

## 序文

チャールズ・D・エリス

本書は、著者デビッド・スウェンセンの、30年以上にわたる緻密な研究と豊富な経験を、分かりやすく解説したものである。その根底にあるのは、イエールで彼と彼のチームが革新的なプロフェッショナル実務家として成し遂げた——特に直近23年間の——驚異的な成功の数々である。スウェンセンは、自身が世界的な真の偉大な投資家の一人だということをすでに証明している。いくつかの明確な成果は——気を引き締めて読んでいただきたい——感動的なものである。

- イエール大学は、スウェンセンの際立つ投資成果の恩恵に大いに与っている。大学に流入するお金は、過去20年以上にわたり毎日300万ドル近く増え続けている。
- イエール大学の予算に対する寄贈基金の貢献は、1985年の支出額の10%からさらに増大し、2009年には支出額（これ自体大きくなっている）の45%にまで達している。
- スウェンセンは、イエール大学の気前のよい援助者たちの何倍もの現在購買力——米国の他の大学基金の平均結果を上回る増分部分の成果と定義する——を愛する母校のために生み出している\*。
- 過去23年間でデビッド・スウェンセン、デーモン・タカハシとその同僚たちが成し遂げた——他の大学寄贈基金を上回る——付加価値は、

\* サウジアラビアのアブドラ国王は、最近、200億ドルの資金を新設のキング・アブドラ科学技術大学に拠出した。大学が得た拠出金としては世界最高額である。

---

金額にして何と165億ドルになる。

- 総長のリチャード・C・レビンの賢明で革新的なリーダーシップのもと、イエール大学はこの強固な財政基盤により、世界の有名大学のリーダーとなり、多くの人に貢献している。スウェンセンの投資成果とレビンの指導力に後押しされ、イエールの同窓会と後援者は、大学と大学の将来のための寄付を惜しまなかったのである。

イエールの投資管理の7つの主な特質は以下のとおりである。

1. 長期の投資リターンが傑出していること
2. そのリターンの継続性が非常に優れていること
3. 市場の逆境に打ち勝つためのポートフォリオの構造が頑健であること。積極的な防御に最大の優先順位が置かれているため、攻めの成果と同様に、その防御における成果が、ポートフォリオ構築においても、運用者選びにおいても、運用者との関係構築においても魅力的であること
4. 他の模範となるほど優れた投資機会——資産クラスでも運用者でも——の追求が革新的かつ果敢であること
5. 寄贈基金の投資管理とイエール大学全体の財政管理との連携が、革新的・建設的かつ堅実であり続けていること
6. イエール投資オフィスが貫き通している、組織の有効性とチームワークの効率性が素晴らしいこと
7. イエール投資オフィスと多数の外部運用者との間で維持されている非常に良好な関係が、イエール寄贈基金に多くの重要な優位性をもたらしていること——有望な新しい運用者の特定を含む

幸いにも、これらの強みは、イエール寄贈基金に累積的な利益をもたらすことで、イエール大学と大学の社会的貢献にも同様の恩恵をもたらしている。

伝統にとらわれず革新的であり続けているように見えて、スウェンセンは本書に他の理論家の優れた考えもしっかり取り入れている。ジョン・メ

イナード・ケインズは、基金管理を任された人々（フィデューシャリー）が「慣行に従って失敗する」ことを選んでいると批判した。フィデューシャリーたるもの、スウェンセンが実践してきているように、周囲に流されない、そして開拓者的とも言えるような考えや行動に対して直接責任を取るべきだと考えたのである。寄贈基金管理諮問委員会のボブ・バーカーが、(1960年代後半に)フォード財団基金に対し、米国の寄贈基金が真に長期的視点に立つことが、すなわち株式投資を適切に重要視することが、理論的にいかに有意義かを報告した際に、(もしもスウェンセンがこの時代に活躍していたならば)彼はきっとスウェンセンの類まれな成功を称賛したことだろう。本書には、時には明白に、時には暗黙のうちに、トービン、マーコウィッツ、サミュエルソン、シャープ、パフェット、ブラック、ショールズ、ロス、ライボヴィッツ、リッターマンをはじめ、偉大な思想家の考えが散りばめられている。

