

# 日米における大学経営の比較

## ——資産運用に焦点を当てて——

小 藤 康 夫\*

### 1. 大学の資産運用と寄付金の存在

#### (1) 巨額損失を抱えた私立大学

わが国の私立大学にとって最大の収入源は学生側から徴収する納付金である。具体的にいえば、入学金そして授業料収入が大学経営を全面的に支えている。そのため、18歳人口の減少から定員を満たせない私立大学は教育・研究活動を維持するだけの収入が確保できないことから、経営破たんに向かっていかざるを得ない。

それを阻止するには収入を補完する何らかの手段を用いなければならない。その有力な手段として最近、注目を集めているのが資産運用である。大学が保有する資金を積極的に運用し、そこから得られた利息・配当金などを投資収入として計上するのである。これにより定員割れによる収入不足をある程度、補うことができる。

確かに収入不足に苦しむ私立大学にとって資産運用は経営を安定化に導く有力な手段のように映る。だが、実際は定員割れとはまったく無縁な大規模な私立大学のほうが資産運用に力を入れている。経営に不安を抱える小規模な私立大学は余剰資金を安全確実な国債などに振り向ける程度である。それに対して大規模な私立大学は株式や外債のほかデリバティブなどリス

キーな資産運用を展開している。

こうした現実をしっかりと観察すれば、資産運用は経営に苦しむ大学が一時的な救済手段として利用しているわけではないのがわかる。むしろ、健全な大学が将来に向けて今まで以上に発展していくための必要な手段として位置づけられる。日本を代表する主要私立大学はそのことを十分に認識しているのであろう。だからこそ、積極的な資産運用に向かっていったものと思われる。

ところが、2008年9月にリーマンショックが発生すると、資産運用に力を入れていた一部の大学が突如として巨額損失を抱えてしまった。当時、大学による高リスクの資産運用を知っていた人は少なかったため、このことは社会的にショッキングな出来事でもあった。

世間では大学は資産運用とまったく無縁な存在として見られていたので、まして株式投資など損失を発生する恐れのある危険な運用は教育・研究を担う大学にとって相応しくない行為と考えられていた。それゆえ、新聞や週刊誌などのマスコミは徹底的に大学の資産運用について批判した。また、監督機関である文部科学省も同様に、リスクの高い資産運用を抑えるように注意を喚起した。

その結果、リーマンショック以降、私立大学のなかには資産運用に対して慎重な姿勢に転じるところも見られるようになった。だが、本格的な少子化時代を迎

\* 専修大学商学部教授, E-mail: kofuji@isc.senshu-u.ac.jp

え、厳しい経営環境に立たされているうえ、また閉塞状況に陥った日本経済を活性化させるためにもわが国の大学はいつまでも過去と同じ体制を続けていくわけにはいかない。

そのことを予感したからこそ、私立大学の一部が財政的に余裕があるにもかかわらず、高い運用収益を求めて積極的な資産運用を行ったものと解釈できる。

## (2) 米国から学ぶべき大学経営の手法

学生納付金に全面的に依存した構造を転換しなければ、いずれ大学が収入面で将来的に行き詰まるのは目に見えている。しかも知の創造を目指す大学にとって財政不安から学問的な刺激が薄れていく恐れもある。そのために基礎的研究が停滞すれば日本そのものも衰退するであろう。

負の連鎖を阻止するには絶えず時代の変化をいち早く感じ取り、大学が迅速に対応するための運営体制が必要である。その刺激を与えてくれるのが寄付金である。社会のあらゆる分野からもたらされる寄付金は、人々が必要とする教育・研究に明確な形で成果を出さない限り、大学に流れていかない。現実から掛け離れたひとりよがりの活動を続けていけば社会に何も貢献したことはないならず、資金は集まらないであろう。

寄付金は大学が社会的ニーズに応じた教育・研究活動を実践しているか否かを映し出すバロメータでもある。いうまでもなく、大学に供与された寄付金は本来の教育・研究活動に利用され、大学をさらに発展させる。まさに正のスパイラルを描くことにもなる。

その一方で、寄付金の重要性を認めながらも大学予算の柱にするのも難しい。年度によっては多額の寄付金が集まるかもしれないが、予想に反してわずかな寄付金しか集まらない年度もあろう。その問題を克服するには獲得した寄付金をすぐに使わずに、一時的に蓄える必要がある。そして、蓄積した資金を運用することで運用収益が予算に組み込まれていく。これならば安定した資金がいつまでも大学に流れていくであろう。

こうして見ていくとわかるように大学の資産運用は寄付金が投資元本となって初めて成立する。社会の様々な人々から集められた寄付金が効率的に運用さ

れ、そこから生み出された運用収益が充実した教育・研究活動を支える仕組みとなる。

ところが、わが国の大学では資産運用の重要性を徐々に認識しながらも、肝心要の運用資金は寄付金のような余裕資金ではない。それはもともと校舎建設など明確な目的が定まった資金で、使用するまでに一時的に生じた資金に過ぎない。これではリスクを伴った運用はできず、高利回りが期待できないうえ、無理な運用から失敗すれば大学経営そのものを大きく揺さぶることにもなる。

それに対して世界をリードする米国の主要大学は寄付金の獲得だけでなく、資産運用の重要性についても十分に知り尽くしている。その結果、多方面から集められた寄付金の大きさ、そして資産運用業務を専門に任された大学基金の存在など、わが国とはまったく違った経営構造を持っている。

日本の大学はいつまでも過去の経営体質を引きずっていくわけにはいかない。米国の大学経営を参考にしながら、大きく発展しなければならない。そのことは大学だけでなく、日本の発展にもつながっていく。

そこで、本論文では米国ならびに日本の主要大学を例に挙げながら、日米における大学の収入構造ならびに資産運用の違いを明らかにしていきたい。これによりわが国の私立大学がこれから歩んでいく方向性がある程度、掴めるのではないだろうか。少なくとも資産運用については資金の性格そして運用手法など、反省しなければならない点が多いことに気づかされるであろう。

## 2. 日本の私立大学における収入構造と資産運用成果

### (1) 私立大学の収入構造

まず、わが国の私立大学から見ていこう。図表1はそのために作成されたものである。ここでは日本の主要私立大学として早稲田大学、立命館大学、明治大学、関西大学、中央大学の5校を取り上げ、2010年度の大学収入と内訳が示されている。

日本を代表する大規模な大学としてこの5校を選出したが、そのほかにも日本大学や慶応大学、あるいは近畿大学や福岡大学など、さらに規模の大きな大学は

図表 1 日本の主要大学の収入と内訳

2010 年度	帰属収入	投資収入	割合	学生納付金	割合	補助金	割合	その他	
									割合
早稲田大学	97,968	1,765	1.8%	68,262	69.7%	14,115	14.4%	13,826	14.1%
立命館大学	76,374	1,015	1.3%	60,368	79.0%	9,085	11.9%	5,906	7.7%
明治大学	51,400	770	1.5%	42,032	81.8%	4,864	9.5%	3,734	7.3%
関西大学	46,516	▲ 794	▲ 1.7%	38,985	83.8%	4,657	10.0%	3,668	7.9%
中央大学	43,826	▲ 1,600	▲ 3.7%	34,937	79.7%	4,409	10.1%	6,080	13.9%
5校の平均	63,217	231	0.4%	48,917	77.4%	7,426	11.7%	6,643	10.5%

(単位：百万円, %)

