



# 2024-2025 年 米国大学エンダウメント（アイビープラス） の運用動向

かもめリサーチ&コンサルティング株式会社

木須 貴司

E-Mail: [takashi.kisu@kamomeresearch.com](mailto:takashi.kisu@kamomeresearch.com)



## 主なポイント

- 本稿は、米国のトップ大学のうち、[アイビープラス](#)（[アイビーリーグ](#)にスタンフォード大学、MIT、デューク大学、シカゴ大学を追加）を対象に運用動向をまとめた。
- 米国大学エンダウメントは、寄付金を原資とする長期資本であり、教育・研究・奨学金・人件費等に毎年一定比率を拠出して大学運営を支える。大学によっては年間予算の 30% 超をエンダウメントからの収入で賄っている。
- 運用は理事会（Board of Trustees）の監督下で、投資委員会と CIO が担う。大規模校では学内に専門組織を持ち、外部運用会社・コンサルタントを活用しつつ、オルタナティブ投資を含む高度な分散を実現する。
- 株式は調整局面後に回復し、債券も利下げで価格が上昇、PE/VC もファイナンス環境の改善により回復した。この結果、[アイビープラス](#)の中央値は 11.9% となり、株式 60%・債券 40% を上回った。もっとも、評価ラグのある資産が多いため、単年度より中長期での評価が重要である。過去 3 年では 60/40 に劣後する一方、過去 5 年では上回る。
- 平均で約 3 分の 2 を[オルタナティブ資産](#)（HF、PE、[実物資産](#)等）に配分するのが特徴で、これは「イェールモデル」と呼ばれる。直近の時価残高比率も大きくは変化しておらず、引き続き[オルタナティブ資産](#)への配分に偏っている。
- エンダウメントに対する連邦税（一定規模以上の大学に課される税）が 2026 年に変更され、エンダウメント資産が大きな大学ほど税率が上昇する。税率や支出率の増加などに対応するため、エンダウメントが今後、資産配分や運用戦略を見直す可能性がある。





## 米国大学エンダウメントとは

本稿では、米国のトップ大学エンダウメントのうち、いわゆる「[アイビープラス](#)」(Ivy Plus) に属する大学群を対象に、直近年度を中心とした運用動向を整理しています。ここでいう「[アイビープラス](#)」は、伝統的な米国東部の名門校である[アイビーリーグ](#) (Ivy League) に加え、スタンフォード大学や MIT 等の有名大学を含むグループで、明確に定まった定義があるわけではありません。本稿では、[アイビーリーグ](#) (ハーバード大学、イェール大学、プリンストン大学、ペンシルバニア大学、コロンビア大学、コーネル大学、ダートマス大学、ブラウン大学) にスタンフォード大学、MIT、デューク大学、シカゴ大学を加えたものを[アイビープラス](#)としています。

米国大学エンダウメントは、主に寄付金等を積立・管理する長期の大学資本です。教育、研究、奨学金、人件費などのために毎年、一定比率を拠出し、大学の運営を支えています。特に米国有名大学では、年間予算の 30% 以上がエンダウメントからの拠出に依存しているケースもあり、大学の財政の中核を構成しています（図表 1 参照）。もちろん、大学によって依存率は異なります。例えば、専門職コースからの授業料収入が多い大学（たとえばペンシルバニア大学）では依存率が低く、人文系中心で学生数が少ない大学では高くなる傾向があります。

