

5

米国の大学にみる資産運用

片山英治

わが国の大学は少子化の進展のなかで授業料収入の減少に直面しており、資産運用の改善が経営課題となりつつある。一方、米国の大学は寄付金の運用で資金を増やすという明確な位置づけのもと、トータルリターンに基づく投資目標やペイアウトルールの設定など、未来永劫にわたって大学運営を支える工夫がされている。また、分散投資と長期投資の考え方にに基づき運用を行っている。運用の意思決定は投資委員会で行うが、運用自体は運用会社への外部委託が一般的である。コンサルティング会社やマスターカストディアンの支援の存在も大きい。

わが国の大学では、預貯金中心の運用からリスクとリターンを踏まえた資産運用へと一歩踏み出すことから始まる。機関投資家として変貌を遂げた企業年金を参考に、今後は資産運用への積極的な取り組みと運用の高度化が期待される。

わが国大学の経営課題の1つとして浮上する資産運用改善

わが国の大学は今、急速な少子化の進展に直面している。18歳人口は図1が示すように1991年をピークに減少を続けており、2010年には120万人とピーク時から4割も減少することが予想されている。学生数の減少は、授業料の引き上げを伴わないかぎり収入の落ち込みにつながる。

極めて単純化すれば、

$$\text{大学の収入} = \text{授業料等} + \text{運用収益} + \text{寄付金} \cdot \text{事業収入他}$$

であるため、授業料収入の落ち込みを賄い収入を維持するためには、寄付金の増大や事業の拡大、運用収益の向上でカバーする必要がある。運用収益の向上だけで収支状況を改善できるわけではないが、資産運用の改善を大学の経営課題の1つとして位置づける意義はあろう。

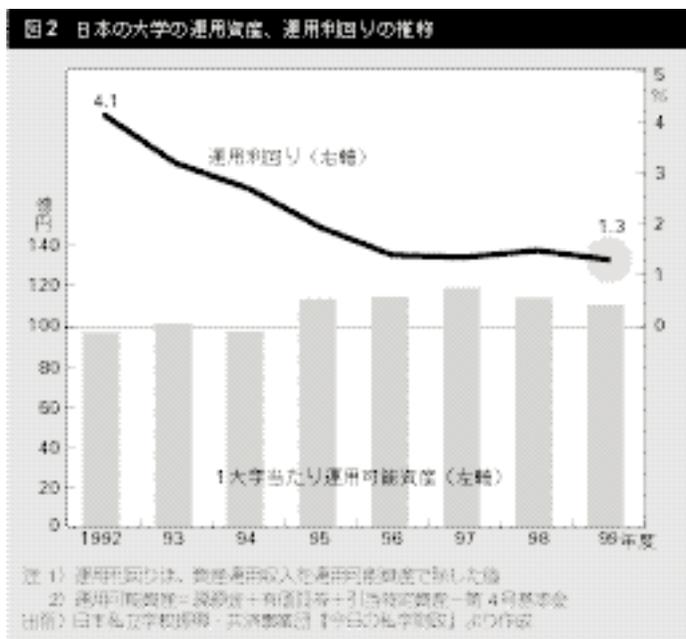
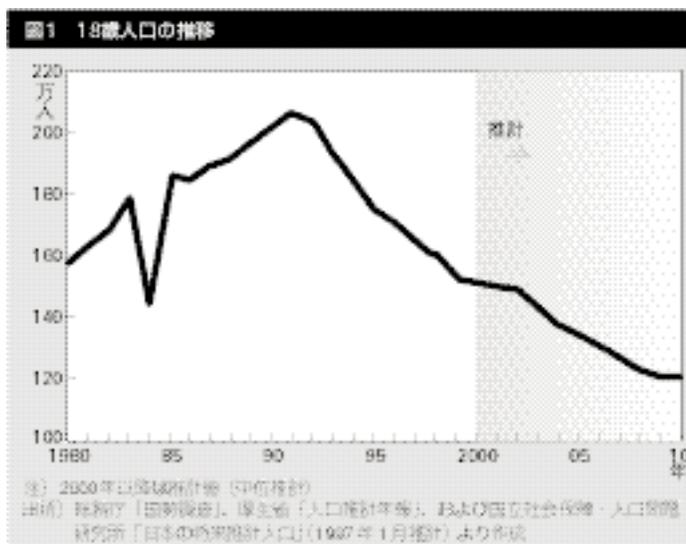
しかし、現実には低金利下で大学の資産運用は苦境に立たされている。日本私立学

