライベート・クレジット評価の不透明性などもあって継続的なモニタリングとデータ収集・分析が不可欠になっているという⁽¹⁸⁾。

表3 PEのビンテージ年ごとのIRR分位数

ビンテージ年	上位 10%	上位 25%	IRR 中央値	下位 25%	下位 10%	ファンド数
2000	29.74	22.65	13.25	6.31	-2.19	116
2001	47.06	32.77	21.10	11.55	2.00	67
2002	36.28	25.75	16.10	6.03	-1.38	63
2003	42.03	26.48	16.25	9.13	2.40	74
2004	37.42	23.98	12.83	3.45	-0.66	66
2005	22.04	14.25	8.70	2.83	-2.22	115
2006	20.34	13.39	9.34	4.71	-1.81	175
2007	23.21	16.00	9.40	4.33	-2.34	183
2008	24.01	16.75	10.50	5.65	-2.92	139
2009	26.59	21.50	13.60	6.93	-1.04	65
2010	26.89	21.51	12.82	5.81	-0.53	73
2011	31.57	21.10	13.78	7.89	1.15	104
2012	32.15	23.85	14.81	8.25	1.57	120
2013	31.48	23.35	15.13	9.89	2.27	115
2014	33.18	24.93	17.30	9.39	5.09	120
2015	29.24	22.10	16.29	11.35	4.79	128
2016	34.99	22.23	17.39	12.39	7.46	132
2017	36.54	25.19	18.20	14.63	8.27	117
2018	32.58	23.37	16.35	12.30	8.06	156
2019	29.32	22.72	16.20	10.53	6.27	155
2020	31.16	22.00	14.70	9.21	5.07	137
2021	28.83	19.60	10.63	2.84	-3.09	206
2022	25.03	17.58	8.05	-6.73	-16.68	150
2023	38.89	18.66	9.46	-6.51	-30.89	89

出所：Global PitchBook Benchmarks 2023 Q3, p. 12. の表からIRR分位数の部分抜粋して筆者作成。

注) 1. 欧米だけでなく、世界全体での統計として新興国市場も含んでいる。

2. ビンテージ年とは、ファンドがプロジェクトまたは企業に資本を提供して最初の投資を行った年のこと。最初の投資年を確認できない場合は、ファンドの最終クローズ年をビンテージ年としている。

3. 内部収益率として知られるIRR（Internal Rate of Return）は、過去のキャッシュフローのシリーズを割引した際に、それらのキャッシュフローの正味現在価値がゼロになる割引率のこと。実質的な年利回りを指すと考えてよい。

4. VCのIRR分位数も同じ特徴を持っている（同p. 19. 参照）。

5. 網掛け部分はマイナス。

プライベート・クレジットのシステミックリスクの可能性に踏み込むことはここではできないが、少なくとも融資対象企業側（中堅企業）の需要に対して、資金供給側のGPがオルタナティブの中での相対的な総合コストを勘案した

結果として増大させてきたことも否定し難い。表4はオルタナティブ内の総合コストを比較したもので、そもそもオルタナティブは伝統的なアセットクラス（公開株式、債券）よりコストが高いわけだが、とりわけバイアウトはオルタ

表4 オルタナティブ投資のGP側の総合コスト比較

オルタナティブ	総合コスト評価	コスト要因発生のプロセスと概要
VC	★★★	投資先企業の発掘、デューデリジェンス、ハンズオン（経営支援やガバナンス関与）、エグジット戦略の構築など。人材集約的で運営費用とGPメンバーの時間コストも大きくなる。
バイアウト PE	★★★+	コスト要因発生のプロセスはVCとほぼ同じだが、バイアウトの場合、対象企業の発掘とそれらの数が少ないことと、初期の投下資本が大きくなりやすく、M&A後のPMI（Post Merger Integration）に多くの労力（GP側の工数）が必要となる。中期の期間（5年前後）で統合を実行・モニタリングするケースが多く、途中で必要に応じて事業売却も行う。全体的に固定費もかかりやすい。
不動産	★★	実物投資については、案件規模が大きいため物件管理に関するマネジメントや開発案件での工程管理、現場対応などのオペレーションも必要となる。ただしRIET（私募）については伝統的投資並みのコストになる。
プライベート・ クレジット	★	銀行融資の代替という位置付けのため、モニタリング中心で自動化の余地が大きい。融資ストラクチャリングとクレジット審査、および投資後はコベナント管理（融資契約における借手が守るべき条件や制限を定めた条項の管理）や定期的なモニタリングが中心となるため、PEやVCのようなハンズオンやエグジット設計は原則不要となる。ドキュメンテーションも標準化されているため、時間コストと人材面では最も総合コストが低い。さらに融資対象の企業も多いためにスケール（全体件数）が大きくなる傾向がある。他方で金利動向などの市場環境の変化によって、スケールやスプレッド（収益率）は影響を受け、企業側のデフォルトなどのリスクも高まりやすい。

出所：筆者作成。

注）1. ★★★+最も総合コスト大 ★★★総合コスト大 ★★総合コスト中位

★総合コストが相対的に低い

一般的なコスト発生を想定。

2. プライベートクレジットにも複数の投資形態と手法（メザニン、クレジットオポチュニティなど）があるが、ここでは基本的にダイレクトレンディングを想定した。

ナティブの他のアセットより総合コストが高く、GP側の負担が大きいが示されている。

こうした総合的なコスト要因も、供給側であるGPが規制や金利変動などの外部環境以外にプライベート・クレジットを選好する一つの大きな理由になっていると考えられる。GPも一律ではなく、与信管理の程度によっては損失を拡大させるGPも出てくる可能性があり、それが巨大GPであった場合のシステムリスク発生の懸念は払しょくできていない。こうしたGP側の特定アセットクラスへの選好が、PL側であるエンダウメントに影響を与えることについても織り込んでおくことは必要であろう。

4 日本におけるエンダウメント運用の現段階〔1〕

リーマンショック前後から現状に至るまで

2008年に発生したリーマンショックは、金融デリバティブ商品に投資していた日本の一部企業に多大な損失をもたらしたが、それ以上に世間の耳目を集めたのは大手私大の多額の損失が発覚したことだった。最終的に200億円以上の損失を確定させた大学もあり、大手私大を中心として損失額は数10億円以上に集中しており、投資対象となった金融商品は主に通貨スワップ取引であった⁽¹⁹⁾。

当時の一連の報道から複数の大学がデリバティブ取引による損失に至るまでの経緯を追ってみることにしよう。2008年12月6日付けの朝日新聞では、学校法人南山学園（名古屋市昭

和区）が資産運用で始めたデリバティブ取引で約34億円の損失を出したことが報じられた。急激な為替変動の影響によるものとされ、2006年からの取引開始から約26億円の利益を出しており、この時点で取引解除後の実質的な損失は8億円ほどであった。この年、急速な円高が進行し、既に駒澤大学が同様の取引で150億円以上の損失を出していた⁽²⁰⁾。

しかしながら、複数の大学を巻き込んだデリバティブ損失事件はこれで終わらず、その後も損失が拡大し、新たに損失が判明した大学が相次ぐことになった。その典型的な事例として南山大学の顛末について詳述すれば、朝日新聞の報道後も損失は拡大し続けることになった。南山大学は複数の金融機関とデリバティブ取引の契約を結んでおり、損失の見込み額の拡大につれて順次契約を解除した結果、最終的に220億円以上の損失が確定することになった。最終的に、この損失額は複数の大学の中で最も大きな額となった。

2008年以降、こうしたデリバティブ取引で多額の損失を計上した大学は、同じ愛知県だけでも南山大学以外に、愛知大学などを挙げることができる。また関東では駒澤大学、立正大学などが損失を発表していた。これら一連の損失事件において、興味深い点は特定の大学に限られることと、地域的に見れば、関西の大手私大の名前が挙がっていないことであろう。

損失を出した大学とそうでない大学の明白な違いは、デリバティブ取引の契約の有無という簡単な事実に戻ることができる。つまり資金運用においてリスクの高い投資を行っていたか、現預金や債券などを中心とした保守的な運用であったかに分かれる。当時の主流は後者であったが、その中の1校として当時から運用状況を開示していた関西大学の場合、リーマンショック直後から運用委員会を設置しており、運用に関する方針を発表し資金運用の透明化が