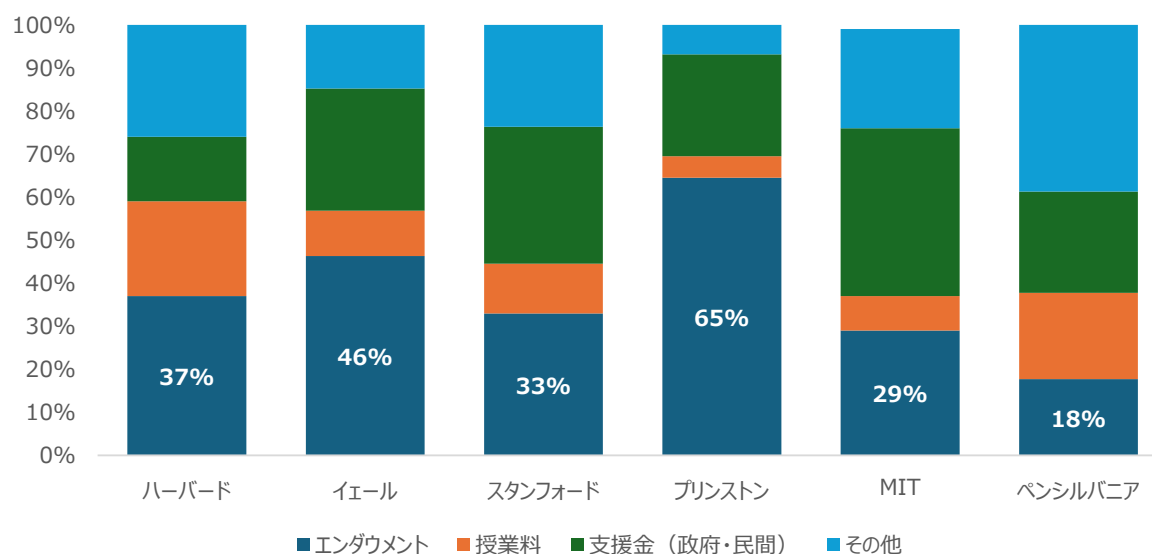
米国大学エンダウメントを理解する上で重要な概念が、支出政策(Spending Policy)です。支出率は概ね 5% 前後とされています。この支出率は、エンダウメントの恩恵が現役の学生・研究者だけではなく、将来の学生・研究者にわたって享受できる水準として以下を考慮し、設定されています。

1. エンダウメントの期待リターン
2. インフレ率
3. 運用コスト

この考え方は[世代間衡平](#) (Intergenerational Equity) と呼ばれ、1974 年にノーベル経済学賞受賞者のジェームズ・トービンによって提唱されました。



＜図表 1:主な大学のエンダウメントへの依存率（エンダウメント収益/大学収益）（注 1）＞



注 1：附属大学病院等からの収益除く

注 2：ペンシルバニア大学の「その他」には、直営する高額薬剤を中心とする外来薬局の収益（UPHS ambulatory pharmacy）が含まれている

出所：各種資料よりかもめリサーチ作成

エンダウメントの運用は、大学の理事会（Board of Trustees）の監督の下、投資委員会および投資責任者（CIO）を中心に行われています。規模の大きなエンダウメントでは、学内に専門の運用組織をつくり、資産運用が行われています。日本の大学、年金基金などと同様に資金規模と比べて専任担当者が少人数であるため、外部委託機関、コンサルタント等を活用しながら、オルタナティブ投資を含む高度な分散投資を実現しています。

658 団体をカバーしている NACUBO-[Commonfund](#) Study of Endowment®(NCSE)によると、エンダウメントの資金規模は 8,737 億ドル、1 団体当たりの資産額の中央値は 2.4 億ドルです（2024 年調査）。なお、NACUBO と Commonfund が共同で例年公表している NCSE の中央値データはエンダウメントのパフォーマンスを比較するためのベンチマークとしても利用されています。



## 直近の運用結果

2025 年度（2024 年 7 月-2025 年 6 月）の[アイビープラス](#)の運用結果は図表 2 の通りです。

株式市場は、いわゆる「トランプ関税」を受けて、一時下落しましたが、2025 年 6 月頃にはほぼ下落を取り戻し 2025 年度通期では二桁のリターンとなりました。債券も FRB の利下げを受けて、価格が上昇し、プラスリターンとなりました。また、金利の低下により、レバレッジドバイアウト(LBO)等のファイナンスが実行しやすくなり、PE・VC の分配やパフォーマンスも回復しました。この結果、[アイビープラス](#)のリターンの中央値は、11.9%と過去 3-5 年リターンを上回る好調な実績となりました。株式 60%・債券 40%のリターンも上回っています。

エンダウメントにとっては、中長期のリターンが重要です。大学への支出率は中長期のリターンに基づいて決定されることに加え、流動性が低い資産を多く含むエンダウメントの短期のリターンは、評価時点のラグ(時価把握の遅延)により実態を正確に反映しない場合があるためです。過去 3 年では、好調な株式市場の上昇に十分に追従できず、株式 60%・債券 40%に対して劣後していますが、それでも一般的な支出率 5%を上回る 7.1%となっています。過去 5 年では、好調だった 2020 年度のリターンが含まれるため、年率 11.6%とより高い年率リターンとなっています。