資料：『大学四季報 2010 年版』（東洋経済新報社）より作成。図表 2 も同様。

いくつも存在する。その場合、医学部を抱えているケースが多い。医学部は設備などの面で一般の学部と著しく異なるため、選択の対象から意図的に外している。そのため、規模が大きい、医学部を抱えていない大学としてこの5校が取り上げられている。

ここでは、5校の帰属収入と4種類の内訳（投資収入・学生納付金・補助金・その他）が記されている。5校ともわが国で規模の大きな大学として知られているが、それでも収入だけを見ると、格差が感じられる。例えば、中央大学の帰属収入は早稲田大学の半以下であったりする。

だが、帰属収入を生み出す4種類の構成要素の内訳を見る限り、どの大学もそれほど大きな違いは見られない。このうち、資産運用から得られた投資収入に目を向けると、どの大学もかなり低迷している。運用成果がプラスの大学でも収入の1%台である。それでも良い方で、運用に失敗し、マイナスの投資収入に陥っている大学も見られる。この姿を見る限り、資産運用は共通して大学収入を支えるまでに至っていないといえる。

それに対して学生納付金は大学収入で圧倒的な割合を占めている。全体のほぼ80%前後である。これにより学生側から受け取る入学費や授業料が大学の運営を全面的に支えている実態がわかる。しばしば定員割れの大学がマスコミなどで話題になるが、それは大学の運営をいずれ行き詰まらせることになる。なぜなら、日本の大学はそのほとんどが定員分の学生納付金で運営を賄うような財務構造を持っているからであ

る。

逆に定員を確保さえできれば、堅実な大学経営が約束されるとも解釈できる。そうであれば、定員確保だけに集中し、肝心の教育や研究の向上に費やす努力を怠る恐れも生じる。もちろん、それは杞憂に過ぎないかもしれない。大学本来の目標から離れた運営を続けられれば、いずれ社会から相手にされず、最終的に定員割れという悲劇的な現象が起きるからである。

たとえ、定員割れまで至らないにしても、短期的には学生納付金に全面的に依存した大学経営は非効率的な組織を生み出す温床になり易い。実際、年々、入学者の質が低下しているにもかかわらず、大胆な改革に取り組もうとしない大学が見られる。それは定員を毎年、確実に確保できているからであろう。

もちろん、学生納付金に依存した構造は経営を安定化させる効果があるので、好ましいシステムと考える人も多いと思われる。だが、そのシステムは大学が追求すべき教育と研究の向上という本来の目標を見失わせる危険を併せ持っていることも十分に認識する必要がある。

次に補助金を見ると、これも各大学とも収入に占める割合はほぼ同じで、10%前後である。ここでいう補助金とは国から与えられた私学助成金である。国立大学法人の場合は運営費交付金と呼ばれている。

いうまでもなく、国立大学法人の収入に占める補助金の割合は私立大学よりも高い。だが、過去の国立大学時代とは違い、圧倒的な割合を占めているわけではない。50%を切っているのが今日の国立大学法人の姿

である。

国立大学法人といえば、昔からのイメージから補助金が収入のほとんどを占めているように思われているが、実際は違っている。私立大学と比較すると、その割合の比は私立大学：国立大学法人＝10%：50%となり、過去に比べれば私立大学と国立大学法人の差はかなり縮まっている。

だが、それよりもここで注目しなければならないのは補助金の割合が5校ともほぼ同じような数値を示していることにある。そうした現象が生じるのは補助金が大学の規模に応じて分配されているからである。具体的には大学が抱える学生数や教職員数に従って資金配分が決定されている。それゆえ、大学収入に対する補助金の割合はどの大学も同じような数値が出てくる。

このシステムも大学経営にとって安定化をもたらす仕組みといえるかもしれない。毎年度、一定割合の収入が確保できるので、ブレのない大学運営が展開できるからである。だが、経営努力をしなくても規模を拡大するだけで、補助金も増えるため、効率性という点で必ずしも好ましい制度とはいえない。

そのため、最近では競争原理を導入し、一律の配分方式を改め、グローバル化や地域貢献度に応じて決定する方式を模索しつつある。これならば具体的な目標に向かって大学を迅速に動かして行かざるを得ないので、効率的な大学運営ができるであろう。

もちろん、競争に敗れた大学は補助金が確保できず、経営は不安定になり、最悪の場合、淘汰されてしまう。それゆえ、補助金配分システムの変更は大学にとって経営そのものを大きく揺さぶる要因でもある。

帰属収入を構成する4つ目の要因として、いままで説明してきた3つの要因を除いたすべてをその他という項目で括っている。それを見ると、各大学ともそれほど差がなく、しかも大きな割合を占めていない。したがって、この要因はそれほど注目する必要はないであろう。

このようにしてわが国の私立大学は収入のほとんどを学生納付金で賄っている。それに補助金加わるが、その割合は10%ほどで、あまり大きくない。ましてや投資収入になると、安定した収入が得られる保

証がないばかりか、収入に占める割合はごくわずかである。

このことを確認するため、それぞれの構成要素の5校を対象にした平均値の割合を求めると、次のようになる。

$$\begin{aligned} & \text{投資収入：学生納付金：補助金：その他} \\ & = 0.4\% : 77.4\% : 11.7\% : 10.5\% \end{aligned}$$

わが国には多くの私立大学が存在するが、そのうちたった5校を任意に選択し、その平均値を見ることでわが国の私立大学の収入構造を一方向的に決めつけるのはもちろん無理がある。しかし、実際に規模の大きな大学を新たに取り上げても、ほぼ同じような構造を有していることが決算書から確認できると思われる。それゆえ、この関係式は十分に参考になろう。

## (2) 私立大学の資産運用成果

すでに私立大学の収入構造から確認したように投資収入の割合はごくわずかで、しかも不安定であった。そこで、今度はこの異質な存在である投資収入について注目していきたい。図表2は同じ5校を対象にしながら、各大学の資産運用の実態を表したものである。

最初に各大学が資産運用に回せる投資可能額が「大学四季報」（東洋経済新報社）から示されている。大学の資産運用に関わる情報がマスコミなどでしばしば流れるが、実際は正確な運用額は発表されていない。あくまでも推測に過ぎない。ここでも同様で、運用に利用できる最大限の資金額を推測しているに過ぎない。ただ、この投資可能額は一般に報道されている運用額よりも小さな金額になる特徴がある。

これを見ると、運用規模が収入規模に必ずしも一致していないのに違和感を覚えるかもしれない。例えば、早稲田大学は帰属収入で立命館大学よりも大きいですが、投資可能額では逆転されている。しかし、多くの大学を対象にすれば、投資可能額と帰属収入の関係はほぼ比例し、規模が大きい大学ほど運用資金も大きくなる傾向にある。

大学は運用資金を債券や株式といった有価証券に振り向けることで、利息・配当金を確保している。その

図表 2 日本の主要大学の資産運用

2010 年度	投資可能額	前年度	運用損益	運用損益			運用利回り
				資産運用収入	資産売却差額	資産処分差額	
立命館大学	88,820	102,353	1,015	1,523	0	508	1.0%
関西大学	65,032	62,163	▲ 794	491	0	1,285	▲ 1.2%
早稲田大学	63,363	61,133	1,765	2,615	966	1,816	2.9%
明治大学	57,701	55,063	770	1,056	0	286	1.4%
中央大学	47,348	49,536	▲ 1,600	853	0	2,453	▲ 3.2%
5校の平均	64,453	66,050	231	1,308	193	1,270	0.4%

(単位：百万円，%)

