

第2部 大学基金を取り巻く環境

○パネルディスカッション：大学基金運用とアセットオーナーシップ

(登壇者の略歴等)

佐藤久恵氏：国際基督教大学 評議員

上田亮子氏：京都大学経営管理大学院 客員教授

川崎成一氏：名古屋産業大学 教授 (文部科学省技術参与)

(モデレーター：塚本満 文部科学省 研究振興局 大学研究基盤整備課 資金運用企画室長)

【テーマ1：大学の運用を取り巻く環境・現状・課題について】

●資産運用立国分科会に参加した立場からアセットオーナー改革の意義をどう考えるか。(佐藤氏)

- 企業年金を中心に、各運用主体の取り組みへの理解および課題の整理が進み、アセットオーナー・プリンシプルにおいては多様な運用主体を意識した策定がなされたのではないかと。
- 大学ファンドの支援開始も相まって、大学での運用活性化に向けたポジティブなトリガーとなる一方、多くの大学基金にとっては、実践についての課題が数多くあるのではないかと。

●実際にアセットオーナー・プリンシプル策定の議論で特に印象深かったものを伺いたい。(上田氏)

- これまでインベストメントチェーン全体の色々な施策に関わってきた。アセットオーナーは資産規模も大きく重要な存在であるが、所管省庁やその設立趣旨が様々なので、資産運用の観点から一律的・横断的な取組はこれまで行われてこなかった。その意味で、日本全体のインベストメントチェーン、バリューチェーンにおける最後のピースが固まったと見ている。
- 大学ファンド (JST) は、改めて高度に体制整備された機関投資家であると認識。他方、各大学の基金は、これまで機関投資家、資産保有者として議論が上がったことはなかったのでは。作業部会が開催され、「これって大学の仕事なのか？」という戸惑いもあったものと思料。
- 大学は、社会における存在意義・目的が極めて重要である一方、少子化やコスト増など経営環境が厳しくなっており、大学がサステナブルに運営され将来世代にも繋げていくことの重要性を踏まえ、アセットオーナー・プリンシプルの対象として組み入れられたのではないかと。

●大学の資産運用の現状と課題をどのようにみているか。(川崎氏)

- 大学の資産運用の状況は、10~20年間であまり変わっていない。資産の規模は持てるものと持たざるものの差が拡大。目標リターンも1%未満もしくは1%~2%未満が大多数との認識。
- 個人的に実施した国公立大学に対するアンケート調査によると、基本ポートフォリオ、または運用目標を持っていない私立大学がアンケート回答者のうち各々4割ほどあった。おそらく、単品商品を購入し、満期・償還期が来るとに入れ替えている大学が多いものと推察。一方、一部大学ではポートフォリオ運用が開始されており、方向感が分かれてきている印象。
- 課題は3つ。①簿価主義、予算主義の弊害。簿価主義によりダウンサイドリスクを回避する意向が強まってしまう。予算主義により年度の予算が決まっている中、確定的な利回り確保のため、単年度的なインカム指向に偏ってしまう。②少子化の中で大学を取り巻く環境が厳しくなり、運用したいができない・資金がない状況が発生。大学経営上、一定の現預金を確

保したい面もあり、資金を持たない大学が運用に変わる機運が将来的にも生じづらいのでは。
③文部科学省の規約例等に心理的に縛られてしまう弊害。学校法人の寄附行為作成例の記載や財務担当理事の善管注意義務の規定等により、リスク回避傾向が生じてしまっているのでは。

【テーマ2：大学の資金運用の方向性】

●大学はアセットオーナー・プリンシプルをどのように受け入れ、活用していけばよいか。（上田氏）

- 面倒だ、との思いもあると思うが、アセットオーナー・プリンシプルは中長期的には大学を守るためにあることを理解してほしい。事務負担の増加は避けられず心配もあるだろうが、将来に向けて資産をどのように管理・運用するかは、サステナブルな大学運営にも繋がる。経済・社会情勢が厳しく、金利・株価が複雑な動きをする中での「転ばぬ先の杖」と理解いただきたい。
- アセットオーナー・プリンシプルは法定の義務ではない。プリンシプルベースのアプローチは大学にはなじみがないかもしれないが、制度の主旨を理解してもらった上で、個々の大学の実態に合わせて取り入れてもらうというもの。コンプライ・オア・エクスプレイン（＝遵守するかしない場合にはその理由を説明するか、代替策も示せばなお良い）は政府の指針としてもよく使われる手法。あくまでベストプラクティスとして、「これをすれば望ましい」ことを伝えているものなので、自身のおかれた状況を中長期的視点から見直し、自分ごととして受け止めてほしい。

