

# 主要私立大学の資産運用行動

小 藤 康 夫\*

## 1. 経済危機以降の資産運用

### (1) リーマンショックの影響

私立大学の資産運用が多くの人々の注目を集めるようになったのは2008年秋に起きたリーマンショック以降であろう。米国発の世界経済危機はわが国の株式市場や外為市場を直撃し、瞬く間に株安・円高現象があらゆる分野に浸透していった。銀行をはじめとする金融機関の財務力は脆弱化し、貸し渋り問題がにわかに発生した。しかも自動車や電機といったメーカーも輸出の低迷から健全な経営に陰りが見られ、契約社員の打ち切りなどわが国の労働市場にも深刻な影響をもたらすようになった。

そうしたなかで日本を代表する教育・研究機関である主要私立大学もリーマンショックの影響が大きく報じられた。銀行や機関投資家と同様に積極的な資産運用を繰り広げていたため、急激な運用環境の変化から巨額損失が突如として発生したのである。学生からの授業料収入だけで運営されていたと思われていたが、実際はハイリスク・ハイリターン資産運用を展開することから運用収益を得ていた。だが、資産運用で収益を得ようとしても予想に反して損失を被ることも起こり得る。リーマンショックはまさに予想外の巨額損失を引き起こした出来事であった。

マスコミ等は主要私立大学の資産運用の実態を次々と報じながら手厳しく批判していった。文部科学省も同様に資産運用に対して慎重に取り扱うべきであることを訴えている。ただ、今日の私立大学が置かれている経営環境は厳しく、18歳人口の減少から確実に経営を圧迫することが予想される。いつまでも学生からの授業収入だけに依存した経営を取り続けるのは難しく、それを補完する有力な手段として資産運用が挙げられる。

本論文では主要私立大学を対象にしながら、リーマンショック以降の資産運用の動きを探っていくことにしたい。資産運用の失敗を教訓としながら大幅な改善が見られたのであろうか。それとも慎重な運用姿勢に転じてしまったのであろうか。極めて興味深い問題である。

そこで、主要私立大学として早慶上理（早稲田大、慶應義塾大、上智大、東京理科大）の4大学、GMARCH（学習院大、明治大、青山学院大、立教大、中央大、法政大）の6大学、関関同立近（関西大、関西学院大、同志社大、立命館大、近畿大）の5大学、日東駒専（日本大、東洋大、駒澤大、専修大）の4大学の、合計19大学を取り上げながら資産運用の実態を調べていきたい。

### (2) 大恐慌とケインズ

私立大学の資産運用はわが国よりも欧米のほうがは

\* 専修大学商学部教授

るかに活発であり、しかも長い歴史を持っている。そのなかで著名な経済学者である J. M. ケインズ (1883-1946) が取り組んだ母校ケンブリッジ大学キングス・カレッジでの資産運用が有名である。ケインズは1920年代から1940年代にかけて極めて高い運用成果を収めている。それ以前は保守的な性格から安全性を重視した資産運用が中心であったが、ケインズの登場ではじめて高い収益を生み出す危険資産の株式を運用対象に組み入れたからである。当時としては革新的な試みであった。

だが、すべての期間にわたってコンスタントに高い収益を得ていたわけではなく、1929年秋にアメリカで起きた株価大暴落による大恐慌の影響を受け損失を被っている。その後、ケインズは投資手法を大幅に改善し、好業績を貫いている。こうしたケインズの行動はわが国の主要私立大学にとって大いに参考になると思える。

2008年のリーマンショックは100年に一度の経済危機と呼ばれるほど深刻な影響をもたらした。それは1929年の大恐慌に並ぶほどの大きな衝撃を全世界に及ぼした。わが国の主要私立大学が経済危機を経験することでケインズのように投資手法を改善したか否かも関心が高いテーマである。そこで、最初にケインズの母校での資産運用行動を眺めながら、次に主要私立大学の運用姿勢について調べていくことにしたい。

## 2. ケインズによる大学基金での資産運用

ケインズは母校のケンブリッジ大学キングス・カレッジの基金 (チェスト・ファンド) を25年間にわたって任され好成績を上げた。それ以前は国債といった安全資産の運用が中心であったが、危険資産の株式を運用することで優れた運用成果に結びつけていった。株式投資の導入は当時の大学基金としてかなり珍しい運用手法であった。彼はナショナル・ミューチュアル生命保険会社とプロビンシャル保険会社の運用も任されていたが、大学基金と同様に株式を組み入れることで画期的な運用手法が展開されていた。

最近のケインズ研究として Chambers, Dimson and Foo (2015) ではケインズによるキングス・カレッジ

での運用成績が丹念に調べられている。図表1は1922年から1946年の25年間にわたる運用成果をマクロ経済の金融指標と比較しながら並べたものである。チェスト・ファンドは自由裁量ポートフォリオと制約付きポートフォリオの2種類に分かれているが、ケインズが株式投資を導入しながら斬新な運用を繰り返したのは自由裁量ポートフォリオである。

その成果を見ると、25年間の平均利益率は15.97%であり、英国株価指数の10.37%を上回っている。両者の差である相対評価は5.60%である。これによりケインズが株式市場の平均を上回る成果を収めていたことがわかる。だが、彼らの研究はそれだけに留まらず、大恐慌を挟む2期間でケインズの投資姿勢が転換していることを見出している。そこでは1922年から1932年の前期と1933年から1946年の後期に分けて運用成果を整理している。英国株価指数との相対評価から判断できるように前期よりも後期のほうが高い運用成果を生み出している。

図表2はそのことを理解し易いように図で描いたものである。これを見ると、前期では市場平均を上回ったり下回ったりしているが、後期はほぼコンスタントに市場平均を上回っている。ケインズと言えども大恐慌で大きな損失を被っている。それゆえ、後期ではその教訓を活かし、資産運用の方針を変えていったと思われる。

そのことは図表3の株式買入後の変化を見ることで理解できる。この図は株式を購入してから12ヶ月までの株価変動の様子を描いたものである。前期では半年を過ぎたあたりから株価が下落していることがわかる。通常の株式投資家のように値上がりを予想して購入したにもかかわらず、値下がりする最悪のパターンである。それに対して後期では12ヶ月にわたって絶えず値上がりしている。これにより優良な株式をみごとに的中していることがわかる。

ケインズによるチェスト・ファンドの運用成果は前期と後期で異なり、大恐慌での損失発生を教訓にしながら投資手法を改善していったことがわかる。今日ではリーマンショックという世界的な株価暴落を経験し、わが国の主要私立大学では大幅な損失を被ったところも現れた。そうであればケインズが実践したよう

図表1 キングス・カレッジのチェスト・ファンドとマクロ経済の金融指標

	チェスト・ファンドの投資成果			マクロ経済の金融指標		[1] - [4]
	自由裁量ポート フォリオ [1]	制約付きポート フォリオ [2]	トータルファンド (不動産除く) [3]	英国株価指数 [4]	英国債指数 [5]	相対評価 [6]
1922年	35.33	16.80	18.17	31.40	26.40	3.94
1923年	9.55	9.41	9.43	30.66	4.59	▲ 21.11
1924年	15.68	5.59	6.47	0.69	2.26	14.99
1925年	41.32	4.70	9.62	11.46	3.10	29.87
1926年	6.29	5.42	5.61	10.81	2.65	▲ 4.53
1927年	1.42	2.70	2.48	26.30	3.08	▲ 24.88
1928年	2.96	7.95	6.99	18.78	8.12	▲ 15.82
1929年	6.36	3.64	4.14	5.99	▲ 0.31	0.37
1930年	▲ 14.21	0.36	▲ 2.19	▲ 18.74	9.13	4.53
1931年	▲ 11.53	▲ 6.34	▲ 7.16	▲ 30.89	8.03	19.37
1932年	32.65	5.82	9.40	26.15	29.40	6.50
1933年	51.43	30.93	34.40	32.13	5.87	19.30
1934年	26.60	13.39	17.50	11.38	12.92	15.21
1935年	34.02	7.77	17.27	7.21	6.71	26.81
1936年	39.57	11.77	23.40	22.83	4.39	16.74
1937年	11.30	▲ 1.00	4.26	1.67	▲ 10.15	9.63
1938年	▲ 22.58	▲ 8.55	▲ 15.01	▲ 8.71	4.93	▲ 13.87
1939年	8.92	▲ 3.93	1.36	▲ 5.57	▲ 10.01	14.50
1940年	▲ 5.85	5.83	0.41	▲ 18.84	16.61	13.00
1941年	30.45	23.74	26.60	28.52	15.01	1.93
1942年	8.39	9.04	8.77	10.85	4.43	▲ 2.46
1943年	39.74	7.82	22.04	27.86	▲ 0.49	11.88
1944年	15.60	5.24	10.70	12.06	2.87	3.54
1945年	13.29	4.42	9.67	5.59	12.33	7.70
1946年	22.48	7.84	17.36	19.66	14.58	2.83