<図表 2:運用パフォーマンス（2024-2025 年）>

大学名		運用資産 (単位：10億ドル)	パフォーマンス		年率リターン	
			2025	2024	過去3年	過去5年
ハーバード	アイビーリーグ	56.9	11.9%	9.6%	8.1%	10.6%
イエール	アイビーリーグ	44.1	11.1%	5.7%	6.1%	11.1%
スタンフォード	プラス	40.6	14.3%	8.4%	9.0%	11.7%
プリンストン	アイビーリーグ	36.4	11.0%	3.9%	4.3%	10.4%
MIT	プラス	27.4	14.8%	8.9%	6.7%	12.3%
ペンシルバニア	アイビーリーグ	24.8	12.2%	7.1%	6.8%	11.5%
コロンビア	アイビーリーグ	15.9	12.4%	11.5%	9.5%	9.9%
デューク	プラス	12.3	9.0%	8.0%	5.2%	12.3%
コーネル	アイビーリーグ	11.8	12.3%	8.7%	8.1%	12.1%
シカゴ	プラス	10.9	10.2%	8.4%	7.3%	9.1%
ダートマス	アイビーリーグ	9.0	10.8%	8.4%	6.9%	11.6%
ブラウン	アイビーリーグ	8.0	11.9%	11.3%	8.6%	13.1%
平均		24.8	11.8%	8.3%	7.2%	11.3%
中央値		20.4	11.9%	8.4%	7.1%	11.6%
株式60%債券40%		-	10.5%	12.9%	10.8%	7.6%

注 1：スタンフォードは 8 月決算。それ以外は 6 月決算

注 2：「株式 60%債券 40%」は S&P500 トータルリターン 60%と Thomson Reuter US 10 Yrs Gov 40%を利用

出所：開示資料、Investing.com よりかもめリサーチ作成



## 資産配分・投資方針

各機関の直近の投資資産の構成比率は、図表 3 の通りです。

平均すると約 2/3 が**オルタナティブ資産**に配分されています。このオルタナティブに大きく偏った資産配分は米国エンダウメント運用の特徴の一つで、この運用モデルは「イエールモデル」(あるいはエンダウメントモデル)と呼ばれます。これは、デイビッド・スウェンセン率いるイエール大学のエンダウメントが最初にこの運用モデルに舵を切ったことに由来します。

ただし、**オルタナティブ資産**といっても、**ヘッジファンド**、**プライベートエクイティ**、**実物資産**など多様であり、その中での配分状況は各大学によって異なります。**オルタナティブ資産**の運用には優れたマネージャー選別能力が不可欠です。これは、**オルタナティブ資産**では運用戦略の個別性が高く、マネージャー間でパフォーマンスに大きな差が生じるためです。実際、運用マネージャーの選定の違いなどにより、エンダウメント間でもパフォーマンスには差異が生じています。

