

東大－野村 大学経営ディスカッションペーパー
No. 03

アメリカの大学における基金の活用

2007年11月

ルーシー・ラポフスキー

片山英治 両角亜希子 小林雅之 訳

本ペーパーは、国立大学法人東京大学と野村證券株式会社による共同研究「わが国大学の財務基盤強化に関する共同研究」の一環として発刊するものである。

東大－野村 大学経営ディスカッションペーパー

No.03

アメリカの大学における基金の活用

2007年11月

ルーシー・ラポフスキー

片山英治¹⁾・両角亜希子²⁾・小林雅之³⁾訳

本ペーパーは、国立大学法人東京大学と野村証券株式会社による共同研究「わが国大学の財務基盤強化に関する共同研究」の一環として発刊するものである。

¹⁾ 東京大学大学総合教育研究センター共同研究員／野村証券法人企画部主任研究員

²⁾ 東京大学大学総合教育研究センター 助教

³⁾ 東京大学大学総合教育研究センター 教授

訳者解題 ーラポフスキー論文の意義

本論文は、東京大学と野村證券による「わが国大学の財務基盤に関する共同研究」プロジェクト向けに書かれた、ルーシー・ラポフスキー (Dr. Lucie Lapovsky) 氏による論文“Endowments at U.S. Colleges and Universities”, September 12, 2007 を訳したものである。

日本の大学では、少子高齢化等の環境変化の中で教育研究サービスを永続的、安定的に提供するために、授業料収入や補助金等といった「フロー」の資金管理にとどまらず、寄付等の資金の一部を貯蓄し財務基盤の強化に役立てるという「ストック」の資金の活用方策が大きな検討課題の一つとなりつつある。

アメリカの大学の基金(Endowment)は(a)設立時の資本金の受入れ、(b)余剰金の受入れ、(c)寄付の受入れという 3 つの資金源により構成されているが、設立当初から基本財産（多くは基金）を有していることに加え寄付を多く受け入れ積極的な資産運用によって拡大再生産を行っている。すなわち、基金の活用はアメリカの大学の永続的な運営を支える上で中核的な役割を果たしているのである。

アメリカの大学の基金の運用実態については、日本でも様々な文献で紹介されてきた。ハーバード大学が 3 兆円の基金を有し、積極的な資金運用管理で二桁にのぼる運用実績をあげその果実を教育研究に投下しているのはよく知られているところである。しかし、その多くは断片的な情報にとどまり、基金の活用実態や意思決定プロセスも含む全体像が正確に伝えられる機会はこれまでほとんどなかったといつてよい。

こうした日本の現状に対して、ガウチャー大学やマーシー大学で基金の運用管理について経営や実務の双方の観点から通じておられるルーシー・ラポフスキー氏にアメリカの大学の基金の活用について紹介していただくことで、今後の日本における基金の活用論議の活発化に寄与するのではないかと期待している。本論文は、アメリカの大学における基金の全体像を提供するにとどまらず、その歴史的な発展や最新の議論も扱っており、今後の日本の大学が財務運営の強化を図る上で貴重な文献の一つになるだろう。

2007 年 11 月

片山 英治
両角 亜希子
小林 雅之

訳者解説 基金 (Endowment) とは

アメリカの大学の基金 (Endowment) については、一部の私立大学における潤沢さや運用実績に注目が集まりがちであるが、厳密に言えば、日本でこれに相当するものがない。そこで、論本文体に入る前に、訳者による簡単な解説をしておきたい。

ラボフスキー氏が主に用いたデータは、NACUBO (National Association of College and University Business Officers 全米大学実務者協会) による Endowment Study であり、NACUBO の定義にもとづいて、各大学は各々の数値を提出している。この数字は必ずしも、ホームページ等にでている財務諸表の数値と一致するとは限らない。

では、財務諸表上、基金はどこにあらわれるのか。次に一般的なアメリカの私立大学の財務諸表のうち、貸借対照表を示した。日本のように、左側 (借方) に資産、右側 (貸方) に負債と自己資金が分かれているわけではなく、縦にこうした項目が並んでいる。資産合計と負債・純資産合計は一致する。

【アメリカの私立大学の貸借対照表 (例)】

		期首	期末	変化
ASSETS	資 産			
Cash and cash equivalents	現金・現金等価物			
Receivables - net and other assets	売掛金(ネット)・その他資産			
Contributions receivable - net	寄付誓約分(ネット)			
Note and student loan receivables - net	手形・学生ローン債権			
Investments	長期投資			
Land, buildings, and equipments - net	土地建物及び設備(ネット)			
TOTAL ASSETS	資産合計			
LIABILITIES AND NET ASSETS	負債・純資産			
LIABILITIES	負 債			
Accounts payable and accrued expenses	買掛金・未払費用			
Deferred revenue and deposits	繰延収入			
Government advance for student loans	払戻可能学生ローン借入金			
Bonds and notes payable	長期債務			
Interest rate agreements	金利契約			
Total Liabilities	負債合計			
NET ASSETS	純資産			
Unrestricted	無制約			
Temporarily restricted	一時的制約			
Permanently restricted	恒久的制約			
Total Net Assets	純資産合計			
TOTAL LIABILITIES AND NET ASSETS	負債・純資産合計			



これを見ればわかるように、貸借対照表の項目の中に、Endowment（基金）という言葉は一見して出てこない。Endowment は、純資産の中に含まれている。純資産の金額＝基金ではないし、恒久的制約の純資産＝基金というわけでもない。純資産の一部が、基金なのである。日本の私立大学にも「基本金」という独特の概念があるが、この基本金や、企業会計の資本金と同じ場所に位置しているといえば、理解しやすいかもしれない。また、適切な長期投資の機会が確定するまで一時的に保有される恒久的な基本財産の現金および現金同等物は「長期投資」に分類される。日本の私立大学の基本金の一部が引当資産化されて、それが借方にあらわれるのと同じように考えれば、Endowment が純資産にあわられるだけでなく、その一部が資産としてもあらわれるというのがそれほど理解しづらい話ではない。

なお、日本の私立大学の場合も、財務諸表にどの程度の情報まで掲載するのかといった詳細さに違いが見られるが、それはアメリカの大学でも同様である。純資産のうち、いくらが基金なのかを示していない大学もあれば、純資産の内訳（寄付者用途制限の有無にもとづき、無制限、一時的制限、恒久的制限の三区分に分けられる）別に、基金の内訳も示している大学もある。

以上で説明した複雑な状況があるため、NACUBO が独自に個別大学の基金の実態を詳細に調べて発表することに大きな意味があるともいえるだろう。

なお、endowment は「寄付基金」と訳されることもあるが、寄付のみならず年度末に生じた余剰金が組み入れられることも多いことから、ここでは「基金」と訳すこととした。

(参考) アメリカの大学の会計基準について

アメリカの大学はもともと統一された一つの会計基準を使用していたが、1996 年に私立大学が財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board) による会計基準 (FASB) を使い始め、二つの会計基準が存在するようになった。また、州立大学やコミュニティカレッジも 2002 年から政府会計基準審議会 (Governmental Accounting Standards Board) による政府会計基準 (GASB) を使い始めた。ただし、いくつかの州立大学の中には FASB の会計基準を用いているところがある。つまり、2つの会計基準が存在している。その詳細な違いについては、下記の NACUBO や全米教育統計局のサイトを参照されたい。

なお、前頁で示したのは FASB 基準を用いたものである。

FASB と GASB の違いに関する参考資料

- ・ “GASB and FASB” <http://www.nacubo.org/x4936.xml>
- ・ “IPEDS Finance Data FASB and GASB- What’ s the Difference?”
<http://nces.ed.gov/ipeds/web2000/gasbfasb.asp>

(注) IPEDS(Integrated Postsecondary Education Data System)は NCES (National Center for Education Statistics 全米教育統計局) の全米中等後教育データシステム、高等教育機関の包括的な調査である。日本の文部科学省の「学校基本調査」にほぼ相当する。

日本の大学における基金の運用管理は、今日のアメリカのそれとは大きく異なっている。本論文は、アメリカの大学における基金（endowment）の運用管理の発展や基金運営にまつわる現在の主要な課題について理解することによって、日本の大学が基金運営の手引きとなる方針を策定する上で役立つことを願いつつまとめたものである

本論文ではアメリカの大学における基金に関する発展について考察を行う。ここではアメリカにおける基金の現状、これら基金の運営および基金からの支出について検討している。また、大規模な基金を有する大学とそうでない大学における基金の活用方法と思想の違いを指摘し、今日の基金について検討されている重要な論点をも取り上げる。さらに、基金に関連する現在の投資・基金からの支出方針を支える法的枠組みについても検討する。

今日のアメリカでは州立、私立を問わず多くの大学が基金を有している。昔は基金とはエリート私立大学の範疇でしかなかった。基金の資金源は主に、大学への寄付、投資収益による基金の成長、そして余剰資金の 3 つから構成される。大学が寄付募集を行うのは、威信のためだけではなく、大学の財政安定化のためでもある。

