

# U - M A 2 1 財務戦略委員会セミナー

## パネルディスカッション

「学校法人の資産運用におけるリスク認識について」

2005年7月28日

早稲田大学大学院日本橋キャンパス

### パネリスト

( 氏名50音順 敬称略 )

- 黒石 匡昭 ・ 新日本監査法人 シニアマネージャー、公認会計士  
(財務戦略委員会共同副委員長)
- 高野 真 ・ ピムコ ジャパン リミテッド 取締役社長  
(当協会団体会員)
- 永田 勝利 ・ 千葉工業大学 法人事務局次長  
(財務戦略委員会共同副委員長)
- 西田 一郎 ・ 国際基督教大学 理事、総務副学長  
(当協会常務理事)

### コーディネーター

- 増田 直樹 ・ 日興コーディアル証券株式会社 公益法人業務部長  
(財務戦略委員会共同副委員長)



## ディスカッションのテーマについて

学校法人の資産運用における現状のリスク認識・管理（取得原価主義など）から、時価会計の概念が導入される新たな学校法人会計基準の一部改正を踏まえて、様々な財務上の問題点を抱える学校法人の資産運用担当者はどのような対応を今後なすべきかについて、運用に携わる学校関係者、公認会計士、そして資産運用のプロフェッショナルの三者の観点からの意見を交換する。

なお今回の会計基準の見直しに当たっての論点である財務状況の透明性の向上の前段階としてのリスク管理を主要テーマとし、時間的制約からディスクロズのあり方自体については今後のテーマとすることで、本ディスカッションではあえて深く掘り下げることは目的としない。

また委員会としては本ディスカッションを学校法人の資産運用のあるべき姿についての議論の起点と考え、今後も情報公開をふくめ様々な角度から研究するものとし、併せて21世紀大学経営協会の社会的役割を模索してゆく。

**増田** 学校法人会計基準の一部改正においても取得原価主義という会計処理については何ら変わることはない。リスク認識というものは有価証券の時価をどう捕らえるかも重要であり、行政が時間をかけて今後検討すべきもののなかで、おそらく時価に対する認識というものが中心になってくるのではないか？この前提を踏まえ学校法人の資産運用におけるリスク認識、リスク管理の現状についてお話を伺いたい。



**西田** ポイントは3つあると考える。キーワードとしては学校法人の資産運用はコンサバティブに徹しなければいけない。この理由はあとから述べるが、金融機関からの商品案内に対しては慎重であれというのを、大学をはじめとする学校の関係者に言いたい。一つは学校の性格というものを、これは単に教育研究機関だとかというような理念的な話だけではなくて、学校の具体的な構成員との関係も含めて強調しておきたい。

具体的にはリスクの問題だが、私としてはまず第一点は責任の所在を明確にすべきと考える。これは学校法人に限らず、すべてのインスティテュションにおいて資産運用するときの鉄則であるが、とりわけ学校の場合は責任の所在があいまいだという傾向が特にある。名ばかり理事会、名ばかり理事長、名ばかり学長、名ばかり理事というのがたくさんいるので、まず資産運用するときには責任の所在をはっきりすることが大事である。

これは具体的にやる場合に、たとえば西田一郎、あの個人に任せるということなら任せるでも構わない。これが頼りないということであれば、ある程度チームをつくるということをはっきり明確にしてしまう。これも各学校法人によって、信頼にたる人材を採用できればもうそれにこしたことはない。烏合の衆のチームでやってみても、責任があいまいになるだけである。もしだめなら首にするという前提で任せるなら任せる、任せられないのだったらチームでやる。その場合のチームもご存じのように、この4月から私立学校法が改正されて、名実ともに理事会が責任を負うことになったので、できればこの資産運用の責任を負うチームとしては理事会の中からメンバーを厳選して当たらせたらどうか。私どもの学校では法人の理事が15名いるが、そのうち6名が、基金委員会のメンバーで、基金委員会がすべての方針を決定するというようになってきている。私どもの学習効果としては、残念ながらなかなか理事のなかに資産運用に長けている人がいるというわけではないので、これをサポートする参与なり顧問が複数の人間で、今私どもでは2名いるが、したがって6プラス2ということで8名で基金委員会を運営している。だいたい3カ月に1回、年4回開催する。ここで大きな方針ならびに銘柄の範囲の問題とか、それからターゲットレートの問題などを決めている。