全体の投資期間 1922年～46年						
平均値	15.97	6.81	9.67	10.37	7.06	5.60
標準偏差	19.08	8.48	10.85	17.11	9.06	13.87
Sharpe	0.73	0.56	0.70	0.49	0.55	N/A

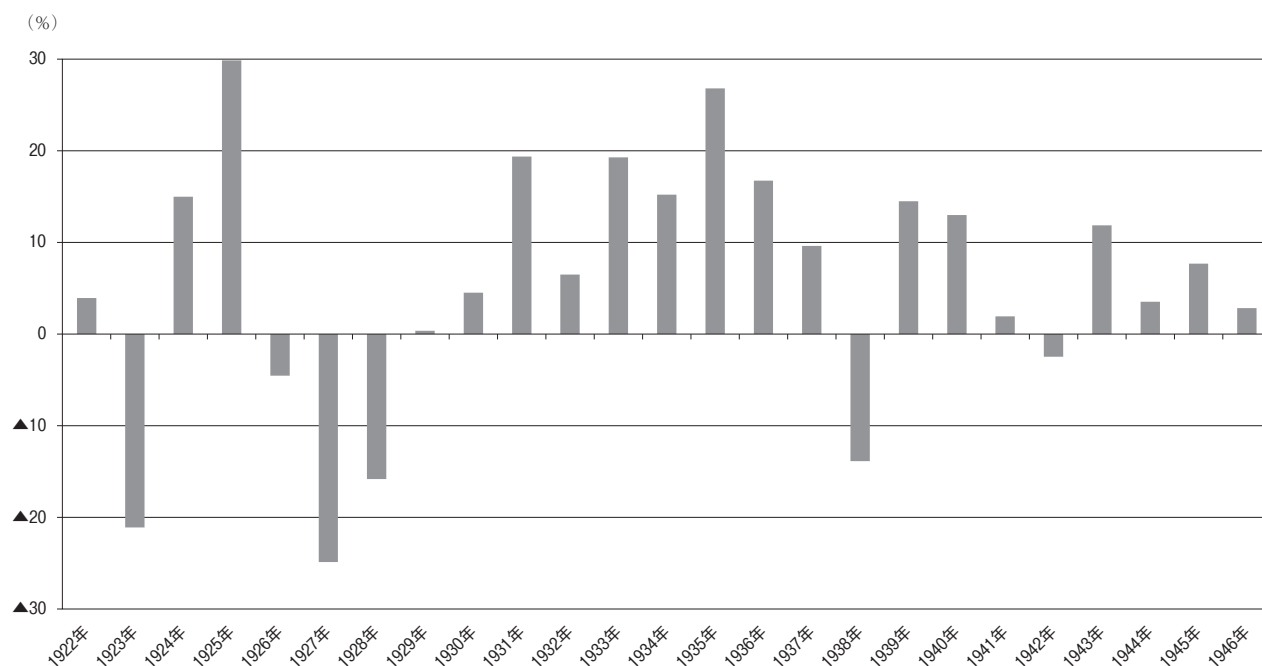
前半の投資期間 1922年～32年						
平均値	11.44	5.10	5.72	10.24	8.77	1.20
標準偏差	18.29	5.71	6.64	20.23	9.91	17.00
Sharpe	0.51	0.53	0.55	0.40	0.68	N/A

後半の投資期間 1933年～46年						
平均値	19.53	8.17	12.77	10.47	5.71	9.05
標準偏差	19.60	10.15	12.65	15.02	8.46	10.19
Sharpe	0.89	0.60	0.85	0.56	0.43	N/A

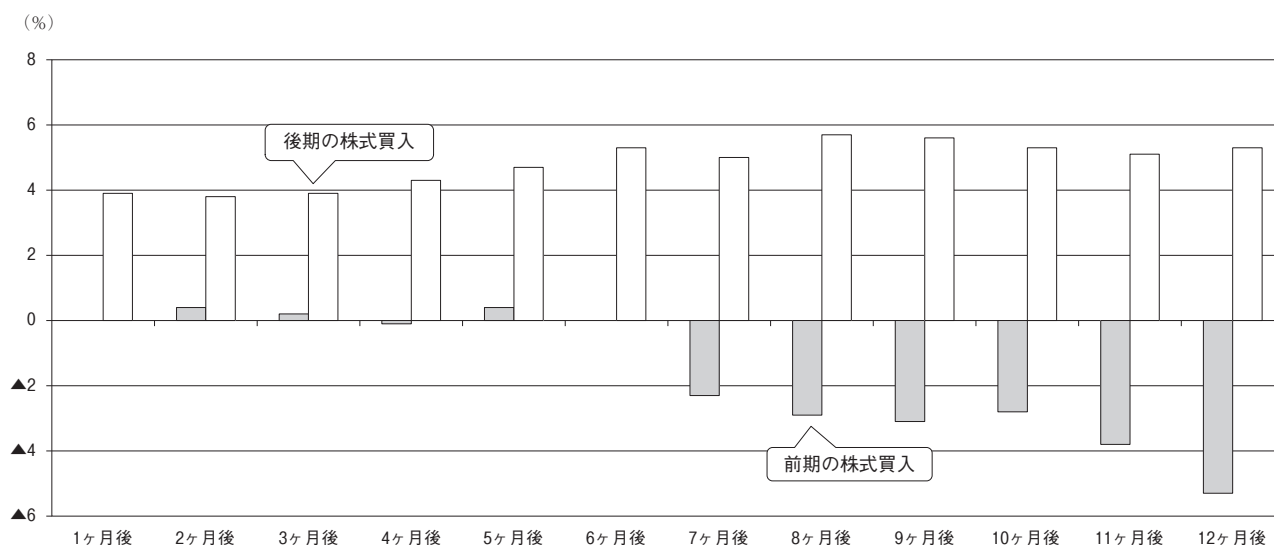
(注) 単位：％ ▲はマイナスを示す。

(資料) Chambers, Dimson and Foo (2015) より。 図表2, 3も同様。

図表2 英国株価指数との相対評価



図表3 株式買入後の変化——前期と後期——



に投資手法に何らかの動きが見られると思われる。改善を重ねながら積極的投資から高い収益を得ているのかもしれない。あるいは、まったく正反対にリスクを伴う資産運用から撤退し慎重なスタイルに転換したかもしれない。早速、そのことを調べていくことにしたい。

### 3. 主要私立大学の運用成果

#### (1) 3種類の運用指標

多くの私立大学では詳細な財務情報を年度ごとに公表しているが、資産運用にかかわるデータは非常に限定されている。具体的には利息・配当金に相当する「資産運用収入」だけが明示されているに過ぎない。