校振興・共済事業団の資料によれば、わが国の私立大学の運用資産規模は全体で7兆403億円（1999年度、大学・短大合計）だが、1大学当たりの平均運用資産規模は110億円強で、97年の119億円をピークに過去2年連続で減少している（図2）。運用利回りも、1992年度の4.1%から99年度には1.3%と一貫して低下傾向にある。

大学単独の運用資産構成の内訳は不明であるが、代理変数として日本銀行の「資金循環勘定」を用いて非営利団体の資産構成をみると、2000年3月末現在で現預金が実に資産残高全体の4割を占め、残りは国債と貸付金、事業債、投資信託という状況にある（次ページの図3左）。財団や社会福祉法人など他団体も含んだ数字ではあるが、運用利回りから判断するかぎり、わが国の大学も非営利団体の平均像に近いと推察される。預貯金中心の運用が、低金利下における運用の低迷をもたらしているのではない。

一方、米国の大学はどうか。443の公・私立大学の平均的な姿をみると、運用資産全体のうち、米国株式54.3%、外国株式10.6%と株式が6割余りを占め、米国債券22.1%、外国債券1.5%と債券が2割、残りは不動産・モーゲージ（抵当証券）やオルタナティブアセット^{注1}を組み込むなど、リスク資産を含む形で実にさまざまな資産クラスに投資がなされている（次ページの図3右）。キャッシュには4%しか振り向けられていない。

日米の大学のこのような資産構成の違いは、運用に対するとらえ方の違いから生じている。そこで、今後の日本の大学における資産運用のあり方を考える手がかりとして、次章以下で米国の大学における資産運



用の考え方と実態について述べる。

米国の大学における 資産運用の考え方

米国の大学では、資産運用、特に寄付金の運用が大学の運営を支えるという位置づけが仕組み上明確になされている。

運用を行う際は、きわめて大まかにいえば短期と中長期に資金の性質を分けて考え

図3 日本の非営利団体と米国の大学における資産構成

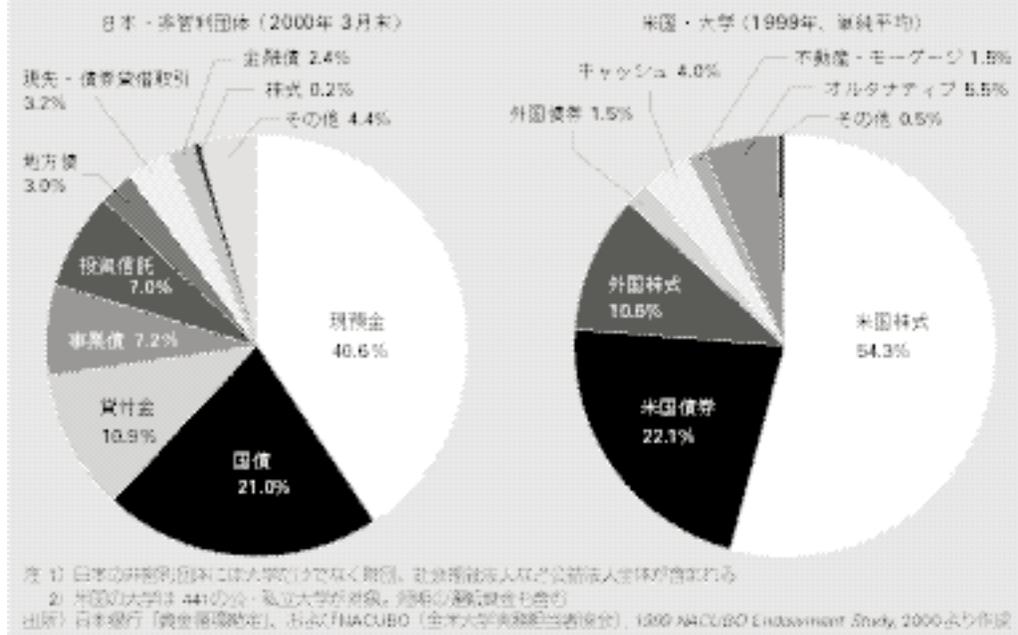
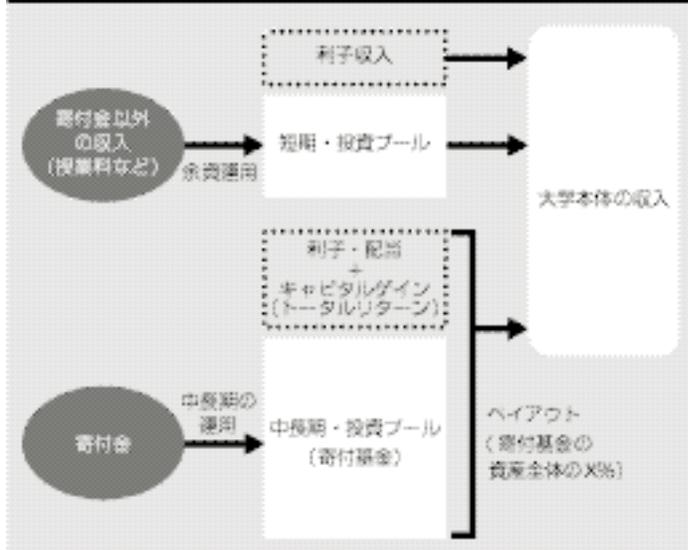


