第31回
大学と大学ファンドの資産運用



徳島 勝幸
株式会社ニッセイ基礎研究所
常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. 大学の資産運用を概観する

大学の資産運用について、まず、歴史的な経緯を振り返ってみたい。そもそも大学もしくは学校法人が、何のために資産運用を行うのだろうか。過去においては、国立や公立の大学が資産運用を行う必要はなかったし、リスクを取った運用は禁止されていた。ところが、各々の大学が国立大学法人や公立大学法人として独立した過程で、研究経費等の拡大が必要になったのである。また、各々の大学で研究成果を基にビジネス化するためのスタートアップ資金を確保する観点からも、国や地方公共団体からの補助・給付等に依らない資金確保が必要になったのである。

一方、私立大学等については、古くから学費や補助金、寄付金等を基に学校運営が行われていたが、余剰資金等を運用することで経費や研究資金等に充てるという取組みが行われてきた。リーマンショック前後に、いくつかの大学において仕組債による大きな損失が公表されていたが、当時の複数の私立学校法人の運用状況を見ると、一部の地方公共団体や財団法人等と同様に仕組債の内包する本質的なリスクを十分に理解せずに投資したことで、巨額の損失が発生したり、投資から収益を得られなくなったりしていたのである。

私立大学での巨額な損失発生から20年近くが経過した中で、国公立大学法人等が資産運用を積極化する姿勢が見られるようになったのは、前述した大学法人改革の結果であり、研究費等をより充実させるための取組みであるといってよいだろう。実際に、私立大学と国立大学との両方で教鞭をとってみると、私立大学は学生を誘引するために設備の充実が図られているのに対し、特に、理科系学部の多い国立大学の場合には、IT関連の設備に回す資金すら乏しいことも珍しくない。パワーポイントで講義資料を投

影する際にも、自分のPCを持参くださいと依頼されるのが国立大学である。私立大学においては教卓に設置されたPCに自分のIDでログインすれば簡単に投影が可能であり、教卓の操作盤でプロジェクターの操作も容易であった。国立大学においては、プロジェクターの操作もアナログで、HTMLのケーブルも断線していたりなどと、大きな設備格差を感じたのである。

これらの状況を打破し、より良い研究環境を確保して学生の入学を促すためなどから、大学において資産運用に取り組まれるようになったものと解してよいだろう。参考になるのが、米国の主要大学の例である。よく例に出されるのが東海岸のイェール大学等の私立大学であるが、他の大手公立大学においても、卒業生や近隣の実業家から巨額の寄付金を集め、それが大学運営に大きな役割を果たすとともに、更に、資産運用の資金として用いられている。欧米における寄付文化と比較すると、日本においての寄付に対する意識はまだまだ遅れていると言ってよいだろう。キリスト教文化がバックグラウンドにある中で、十分に儲けた人間は世の中のために寄付するのが当然の行為であり、それがノブレス・オブリージュであるというのが、一般的な考え方である。結果として、アメリカの著名な大学においては、プロフェッサーシップに寄付企業の冠が付されていたり、大学の校舎や体育館等の施設にも同様に寄付者の名前が冠されていることは珍しくない。日本においても、一部の大学等で同様の例が見られるし、地方公共団体がネーミングライツの権利を公募するといったこともあるが、数年間の期間限定で名前を冠するといった矮小な行為ではない。

日本の大学においても、同様の取組みが必要と考えられるようになる中で、独自に外部から資産運用の経験者を招くといった事例（例：東京大学、筑波大学、国際基督教大学等）も見られるようになっているし、現在、第二弾の募集が行われている国際研究卓越大学への給付を資産運用の収益から行うために、「10兆円ファンド」と呼ばれる大学ファンドにおいて資産ポートフォリオの構築が開始されている。

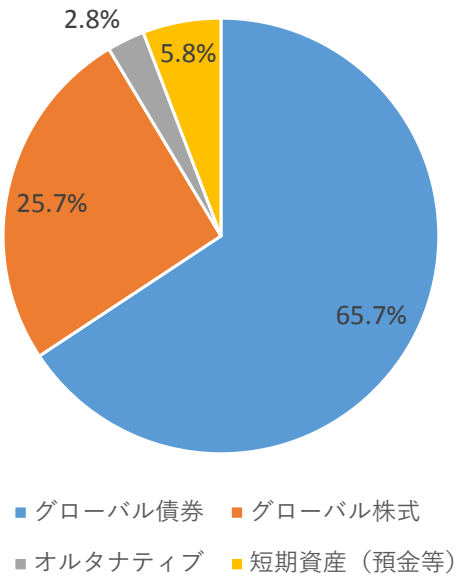
2. 大学ファンドの資産運用

大学ファンドは、政府の出資や財政投融資資金からの借入れの他、外部からの資金調達も併せて、合計10兆円の資金を準備し、その運用益を利用して国際卓越研究大学への研究補助等を行うという取組みである。令和2年の総合経済対策において、「10兆円規模の大学ファンドを創設し、その運用益を活用することにより、世界に比肩するレベルの研究開発を行う大学の共用施設やデータ連携基盤の整備、博士課程学生などの若手人材育成等を推進することで、我が国のイノベーション・エコシステムを構築する」とされ、実際には、国立研究開発法人である科学技術振興機構の中に資金運用本部を設置し、外部から運用経験のある人材を雇用して長期的な資産運用を行う取組みが進められている。