2番目のポイントは運用基準の明確化、ルール作りである。U-MA21が昨年行ったアンケートにもあるとおり相当数の学校法人は規定を設けているということで、私も一安心しているが、運用基準を必ず明確化させておくということが大事かと思われる。とりわけロスカットの問題についても明確に触れておいたほうがいいのではないか。あるいは償却基準の問題だが50%の強制償却までいくのか、それとも30、あるいは厳しく20%を下回ったところ、そのときの時価まで償却、評価変えをするのかといったルールを決めておく必要があるのではないか。

3番目に、ディスクロージャーの問題がある。基調講演の中でも法的には開示のなかのひな型には入っていない。文科省には届けるということになっているということで、このへんは各学校法人によって考えなさいということだが、私の考えとしては、開示については当然理事会には当然すべてオープンにすべき。

それからもう一つ学校法人にとって重要なのは評議員会である。私立学校法では評議員会というのは構成メンバーが決まっており、その学校法人に勤める教員、あるいは職員が何人か入る。それから卒業生、有識者、この三つの分類にだいたい入ると思うが、これで構成されている評議員会には相当程度ディスクロースしなければいけない。さっき言った時価ベースの内容、含み損益も全てだ。そのほかに一般的にステークホルダーと言われる方に対して今度の私立学校法の改正によって決められた備付閲覧の内容について、どの程度それを膨らませるかという2段階構えではないかという感じがしている。これを違う言葉で言うと、第一に失敗したときの対策を講じておくというのが最大のテーマだ。うまくいっているときはだれも文句を言わないが、失敗したときには大変なことになる。特にどう大変なことになるかということ、企業でもそうかもしれないが、意外と学校というのはポリティカルな場所であり、学内では対立関係が非常に強まる。具体的には対組合問題も出てくるだろうし、教員あるいは職員と理事会の対立関係は非常に難しくなる。経営責任問題の象徴として、過去にも、また今現在もあるかもしれないが、理事会が相当揺らいだという例がいくつもある。これは気をつけなければいけない。

第二は、金融機関が資産運用の商品内容を十分説明せず、そういうものを学校法人が勧められて、相当程度買い込んで失敗したというケースがある。したがって、わからないままは運用しない。わかるまで勉強してから運用する。これは鉄則だ。それから、いわゆるインハウスでやるか、アウトソーシングするかである。アウトソースにしても、丸投げは最悪だ。日本の資産運用会社は率直に言うと、金太郎飴的な運用になる。ベンチマーク対比でちょっと勝っていればいいじゃないですかというようなことで終わる話が多いので、そこは特に学校法人の皆様は気をつけていただきたい。

最後になるが資産運用から上がってくるリターンは、私たちはできればお年玉感覚でいいと考えたい。そのくらいの余裕のあるお気持ちでやったほうがいい。生活費に充てるといふかたちで、この資産運用のリターンのお金をあてにすると、大変苦しいことになるというのが学習効果を含めた私の実感なので、運用する規模にもよるが、気をつけていただきたい。

永田 本学の現実を話す前に、昨年12月にU-MA21が行ったアンケートの集計結果を紹介したい、私立大学654法人に対してアンケート用紙を送り、そのうち187法人から回答があった。「有価証券運用を行っていますか」という質問に対して、141(84%)の法人が運用を行っていると答えている。有価証券運用を行ううえでとられているリスクは、金利リスクが68法人、信用リスクが59法人、流動性リスクが42法人、元本リスクが40法人、流動性リスクが34法人、金融商品によってはダブルのリスクが働いているものもあるので、全部足すと187には当然ならないが、かなり広い範囲のリスクをとられている。



「運用可能資産はどのくらいですか」という質問に対して、100億円以下という法人が100法人あった。100億円以上という法人も67法人(約40%)あり相当の規模の資産を運用に回す原資をもっていることがわかる。その次は帰属収入に占める資産運用収入の割合はどれくらいかという質問に対して1%以下という法人が96法人、1~3%という法人が50法人、3%以上が21法人ということで、国債が1%台とか、そういう時代においてかなり収益も上げている法人がいるということだ。「運用可能資産に対する有価証券の比率は何%ですか」という質問に対して、10%以下が58法人、30%以下が27法人、50%以下が40法人と、かなり積極的に運用されている。結論として、かなりの法人で資産運用は広がっていると言えるのではないか。第1回のアンケートなので、あまり断定的なことは言えないが、そのような印象をうける。運用の管理体制についてだが、「運用に関する規程等を作成していますか」という質問に対して、「はい」が107法人、「いいえ」が39法人あった。規程はなくて運用している法人さんが39法人ある。