図られていた⁽²¹⁾。

このため当時の大手私大の詳細な資金運用の実態を知る上では、関西大による情報開示がほぼ唯一の情報源となっている。2008年と2009年の運用総額は各々862億円、703億円となっており、いずれも現預金が66%前後で、残りが有価証券となっている。有価証券の内訳は公社債・民間債・仕組債から成る債券投資となっており、2009年では仕組債が有価証券投資全体の約65%を占めていた。この時点で大学側の説明では過去15年間を通じて、仕組債への投資額と比率が増え続け10年間の仕組債の運用利益は3%を超えるものであり、国債のようなローリスク・ローリターンでは低金利状況下でこのような運用収益をあげることができなかったとしている。

仕組債は基本的にはデリバティブ商品の一種であるが、関西大学が運用していた仕組債は円安局面では利回りが高まり、円高局面では利回りが減ることで為替変動の面においては部分的に通貨スワップと似ているが、満期保有により損失が短期に確定することがない金融商品であった。同志社大や立命館大など関西の大手私大は資金運用についての開示はなかったが、こうした主流派に属していたと思われる。

むしろ大半の大手私大は、2000年代前半からリーマンショック時においては極めて堅実な資金運用を行っていたのが実情であった。それは裏を返せば、入学金・授業料、補助金などの主なバックグラウンドインカムが安定していたことによって支えられていたと言ってもよく、積極的な運用の是非は各大学の経営体制と大きく関わっていたのである。

リーマンショック時に米国のエンダウメントも多額の損失を出し、ハーバードなどでも雇用をはじめとして学内の財政運営に一時的に支障をきたしたことは確かであった。ただし、日本のようなデリバティブ投資による確定した損失

ではなく、基本的に評価損であったことから、その後の運用益の上昇による回復も早かった。しかも既に述べたように、2000年代以降、米国のエンダウメント運用はオルタナティブ投資へとシフトしており、基本的に流動性の低い長期投資であった。そして組み入れ資産としてのデリバティブはリスクヘッジを目的としたものに限定されており、ネグリジブルなものであった⁽²²⁾。

日本の場合、証券会社による営業攻勢を通じてデリバティブ契約が、結果としてCFO、CIO不在の資金運用における幼弱なガバナンス体制にあった複数の私大の損失額を拡大することにつながった。私大の多くは学内教員が理事になり、教学側が経営体制を担っている場合が多い。他方で教学と法人側の経営体制が分かれている場合もある。大学・学校法人が資産運用と投資についての専門的な人材と組織を欠いたまま、証券会社と契約を交わしていたという実態だけが露になった。

これら通貨スワップのデリバティブ取引で損失を計上した大学法人については、共通した特徴があり、一つは財務担当を中心とした資金運用に関するガバナンス体制の不在、そして、もう一つは大手証券会社などの金融機関が潤沢な資金を持つ大手私大を営業ターゲットとしていたことであろう。ガバナンス体制の不在については、南山大、駒澤大などの財務担当の契約責

任者が金融デリバティブ商品に対する専門的な知識を持たない教員(当時教授)であったこと、およびそうした契約内容を審議し認可する大学法人側組織の非専門性を挙げることができよう。

二つ目の共通点としては、大手証券会社とリーマンショック発生以前からデリバティブ取引を行い、一定の運用収益を上げていた点であろう。バブル崩壊後の低金利状態で潤沢な運用資金の効率的な運用を求めている大学法人側と証券会社側のデリバティブ商品の販促活動が一致していたことである。リーマンショック以前の好調な運用実績に支えられて、契約した大手私大のデリバティブによる運用規模と契約件数も膨れ上がり、結果的に円高に転じた時に巨額の損失計上につながっていくことになった。

当時の一連の報道において最も詳細に報じられた南山学園(南山大学)の場合を見てみると、通貨スワップなど36件ものデリバティブ取引を結んでおり、これら契約件数の多さは2007年までに26億円の運用収益を上げていたことからわかるように、また証券会社側が大学に寄付を行って取引関係を深めていたことによってもたらされたものと考えられる。最終的な損失額は公表されている一方で運用元本は公表されていないが、損失額が運用元本を大きく超えていたとされている。

通貨スワップ、金利スワップ、店頭デリバティブなどのデリバティブ取引は、そもそも元

表5 通貨スワップ取引のイメージ

ステップ1 契約開始	大学側：・円金利を支払う・ドル金利を受け取る・為替レートが一定範囲なら利ザヤが出る 証券会社：・ドル金利を支払う・円金利を受け取る
ステップ2 平常時(円安～安定)	・為替レートが想定レンジ内→大学に毎年利益(利ザヤ)→契約増へ
ステップ3 ショック(急激な円高)	為替レートが急激に円高へ→将来のキャッシュフローの現在価値が大きくマイナス→評価損が一気に膨らむ→解約しようとする→巨額の解約金が発生

出所：関西大学の開示情報などを基に筆者作成。

注) 通常、通貨スワップにはロックアウト条項が付いており、一定の為替水準に達すると契約終了(ノックアウト)となる。しかし、その前に損失が確定しているため、帳簿上・実際のキャッシュフローでは損失が確定することになる。

本を超える損失が発生する可能性のある代表的な金融商品であり、円高にシフトすることで莫大な損失が発生するメカニズムを持つものであった。表5は通貨スワップ取引を簡略的に表したものであるが、伝統的な金融商品（証券、債券など）などに比べて、その内容は極めてわかりにくく、後に説明義務責任などをめぐって南山学園など複数の大手私大が証券会社を相手取り訴訟を起こすこととなったが、後に敗訴している。

基本的にデリバティブは、原資産を直接保有せずに、その価格変動リスクや差額だけを取引することが可能な契約である。為替などの市場が逆方向に動くと、理論上無限大の損失が発生しうることになるハイリスク・ハイリターン商品である（ギャンブルに近いと言い換えても本質は外れていないと思われる）。一見、安全装置のように見えるロックアウト条項（表5参照）も損失を確定させるだけで、証券や債券の現物取引のように含み損（評価損）が生じても市場の回復を待つことができない。同時期に慶応大学が巨額の評価損を出したケースとは異なっていた。

訴訟に関しては大学法人による投資は、個人と異なり法人である投資家による投資であり、南山学園側による証券会社による説明不足と適合性原則違反を理由とした損失の請求は裁判所によって棄却されることになった。担当理事（当時教員）が36件の契約を承認し、取引した証券会社は7社に上っていたことから、法人投資家としての責任を大学法人が負っていることを明確にした判決であった⁽²³⁾。

リーマンショック前後に資金運用を行っていた大手私大も、運用についてはデリバティブで損失を確定させた南山大学、駒澤大学、愛知大学などとは別に、慶応大学のように評価損を公表したケースもあるが、こちらのケースはデリバティブだけではなく、伝統的な証券、債券投

資が運用の中心なので運用方針が異なっていたことがわかる。主要な私立大学においては早慶とともに、小藤（2017）（2023）によれば、上智大学、東京理科大学も資産運用において一定程度リスクをとった運営を行っていたとしている。これらのグループは評価損側に属しており、実際の運用額は慶応大学の場合、ポートフォリオは公開されていなかったが、評価損の公表によって積極的な運用が行われていたことが明らかになっている。

小藤（2017）によれば、慶應大の運用の特徴として株式比率の高さ、外債・外国株式、そして一部オルタナティブ投資（ヘッジファンド・不動産など）も含まれていたとしている。同様の運用をしていた大学は、早稲田・上智・東京理科大など東京の大手私大が含まれており、デリバティブ損失組とは異なるグループを形成していた。これらの私大はリーマンショック後のポートフォリオの見直しを経て、現在の運用スタイルに至っており、特に慶應大は次節で述べるように米国型の運用を一部取り入れていたことがわかる。

このように当時各大学の損失状況が報道された背景には、バックグラウンドインカム以外に大学が「財テク」を行っていたという意外感があったように思われる（財テクはバブル以降頻繁に使われた用語で、企業などが本業以外で投資運用を行う以外に個人レベルでも頻繁に用いられたが、その後死語と化している）。そして、もう一つの意外感とは、主要な私大において18歳人口の減少を見越した資金運用による財政基盤の強化が図られていたということであろう。

しかしながら、大手私大の資金運用については、運用そのものがデリバティブ損失組と伝統的な投資対象である証券・債券などを中心とした評価損組だけではなく、多くは先に見た関西大学のように現預金を中心とした保守的な運用に留まっていたのが当時の状況であった。実

