

# サブプライム問題と大学基金運用

## リスク資産損失への準備・対応に何が見えるか？

今夏のサブプライム問題は、ハーバード大学でさえも巨額の損害を受けた。今回、私達は、米国基金担当者間でこの損害の対応と重ねて議論が白熱した、『基金の予測損失にどう準備・対応していくべきか？』の論点に、着目してみる。

日本の大学が今後の資金運用に使えるヒントを、この議論の中から探してみたい。

### 『損失のマネジメント』の議論が盛り上がる

今回のサブプライム問題は、米国の大学基金担当者に時価総額減少の不安を与えた。それ以上にインパクトがあったのが、『分散されたリスク資産が目立った損失を受けそうな時/受けてしまった時にどうすべきか』という、損失時の基金マネジメントの議論であった。そのきっかけとなったのが、ハーバード大学基金の3億5千万ドルに上るヘッジファンド投資の損失と、その発表に時期を重ねたモハメド・エルエリアン、ハーバード・マネジメント・カンパニー(HMC) CEOの辞任発表である。

まだ後任も決まらない中で、『急遽、前職の運用会社に戻らざるをえなくなった』とされた辞任の真相には、大学基金担当者がさまざまな憶測や不安を飛び交わせた。それに合わせて、分散投資のリスク資産が目立った損失を受けそうな時の未然の対処策や、損失を受けてしまった時の問題所在・解決策について、改めての議論が各所で展開された。

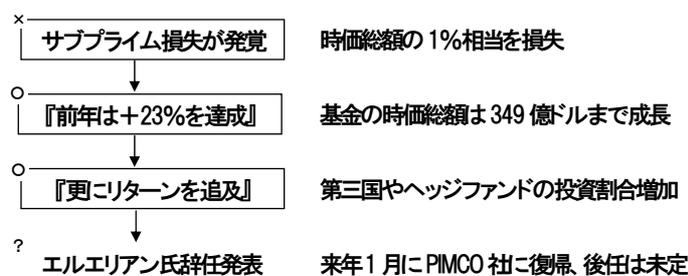
### 『損失』にも過敏で神経質な米国大学基金

実は、サブプライム問題の表面化を待つまでもなく、既に年初には米国の大学基金担当

者の関心事は、『基金パフォーマンスの向上』から『コントロール』に素早くシフトしていた。2007年1月の全米大学実務者協会(NACUBO)の大学基金年次総会では、『2007年度、分散投資の大学基金パフォーマンスは年率10.7%』とNACUBO調査以来初となる2ケタ台の高パフォ

### I：引責辞任なのか？：今年8月以降のハーバード大学の動き

損失問題が発覚後は、好調なリリースが続いた中での突然の辞任？



出所：ハーバード学内報(電子版)・各種報道から、制度調査グループにて作成

パフォーマンスが強調されたのだが、むしろ基金担当者は、パフォーマンスのコントロールや予測損失対応を討論する分科会の方に熱を上げていた。『運用委員会の反省事』や『リスク資産導入時の受託者のあるべき行動』の分科会では、優れた意思決定機能と手順こそが損失回避と好パフォーマンスを両立させるのだとする、合理的基金マネジメント論に熱心な議論が交わされた。また、『大学基金のALM戦略』は、リスク資産損失の事前/事後対応の戦略として展開されており、すなわち、基金内資金の長短期間と運用する金融資産の期間と正確にマッチさせることで、不本意な損失実現を未然に回避する、更にこの期間間の移動裁量を高めれば損失も損失でなくなる(目先に実現させない、∴大学基金＝超長期性、開示が最小限なので有効)と提唱、『高度にレバレッジを利かせたサブプライム証券化商品は、債券性の商品と言えども、しばらくは超長期性資金での保有に移すのがいい。

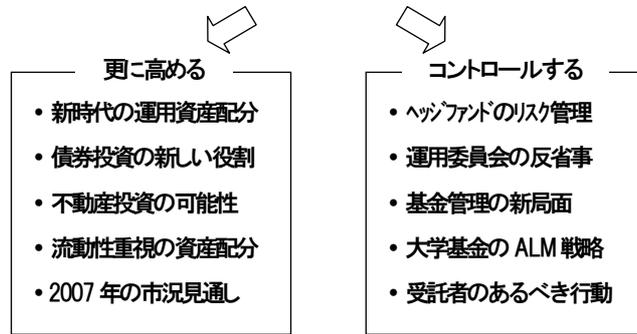
**米国基金の損失対応に何が見えるか？**

ハーバード大学の事例や、一連の米国基金担当者による損失対応の議論の中から、日本の大学がこれからの分散型リスク資産運用の参考になるポイントを挙げてみたい。

- (1) 運用担当者が情報公開を積極化  
 まず注目すべきは、今回のサブプライム損失の発表後、HMC が 1974 年の設立以来初の情報開示をスタートさせ、適切な情報開示で自らの受託者リスクをコントロールしようとする動きを見せたことである。  
 エンロンの破綻以降、米国では適時開示の