●数々のアセットオーナーを経験された立場から、大学の資金運用はどうあるべきか。（佐藤氏）

- 運用のあるべき姿は機関ごとに千差万別。運用目的の確認・設定、関係者での共有が重要であり、その検討は法人経営の全体最適の視点から行われるべき。アセットオーナー・プリンシプルはそのための有効なツール。
- リスクを取る蓋然性を明確化することが重要。運用をやるからには必ずリスクと向き合うことになる。ICUは高い運用目標を持っているが、大学の存続をかけて運用をやっている。その上で、危機時の対応が明暗を分ける。コロナ禍では日本の投資家の投資行動にも一定の学習効果が見られたが、本格的な危機は経験していない運用主体がほとんどでは。リーマンショック時は株の下落と円高が日本を襲い、大変な調整局面だった。そういった局面では、リスクを取る蓋然性を関係者間で共有しておくことが大事。
- 加えて、経営トップのコミットメント、リスクを取る覚悟、信念が非常に重要。企業の経営者は常に自社のリスクや資本市場と向き合っているが、大学にとっては少々ハードルが高いかもしれない。
- 過去を振り返っても想定外の事態は必ず発生する。それに対応するためにもこれらの要素は重要。危機時の対応が明暗を分ける一方、リスクを想定してリスク管理をしすぎても運用成果が上がらないという課題も生じ得る。ただ、これらに対応することは「言うは易し、行は難し」である。

●海外エンダウメントでと比較した場合の国内大学の運用の特徴について伺いたい。（川崎氏）

- 米国の大学の運用に追い付こうと思っているところが多いと思うが、米国のエンダウメントと日本（私学）の運用は成り立ちが異なる。米国はそれなりの規模の基本財産から始まり、集めた寄附金を上乗せして成り立っており、元本は永遠に保持する考えのもと運用。一方、

日本の私学は元々基本財産が乏しく、授業料収入の増加などから資金を作ってきた。今の国内大学基金は、私学の経営上の収支差を積み上げて、もしくは、基本金制度を使って事前に積み立てて、作ってきたファンド。時間軸が短く、いずれ使うことが想定されている使い切りの疑似基金が多いのではないか。そのため、米国とは時間軸が全く違うので、無理に米国に合わせに行く必要はない。

- 3号基本金（奨学金）が手厚い大規模大学は、長期のポートフォリオを組みやすい。退職給付引当金、減価償却引当等見合いの資産も長い目で運用可能。一方、小規模大学は、3号基本金を持っていないか僅少、減価償却引当資産も同様の傾向、となると、退職給付引当金見合いの資産を長期で運用できるかどうか、という程度。それゆえ、国内債券+現預金、という構成が多くなっているのでは。

【テーマ3：運用高度化に取り組む際の留意事項】

●大学ファンドの運用モデルはどの程度大学に参考になるか。（佐藤氏）

- メッセージは、「ローマは一日にしてならず」。運用目標の達成、ポートフォリオ構築、さらに果実の享受には長い時間がかかる。
- オルタナティブ投資は、伝統投資との相関が低く長期間で取り組むと儲かるとの見方も多いが、パフォーマンスは上場株式や債券に劣ることもあるし、手数料の水準も高いので過大な期待を安易に持つべきではない。企業年金連合会、地方公務員共済連合組合、ICU いずれも長い時間をかけて今に至っており、一定の成果を出すまでには時間を要する。
- これから運用を始める場合は、こうした時間軸も踏まえて取り組んでいただければ。

●ガバナンス面で注意すべき点について伺いたい。（上田氏）

- リスク管理が結果も含めた管理を想定しているならば、ガバナンスは「プロセス」、家でいえば基礎、基盤。その上で運営がなされる。土台となるガバナンスがないと運用は有事に底が抜けてしまう。どういうガバナンスが必要かを見つめ、自らが置かれた状況の中長期的に見た上で、アセットオーナー・プリンシプルのコンプライ・オア・エクスプレインの考えに則り、自らの状況に応じて自分ごととして行動してもらうことが重要。プリンシプルではガバナンスに関する項目は体制整備と説明責任の2本立て。管理運用と事後的なディスクロージャー（対所管省庁、ステークホルダー）を一連のプロセスとして対応することが求められている。
- 学内に適切な組織等がなければ、外部のリソースの積極活用が有効（身近なところでは卒業生、教員のネットワーク、地域のネットワーク）。大学でも、金融機関等での勤務経験ある方を招へいするケースも多いと聞いており、そういった事例も参考にしながら内部に限らず活用してほしい。