図4 大学の資産運用フロー



ている(図4)。授業料や事業収入、政府からの補助金など、寄付金以外のほぼすべての収入は短期の投資プールに振り向けられ、運転資金として財務省短期証券(Tビル)など安全性の高い商品に投資される。

一方、寄付金は原則として「寄付基金」に入れられ、中長期の投資プールとして株式や債券、不動産など種々の資産クラスに

幅広く投資される。ただし、得られた投資収益と寄付基金の資産の一部は大学本体の収入として繰り入れられ(「ペイアウト」)本体の事業運営に活用される。以下、寄付基金の運用に焦点を絞って述べる。

1 トータルリターンとペイアウトルール

大学の資産運用プロセスのうち最も重視されているのが、資産運用の位置づけと投資目標、ペイアウトルールの設定である。

まず、寄付基金を主な対象とする中長期資産運用の最大の目標は、寄付基金が「未来永劫」にわたり「継続的に」大学の運営を支援できるように、「運用によって基金の資産を増やしていく」ことにある。このため、利子・配当収入だけでなく、キャピタルゲインも含めたトータルリターンを高める運用を目指すことになる。

ところが、寄付基金にはもう1つの役割が課せられている。それは、毎年の大学運

営に必要な資金を大学本体に提供することである。これが前述した「ペイアウト」と呼ばれるものである。

米国教育省の統計によれば、大学本体の予算全体に占める運用収入の割合は、この十数年間ほぼ安定的に推移している。この中には授業料や政府からの補助金、事業収入や短期運用から得られる収入も含まれているが、寄付基金からのペイアウトの部分がかなり多いと考えられる。大学本体は、運営財源の1つとして安定的な資金供給を寄付基金に求めている。したがって寄付基金の運用では、「長期的なトータルリターンの最大化」と「毎年ペイアウトを安定的に大学本体に供給する」という2つの点を考慮しなければならない。

ここで問題となるのは、ペイアウトの額をどのように決めるかということである。ペイアウトの規模を多く（少なく）すれば母体の収入は増える（減少する）。ペイアウトが多すぎると、本体の予算が豊かになり現在の学生に対するサービスは充実するが、寄付基金の規模が小さくなり将来入学してくる学生のために十分にサービスを提供できなくなる。逆に低すぎると、寄付基金の資産額の目減りは少ないが、在学中の学生に向けられる資金額が少なくなる。これは将来と現在のトレードオフととらえることもでき、現在と将来の支出をバランスさせるようにしなければならない。

また、大学本体の予算を管理する側としては、本体に組み込まれるペイアウトが大きく振れると予算を立てにくくなるため、トータルリターンの実績値にかかわらず安定した規模の資金供給を望む。

これらの条件を満たすような最適なペイアウトルールに関する研究が行われ、現在

では「寄付基金運用資産の過去X年間の移動平均のY%」というルールが大半の大学で採用されている。資産の一定比率とすることで、その年のトータルリターンの変動を極力排除し、さらに資産額の値として過去の複数年の移動平均を適用することで、ペイアウト額の安定性をいっそう高めている。「過去3年間の移動平均値の4%前後」という定式化が最も多いようである。