基金とはいわば貯蓄口座のようなものであり、元本には手を付けずに投資収益が大学を維持する目的で使われる。基金からの支出は、大学の収入源の多様化に寄与する。このように、基金はその他の収入源の不安定さに対する保険となる上、大学を維持するための安定した収入を提供するのである。

データの出所

本論文ではアメリカにおける大学の基金に関する情報を提供するために、基本的に二つの情報源を活用している。それらは NACUBO（全米大学実務者協会；the National Association of College and University Business Officers）発行による *Endowment Study 2006* および *the Commonfund Benchmark Study 2006* である。これらでは、大学向けアンケート調査の結果が使用されている。NACUBO の調査には 765 の大学（私立 517 校、州立 248 校）のデータが、Commonfund の調査では 729 大学（私立 374、州立 180、そして 175 の私立小学校、中等学校）のデータが含まれる。NACUBO の調査では 100 万ドル以上の基金を有する総ての大学が対象とされ、アメリカ国内の約 40% の州立 4 年制大学、約 28% の私立 4 年制大学と大学がそれぞれ含まれている。100 万ドル超の基金を有し調査に未回答の大学がどれだけ存在するのかを推測するのは難しいが、これらの大学のほとんどは基金を有していたとしてもごく小規模と考えてよいのではないかと思われる。

アメリカの大学における基金

NACUBO 調査で回答した 765 の大学の総資産額は 3,401 億ドルに達する。表 1 に示されているように、16% の大学（125 校）が全体の 80% の基金を有している。10 億ドル以上の基金を有する 62 の大学（全体の 8.1% に相当）が 2,290 億ドル、総資産額の 67% を保有している一方で、144 の大学が 2,500 万ドル未満の基金を有している。

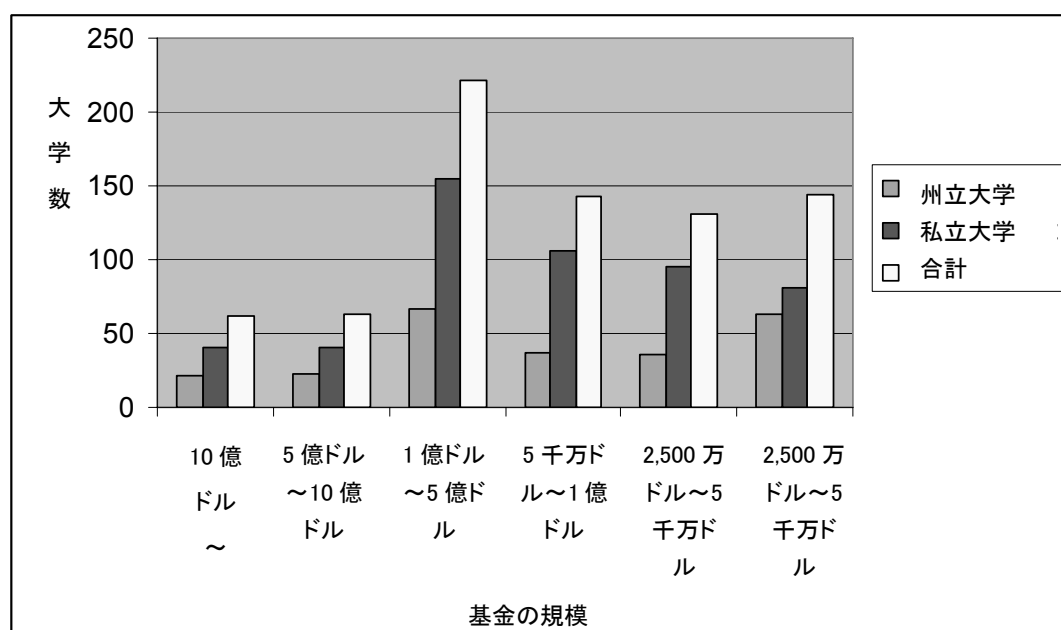
表 1 基金規模別調査結果 (2006 年)

基金資産	大学数		基金		フルタイム換算 学生一人当り 基金規模
	数(校)	割合(%)	金額 (10 億ドル)	割合(%)	
10 億ドル～	62	8.10%	\$229.10	67.40%	\$139,434
5 億ドル～10 億ドル	63	8.20%	\$43.80	12.90%	\$42,354
1 億ドル～5 億ドル	222	29.00%	\$50.30	14.80%	\$26,080
5,000 万ドル～1 億ドル	143	18.70%	\$9.90	2.90%	\$10,819
2,500 万ドル～5,000 万ドル	131	17.10%	\$4.90	1.40%	\$7,919
2,500 万ドル以下	144	18.80%	\$2.10	0.60%	\$2,843
合 計	765	100.00%	\$340.10	100.00%	\$49,453

(出所) NACUBO, 2006 Endowment Study P.1 サマリー表 1

図 1 は州立・私立大学の基金の規模別にみた分布を示している。NACUBO 調査に回答した大学のうち 32%が州立大学で、68%が私立大学である。

図 1 NACUBO 調査における州立・私立大学の数



(出所) NACUBO, 2006 Study 表28より作成。

基金資産の平均値は州立大学で 3 億 8,360 万ドルであり、私立大学では 4 億 7,380 万ドルである。州立大学の基金資産の中央値は 7,350 万ドルで、私立大学では 8,210 万ドルである。

表2 調査に回答した州立・私立大学の基金資産（単位 100 万ドル）

基金規模	合計		州立		私立	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
10 億ドル～	\$229.1	67.4%	\$57.7	17.0%	\$171.4	50.4%
5 億ドル～10 億ドル	\$43.8	12.9%	\$16.0	4.7%	\$27.8	8.2%
1 億ドル～5 億ドル	\$50.3	14.8%	\$16.8	4.9%	\$33.5	9.8%
5,000 万ドル～1 億ドル	\$9.8	2.9%	\$2.5	0.7%	\$7.3	2.2%
2,500 万ドル～5,000 万ドル	\$4.9	1.4%	\$1.3	0.4%	\$3.6	1.1%
2,500 万ドル以下	\$2.1	0.6%	\$0.8	0.2%	\$1.3	0.4%
合計	\$340.0	100.0%	\$95.1	28.0%	\$244.9	72.0%
平均値	\$444.6		\$386.6		\$473.8	
中間値	\$79.8		\$73.5		\$82.1	

(出所)NACUBO, 2006 Endowment Study, Part4 / 38

学生一人当り、および教員一人当りの基金

フルタイム換算(FTE)学生 1 人および教員一人当りの基金規模でみると、州立大学よりも私立大学の方がはるかに多い。NACUBO 調査による州立大学における FTE 学生数は 19,993 名であり、私立大学では 3,750 名となっている。州立大学における FTE 学生 1 人当り基金規模は 19,264 ドルであるのに対し、私立大学では 126,357 ドルとなっている。

表3 フルタイム換算(FTE)学生一人当りの基金規模

	フルタイム換算(FTE)学生数	FTE 学生一人当り基金規模
私立大学	3,750	\$126,357
州立大学	19,993	\$19,264

(出所)NACUBO, 2006 Endowment Study, Part4 / 47

基金の規模をみるもう一つの方法は、大学における教員数と教員 1 人当たりの金額をみることである。平均的な私立大学は 320 名の教員と教員一人当り 1,300 万ドルの基金、平均的な州立大学は 1,776 名の教員と教員一人当り 190,450 ドルの基金をそれぞれ擁している。

表 4 教員一人当りの基金規模

	教員数	教員一人当り基金規模
私立大学	320	\$1,329,536
州立大学	1,776	\$190,450

(出所)NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Part4 / 48

表 2 のように、州立と私立大学における基金の平均額は比較的近いものの、学生一人当り、もしくは教員一人当りで比較すると州立と私立の間で 6 倍以上の開きがある。この差は、ひとつには州立大学がかなり大規模な基金をもっているという事による。基金は、州立大学に比べて私立大学においてより重要な収入源となっている。