財産目録で運用資金を公表しているが、大学間で統一化された基準が設けられているわけではない。そのため、貸借対照表から「特定資産」、「その他の固定資産」、「流動資産」を取り出し、3つの合計を便宜的に運用資金として看做さざるを得ない。なお、2014年度以前の貸借対照表では特定資産がその他の固定資産のなかに組み込まれている。

そこで、限られたデータから資産運用の代表的指標である直接利回りを求めると、次のようになる。

直接利回り（％）

$$= \text{受取利息} \cdot \text{配当金} / (\text{特定資産} + \text{その他の固定資産} + \text{流動資産}) \times 100$$

そのほかに資産運用にかかわるデータとして収益項目の「資産売却差額」と費用項目の「資産処分差額」が挙げられる。2つとも資産運用の色彩が薄い取引も含まれているが、有価証券の売却による収益ならびに損失も含まれているので、キャピタル損益率として次のように定義づけられる。

キャピタル損益率（％）

$$= (\text{資産売却差額} - \text{資産処分差額}) / (\text{特定資産} + \text{その他の固定資産} + \text{流動資産}) \times 100$$

したがって、最終的な運用指標として直接利回りとキャピタル損益率を加えた総合利回りが得られる。

総合利回り（％）

$$= \text{直接利回り} + \text{キャピタル損益率}$$

$$= (\text{受取利息} \cdot \text{配当金} + \text{資産売却差額} - \text{資産処分差額}) / (\text{特定資産} + \text{その他の固定資産} + \text{流動資産}) \times 100$$

図表4～6は主要私立大学19校を対象に3種類の運用指標を計測したものである。期間は2003年から2015年の13年間である。ただし、データの取得は大学ホームページと大学四季報（週刊東洋経済）に基づいているため、制約として一部の期間においてキャピタル損益率が求められない大学も存在する。

直接利回りから見ていくと、慶應義塾大や上智大のように高い利回りの大学と東京理科大や近畿大そして東洋大のように低い利回りの大学に分かれているのに気づく。直接利回りの高さはその大学がどれだけリス

図表4 主要私立大学の直接利回り

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
早稲田大学	1.26	1.24	2.25	2.76	3.70	3.17	2.32	2.36	1.94	1.84	1.43	2.20	1.47
慶應義塾大学	2.50	2.86	3.22	3.94 ○	3.37	1.92	2.19	2.83 ○	1.92	2.45	3.50	3.60	1.77
上智大学	3.34 ○	3.18 ○	3.37 ○	3.00	3.16	3.55	3.19 ○	2.35	3.13 ○	3.57 ○	3.78 ○	5.21	1.85
東京理科大学	0.17 ●	0.18 ●	1.02	0.97	1.26	0.79 ●	0.70 ●	0.55 ●	0.41 ●	0.51	0.56	0.86	0.47
学習院大学	0.61	0.60	0.60	0.97	1.37	1.46	1.42	1.18	1.06	0.98	1.19	1.12	0.88
明治大学	1.30	1.32	1.27	1.31	1.65	1.54	1.38	1.28	1.32	1.31	1.43	1.58	0.81
青山学院大学	1.46	1.48	2.31	3.49	3.17	2.61	1.93	1.74	1.58	1.72	1.60	1.98	1.23
立教大学	0.56	0.73	0.81	0.86	0.89	1.03	0.86	0.82	0.80	0.92	0.96	0.86	0.73
中央大学	2.16	2.02	2.17	2.51	3.25	1.76	1.29	1.15	0.99	1.24	2.22	2.03	0.71
法政大学	0.83	1.14	1.19	1.31	1.23	1.44	1.14	0.97	0.81	0.84	0.91	0.87	0.57
関西大学	1.06	1.11	1.07	1.24	1.23	1.13	0.91	0.60	0.52	0.67	0.72	0.72	0.42
関西学院大学	1.74	1.85	2.10	2.09	1.91	1.63	1.36	1.01	0.87	0.82	0.77	0.78	0.51
同志社大学	0.72	0.67	0.64	0.71	1.01	1.16	1.15	1.08	1.01	0.99	0.87	0.78	0.87
立命館大学	0.46	0.40	0.55	0.74	0.96	0.98	1.01	1.30	1.39	1.05	1.30	1.42	1.47
近畿大学	0.39	0.48	0.53	0.63 ●	0.82	0.94	0.79	0.58	0.49	0.48 ●	0.46 ●	1.31	0.08 ●
日本大学	1.91	1.64	1.72	1.80	1.87	1.77	1.30	1.01	0.89	0.82	0.84	0.84	0.66
東洋大学	0.20	0.34	0.42 ●	0.64	0.80 ●	0.98	0.83	0.72	0.66	0.60	0.61	0.63 ●	0.55
駒澤大学	0.84	1.00	1.81	3.26	5.42 ○	4.74 ○	0.74	0.70	0.59	0.64	3.66	5.37 ○	3.02 ○
専修大学	1.07	1.19	3.02	3.65	2.80	0.93	1.23	0.64	0.51	0.61	0.99	0.85	0.27
平均値	1.19	1.23	1.58	1.89	2.10	1.76	1.35	1.20	1.10	1.16	1.46	1.74	0.97
標準偏差	0.84	0.81	0.96	1.15	1.28	1.05	0.64	0.66	0.67	0.77	1.06	1.45	0.70
最大値（○）	3.34	3.18	3.37	3.94	5.42	4.74	3.19	2.83	3.13	3.57	3.78	5.37	3.02
最小値（●）	0.17	0.18	0.42	0.63	0.80	0.79	0.70	0.55	0.41	0.48	0.46	0.63	0.08