このように、米国の大学では主に長期的に大学の運営を支えていくという観点で資産（寄付金）の運用が位置づけられているが、本体が「雨」のときにクッションの役割を果たす場合もある。

エール大学で14年にわたりCIO（Chief Investment Officer：最高投資責任者）として同大学の運用資産の拡大に貢献してきたデビッド・スウェンセン氏は、近著の中でスタンフォード大学のケースを紹介している^{※2}。同大学は1991年に連邦政府からの研究開発費を削られたことで、3250万ドル以上の事業予算の赤字が生じた。このため、4.75%だったペイアウト比率を1993、94年の2年間だけ6.75%に高めることで歳入不足を穴埋めしたという。

2 分散投資と長期投資 大学の運用を支える2つの考え方

トータルリターンとペイアウトルールを設定したら、それをどのようにして実現するかが次の課題となる。

大学では、「分散投資」と「長期投資」の形で寄付金の運用を行っている。ここでいう分散投資とは、株式だけでなく1つの資産クラスへの投資に偏らずにリスク・リターン特性の異なる複数の資産クラスへ投資を行うことで、資産全体のリスクを軽減す

ることを指す。

一方、長期投資は投資対象を長期間保有することであり、特に株式の場合に有効とされている。株式は短期的には値下がりリスクが大きいですが、投資期間が長くなるにつれて元本割れの確率が低くなる。しかも、預金よりも高い収益を得られる。

実は、この考え方は現代証券投資理論の発展などを背景に、大学だけでなく財団、年金基金といった機関投資家に共通して受け入れられているものである。

以上でみたように、米国の大学では「トータルリターン」と「ペイアウトルール」を考慮しつつ、「分散投資」「長期投資」の考え方に基づいて資産運用を行っている。

資産運用管理の高度化をもたらした「バーカーレポート」

しかし、米国の大学も昔から分散投資・長期投資を行い機関投資家として広く認知されていたわけではない。1950、60年代は運用資産の大半を債券に投資する大学が大半だった。その背景は2つ。1つは、運用のリスクに対する過剰反応である。当時は毎年の投資収益をそのまま大学本体の収入として組み入れていたため、市場の変動により組み入れ額が大きく変動することを大学側が恐れた。もう1つは、投資収益のとらえ方にあった。投資収益にはキャピタルゲイン（ロス）が含まれず、利子・配当だけが認識されていた。

折しも1960年代に株価の上昇により配当利回りが下がる一方、債券の利回りは上昇（価格が下落）した。結果として、インフレにより運営コストが上昇するなかで、債券を中心とした運用では十分に収益があが

らず、大学の財政状況が深刻化していた。

このような状況に鑑み、フォード財団は「教育機関における寄付基金の運用」^{注3}と題するレポート（「バーカーレポート」）を1969年に出版した。このレポートは、当時の大学の資産運用の実態を分析し、主に次の3つの点について改善を勧告した。

第1に、利子・配当だけでなくキャピタルゲインも含む「トータルリターン」を投資目標として掲げること。

第2に、大学本体への市場変動の影響を小幅にとどめるために、寄付基金の市場価額の3年移動平均の5%を繰り入れるという「ペイアウトルール」を採用すること。

第3に、大学の理事会は寄付基金の運用が最も重要な任務の1つであることを認識し、運用の意思決定だけを手がける投資委員会（メンバー5、6人）を設立すること。一方、運用そのものは外部の優れた運用会社に積極的に任せること。

「バーカーレポート」は、その後の大学における資産運用管理の高度化をもたらした。タイミング悪く、出版直後に株式相場が下落したため当時の評判は必ずしも芳しくなかったものの、1970年代半ばになると同レポートの提言が大学の間で広く受け入れられるようになり、現在に至っている。

大学の運用管理体制

では、「バーカーレポート」の提言から30年を経た現在、米国の大学はどのような運用管理体制のもとで資産運用を行っているのだろうか。規模によって異なるが、一般的には次のようになる（図5）。