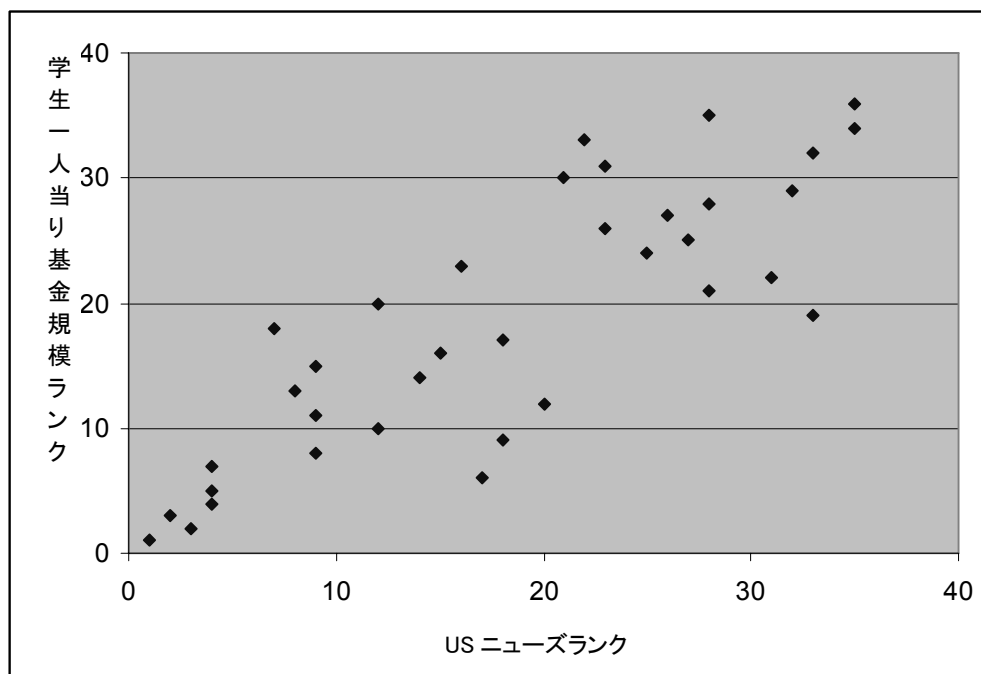
学生一人当り基金規模と大学の質 (institutional quality) の関連性

質の高い教育研究を提供する大学のほとんどは学生一人当り換算で潤沢な基金を有しているが、そこに完全な相関関係が存在するとは限らない。「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」誌による大学のランキングは、大学の質を推し量る上での一つの物差しとされてきた。もちろんこれが大学の質を計る良いモノサシであるというコンセンサスがあるわけではないが、現存するランキングの中でももっとも包括的なシステムであり、基金規模がランキングの算出に利用されているという本質的なバイアスをもつものの、広く利用されている。

図 2 は、US ニュース誌による上位の私立総合大学のランキングとフルタイム換算 (FTE) 学生一人当り基金額のランキングの関係を示している。FTE 学生一人当り基金は大学規模の違いを調整するために示した。(付録 A 表 1 には、大学ごとのデータおよびそれぞれの大学における FTE 学生一人当り基金額が含まれている。) US ニュース誌のランキングは個々の大学を対象としているのに対し、多くの上位州立大学の基金は大学システム全体で保有されていることが多いという技術的な理由から、上位州立大学は含まれていない。

US ニュース誌によれば、プリンストンは学生一人当り 190 万ドルの基金を持つ私立総合大学としてランキングのトップに位置している。上位 4 大学であるイエール、ハーバード、スタンフォード大学の学生一人当り基金残高はそれぞれ 160 万ドル、140 万ドル、90 万ドルである。プリンストン大学とランキング 10 位の大学の間には、学生一人当り基金規模で 150 万ドル以上の差がある。

図2 学生一人当り基金と US ニューズ誌ランキングの関係
(上位私立総合大学：2006 年)



(出所)「US ニューズ・アンド・ワールド・レポート」ランキング、フルタイム換算学生数は IPEDS¹、基金データは NACUBO、チューレーン大学 (2004-05 財政年度) を除き、2005-06 財政年度のデータによる。

ペンシルバニア、コーネル、カーネギー・メロン、ジョージタウン、南カリフォルニア、ニューヨーク (NYU)、ジョージ・ワシントン大学のフルタイム換算 (FTE 学生) 学生一人当り基金額ランキングは、US ニューズ誌のランキングよりも上位に位置する。(表 5) 大学ランキングと学生一人当り基金額には強い関連性はあるものの、FTE 学生一人当りの基金規模が大きいからといって必ずしもランキングを獲得できるわけではない。FTE 学生一人当り基金額によるランキング上位 48 大学のうち、10 大学は US ニューズ誌の上位総合大学にランクインしていない。これらの大学の一例として、FTE 学生一人当りの基金額が 20

訳者による注

*ラポフスキー氏の書いた論文には注がなかったが、日米の制度の違いや金融用語・概念が多い点で理解が難しい箇所については、訳者による注を設けた。本論文の注はすべて訳者による注である。本訳注のうち金融証券用語に関しては、野村証券ホームページの証券用語 (<http://www.nomura.co.jp/>) 等をもとにまとめた。

¹ IPEDS (Integrated Postsecondary Education Data System) は NCES (National Center for Education System) によって運用される全米の高等教育機関をデータ収集の対象とした包括的なデータベースシステムである。これには全米の高等教育機関ごとに学生の入学、卒業や財務、職員給与などさまざまなデータが収集・集積されている。またインターネットを介してデータの取得や分析ツールの利用が可能であり、国、州、各高等教育機関レベルでの高等教育の状況を把握するために活用することができる。

位で 220,686 ドルのタルサ大学、同 28 位、29 位のテキサス・クリスチャンおよびサザン・メソヂスト大学が挙げられる。

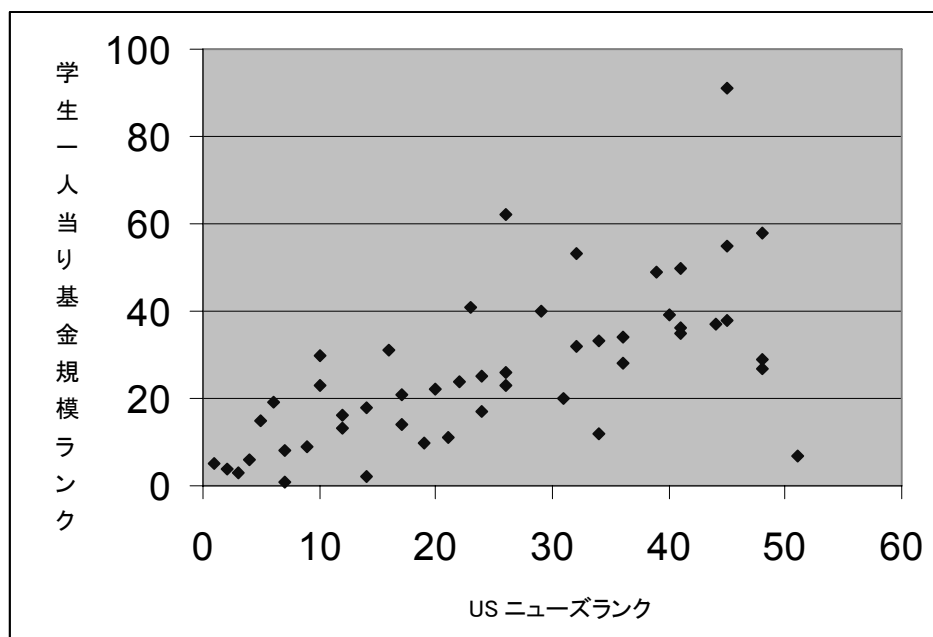
表 5 FTE 学生一人当り基金額格付けランキングよりも US ニュース誌ランキングが高い大学

大学名	US ニュース ランク	基金ランク	FTE 学生一人当り基 金額
ペンシルバニア大学	7	19	\$252,029
コーネル大学	12	22	\$220,323
カーネギー・メロン大学	21	33	\$103,913
南カリフォルニア大学	23	34	\$101,652
ジョージタウン大学	22	41	\$65,683
ニューヨーク大学	28	45	\$53,073
ジョージ・ワシントン大学	35	46	\$52,321

(出所)「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」ランキング、FTE 学生は IPEDS、
基金データは NACUBO、全て 2005-06 財政年度のデータによる。

図 3 では、フルタイム換算学生一人当りの基金額と US ニュース誌による上位 50 の全米リベラルアーツカレッジランキングの関係を示した。(付録 A/表 2 には大学ごとのデータを掲載)。学生一人当り基金額と US ニュース誌ランキングの関係は、総合大学ほど直接的にみられないが、全体として多くの場合、ランキング基準の一つである FTE 学生一人当り基金のランキングが上位の大学が US ニュースでも上位 50 にランクされている。ポモナとグリネルの FTE 学生一人当り基金額はそれぞれ 950,653 ドル、945,889 ドルと 1 位と 2 位に位置しており、US ニュース誌のランキングではそれぞれ 7 位と 14 位となっている。US ニュース誌で 1 位と 2 位を占めるのはウィリアムズとアマーストであり、それぞれ FTE 学生一人当り基金規模では 5 位と 4 位、705,662 ドルおよび 829,502 ドルとなっている。一方、表 6 に示されているのは US ニュース誌の上位全米リベラルアーツカレッジであり、上位 50 にランクされているものの私立大学の FTE 学生一人当り基金規模では上位 50 に入っていない大学である。