金額が資産運用収入である。もちろん、マイナスになることはない。その一方で、有価証券を売却することで利益を得たり、逆に損失を発生させている。資産売却差額は利益を得た金額であり、資産処分差額は損失の金額を意味している。

そのため、利息・配当金と売却損益を加えたものが運用損益として計算される。つまり、資産運用収入に資産売却差額を加え、そこから資産処分差額を差し引くことで、最終的な運用成果である運用損益が得られる。各大学ともこの金額がプラスの大きな数字になるように目指すが、時には不幸なことに資産処分差額が大きいために、マイナスになるケースも生じる。

実際、ここで取り上げた5校のうち、2校が運用損益がマイナスである。日経平均株価が下落したり、あるいは円高が生じたために、国内外の有価証券が大幅に下落し、資産処分差額が膨らんだものと考えられる。

こうして生み出された運用損益を元金の投資可能額で割ることから、運用利回りが得られる。5校の運用利回りを見ると、▲ 3.2%から2.9%までの範囲に散らばり、最大と最小の差は6%ほどもある。これにより株価や外国為替の変動をもろに受け、大学の運用成果に格差が生じているのがわかる。

5校の平均運用利回りを求めると、プラスであるが、かなり低く、たった0.4%である。先ほども確認したように大学収入に占める投資収入はごくわずかであったが、それは基本的に運用利回りそのものが低すぎるためである。もちろん、元本の運用可能資金が大きければ投資収入も大きくなるが、運用利回りが低迷する限り、難しいであろう。

ここでの運用利回りは大学の消費収支計算書のデータから計算したものである。利息・配当金のほかに資産売却差額や資産処分差額も考慮しているので、従来のインカムゲインによる直接利回りよりも大学の運用成果を正確に表している。

だが、これだけでは不十分かもしれない。なぜなら、大学が抱える含み損益も加味しなければ、正しい運用成果が得られたとはいえないからである。残念ながら、すべての大学からこの数値が得られないため、ここでは無視している。本来ならば、含み損益も加えたうえで運用利回りを求めなければ、時価評価による正しい運用成果を表したことにはならないであろう。

### 3. 米国の大学における収入構造と資産運用成果

#### (1) 大学収入の構成

今度は米国の大学に目を向けよう。やはり、日本の私立大学で扱ったように規模の大きな私立大学を5校だけ取り上げながら、特徴を捉えていきたい。その5校とはハーバード大学 (MA州)、エール大学 (CT州)、スタンフォード大学 (CA州)、ノースウエスタン大学 (IL州)、デューク大学 (NC州) である。どの大学も全米を代表する、あるいは世界を代表する主要な私立大学である。

図表3は先ほどと同様に、2011年度の大学収入とその内訳を整理したものである。まず、大学収入から見ていくと、5校の間で差があるように感じられるが、どの大学も全米のなかではかなり上位を占めるほど大きい。

その内訳を見ると真っ先に目に付くのが、投資収入

図表 3 米国の主要大学の収入と内訳

2011 年度	収入	投資収入	割合	学生納付金		補助金		その他	
					割合		割合		割合
ハーバード大学	3,777,746	1,192,030	31.6%	740,573	19.6%	851,827	22.5%	993,316	26.3%
スタンフォード大学	3,766,837	785,081	20.8%	457,844	12.2%	1,247,367	33.1%	1,276,545	33.9%
エール大学	2,734,218	986,823	36.1%	242,896	8.9%	683,961	25.0%	820,538	30.0%
デューク大学	2,340,279	428,363	18.3%	354,192	15.1%	612,450	26.2%	945,274	40.4%
ノースウエスタン大学	1,791,421	341,911	19.1%	493,389	27.5%	484,503	27.0%	471,618	26.3%
5校の平均	2,882,100	746,842	25.9%	457,779	15.9%	776,022	26.9%	901,458	31.3%

(単位：千ドル，%)

資料：各大学のホームページより作成。図表 4 以降も同様。

である。米国では寄付金から成り立つ大学基金を大学の外に設け、そこから得られた運用収益を大学本体に流している。ここで取り上げた5校を見ると、大学収入に占める投資収入の割合は20%前後の大学もあれば、30%台の大学もある。どの大学もわが国とは比較にならないほど大きい。

特にハーバード大学やエール大学の資産運用は世界的に有名であり、その優れた運用体制が様々な領域で紹介されているので驚かないかもしれない。だが、ほかの3つの大学も同じように投資収入に依存した経営を展開している。それゆえ、米国の大学では資産運用が一般的に根付いている様子が理解できると思われる。

また、学生納付金の占める割合もわが国の大学とまったく違っている。わが国の場合はその割合が80%に近い数値であったが、米国の5校の平均を見ると、10%台である。米国の大学では投資収入のほうが大きく、学生納付金にそれほど大きなウエイトを置かない構造を持っている。

このことから学生納付金の不足分を補うように投資収入が存在しているように解釈できるかもしれないが、両者の割合を比べれば、むしろ投資収入の不足を学生納付金が補うようなまったく正反対な捉え方も可能である。いずれにせよ、米国の大学ではわれわれが考えているような学生納付金に全面的に依存した経営を展開していないことは確かなようである。

さらにわが国の大学と異なるのは補助金の割合である。日本の5校では補助金の割合が10%前後であったが、米国の5校では20%台である。なかにはスタ

ンフォード大学のように30%台の大学もあり、収入のなかで補助金が最も大きな割合を占めている。

しかも、補助金の性格もわが国とまったく違っている。日本では大学規模に応じて補助金が決定づけられているが、米国では競争原理から補助金が与えられている。優れた研究成果をもたらすと期待されれば多くの補助金が得られるが、そうでなければ与えられない。それゆえ、日本のように大学規模によって補助金の大きさが決定されることはない。

もちろん、大学規模と獲得する補助金の大きさは比例する傾向があるので、結果的には米国も日本と同じように見えるかもしれない。だが、それは研究成果と大学規模が比例するからであって、日本の大学のように最初から決まっているわけではない。あくまでも米国の大学における補助金獲得は競争原理が働いた結果に過ぎない。

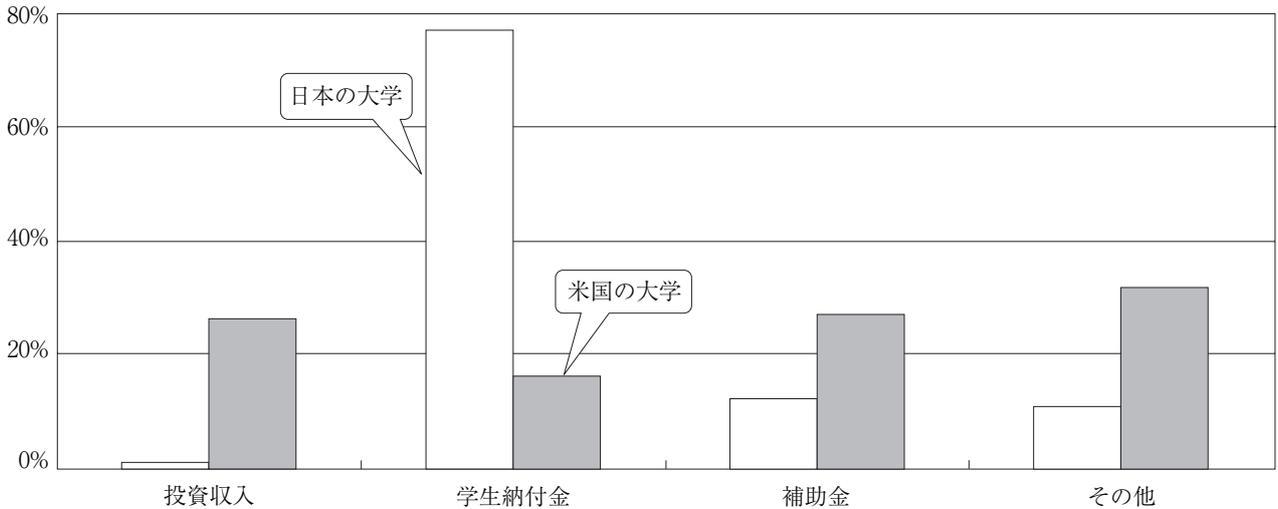
また、米国の大学は大学本体に直接向かう寄付金のほかに施設の利用収入や出版の売上など、様々な収入を獲得している。それゆえ、その他の割合も日本の大学に比べると大きい。このことも日米における大学収入の相違点として指摘できる。