組織的には、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のガバナンス体制を参考とし、外部有識者による運用・監視委員会が「寄託金運用業務等の適正な運営を図るため、寄託金運用業務等に関する事項等を審議するとともに寄託金運用業務等の実施状況を監視する」とされている。更に、運用の基本的な考え方としては、毎年度検証し見直される「グローバル株式：グローバル債券＝65：35」というレファレンスポートフォリオから算出される許容リスクの範囲内で、可能

な限り運用収益率を最大化することを目指した運用が行われている。現在は、2031年度末までの基本ポートフォリオ構築の過程とされており、「支出目標率3%＋物価上昇率以上」という運用目標は適用されていない。公表されている2023年度末の資産ポートフォリオでは、グローバル債券が65.7%に対しグローバル株式が25.7%とレファレンスポートフォリオとは比率が逆転した状態であり、オルタナティブ投資は2.8%に留まっている。

図表　大学ファンドの資産構成（2023年度末）



出所：国立研究開発法人科学技術振興機構 2023 年度
業務概況書を基に筆者作成

大学ファンドの実際の運用に際しては、外部から経験者を複数採用しており、少しずつプライベート投資などを積み増している過程にあるものと考えられるが、非開示となっている基本ポートフォリオに基づく運用資産構成の構築中ということもあって、資産構成の詳細は開示されていない。「支出目標率3%＋物価上昇率以上」という運用目標を達成できれば中身は運用者に任せるといった確定給付企業年金のような発想も理解できるし、実際に運用ポートフォリオの構築途中であるから詳細を開示しないことも理解できるが、国民の税金等を基に資産運用を行っているのであるから、将来においては、GPIFと同様の情報開示を行うことが適切であるとも考えられる。もっとも、公的年金とは異なり運用成果が国民一般に影響するものではないので、そこまでの開示は不要という意見にも一理あるだろう。

いずれにせよ資金運用本部の組織体制を見ると、資金運用本部内に設置された資金運用室には、運用企画ユニット、債券ユニット、上場株ユニット、プライベートエクイティユニット、不動産ユニット、事務ユニットの6つのユニットが設けられており、不動産・インフラストラクチャー等の外部委託運用を手掛けていることが確認できる。

なお、大学ファンドの直近の資産運用の状況については、7月以降に公表されるものと予想される2024年度の業務概況書によって、より詳しく内容を知ることができるものと期待したい。国際卓越研究大学としては、2024年度の第一期に東北大学が認定された他、2025年度の第二期公募には、東京大学や京都大学など7つの国立大学法人の他に早稲田大学が応募している。

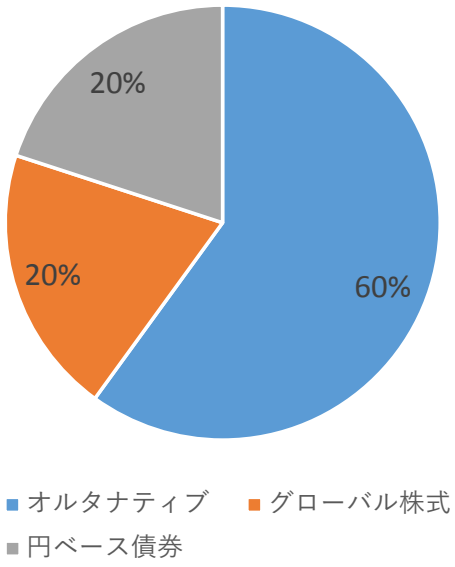
3. 個別大学の資産運用

個別大学の資産運用に関しては、冒頭で以前の仕組債投資による失敗例について触れたが、現在は資産運用を行う大学法人に関しては十分な体制の構築が求められており、同様の失敗が繰り返されるとは考え難い。思い返せば、当時は、ファイナンスの大家を教授陣に擁する大学でもそれらの知見を活用することなく、経理部門等

が証券会社や運用会社の営業を受けて金融商品を購入していたようである。現在では、学校法人等も資産運用に取り組むものは、アセットオーナーとして位置づけられており、本連載第28回（「ARES不動産証券化ジャーナルVol.82」December 2024所収）で触れたアセットオーナー・プリンシプルの適用を受けることになっている。すぐに全部が受け入れるものとはならないが、この4月末までにアセットオーナー・プリンシプルの受入れを表明した学校法人は、大学ファンドを除く23法人となっている。