際、関西の大手私大では損失報道は一部を除くと公表されておらず、運用状況が非公開ということもあるが、関東や愛知の一部私大とは温度差があったことも事実である。

唯一、リーマンショック直後から今日まで運用状況を公開している先の関西大学のケースを取り上げれば、慎重なリスク管理は継続しているものの、2024年時点でのポートフォリオのリスク性資産のほとんどは証券（株式を中心

とした投資信託）で、低金利利状況の継続もあってリーマンショック直後より増えている点は注目されよう。そして長期分散を前提としながらも現預金比率を約50%で維持している（図7）。運用資金総額は900億円前後を超えないと推計でき、運用成果（2024年）については、国内債券による運用収益が3.1億円（前年2.7億円）、外国債券による運用収益が4.7億円（同4.7億円）、リスク性資産の運用収益は6.3億円

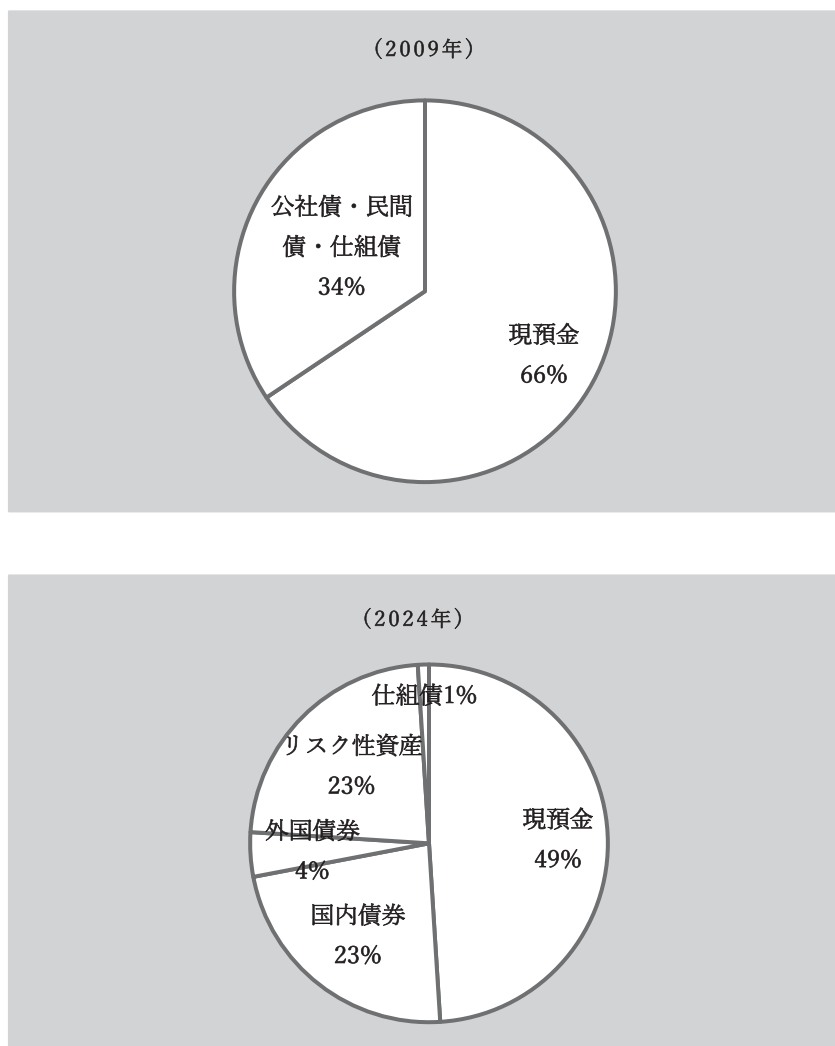


図7 関西大学のポートフォリオの変化

出所：関西大学「2025年度資金運用方針」など開示資料から作成。

注）2009年の運用資産額703億円、2024年の運用資産額700～900億円と推計。

（同 8.6 億円）となっている。残りは短期運用で金銭信託 0.5 億円（同 0.2 億円）、仕組債等 0.3 億円（同 0.3 億円）で運用収益の合計は 14.9 億円（同 16.5 億円）に上っていた⁽²⁴⁾。

リスク性資産の運用については、パッシブ運用、インカム型運用などで証券会社に委託していることから、保守的な運用方針であり、現預金と債券が中心であることには変わりはない。関西大学の運用規模から推察できることは、運用に関する情報公開を行っていない他の大手私大についても、運用規模と範囲について大差ないと考えられよう。

少なくともリーマンショックの前後においては資金運用については、運用に関する組織とガバナンスが事実上多くの私大では不在であったことと、そうした中でも今日に至る、やや主体的な運用を行っていた大手私大グループ、および現預金や債券投資を中心とした運用に慎重な大手私大グループの 2 つに分けられることができよう。他方でリーマンショック後の株式市場の回復と NY ダウ、日経平均の上昇、デフレからインフレへの転換過程において、やや主体的に運用を行っていた私大の中には部分的に米国型のエンダウメント運用に舵を切る私大が現れるようになってきている。さらに大手私大だけでなく、一部国立大学法人も制限と規制がありながらも資金運用への志向を強めつつある。それがリーマンショック後の現状であると思われる。

5 日本におけるエンダウメント運用の現段階 [2] 現状

欧米の大学と異なり、日本の多くの大手私大は詳細なエンダウメント報告書を出しておらず、従って運用規模だけでなく正確なポートフォリオを知ることが困難になっている。前節で取り上げた関西大学はむしろ例外であった。

川崎（2019）は、米国の大学で 19 世紀初め

以降に形成・定着した信託概念（Fiduciary Duty）を紹介しつつ、日本の私立大学への資産運用における適用可能性を論じている。しかしながら、信託概念そのものが日本の私立大学において希薄であるため、米国でみられる証券理論をベースとした長期分散投資やポートフォリオなどの米国型運用を模倣することにはガバナンスや組織面などで克服しなければならない点が少ない。他方で多くの私大にとって、バックグラウンドインカム以外の財務基盤の構築は不可欠となっている。また小藤（2013）は、米国のエンダウメント経営には日本の私大が学ぶ点が多いとして、日本への適用可能性を論じてきた。

そうした適用可能性が議論される中でも、現時点でエンダウメント運用において日本で最も先行している私大は慶應大学である。運用主体は大学内慶應義塾基金室（Keio University Fund Office）で、2026 年 3 月現在で約 3,000 億円超（推計）に達している。特筆すべきことはその投資戦略で、オルタナティブが資産運用全体の 25% を占めていることである。全体としてパッシブ型ではなくアクティブ型の運用を行いつつ、米国型エンダウメントモデルを目指していると思われる⁽²⁵⁾。（全体のポートフォリオは未公開）

さらに基金室による資金運用とは別に慶應大学の場合、2010 年代後半からファンドを設立し運用していることを大きな特徴としている。欧米の大手私大のように数兆円の規模で運用しているケースと比べれば、資金規模の点では大きく見劣りすることは避けられないが、VC としての機能も持ち合わせている点では欧米の大手私大と共通している。2015 年 12 月に大学発の研究成果を社会実装するために大学によって投資会社が発足するとともに、第 1 号ファンドとして、慶應イノベーション・イニシアティブ（KII）が設立された。続いて 2020 年 1 月に 2

号ファンドが、2023年10月に3号ファンドが設立され、2号ファンドは慶應大学内だけでなく、全国の大学発スタートアップの投資へと拡大し、3号ファンド（KII3号）はヘルスケア・デジタル領域への社会課題解決を重視したものとなっている。

質的な面から米国型の大学ファンドにより近いものであるとともに、VCであることから投資対象はスタートアップ・未公開企業ということになり、主にシード・アーリーステージのスタートアップを投資対象としている。特に「インパクトファンド」と呼ばれている3号ファンドについては、外部の出資者（かんぽ生命）を加えたVCの形態をとっている。ただし、3つのファンドを合わせても約350億円の運用規模で中小型ファンドと見なすことができよう⁽²⁶⁾。

慶應と並ぶもう一つの先行事例は、早稲田大学のエンダウメント運用である。当初の運用原資総額は1,130億円で、2018年に運用資産の1割をエンダウメント運用に割り当てて運用することを公表した。この資金については、名称を「Waseda Endowment」とし、これまでのミドルリスク・ミドルリターンを基本とした運用とは別に、リスクをやや高めることで従来以上の高収益を目指した運用を行うとしている。早稲田は研究の国際競争力向上を運用目的として前面に出している。2022年に雑誌『先端教育』（2022年11月号）の中で、同大財務担当の常任理事（当時）宮島英昭氏は、将来、国際ランキングでトップ50位以内に入るために運用資産額を約5,000億円に増やすことを計画していると語っている⁽²⁷⁾。