こうして大学収入を支える要因を4つに分けて見てきたが、それぞれの構成要素の5校を対象にした平均値の割合を求めると、次のようになる。

$$\begin{aligned} & \text{投資収入} : \text{学生納付金} : \text{補助金} : \text{その他} \\ & = 25.9\% : 15.9\% : 26.9\% : 31.3\% \end{aligned}$$

図表 4 は先ほど示した日本の5校と米国の5校に基

図表 4 日米大学間における収入構造の比較



づきながら、構成要素の平均値を図で比較したものである。すでに数値で確認しているが、新たに棒グラフを示すことで日米大学間の収入構造の相違がはっきりと浮かび上がってくる。

この図を見るとわかるように米国の大学では収入をいくつかの要因に分散させながら確保しているが、わが国の大学は学生納付金にほぼ全面的に依存している。日本の大学は入学した学生にかなり甘く、退学者をできるだけ出さないようにしているかのように批判されることがある。それに対して米国の大学は学生に対して厳しく指導し、勉強しない学生は大学から排除する傾向が強い。

こうした違いは日米大学間の収入構造の違いから説明できるのではないだろうか。日本の大学は学生納付金に全面的に依存しているため、大量の退学者が発生すれば大学運営そのものが難しくなる。そう考えれば、学生に対して指導が甘くならざるを得なくなる。

だが、米国の大学ならば学生納付金の全収入に占める割合がそれほど大きくないので、学生が一時的に減っても経営に及ぼす影響が弱い。それを補完する収入があるので心配しないですむ。それゆえ、学生に対する指導はわが国と違って厳しくできるのであろう。

もちろん、学生への指導は単純に大学の収入構造だけで決定されるものではない。だが、日米間の収入構造の違いを見ると、そう勘繰らざるを得ないのも事実

であろう。

## (2) 米国の大学の資産運用

米国では大学収入を分散化させているが、そのなかで投資収入がかなりの役割を果たしている。そこで、今度は投資収入の源泉である資産運用について調べていくことにしたい。

米国では日本と異なり、大学基金を設けて投資資金を運用している。寄付金は大学本体にそのまま流れるものもあるが、多くは大学基金にいったん留まり、この累積資金が運用対象となっている。それゆえ、新規に流入する寄付金ならびに運用利益が累積資金に蓄積されていく。

だが、膨らむだけではない。每期、大学基金から一定割合の資金が大学本体に向けて流出していく。その比率をペイアウト率と呼んでいる。したがって、新規流入の寄付金と運用利益の合計がペイアウトを上回れば大学基金の資金規模は膨らみ、逆に下回れば縮小していく。

このなかで注目しなければならない要因は、やはり運用利回りの大きさであろう。運用利回りが高ければ安定したペイアウトが可能となり、大学の本来の使命である教育・研究活動を積極的に進めることができる。

図表5は米国の5校を対象にした大学基金の資金規模と運用利回り、そしてペイアウト率を整理したもの

図表 5 米国の主要大学の資産運用とペイアウト率

2011 年度	大学基金の資金規模	前年度	運用利回り	ペイアウト率
ハーバード大学	32,012,729	27,565,029	21.4%	4.3%
エール大学	19,174,400	16,652,000	21.9%	5.9%
スタンフォード大学	16,502,606	13,851,115	22.4%	5.7%
ノースウエスタン大学	6,989,010	6,075,671	17.3%	4.1%
デューク大学	5,747,377	4,823,572	24.5%	5.8%
5校の平均	16,085,224	13,793,477	21.5%	5.2%

(単位：千ドル，%)

である。これを見ると、まず資金規模の大きさに目を奪われる。全米で最大規模の大学基金はハーバード大学であり、飛び抜けた存在であるが、他の大学もわが国の大学に比べればかなり大きい。

だが、それよりも運用利回りの大きさに驚かされる。平均 20% 台の高利回り運用である。資産運用に苦戦する日本の大学とは全く対照的な姿である。しかも、どの大学基金も同じような高水準の利回りを生み出している。

日本の大学は低利回りのうえ、大学間に運用の巧拙が見られたが、米国の 5 校を見る限りでは揃ってかなり良好な成果を出している。これは大学基金が資産運用に特化しているからである。わが国の大学では資産運用を専門に受け持つ部署はないといっている。そのため、日米間でかなりの格差が見られるのである。

一方、大学本体に流すペイアウト率はほぼ 5% 前後であり、これは多くの大学でこの程度に決定づけられているようである。リーマンショック時のような大学基金を大きく揺さぶる異常事態を除けば、ペイアウト率は毎年度、ほぼ同じである。

したがって、大学基金が抱える運用資金にこのペイアウト率を掛けた資金が投資収入として大学本体に流れていくので、運用環境に大きく揺れ動かされる恐れは少ない。まさに安定した投資収入が確保できる仕組みを大学基金の内部に備えている。

このようにして米国の大学ではわが国の大学と異なった構造を持っている。ここでは主要な私立大学を 5 校だけ取り上げながら、かなり大雑把に大学収入の内訳そして資産運用の成果について見てきた。だが、もう少し具体的に米国の大学の特徴を掘り下げていく必

要もあろう。

そこで、次節では代表的な米国の私立大学であるハーバード大学に絞りながら、米国の大学の特徴を探っていきたい。特にハーバード大学は絶えず高い運用収益をもたらす機関投資家としても注目されている。その実態を知るうえでたいへん興味深い大学である。

#### 4. ハーバード大学の財政報告書

##### (1) 損益計算書と貸借対照表

米国の大学では毎年度、大学の財政状況をまとめた報告書が刊行されている。それは冊子の形でも、またホームページでも見ることができる。わが国でもようやく大学の財政状態が発表されるようになったが、ごく一部の大学を除いて、ほとんどが形式的なスタイルに留まっている。

それに対して米国の主要な大学ではかなり詳細な財政報告が行われている。そこで、本節では「ハーバード大学 財政報告書 (2011 年度版)」(Harvard University Financial Report 2011) を用いて、大学運営ならびに資産運用の実態を調べていきたい。

まず、ハーバード大学の損益計算書から見ていくことにしよう。図表 6 は 2010 年 6 月末と 2011 年 6 月末の 2 年間にわたるデータを取り上げているが、ここでは主として 2011 年 6 月末を中心に説明していく。収入は学生納付金、補助金、今期利用向け寄付金、投資収入、その他の 5 項目に分けられている。