（注）単位：％



図表5 主要私立大学のキャピタル損益率

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
早稲田大学	▲0.02	0.60	▲0.61	▲0.10	▲0.14	▲0.49	▲2.04	▲0.77	▲0.93	▲0.74	▲0.52	▲0.32	0.4
慶應義塾大学	▲1.24	▲0.95	▲0.20	▲0.33	▲3.15 ●	▲10.61	▲2.87 ●	▲2.55	▲2.47	▲0.70	▲0.46	▲0.57	▲0.4
上智大学	0.65	1.55	*	1.85	▲0.32	▲18.27	▲2.70	▲2.15	▲2.96	▲1.89 ●	▲1.36	▲1.15	0.6
東京理科大学	0.32	2.29 ○	*	*	▲1.45	▲1.31	▲0.54	5.26 ○	▲0.53	▲0.71	0.34	0.85	▲1.0
学習院大学	▲0.04	▲0.42	1.35 ○	▲0.78 ●	▲0.04	▲0.52	▲0.27	▲0.93	▲0.08	▲0.09	0.28	▲0.36	▲0.1
明治大学	▲0.32	▲0.35	▲0.36	9.98 ○	2.36	▲0.20	▲0.10	▲0.35	▲0.54	▲0.45	▲0.15	▲0.13	▲0.2
青山学院大学	28.37 ○	▲0.25	*	0.53	0.40	▲10.46	▲1.59	▲2.82	▲5.11 ●	▲1.72	2.19 ○	4.81 ○	8.2 ○
立教大学	▲0.42	▲0.70	▲0.34	▲0.44	▲0.28	▲1.19	0.28	▲0.24	▲0.40	▲0.78	▲0.39	0.51	▲0.2
中央大学	▲0.21	▲0.17	*	*	▲0.41	▲1.31	▲0.09	▲3.29	▲1.74	▲1.19	▲0.19	▲0.21	▲0.1
法政大学	▲0.30	▲0.98 ●	*	*	18.09 ○	▲3.52	0.97 ○	▲0.06	0.30	▲0.36	▲0.04	▲0.59	▲0.0
関西大学	▲0.11	▲0.04	▲0.14	▲0.34	▲0.35	0.08 ○	▲0.53	▲1.56	▲0.41	0.71 ○	▲0.01	1.05	0.4
関西学院大学	▲0.32	▲0.39	▲0.31	▲0.31	▲0.16	▲0.64	▲0.32	▲0.28	▲0.32	▲0.43	▲0.24	▲0.51	▲0.3
同志社大学	▲0.07	▲0.37	▲0.64 ●	0.27	▲0.28	▲3.39	▲0.22	0.08	▲0.35	0.05	▲0.53	▲0.08	0.6
立命館大学	0.03	▲0.56	*	*	▲0.39	▲0.38	▲0.36	▲0.43	▲0.42	▲0.13	▲0.54	▲4.02 ●	▲0.2
近畿大学	▲0.48	▲0.54	▲0.52	▲0.39	▲0.36	▲0.48	▲0.80	▲0.63	▲2.62	▲0.79	▲0.30	▲0.60	▲0.5
日本大学	▲0.26	▲0.53	*	*	▲0.64	▲0.31	▲0.46	▲0.41	▲0.41	▲0.68	▲0.57	▲0.93	▲0.7
東洋大学	▲0.09	▲0.09	▲0.09	▲0.25	▲0.09	▲0.15	▲0.83	▲0.43	0.36 ○	▲0.21	▲8.58 ●	▲1.42	▲0.2
駒澤大学	▲2.13 ●	▲0.31	*	*	0.11	▲22.50 ●	▲1.22	▲9.16 ●	▲0.35	▲0.21	▲0.48	1.75	6.7
専修大学	▲0.34	▲0.05	*	*	▲0.36	▲0.29	▲0.26	▲0.09	▲0.51	▲0.48	0.01	▲0.89	▲5.0 ●
平均値	1.21	▲0.12	▲0.19	0.81	0.66	▲4.00	▲0.73	▲1.09	▲1.03	▲0.57	▲0.61	▲0.15	0.42
標準偏差	6.60	0.81	0.57	2.97	4.33	6.62	0.97	2.62	1.37	0.60	2.05	1.68	2.75
最大値 (○)	28.37	2.29	1.35	9.98	18.09	0.08	0.97	5.26	0.36	0.71	2.19	4.81	8.16
最小値 (●)	▲2.13	▲0.98	▲0.64	▲0.78	▲3.15	▲22.50	▲2.87	▲9.16	▲5.11	▲1.89	▲8.58	▲4.02	▲5.01

(注) 単位：％

図表6 主要私立大学の総合利回り

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
早稲田大学	1.24	1.84	1.65	2.67	3.56	2.67 ○	0.28	1.60	1.02	1.11	0.91	1.88	1.86
慶應義塾大学	1.27	1.92	3.03 ○	3.61	0.22	▲8.69	▲0.68 ●	0.28	▲0.55	1.75 ○	3.05	3.03	1.36
上智大学	4.00	4.73 ○	*	4.84	2.84	▲14.72	0.49	0.20	0.17	1.68	2.42	4.05	2.43
東京理科大学	0.50	2.47	*	*	▲0.19 ●	▲0.52	0.15	5.81 ○	▲0.12	▲0.21	0.89	1.71	▲0.53
学習院大学	0.57	0.18	1.94	0.20 ●	1.33	0.94	1.15	0.24	0.98	0.88	1.47	0.76	0.73
明治大学	0.98	0.96	0.91	11.29 ○	4.01	1.34	1.27	0.93	0.78	0.86	1.29	1.44	0.63
青山学院大学	29.83 ○	1.23	*	4.02	3.56	▲7.85	0.34	▲1.08	▲3.53 ●	0.00	3.80 ○	6.78	9.39
立教大学	0.14	0.03	0.47	0.42	0.60	▲0.17	1.15	0.58	0.40	0.14	0.57	1.37	0.56
中央大学	1.95	1.85	*	*	2.84	0.45	1.20	▲2.15	▲0.76	0.05	2.03	1.82	0.61
法政大学	0.53	0.17	*	*	19.32 ○	▲2.07	2.11 ○	0.91	1.11 ○	0.48	0.87	0.29	0.52
関西大学	0.95	1.07	0.92	0.90	0.88	1.21	0.38	▲0.96	0.11	1.38	0.72	1.77	0.79
関西学院大学	1.43	1.47	1.79	1.78	1.75	0.98	1.04	0.73	0.55	0.38	0.53	0.28	0.24
同志社大学	0.65	0.30	▲0.00 ●	0.99	0.73	▲2.23	0.92	1.16	0.67	1.03	0.34	0.70	1.49
立命館大学	0.49	▲0.16 ●	*	*	0.56	0.60	0.65	0.87	0.97	0.92	0.75	▲2.60 ●	1.25
近畿大学	▲0.09	▲0.06	0.01	0.24	0.46	0.45	▲0.01	▲0.04	▲2.13	▲0.32 ●	0.16	0.71	▲0.40
日本大学	1.66	1.12	*	*	1.24	1.46	0.84	0.60	0.49	0.13	0.27	▲0.09	0.01
東洋大学	0.11	0.25	0.34	0.39	0.70	0.82	0.00	0.30	1.02	0.40	▲7.97 ●	▲0.79	0.34
駒澤大学	▲1.29 ●	0.69	*	*	5.53	▲17.75 ●	▲0.48	▲8.46 ●	0.24	0.42	3.18	7.11 ○	9.72 ○
専修大学	0.73	1.14	*	*	2.43	0.64	0.98	0.55	▲0.01	0.13	0.99	▲0.04	▲4.74 ●
平均値	2.40	1.12	1.11	2.61	2.76	▲2.23	0.62	0.11	0.07	0.59	0.86	1.59	1.38
標準偏差	6.72	1.16	0.98	3.17	4.29	5.77	0.67	2.58	1.17	0.61	2.39	2.36	3.22
最大値 (○)	29.83	4.73	3.03	11.29	19.32	2.67	2.11	5.81	1.11	1.75	3.80	7.11	9.72
最小値 (●)	▲1.29	▲0.16	▲0.00	0.20	▲0.19	▲17.75	▲0.68	▲8.46	▲3.53	▲0.32	▲7.97	▲2.60	▲4.74

(注) 単位：％

クを負いながら高いリターンを追求しているかを示す。それゆえ、資産運用に対する投資姿勢が多少なりとも主要私立大学で異なっていると言える。なお、直接利回りは定義からも明らかなようにいかなる場合でも必ずプラスとなる。

それに対してキャピタル損益率は大学間の特徴が見出し難いが、一般的に多くの期間でマイナスの状態にあることがわかる。資産を取得しても最終的に損失を発生させる状態が恒常化している。したがって、直接利回りで収益を得ても最終的に総合利回りがマイナス

になる大学が見られる。もちろん、反対にキャピタル損益率がプラスであるために直接利回りよりも高い総合利回りを得ているところもある。

## (2) 運用成果の比較

資産運用の成果を見る指標が整ったところで、2008年9月のリーマンショックが契機となって運用姿勢に変化が起きたかどうかを探っていくことにしたい。そこで、2003年度から2008年度を前期、2009年度から2014年度を後期と定め、主要私立大学の運用成果を比較することにしよう。図表7はその結果を整理したものである。

直接利回りであれ、キャピタル損益率であれ、前期よりも後期のほうが悪化している大学が多い。当然ながら総合利回りも同じ傾向にある。これらの結果から推し量る限り、資産運用に改善が見られたとは言えない。さらにこのことを確認するため、運用指標の19大学の平均値を求めることで全体的な特徴を捉えることにしよう。

図表8は3種類の運用指標の平均値を年度ごとに並べたものである。まず、13年間の平均値を見ると、直接利回りが1.44%、キャピタル損益率が▲0.41%、総合

利回りは1.00%である。これらの指標が全体的に良好なのか不調なのかはマクロ経済の運用環境を見ない限り正確な判断が難しいであろう。そのため、ここではマクロ経済の金融指標として日経平均株価の増減率と10年物国債流通利回りを取り上げ、それらの平均値を求めている。それによると日経平均株価の増減率は9.33%、10年物国債流通利回りは1.08%である。