国立大学については、2017年以降文科大臣の認定を受けた大学のみ、寄付金などの「自己収入」に限り、株式・投信などの幅広い資産・金融商品に投資可能になった。ただし認定大学はまだ少数である。私大の大学基金による運営規模と比較すれば、国立大学の場合はさらに小

規模であるが、東京大学の大学基金は、研究基盤の強化と財務の安定化を目的に、金融界からプロの人材を招いて本格的な資産運用・投資ファンド化に乗り出している。運用資産は25年時点で約300億円規模だが、2027年までに1000億円規模への拡大を目標としており、特に注目すべき点はオルタナティブ投資を大幅に拡大し、長期的な収益確保を目指していることである。

東京大学は将来的にハーバードやイエールのように運用益を大学運営に活用するモデルを目指しており、経営協議会や資金運用管理委員会などの組織的な枠組みの中で、特にCIOが中核的な役割を果たすように組織が設計されている。2023年にCFO（最高財務責任者）とCIOの役職を導入し金融業界出身のプロを登用していることを大きな特徴としている。CFOとして菅野暁氏（元みずほフィナンシャルグループ執行役副社長、前アセットマネジメントOne株式会社取締役社長）が、CIOには元ブラックロック・ジャパンの福島毅氏が就任し、グローバルな投資戦略を導入している。こうした運用体制に伴ってオルタナティブ投資比率を20%から60%へ拡大しており、従来の株式・債券中心から、プライベート・クレジットや不動産、ヘッジファンドなどへの分散投資に比重を移している⁽²⁸⁾。

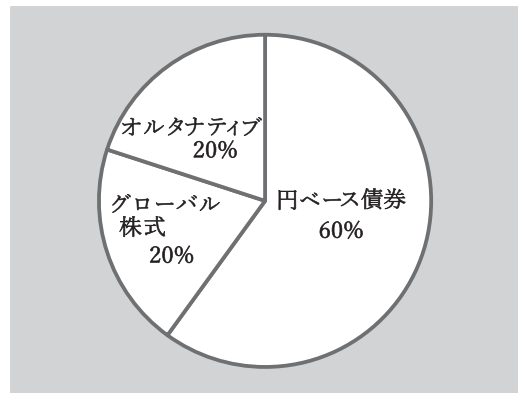
規模は別にして、こうしたオルタナティブ比率の高さだけ見るならば米国型エンダウメントに近いものとなっている。そして、パッシブ型に近い多くの大手私大の資金運用よりもより大胆になっていることがわかる。現状で運用規模自体は大手私大ほどではないが、日本では先端的な試みである。図8は、公開されているポートフォリオと運用収益などを記載した同大寄付金資金運用報告書から簡略的に作成したものである。基本ポートフォリオは、円ベース債券、グローバル株式、オルタナティブで構成されて

おり、全体の6割がオルタナティブで占められていることが確認できる。

投資収益率を見ると、オルタナティブは46%に達しており、債券・株式も比較的高いパフォーマンスを示していることがわかる。そして全体の評価損益は、約63億円のプラスとなっている。オルタナティブは、PE、不動産、プライベート・デット（またはプライベート・クレジット）、ヘッジファンドで構成されており、不動産（非上場不動産ファンド）の比率が比較的高くなっている。この構成はハーバードなどのポートフォリオと似ており、多くの大手私大の資金運用とは大きく乖離している。単にパッシブ型と異なるアクティブ型と見なすことも妥当ではない。

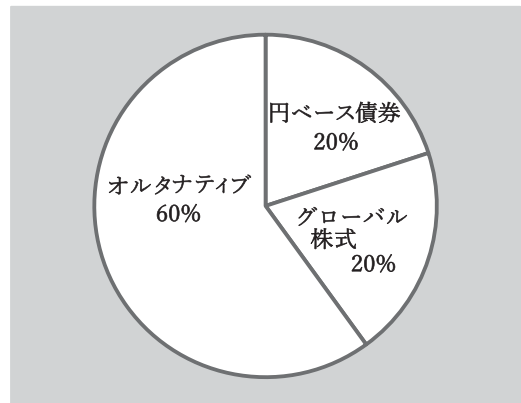
またパッシブ型運用の中心をなす債券投資においても、従来と異なったアンコンストレインド（unconstrained）戦略が採用されている。アンコンストレインドとはリーマンショック以前に主流とされていたインデックスに制約された債券投資ではなく、運用者がより自由に世界中のあらゆる債券に投資することができ、リーマンショック後の低金利・債券価格の下落などを受けて広がった投資手法でもある。高利回りの社債や外債などが投資対象になり、当然ながらリスク性も高くなる。オルタナティブ投資同様に運用責任者の裁量と権限が強いことを示している。

米国の大手大学と同じく、オルタナティブのような流動性の低い投資対象を選択対象としていることは長期的な収益の最大化を狙ったものであり、流動性の高いパッシブ型やアクティブ型運用とは異なったものである。オルタナティブの中で不動産の比率が比較的高いのは、米国のポートフォリオに倣ったものと思われる。米国との共通点として、もう一つ注目されることはPEの比率の高さである。PEについては大学基金の運用責任者による目利きだけでは限界



2018年11月～

期待リターン 3.5%



2023年1月～

期待リターン 5.0%

図8 東京大学エンダウメントのポートフォリオの変化

出所：東京大学ウェブサイト、資金運用について 運用ポートフォリオより再作成。

<https://www.u-tokyo.ac.jp/content/400239997.pdf> 2026.2.22. 閲覧。

注）高度化運用額 300 億円（2024 年 3 月末時価ベース）

があるため、米国でも PE 運用会社への委託が増えており、東大のエンダウメントも同じような状況であると思われる。

東京大学の場合、米国型エンダウメントに最も近い運用ながら、先に見た早慶のケースに比較して運用規模が一桁違いで零細であることから、将来的に原資である寄付金をどう集めるか

は最も大きな課題となっている。卒業生・OBの数が多くアルムナイの結束が固い早慶などの大手私大や国立大学のトップ校といえども、寄付金集めに苦心しているのが現状である。また、大手私大でさえも、全体の寄付金額においては米国と比較すれば、大きく見劣りしていることは否めない。

米国におけるエンダウメントの規模の拡大と発展については、税制度上の違いと運用の歴史の長さも大きく関係している。米国の場合、寄付控除率だけでなく、大学側の運用資産からの収益については2017年以前においては非課税であったが、2017年にTax Cuts and Jobs Act (TCJA)により初めて課税が行われるようになった(学生1人当たりエンダウメント資産残高が50万ドル以上の大学が対象)。表6に見るように、2025年までは株式売却益、配当・利子、PE・VCのキャピタルゲインなどの純投資収益(Net Investment Income)全体への課税率は一律1.4%のみだった。大学とエンダウメントの規模の格差を是正することなどを目的として、2026年以降ハーバードやイエールなどの大規模校には最高税率8%が適用されるようになった(表6参照)。

過去における全般的な大学に対する寄付と資産運用に対する優遇・非課税制度が、米国のエンダウメントの規模を巨額にしてきた1つの要因となっていることは確かであろう。日本の場合も過去の米国の税制と同じく投資収益などは非課税となっているが、寄付控除率は米国より低くなっている。ただしこの点を差し引いても、非課税の日本で過去エンダウメントの規模が拡大しなかったのには別の理由がある。

大学への寄付が制度的・文化的に根付いていないことがその理由であり、300～400年の歴史を誇る米国の名門大学と寄付の歴史の長さには大きな差があることは否めず、卒業生数だけでなく、寄付の大きな主体となる企業財団が米国

に比較して小規模であることも関係していると思われる。大手私大だけでなく国立大学も含めて寄付金を集めることに苦慮しており、全体としての寄付金額も少ないのが現状である。

戦後、特に高度経済成長期以降、日本の大学進学率は一貫して伸び続け、大学の運営費を支えているのはバックグラウンドインカム(入学金、授業料、政府補助金など)が主であり、それは現在も変わらない。大学間によって差があるものの、寄付金の占める割合は極めてネグリジブルである。これに対してハーバードなどのケースで確認したようにエンダウメント収益分配金の運営費に占める割合は大きかった。例えばハーバードの場合、2025年会計年度では運営費の実に約4割を占めている。高額な授業料が批判される一方で、年収10万ドル以下の家庭の学部生は授業料免除の対象となっており、その後年収制限はさらに引き上げられている。ここから奨学金の原資としての役割も大きいことがわかる⁽²⁹⁾。