＜図表 3:アイビープラスの資産クラスごとの時価比率＞

大学名		年度	伝統的資産					オルタナティブ資産					合計
			上場株式	債券	その他	現金	預金	HF	PE	実物資産	その他		
ハーバード	アイビーリーグ	2025	25.2%	10.4%	4.2%	5.4%	5.2%	74.8%	29.3%	40.1%	5.3%	0.1%	100%
		2024	25.0%	10.4%	4.4%	6.5%	3.7%	75.0%	30.5%	38.6%	5.7%	0.2%	100%
イエール	アイビーリーグ	2025	<b>33.1%</b>	20.6%	4.4%	2.1%	<b>5.9%</b>	<b>66.9%</b>	12.7%	<b>41.3%</b>	10.4%	2.6%	100%
		2024	28.2%	21.1%	4.3%	0.0%	2.8%	71.8%	13.3%	45.4%	10.7%	2.5%	100%
スタンフォード	プラス	2025	25.1%	16.5%	6.2%	0.3%	2.0%	75.0%	15.7%	<b>37.9%</b>	19.7%	1.6%	100%
		2024	27.5%	18.9%	6.3%	0.3%	2.0%	72.5%	15.0%	34.8%	21.0%	1.7%	100%
プリンストン	アイビーリーグ	2025	<b>25.2%</b>	19.4%	1.7%	0.0%	4.1%	<b>74.9%</b>	<b>22.9%</b>	41.1%	11.0%	0.0%	100%
		2024	21.6%	18.1%	0.2%	-0.5%	3.8%	78.5%	26.0%	41.9%	10.6%	0.0%	100%
MIT	プラス	2025	<b>35.4%</b>	22.3%	12.3%	0.0%	0.8%	<b>64.6%</b>	15.9%	35.4%	<b>13.1%</b>	0.3%	100%
		2024	32.2%	22.0%	9.4%	0.0%	0.8%	67.8%	15.6%	35.5%	16.3%	0.3%	100%
ペンシルバニア	アイビーリーグ	2025	31.6%	22.1%	4.5%	0.0%	5.0%	68.4%	19.6%	36.1%	10.6%	2.0%	100%
		2024	32.5%	22.8%	5.3%	0.0%	4.4%	67.5%	19.2%	34.7%	11.5%	2.0%	100%
コロンビア	アイビーリーグ	2025	40.9%	<b>35.1%</b>	1.4%	0.3%	4.0%	59.1%	23.6%	24.7%	8.6%	2.2%	100%
		2024	38.8%	28.6%	3.2%	1.2%	5.8%	61.2%	24.7%	23.7%	10.7%	2.1%	100%
デューク	プラス	2025	40.2%	10.6%	22.3%	2.2%	5.1%	59.8%	18.5%	31.2%	10.1%	0.1%	100%
		2024	42.5%	13.3%	19.4%	2.2%	7.7%	57.5%	15.8%	31.2%	10.4%	0.0%	100%
コーネル	アイビーリーグ	2025	40.3%	21.4%	12.2%	0.2%	6.5%	60.0%	20.8%	26.4%	12.5%	0.3%	100%
		2024	40.1%	18.8%	14.4%	0.3%	6.5%	60.2%	20.6%	25.9%	13.4%	0.3%	100%
シカゴ	プラス	2025	49.2%	35.7%	8.5%	1.8%	3.2%	50.8%	11.7%	28.0%	9.4%	1.8%	100%
		2024	46.5%	37.3%	7.5%	0.3%	1.4%	53.5%	13.4%	28.0%	9.6%	2.6%	100%
ダートマス	アイビーリーグ	2025	35.7%	23.7%	10.7%	-0.4%	1.6%	64.3%	17.9%	34.9%	9.9%	1.6%	100%
		2024	35.7%	22.1%	11.4%	0.5%	1.7%	64.3%	16.2%	35.8%	10.6%	1.7%	100%
ブラウン	アイビーリーグ	2025	22.5%	<b>10.4%</b>	7.8%	0.0%	4.3%	77.5%	21.7%	44.4%	9.8%	1.6%	100%
		2024	24.9%	13.4%	6.7%	0.0%	4.7%	75.1%	20.7%	42.1%	12.4%	0.0%	100%
平均		2025	33.7%	20.7%	8.0%	1.0%	4.0%	66.3%	19.2%	35.1%	10.9%	1.2%	100%
		2024	33.0%	20.6%	7.7%	0.9%	3.8%	67.1%	19.2%	34.8%	11.9%	1.1%	100%

注 1：前年度から 3%以上配分が変わった数値は太字にしている

注 2：スタンフォード大学については 2025 年 8 月末時点（それ以外は 2025 年 6 月）

注 3：流動性がないその他資産（Spilt-interest agreements など）はオルタナティブ資産のその他としている。ヘッジ目的のデリバティブなどにより比率がマイナスとなっている箇所がある

注 4：各校の財務報告書より作成しているため、エンダウメントからの報告資料とは乖離がある場合がある

出所：開示資料よりかもめリサーチ作成



前年度から時価比率に大きな変化があったのは、イエール大学の[プライベートエクイティ](#)(PE)およびベンチャーキャピタル(VC)です。前年度から 3%ポイント程度減少しています。分配が進んだ一方で新規投資を抑制したためと考えられます。売買状況も公開されていますが、セカンダリー売却等は限定的に行っていないようです。全体としては、大きな変化はありませんでした。