「資産運用の決定はどのように行っていますか」の問いに「学内組織の委員会で決定している」が59法人、「特定の運用担当者に任せている」も46法人、43%ある。

「運用担当者に研修の機会を与えていますか」の問いに、「はい」は93法人、研修の機会を与えていない法人も72法人45%あった。運用管理体制についてはリスク管理についてまだまだ十分ではないのではないかなという状況が見られた。

今度学校会計基準の一部改正があり、有価証券の時価情報を開示しなければいけないという段階を迎えている。これが資金運用において悩ましい要因のひとつである。

満期保有目的のものまで開示しなければいけないというのは、少しやりすぎというか、早すぎるのではないかという意見もある。しかし株式会社にしても、公益法人にしても、徐々にディスクロージャーというのは行われていくし、運用の幅が広がっていけば広がっていくほど、それはやっぱりやらざるを得ないと考えている。

これからの問題としては、やはりとりあえずは脚注の注記だが、数年後には時価会計ということもまた話題になるだろうし、われわれ運用管理者はこれからは時価会計というものを意識して、あまりリスクのないよう運用の技術をもう少し身に付けなくてはいけないのではないかと思っている。学校というのは先ほど西田理事からもあったように損が許されない一方でゼロ金利、ペイオフの時代になり、運用もまたやむを得ないという状況を迎えている。会計制度そのものを変えるときに、損益というものなしで、いつまでもあいまいな収支差額というような言葉のなかで語ることが、時価情報という営利会計と同じようなものを表示させられるというのは、どこかまだ制度に若干不具合な点を感じる。

東京大学が経常利益で六十何億出したということがあったが、国立大学は経常利益という概念で、運用でも儲かるときもあるし、損するときもあるということで、われわれの気持ちもすっきりするが、私立大学の考え方にはもやもやというものを感ずる。

私どもの運用の実際は運用委員会を開き、理事長と常務理事と局長と、私財務部長と財務課長と5人が一堂に会し、私がこういうものを買いたいと説明し、合意があればそれで買うことを決定する。これは起案だとか何かで書類を回すのではなく、必ず一堂に会してやるということを原則にしている。事後ではあるが、買ったものについて、年に4回ほど幹事会を開き、追認を得ている。理事会にかけるものは決算の理事会のときに現状、持っている有価証券のすべての明細を開示して、評議員会と理事会に説明し、承認を受けることになっている。

私どもではかなり積極的に運用をやっている。私見を述べると、学校法人というものは運用の失敗は許されない。たとえば10回じゃんけんをするとする。相手が5回じゃんけんに勝って、私が5回勝てば引き分けだ。それだったらやる意味はないが、経験だけが残ると思う。だから私が6回勝って、相手が4回勝つならば、やった意味は十分にある。なぜならば銀行金利はゼロだから1回でも多く勝てばプラスになる。7回勝って、3回負けるならば、それだけ利得があったというのが企業に勤める人間としては当然のことだが、学校の場合には10回やって10回勝つんだったらやってもいい。1回でも負けてもらっては困るというのが学校の常識だ。そのなかで私が考えたのは、儲けというか運用益をためていくことによって、自分の負けたときの保険を自分で作っておくということだ。

**増田** プロフェッショナルな観点から資産運用、これは学校法人という世界とは別に、資産運用の世界においては、どのようなリスクマネジメントが最低必要なのか？

**高野** 弊社は全世界で資産を運用している、そのうちのかなりの部分が年金と、あとはエンドーメントといわれる寄付金、これは大学の寄付金である。日本において、ピムコ ジャパンというのは全体で4兆くらいの運用をしているが、残念ながら学校法人の資産運用はやっていない。日本の学校の資産運用がどうあるべきか、ということに関しては、先ほど西田理事のお話を聞いても、私のイメージしていた米国型の運用とはかなり違うというのが正直な感想だ。資産運用はどうあるべきか、ということについて学校法人とは少し切り離してお話したい。まず私どもの資産運用会社が一般的にやっているリスク管理、そもそもリスクとはというところを簡単に私なりの考えをお話したい。