少なくとも規模の大きい米国の名門大学でも、大学間で差はあるものの、エンダウメントからの収益分配金は運営費の柱の一つとなっていることは間違いない。プリンストン大学に至っては2025会計年度の純運営費収入の三分の二がエンダウメント収益からのものだった⁽³⁰⁾。

日本においてエンダウメントの規模を拡大するためには、現物株式による寄付などが円滑に進められるような税制度上の手続きの簡略化と全体としての寄付控除の拡大なども求められるところである。大学が個別株(大手企業、スタートアップなど)の株主として議決権をどのように行使するのかという問題も出てくるが、そうした面も含めて適切なミッションやパーパスを備えた大学側の運用組織と体制の構築が前提となっていることは言うまでもない。

以上のごとく、将来的にエンダウメントの原

表6 エンダウメントをめぐる日米税制の違い △優遇税率 ×非課税 ○課税

項目	米国	日本
株式売却益	△	×
配当・利子	△	×
不動産収入	△	×（収益事業とみなされる活動は課税対象になるが、エンダウメントを通じた収益は非課税）
UBIT（無関係事業収入）	○	○
寄付控除	所得の60%まで	所得の40%まで
スタートアップ株の売却益	×	×
現物株式の寄付（寄付者）	×	×
		※含み益がある場合、寄付者にみなし譲渡課税が適用される。ただし大学などを含む公益法人等に寄付した場合に、一定の承認要件を満たすものとして国税庁長官の承認（非課税承認）を受けたときは非課税となる。
キャピタルゲインなどの課税率	2025年まで 1.4% 2026年以降 1.4%～8% ※2026年以降、各大学のエンダウメント規模（資産残高）によって税率が決定・改正された。アイビーリーグなどの大規模エンダウメントには最高税率8%が適用されるようになった。算出法は下記注）を参照のこと。	非課税（教育研究財源の場合）

出所：参考資料などから筆者作成。参考資料 College and University Endowments: Overview and Tax Policy Options, Congress Govt. <https://www.congress.gov/crs-product/R44293> What is the tax treatment of college and university endowments? TPC (Tax Policy Center) <https://taxpolicycenter.org/briefing-book/what-tax-treatment-college-and-university-endowments> 2026.2.22. 閲覧。

- 注) 1. 学生1人当たりの資産額＝エンダウメント（資産残高）÷学生数によって税率は異なる。
学生1人当たりの資産額 50～75万ドル 1.4%, 75～200万ドル 4%, 200万ドル以上 8%
2. 株式会社形態の大学系 VC の場合、原則として通常の法人と同様に課税される（日本の場合）。

資としての寄付金の大幅な増加が見込まれず、ここで取り上げた一部の大学を除けば、現実には多くの大学における運用可能性のある資金規模は小さく、これらの大学が学内にインハウス CIO を中心とした投資オフィス・委員会などを設置したり、ファンドを組成したりすることは現実には困難である。こうした現状から運用需要側の大学に対して、運用サービスの供給側である金融機関や運用会社側では多数の大学資金をまとめてプール運用する動きも出てきており、運用可能資金を持つ大学全体が内外の金融機関などによる運用ビジネスのターゲットにな

ることで、今後エンダウメント運用のすそ野が広がっていく可能性も高まっている⁽³¹⁾。

図9は政府・大学・金融機関の動向を簡略的に描いたもので、政府・大学側の資金運用需要に対して運用サービスの供給側である金融機関側の対応をまとめたものである。多くの大学の資金運用体制の現状から大学側が主体的にインハウス CIO や投資委員会、大学ファンドの設置・運営を行うことは困難なことから、金融機関側が運用の外部化の柱として打ち出しているのが、米国でも普及している OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）である。

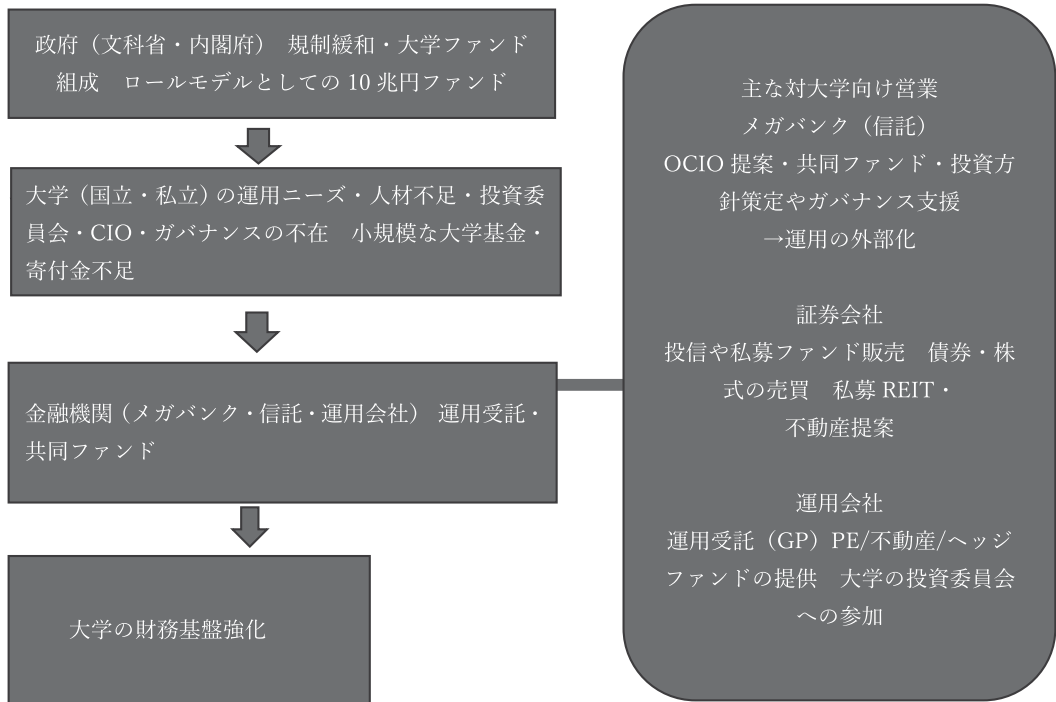


図 9 政府・大学・金融機関の動向

出所：筆者作成。

信託銀行などが提唱している OCIO 提案とは、大学の外部 CIO として資産運用を外部に委託することで、実際にインハウス CIO を置くことができない多くの大学に対して、最も導入の可能性が高い運用モデルである。投資方針の策定から運用会社の選定、モニタリングまでを委託する、いわば運用部門の外部化であるため、大学側が主体性を維持しながら OCIO との役割分担を明確にする必要がある。そのためには実際の運用会社を含めた協議やコミュニケーションが不可欠になる。図 10 は一般的な OCIO モデルを想定したものである。

表 7 は、各信託銀行による対大学向けの運用サービスの内容を含む提供事例と既に OCIO を導入している大学を列挙したものである。実際の営業活動として一部の研究大学以外にも、一定の規模と持続的な経営が見込まれると金融

機関側が判断していると思われる大学を営業ターゲットにしている例もみられる。また一部の研究大学においては、研究支援を含む大学運営へのサポート・関与などを含むより広い連携協定を締結しているケースも見受けられる。このような金融機関側の資金運用サービスの拡大は、規模の大きい米国型エンダウメント運用を念頭に置いた先行組の大学（一部の国立・私大）と多くの後発大学の間に将来的に運用リターンの差を生み出す可能性も否定できない。