資産運用に関する最終的な責任は最高意思決定機関である理事会のメンバーが担っ

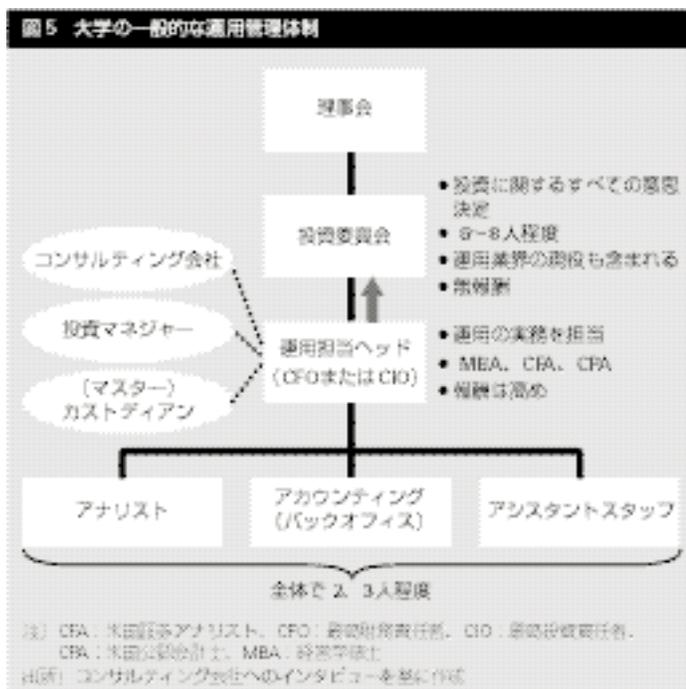
ているが、メンバーは投資の専門家ではないため、その下に「投資委員会」を設置し、そこで投資に関するあらゆる意思決定がなされることが多い。委員会のメンバーは6～8人、理事会のメンバーがほとんどだが、外部から運用会社の現役やOBを招聘することもある。

例えば、イリノイ州にあるA大学では、統計的手法を用いて種々のシミュレーションを行った結果に基づき、投資委員会が最終的にトータルリターンを決定する。同大学の長期的な期待トータルリターンは8～9%である。一方、ペイアウトルールは、大学本体の予算状況を踏まえつつ、投資委員会ではなく大学の理事会が直接決定する。同大学では、過去3年間の資産残高の移動平均値の5%と設定している。

このトータルリターンの投資目標とペイアウトルールに基づき、CFO（最高財務責任者）やCIO（最高投資責任者）が運用の実務を担当する。また、コンサルティング会社や運用会社、カストディアン（後述）など外部の業者と日々やりとりしている。

責任者のキャリアをみると、会計事務所や金融業界で財務・金融の実務経験を積んでおり、CPA（米国公認会計士）やCFA（米国証券アナリスト）などの資格を備えていることが多い。なかにはMBA（経営学修士）を取得しているスタッフもいる。報酬体系は大学の他部門より高いことがあり、大規模な大学になるとボーナスが運用成績に連動している場合もある。資産運用という業務が大学で重視されていることの表れであろう。

責任者の下には、投資分野に関する調査や運用成績のとりまとめを行う支援スタッフが2、3人いる。中小規模の大学では、



投資責任者が財務責任者を兼任したり、支援スタッフがいないこともある。

運用結果については、年に4回程度開かれる投資委員会や理事会の場でCFOやCIOが報告を行う。直接、間接の形で、資産運用が大学の運営の中に組み込まれている。

資産運用の2つのパターン

米国の大学における資産運用の形態は、「運用会社への外部委託」「大学スタッフによる運用（インハウス運用）」の2つに大きく分かれる。

1 運用会社への外部委託

米国では、大学の多くは外部の運用会社（投資顧問会社）に資産運用を委託するのが普通である。それも、資産規模が50億円程度と米国では小規模に属する大学でも、4ないし5つの運用会社に委託するのが珍しくない。大規模な大学になると、委託す

る運用会社の数は数十にも達する。

例えば、カリフォルニア州にあるB大学は、運用資産規模が1.6億ドルと中規模だが、運用資産構成は株式53%、債券28%、 뮤チュアルファンド（投資信託）13%、キャッシュ5%となっており、株式はアクティブ運用を行う運用会社を7社、債券は3社採用し、キャッシュについては大学内部（財務部門）でMMF（マネー・マーケット・ファンド）で運用している。

なお、今でこそ米国の大学も年金基金と同様に大手運用会社のサービスを受けているものの、以前は機関投資家としての認知度が低かった。このため、特に中小規模の大学に分散投資のメリットを提供すべく、1971年にフォード財団の支援を得てコモンファンド社が設立された。