米国大学エンダウメントがオルタナティブ投資に大きく配分している理由は次の通りです。

1. 長期（あるいは永久）資金（流動性リスクを取れる）：金融機関や年金と違って将来の返済が必要な負債に依存していないため、長期にわたって流動性リスクを取ることができます。
2. 優れたマネージャーへのアクセス：長期にわたる運用実績に加えて、トップ大学のエンダウメントは卒業生(アルムナイ)の強力なネットワークを通じて優れた運用マネージャー、投資機会にアクセスできる環境にあります。
3. 安定的な目標リターンの達成：大学の運営収入において大きな役割を占めるトップ大学のエンダウメントは、毎年安定的に目標以上の収益率を達成する必要があります。上場株式のような時価変動が大きい資産は目標収益率を長期的に達成してくれるかもしれませんが、単年度でのばらつきが大きく、安定した支出を維持することが困難です。そのため、収益率を平滑化し、分散効果を高める目的で[オルタナティブ資産](#)が活用されています。

トップ大学エンダウメントでは上記が可能で、かつ望ましいため、オルタナティブ投資に大きく配分していると言えます。ただし、この条件は必ずしもすべての投資家に当てはまるわけではない点に留意が必要です。

なお、エンダウメントは大学への拠出のため一定の流動性も必要とされており、「[流動性の梯子](#)」(Liquidity Ladder) という考え方の下、図表 3 に示す通り上場株式や債券、現預金も一定程度保有されています。



## 米国エンダウメントの最近の動向

米国エンダウメントをめぐる最近の話題として、本稿では、「エンダウメント税の改正」と「支出率の上昇」について取り上げます。

### <エンダウメント税の改正>

エンダウメントの運用収益に対しては、2017 年の法改正以降、連邦税（いわゆるエンダウメント税）が課されています。法改正以前は、寄付金を原資とするエンダウメントは課税対象とはされていませんでした。しかし、巨額の資産を有しながら授業料が上昇し続けていることへの批判を受けて、学生数が 500 人以上かつ学生 1 人当たりのエンダウメントの資産が 50 万ドル以上の私立大学に対して課税されることになりました。

さらに 2025 年の法改正により、2026 年からは以下のように変更されます。

- ✓ 課税対象となる最低学生数：500 人→5,000 人に引き上げ
- ✓ 学生 1 人当たり資産 75 万ドル超～200 万ドルの大学：税率を 1.4%→4%に引き上げ
- ✓ 学生 1 人当たり資産 200 万ドル超の大学：税率を 1.4%→8%に引き上げ

本稿で主に扱っている[アイビープラス](#)の多くが学生 1 人あたりの資産額が 200 万ドル超であるため、従来の 1.4%から 8%へと大幅に引き上げられる見込みです。[アイビープラス](#)のような巨額のエンダウメント資産を有する大学は、税引き後の期待リターンを考慮する必要が生じており、資産配分や運用戦略の見直しが必要となる可能性があります。

### <支出率の上昇>

NACUBO の報告(参照：[NACUBO\(2\)](#))によると近年、大学エンダウメントの支出率および支出額は上昇傾向にあります。その背景には、インフレの影響、研究開発競争の激化、学生支援に対する社会的要請の高まりなどにより、大学の予算規模が拡大していることがあります。こうした支出率の上昇を受けて、前述の「[流動性の梯子](#)」の考え方の下、流動性の高い資産（債券や現預金など）への配分を増やす必要性が指摘されています。