一つは、基本的にリスクはとらないほうがいいわけで、リスクをとらなくてリターンがあればいいわけだが、なかにはとってもいいリスクがある。逆に言うと、とってはいけないリスクもある。たとえば、先ほど永田部長からじゃんけんをして勝った、負けたとあったが、じゃんけんというのは必ずだれかが勝って、だれかが負ける。全員がハッピーになれることはない。これをわれわれの言葉で言うとゼロサムゲームという。ゼロサムゲームなのに、どうしてもそういったゲームをやるのか。これはゲームをやると、そこには変動が出てくるからリスクになる。リスクになるのに全体にしてみればゼロサムである。なぜやるかという、じゃんけんをすると楽しいからで一種の消費になる。したがって運用という、いわゆる投資の枠組みではない。たとえば為替取引もそうで、為替取引はトレードだから、片方の人が仮に儲ければ、必ず片方の人が損をする。そうすると、こういったゼロサムゲームはなるべくしない、ないしはしたとしても、それを認識するというのが必要だし、全体の資金のなかでの少しになるように、抑えることが必要だ。

一方とるべきリスクというのは何であるかという、例えば金利などがそうだ。割引債などはいいい例だが、たとえば今価格が90円の割引債を買い、5年後に100円で償還されるとすると、これはだれが買っても10円儲かる。だれが買ってもプロフィットになる。これは資産を生む投資になるから、こういったリスクはなるべくとっていくべきだ。

問題はこういったとるべきリスクと、とるべきではないリスクを見極めたうえで、とるべきリスクをとったときに、そのリスクの取り方でこれは量の問題になるが、たとえば8%なのか20%なのか、それぞれいろいろな資金計画によって変わってくる。



重要なのは、同じリスクのとり方でも、効率的な方法があるのではではないか。つまりとるべきリスクをとったときに、そのリスクのとり方をより効率的にしたほうがいいのではないか。これについて考えてみたい。ある意味で当たり前の話だが、まず一つは分散、二つ目には長期投資、この二つになる。分散と長期投資というのはいつも言われているじゃないかという話だが、簡単に数学的な話をすると、たとえばある1資産があって、その1資産の投資をする。このときのリスクがたとえば10あったとする。仮に今四つの資産があり、四つの資産に分散して、その四つの資産のそれぞれ相関係数がゼロだとすると、リスクは10ではなくて5になる。なぜかという相関係数のない資産を探してきて、その資産に分散をすると、そのリスク量はルートn分の1になる。つまり4資産の分散であれば2分の1になるということだ。実は長期投資でも同じで、長期投資をしたときに1年のリスク量が10だったときに、1年で投資するのではなくて、たとえば3年、5年で投資したときのリスクはどうなるか。これもやはりルートn分の1になる。たとえば4年の投資をすれば、1年の投資よりもルート4分の1になるということ。非常に簡単な話だが、運用というのはそういうことであり、なるべく分散投資を心がけて、なるべく長期投資をするということが重要だ。これは運用の基本スタンスであり、あらかじめ定めたリスク量に対して、いかに効率的にリスクテイクをするというのが資産運用だ。

具体的に資産運用会社のリスクのとり方というのは、基本的には投資家が中心となる。私が先ほど西田理事、永田部長のお話を聞いて非常におもしろいと思ったことがある。たとえば大学の基礎収支に対して1%しか収益が上がらない。つまり収益として、まずは期待していないか、ないしはそもそもプロフィットセンターとして位置づけられていないというのが一つ。二つ目に学校法人は基本的にコンサバであるべきだといった性格がある。学校法人はたとえば年金とか、公法人とは全然リスクが違って来る。投資家のリスク量が違うものに対して、同じ運用するというのは無理だ。最初に投資家がどれくらいのリスク量をとれるのかというのをきちんと運用者側に開示していただく。たとえば日本の株式市場の変動率、リスク量というのは20%ある。国債は最近下がってきて、3%くらいだ。国債くらいならとるけれども、株式くらいのリスクはいやだといったことになると、自然と何に投資するか決まってくる。国債をとれないのであれば、そこには20%の株が入ってくる余地はない。したがって、リスク量がどれくらいとれるのかということを知りたいうえで、ではそのリスク量に対してどのくらいのこういった資産に、こういったかたちで、それを運用していくのかということを決める。これがいわゆるガイドラインになる。