学生納付金は学部生そして大学院生からの授業料収入などで成り立っている。主要な私立大学は学部生よりも大学院生のほうが多いので、学生納付金も大学院

図表6 ハーバード大学の損益計算書

収 入	2010年6月末		2011年6月末	
		(%)		(%)
(1) 学生納付金				
学部	245,885	6.6	254,095	6.7
大学院	394,917	10.6	411,152	10.9
寮費収入	147,735	4.0	149,972	4.0
継続教育及び上級プログラム	242,212	6.5	260,390	6.9
控除される奨学金	▲ 318,911	▲ 8.5	▲ 335,036	▲ 8.9
小計	711,838	19.0	740,573	19.6
(2) 補助金				
連邦政府（直接経費）	463,009	12.4	509,958	13.5
連邦政府（間接経費）	157,516	4.2	176,270	4.7
非連邦政府（直接経費）	136,712	3.7	145,044	3.8
非連邦政府（間接経費）	19,540	0.5	20,555	0.5
小計	776,777	20.8	851,827	22.5
(3) 今期利用向け寄付金	247,899	6.6	276,914	7.3
(4) 投資収入				
大学基金からの分配金	1,320,574	35.3	1,192,030	31.6
その他	172,933	4.6	169,802	4.5
小計	1,493,507	39.9	1,361,832	36.0
(5) その他	508,987	13.6	546,600	14.5
合 計	3,739,008	100.0	3,777,746	100.0

(単位：千ドル)

費 用	2010年6月末		2011年6月末	
		(%)		(%)
(1) 人件費				
給料・賃金	1,363,348	36.5	1,420,023	36.3
福利厚生費	426,124	11.4	461,010	11.8
小計	1,789,472	47.8	1,881,033	48.1
(2) 利子費用	266,021	7.1	298,843	7.6
(3) 減価償却	278,360	7.4	281,027	7.2
(4) space and occupancy	278,327	7.4	271,853	7.0
(5) 設備供給	217,749	5.8	233,655	6.0
(6) 直接支払われる奨学金等	115,870	3.1	116,510	3.0
(7) その他	794,148	21.2	824,647	21.1
合 計	5,529,419	100.0	5,788,601	100.0

(単位：千ドル)

収入－費用	2010年6月末		2011年6月末	
		収支		収支
収支差額	▲ 939	赤字	▲ 129,822	赤字

(単位：千ドル)

からの収入のほうが多い。これはわが国の大学では見られない特徴である。

だが、それよりも驚くのは奨学金の大きさである。ハーバード大学だけでなく全米の大学は学生への奨学金が充実し、優秀な学生に対して経済的な負担を和らげる方針が貫かれている。それゆえ、授業料収入などから奨学金を差し引いた実質的な学生納付金の割合は20%弱となり、かなり低い数値になっている。

それに対して補助金の割合は学生納付金よりも大きく、22%も占めている。補助金は連邦政府そして非連邦政府からの資金であり、それは競争的資金配分方式から獲得したものである。学部生よりも大学院生のほうが多いことからわかるように、ハーバード大学は教育よりも研究にウエイトを置いた大学である。研究を進めていくうえで優れた環境に置かれている。それゆえ、補助金の割合が高いのも頷けるであろう。

一方、今期利用向け寄付金の割合は一ケ台である。この数値から寄付金の役割が低く見えるかもしれない。だが、寄付金は今期利用向け寄付金だけでない。大学基金に向かう寄付金もあり、むしろ、こちらのほうが大きい。このタイプの寄付金は大学基金に蓄積され、そこから運用収益が生み出され、大学本体に分配金として流れていく。

したがって、今期利用向け寄付金の割合が少なくても、寄付金の役割は決して低いわけではない。むしろ寄付金が分配金として間接的に大学本体に流れる仕組みのほうに注目すべきである。

米国の大学では一般的に職員自身が大学内部で資金を運用したり、あるいは投資顧問会社など外部の運用会社に任せている。だが、ハーバード大学は他の大学と異なり、運用子会社を独自に設立し、運用業務をその会社に全面的に任せている。200名近いスタッフを擁し、上層部は運用成果に応じてかなり高い報酬も得ている。

高い運用利回りを実現しているため、投資収入の占める割合は各項目のなかで一番高く、大学基金からの分配金は全収入に対して31.6%も占めている。そのことは先ほどの主要6校のなかで確認したばかりである。また、前年度の数値を見ると、35.3%もある。これにより資産運用が一時的な手段ではなく、完全に大

学経営に根付いていることが確認できる。

その他の収入は14%であり、あまり大きなウエイトを占めていない。したがって、以上のことからハーバード大学では学生納付金、補助金、投資収入が3本柱となって大学収入を支えているといえる。さらに細かくいえば、投資収入から派生した大学基金からの分配金が大学経営を維持する最大の柱になっている。

次に費用に目を移すことにしよう。圧倒的な割合を占めているのが人件費であり、50%近い値を示している。そのほかに目立って大きな割合を占める項目は無く、ほぼ均等に散らばっている。

大学の活動は教育と研究が中心であるため、それを担う教職員の給料・賃金がどうしても突出する傾向にある。また、それに伴って福利厚生費も増えていく。それゆえ、人件費が費用のなかでかなりの割合を占めるのも当然であろう。

日本の大学も同様に人件費の占める割合が高く、50%台どころか、60%台の私立大学も見られる。それに比べれば、米国のほうが人件費を抑えているともいえる。だが、米国の大学で注目しなければならないのは人件費の割合よりも、教職員の構成のほうに興味深い。

わが国の大学では教員のほうが職員よりも人数が多く、教員数/職員数は1を上回っているが、米国の大学ではその関係が逆転している。ハーバード大学では教員数/職員数が約0.3であり、圧倒的に職員のほうが教員よりも多い。同じアイビーリーグの名門私立のエール大学も0.3ぐらいである。もちろん、それをさらに下回る有名大学も存在する。

これにより米国ではかなりの人数の職員を抱えながら運営されている実態がわかる。そのため人件費も増えていくが、大学が得る収入も多いので、ほぼ吸収できるのが米国の大学経営である。ハーバード大学の2011年6月末の収支差額はたまたま前年度に引き続き、赤字の状態が示されているが、いつまでも赤字が続くとは考えられない。

1年間の収入と費用の関係がわかったところで、次に大学が保有する資産と負債について見てみることにしよう。図表7はハーバード大学の貸借対照表であり、資産と負債の姿が示されている。極めて大雑把な

図表7 ハーバード大学の貸借対照表

	2010年6月末		2011年6月末	
		(%)		(%)
資産				
固定資産	5,500,585	11.4	5,647,077	9.2
投資ポートフォリオ	36,701,525	76.1	46,760,472	76.4
その他	6,031,965	12.5	8,807,749	14.4
合計	48,234,075	100.0	61,215,298	100.0

(単位：千ドル)

	2010年6月末		2011年6月末	
		(%)		(%)
負債				
投資ポートフォリオに関係した負債	6,926,031	14.4	14,335,814	23.4
その他	8,975,776	18.6	9,016,207	14.7
小計	15,901,807	33.0	23,352,021	38.1
純資産				
大学基金	27,565,029	57.1	32,012,729	52.3
その他	4,767,239	9.9	5,850,548	9.6
小計	32,332,268	67.0	37,863,277	61.9
合計	48,234,075	100.0	61,215,298	100.0

(単位：千ドル)

ものであるが、ここで注目すべき項目は大学基金である。それを見るとわかるように、資産と負債の差額に相当する純資産のほとんどを占めている。

これはハーバード管理会社 (Harvard Management Company) が運用資金として保有しているものである。規模が大きく、総資産の半分を上回るほどである。この資金を積極的に運用することで、大学収入の3分の1に相当する資金が生み出されていく。それゆえ、大学基金による運用成果は大学の教育・研究活動を決定づけるほどの影響力を持っている。