これらの指標を見ると、主要私立大学の直接利回りはわずかながら国債流通利回りよりも上回っている。その意味では良好な結果と言えるかもしれない。しかし、総合利回りは2種類のマクロ経済の金融指標と比べて下回っているので必ずしも好ましい運用成果であるとは言えないであろう。それでも資産運用に改善傾向が見られれば安心できるかもしれない。

そこで前期と後期の運用成果を比較すると、運用指標は3種類とも前期から後期にかけて悪化している。つまり、直接利回りは1.63%から1.28%、キャピタル損益率は▲0.27%から▲0.54%、総合利回りは1.29%から0.75%へ下落している。それに対して10年物国債流通利回りは1.47%から0.74%に減少しているが、日経平均株価の増減率は5.65%から12.49%に上昇している。総合的に判断すれば全体的にリーマンショックの

図表7 主要私立大学の運用成果の比較

	直接利回り			キャピタル損益率			総合利回り		
	前半 (2003～08年度)	後半 (2009～15年度)	差額 (後半－前半)	前半 (2003～08年度)	後半 (2009～15年度)	差額 (後半－前半)	前半 (2003～08年度)	後半 (2009～15年度)	差額 (後半－前半)
早稲田大学	2.40	1.94	▲ 1.03	▲ 0.12	▲ 0.70	▲ 0.58	2.27	1.24	▲ 1.03
慶應義塾大学	2.97	2.61	▲ 0.66	▲ 2.74	▲ 1.43	1.31	0.23	1.18	0.95
上智大学	3.27	3.30	2.56	▲ 2.91	▲ 1.66	1.25	0.34	1.64	1.30
東京理科大学	0.73	0.58	▲ 0.35	▲ 0.04	0.52	0.56	0.56	1.10	0.54
学習院大学	0.93	1.12	▲ 0.28	▲ 0.07	▲ 0.23	▲ 0.16	0.86	0.89	0.03
明治大学	1.40	1.30	▲ 1.12	1.85	▲ 0.27	▲ 2.12	3.25	1.03	▲ 2.22
青山学院大学	2.42	1.68	0.87	3.72	0.56	▲ 3.16	6.16	2.24	▲ 3.91
立教大学	0.81	0.85	▲ 1.46	▲ 0.56	▲ 0.17	0.39	0.25	0.68	0.43
中央大学	2.31	1.37	0.18	▲ 0.52	▲ 0.97	▲ 0.45	1.77	0.40	▲ 1.37
法政大学	1.19	0.87	▲ 0.27	3.32	0.03	▲ 3.29	4.48	0.90	▲ 3.59
関西大学	1.14	0.65	▲ 1.24	▲ 0.15	▲ 0.05	0.10	0.99	0.60	▲ 0.39
関西学院大学	1.89	0.87	0.05	▲ 0.35	▲ 0.34	0.02	1.53	0.54	▲ 1.00
同志社大学	0.82	0.96	0.28	▲ 0.75	▲ 0.06	0.68	0.07	0.90	0.83
立命館大学	0.68	1.28	0.65	▲ 0.32	▲ 0.88	▲ 0.55	0.37	0.40	0.03
近畿大学	0.63	0.60	▲ 1.19	▲ 0.46	▲ 0.89	▲ 0.43	0.17	▲ 0.29	▲ 0.46
日本大学	1.79	0.91	0.35	▲ 0.43	▲ 0.59	▲ 0.16	1.37	0.32	▲ 1.05
東洋大学	0.56	0.66	▲ 2.19	▲ 0.13	▲ 1.62	▲ 1.49	0.44	▲ 0.96	▲ 1.39
駒澤大学	2.84	2.10	▲ 0.01	▲ 6.21	▲ 0.43	5.78	▲ 3.21	1.68	4.88
専修大学	2.11	0.73	▲ 0.90	▲ 0.26	▲ 1.03	▲ 0.77	1.23	▲ 0.31	▲ 1.54
平均値	1.63	1.28	▲ 0.34	▲ 0.38	▲ 0.54	▲ 0.16	1.22	0.75	▲ 0.47

(注1) 単位：% ▲はマイナスを意味する。

(注2) 差額は後半の数値から前半の数値を引いたもの。プラスは資産運用の改善、マイナスは悪化を意味する。

図表8 主要私立大学の運用指標とマクロ経済の金融指標

	主要私立大学の資産運用指標			マクロ経済の金融指標		
	直接利回り	キャピタル損益率	総合利回り	日経平均株価	増減率	10年国債利回り
2003年度	1.19	1.21	2.40	11,715	49.59	1.434
2004年度	1.23	▲ 0.12	1.12	11,669	▲ 0.40	1.333
2005年度	1.58	▲ 0.19	1.11	17,060	46.20	1.754
2006年度	1.89	0.81	2.61	17,288	1.34	1.655
2007年度	2.10	0.66	2.76	12,526	▲ 27.55	1.285
2008年度	1.76	▲ 4.00	▲ 2.23	8,110	▲ 35.26	1.342
2009年度	1.35	▲ 0.73	0.62	11,090	36.75	1.395
2010年度	1.20	▲ 1.09	0.11	9,755	▲ 12.04	1.255
2011年度	1.10	▲ 1.03	0.07	10,084	3.37	0.988
2012年度	1.16	▲ 0.57	0.59	12,398	22.95	0.564
2013年度	1.46	▲ 0.61	0.86	14,828	19.60	0.641
2014年度	1.74	▲ 0.15	1.59	19,207	29.53	0.398
2015年度	0.97	0.42	1.38	16,759	▲ 12.75	▲ 0.049
平均値	1.44	▲ 0.41	1.00	13,268	9.33	1.08

期間別平均値

前半（2003～08年度）	1.63	▲ 0.27	1.29	13,061	5.65	1.47
後半（2009～15年度）	1.28	▲ 0.54	0.75	13,446	12.49	0.74

（注）単位：％，円。 ▲はマイナスを意味する。

経験にもかかわらず運用の改善が見られていないように思える。

ケインズは大恐慌の教訓から運用手法を大幅に改善し高収益をコンスタントに生み出していった。だが、わが国の主要私立大学はいまのところ運用手法に改善傾向が現れていない。それではリーマンショックの経験から慎重な投資姿勢に転じたかと言えば、それも違っているように見える。極度に安全性を重視した資産運用に変化したならば直接利回りは国債流通利回りを下回るであろう。だが、実際は前期も後期ともに国債流通利回りを上回っている。これはリスク性の資産を保有しているからである。したがって、以前と同様にリスクを負った運用を継続していると言える。

#### 4. 含み損益の欠如

主要私立大学はリーマンショックを教訓にして運用の改善が見られたかどうかをいままで探ってきたが、明確な形では変化が見られなかった。ケインズのような際立った投資成果の改善が経済危機後に現れることを期待したが、それはもともと無理があったのかもしれない。その一方で好意的な解釈の余地も残されていると思われる。確かにリーマンショック後の運用成果を見る限り、それ以前と比べて低迷しているが、それ