そのガイドラインを与えられたところからわれわれのゲームが始まる。そのゲームのなかで効率的なリスクをとっていって行く。効率的なリスクということはリスク量に対してリターンが高いわけだから、結果としてそのリスク量に対して、リターンがマキシマイズしていくというプロセスを取る。具体的には、リスク管理の観点から見ると、まずはガイドラインを作って、投資家に提示し、そのリスク量を考慮し具体的戦略を提案し、了解を頂く。このガイドラインがルールブックになる。ルールを作ったら、このルールに則しているかどうかということ、常に見ていく。一つはたとえばトレードで何かガイドライン違反を起こしていないかということ。あるいは投資してはいけないものに投資していないかということ、常にもニターするという作業がある。リスク管理はなんぞやというと、単純に言うと、今言ったガイドラインのうえで出てきたポートフォリオの変動を毎日毎日モニターして行って、その変動である特定のところだけ自分を想定したリスクが大きくなっていないかどうかを見る。これがリスク管理になる。大きくなってきた場合には、これはリバランスとあるいはポートフォリオの修正をしていく。こういったモニタリングを行う。モニタリングした後に、次が重要だが、これをきちんと投資家に開示する。つまりディスクロズするというプロセスがやはり必要になってくる。このように、まず投資家との間で決めたガイドラインに沿って忠実にこれを執行する。ポートフォリオマネージャーがとられた、与えられたリスク範囲内でリターンを高くするために決められたストラテジーをやっていくときに、リスク管理の観点から見ると、これをきちんとモニタリングして行って、それをどのようなリスクをとって、どういう結果が出たのかということ、きちんと投資家に説明する。これが資産運用の一連のプロセスになる。

ここで言われていないことは、たとえばガバナンスの観点、たとえばわれわれピムコ ジャパンという会社が大学の資金を運用するに足りるだけの資格があるのか、あるいは何か不正をやっていないか、あるいはどこからどういう人が来ているのか、これは一種のデューデリジェンスであり、運用を預けるという前段階の工程になる。つまりゲームをスタートする前に、この人が参加の資格があるかどうかというところはデューデリジェンスになる。これは大学の資金に限らず、たとえば年金や金融機関がわれわれに資金を預けるとき、かなり念入りにやる。ここで見られるのは、たとえば本社とのコミュニケーション、本社からのコミットメント、あるいはコンプライアンス、またディーラーが何人くらいいるのかという規模の問題、そして経営は安定しているのか、こういったデューデリジェンスをやる。デューデリをやった後は、先ほど言ったようなガイドライン、ネゴシエーションに入っていく、そしてゲームが始まって、そのゲームのご報告をさせていただく。ただし、このゲームは基本的には利益の上がないもののゲームではなくて、つまり楽しむためのゲームではなくて、基本的には与えられたリスクに対してリターンをマキシマイズするというゲームである。冒頭話したように、我々はアメリカでは、あるいは世界各国で大学の資金運用を今やっているが、運用に関しては、それに近いかたちになっているが、先ほどの話だと、日本の学校法人の資金は同じような運用でも、リスクのウエイト、大きさが少し小さいと思うが、これについてはまた別途、討論したい。

増田 公認会計士の立場から見て学校法人のリスク認識、リスク管理はどうあるべきか？

黒石 会計というのは実態を把握するためのツールであるということを前提に考える。これまでも時価情報について、非営利の学校法人が営利企業と同じような情報開示をすべきなのかという議論が多くされてきた。私見としては、あくまで会計というのは、実態を把握するためのツールであるということで、それを公表せずに内部での経営指標としてだけ使うという捕らえ方の違いはあるが、実態を捕捉することは最低限、だれであっても、外部者であっても、内部者であっても、知っておきたいかと思う。それを会計制度があったから、やっと知るようになった。実はどういうものなのかということを知らずに運用するなということをして西田理事が言われたし、会計は常に実態を捕捉するものだ。難しい商品を使って資産運用するときに、どうかたちで実態、今どうなっているのかという状況を察知するためには非常に有用なものだと思う。