●大学ごとに運用の規模やステージが異なる中、目指すべき姿も異なってくるのか。（川崎氏）

- ステージによって変わってくるが、単品的な運用をやっている状態からの脱却で言うと、経営上、一定程度現預金を持っておかなければいけない大学はしばらく単品での運用もありと考える。ただ、もしポートフォリオ運用を実施するなら、企業年金が歩んできた道、特に80~90年代に課された5-3-3-2規制※が参考になる。この規制下にあるリスクを抑えたポートフォリオはバックシミュレーションによるとまずまずのパフォーマンスを出しており、指針

として使えるのでは。

※ 安全性確保の観点から、厚生年金基金等のポートフォリオにおける各資産の割合に制限を設ける規制で、それぞれ 50%以上—安全性資産、30%以下—国内株式、30%以下—外貨建証券、20%以下—不動産等を指す。1997 年に撤廃。

- 他方、簿価主義なので、使えるファンドがない。運用機関としては私募投信を立ててもら、学校法人向けの専用ファンドを作ってもら等してもらわないと難しいのでは。
- 先述のアンケートでは、証券会社に求めることとして回答者のうち 4 割の私立大学が「(単品商品の販売に限らない) 全体のポートフォリオ提案」と回答。証券会社は単品商売だけをしているきらいがあるので、もっとポートフォリオを見て提案をしていくことも必要。それを行うことによって商品供給として投信が立ってくる、といった流れが想定される。
- 運用が比較的進んでいるところは、GPIF や大学ファンドを参照するのは無難ではないか。

●大学が金融機関と付き合いに際しての留意点について伺いたい。(上田氏)

- 金融機関は、大学にこれまで以上にビジネスの種があることを認識しているが、課題は(大学が)金融機関を使いこなせるか。しっかり付き合いえば先程のポートフォリオの提案も対応してくれる一方、大学の担当者が金融機関の提案を分かったフリをして購入すると、短期でリターンが取れるということで仕組債を買わされ、金利変動等により大きな損失を出すといった事態も想定される。大学側が金融機関側を使いこなせるような力を持ってほしい。そのために、各々の置かれた状況を長期で認識した上で、資金をどのように管理・運用するか考えてほしい。いくつかの金融機関と付き合いしていく中で、相性の良し悪し等も見極めたうえで実投資に進んでいくことも大事。

●初めて運用に取り組む大学にとって大事なことについて伺いたい。(佐藤氏)

- 何がしたいのか、何をしなければいけないのかの整理が非常に重要。テクニカルな手順は文部科学省の委託調査を参照してほしい。
- 内製化ありきではないことを強調したい。特に卒業生の活用は有効。人ありきでやってしまって大きく構えると、後から変更するとき大変。日産では 4 名で海外の拠点を含めた年金運営に対応、自身は運用強化のため外部のプロの位置づけで採用されたが、運用経験とコンサルタント経験を踏まえた外部リソースの活用も重視された。リソースが潤沢ではないところも多い。
- トライ・アンド・エラーを許容することも重要。やってみないと分からないことも多い。
- 高度化＝複雑化ではなく、混同してはいけない。JST も体制構築にあたっては、最初はシンプルかつグラデュアルに、をコンセプトとして進めた。

【最後に：大学に対するメッセージ】

- 何のために運用するかを考えることが大事。また、時間軸が比較的短いという話をしたが、授業料をもらっている以上はフィデューシャリー(受託者)としての責任を負っていると言えるので、その責任を全うできるような体制を組むこと。米国ではプルードント・インベスター・ルールという考え方があるが、ポートフォリオ全体でリスクを見るといふ発想にいかにか切り替えるかという点が考えるきっかけになる。要は、分散に尽きる。(川崎氏)
- 初めから完璧にやろうとせず、走りながら考えることが大事。また、外部リソースの活用の観点では、企業年金に対して企業年金連合会が果たしている役割は大きい。企業年金連合会

のサービス範囲の拡大があると良いと思うが、コミュニティ、連携は非常に大事なので、利用できるものはなんでも利用して頑張してほしい。(佐藤氏)

- 外部資金の獲得に注力してしまいがちだが、預かった資産を使いつつ将来にどう備えるかもぜひ考えてほしい。リターンだけでなく損失も必ず生まれるという前提で考えてほしい。アセットオーナー・プリンシプルへの対応は、短期的には事務負担も含めてコストが大きい印象もあると思うが、中長期的には大学の資産と組織、ひいては大学の自治を守るもの。アセットオーナー・プリンシプルはそのための備えとしてもぜひ取り組んでほしい。(上田氏)
- 個々の大学で情報を集めて、自分達に適切な塩梅が判断できるかというところが難しいのが正直なところ。企業年金は連合会で一緒にやろう、という運用ができていたので、文部科学省の音頭のもとでそういったものができればよいと思うし、一部では既に大学同士での共同運用をやっているとの話も聞くので、広く政府サイドも含めて頑張してほしい。(上田氏)

以上