同社は大学向け資産運用に特化した非営利団体であり、2000年6月末現在の運用資産残高は258億ドルに達し、約1400の顧客を抱えている。運用は自ら手がけず、他の運用会社に委託する形で合同運用ファンドを提供する「マネジャー・オブ・マネージャー」に特化している。

2 大学スタッフによる インハウス運用

大規模な大学では、企業年金と同様にスタッフ自らが資産の全部もしくは一部の運用を手がける「インハウス運用」が行われている^{注4}。NACUBO（全米大学実務担当者協会）とネルソン社のディレクトリーを用いて運用資産規模上位100大学についてみると、運用資産全体に占めるインハウス運用対象の資産比率が判明するベースだけで、40程度の大学が少なくとも何らかの形でインハウス運用を行っている。

A大学の運用資産は40億ドルに達し、その48%を株式、15%を債券に投資するほか、プライベートエクイティ（未公開株ファンド）に23%、ハイイールド（高利回り）債に4%、不動産に3%と幅広い分散投資を実現している。同大学では、このうち債券と不動産、ハイイールド債についてインハウスで運用を手がけている。

こうした大規模なインハウス運用と分散投資を可能にしているのは、運用に特化した組織体制にある。「インベストメントオフィス」と呼ばれる運用に特化した部門は、総勢15人のスタッフからなる。運用責任者によれば、同オフィスは「プロフィットセンター」であること、すなわちコストの抑制にとどまらず利益を生み出すことを目標として掲げているという。

ただし、一口にインハウス運用といっても、資産の多くの運用を自ら手がけているところはごく一部であり、なかにはインハウスによる運用比率が1ケタにとどまることもある。また、運用対象もキャッシュなど運用が比較的容易かつ低リスクの資産が多い。実際、A大学でも、債券の運用はアクティブ運用ながら、対象を格付けの高い社債と国債・政府機関債に限定し、極めて保守的に行っているとのことである。

コンサルティング会社と カストディアンによる支援

大学の運用スタッフにとって、運用会社の選定やモニタリング、運用成績の評価といったプロセスをすべて自力でこなすのは大変である。そこで、運用管理を支援すべく、運用会社に加え「コンサルティング会社」と「(マスター)カストディアン」の

サービスが普及している。

1 コンサルティング会社

コンサルティング会社のスタッフは、投資委員会での意思決定レベルから積極的にかかわり、先にみたトータルリターンとペイアウトルールの設定から、長期的な資産配分の決定、運用会社の選択や評価といった投資プロセスのあらゆる面を支援する。

大学向けコンサルティングの最大手は、ケンブリッジ・アソシエイツ社である。同社は1975年に設立され、大学・財団など非営利団体と富裕層向けのコンサルティングサービスを手がけている。顧客数は650で、大規模な大学の大半がサービスを受けている。同社では450人のプロフェッショナルスタッフを抱え、大学の資産運用全般にとどまらず、母体の財務や報酬体系の構築に関するコンサルティングなど幅広く支援を行っている（表1）。

前述のB大学には資産運用の専任担当者がいない。日々の運用実務を担当している責任者は全体の20%しか運用関連に充てられず、財務や予算管理、人事・事務管理、寄付金集めといった他業務関連のミーティングに時間をとられている状況にある。

そこで同大学は、運用管理プロセスのうち資産配分の決定や運用会社の選定に関してケンブリッジ・アソシエイツ社に多くを負っている。同社のコンサルタントは投資委員会に出席し、運用会社の採用の際には推薦リストを提出したり、選んだマネジャーの運用成績のモニタリングを担当するなど、資産運用の根幹にかかわる部分を全面的にバックアップしている。

同大学では最近、運用資産の一部（3%）をベンチャーキャピタルへ投資するこ

表1 ケンブリッジ・アソシエイツ社のサービス

投資プランニング
投資リターンとペイアウトルールの設定、長期的な資産配分（アセットアロケーション）の決定を支援
投資マネジャーの選択と評価
データベースに基づき、資産クラス別に投資マネジャーの選抜リストを作成
運用パフォーマンスのモニタリング
投資マネジャー別のパフォーマンス目標の評価を行い、レポートを作成
リサーチ
株式や債券、オルタナティブ商品の市場動向に関する調査レポートを作成
財務プランニング
大学の財務やスタッフの報酬に関するコンサルティング
オルタナティブ投資のコンサルティング
オルタナティブ商品の投資マネジャーの選択、パフォーマンスの評価など