役に立つ理論ほど説得力のあるものはない。スウェンセンは、学界の抽象概念の学術的研究（理論）と実務界の実用性重視の現場（実務）とを融合させ、さらには優れた教師としての才能をいかんなく発揮して、本書で自身の持つ最高の知識を披露——過度の単純化に陥ることなく複雑性を理解する、彼の厳格な思考への情熱を共有する人たちへの贈り物となっている。

イエールがこれまで実行してきた多くの投資戦略ほど革新的で成功を収め、そしてここまですば抜けた長期的な投資成果の、他に類を見ない達成となると、その投資成果に注目が集まるのも理解できる。しかし、イエールの投資を成功に導いた本当の秘訣は、過去5年、10年、そして20年にわたる投資成果の快挙に目を奪われてはいけないということ、入念な観察者は分かっている。不動産投資の秘訣が、一に場所、二に場所、三にも場所、であるのと同じように、イエールの目覚ましい継続的成功の真の秘訣は、一に防御、二に防御、三にも防御なのである。

しかし、非凡かつ確固たるイエールの運用成果に、どうして防御がそれほどまで重要なのか？ 投資において長期的に成功するための基本中の基本は——「50%の損失を出すと、元に戻るだけのために100%の利益を得なければならない」、あるいは「ほんの少数の大きな損失がなくなるだけで、

---

良い結果が押し上げられることになる」—— 経験を積んだ投資家なら誰でも、私たちにトラブルに巻き込まれないことの大切さを喚起するだろう。少数の大きな災難を取り除き、複利で結果を積み上げることができれば、すべてうまく行くのである（車の運転で言う「大きな事故を起こすな」と同じだ）。

長年にわたる一貫した揺るぎない成果——さらには競争が激化するなかで、依然としてイエールの投資成果が相対的に向上しているという事実——は、強固かつ積極的な防御を最優先するというスウェンセン流の優位性のあらわれである。徹底した「防御第一主義」のもと、彼と彼のチームは飽くことなく、全ポートフォリオのより良い運営方法を——個々の運用者の人選と任命から資産クラス概念の新たな開拓に至るまで——意欲的に探し求めている。自由でダイナミックな市場における最善の防御は、不変でも控えめでもなく、あらゆる面で機略縦横、大胆かつ機敏だということを、イエールは立証し続けている。

イエールのポートフォリオ構築の基本的設計概念は、確実にやって来る——だがいつなのかは分からない——世界資本市場の大波乱を、イエールの寄贈基金が自信を持って乗り越えられること、そしてポートフォリオがリスク・リターンのバランスの観点から効率的フロンティア上に位置するようにすること、である。そのため、長年にわたる市場の出来事を加味したモンテカルロ・シミュレーションを利用し、イエールのポートフォリオは、最適な、すなわちポートフォリオの各構成要素が一斉に同じ動きをしないような結果を獲得できるように、入念に構築されている。細心の注意を払って理解に努め、報われることのない市場の逆境を回避しているのである。

イエールは、まず積極果敢な防御でしっかりとした基礎を築いてから、長年にわたる投資成果に大きく寄与するような、他の投資家に真似のできない投資ポジションを構築する、具体的な方法を追求する。その際に考慮されるのは——伝統にとらわれることのない、合理的な資産クラス配分、各資産クラスにおける先駆的で理にかなった投資戦略、慣例にとらわれない時宜にかなった不人気な資産クラスへの投資、無名の運用者の柔軟で規律ある採用、若手プロスタッフのトレーニングと権限委譲、運用者との綿密

