

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第四小委員会委員長 坂口雄作 CMA

少子高齢化の影響は、高等教育の主体である大学法人に学生、受験生のピークアウト等顕著に表れる。過去10～20年も長期低迷にある日本が、今後立て直しに取り組むに当たり、教育の重要性は誰も否定しないだろう。しかし教育には資金がなくてはならず、長期にわたって安定的に必要な資金を得るためには資産運用の役割が欠かせない。米国の事例からは制度等の違いもあるが参考にするべき点も伺える。そこで、本特集は、①法人としての経営の目標、財務戦略の社会的意義、②財務、資金調達、資産運用に影響する会計規定とガバナンス問題、③わが国大学法人の資産運用の課題、④金融危機以降の米国大学基金の資産運用の変化について各分野の識者による論文を掲載する。

森本論文「大学の経営戦略と財務戦略」は、大学の事業が経済的に成立し得るとしたら、どのような社会的条件を充足しなければならないのか、という点を検討するのが目的である。大学の経営とは、各大学が社会に対して提供しようとする価値を創出するための仕組み作り以外にはなく、財務とは、価値に見合う対価の回収と、価値創出のための基盤の整備と維持に要する資本調達との2つの課題に集約される。しかし、日本の大学の現状ではより大きな課題が、学生数を増やすことによる学費等の増収、受託・共同研究を通じた企業

等からの外部資金の取り込み、寄付金の増額など、基金資産の形成以前の段階にある。これらの課題は、大学が、外部社会との関係において、自らの価値創出のあり方を確立し得ると解決されるものである。この資産運用以前の課題について、経営、基金、資産運用、という論理的順番が指摘されるが、ここでとり上げる例（東京大学、一部の私立大学）は、そのような論理を踏んでいないと指摘する。一部の私立大学で生じた仕組み債と金融派生商品取引による資産運用の失敗がなぜ起こったか検討される。ここには、東京大学基金と同じ構造の問題がある。つまり、論理の順番が、資産運用、基金、経営と、逆転してしまっていると言う。経営を考えると、顧客を考えることで、大学の顧客とは、学生を採用する産業界等の社会である。さらに、大学という人材創出市場における成熟化は、日本の場合、深刻だ。産業界の人材需要は、量としては相対的に低下し、質としては多様化している。少子高齢化により大学経営の将来は厳しい、というのが大方の見方であるが、著者は疑問を呈する。変革という要素を入れるとき、そこには全く違う成長の可能性が見えてくると、日本の大学は成長するシナリオを支持する。著者は、締めくくりとして以下のように結論する。「大学が、教育において、社会が求める人材の育成と

創出という方向を打ち出し、研究において、社会が求める知識と技術の創出という方向を打ち出せば、…大学は成長できる。大学が成長できる限り、…本来の運用資産が生まれてくる。その資産を運用して得られる果実は、使途自由な、経営の付加価値を高めるための、将来のさらなる成長のための、投資原資となり得るであろう。そのとき、資産運用は、必要資金不足を捻出するような操作から、真の長期的視点に立った資産運用になるのである。」

清水・杉崎論文「学校会計・会計規定とガバナンス」では、学校法人が経常的経費に補助金を受ける場合に適用される「学校法人会計基準」の側面から財務問題を論じている。学校法人の経営は、中長期的な均衡を目指す、学費に大きく依存し、収入構造の改革や増収は難しい。学校法人の資産運用に制約はないが、理事会の自己責任体制が求められている。有価証券等の減損も厳密化され、注記で時価情報も開示する。誰が大学教育・研究の財源負担をするかが課題である。学校法人の経営は、中長期での収支の均衡が求められており、企業会計のように毎年度の決算で利益を生み出し、配当するという必要はない。したがって、中長期的な視点で学校法人の収支や資産負債の状況を見ていく必要がある。資産運用では、リスクを伴う運用を行うことになるが、運用資産の種類は多くそれぞれのリスクを適切に評価し運用対象資産や運用金額を決定することは難しい。運用に当たっては次のような5つの課題を認識し、内部統制の基本にかなった運用管理をしておく必要がある。①運用結果に対して説明責任を果たせる資金運用管理が求められる。②運用資産が多様化し、運用資産ごとのリスクを評価することは難しい状況である。リスクを伴う運用を行うならば専門的知識を有する者の確保が必要である。③証券会社

や金融機関からリスクについて十分な説明を受けていないケースがある。この場合は運用資産のリスク評価ができないので運用対象としない。④資金運用には安全性の視点と効率性の視点のバランスが求められる。また過大な運用リスクを負う場合があるので、⑤長期の資金計画に基づき運用資産のリバランスの必要性を毎年定期的に検討することが必要である。

定員等種々の要因により、収入を増加させることは非常に難しい。他方、日本の将来の成長、発展のために、高度な教育・研究を継続していくためには、多額の資金が必要であり、その財源確保も重要な課題である。日本という国の将来像をどう描き、その中で現在の高等教育、とりわけ大学教育をどのように位置付け、大学教育の経費負担を社会の中で位置付け直す必要がある。そのためには、日本社会が日本の大学に何を期待し、その期待のためには大学が何をすべきかを検討し、実行していく必要がある。