出所）ケンブリッジ・アソシエイツ社のホームページより作成

とを決定したが、投資対象はケンブリッジ・アソシエイツ社が提出したリストに基づいて決めたという。

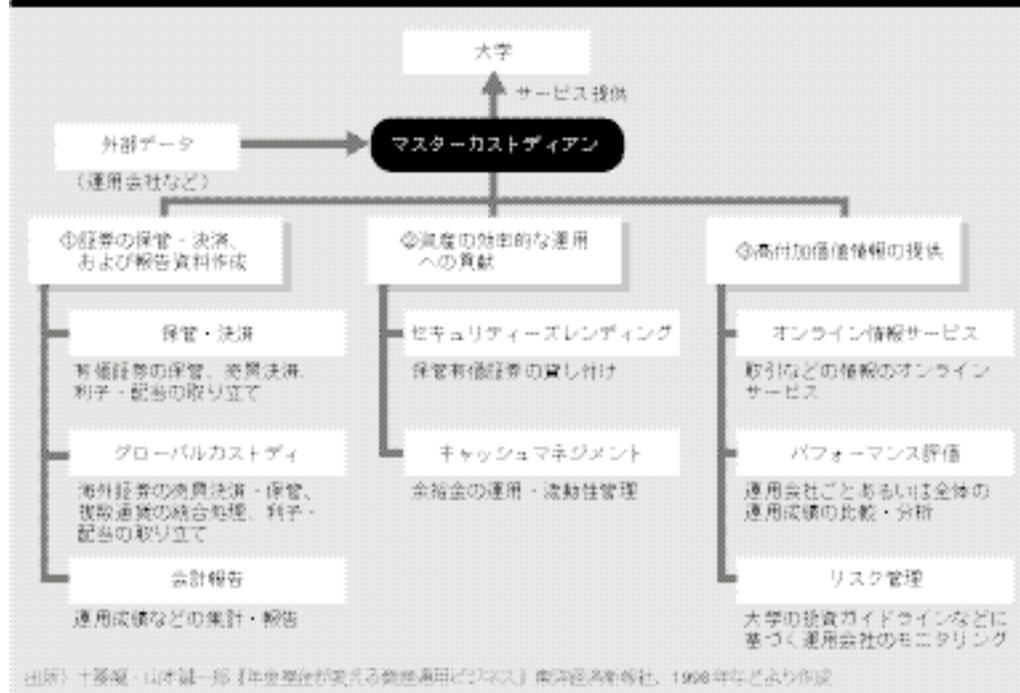
なお、大規模な大学の場合は、中小規模の大学に比べ、それほどコンサルティング会社に全面的な支援を仰いでいるわけではない。しかし、外部運用会社の選出やパフォーマンス評価など、部分的にサービスを受けている場合がある。

2（マスター）カストディアン

カストディアンとは、有価証券を保護預かりするサービス（カストディ）を提供する銀行の信託部門や信託会社であり、そのサービスを一言でいえば「金庫」である。

米国では当初、運用会社ごとにカストディアンがいたが、分散投資を行うため運用会社の数を増やすのに伴ってカストディアンが増えると、情報の入手や報告書が膨れ上がってしまう。このため、「マスターカストディ」という証券を一元管理するサービスが1950年代に登場し70年代に普及、今では大学や年金基金の運営上不可欠なインフラとして広く普及している。

図6 マスターカストディアンサービス



マスターカストディアンは、現在は運用資産の一元管理にとどまらず、運用にかかるあらゆる情報をひとまとめにするサービスなど多種多様なサービスを提供し、大学の運営を支援している(図6)⁵。分散投資を行ううえで欠かせない存在である。

運用高度化が期待されるわが国の大学

このような米国の大学における資産運用の実態を踏まえたとき、わが国の大学ではどのような取り組みが考えられるだろうか。それは、「現預金中心の運用」から「リスクとリターンを踏まえた資産運用」へと一歩踏み出すことから始まる。