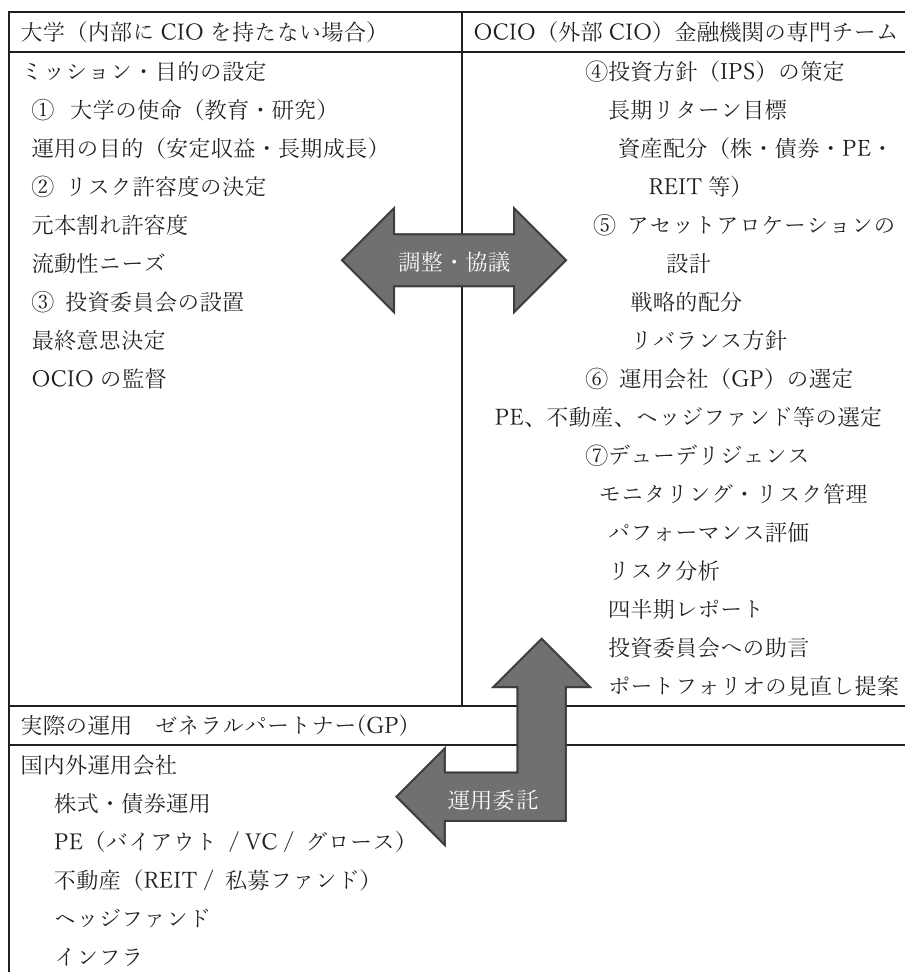


図 10 OCIO モデルの全体図（大学と OCIO の役割分担）

出所：一つの想定事例として筆者作成。

表 7 金融機関別の大学向け資産運用サービスと OCIO 導入大学

金融機関	対大学向け運用サービス
みずほ FG	・「共同ファンド型」の組成，大学向け共同ファンド構想(100 校超に打診)による差別化。 ・ AM-One を中核にした運用プロダクトにおける強み。 ・ 国公私立多数の大学をターゲットに。
三井住友 FG (SMBC・三井住友信託)	・ 大学経営に深く入り込む「包括連携型」を目指す。 ・ 筑波大学と包括連携協定（運用＋DX＋研究支援）を締結。 ・ 信託＋銀行＋証券＋コンサルを束ねた総合支援を目指す。 ・ 中核的な研究大学・総合大学をターゲットに。
三菱 UFJFG (MUFG・三菱 UFJ 信託)	・ 広く OCIO・受託運用を目指す。 ・ 年金ノウハウを活かした大学向け OCIO 提案に強み。 ・ 運用部門の外部 CIO として，大学の運用代替を目指す。 ・ 中堅大学以上をターゲットに。

外資系 GP KKR, ブラックストーン, カーライル, ブルックフィールド, ハリソンストリートなど	・大学の投資委員会・OCIO・信託銀行を経由した営業が一般的。 ・直接営業（機関投資家営業）の場合、大学の財務部門・投資委員会に直接アプローチ。 ・オルタナティブ投資（Buyout, Growth, Infrastructure など）や ESG・インパクト投資の説明など。 ・国内証券会社との協働。
OCIO 導入大学	岐阜大学 2023 年に三井住友信託銀行の OCIO を導入、投資方針策定・運用会社選定・モニタリングを外部化。 筑波大学 2024 年に三井住友信託銀行と包括連携協定、資金運用・DX・研究支援まで含む。 東京工業大学（現：東京科学大学） 2022 年以降、三井住友信託銀行が大学向け包括支援を強化し連携へ。OCIO 型の外部委託運用を開始。 その他複数の国立大学も信託銀行と連携を検討中。 実質的に先行して OCIO を採用している大学 東大、京大、早慶

出所：各種報道、信託銀行側情報開示などを参考にして筆者作成。

注）2026 年 5 月現在。

6 まとめに代えて 日本の大学への適用可能性について

本稿では、米国のトップ大学におけるエンダウメント運用を大学経営のロールモデルの一つとして取り上げてきた。そして日本におけるエンダウメント運用の進捗状況と比較する形で、リーマンショック前後から今日の歩みまでを概観してきた。米国におけるエンダウメントの歴史は長いが、現在の運用体制に至る大きな契機となったのは、1980 年代半ばにスウェンセンを中心としたイエール大学におけるオルタナティブ投資をメインとした分散投資によるポートフォリオの確立であった。

いわゆるイエールモデルは、大学内部の投資チームと外部の PE ファンドや VC などの運用会社との間に長期の取引関係を構築し、長期的な運用と収益の確保を目指すものであった。他方で 2000 年代に入ると世界で最も規模の大きいハーバードのエンダウメントでは、イエールモデルをさらに継承・発展させたハーバードモデルと呼べるような運用が定着していくことになったことを本稿では明らかにした。ハーバードモデルの特徴は、PE を中心とした分散投資をより精緻にしたものと言って良く、その運用

収益の多くは研究や奨学金などに充てられるだけでなく、大学そのものの競争力を反映するものでもあった。

こうしたエンダウメント運用が大学の財政的な自立を促す一方で、流動性リスクがあることや PE の中にデフォルトのリスクを内包したプライベート・クレジットが組み入れられていること、さらに投資パフォーマンスなどをめぐってオルタナティブ中心の運用に対する疑義なども存在していることも明らかにした。そうしたネガティブファクターがある一方で、2010 年代におけるユニコーンや有力スタートアップへの資金供給の部分的な役割を担ったことで、エンダウメントがエンジェル投資家としてエコシステムの形成にも貢献してきたことを評価することはできよう。

他方で日本においてはリーマンショック前後に見られるように、資金運用については投資を担う組織やガバナンスの不在、金融リテラシーの欠如などもあって大手私大の資金運用体制の幼弱さが露呈した。リーマンショックから 10 数年を経て、株式などの市況回復を背景として、東大、早慶などのエンダウメント運用を積極的に志向する一部の大学が出てきているものの、全体としてはその運用規模は米国との比較

検討の対象とすることを難しくするほど大きな差が開いたままである。

早慶については規模の拡大が見られるものの、その運用についてはパッシブ型からアクティブ型への移行期にあり、オルタナティブ投資も一部確認することができた。一方東大については、オルタナティブを中心とした米国型エンダウメント運用への志向を鮮明にしているものの、その運用規模は小規模ファンドのレベルにとどまっている。エンダウメントに限らず、世界の年金基金や政府系ファンドなどは従来の伝統的な投資対象（証券・債券）からオルタナティブ投資へのシフトをますます強めている。

日本における米国型エンダウメントの運用に関する問題点は、オルタナティブ投資の比重を高めることができる国内の PE 市場の規模があまりに小さく、未成熟であること、そこからスタートアップとのリンケージとエコシステムが十分に形成されていないことである。また資金供給の面では国内の VC、CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）の規模が小さいことも関連している⁽³²⁾。同時に大学のエンダウメントの運用規模も例外ではなく、そうした零細性を補うために、大学ファンドの設立において民間企業との連携が不可欠になっているという現状も明らかになった。

日本の場合、現在は一部の大学に見られるように、パッシブ型運用からアクティブ型運用への移行期にあると考えられる。これらの大学では CFO や CIO を中心とした組織とガバナンス体制が整いつつあるものの、運用規模の問題を克服するために大学ファンドの形態で外部企業との連携も含めた模索状態にある。こうした背景には寄付額の規模が小さいことも大きく関係しており、より大胆な税制度面での優遇措置が図られるべきであろう。

以上は資金運用側である大学の諸課題であるが、資金運用サービスの供給側に目を移せば、

大学の資金運用は有望な市場であり、それは政府の設立した大学基金 10 兆円ファンドの運用を担う金融機関と内外の運用会社リストによく示されている。上からの運用のロールモデルが公開される一方で、運用規模の小さな大学向け共同ファンドの組成や OCIO 導入などともに、オルタナティブ投資が未成熟な日本市場において、外資系を含む運用会社の参入を通じてエンダウメント運用が全体に浸透していくのにさほど時間を要しないかもしれない。