で革新的な関係の構築、寄贈基金運営と大学全体の財務運営との統合における規律ある指導力、などである。

イェールのポートフォリオ構築戦略と明確な投資の前提は、次の3つの異なる方法でストレステストが施される。①シミュレーションで得たリターンは、予想されるいくつかの「最悪の」シナリオで試される。②投資委員会は、毎年会議を設け、十分な分析を経たうえでの決断のみが、堅固で持続する投資につながるという伝統に則り、ポートフォリオ構造のあらゆる面の精査を行う。③運用者の選択や資金配分などの戦略を遂行する際には、実務界における「身を守る術」が常に適応される。すなわち、積極的先制防御で起こりうる困難性を洗い出し、逆境に備えるのである。

特定の外部運用者の採用はさらに強力な防御になると同時に、イェールの素晴らしい運用リターンに大きなプラスをもたらす。運用者選択をする際の明白なリスクには2つある——運用者を、彼らのパフォーマンスの頂点、あるいは頂点を過ぎた時期に採用すること、底か底近くで解雇することである。イェールは、短期間「デート」するだけのような関係は注意深く避け、慎重に選んだ運用者と長期的に継続する、「結婚」のような関係を強く望んでいる。しばしば、運用者の評価も定まらないような早い段階で契約を結ぶ。この時期であれば、運用者のインセンティブとイェールの長期的利益とを一致させるために最も有利な契約条件を交渉できるからである。結果的に、各運用者への連続的な委託金の追加は頻繁であり、運用者の交代は大変少ない。

イェールの運用者選択のプロセスは他に類を見ないほど厳格である。その理由は、イェールのプロスタッフは非常に経験豊かで市場に通じているためでもあり、広範囲に及ぶ徹底した「デューデリジェンス」が行われるためでもあり、そして、イェールが、いくつかの基準において、実力のある運用者を採用するためでもある——運用スキル・組織の一貫性・事業戦略の明確性・適切な運用報酬（固定報酬と実績連動報酬）、そして最も重要な個人かつプロフェッショナルとしての誠実さである。

優れた運用者は、イェールが各々の運用者と緊密に連携することで、「手堅く」かつ理想的な顧客となることを知っている。すべての投資市場での顕然たるその存在感と、腕の立つ意思決定者として有能なスタッフをそろ

---

えているという状態を維持することで、イエールは新しい投資機会の正確な評価を速やかに行える体制を整えているのである。運用者たちは、自らのアイデアと投資戦略、会社組織戦略、ガバナンス・プロセス、報酬、採用志願などに対して、思慮深く評価されることを心得ている。これによる喜ばしい結果のひとつとして、イエールは、いち早く最高の新しい運用者との協業機会を得ることがしばしばある。その半面、高い採用基準と徹底した厳選主義による決定の体制がゆえ、毎年、多くの運用者に「不採用」と通知しなければならない。

各新規運用者（候補）は、全デューデリジェンス調査事項を詳述した正式文書の作成——これが運用者の実績、投資哲学、意思決定プロセスを説明——、組織の強みと弱み、各キーパーソンの履歴・職歴を記したものを求められる。投資委員会の委員は、四半期ごとに開かれる会議に先だって、おおよそ15～20ページの各候補者の詳細な資料に目を通し、最終決定を下す前に投資オフィスのプロスタッフたちとあらゆる疑問についてオープンに議論する。

イエールの二人の博士号保持者、リチャード・レビンとデビッド・スウェンセンが主催する投資委員会の会議は、まるで投資理論と実践についての先進的なセミナーのようである（スウェンセンとレビンは、博士学位を受けた経済学の思考体系を共有していること、大のスポーツ好きであること、和気あいあいとしながらも真剣に、彼らのチームがソフトボールの試合で毎年競っていること、などの共通点から特別な友情関係を築いている。投資に関しての厳格な思考を追求している姿からは、このような強い絆がこの二人にあるとはちょっと想像しにくいだろう）。委員会メンバーの選出基準は、イエールへの献身、少人数グループで特段に発揮できる能力、投資管理の専門性、そして最も必要とされる、投資オフィスの投資プロスタッフを効果的に管理すると同時に、彼らとうまく協業できる能力である。