## <用語集>

- ◆ Commonfund : 正式名称は、Commonfund Institute 大学、財団、年金など非営利機関向けに特化した米国の資産運用会社である。1971 年に設立され、エンダウメント運用のパイオニア的存在として、長期分散投資、オルタナティブ資産、マルチマネージャー戦略を提供してきた。
- ◆ NACUBO : National Association of College and University Business Officers 全米大学経営・財産管理者協会。米国の大学・高等教育機関の財務・経営・運営部門の責任者を中心とする業界団体である。会員には、大学の CFO、財務部門責任者、経営企画、資金運用担当者などが含まれ、大学財務のベストプラクティス、政策提言、調査・統計の提供を主な活動としている。米国大学の財務・経営管理者が参画する NPO
- ◆ アイビーリーグ : Ivy League 米国東部の伝統的名門私立大学 8 校 (Harvard, Yale, Princeton, University of Pennsylvania, Columbia, Cornell, Dartmouth, Brown) の総称。学術的評価に加え、巨額のエンダウメントを保有する点が特徴。
- ◆ アイビープラス : Ivy Plus 明確な公式定義はないが、一般に アイビーリーグに、スタンフォード、MIT 等のトップ校を加えた非公式グループ。本稿では 12 校を対象とする。
- ◆ エンダウメント : Endowment 寄付金等を原資に長期運用される大学の永久基金。教育・研究・奨学金・人件費等に毎年一定比率を拠出し、大学運営の財政基盤を支える。
- ◆ オルタナティブ資産 : ヘッジファンド、プライベートエクイティ (PE)、ベンチャーキャピタル (VC)、不動産、インフラ、天然資源等。流動性が低いが、長期のリスクプレミアム獲得が期待される。
- ◆ 実物資産 : Real Assets 不動産、インフラ、天然資源など。インフレ耐性や長期キャッシュフローを期待。
- ◆ 世代間衡平 : Intergenerational Equity エンダウメントの恩恵を現在世代と将来世代の双方に等しく配分するという原則。
- ◆ プライベートエクイティ : Private Equity (PE) 未上場企業への株式投資。レバレッジド・バイアウト (LBO) 等を含む。長期・非流動性を前提に高い期待リターンを追求。
- ◆ ヘッジファンド : Hedge Fund (HF) 多様な戦略 (ロング／ショート、イベントドリブン等) を用いる運用形態。市場との相関低減を狙う。
- ◆ 流動性の梯子 : Liquidity Ladder 資産を流動性の高いものから低いものへと段階的 (梯子状) に配置し、短期の支出ニーズと長期のリターン追求を同時に満たすためのポートフォリオ設計手法。

※この用語集は本レポートの理解を助けるために作成されたものです。より詳細な定義については、別の資料をご覧ください。



## 参考資料・引用元

- NACUBO (1) *"2024 NACUBO-Commonfund Study of Endowments® (NCSE)"*  
<https://www.nacubo.org/Press-Releases/2025/US-Higher-Education-Endowments-Report-10-Year-Average-Annual-Return>
- NACUBO(2) *"U.S. Higher Education Endowments Report 6.8% 10-Year Average Annual Return, Increase Spending to a Collective \$30 Billion"*  
<https://www.nacubo.org/Press-Releases/2025/US-Higher-Education-Endowments-Report-10-Year-Average-Annual-Return>
- ハーバード大学 *"Financial Report Fiscal Year 2025"*  
<https://finance.harvard.edu/sites/g/files/omnuum12671/files/2025-10/fy25-financial-report.pdf>
- イェール大学 *"Yale Audited Financial Reports Financial Report Fiscal Year 2025"*  
<https://your.yale.edu/financial-resources/accounting/external-reporting/yale-audited-financial-reports>
- 私学事業団「学校法人の資産運用状況」  
[https://www.shigaku.go.jp/s\\_center\\_sisannunnyouaannke-to.htm](https://www.shigaku.go.jp/s_center_sisannunnyouaannke-to.htm)



### ＜かもめリサーチ&コンサルティング株式会社について＞

日本の年金・機関投資家向けに、独立した立場から調査・分析サービスを提供する企業。2025 年 8 月に設立。資産配分政策、リスク管理、ガバナンス高度化支援、研修提供などを行うほか、市場調査に基づく独自のリサーチを発信している。

テクノロジー活用を重視し、AI 支援型の分析効率化や自動化を推進することを特徴とする。また、中立性と顧客利益の最優先を掲げ、透明性の高い助言サービスの提供を基本理念としている。

## ディスクレーマー

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の金融商品の勧誘・推奨を意図したものではありません。

投資に関する最終的な意思決定は、ご自身の判断と責任において行っていただきますようお願いいたします。

本資料に記載された情報は、信頼できると判断した情報源に基づいて作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。市場環境や法令等の変更により、内容が変更される場合があります。本資料の内容については、事前の予告なく変更または中止する場合があります。

本資料の内容を引用・転載する場合は、出所を明示してください。