最後に付言しておかなければならないが、日本の大学にとっての脅威には、将来のバックグラウンドインカムの中核である入学金・授業料収入・補助金の減少といった外生的な要因もある。これがエンダウメント運用へのインセンティブとなっているのだが、同時に現状進行している政府による運営交付金の削減や研究競争力向上を目的とした競争原理による補助金配分が、例えば若手研究者の長期的な雇用の軽視などに見られるように表面的な効率性のみが前面に出て、必ずしも基礎研究を含んだ長期的な研究向上を目指した配分体制になっていないことである。エンダウメント運用を補助金と資金運用の単なるトレードオフから捉えるのではなく、安定した補助金との両輪を前提にして、（冒頭で述べたように）家計側の高い学費負担の解消を図るためにも総合的な大学の財政運営を捉えなおす必要もある。

補助金を通じた競争政策が研究力向上につながるのかは議論のあるところであろう。他方でエンダウメントを通じた大学への還元は奨学金や研究費の充実だけでなく、政府からの競争的な誘導に惑わされない財政的な自立性を構築する上でも意味のあることであるかもしれない。そういう意味では、単なる投資戦略を超えた個別の大学による固有の競争戦略の構築が求められるところであろう。

注

- (1) 国際比較研究では、日本は家庭負担が大きく公的負担が小さいという特徴がある。こうした指摘については、Kobayashi (2019) を参照。
- (2) NACUBO and Commonfund Institute (2024) p. 5.
- (3) Ibid., p. 9.
- (4) Ibid., p. 8.
- (5) Franz and Kranner (2019) p. 13.
- (6) 清水 (2021) pp. 126-127.
- (7) スタンフォードのSTVPとハーバードのi-Labについては各組織のオフィシャルサイトを参照。
<https://innovationlabs.harvard.edu/> <https://stvp.stanford.edu/> 2026.4.2. 閲覧。
- (8) 清華大学のエンダウメントに関する記述については以下を参考とした。
Tusholdings <http://en.tusholdings.com/h/introduction/> 2026.3.1. 閲覧。
清華大学教育基金会 https://www.tuef.tsinghua.edu.cn/en/About_Us.htm 2026.3.1. 閲覧。JETRO「大学が育成から投資まで多様な役割を担う北京のエコシステム (中国)」2024年3月27日 <https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/special/2024/0301/94388781e0936777.html> 2026.3.1. 閲覧。
清華大学教育基金会 (Tsinghua University Education Foundation) 年次報告, 各年版。
- (9) アジアにおける社会的責任投資 (SRI) や ESG の早期的な浸透については、澤田 (2004) を、テーマセックなどの政府系ファンドについては、澤田 (2008a) (2025) を、また機関投資家向けではないが、日本における富裕層向けの資産運用については澤田 (2008b) をそれぞれ参照のこと。
- (10) NUS Investment Office <https://www.nus.edu.sg/ivo/> 2026.3.1. 閲覧。
- (11) Singapore varsities, schools have billions in endowment funds: What's the playbook to grow the monies? BT takes a peek into what goes on behind-the-scenes of managing these endowment funds. The Business Times, Nov 11, 2025.
NUS selling US\$500 million of PE, property funds to manage liquidity, China exposure. Sales of such portfolios often come with a discount to the net asset value in return for getting the capital sooner. The Business Times, Oct 22, 2025.
- (12) NUS Annual Report 2024 p. 30. 他に下記も参考とした。
SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) <https://www.swfi.com/> 以下 2026.3.1. 閲覧。
National University of Singapore (National University of Singapore)
<https://www.swfinstitute.org/profile/598cdaa60124e9fd2d05b8f2>
NUS Annual and Financial Report によれば、2025年3月末のエンダウメントファンドのみに限定すれば、64.5億シンガポールドル (約8,000億円) と記載されており、2017年同月比で約1.2倍以上に増加している (同ファンド以外の複数の基金、寄付などは除く)。同 (2025) p. 82. 同 (2018) p. 67.
- (13) 以上 HMC. ウェブサイトより。 <https://www.hmc.harvard.edu/> 2026.2.21. 閲覧。
- (14) HMC, Annual Report 各年版より。
- (15) Hardymon, Nicholas and Fouka (2014) Harvard Business School Case 815-047.
- (16) Miranda and Hurdle (2024) p. 3.
- (17) Bain & Company (2025) p. 18. p. 21. Figure18.
- (18) Zou (2026) p. 35. 同論文ではプライベートクレジットのパフォーマンスと持続性を分析しており、平均以下のファンドでは十分なりターンがないことを指摘している。
- (19) ここでは損失を公表している大学のものに限定して取り上げた。
- (20) 「朝日新聞」(デジタル)「南山学園、デリバティブ取引で34億円損失」2008.12.6.
- (21) 平成22年7月10日学校法人関西大学「関西大学の資金運用の現状と今後の方針について」 https://www.kansai-u.ac.jp/zaimu/pdf/shikinunyo/kandai_shikinunyo.pdf 2026.2.25. 閲覧。
- (22) University endowments and the financial crisis, Revised October 2009, CCURI (Community College Undergraduate Research Initiative) https://ccuri.wordpress.com/wpcontent/uploads/2011/04/endowments_and_the_financial_crisis.pdf 2026.2.25. 閲覧。
- (23) 「南山学園の請求棄却 取引損失、東京地裁」「日本経済新聞」2018.4.18.
適合性原則違反については、金融商品取引法40条で金融機関は顧客に対しては、顧客の知識や経験や

- 財産の状況や目的に照らして、顧客に適応しない勧誘は行ってはならないとしている。
- (24) 関西大学財務局「2024年度の資金運用結果について」2025年5月。
<https://www.kansai-u.ac.jp/zaimu/> 2026.2.25. 閲覧。
- (25) 推計額は資本調達プラットフォーム PipelineRoad によるもの。
<https://www.pipelineroad.com/directory/keio-university-endowment> 2026.3.23. 閲覧 基金室のオフィシャルサイト (<https://kikin.keio.ac.jp/>) は、寄付の案内が主で運用については公開していない。運用責任者や組織構造も非公表であるが、学内の財務部門、財務担当常任理事が運用責任のトップにあると思われる。
- (26) 3号ファンドの概要については下記サイトを参照。慶應スタートアップ 大学 VC として初めてのインパクトファンド「KII3号インパクト投資事業有限責任組合」に出資 2023.10.31. <https://innov.keio.ac.jp/startup/topics/347/> 2026.2.21. 閲覧。
- (27) 早稲田については以下の公開情報を参考にした。「対照的な早慶の経営 資産運用に乗り出す早稲田 慶應は「社中協力」で寄附金集め」AERA（デジタル版）2019.10.23. 「「早稲田エンダウメント」の戦略的投資予算で研究や教育を世界水準に 宮島英昭（早稲田大学 常任理事（財務担当）」『先端教育』2022年11月号。早稲田大学 News Waseda Vision 150の達成にむけて 積極的かつ長期的な資産運用 Waseda Endowment 開始 <https://www.waseda.jp/top/news/56452> 当初運用方針とポートフォリオについては、「企業研究 早稲田大学私学の雄にも迫る「将来不安」の影」『選沢』2018年4月号。
<https://www.sentaku.co.jp/articles/view/17845> 以上のサイトについては、2026.2.21. 閲覧。
- (28) 東京大学のエンダウメントについての記述は、以下のオフィシャルサイト・公開情報を参照した。東京大学ウェブサイト 資金運用について（「アセットオーナー・プリンシプル」の受け入れについて）2024.10.18. 資金運用実績（各年度）資金運用管理委員会議事録（各回） https://www.u-tokyo.ac.jp/ja/about/public-info/b02_09.html
 東京大学 寄附金資金運用報告書（各期）
 「元ブラックロック CIO 率いる東大基金、オルタナ投資6割で勝機探る」（梅川崇）
 Bloomberg 2024.6.27. <https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2024-06-26/SEYDWTTOG1KW00> 以上 2026.2.22. 閲覧。
 CFOの社長歴にあるアセットマネジメント One は、2016年にみずほフィナンシャルグループ系と第一生命ホールディングス系の資産運用会社が再編・統合されて誕生した国内有数の資産運用会社である。2024年時点での科学技術振興機構（JST）の10兆円ファンド運用においては、グローバル債券部門で（全体部門でも）約2,000億円と最も運用額が大きく、グローバル株式。オルタナティブ部門での運用も行っていた（JSTにおける運用金融機関・運用会社の選定は公募）。JST「国立研究開発法人科学技術振興機構 2024年度 業務概況書—大学ファンドの運用状況」p. 34.
- (29) Harvard University, Financial Overview. From the Vice President for Finance and the Treasurer, 2025, Oct, p. 3. <https://finance.harvard.edu/sites/g/files/omnuum12671/files/2025-10/fy25-financial-overview.pdf> 2026.2.28. 閲覧。
- (30) Princeton Endowment Earns 11% Return, Reaches \$36.4 Billion. Princeton Alumni Weekly, 2025, Oct. 24. <https://paw.princeton.edu/article/princeton-endowment-earns-11-return-reaches-364-billion> 2026.3.2. 閲覧。
- (31) 金融機関側の動向については次の記事を参照。「みずほ系、大学資産を共同運用 100校超打診へ 財源確保後押し」日本経済新聞 2025.9.7. 「大学の資産丸ごと 三井住友、財源安定後押し」同 2026.4.24.
- (32) 日本のCVCについては、澤田（2019）参照。