**II：2007年大学基金年次総会・分科会のテーマ**

**『大学基金運用のパフォーマンスを・・・』**



→ → 管理・コントロールにも関心が

出所：2007年大学基金年次総会テキストから、制度調査グループにて作成

しばらく大学の短期資金化ニーズから切り離しておけば、不測の相場下落時の売却＝不本意な損失実現を回避でき、長期にサブプライムの甘みを得られる』としている。

この ALM 戦略を唱えるベア・スターンズ社のレオ・ティルマン氏とは、私達は東京・NY でミーティングを行った。日本の大学内資金を擬似基金のごとく見える形にするこの ALM 戦略は、今後分散型のリスク資産運用を導入し、かつ損失を受けた時の対処までを考えた有効な戦略になるのではないかと考えている。

強化が主流となっているのだが、大学基金だけは情報公開を限定的に止める特有の慣行が幅を利かせてきており、HMC にいたってはこれまで自社のホームページさえ開設していなかった。しかし HMC は、今回の損失発生や、内部審査の不備が被害の原因では？と関係者に噂される中で、素早く情報開示の充実＝受託者リスクの低減に動いたわけである。

HMC がどれだけの情報開示を行うかはまだ判らないが、例えば、全米で最も情報開示が進んでいる大学の一つであるカリフォルニア

大学では、同大のホームページで、基金運用方針書を公開するのはもちろん、その付則として資産配分方針やファンドマネージャー選定基準までも公開している。更に、同大の情報開示が評価されている最大の理由は、

基金が保有するすべての金融資産とその時価総額を1セント単位で公開している点である。(※カリフォルニア大学の基金運用方針書の邦訳につき、『資産運用における新たなリスク管理(2006.5)』を参照)。

### Ⅲ： カリフォルニア大学が公開している基金関連資料

#### 〔基金運用方針書〕

【第1章】 最終目的、主たる責務、運用管理上の原則

【第2章】 運用方針

【第3章】 受託者としての監督基準

【第4章】 パフォーマンス目標

【第5章】 資産構成・マネージャー選定基準

#### 〔基金運用方針書・付則〕

【1】 基本資産配分方針、資産毎のリターン目標、運用見直し方針

【2】 リスク管理方針

【3】 大学収入への組入れ方針

【4】 デリバティブ活用方針

【5】 議決権行使方針

【6】 マネージャー選定、評価、交代基準

【7】 各資産の投資ガイドライン

出所：カリフォルニア大学ホームページより、制度調査グループにて作成

将来、分散型のリスク資産運用が必要とされている日本の大学は、まず受託者となる大学側のリスクをコントロールする目的で情報開示を充実させる必要がある。私達はこの事実をハーバード大学のケースから学ぶことができる。そして情報開示の充実が運用者リスクを軽減すると実感できる好事例が、左記のカリフォルニア大学の多岐に渡る情報公開だ。これらの開示資料を、寄付者や父兄学生の目線から見た時に感じる強い印象と安心感こそが、転じて受託者である大学の運用担当者を不測のリスクから守る強い武器となるわけである。

(2) 一世論の理解を創る大学の基金運用姿勢  
もう一つ注目したい点が、今回米国メディアがHMCの損失発覚をネガティブな記事として報道していなかったことと、その世論を創りだしたハーバード大学自身の大学基金運用に向かう強い姿勢である。

ハーバード大学が受けた今回の被害額は、基金時価総額の1%超にも相当する甚大な損害だったが、実はメディア論調はHMCや辞任するエルエリアン氏の失敗を煽るような報道をまったく行っていない。これは、ハーバード大学自身が、下記のような大学基金運用に向かう強い姿勢を示すリリースを重ね、これまで積み上げてきた基金運用方針への信頼をこれからも得たいとアピールし続けたことが大きかったのではないかと私達は考

えている。

『HMCの行動は、受託者責任や行為基準(UPIMIFA、新・統一プルーフデントインベスター法)を遵守しており、問題はないと考えている』

『HMCのパフォーマンス力は依然として傑出しており、損失を受けた7月単月でも+0.4%の時価総額増(S&P500:-3.1%)を達成してくれた』

『ハーバード大学自身のリスク許容方針に当然のごとく変更はない。むしろ現況を合理的に判断した結果、基本ポートフォリオのヘッジファンド(17%→18%)やエマージング国株式(8%→10%)の比率を増加させ、常に積極的にリターンを確保していく』

私達は、このハーバード大学のケースから、分散されたリスク資産運用や超長期の大学基金運用を受益者が許容していく環境は、大学自身の姿勢や気概からも、また作り出されるものであることを改めて学ぶことができる。まさにハーバード大学と同様に、日本の大学が、自校の発展のため、将来の国益を担うセ