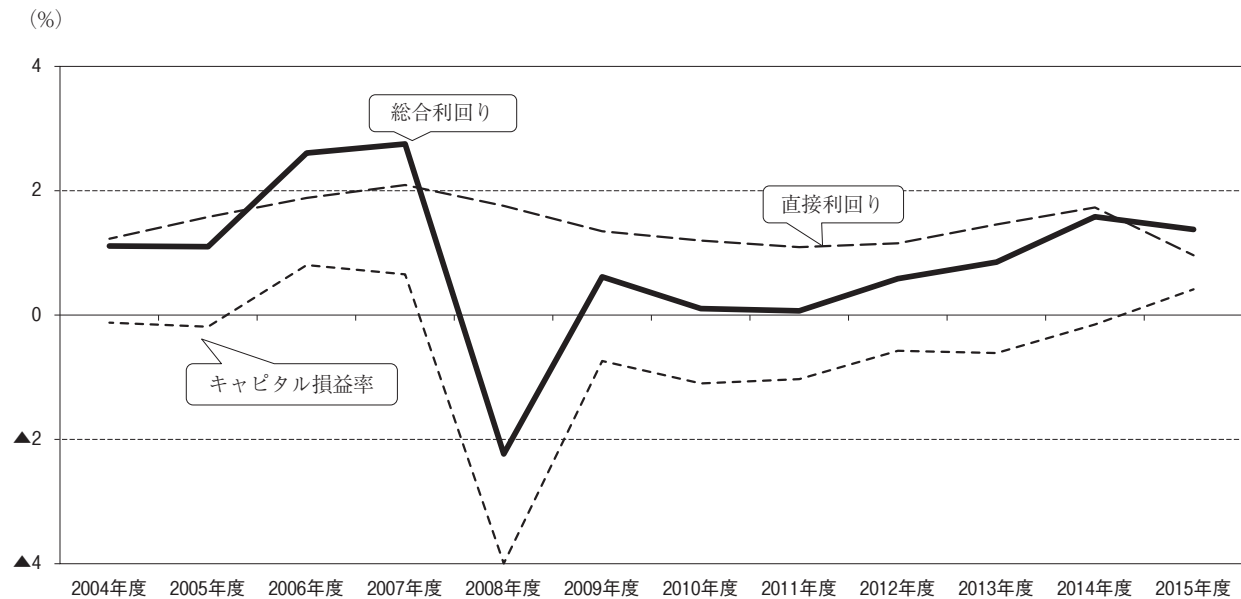
ほどの急激な落ち込みはない。運用指標の平均値を比べると、前期よりも後期のほうが低迷しているが、その差はわずかである。これだけの結果を見れば、資産運用に対してある程度のプラスの評価が下されるかもしれない。

しかし、運用指標そのものが実態を正確に表しているかは曖昧である。3つの指標のうち直接利回りは大学に流入する利息・配当金がそのまま反映されているので計測するうえで問題ないであろう。だが、キャピタル損益率は必ずしも資産運用の成果を正確に表しているわけではない。保有資産が売却されたり、あるいは時価が簿価を大幅に下回る場合のみ正確に運用損益として計上されるが、そうでなければ含み損益として注記されるだけで損益計算には一切反映されない。それゆえ、完全な時価会計で捉えた場合のキャピタル損益率とはまったく異なった数値が現れることになる。

このことを確認するため、図表9では主要私立大学の直接利回りとキャピタル損益率、そして総合利回りの平均値を年度ごとに描いている。直接利回りはリーマンショック発生直前の2007年度を頂点とするなどらかな山が描かれている。それに対してキャピタル損益率は経済危機発生の2008年度に大幅に落ち込んでいるが、それ以外の年度ではプラスとマイナスを繰り返しながらも、ゼロ％に近い数値であり、大きな変化が見



図表9 主要私立大学の3種類の運用指標



られない。本来ならば相場に晒されているので変動の幅は大きくなるが、決算から得られるキャピタル損益率は動きが小さい。

そのため、最終的な運用指標である総合利回りの変動は直接利回りよりも大きいですが、キャピタル損益率に比べれば小さい。しかも全体的に変動幅は大きくない。こうして見ていくと主要私立大学は安定的な資産運用を展開していると判断されるかもしれない。だが、これはあくまでも完全な時価会計で評価していないために生じる現象である。やはり有価証券を中心にした含み損益が損益計算に反映されない限り、正確な運用成果は得られないであろう。

#### 参考文献

- ケインズ, J. M. (1936), 『雇用・利子および貨幣の一般理論』(塩野谷裕一訳) 東洋経済新報社
- 小藤康夫 (2009), 『大学経営の本質と財務分析』八千代出版
- 小藤康夫 (2013), 『米国に学ぶ私大の経営システムと資産運用』八千代出版
- 西野武彦 (2015), 『ケインズと株式投資』日本経済新聞出版社
- ワシック, J. F. (2015), 『ケインズ 投資の教訓』(町田敦夫訳) 東洋経済新報社
- Chambers, D., and E. Dimson (2013), "John Maynard Keynes, Investment Innovator", *Journal of Economic Perspectives* Vol.27, No.3

Chambers, D., E. Dimson, and J. Foo (2015), "Keynes the Stock Market Investor: A Quantitative Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol.50, No.4

Chambers, D., E. Dimson, and J. Foo (2015), "The British Origins of the US Endowment Model", *Financial Analysts Journal* Vol.71, No.2

#### 資料

週刊東洋経済「大学四季報」(毎年度)

主要私立大学ホームページの決算報告(毎年度)

なお、本論文の内容は筆者個人の見解に基づくものであり、所属する機関とは一切関係していない。このことをお断りしておく。

## 《補論》 私立大学の資産運用と最適ペイアウト率

完全な時価会計でない限り、含み損益が損益計算にそのまま反映されないため正確な運用成果が得られにくい。そうであれば私立大学は有価証券等の保有資産を適度に売却することで、実態とは異なる安定的な運用成果が作り出せる。そのことを簡単なモデルから描いてみることにしよう。

付録1は私立大学の資産運用をシステムダイナミックスのソフトである Powersim Studio からモデル化したものである。「運用残高（時価）」に「利息・配当金流入」と「評価損益」が加わり、同じ期間に「利息・配当金流出」と「キャピタル利益」が放出される。評価損益は運用残高（時価）に直接反映されているのでキャピタル利益だけが流出し、「キャピタル損失」は運用残高（時価）の金額に影響を与えないことになる。