そこに政策的な意図が入ってはならず、それが開示すべきか、開示すべきではないかという議論は、ここでは割愛するが、私立大学という今は公益法人の位置づけなのかもしれないが、そもそもそれはどういった社会的使命を持っているのか、どういった存在なのかということも、時代の流れの中で認識しなければならないと思う。学校法人は、独立しているとは言え税制優遇を受けて、助成金という名の税金が入っていることを考えれば、やはり公的な存在だと考える。となると必然的に全ての情報は開示するべきだ。利害関係者は広義に考えれば国民全部だと考えられるのではないか。このような考え方に立つと会計基準の今回の制度変更は、やはり本当の最初のワンステップでしかない。学校法人会計基準のあり方検討委員会で議論されたかと思うが、今回の改定が半歩というか、第一歩でしかない、ここで断言していいのかわからないが、やはり抜本改正も視野に入れたうえで、それに対応していかななくてはいけないというのは現実の話だと思う。

含み損含み益を公表することで誤解されるのではないかという懸念は、多くの学校法人が持っていると思うが、厳正な説明責任を果たし、商品についても正確に理解した上で資産運用をやりなさいというのが、西田理事の意見だと思う。

そういった規律が働いていないと言ったら言いすぎだが、情報開示の要請もない、プレッシャーも少なかった現場の方々が、時価情報開示という荒波を受けて、戦々恐々としているということについてわれわれ自体でもかなり議論している。



それについてはリスクマネジメントというものを正しくに勉強して、認識して、そして自分たちのポリシーどおり管理することが必要となる。正確なリスクマネジメントをしていたら、ディスクロージャーに全部耐えられるはずだ。恥ずかしくなければいいわけだ。ディスクローズを拒みたくなる心境というのは、恥ずかしさがあると思う。もしくは要らぬ誤解を受けるという言い方もあるが、それは説明をもってすれば、ちょっと努力、時間、手間がかかるが、それも解決されると思うし、恥ずかしいことを隠したい、この考え方は今大きな情報開示、ディスクローズの社会のなかではもう通用しないのではないか。

**増田** 学校法人の資産運用においてどのようなところにリスク管理の問題点があるのか。また理想的なリスク管理体制があるとしたら、どのようなことが考えられるのか？

**西田** 私は最大のリスク管理は、はっきり言うと学校法人の場合、本業で収支を均衡化せよということだ。これが最大のリスク管理になる。資産運用については長期的投資であり、あるいは分散型が適当である。もう生活費に追われるような投資リターンを求めると、非常にリスクが大きくなるということだ。アメリカの大学の例は月とスッポンで、彼らの分散方法は非常に多様だ。金から石油から山林から何でも買うわけだから、それはもう分散しており、金持ちはけんかしたら強い（笑）。通貨なんてもう何通貨もやっているし。それと日本のばあいは今度のアンケートのように最大でも数百億だろうか。それも100年以上かかって積み上げてきた資金と、それこそ100や200の未上場株を保有し、一発当たれば100倍で、元を取れるという世界で生きている学校とはちょっとわけが違うのではないかというのが一つ。だから最大のリスク管理は、学校法人にとって何かといえば本業で安定すること、すなわち私の感じでは、もし資産運用がうまくいくと学内がそれに頼ってしまう。本来の、要するにスクラップ・アンド・ビルドというか、通常の会社で言えば本業における収支バランスに対する見方が甘くなってしまおう。それを私は痛切に感じる。別に今日問題になったというわけではなくて、ここ数年、学校法人の資産運用が注目され始めた。要素を分析してみると、簡単だ。少子化、定員割れ、授業料値上げ無理、ほかに収入の道はないか。そうしたらこんなところにこんな金額が、小金だけれども眠っていたと。

一方で、日銀はあと数年、3、4年はゼロ金利ですよと言っている。そういうなかであられるように資金運用の必要性を言われている。だからこれが学校法人にとって最大のリスクなのではないか。ここであわてない。本業で収支を均衡化するように、一言で言えば本業の収入ゾーン、つまり学生を獲得すること。それから支出を削減すること。支出を削減するときというのは、もう30年前に比べれば学生数自体は半減しているわけであるから、定員を半減させればいい。それをやっておいて、それで一方、まさに高野さんのいわれた「とれるリスク」もある。これは言われるとおり、銀行に預けてもペイオフだから資金の安全性もわからないし金庫に寝ているこれも危ないし、せいぜいバイアンドホールドで最後まで持ちましようということ、1%でもいいじゃないかということになるのではないか。