図3 学生一人当たり基金と US ニュース誌ランキングの関係：2006 年
上位 50 全米リベラルアーツ大学



(出所)「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」ランキング、FTE 学生は IPEDS、基金データは NACUBO、全て 2005-06 財政年度のデータによる。

バーナード・カレッジは US ニュース誌で 26 位にランクされ、FTE 学生一人当たり基金額では 74,854 ドルと 62 位、サラ・ローレンスは US ニュース誌において 45 位、FTE 学生一人当たり基金額で 91 位となっている。

表 6 US ニュース誌で上位 50 位内にランクインかつ
FTE 学生一人当たり基金額で 50 位ランク外の私立大学

大学名	US ニュース誌 ランキング	FTE 学生一人当り 基金額ランク	FTE 学生一人 当り基金額
ケニヨン・カレッジ(ガンビア、オハイオ州)	32	53	\$99,937
ゲティズバーグ(ゲティズバーグ、ペンシルバニア州)	45	55	\$94,050
スキッドモア・カレッジ(サラトガスプリングス、ニューヨーク州)	48	58	\$84,590
バーナード・カレッジ(ニューヨーク、ニューヨーク州)	26	62	\$74,854
サラ・ローレンス・カレッジ(ブロンクスビル・ニューヨーク州)	45	91	\$40,246

(出所)「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」ランキング、FTE 学生は IPEDS、基金データは NACUBO、全て 2005-06 財政年度のデータによる。

この分析から得られる結論としては、大規模な基金は確かに大学の質の向上に寄与しているもの、機関の資源に見あわず低いパフォーマンスであることもあるし、逆にきわめてよくやっていることもあるのである。。基金の規模が大きいということは、よい大学であることの十分条件ではないのである。

使途に制約のある基金 対 制約のない基金

全体としてみると、大学の有する基金資産の 58.7%は真性基金 (true endowment) である。これらの資金の使途は永続的に寄付者の意向によって制限されており、基金からの利子およびキャピタルゲインのみを支出にあてることができる。準基金 (quasi endowment) は、大学の有する基金資産の 31.3%を占めており、通常はこれらの資金の収益のみが支出されるものの元本を取り崩して支出することも可能である。時限付基金 (term endowment) とは時間的制約のある資金であり、条件を満了すれば元本からも支出することができる。時限付基金は総基金資産の 4.8%を占める。信託基金は基金資産の 5.2%となっており、これらの資金は大学によって保有されているものの大学側が資金を手に入れるためには義務を全うしなくてはならない。これらは主に、残余公益信託(Charitable remainder trusts)²、公益贈与終身年金(charitable gift annuities)³、プールされた共同収益資金(Pooled income funds)⁴である。

表 7 基金の構成

	金額(千ドル)	構成比
真性基金(使途制約あり)	\$209,900	58.70%
準基金(使途制約なし)	\$112,128	31.30%
時限付基金	\$17,125	4.80%
信託基金	\$18,679	5.20%
合計	\$357,832	100.00%

(出所) NACUBO, *Endowment Study 2006*, Tab le30より作成。

基金資産に対する使途の制約は、制約の内容によりかなり異なっている。例えば、寄付の使途が学生援助全般に指定されている場合もあれば、使途をアラスカ州出身のボーイスカウトのメンバーで少なくとも 3 人の子供のいる家庭の出身向け奨学金といった具合に限定することも可能である。後者のような制限は扱いが極端に煩雑になることもあり、大学によってはそのような寄付を辞退する場合もある。前者のように、学生援助全般といったより幅広い使途であれば大学にとって特に問題は生じない。ゆるやかな使途制約のついた基

² 寄付者 (委託者) が設立する信託の資産の一部を一定期間委託者に対して分配し、一定期間後に信託に残っているすべての資産 (残余権) を大学に寄付する仕組み。

³ 信託を用いない代わりに、寄付者と大学の間で「寄付の見返りに年金を提供する」という契約を結ぶ仕組み。

⁴ 残余公益信託とほぼ同様の仕組みであるものの、複数の寄付者によって信託が設立されるもの。

金は大学の優先事項を援助し、その機関の予算支援に利用される。

以前には、寄付者による制限が大学の運営方針と相容れないという例があった。ワシントン・カレッジは、1965年にソフィー・カーより510,828ドルの基金向け寄付を残余信託基金(residuary trust fund)として受け取った。カーは次のように指定した。“彼女の財産からの年間収益の半分を有望な執筆能力を持った卒業間近の4年生に与える”(ワシントン・カレッジのウェブサイトより引用)。今日、カー基金は200万ドル超の規模となり、その賞金は50,000ドル以上と、国内最高の大学生向け賞金となった。この賞金は賞金目当ての学生たちをその大学に引き寄せ、またワシントン・カレッジにとって必ずしも有用とは言えない余計な影響という形で、英文学専攻の学生たちの多くに過度な負担を強いることになった。誰もがこの寄付を受けた時に賞金がここまで大きくなるとは予想しておらず、寄付者による使途の制限は大学が賞金を複数の学生たちに分配したり、その他の大学の発展のために利用したりすることを妨げている。

まれに、寄付に課した使途の制限を尊重していないとして寄付者が大学を提訴するという話も聞かれる。最近では、マスコミで大々的に扱われたプリンストン大学のウッドローウイilson公共・国際大学院の件では、もし寄付者が裁判に勝てば大学院は最悪の場合8億5,000万ドルを失い、基金は寄付者に返還されることとなっただろう。

「ロバートソン一族で構成された3名の管財人は、ニュージャージー裁判所に提訴した。彼等はウッドローウイilson公共国際大学院が、国際関係に重点をおいた公務員としてのキャリアへの準備をする、という寄付資産の制約を順守していないとして訴えた。起訴状によれば、同校は時折その目的から逸脱し、基金資産を新規建築物の支払いに充当したり、基金の目的外の他の事業に流用したりしたという。」*Chronicle of Higher Education*, 2002年8月16日A.29. 同紙2007年3月23日付、A27頁も参照)

基金の投資収益率

基金の投資収益率は基金運用の時期と基金規模によって異なる。表8では、基金規模毎にみた1年、3年、5年そして10年間の名目収益率に関する情報が示されている。初期の調査では回答大学数が少なかったため、長期データのサンプル数が少なくなっている。また、基金の投資収益率と比較できるように、主要指数に関する情報もある。これらの統計は単純平均(各大学のウェイトを等しく計算)、金額加重平均(収益率を基金規模によって加重)、および中央値が掲載されている。

1996年から2006年の10年間の基金の収益率の中央値は年平均8.7%である。2006年6月末決算の1年収益率の中央値は10.8%であった。すべての年度において、基金の収益率の中央値はラッセル3000インデックス(ラッセル3000インデックスはもっとも大きなアメリカ企業3000社の時価総額における指標/引用: www.InvestorWorlds.com)、S&P500インデックス(広く所有されていると思われる主要500株式銘柄は時価総額で加重されており、株式市場全体のパフォーマンスを代表するものとされている。/引用: www.InvestorWorlds.com)、社債インデックスのリーマン・ブラザーズ(LB)総合集計を上回っ

ている。

10億ドル超の大規模基金の平均収益率と基金の収益率の中央値の差は、10年で平均2.4%であり、1年（2006年）で4.4%であった。

表 8 投資プールの名目投資収益率

投資プール資産	1年	3年	5年	10年
	% N=700	% N=656	% N=589	% N=477
10億ドル～	15.2	15.3	8.8	11.4
5億ドル～10億ドル	12.8	13.8	7.4	9.8
1億ドル～5億ドル	11.9	12.5	6.5	8.8
5,000万ドル～1億ドル	10	11.5	6.1	8.1
2,500万ドル～5,000万ドル	9.3	10.8	5.3	7.7
2,500万ドル以下	7.8	9	4.5	7.4
単純平均	10.7	11.9	6.3	8.8
金額加重平均	15.3	15.6	9.2	11.7
中央値	10.8	12	6.2	8.7
<i>比較指数</i>				
ラッセル 3000	9.6	12.6	3.5	8.5
S&P 500	8.6	11.2	2.5	8.3
リーマン・ブラザーズ総合	-0.8	2.1	5	6.2

(注) 特に別記のない場合、表のデータは単純平均値。比較指数の収益率に関する情報は6月30日を年度末と仮定している。CPI-U データ（都市部消費者物価指数）は季節調整済。投資収益率は手数料控除後ベース。

(出所) NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Part1, Table2より作成。

資産配分 (Asset Allocation)⁵

基金の収益率は、基金の資産配分と投資マネジャーの選択によって左右される。イボットソンによれば、“その期間における資産配分がおおよそ90%の基金収益率の変動を説明する。”（*Financial Analyst Journal*、2000年1・2月号）

ルー・モリルによれば、“投資収益率は主に4つの要素、すなわち執行(execution)⁶、アセットミックス(asset mix)、投資配分比率の調整（リバランス(rebalancing)⁷）、投資マネジャー