利息・配当金も評価損益も確率変数として扱ってい

るので、それぞれに期待値と標準偏差が与えられている。これにより運用残高（時価）は絶えず変動を繰り返していく。当初に設定された各変数の数値は次の通りである。

### 【モデルの設定値】

運用残高（時価）の初期値 100

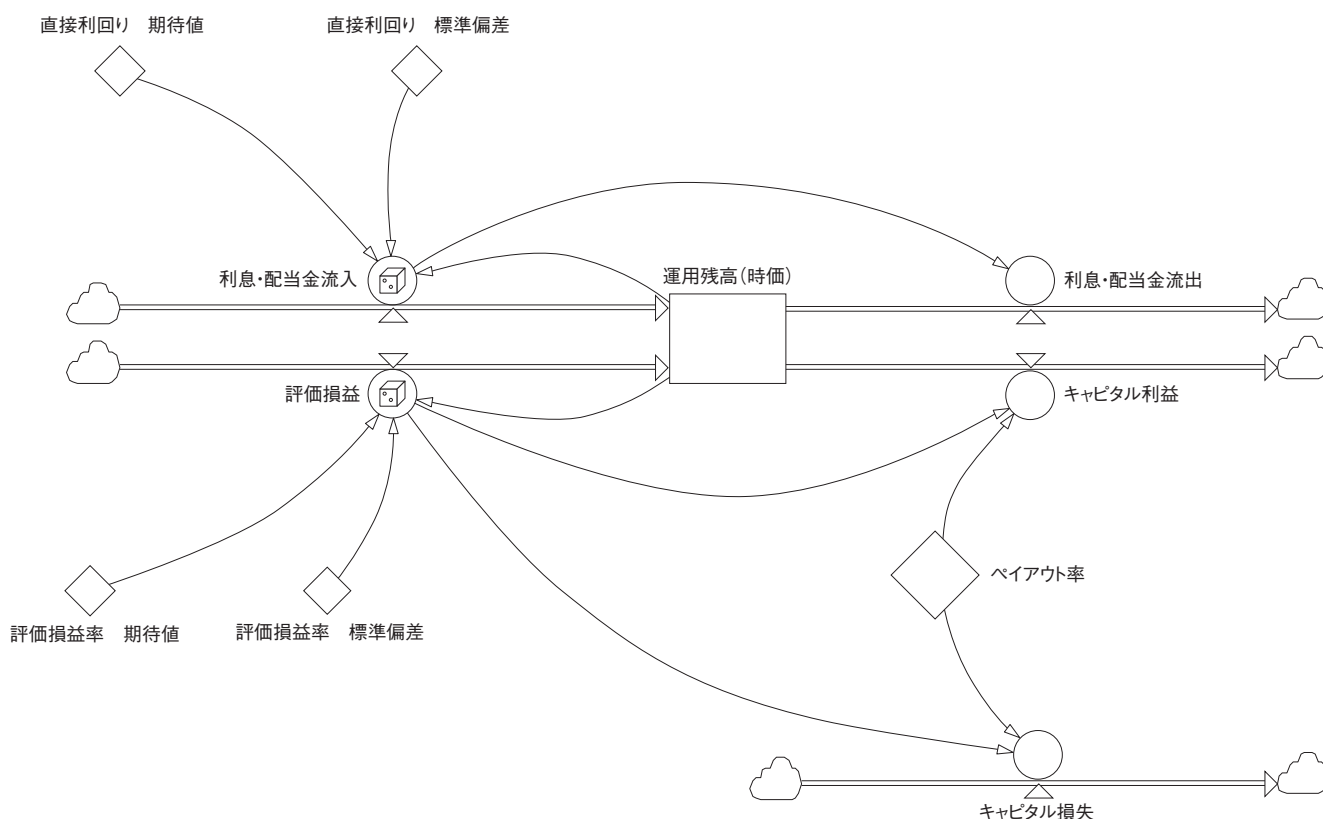
直接利回り 期待値 1.5% 標準偏差 0.5%

評価損益率 期待値 ▲1.5% 標準偏差 3.0%

そのなかで評価損益からどれだけがキャピタル利益あるいはキャピタル損失として損益計算に組み入れるかが大学の判断として浮かび上がってくる。「ペイアウト率」はまさに評価損益のうち実際の損益として計上する割合を表す。

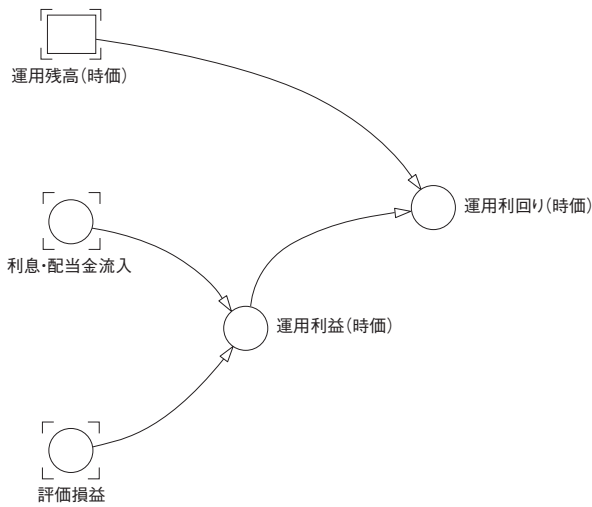
その結果、運用成果を表す指標として時価と簿価に基づく2種類の運用利回りが生じる。付録2はそのことをモデル化したものであり、次のように定義づけられている。

付録1 私立大学の資産運用モデル

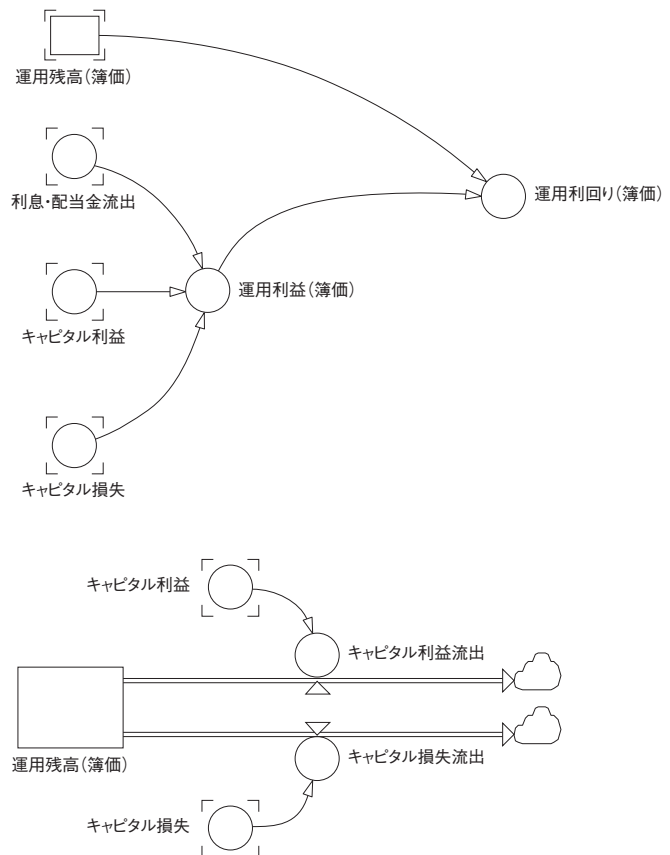


## 付録2 時価と簿価の運用利回り

## (1) 運用利回り (時価)



## (2) 運用利回り (簿価)



運用利回り (時価)

$$= (\text{利息・配当金流入} + \text{評価損益}) / \text{運用残高 (時価)} \times 100$$

運用利回り (簿価)

$$= (\text{利息・配当金流出} + \text{キャピタル利益} - \text{キャピタル損失}) / \text{運用残高 (簿価)} \times 100$$

ただし、分母の時価と簿価に基づく2種類の運用残高は次の通りである。

運用残高 (時価)

$$= \text{運用残高 (初期値)} + \text{評価損益} - \text{キャピタル利益}$$

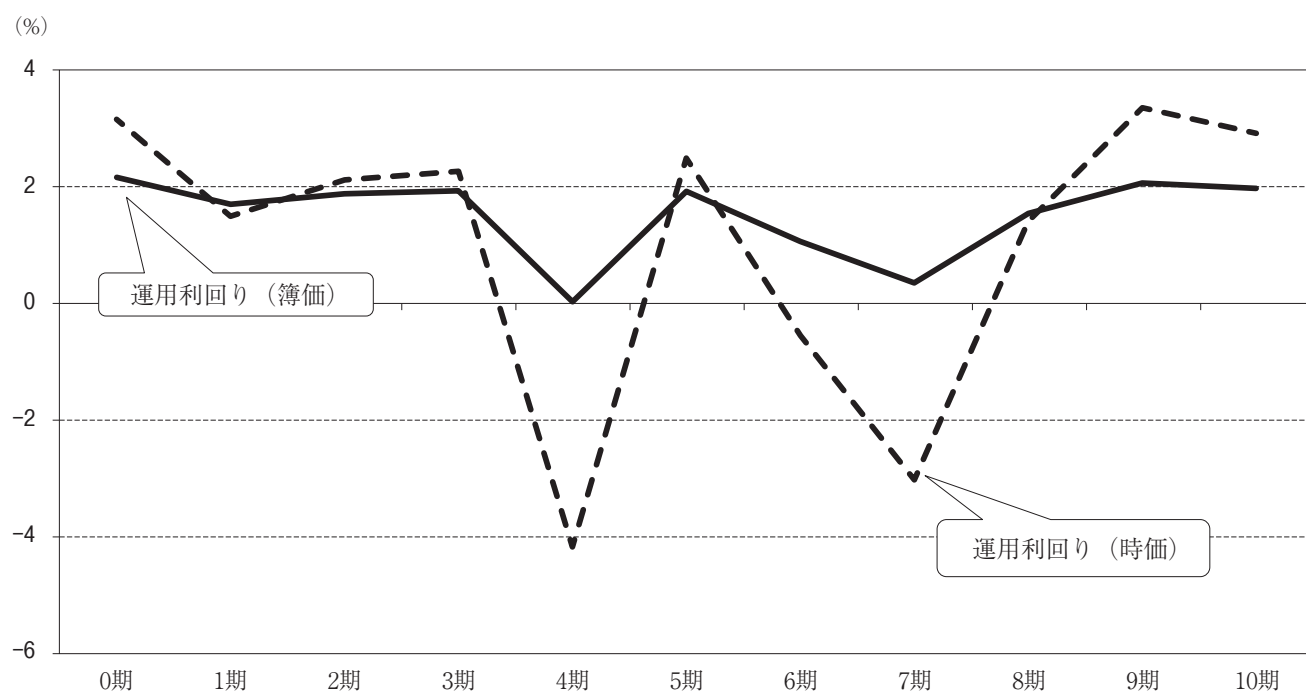
$$\text{運用残高 (簿価)} = \text{運用残高 (初期値)} - \text{キャピタル利益} - \text{キャピタル損失}$$