クターとして高等教育機関に不可欠な運用収益を確保したいとする環境づくりは、まず大学から受益者に働きかけるのが一番の方法である、ということだ。米国大学と社会とのこの良好な信頼関係は、大学の資金が公益基金である点で、日本の大学にも同じく当てはまるはずだと、私達は考えている。

本レポートでは、日本の大学がこれから分散型リスク資産運用を進めるにおいて、まず情報開示と大学自身からの働きかけが必要であると展開してきた。しかし、大学側に立つ私達が危惧しているのは、これらの働きかけの点でむしろ大学が世論の後手に廻りかけているのではないかと懸念である。例えば、情報開示においては、『大学四季報』なる民間ベースの分析・集計が、既に市場での評価と地位の獲得に成功した感がある。また、大学収入確保のための資産運用の有効性については、金融専門誌には個別大学名まで挙げながら具体的な成功例が紹介されている。

一方、このような流れの中でも、大学の発展と収入確保に緊張感を持つ一部大学で、講演活動や大学専門誌への寄稿を利用する等の工夫で、自校からの情報発信と利害関係者からの理解獲得に努力を重ね、その結果として潤沢な資金運用収入の確保に成功

し続けているのは、新しい動きだと思われる。今回のサブプライム問題に見られる、不測の事態を懸命に乗り越えながらも、潤沢な運用収益で大学の収入を確保し続けたいとする、米国大学関係者の強い気持ちにこそ、これからの少子化第二ステージを勝ち残る日本の大学経営のヒントがあると、私達は考えている。

#### 稲見 和典(いなみかずのり)

日興証券(現日興コーディアル証券)資本市場本部、日本輸出入銀行(現国際協力銀行)を経て、2005年3月より公益法人業務部にて大学経営に関する調査・企画を担当

『大学の資産運用は国際分散投資へ(私学経営)』

『大学の卒業生マーケティング(学校法人)』

『コストインフレに対応する大学経営(私学経営)』

21世紀大学経営協会 財務戦略部会コアメンバー

－本レポートについて－

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようお願いいたします。また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本レポートにある情報の使用による結果について、当社は何ら責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに記載された見解や予測は、作成日における当社の判断であり、予告なしに変更することがあります。本レポートに掲載された価格、数値または予測等は該当日時における当社の判断に基づいての算出したものであり、お取引を締結する際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願い申し上げます。本レポートは、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成されていますが、これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合は要約されている場合もあります。

本レポートは、提供されましたお客様限りでご利用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は日興コーディアル証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

本レポートは2007年10月15日時点の情報に基づいて作成されております。

## 【金融商品取引法に基づく表示事項】

本資料は、法制度／税務、自社株評価、相続／事業承継、株主対策／資本政策、M&A／IPO、年金／保険等の諸制度に関する紹介や解説、又、これに関連するスキーム等の紹介や解説、及びその効果等に関する説明・検証等を行ったものであり、金融商品の取引その他の取引の勧誘を目的とした金融商品に関する説明資料ではありません。記載の内容に従って、お客様が実際にお取引をされた場合や実務を遂行された場合の手数料、報酬、費用、その他対価はお客様のご負担となります。なお、金融商品の取引その他の取引を行っていただく場合には、各商品等に所定の手数料等(例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満株式を除く。))の場合は約定代金に対して最大1.2075%(ただし、最低手数料5,250円/いずれも税込み)の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、外貨建ての商品の場合、円価と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによります。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成されていますが、明示、黙示に関わらず内容の正確性あるいは完全性について保証するものではありません。また、別段の表示のない限り、その作成時点において施行されている法令に基づき作成したものであり、将来、法令の解釈が変更されたり、制度の改正や新たな法令の施行等がなされる可能性もございます。さらに、本資料に記載の内容は、一般的な事項を記載したものに過ぎないため、お客様を取り巻くすべての状況に適合してその効果等が発揮されるものではありません。このため、本資料に記載の内容に従って、お客様が実際に取引をされた場合や実務を遂行された場合、その期待される効果等が得られないリスクもございます。なお、金融商品の取引その他の取引を行っていただく場合には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む。)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます。)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます。)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、当社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

また、実際の取引等をご検討の際には、個別の提案書等をご覧いただいた上で、今後の制度改正の動きに加え、具体的な実務動向や法解釈の動き、および、お客様の個別の状況等に十分ご留意いただき、所轄の税務署や、弁護士、公認会計士、税理士等の専門家にご相談の上、お客様の最終判断をもって行っていただきますよう、お願い申し上げます。

弊社は、商号を日興コーディアル証券株式会社とし、金融商品取引業者(関東財務局長(金商)第129号)です。

弊社は、日本証券業協会、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、社団法人金融先物取引業協会に加入しております。