⁵ 資金のリスク許容度に応じ、投資対象のリスクをコントロールしながらリターンを獲得するための資産配分のこと。

⁶ 注文を証券取引所などに出すこと。株式など、注文を出しても値段などが合わずに、執行されたものの約定に至らない場合もある。

⁷ ポートフォリオ運用を行う際に、相場の変動などにより変化した投資配分の比率を調整すること。ポートフォリオの一部を売却したり、買い増しをしたりすることによって行う。一般に、運用開始当初の比率を維持していく方法と、相場の変化に応じて投資配分比率自体を変更しながら調整していく方法がある。

の選択(manager selection)に帰着することができる。アセットミックスは重要であり、収益率に約 45%貢献し、リバランスと投資マネジャーの選択がいずれも 20%、執行が 15%それぞれ収益率に反映されている。投資判断を行う場合、特に代替（オルタナティブ）資産⁸を組み入れる際はこれらの要素を検討すること。”（L. Morrill, *Business Officer*, December 2005）

1970年代までは、大学基金は基本的に債券偏重型であり、債券と高配当の国内株式に投資されてきた。1969年に、フォード財団は大学基金に関する二つの研究を行った。「基金運営に関する諮問委員会のある委員は、ほとんどのアメリカの大学における基金の運用実績が「バランス型」投資信託⁹もしくは「成長（グロース）型」投資信託¹⁰に比べて劣っていると指摘した。委員会の提言には、大学がプロのポートフォリオマネジャーを採用し、經常予算を支える目的で大学基金の長期キャピタルゲイン¹¹の一部を活用するという計画の策定が含まれていた。法律学教授で証券取引委員会（SEC）前議長のウィリアム・L・カリー、弁護士であるクレイグ・B・ブライトによるもう一方の報告は、巷に広がっていた誤解とは裏腹に、大学は基金資産の実現キャピタルゲインを頻繁かつ合法的に利用することができる、と結論付けた。」（1969年フォード財団年次報告書／p.34）

これらの研究結果は、従来型の債券と高配当株式中心の運用から分散投資¹²へという、ポートフォリオ運用の著しい変化をもたらすきっかけとなった。資産配分のこの変化は、大学が利子・配当のみならず実現キャピタルゲインを利用することが可能であるという結論によるものである。この結論により、基金の投資マネジャーは利子・配当よりむしろ（キャピタルゲインも含む）トータルリターンのお考え方にのっとり、より自由に投資を行えるようになった。もっとも、特に小規模な基金ではいくつかの理由によりこの変化が緩慢であった。債券に偏った資産配分を見直すのに時間を要したのは、利子・配当のみならずキャピタルゲインからも支出をすることへの不安に加え、株式投資に伴うダウンサイドリスクに対する懸念によるところが大きかった。これらの提言が広く受け入れられるまでに、理事会や投資委員会が自分の大学の基金の運用管理に現代ポートフォリオ理論¹³を適用す

⁸ 一般に伝統的な投資対象や投資手法とは異なる代替的（オルタナティブな）手法。プライベートエクイティ、ヘッジファンド、商品ファンド、天然資源などがある。

⁹ 株式や債券などで、バランス運用を行う投資信託。

¹⁰ 成長性や収益性を主眼に選定された企業の株式（成長株）を主要投資対象とする投資信託の総称。

¹¹ 有価証券、土地等の資産の価格変動に伴って生じる売買差益のこと。株式、土地等の資産の価格変動に伴う利益をいう。譲渡益・資本利得と訳される。逆に、資産売却により、損失となった場合はキャピタルロスと呼ぶ。利子・配当等のインカムゲインと対比される。

¹² 投資対象を分散したり、投資期間を長期化したりすること。投資対象が複数のものであれば、仮に、そのうちの 하나가値下がりするというリスクが発生しても、他のものでカバーできるという単純な原理（＝銘柄分散投資）。さらに、時間による分散という考え方もある（＝時間分散投資）。これは、株式も債券も常に値動きがあるので、一時期にまとめて投資をするのではなく、時間をずらしながら投資を続けることによって、購入価格を平均化して、大きな値下がりリスクを避けるという方法。

¹³ 最適なリスク管理を数学的に分析するための考え方。リスクとリターンのトレードオフのなかで、「どのような選択をおこなうべきか」、「どのようにリスク管理を行うのか」、「そのコストをどのように評価するのか」ということなどを示すものである。

るメリットを理解し、支出方針を変更するに至るまでにはかなりの時間を要した。

資産配分に関する昨今の最も重要な変化は、代替（オルタナティブ）投資の導入である。ここで紹介する代替投資には、ヘッジファンド¹⁴、不動産、プライベートエクイティ¹⁵、ベンチャーキャピタル¹⁶、天然資源が含まれる。表 9 は、1997 年から 2006 年までの資産配分の変化を表している。つい 1997 年までは、93%以上の基金資産が株式（63.4%）と債券、そして現金（30.8%）に投資されていた。それが、2006 年には大学の基金の資産配分が大幅に変化し、基金資産の約 20%が株式や債券、キャッシュ¹⁷以外に投資されている。

表 9 資産配分（Asset Allocation）：1997年-2007年

	1997	2006	% 増減
株 式	63.4%	57.4%	-9.5%
債券・キャッシュ	30.8%	23.6%	-23.4%
代替(オルタナティブ)投資	5.8%	19.0%	227.6%

(注) 単純平均

(出所) NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Chapter 1, Table4より作成。

10 億ドル超の基金を有する大学は、44.9%の資産を株式、14.2%を債券とキャッシュ、そして 40%超を代替投資に振り向けている（表 10）。一方、2,500 万ドル未満の基金資産を有する大学は 58.9%を株式、35.3%を債券とキャッシュ、僅かに 5.8%を代替投資に振り向けている。単純平均（各大学のウェイトが等しい）でなく金額加重平均（資産規模でウェイト付け）で見ると、大規模基金ほど株式や代替投資に傾斜していることが示される。代替投資の 2006 年の単純平均値が 19%であるのに対し、金額加重平均値では 36.1%も占めていることがわかる。

表 10 資産配分: 2006年 - 基金規模別、単純平均値および金額加重平均値

	10 億ドル～	2,500 万ドル未満	単純平均	金額加重平均
株式	44.9%	58.9%	57.4%	47.6%
債券・キャッシュ	14.2%	35.3%	23.6%	16.3%
代替(オルタナティブ)投資	41.9%	5.8%	19.0%	36.1%

(出所) NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Chapter 1, Table3 より作成。

¹⁴ 確立した定義はないものの、一般には富裕層や機関投資家等から私募形式で集めた資金をもとに金融派生商品等を活用した様々なリスク回避手法で運用するファンドを指す。

¹⁵ 未公開株式を取得し、株式公開や第三者に売却をすることでキャピタルゲインを獲得することを目的としたファンドをプライベートエクイティ・ファンドと呼ぶ。

¹⁶ 成長の見込まれる企業に資金提供を行い、企業の成長を支援しながらリターンを追求するファンドをベンチャーキャピタル・ファンドと呼ぶ。

¹⁷ 現金のみならず MMF（マネー・マーケット・ファンド）等も含む短期金融資産を指す。

表 11 は、多様な代替（オルタナティブ）投資への資産配分の単純平均値と金額による加重平均値を示している。小規模基金による代替投資への配分比率は大規模基金のおよそ半分であるものの、カテゴリー別配分比率はかなり似通っている。代替投資全体のうち約 50% がヘッジファンド、10%強が未公開株式にそれぞれ投資されている。金額加重平均値と単純平均値の違いが示すようにもっとも大きな違いは不動産であり、小規模な基金の不動産への投資割合が大規模な基金よりも高い。また、ベンチャーキャピタルと天然資源に関しては大規模基金の方が、投資比率が高くなっている。

表 11 代替（オルタナティブ）投資: 2006 年資産配分

	代替資産への配分		代替投資全体に占める割合	
	単純平均	金額加重平均	単純平均	金額加重平均
ヘッジファンド	9.6%	18.0%	51.1%	49.7%
不動産	3.5%	5.3%	18.6%	14.6%
プライベートエクイティ	1.9%	4.3%	10.1%	11.9%
ベンチャーキャピタル	0.9%	3.5%	4.8%	9.7%
天然資源	1.5%	4.1%	8.0%	11.3%
その他	1.4%	1.0%	7.4%	2.8%
合計	18.8%	36.2%	100.0%	100.0%

(出所) NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Chapter 1, Table 7 より作成。

代替（オルタナティブ）投資への資産配分の違いは、いくつかの要因に起因する。第一に、基金の規模が最低投資額に達しない小規模基金の場合、大規模基金のように代替商品にアクセスする術をほとんど持ち合わせていない。第二に、小規模基金を有する大学の投資委員会と担当スタッフ（仮に担当者がいたとしても）は、これらの代替投資に不慣れである。第三に、この手の投資について学び継続していくことは、小規模基金の大学には見合わない。第四に、代替投資の変動性(volatile)や流動性の低さが小規模基金の許容範囲を超えるとされている場合が多い。