引問論文「日本の大学法人における資産運用の実態と課題」は、「わが国の学校法人の資産運用で年金型の本格的な有価証券投資やポートフォリオ運用が発展してこなかったのはなぜか?」、この基本的な論点を十分理解することが、わが国の大学法人の今後の資産運用を考える際の重要なスタートラインだとしている。21世紀大学経営協会による「第3回大学法人における資産運用状況調査」に基づき、「リスク許容度が低いこと、または分からないこと」、「資産規模が大きくないこと」、「専門家や専任スタッフがないこと」の3つの要因に、わが国の学校法人が一般的に行ってきた資産運用の現実の相当程度が根ざしていると指摘する。よく引き合いに出される米国の大学の資産運用管理がわが国の大学と大きく異なるのは、①寄付金収入の基金化とそれ以外の収入との

分別管理、②寄付金部分における中長期ポートフォリオ運用、③支出政策による寄付基金から大学本体勘定への安定的な拠出の3点であると注意を喚起する。次に、運用管理体制については、意思決定の責任と権限、なぜ外部委託に向かわなかったか、インカム収入重視か総合収益重視かの観点から検討を加える。さらに、大学資産運用におけるリスク許容度と目標設定の問題点を指摘する。学校法人の資産運用見直しにおいては資産運用の果実を何に充当するのかといった「目的意識の再確認」を折に触れて行い、それを学内外のステークホルダーへ伝達し認識の共有化をはかることが肝要であると言う。

さらに、リスク許容度の考え方で、バランス型ポートフォリオを提示し、従来、国内債券中心の運用をしていた学校法人がリスク資産を含む分散型ポートフォリオ運用に向かうべきかを判断するためには、国内債券のみのケースとのリスク・リターン特性の詳細な比較が役に立つとしている。今まで感覚的にリスク資産およびリスクを取る運用を忌避してきた学校法人が改めて自らのリスク許容度を考えるには、試行錯誤を繰り返しながら自らのリスク許容度に合致したものを見つけ出す作業が必要である。また、既に本格的なポートフォリオ運用に踏み出した学校法人にとっても、現在の年金運用が抱えている課題には共有すべきテーマが少なくない。下方リスク概念を取り入れた最適化、新興国市場やREIT等を含む投資対象の拡大、国内債券の代替としての低リスクの絶対リターン型オルタナティブ戦略の採用などは重要性の高いテーマである。さらにグローバル金融危機以降、従来の静態的資産配分方針にも見直しの動きが出てきている。イベントリスク発生時の対応方針の選択肢をあらかじめ定めておくことはリスク管理体制として極めて重要であるが、機動的な

投資行動につなげていくためにはさらに検討を要する事項が少なくないと結論する。

川原論文「米国大学寄付基金運営の新潮流」では、NACUBO報告をベースに、大学本体を含めた基金の運営モデルを再確認し、金融危機後のガバナンス変化、運用やリスク管理強化について議論する。基金運営の目的は将来の使用に備え、購買力を維持することである。長期での資産成長を維持するための手法として、分散投資が是認され、リバランス等によるリスク管理の必要性が導かれた。同時に、運用の職責を外部委託する場合の考え方も整理されている。受託者責任を果たすためには組織的なガバナンスが必須である。金融危機における基金の運用成果の悪化は大学本体の経常収入低下をもたらした。そのため、投資ガイドラインに関する部分からガバナンスに至る全般的な再考が行われた。

もう1つ大きく注目されたのは本体の資金ニーズで、それに合わせた運用ポートフォリオの流動性マッチングをより精緻化することが求められるようになった。より高い専門性が必要となると共に、費用抑制の要請もあり、運用アウトソースへの期待が膨らんでいる。さらに、運用手法の精緻化では、長期・分散を基本としているため、資産配分とリバランス等による資産リスク管理が重要である。米国では、大規模基金ほどオルタナティブ比率と非流動性資産の組み入れが高く、長期でみると結果として高いパフォーマンスの源泉になったと考えられる。ポートフォリオの流動性管理として、流動性区分による配分を把握すること、投資先のレバレッジにもより注意を払うようになった。ほとんどの大学基金・財団において絶対リターン指向のプロダクトへの関心が高まっている。これは、基金の運用目標が絶対水準としての実質リターンであるためと考えられる。昨今の金

融市場が顕著なテイルリスクを示しており、絶対リターン確保のためには、ダウンサイドリスクへの対応も課題となっている。結果として、デリバティブ等を活用したコンティンジェンシープランの導入も提案されている。時価評価の厳格化、受託者責任のプロセス細分化といった制度変更が行われる中、市場環境は大きく変貌した。大学本体では、資金ニーズの精緻な把握、毎年安定化するための支出政策の再考、コスト抑制を意識しつつ、基金との連携を強化する必要性が出てきた。わが国では資金管理の延長としての余資運用という側面が強く、ガバナンス構造、運用目標の設定方法

など運用管理のフレームワーク自体が異なっている。「人口減少、低成長が見込まれる日本の大学は、自らの競争力強化、独立性維持といった観点から、資産の有効活用を再考すべき時に来ているのではないだろうか」と括っている。

大学法人の健全化には財務基盤の改善も切り離せない。本特集で取り上げた諸問題の解決を目指し、「21世紀大学経営協会」（2003年）「大学の明日を考える会」（2010年）における活動も注目したい。果たして、2010年代には、わが国の大学法人も、健全経営の下、「機関投資家」の仲間入りすることを願うものである。