もう一つは話があったリスクの話で、おそらく金融機関や証券会社がきている話を聞くとリスクの話になると思うが、もし間違っていたらあとで高野さんや黒石さんに教えていただきたいが、結局ターゲットレートとの裏表だと思う。金融機関などの運用会社が来て、西田さん、ICUさん、いくらで回したいのかという話だ。先ほどこのご時世で10年の国債が1%台で、数年間見渡しても、上野さんの話によれば、この3、4年間、少なくとも上がっても1%いかないでしょう。こういうなかで3%、5%っていうべきなのかどうか。リスクの問題というのは結局素人なりに理解すれば、こんな低金利のときに、うちは0.8でいい、1%でいい、その代わり教えてください。それでもおそらく誠実なビジネスをやっている方というのは、西田さん、間違えないでくださいね。この世の中、1.0というターゲットでも、リスクはゼロではないことを。その幅はこのくらいですということをちゃんとわかるように教えていただいて、そこを理解しないといけないのではないかと。

**永田** 西田理事がいくつか言われたことで同感なのは、「わからないものには絶対手を出してはいけない。丸投げはだめ。失敗のときの対策を考えておくこと。」ということだ。これは私も実践している。私が一番注意しているのは、元本のリスク、元本がたとえ1.5%でも失うということは、失った元本を収益ではカバーできなくなることを意味する。私の原点は銀行に預けておいても金利がゼロなので有価証券で運用しているというところにある。だから最悪の場合には収益がゼロになっても、銀行に預けていたのと同じだからいいじゃないかというので、稼がせてもらった分が余剰であるという、基本的にはそういう考え方だ。元本の安全性には最大限注意を払わなければならない。

とにかく一朝一夕に簡単に儲かる方法というものはないので、経済や金利、為替などに常に関心を払いながら運用することだと思う。よく見ていると、たとえば運用しなければならないお金があって、そのときにあわてて為替や金利の相場を見たり、証券会社の人にきいたりして、買ってしまってもう忘れてしまう。そういうことではまずい。常に相場の流れの中に自分を置いておかないと、正しい判断ができない。

**増田** 今の話の中で学校法人にとって理想的なリスクマネジメントというのは、どのようなものが考えられるのか。

**高野** 要求しても無理なものは無理だということもある。金利が下がってきて、たとえば1%のリスクで3%のリターンを出すという類はかなり無理がある。たとえばわれわれの運用というのは基本的にお客様からお金を借りてきて、そこには多かれ少なかれコストが付いてくるわけです。どんなコストでも、今預金が0.0数%ですから、ほぼゼロですから、それを何か投資したときに、たとえば1%になるということは、要はリターンでいくとコストがたとえば0.01で1%ということは100倍のリターンになって返ってくる。これは数学的に考えただけでもかなり無理だ。したがって、リスクをとらないと、あるいは預金のコストみたいで借り入れをしていて運用すると無理があるということは、運用上全体の収益チャンスが下がってきて、だからこそ大学も苦しんでいるなかで、運用に頼るといのは、先ほど西田理事のお話があったように、かなり無理があるというのが事実だ。

もう一つ、西田理事の話の中にあつたようにリターンとリスクは表裏一体だ。それはそのとおりで、リスク・リターン・トレードオフという言い方をするが、リターンが高ければリスクが高い。トレードオフというかたちになる。ただ資産運用というのは、そのなかでもトレードオフの係数が同じリスクでもより高いリターン、同じリターンでもより少ないリスクをとるといこと手法自体が資産運用の手法になるわけで、そのために分散投資とか、時間投資、長期投資とかしようという話になる。したがってリスク、リターンはたしかにトレードオフだが、少なくともまったくリスクがとれないのでない限りにおいては必ずリスクはとれる。1%であろうが、2%であろうが。1%とったときに1%のリターンなのか、1%とったときに2%のリターンなのか、これはリスクのとり方によって変わってくるわけだから、このところは資産運用としてやられていないので、決して学校法人だからといって、資産運用ができないというわけではなくて、それなりのやり方がある。先ほど財政収支を通常の資産運用以外の部分でバランスさせたらいいというはなしがでたが、実はこれは先ほど話したアメリカとまったく違うが、アメリカはたとえばハーバードだと2兆円の運用で45%が株とか債券以外のいわゆるオールタナティブで運用しているわけで、全然違う世界だ。私的な大学は割とアグレシブになってきた。ところが昔からアグレシブではなくて、あるとき突然アグレシブになっている。なぜかという、その時期の一つは助成金が廃止されている。助成金が廃止されたということと、二つ目に西田理事が言われたように、そのときに大きなファンドがあつた。余剰のファンドがあつたので余裕があつたということで資産運用を始める。イエールにしても、ハーバードにしても、運用専門担当者というのが10人から15人くらいいる。そうすると、これは一種の運用会社みたいなものだ。かなり日本の大学と違っている。