リスク許容度¹⁸と資産配分

大学は、投資判断をする際には長期的視野を持たなくてはならない。この長期的視野をもつというのは、大学が現代ポートフォリオ理論を検討する必要があるということである。すなわち、短期のリスクではなく長期のリスクの最小化が目指されなければならない。基金は永久的な存在なので、基金にとっての長期とは 10 年以上を意味する。

基金の元本の一部を失う懸念から、多くの大学では債券中心の資産構成からより分散の図

¹⁸ 投資額が許容できるリスクの度合いを指す。投資をおこなう際は、リターン（収益率）を求めれば求めるほど、元金が増減する確率が高まる。高いリスク許容度であれば期待リターンを高めることができる。投資家は、その資金性格に照らしあわせて、どの程度までのリスクを容認できるのかを熟慮し、商品（投資対象）を選ぶことが重要とされている。

られた資産構成へのシフトがなかなか進まなかった。大学や投資委員会によっては、マーケットの変動を許容するのが難しい場合がある。当時のフォード財団による調査とその後の多くの分析は、株式中心の分散の図られた運用資産（ポートフォリオ¹⁹）の運用実績は、長期においては債券中心型の運用資産の運用実績を上回るとの結論をはっきり示した。善管注意義務(prudent person rule)²⁰によれば、仮に基金がその価値の一部を失い「水面下」に陥ったとしても、基金の資産構成がバランスのとれたものでありかつ理事会の行動が公正である限り、理事会は保護される。また、理事会は、基金の成長が低過ぎるために、インフレで基金の元本（実質価値）が損なわれるリスクも認識しておかねばならない。

1997年時点で1,600万ドルの基金を有していたメリーマック・カレッジは、60%を株式、40%を債券という資産配分戦略を取り止め、多くの代替資産からなる投資配合という大規模基金並みの投資配分戦略に走った。「我々は投資家のように考える。基金がどれだけ大きいか、小さいかは問題ではない。」ジム・ウィルソン／理事会議長（Chronicle 紙記事―ジュリー・ニクリン／1997年4月4日）

メリーマック・カレッジは、この資産分散をコモンファンド（Commonfund）の採用で実現した。（注：コモンファンドは、小規模基金を有する大学が最良の投資マネジャーや多種多様な資産クラスにアクセス可能とするために、1971年にフォード財団の助成によって設立された。1980年代初頭、コモンファンドは代替投資へのアクセスの提供も開始した。）ウィルソン氏によれば、「コモンファンド抜きでは、我々では素晴らしい資産配分戦略に手の出しようがなかったであろう。独立系の投資マネジャーの誰も我々の方を向いて『お手伝いできれば嬉しいです』とは言わなかつただろう。」

小規模な基金にとって、これが優良な戦略かどうかを疑う専門家もいる。「ニューオリンズの投資マネジャーのドーシー・アンド・カンパニー（Dorsey & Company）のポートフォリオマネジャー、スティーブン・F・ループ氏はメリーマックの目指す方向性に懐疑的である。彼は、同大学の基金がそれほど手を広げるには基金規模が小さすぎるのではないか、そもそも大学がベンチャーキャピタル投資に手を染めるべきなのだろうか、と疑問を抱いている。小規模基金を有する大学は資産を過度に分散すべきでない、と彼は警告しており、メリーマックは基金をもっと伝統的な投資配分に戻すとともに基金の構築に向けた寄付募集に注力すべき、と提案している。」（クロニクル紙、1997年4月4日付）

この議論は1997年来いまだに続いている。2006年に行われたChronicle for Higher Education 紙によるアンケート調査では、1億ドル未満の資産を持つ基金のうち（調査対象には大学のみならず財団も含まれる）代替投資を手がけた経験のある基金は半数にとどまるとの結果が得られている。（Chronicle, 2006年6月）小規模基金にとっての適切な資産配分のあり方については、実に多様な見方が存在する。小規模基金を資金運用で飛躍的に増

¹⁹ もともとは紙ばさみを意味する言葉であったが、有価証券は紙ばさみに挟んで保管されることが多かったため、この言葉が保有証券を意味するようになった。投資家が保有する有価証券を一体として見る時、それをポートフォリオという。個々の投資家が保有している金融資産の集合体のことを指す。

²⁰ 「思慮分別、能力のある人間が自らの資産を運用するに際して用いるであろう注意を怠らないようにする」という義務。

加させるには、昨今小規模基金をはるかに凌ぐ結果を出している非常に大規模な基金と同一の投資戦略を適用するしかない、と提唱する人々がいる。また、小規模基金は大規模基金と同様の時間的視野を持つことによって、多くの代替資産の流動性が問題とならないようにすべきと提唱する向きもある。さらに、多くの小規模基金は経常予算にそれほど大きく寄与していないため、巨大基金のような資産配分に伴って生ずる不安定さ(volatility)に対応することができる、という。きわめて小さい規模の基金を有する大学は、基金をできるだけ迅速に成長させるために基金収益を経常予算に組み入れない努力をしている。小規模基金が代替投資に参加するためには、あらゆる多種多様な資産を理解し、優秀な投資マネージャーを利用できる、高度な投資委員会が必要となる。

一方、小規模基金の投資は流動性が高く比較的安全な資産に振り向けられることが重要と主張する人々もいる。彼等の根拠は、基金は授業料収入の不安定性に対してこれらの大学が持てる唯一のヘッジ手段(防衛策)であり、大学を救済するために支出を迫られる状況を想定すると基金をリスクにさらすことはできない、という点にある。この考え方は使途に制約のない基金については有効であり、短期的には小規模な私立大学にとって実際に“破産”を免れる唯一のヘッジとなりうる。この議論は継続して行なわれるだろうし、大学によって異なった結論に到達するであろう。当面は、多くの小規模大学は代替投資に手を出さないか、あるいは利用する術がないか、という状況であろう。

インフレーション、実質収益率と名目収益率の相違

大学は、基金の長期的な成長に関心を抱く。基金の変化を見る際に、大学は基金のインフレ調整後の実質収益と名目収益に注目すべきである。表12は、高等教育価格指数(Higher Education Price Index; HEPI)と消費者物価指数(Consumer Price Index; CPI)でみたインフレーションを示している。これらの二つの指標は異なったマーケット・バスケットを使用しているため、異なったインフレの上昇率を示している。HEPIは、大学が購入する物品やサービスのマーケット・バスケットをみる上でより優れた指標である。HEPIとCPIの最も大きな相違点は、HEPIが住宅費を含まずCPIよりも人件費に大きなウェイトを置いていることである。

表12 インフレ指標の年上昇率

2006年より	HEPI	CPI
1年	5.0%	3.8%
3年	3.8%	2.6%
5年	4.0%	2.6%
10年	4.4%	3.0%

(出所) Common Fund 表 Aより作成。

2006年のHEPIの増加率は5%で、CPIで3.8%であった。過去10年間のHEPIの平均年増加率は4.4%であるのに対し、CPIはたったの3.0%であるため、大きな相違だと言える。

大学は、基金に関する様々な指標を設定する場合にどちらのインフレ指標を利用するかによって、基金からの支出率あるいは資産配分に関する決定をすべきである。多くの大学は、双方のインフレ指標を参考にしている。

基金の実質購買力を維持する²¹ために必要な収益を検討する場合、大学は、期待収益率がインフレと大学の事業を毎年支える上で必要な支出額を上回るように投資を行う必要がある。これは、基金が将来にわたって実質的な購買力を保持するために必要なのである。

基金の成長

基金には3つの資金源がある、すなわち、大学への寄付、投資収益による基金の成長、經常予算の余剰分 (surplus) である。基金の成長は、これら三つの資金源から毎年の基金からの予算への支出額を差し引いた金額に関連している。

2006年には、大学の基金は平均で17.7%成長した。この増加分合計のうち、12.6%が基金元本の増価と投資収益、3.5%が寄付、そして1.7%は通常經常予算の余剰分からなるその他の収入によるものである。2,500万ドル以下の基金の増加分のほぼ半分が寄付によるものであるのに対し、10億ドル以上の基金では寄付の寄与がわずかに15%にとどまっている (NACUBO, *Endowment Study 2006*、表13)。

表13 2006年の基金の成長要因

資金源	パーセント
増価(appreciation)と投資収益	12.6%
個人による寄付と遺贈	3.3%
その他の寄付	0.2%
その他追加分	1.7%
増加分合計	17.7%