最良の防御とは、もちろん、大きなエラーを出さないことだが、厳格な考えと細部に留意した小さなエラーの規律ある除去を蓄積していくことも有益に働く。どのような運用組織であっても、一貫性のある優れた運用成果は、そこで重要な仕事をする人たちの手にかかっている——イエールの投資オフィスは、各人が異なる分野で専門知識を持つ、熟練した投資のプ

口で構成された素晴らしいチームである。彼らは、定性的判断を下す際の客観性、チームワークへの継続的な責任感、運用者の発掘や育成への執着心、そして大学に目覚ましい運用成果をもたらす重要性への深い理解を共有している。

デビッド・スウェンセンは、本書で彼の投資哲学を惜しげなく披露している。いつものように綿密かつ徹底的に、分かりやすく解説している。役に立つ専門知識の宝庫に簡単にアクセスできることに、すべての読者が感謝するだろうことは疑いの余地がない。同様に、長年エンドラインの最前列席に陣取り、素晴らしい成果の数々を目の当たりにしてきた者として、私は本書の賢明な読者に次のことを伝える義務を感じている。それは近しい傍観者だけが知る、イエール寄贈基金成功の根幹であるスウェンセンの秘密のソースの主な材料を公開するには、彼は正直で寛容でありながら謙虚すぎるということだ。しかし、それを秘密にしておくにはあまりにもったいないので、彼に代わり、私なりに取りまとめると以下の7つになる。

まず、イエールが享受している素晴らしい高リターンにばかり熱い関心が集中しているが、伝統的ではない資産クラスに果敢に投資を行ったり、無名の、あるいはしばしば設立間もない運用会社にかかなりの金額を任せたりする、独創的で革新的な決定ができるのは、先に述べたとおり、明らかに防御を旨とする、注意深く構築され厳しくテストされたポートフォリオ構造と意思決定プロセスがあってこそである。

2つ目は、イエールの投資オフィスの最も注目すべき事実は——もちろん達成した並外れた運用成果を数に入れられない場合は——プロ意識の尊重と個人への愛情という豊かな文化にある。これが能力と熱意に溢れた多くの個人を、集団的努力に秀でた素晴らしく効果的なチームに束ねているのだ。イエールの投資オフィスの主要グループと時間を過ごせば——あなたがさまざまな国の、タイプの異なる多数の運用機関と接触する機会があったのならなおさら——イエールのスターパフォーマーのチームが、いかに他と異なっているかに驚かされるだろう。彼らは、厳密さと客観性とを人間的な温かさと信頼に融合させ、「組織内政治」や「個人的競争」を避け、相手の考えを完璧に理解するため、毎日、最大限のリスキングを行っている。

3つ目、こういったプロ意識の尊重と信頼関係の結束は、イエールを取

---

り巻く委託先運用会社で働く数百人ものキーパーソンたちにも及んでおり、それは運用者としての彼らの仕事と、新しい投資アイデアや見識をイェール流に発信することの双方に大きな効果をもたらしている。

4つ目、スウェンセン率いるイェール投資オフィスは、深い思いやりと熱意をもって顧客であるイェール大学と関わり合っている。大学の年間予算への寄贈基金の支援割合が増え続けた場合どうなるかという懸念と、寄贈基金から大学予算への大学が使える資金の拠出が安定していることの重要性を鑑み——性質上、大学運営には多くの人材が必要であり、ゆえに一貫した支援が必要——最近実施したのが、年間支出レートの再度の増加、支出ルールの変更、さらなる安定性のため、ポートフォリオの若干の変更である。また、彼ら投資オフィスの長期的責任を広く解釈し、大学校舎ビルの償却費を考える際の最適な方法の大胆な見直しを先導した。これにより、本質的に判断を誤らせかねない、金や物の出入りを記録する簿記のデータを、経営判断に役立つ有用な情報に変えたという好結果をもたらした。大学の最大利益となる、このような「極上の」心遣いは、イェール投資オフィスが行う大学への金銭的（量的）支援の質を著しく高める役割を果たしている。