西田 学校法人にとって資産運用は決して本業ではない。私が21世紀大学経営協会の立ち上げに参画していったのも、本業、アカデミックカリキュラム、教育研究の質、クオリティをどう上げていくか。その土壌となるのが財務問題で、それが従来の授業料収入一辺倒から脱却しなければいけない。それには資産運用も一つだし、新たに寄付金を集めることも一つだということではあるが、本来は日本の大学はもう一度目を覚まして、教育と研究のクオリティをどう上げていくかが大切だ。これだけ学生数が減ってきて、つぶれるのはわかっているわけだから、どう考えても全員が生き残れるはずは全然ない。おそらくそういうことはもう金融証券会社の方も理解されていると思うが、自ら歩んできた業界の姿を見れば。それをあたかも資産運用でセーブできるか、サバイブできるかというようなことはありえないと認識している。しかしながら私どもの場合は残念ながら生活費の一部を稼ぐ意味で資産運用をせざるを得ないのが実情だ。一番つらいところはターゲットレートをどう置くかというところで、非常に苦労している。実は私どもの場合にはアウトソースで、数社のアセットマネジメントカンパニーにお願いしてやっている。運用についての大きなポリシーというか、銘柄の範囲の問題とかを指示して運用している。そういうアウトソースの歴史が10年ちょっとになるが、インハウスよりもいいかどうかというのは、並行してやってみなかつたのでわからない。だから、ここは場合によっては給与水準2000万でも3000万でも奮発して、本当に資産運用能力を持った人を採用してインハウスでやったほうがうまくいったかもしれないなと正直なところそういう思いもある。もしこれから運用を始められる場合にも、その体制をしっかりお考えになって、まずアウトソースするか、インハウスにするかを決められたらいい。先ほど言った永田部長のところの運用委員会や私どものところと言う基金委員会がしっかりとウォッチし、運用ポリシーを立てるところを明確にする。それから理事会がターゲットレートについて、はっきり言えば背伸びしないということだ。相当控え目の水準、それが私どもで言えば、それをコンサバティブと言えばコンサバティブということになるが、少し爪先立てば届くくらいのラインを設定して、プロのいろいろお知恵を借りるということが、最初のスタートなのではないかという感じがする。

学校法人会計基準上、資産運用収入は帰属収入の中に入る。あるいは土地を売った売却益なども入ってきてしまうと思うが、本当はそれを除いた、帰属収支といった部分で均衡させて、私としてはここにアセットマネージメントでリターンするものを、基本金組み入れ、つまり積極的な設備投資くらいにそれを充てる。それで得られたもので、日常的経常支出をまかなうという体質にはしないで、そこから得られる、あるときは1%稼いだときもあれば、3%稼ぐとき、それをある程度ためながら将来の研究教育施設の改善とか、奨学金の運用とかというようなプラスアルファの支出にもっていくくらいの感じでいけば、それほどあわてないで済むのではないか。まかり間違っても毎月の教職員の給与の支払いに充てなければならないというような追い込まれた資産運用にする必要はない。もう一つは資産運用というと、広義の有価証券がすぐ頭に浮かぶがそれだけではないはずだ。考えてみれば、仮に50億持っていたら、土地を買っても構わないのかもしれない。そのうちの20億。そこで事業収入を上げるということも立派な資産運用収入だと思うので、あまり縛られて株だ、債券だ、外債だ、デリバティブだというだけにいく必要はない。むしろ広い意味で資産の形成につながって、そこから少なくともリターン、ペンペングサしか生えない土地では困りますけれども、ある程度の収入につながるようなものであるならば、ちゃんと物件を見て、土地を買うのも一つの立派な資産運用なのではないかということも一言申し上げておきたいと思う。

**増田** テーマがテーマなので、一つの結論、方向付けというのは非常に困難であると思われる。本日は皆さんの意見を幅広く、それぞれのお立場からのご意見を伺うということでパネルディスカッションを終了したい。