(出所) NACUBO, *2006 Endowment Study*, Table13 より作成。データは単純
平均値に基づく。

この単年度の分析によれば、増価と投資収益がもっとも重要な基金の成長源であるが、フレッド・ロジャースの論文は基金の成長に関してより長期にわたって検討を行い、「3つの全国調査の結果から、長期的成長と大学の基金規模を規定する要因として、基金への寄付 (gift)は、投資収益や基金の支出と同様に重要であると結論づけた。」(Rogers, 2006年、p.2)

²¹ 「基金の実質購買力の維持」は、基金が大学の財務を中長期的に支えていく上で目指されるべき一つの目標とされている。基金を水の入った器にと考えると、基金には寄付や余剰金などの“水”が入ってくる一方、經常予算に繰り入れられる基金からの支出やインフレによって“水”が出て行く。水面の高さが財やサービスの「購買力」であり、この高さを維持することが基金の実質購買力の維持を意味する。このため、投資目標は通常、水面の高さを維持するために少なくとも基金からの支出率とインフレ率の和を下回らないように設定される。

寄付による基金の成長は通常、大規模な資本キャンペーン²²結果や遺贈によってもたらされる。ほとんどの大学は遺贈の受入に関する方針を策定しており、そこには一定金額以上の遺贈が大学の当該年度の寄付収入の一部としてではなく自動的に基金に組み込まれるとの規約が盛り込まれている。もし遺贈に何の用途に関する制約もない場合、準基金の一部となる。資本キャンペーンは継続的というより定期的な取り組みであるが、昨今では大学は常になんらかのキャンペーンを展開中という場合が多い。キャンペーンで得られた寄付のほとんどには用途の制約が課されている。

資産配分とリスク許容度に関する決定

投資収益率の実績値は、資産クラスによって異なっている。債券の過去10年の平均投資収益率はリーマン・ブラザーズ（LB）総合指数でみて6.2%であり、株式のそれはラッセル2000もしくはS&P株式指数でみて8%超となっている。

表 14 平均年間収益率の比較（2006年6月決算）

	1年	3年	5年	10年
ラッセル 3000	9.6%	12.6%	3.5%	8.5%
S&P 500	8.6%	11.2%	2.5%	8.3%
LB 総合	-0.8%	2.1%	5.0%	6.2%

（出所）NACUBO, 2006 *Endowment Study*, Part1, Table2 より作成。

2006年6月30日12年度終了した1年間の収益を検討すると上記の指棟に示したように株式のリターンは8%超であるのに対して、債券の平均投資収益率は若干マイナスになっている。

大学の資産構成は、各大学の時間的視野やリスク許容度、現代ポートフォリオ理論(modern portfolio theory)の理解によって決まる。資産クラスによって不安定さの変動性(volatility)の水準が異なるし、投資収益率も異なる。代替（オルタナティブ）資産自体の変動性が高いのは事実であるものの、ポートフォリオの他の資産との相関が低いために大学全体のリスク／ボラティリティを低減させることができる。これにより、多くの大学においてポートフォリオの分散が大幅に図られ、リターンを高めリスクを低める結果となった。

歴史的に債券は“安全”と考えられ、大学も通常は基金によって生み出された利子・配当のみを支出にあててきたことから、基金は主に債券に投資されてきた（詳しくは後述）。今日、ほとんどの人々は基金の大部分を債券に投資することが安全もしくは慎重な方法であるとは信じていない。なぜなら、債券投資が基金の実質価値（インフレ調整後）を維持する収益を生み出すことが難しいからである。これに対し、長期では株式や代替資産への投資がより高い収益率を生むため、基金の価値を実質ベースで維持出来る可能性が高まるといえ

²² 設備投資プロジェクトや寄付基金向けの資金など大規模な資本支出に必要な資金を調達することを目的として実施される寄付募集のキャンペーン。

る。

大学の時間的視野は、大学がマーケットの変動を許容できる能力をどうみるかに大きく影響する。ほとんどの人々は、基金が超長期の展望を持つ資産とみなされるべきと決め込んでいる。真性基金（使途制約付資産）は永久に持続することが期待されているため、これらの資金に関する投資戦略は長期の視野に立脚し、仮に短期の変動が非常に高いとしても高い期待収益率の資産に投資することが可能なのである。だが、いつもこの通りになるとは限らない。通常、大学の投資委員会のメンバーには任期があり、自らの任期中に基金を達成することの成長に傾倒するからである。基金が必ずしも最大収益が得られるはずの投資に回されない第二の理由は、多くの大学が基金からの収益で経常予算を下支えしており、基金のダウンサイドリスクを過大に恐れていることによる（この懸念を軽減しようとしている大学の取り組みについては、支出ルールの項目を参照されたい）。

大学は通常、準基金を真性基金と同じように投資するが、大学がそれぞれの準基金に対して異なった資産配分を選択することがある。また、大学が準基金の一部を利用して規模の大きい資本プロジェクト、あるいは新規プロジェクトを検討する場合もある。この場合、名目ベースで基金価値が下がるリスクがあったとしても、準基金の元本部分の一部を早急に流動資産に振り向ける必要が生じる。

基金のリバランス

いったん大学が資産配分を設定すれば、当初の資産配分を維持するために基金のリバランスをどの程度の頻度で行うかを決めなくてはならない。コモンファンドのベンチマーク・スタディによれば、74%の大学が2004-05年に基金のリバランスを実施、72%が2005-06に実施したとそれぞれ回答している（*Commonfund Benchmark Study 07*, p.27）。小規模基金を有する大学よりも大規模基金を有する大学において、より頻繁にリバランスが行われている。バーンスタインによれば、「1960年以降の全体(all moutns)の30%に近い月でS&P 500の銘柄が少なくとも5%は上下している」。リバランスを最適化するには、「リバランスは、定期的な実施よりも利益が費用を上回る時点で実施されるべきである」。（Bernstein, *The Science of Psychology of Rebalancing*, Part 2）リバランスのメリットは、資産構成の目標が動けばより増加する。

ほとんどの大学は、投資方針の一部に少なくともリバランスに関する文言を含めている。リバランスに関して厳しい規律を課している大学がある一方で、年一回もしくは委員会が召集される度に再評価を行い投資方針に定めるレンジに配分比率がとどまっている限り配分に手を付けないとする大学もある。

基金はどのようにして運用されるのか：投資委員会

ほとんどの大学の理事会は、基金の資産を管理するために投資委員会を設置する。理事会の財政委員会、あるいは財政委員会の分科会が投資に関する意思決定を行う場合もあるものの、もっとも一般的な方法は独立した投資委員会を設置することである。コモンファンドの最新の調査によれば大学の投資委員会の平均メンバー数は7.8人であるが、NACUBO

の調査では10名となっている。10億ドル超の基金を有する大学における委員会のメンバー数は10.2人であるのに対し、1,000万ドル未満の基金を有する大学は6.1人である。

(*Commonfund Benchmark Study 2007*: p.62) 通常、委員会のメンバーの半数以上は投資の専門家であり、このうち60%超が代替投資(alternative strategies)の経験を有している。

投資委員会は、通常は理事に加え、補佐的な役割として特定の分野の投資経験を有し大学と何らかのかかわりのある人々で構成される。資産運用業界で活躍している卒業生に補佐的な役割を依頼する大学が多い。投資委員会の役割は、次の通りである。

- 投資方針に基づき、大学のために資産配分を決定する。
- 基金からの現金ニーズ(cash needs)に対する大学側のニーズを踏まえ、これらのペイアウト(pay-out)²³の規模に見合うように投資マネジャーが投資を構成することを管理する。
- 大学が資産運用コンサルタントを必要としているかどうかを決定し、必要な場合はコンサルタントを採用する。
- 大学の資金運用を学内(インハウス)で行うか、外部に委託するかを決定する。
- 資金運用を外部に委託する場合、投資マネジャーと面接し採用する。
- 基金全体ならびに投資マネジャー毎の実績を評価する。
- 適宜必要に応じて大学の支出方針の評価を行い、見直しに関する提言を行う。
- 大学の基金に関して、定期的に理事会に報告を行う。

投資方針

大半の大学は、基金に関係する様々な内容を盛り込んだ投資方針(investment policy)を持っている。

1. すべての関係者の任務を明確にし、任命する。これには投資委員会、資産運用コンサルタント、投資マネジャーが含まれる。
2. あらゆる関係者に対し、投資目標とファンド(fund)の目的に関する周知を図る。
3. ファンド資産の運用管理にあたっての投資期間を設定する。たいていの場合、基金の期間は永久的であり、このことはファンドの投資決定に反映されなければならない。
4. ファンド資産の投資に関する指針や限界を、すべての投資マネジャーに提供する。方針は通常、許容可能なファンド配分の幅(range)を指定する。また、通常、投資してもよい資産の種類もかかっている。そして、多くの場合、一つの資産種類もしくは個別の投資に対しても、どの程度の投資が可能かを指定している。さらに、もしあれば資金のリバランスの戦略とリバランスの頻度が方針に盛り込まれることが多い。
5. 運用実績の評価基準を決定する。そして、投資マネジャー、そしてファンド全体の実績を評価のために用いる指標が記載される。
6. 法で定められた慎重人の基準(prudent standard)に従ったファンド資産の運用が要求される。