## (2) 大学基金の実態

そこで、ハーバード大学の大学基金について、もう少し掘り下げてみよう。図表8は大学基金だけに絞り、その資金流入を整理したものである。これを見るとわかるように一般投資からのインカムゲインやキャピタル損益・含み損益が投資収益として流入し、そこから大学本体に向けて分配金が流出している。この分配金が大学にとっての投資収入になり、差額が純投資収益となる。

ここで注目しなければならないのは投資収益を構成するキャピタル損益・含み損益の存在である。すでに触れたように日本の大学会計では含み損益が決算のなかで明確に組み入れられていない。あくまでも注記でしか取り扱われていない。日米の決算を比較することで、わが国においても含み損益を明示的に導入する必要性が痛切に感じられる。

さらに大学基金の資金流入で気になるのは寄付金の大きさである。全体の資金流入のなかで、あまり大きな割合を占めていないのに気づく。投資収益の大きさに比べてかなり小さな存在である。それは大学基金の規模がかなり大きくなり、そこから生み出される投資収益もそれにつれて大きくなっているためである。そのため、寄付金の流入が目立たないのである。

それでも、絶えず寄付金を獲得する努力は必要である。投資元本そのものを大きくすることで運用収益をさらに高められるうえ、運用が悪化した時などは衝撃を緩和する効果もあるからだ。

こうして資金の流入が繰り返され、その年度の増分が前年度の純資産に加わり、大学基金の資金規模が

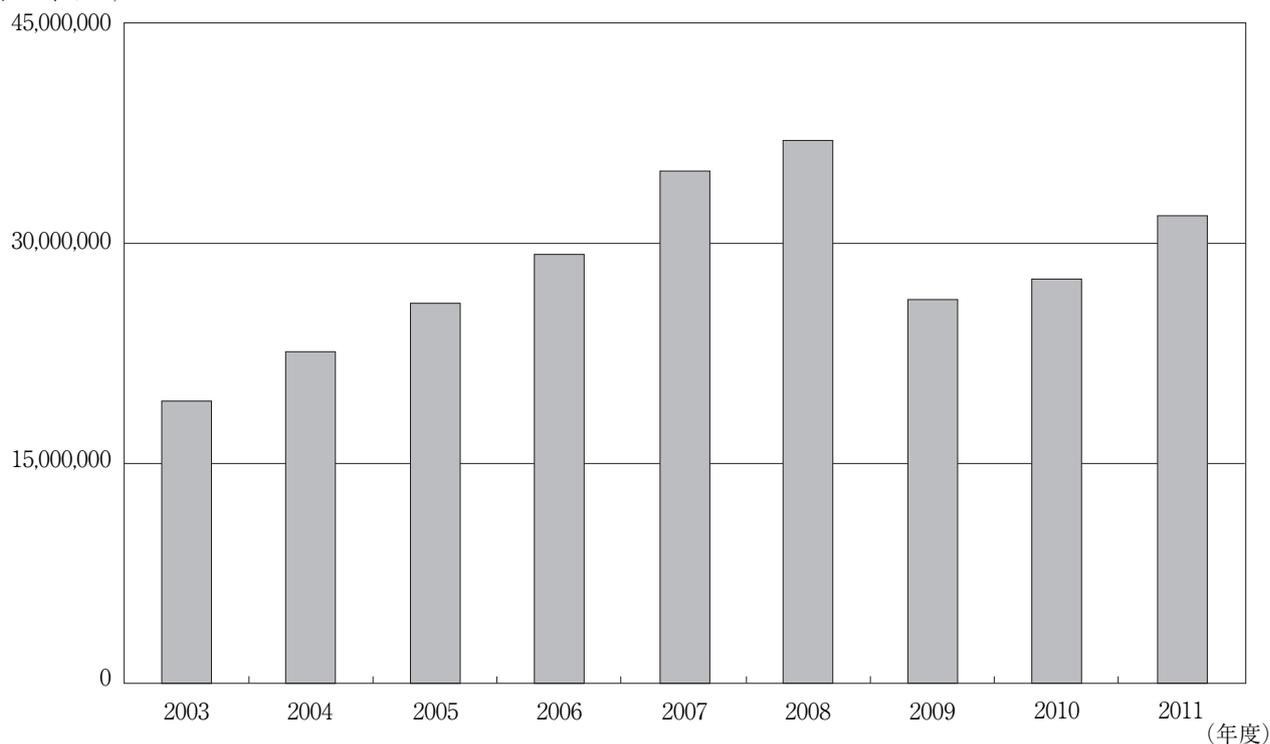
図表 8 ハーバード大学基金の資金流入

	計算式	2010年6月末	2011年6月末
(1) 投資収益			
一般投資からのインカムゲイン		182,402	161,206
キャピタル損益・含み損益		2,447,868	5,339,178
小計		2,630,270	5,500,384
(2) 大学本体への分配金		▲ 1,320,574	▲ 1,192,030
(3) 純投資収益	(1) - (2)	1,309,696	4,308,354
(4) 寄付金		240,793	212,364
(5) その他		▲ 123,699	▲ 73,018
(6) 年度の増分	(3) + (4) + (5)	1,426,790	4,447,700
(7) 前年度の大学基金の純資産		26,138,239	27,565,029
(8) 今年度の大学基金の純資産	(6) + (7)	27,565,029	32,012,729

(単位：千ドル)

図表 9 ハーバード大学基金の資金規模の推移

(単位：千ドル)



決定する。図表 9 は 2003 年度から 2011 年度までの 9 年間にわたるハーバード大学基金の資金規模の推移を棒グラフで描いたものである。これを見ると、2008 年度までは順調に資金規模を膨らませていたことがわかる。

だが、2009 年度に入ると、大幅に減らしている。これはリーマンショックの影響から運用収益が大幅なマイナス状態に陥ったうえ、大学に向けて分配金を流していかなければならないからだ。その結果、大学基金の純資産は前年度に比べてかなり減ってしまったの

図表 10 ハーバード大学基金の資産構成

	1995 年度	2005 年度	2011 年度
(1) 株式			
国内株	38	15	12
外国株	15	10	12
新興株	5	5	12
プライベートエクイティ	12	13	12
小計	70	43	48
(2) 絶対収益	0	12	16
(3) 実物資産			
商品	6	13	14
不動産	7	10	9
小計	13	23	23
(4) 債券			
国内債券	15	11	4
外国債券	5	5	3
ハイイールド債券	2	5	2
インフレ連動債券	0	6	4
小計	22	27	13
(5) 現金	▲5	▲5	0
(6) 合計	100%	100%	100%

(単位：%)

である。

しかし、次年度以降は確実に資金規模を増やしている。リーマンショックの教訓を活かしながらも積極的な姿勢が功を奏して運用収益が拡大したからである。そこで、どのような資産を保有することで運用収益を高めているのかを具体的に見てみよう。

図表 10 はハーバード大学基金の資産構成を整理したものである。ここでは 1995 年度、2005 年度、そして 2011 年度の結果が示されている。これを見ると、わが国の大学では想像もつかないハイリスクな資産運用を繰り返しているのが確認できる。

運用対象のなかで株式の割合が最も高いが、その中身は国内株だけでなく、外国株、新興株、プライベートエクイティというさらにハイリスクな運用も含んでいる。また、相場の影響を受けない絶対収益（アブソリュートリターン）、そして商品や不動産に代表される実物資産にも力を入れている。