本来ならば運用利回り (時価) が実態を正確に表した運用指標であろう。だが、実際は会計制度の制約から運用利回り (簿価) しか求められない。そうであればペイアウト率が重要なコントロール変数となる。なぜなら、これにより運用利回り (簿価) をある程度の範囲内で意図的に自由に作り出すことができるからだ。

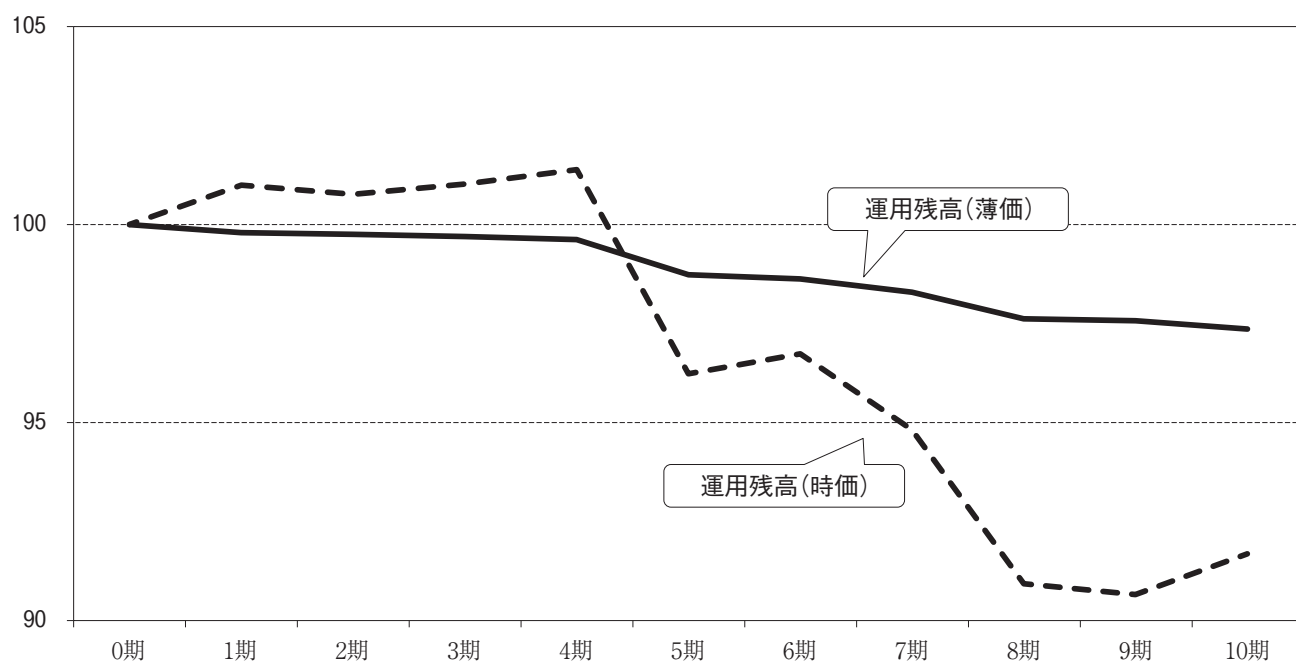
私立大学はできる限り高い運用利回り (簿価) が得られるようなペイアウト率を選択すると思われる。そこで、不確実な運用環境のなかで運用利回り (簿価) が最も高くなる「最適ペイアウト率」をモンテカルロ法から求めると、17.3%となる。この最適値をモデルに代入することで付録3のように運用利回り (時価) と運用利回り (簿価) が描ける。また運用残高 (時価) と運用残高 (簿価) も示すと付録4のようになる。

運用利回り (時価) は大きく変動し、マイナスに落ち込む期間も見られる。相場の変動を直接受けている

付録3 時価と簿価の運用利回り



付録4 時価と簿価の運用残高



ので自然な動きとして捉えることができる。一方、運用利回り（簿価）はすべての期間でプラスであり、しかも安定した動きを見せている。これは最適ペイアウト率を適用することで含み損益から適切なキャピタル損益を実現しているからである。一見、安定的でそれなりに好ましい運用成果を上げているように見えるが、実際は含み損益を適切にコントロールしているに過ぎない。

そのため実態を表す運用残高（時価）が大幅に減少しているにもかかわらず、名目上の運用残高（簿価）はそれほど変わっていない。結局、運用利回り（簿

価）が運用利回り（時価）よりも平均して高いのは運用残高（時価）と運用残高（簿価）の差額部分が反映されていないだけである。したがって、正しい運用成果を見るには含み損益の動きに注意を払わなければならない。だが、そうした作業を試みるには大学のホームページ上に掲載された決算発表だけでは限界がある。やはり米国の大学決算のように運用成果が時価で表記されなければならないであろう。

なお、付録5ではここで示したモデルの方程式が整理されている。参考までに掲載する。

付録5 私立大学の資産運用モデルの方程式

	変数	単位	定義
<input type="checkbox"/>	運用残高（時価）	JPY	100<<JPY>>
<input type="checkbox"/>	運用残高（簿価）	JPY	100<<JPY>>
	キャピタル利益	JPY/year	IF（評価損益 >0<<JPY/year>>, 評価損益*ペイアウト率, 0<<JPY/year>>）
	キャピタル利益流出	JPY/year	キャピタル利益
	キャピタル損失流出	JPY/year	－キャピタル損失
	利息・配当金流入	JPY/year	運用残高（時価）/Timestep * NORMAL（直接利回り 期待値, 直接利回り 標準偏差, 0.5）
	利息・配当金流出	JPY/year	利息・配当金流入
	評価損益	JPY/year	運用残高（時価）/Timestep * NORMAL（評価損益率 期待値, 評価損益率 標準偏差, 0.5）
<input type="radio"/>	運用利回り（時価）	%	運用利益（時価）／運用残高（時価）
<input type="radio"/>	運用利回り（簿価）	%	運用利益（簿価）／運用残高（簿価）
<input type="radio"/>	運用利益（時価）	JPY/year	利息・配当金流入＋評価損益
<input type="radio"/>	運用利益（簿価）	JPY/year	利息・配当金流出＋キャピタル利益＋キャピタル損失
<input type="radio"/>	キャピタル損失	JPY/year	IF（評価損益 <0<<JPY/year>>, 評価損益*ペイアウト率, 0<<JPY/year>>）
◆	ペイアウト率	%	17.3
◆	直接利回り 期待値	%	1.5
◆	直接利回り 標準偏差	%	0.5
◆	評価損益率 期待値	%	-1.5
◆	評価損益率 標準偏差	%	3