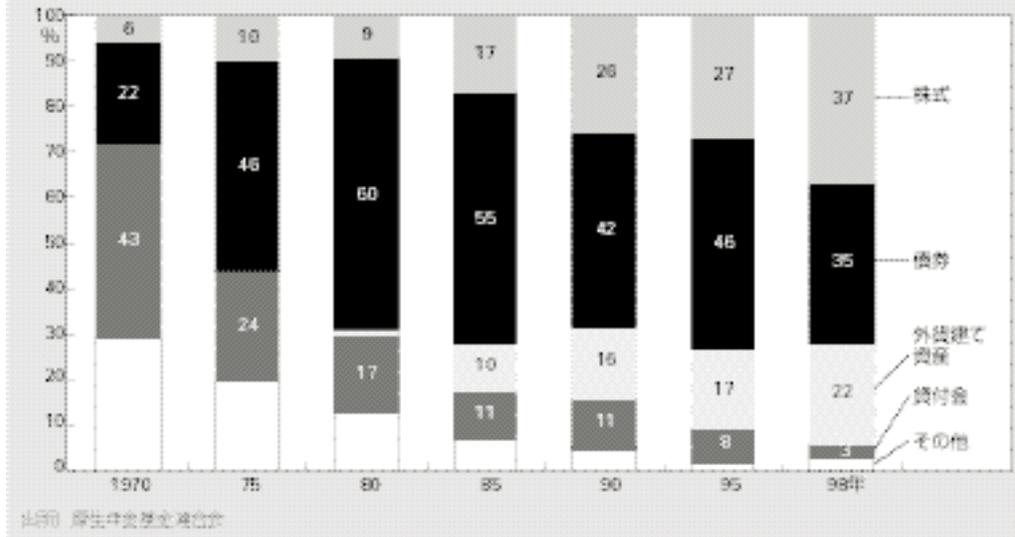
具体的には、運用対象の資金となる範囲を特定し、各大学の状況に合わせて短期と中長期に運用目的を分けたうえで、運用商品を組み合わせていくことになる。

その際に、資産運用には「リスク」が付きものという認識が必要になる。ペイオフの導入で、今や預貯金すら無リスクではなくなった。さまざまなリスク・リターン特性を持った金融商品を、分散投資(および中長期の資金については長期投資)の考え方に基づいて組み合わせていく。

実際、米国の大学の担当者からも、日本の大学に対するアドバイスとして、「どのような資産の組み合わせが自分の大学に向いているか、まずはターゲットとなる資産構成(ポリシーポートフォリオ)を構築してみてもどうか」「資産の組み合わせの決定が資産運用を成功させる秘訣だ」という声が聞かれた。

実は、わが国の大学が資産運用の高度化に取り組む際には企業年金が参考になる。企業年金においても1970年代は現預金が運用の中心だったが、過去30年の間に債券、株式へと運用の中心が変化し、機関投資家

図7 年金信託の資産構成の推移



として大きく変貌をとげてきた（図7）。企業年金における分散投資、長期投資の考え方は大学と共通しているため、運用の実際や投資に必要な知識など、企業年金から学ぶことは多い。

さらに、運用会社やコンサルティング会社、（マスター）カストディのような運用管理を支援するサービスは、幸いにもすでに日本の企業年金向けに開始されている。米国の企業年金が30年かかって歩んできた道を、わが国の企業年金は1990年から10年余りで追いつこうとしている。大学も不可能ではない。

今後、わが国の大学でも資産運用の改善を経営課題の1つとして位置づけ、運用を高度化していくことが期待される。

注

- 1 オルタナティブアセットとは、従来の投資対象や投資手法とは異なる資産クラスを指し、プライベートエクイティ（未公開株式への投資）や石油・ガス等の天然資源、ヘッジファンド（さまざまな運用手法を駆使しつつ、相場状況によらず絶対リターンを追求するファ

ンド）、破綻証券（倒産した企業のローンや証券を購入）などがある。

- 2 David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management*, Free Press, 2000
- 3 Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments*, Ford Foundation, 1969
- 4 米国の企業年金におけるインハウス運用と運用子会社の実態については、井瀧正彦・片山英治「インハウス運用と運用子会社」本誌2000年10月号を参照。
- 5 企業年金に対するサービスは「マスタートラスト」と呼ばれ、サービス内容はマスターカストディアンの場合とほぼ同じといわれている。わが国でも、信託銀行や生命保険会社の間で昨年頃よりこのサービスをもっぱら手がける信託会社の設立が相次いでいる。マスタートラストの概要については、井瀧正彦・片山英治「導入機運高まるマスタートラスト」本誌1999年9月号を参照。

著者

片山英治（かたやまえいじ）
資本市場研究部主任研究員
専門は機関投資家の資産運用ビジネスと社会保障制度の改革