それに対して債券の割合は低下傾向にある。債券も国内債券だけでなく、外国債券、ハイイールド債券、インフレ連動債券も保有しているが、このうち安全確

実な国内債券が下がることで債券全体の割合を下けているのがわかる。

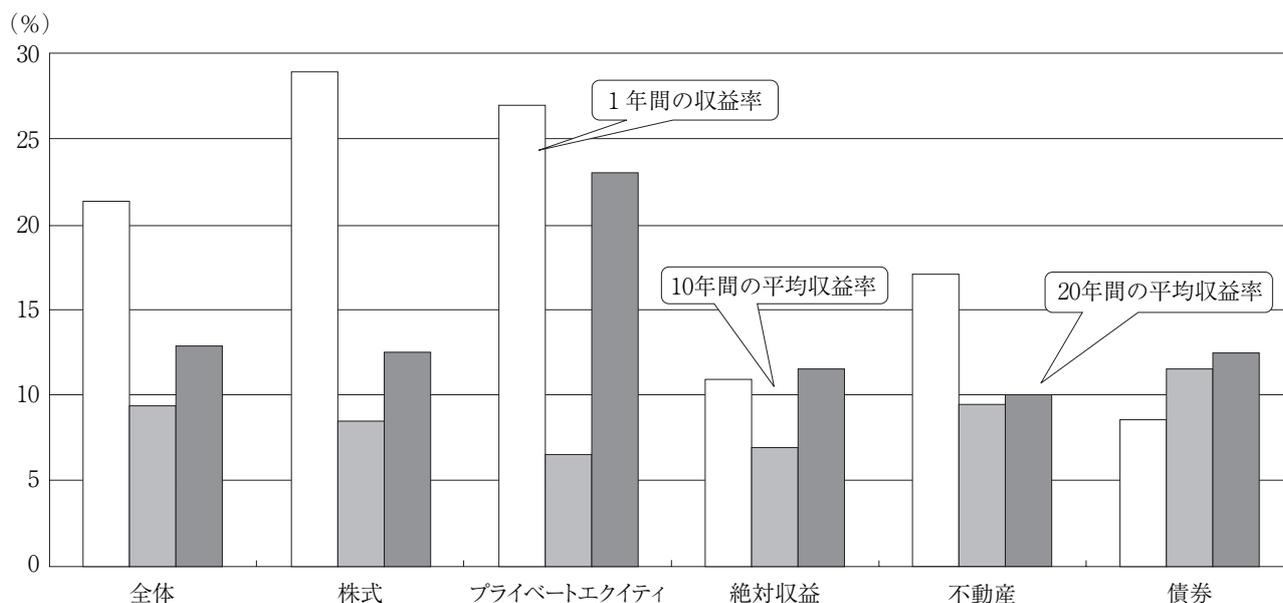
こうして見ていくと、ハーバード大学基金はかなりのリスクを負いながら、それに見合ったリターンを追求している実態が把握できる。そうした運用の成果を具体的に表したものが図表 11 の資産別運用収益率である。

ここでは全体の運用収益率のほか、株式、プライベートエクイティ、絶対収益、不動産、債券の個別運用収益率も 2011 年度を基準にしながら、1 年間の収益率、10 年間の平均収益率、そして 20 年間の平均収益率として描かれている。

2011 年度は一時の混乱状態から回復した影響からであろうか、1 年間の収益率は 21.4% となり、リーマンショック以前と同様の高い収益率を弾き出している。それに貢献したのが株式やプライベートエクイティであることが個別の運用収益率を見ることで理解できる。

確かに高い運用収益率を生み出しているが、その一方で、年度によって変動する傾向がある。ハイリスク

図表 11 ハーバード大学基金の資産別運用収益率 (2011 年度)



な運用姿勢で臨んでいるので、かなりの変動幅に晒されるのは止む負えないであろう。そこで、単年度の運用収益率だけでなく、10年間あるいは20年間といった長期的視点から見た平均運用収益率にも関心を払っている。

実際、10年間の全体の平均運用収益率は9.4%であり、この期間は不動産と債券が収益率の上昇に貢献している。そして、20年間の全体の平均運用収益率は12.9%であり、プライベートエクイティが突出して高い運用成果を生み出している。このことからハーバード大学基金は10年間あるいは20年間にわたって平均10%前後の高い運用収益率をコンスタントに出せる能力を備えていると判断できる。

とりわけ、米国の大学基金にとって長期運用収益率は大事な指標である。なぜなら、大学基金が抱える過去数年間の平均運用資金に対してペイアウト率を掛けた金額が大学本体への分配金になるからである。長期運用収益率がペイアウト率を上回っていれば、運用資金は大学に分配金を払いながらも年度ごとに増える。まさに好都合な結果をもたらす。

だが、長期運用収益率を重視しているのは米国大学特有のペイアウト方式よりも、むしろ運用成果の性質そのものにある。つまり、資産運用の成果は短期で捉

えれば変動が激しいが、長期的には高く安定した収益率が得られる。年度ごとの運用成果に一喜一憂するのではなく、長期的視点から捉えることの重要性を米国の大学基金は熟知しているのである。

もちろん、有能なトレーダーを揃えるなど、資産運用体制の基礎的条件は欠かせない。その条件を欠けば長期・安定・高収益という理想的な運用成果はなかなか得られない。ハーバード大学基金はそのために全米でもまれな運用専門の子会社組織として設立され、規模ならびに質の面でも突出した運用成果を生み出しているのである。

## 5. 社会的ニーズを反映した活動

### (1) 寄付金を原資とした資産運用

大学の収支構造そして資産運用行動は日本と米国ではまったく違っている。わが国の大学では収入のほとんどを学生からの納付金でまかなっているが、米国の大学ではそのウエイトが低い。

それでも一人当たりの学生に課す授業料を比較すると、米国はわが国よりもはるかに高い授業料を求めている。日本では一般的に授業料を抑える努力が評価されるせいか、日米の大学授業料格差は広がる傾向にある。

その一方で、米国の大学では奨学金制度が発達して、学生の半数ぐらいが何らかの恩恵を受けている。たとえ授業料が高くても優秀な学生ならば奨学金を利用することで授業料の支払いを軽減できる仕組みが備わっている。わが国の大学も徐々に奨学金制度を拡充しているようだが、米国ほどには至っていない。

このように授業料ひとつを取り上げてみても米国の大学は日本の大学とまったく違った構造を持っている。不思議に見えるかもしれないが、これは大学の組織そのものを潜在的に活性化させる仕組みのように思える。

例えば、授業料収入のウエイトを低くすることで、それを補うための何らかの収入が必要となる。その代表が今まで説明してきたように寄付金である。寄付金は大学が社会に対して有益な働きをしない限り、十分な資金が集まらない。それゆえ、大学は人々のニーズを探るようになる。その結果、絶えず変化する社会のなかで価値ある教育・研究が達成できるようになる。

日本の大学のように学生からの授業料に全面的に依存した構造を持つ限り、このようなインセンティブは働きにくい。むしろ、逆に社会から掛け離れた誤った教育・研究が行われる恐れがある。

だが、寄付金は期間ごとに変動があるうえ、すべて支出すれば資金がいずれ枯渇してしまう。これでは安定した大学運営が難しくなる。そこで、この問題をみごとに解決してくれるのが資産運用である。

まずは寄付金を蓄積し、ある資金額に達したところで、運用に向かい、そこから得られた運用収益を大学の収入として繰り入れていくのである。

運用規模が大きくなればなるほど運用収益の金額も増えるので、大学収入に占める投資収入の割合も自然と高まる。さらに、運用環境の急激な悪化から運用収益が大幅に減っても、十分に蓄積された投資元本から一定資金を大学本体に振り向けられるので一時的に乗り切れる。これにより安定した大学運営が可能となる。