5つ目の秘密は、最も重要なものかもしれない。それは個人の尊重と個人への愛情である。イェール投資オフィスを訪れる誰もが印象的と感じるのは、オープンで生き生きとした組織の雰囲気だろう。それはスタッフの仕事ぶりや責任感、規律ある緊張感とほぼ同じレベルで伝わってくる要素だ。本物のプロフェッショナルが最高の生産性を上げ、離職率の低いチームとなってさらに良い結果を出している。デビッド・スウェンセンとディーン・タカハシの二人が、イェール投資オフィスを輝かしいキャリアが育める土壌にするだけでなく、MIT、ボウディン、カーネギー、プリンストン、ロックフェラー大学のような他機関をリードする存在に押し上げた。また、チームの在職年数が最も長いという実績もある。

さらにイェール投資オフィスの成功にとって同様に重要なのは、投資の世界のいたるところに張りめぐらされた友好的なプロフェッショナル・ネットワークである。聡明で広い人脈に恵まれた人間にとって、いかに自分の時間を使うかは常に自由選択の問題となる。なぜなら、各人にはどうい



うふうに「そして誰と」見識や情報を共有するか、についての多くの選択肢があるからだ。デビッド・スウェンセンは、このようなとつもなく広いネットワークの同業者たちから個人としても好かれており、プロとして尊敬されている——また、長年にわたり、ほかの人たちの手助けをするリーダー的存在でもある——したがって、本当に大勢の人たちから見識や貴重な情報もたらされるのも、何ら不思議ではない。偶然ではないのだ。彼の成功の大きな秘密のひとつに、デビッドの役に立ちたいと望む大勢の人たちの存在がある。そうすることで彼らはこのうえない喜びと満足感を感じ、達成感が得られる。なぜなら、それまで彼らがデビッドの世話になってきたからである。

6つ目の秘密は、チャールズ・ダーウィンが説明を試みたように、適者生存は競争力ではなく社会的な支持で決まる、ということである。投資の世界では、実力を認められた運用者の数には限りがある。一方、金の量はといえば、運用者の数に比べて不釣り合いなまでに多額であるため、傑出した運用者には多くの選択肢ができる。なぜなら、多数の投資家が顧客になりたがるからだ。そのような選択の自由が許された運用者は、彼らの好む、そして尊敬できる顧客の仕事をしたがる。彼らは、デビッド・スウェンセンがとても好きで、尊敬してもいるので、スウェンセンや彼のチームと仕事ができることを望んでいる。これこそが、非常にレベルが高く厳格に運用者をスクリーニングする基準があるにもかかわらず、イエールが繰り返しベンチマークを上回ることのできる、機敏で創造的な運用者を引き付ける理由なのだ。さらに、スウェンセン率いる投資オフィスチームは、運用者の手助けや激励を誠実に行なうため、ほとんどの運用者がイエール寄贈基金のために最善を尽くす見込みが高い。

最後の秘密——デビッド・スウェンセンには、彼の行動を決める非常にユニークな流儀がある。たしかに、彼はイエール大学寄贈基金のCIOであり、投資のプロフェッショナルのリーダーであり、向上心が旺盛だ。しかし、穏やかな個人生活や学究生活を維持する一方、彼は自身の目的に向かって黙々とライフワークを進めている。それはイエール寄贈基金だけでなく、すべての寄贈基金運営に適した本当に正しい方法を見いだすことだ。本書を通じて長年の創意工夫や規律の中で編み出した概念や実践を（読者と）

---

十分にシェアすること——運用管理専門家の実践力の向上に努めること——寄贈基金の投資と大学の財政運営を首尾一貫した手順へ統合すること——そして、(多くの人が)個人的にもプロフェッショナルとしても正しい判断で達成できるように、世界中の優れた教育・慈善事業機関の強固な財政基盤を築くために尽力するように他者を励ますことである。

デビッド・スウェンセンは地球上の誰よりも教育機関・文化機関の向上に尽くしてきた——そして現在も自身の考えの改良を重ね、最新の成果をすべての人と共有している。彼は、善良な人間がどれくらいの良いことができるかを示す、希望のともし火である。やるじゃないか、デビッド、そんなに悪くないよ。