一部の大学の資産運用の取組みについて、公表されている資料で確認したい。まず、東京大学は、外部からの人材採用に加え、コンサルを採用して体制を構築している。その上で、2023年1月より運用の高度化を目指し、基本ポートフォリオを大きく変更している。現在の基本ポートフォリオにおいては、アメリカの大学基金のようにオルタナティブが60％と過半を占めるポートフォリオが構築されている（図表の高度化ポートフォリオの他に、満期保有目的債券や金銭信託を保有していることが確認できる）。なお、オルタナティブの内訳としては、プライベートエクイティ、プライベートデット、インフラ、不動産をそれぞれ1/4ずつ保有することが目標になっていると公表されている。

図表　東京大学の高度化ポートフォリオの構成（2023年度末）

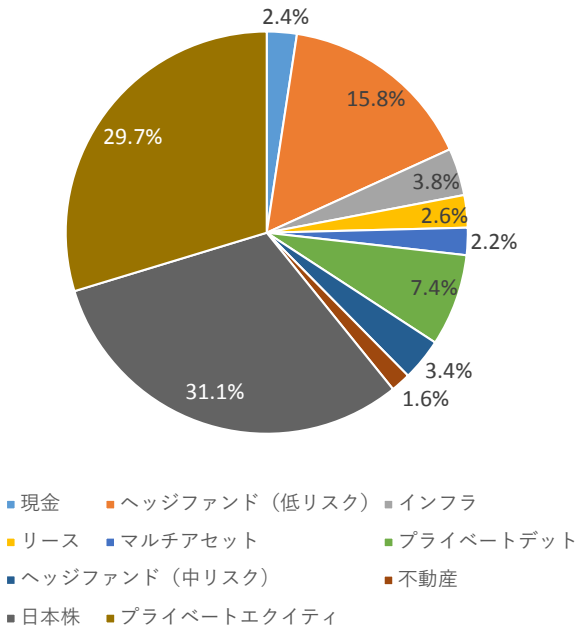


出所：東京大学の公表資料を基に筆者作成

高度化ポートフォリオで顕著なのはオルタナティブへの投資比率の高さであるが、2024年度9月末の時価構成を見ると、オルタナティブ投資の比率は38％に留まっており、現金等が28％となっていて資金待機しているようである。ただし、不動産の比率は15％と十分に大きくなっている。

次に、国際基督教大学は、同様に外部人材を招き、コンサルも活用して資産運用に取り組んでいる。海外上場株式への投資は2022年度中に収束しているが、国内株式とプライベートエクイティへの投資が合計で60％を越える水準になっている。加えて、プライベートエクイティを除くオルタナティブが残りの4割近くを占めている。まさに、米国の大手大学基金のポートフォリオに近い状況となっていると評価してよいだろう。オルタナティブの中身も多様で、インフラと不動産を合わせても5％強に過ぎず、ヘッジファンドが2割弱となっているのも注目される。

図表　国際基督教大学の資産配分実績（2023年度末）



出所：国際基督教大学の公表資料を基に筆者作成

4. 大学による資産運用の必要性

具体的に運用の中身を取り上げた二つの大学以外にも、有価証券の保有が多い大学は少なくない。少子高齢化の影響で大学の淘汰が意識される中で、資金運用によって研究費等の捻出を図る動きも必要になるだろう。大学ファンドのように国際卓越研究大学の認定を得られれば、長期的に補助を受けられる仕組みも設けられているが、むしろそれ以外の学校法人においては、生き残りをかけて資金運用に取り組む必要があるかもしれない。その際に、従来的な債券中心の有価証券投資だけではなく、不動産やインフラといった低流動性資産への投資に取り組むことも考えられる。しかしながら、少子高齢化の影響を単純に考慮すると、授業料や受験料といった収入は中長期的に逓減する可能性が高く、流動性の低いオルタナ投資にどれくらい注力できるかは、個々の法人によって異なり、中長期のマネーフローを見通して、投資計画を策定することが必要である。

いずれにせよ十分な資金運用体制の整備が重要であり、アセットオーナー・プリンシプルに書き込まれた事項をしっかり確認しながら取り組むことが必要だろう。外部からの人材採用やコンサルの活用、状況によってはOCIOの採用も選択肢に上ることが考えられる。大学内部にファイナンスの研究者がいても、実際の運用は理論的な研究とは異なる取組みであって、却って学内資源の活用は難しいことが懸念される。外部資源の有効活用が、手っ取り早い打開策となるのではないか。

とくしま　かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクールMBA。
1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。
証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。