ようやく日本の大学も資産運用に力を入れるようになったが、こうして見ていくとわかるように米国とは根本的に違っている。つまり、日本では一時的な余剰資金に過ぎないものを資産運用に回しているが、米国

では使途自由な寄付金を運用資金として利用している。

寄付金ならばリスクの高い運用も可能であるが、資金使途がもともと決まっている余剰資金を運用する場合はリスクをできるだけ避けなければならない。したがって、日本の大学は資産運用を実施する体制が基本的に整っていないといえる。それでも将来のわが国の大学運営を考えれば、資産運用を無視するわけにもいかない。

まずは寄付金制度を米国並みに本格的に展開し、そこから得られた資金を積極的に運用する体制を整備していかなければならない。その体制ができていない限り、資産運用は大学運営にとって危険な行為に過ぎないであろう。

## (2) 大学による2種類の活動

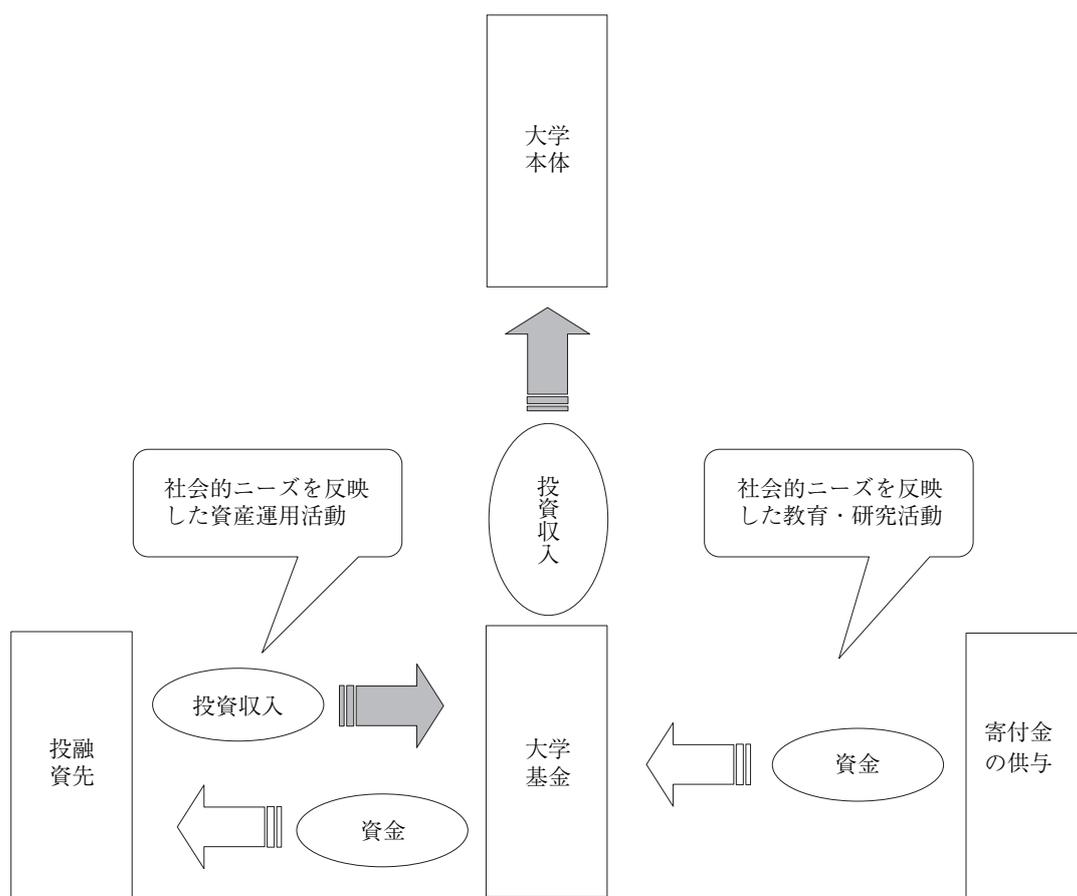
このように寄付金を中心に堅固な体制のもとで積極的な資産運用を行えば、高い運用収益が得られ、大学は本来の教育・研究活動に向かって邁進できる。このことは単に大学という個別の組織を繁栄させるだけでなく、人々の要求に応じた行動を大学が取ることで社会そのものが繁栄することにもつながる。

図表12はそうした関係を整理する意味から描いたものである。この図の右側には寄付金の流れが示されている。社会的ニーズに応じた教育・研究が実現できれば、寄付金は大学に向かって確実に流れていく。逆に社会から掛け離れた活動を続けられれば、寄付金は集まらず、その大学はいずれ存続できなくなるであろう。それを回避するためにも大学は正しい方向へ舵を切っていかなければならない。

さらに同図の左側には寄付金が大学基金を通して金融・資本市場に流れていく姿が示されている。この資金も社会的ニーズを反映したものでなければならない。なぜなら、高い運用収益を求めるならば、社会が必要とする領域に向けて投融資活動を行わざるを得ないからである。もし誤った運用を続けられれば、高い運用収益が得られないどころか、投資元本を減らす最悪の結果となってしまう。

寄付金による運用資金が大学基金を通じて金融・資本市場に流れ、最適な資金配分から生み出された収益

図表 12 大学による 2 種類の活動



が投資収入として大学本体に向かう。単純な資金の流れのようであるが、この機能がうまく作用するには教育・研究ならびに資産運用という 2 種類の活動が社会的ニーズを反映するように展開されなければならない。

わが国では世間から掛け離れた存在として大学が捉えられる傾向が一部で見られるが、いつまでも現状のままではいけない。人々の要求を叶えるような方向を歩むにはさまざまな方法があるが、米国の大学に見られるような寄付金を財源とする資産運用活動も有力な手法のひとつと思われる。

これにより日本の大学それ自身が発展するだけでなく、それを取り巻くさまざまな領域にも波及していく。わが国が発展していくためにも、この仕組みを大学に取り入れる必要性が高まっているように感じる。

#### 参考文献

- 荒木充衛「米国大学寄付基金とイェール大学の資産運用」『Fund Management』2009 年春季号
- 稲見和典「資産運用における新たなリスク管理——米国大学基金の運用実態をふまえて」『日興コーディアル証券 レポート』2006 年 5 月
- 片山英治・神山哲也「米国の大学における資産運用の実態について」『資本市場クォーターリー』（野村資本市場研究所）2001 年春
- 片山英治「米国の大学にみる資産運用」『知的資産創造』（野村資本市場研究所）2001 年 3 月
- 小藤康夫『大学経営の本質と財務分析』八千代出版 2009 年 10 月
- 小藤康夫『世界経済危機下の資産運用行動』税務経理協会 2011 年 2 月
- 小藤康夫「私立大学の正しい運用利回りを求めて」『商学研究 所報』（専修大学商学研究所）2011 年 5 月
- 小藤康夫「米国の大学基金による資産運用行動」『商学研究 所報』

報』（専修大学商学研究所）2012年6月  
東洋経済新報社編集「大学四季報」『週刊東洋経済』（各年度  
版）

**参考資料**

Duke University Financial Statements 2010/2011  
Harvard University Financial Report 2011  
NACUBO-Commonfund Study of Endowment Results 2011  
Northwestern University Financial Report 2011  
Stanford University Financial Report 2011  
Yale University Financial Report 2011