参考文献

- Atalar, A. (2021) “An Alternative Model of University Endowment.” Atalar and others (ed) *International Experience in Developing the Financial Resources of Universities* (pp. 113–120), Springer.
- Avenali Alessandro, Cinzia Daraio, Simone Di Leo and Joanna Wolszczak-Derlacz (2024) “Heterogeneity of national accounting systems, world-class universities and financial resources: What are the links?” *Journal of Informetrics*. 18(2).
- Binarè, M., Brown, G., Harris, R., and Lundblad, C. (2023) “How does human capital affect investing?”

- evidence from university endowments.” *Review of Finance*, 27(1).
- Chambers David and Elroy Dimson (2015) “The British Origins of the U.S. Endowment Model.” *Financial Analysts Journal*, 71(2).
- Docampo Domingo and Lawrence Cram (2017) “Academic performance and institutional resources: a cross-country analysis of research universities.” *Scientometrics*, 110(2).
- Ehrenberg Ronald G. (2000) *Tuition Rising: Why College Costs So Much*, Harvard University Press.
- Ehrenberg R.G. and C.L. Smith (2003) “The sources and uses of annual giving at selective private research universities and liberal arts colleges.” *Economics of Education Review*, 22(3).
- Ennis Richard M. (2021) “Failure of the Endowment Model”, *The Journal of Portfolio Management* 47(5).
- Franz Richard and Stephan Kranner (2019) *University Endowments: A Primer*, CFA Institute Research Foundation.
- Fraser, S. P., and Jennings, W. W. (2010) “Examining the use of investment policy statements.” *The Journal of Wealth Management*, 13(2).
- Goetzmann William N. and Sharon M. Oster (2012) “Competition Among University Endowments.” National Bureau of Economic Research, Working Paper 18173.
- Hardymon Felda, Tom Nicholas and Vasiliki Fouka (2014) “Venture Capital at the Harvard Management Company in Historical Perspective.” Harvard Business School Case 815-047.
- Harris Robert S., Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan and Ruediger Stucke (2023) “Has persistence persisted in private equity? Evidence from buyout and venture capital funds.” *Journal of Corporate Finance*, 81.
- Hasbullah, N. A., and Ab Rahman, A. (2023) “The role of fund managers in diversifying endowment investment portfolios of Malaysian public universities.” *Asian Academy of Management Journal*, 28(1).
- Hoxby, Caroline M. (2009) “The Changing Selectivity of American Colleges.” *Journal of Economic Perspectives*, 23 (4).
- Kobayashi Masayuki (2019) “International Comparison of Higher Education Cost Sharing and Japanese Challenges.” *Japan Labor Issues*, 4(20).
- Lavelle Brian A. and Katherine N. Yamamoto (2022) “Improving the Smaller University Endowment: Purpose, Performance, and Recommendations.” *Journal of the Academy of Business and Economics*, 4(1).
- Lord Mimi (2020) “University Endowment Committees, Modern Portfolio Theory and Performance.” *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9).
- Miranda Stan and David Hurdle (2024) *Analysis of Large US University Endowment Outperformance, True North Institute, Institutional Investor Performance Ranking Series*.
- Rosen Harvey S. and Alexander J. W. Sappington (2016) “What Do University Endowment Managers Worry About? An Analysis of Alternative Asset Investments and Background Income.” *Education Finance and Policy*, 11(4).
- Siegel Laurence B. (2021) “The Endowment Model Is Just Active Management.” *The Journal of Investing*, 30(5).
- Swensen David F. (2005) *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*, Free Press (Simon & Schuster) .
- Swensen David F. (2000) *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*, Free Press.
- Winston Gordon C. (1999) “Subsidies, Hierarchy and Peers: The Awkward Economics of Higher Education.” *Journal of Economic Perspectives*, 13(1).
- Zou Jiacheng (2026) “Private Credit Markets Theory, Evidence, and Emerging Frontiers.” arXiv preprint arXiv: 2603.14491.
- 小藤康夫 (2013) 『米国に学ぶ私立大学の経営システムと資産運用』 八千代出版。
- 小藤康夫 (2017) 「主要私立大学の資産運用行動」 専修大学学会『専修商学論集』 104。

- 小藤康夫(2023)「主要私立大学の金融資産と運用行動」
専修大学学会『専修商学論集』116。
- 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号。
- 澤田貴之（2019）「コーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)とユニコーン：メガCVCの「戦略性」をめぐって」名城大学経済・経営学会『名城論叢』20（2）。
- 澤田貴之（2008a）「SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）と国際金融市場」資本市場研究会編『資本市場』（271）。
- 澤田貴之（2008b）「プライベートバンキングの拡大とマス富裕層—日本におけるPBビジネスの成否」資本市場研究会編『資本市場』（274）。
- 澤田貴之（2004）「アジア新興市場におけるSRIの萌芽的形成—概観と展望」日本証券経済研究所編『証券経済研究』（48）。
- 澤田貴之（2025）「ソブリンウェルスファンドとは何か」『潮』12月号 潮出版社。
- 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（2019）『アメリカの大学の豊かさ強さのメカニズム 基本財産の歴史、運用と教育へのインパクト』東信堂。

資料・レポート

- Bain & Company（2025）Global Private Equity Report 2025.
- NACUBO and Commonfund Institute（2024）The NACUBO Endowment Study: A 50-Year Retrospective Documenting a Period of Unprecedented Change.
- Yale University Financial Report 各年版。
- NUS Annual Report 各年版。

NUS Annual and Financial Report 各年版。

HMC Annual Report 各年版。

東京大学 寄附金資金運用報告書（各期）

<https://www.u-tokyo.ac.jp/content/400243458.pdf> <https://www.tokyo.ac.jp/content/400275483.pdf> 2026.2.22. 閲覧。（以下各期報告書はウェブサイト上で公開されている）

記事など

- 「法令違反の疑いも浮上する名門・南山学園の資産運用の闇」『週刊ダイヤモンド』2013年2月23日号。
- Acropolis Investment Management（2019）The Secret to Yale's Success April 22, 2019 (David Ott). <https://acrinvest.com/the-secret-to-yales-success/> 2026.3.1. 閲覧。

ウェブサイト

エンダウメントランキング関係

- SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) Top 100 Largest Endowment Rankings by Total Assets. <https://dev.swfinstitute.org/fund-rankings/endowment> 2026.3.12. 閲覧。
- QS ランキング関係 Quacquarelli Symonds (QS) <https://www.qs.com/insights/rankings-released-qs-world-university-rankings-2025> 2026.3.12. 閲覧。
- QS Top Universities <https://www.topuniversities.com/university-rankings> 2026.3.12. 閲覧。

テキサス大学関連

UTIMCO <https://www.utimco.org/>

<https://www.utsystem.edu/puf>

科学技術振興機構（JST）<https://www.jst.go.jp/fund/>
※注と重複するウェブサイト、ウェブサイト記事などは省略した。

Endowment Management and Universities in Japan :
Can the US-style Endowment Model be Applied to Japan?

Takayuki Sawada

Abstract

Since the mid-1980s, US endowments have developed uniquely through the investment strategy known as the Yale Model. Its distinguishing feature is the high proportion of investments in venture capital, private equity and hedge funds. Harvard Management Company, which manages the world's largest endowment, has further diversified and evolved these alternative investments.

On the other hand, endowment management in Japan is still in its very early stages. Leading universities such as Tokyo and Keio have only recently begun endowment management, while simultaneously aiming for an American-style approach that includes alternative asset management. However, the scale of these investments is still small. This paper focuses on the challenges of endowment management in Japan through a comparison with that of the United States.