²³ 基金からの支出。

基金の運用にかかわる大学スタッフとコンサルタント

コモンファンドの調査によれば、基金に関するあらゆる機能を監督する学内のスタッフの平均数は1.2人である(2007年、p.59)。5億ドル以下の基金を有する大学では1人にも満たない。10億ドル超の基金を有する大学では平均して、投資機能に関連する職務が10人以上あり、この規模の基金を抱える大学の85%では職務の1人して最高投資責任者(Chief Investment Officer; CIO)を置いている(*Commonfund Benchmark Stud 2007*: p.60)。かなり大規模な基金を有する大学は部分的あるいは全額を内部で管理しているがこれはむしろ例外的であろう。

大学の多くは、基金の運用について助言をしてくれるコンサルタントを活用している。大学が採用するコンサルタントには、大学の資金の一部あるいは全てを運用するコンサルタントと全く運用を行わないコンサルタントの二種類がある。投資助言にとどまらず大学の資金を運用するコンサルタントは通常、報酬(fee)を請求しない。なぜなら、資金運用の一部もしくはすべてを投資した中から報酬を得ているからである。一方、資金運用を行わないコンサルタントは管理手数料を徴収する。資金運用を行わないコンサルタントを採用する理由は、運用に関する助言が中立的とみなされることによる。というのも、コンサルタントは投資助言にあたり多くの投資マネジャーおよびあらゆる可能なファンドを考慮、特定のマネジャーを推薦する偏重が生じるはずがないと考えられるためである。コンサルタントの役割は一般に以下のようなものである：

- 投資・支出方針の策定を支援する
- 様々な資産配分からの期待収益を示すモデルを委員会に提供する
- 特定の投資マネジャーの推薦を行う
- 投資マネジャーや基金全体のパフォーマンスを評価する
- 投資委員会に定期的に報告を行う

投資マネジャーの役割

投資マネジャーは、大学の資金を運用する。大学のポートフォリオの投資金額・種類の増大にともない、採用する投資マネジャー数の平均値も増加しつつある。2004財政年度から2006財政年度にかけて、この平均値は1機関あたり12.0から14.6に増加した(*Commonfund Benchmark Study 07*, p.54)。

規模の非常に大きい基金が平均で75社以上の投資マネジャーを採用しているのに対し、1,000万ドル未満の基金では平均で2.1人のマネジャーを採用している。基金規模が5,100万ドル~1億ドルの大学では平均10人の投資マネジャーがいる。

表 15 基金規模別投資マネジャー数：2006 年

基金規模	投資マネジャー／会社の平均数
1,000 万ドル未満	2.1
1,000 万～5,000 万ドル	5.4
5,100 万～1 億ドル	10.0
1 億 100 万～5 億ドル	18.0
5 億 100 万ドル～10 億ドル	40.2
10 億ドル超	75.1
全大学平均	14.6

(出所) *Commonfund Benchmark Study: 07* Figure 6.1, page 54 より作成。

投資マネジャーの選定にあたり、大学は通常かなり厳格な適正評価のプロセスを踏む。この選定プロセスについては、多くの基金がコンサルタントに頼り切っている。コンサルタントは、選択された投資スタイルに関する基準に適合するマネジャー群から選別し、適切な期間における運用実績がもっとも優れている 2、3 人の投資マネジャーとの面談あるいは検討の結果と推薦に関する概要を委員会に提出する。過去の運用実績以外にマネジャーに求める特性は投資委員会により異なっている。たとえば運用年数、担当チームの安定性、企業の安定性、規定された手順の厳守などがあげられる。

通常、投資委員会もしくは分科会は、マネジャーの選出を行う前の段階で推薦リストのマネジャーと面談を行う。例として、ウェイク・フォレスト大学は以下の適性について分析している。

- ・ マネジャーの戦略的能力（例：単一の戦略マネジャーを採用する事はめったにない。）
- ・ 与えられた戦略下での運用実績
- ・ 運用資産残高の適切な水準
- ・ マネジャーによって成功した団体の数

(L. Morrill, “Investment To-Do’s in Today’s Environment”, *Business Officer*, 2005 年 12 月)

投資マネジャーの性格やプレゼンテーションのスタイルも、決定する上で大きな要素となる。投資委員会は、優れた実績があっても横柄さがみられたり、大学の事業を評価していないと思われたりするマネジャーの採用を却下する傾向がある。

基金のモデル

投資委員会は、期待収益率をモデル化するコンサルタントを採用することが多い。コンサルタントは、一般に様々な資産配分の下での期待収益率を委員会に説明する。これによって、委員会は期待収益率のパターンやこれらの収益率を達成する可能性について明確に知ることができる。ほとんどの基金モデルは、各資産クラスの収益率の実績値を使って数百回にわたり試算を行うモンテカルロ法によるシミュレーションをベースとしている。

投資委員会にとって、モデルはあらかじめ設定した目標を達成する可能性を見積る道具で

ある。委員会は通常、モデルに基づき様々な資産クラスの望ましい水準について議論し、それぞれの投資種類資産の変動性について検討を加える。そして、このモデルによって委員会は互いに低い相関関係にある資産種類を混合した場合の結果について確認し理解を深めることが可能になる。さらに、モデルにはインフレ率と基金の支出率が含まれるため、大学は長期的な基金の元本の推移をみることができる。

基金の運用実績に関する評価

投資委員会が行わなくてはならない重要な仕事の一つは、基金の運用実績の評価である。全体評価は通常、基金の運用実績値と資産配分比率を考慮した総合インデックス²⁴を比較する形でなされる。従って、もし70%が株式、30%が債券という資産配分である場合、ラッセル3000インデックスを70%、リーマンブラザース債券指数を30%でそれぞれ加重平均した総合インデックスを利用するのが一つの方法である。多くの大学は、資産配分の実態をより反映すべくもっと複雑な総合インデックスを持っているのではないかと思われる。一方で、このインデックスを単純なものとしたまま、単純化したアセットミックスのパフォーマンスを上回ることを目標に資産配分戦略を策定する大学もみられる。

基金全体の評価の後、投資委員会は通常、資産配分と投資マネジャーの実績を個別に評価する。資産配分の評価を行う際には、一般にピア校（競合校）の資産配分をみた上で、この大学がどのように、そしてなぜ平均と異なる資産配分を選択したのかを理解するプロセスを経る。大学が他大学の平均とは大幅に異なった戦略を追求している場合、平均を上回る実績を収めていれば良い評価を受け一方で、その逆であればとても懐疑的に受け止められることになる。この理由により、ほとんどの基金は同規模の他基金と似通った資産配分からそれることがない。

マネジャーの評価に関しては、大学は通常、それぞれの投資マネジャーを比較するためのインデックスまたは総合インデックスを持っている。一般に、この指標はマネジャーの採用段階で合意されている。マネジャーの運用実績は四半期毎に検証される。投資委員会は毎年、マネジャーの実績に関する評価の見直しと翌年度の見通しについて、マネジャーとミーティングを行う。また、委員会は運用と投資手法の変更についてフォローする。委員会による投資マネジャーの解任は、マネジャーが大学側と合意をみた手法に忠実に従った上で期待していたほど成果が上がらない場合よりも、合意した手続きからの逸脱、もしくは主要人事の変更による理由で解任することの方が多。投資委員会は、マネジャーの入れ替えに動く前にマネジャーに最長3年間、このインデックスに匹敵もしくは上回る実績を収める時間を与えることが多い。

基金の投資収益は何を支援するのか

基金が経常予算を支援する程度は、基金の規模や予算の規模、活用可能なその他の収入源

²⁴ マーケットの動向を表す指標のことをインデックスという。株価を数値化した株価指数や債券価格を数値化したものもある。日本のインデックスの例としては、日経225、TOPIX、NOMURA-BPIなどがあげられる。

によって異なっている。また、時期によって基金からの支出が経常予算全体に占める割合は変動する。コモンファンドの2006年調査によれば、基金からの投資収益が大学の経常予算に占める割合は平均11%、2005年は10%であった。この割合は、5億ドル以上の基金を有する大学の17%から基金規模1,000万ドル未満の大学の4%までかなり幅がある(表16)。

表 16 基金からの支出が経常予算全体に占める割合

基金規模	2004年	2005年
10億ドル～	15%	17%
5億ドル～10億ドル	16%	17%
1億ドル～5億ドル	15%	14%
5,000万ドル～1億ドル	13%	10%
1,000万ドル～5,000万ドル	7%	7%
1,000万ドル未満	3%	4%
合計	11%	10%

(出所) *Commonfund Benchmark Study 06* Figure 3.11 より作成。

アメリカ国内で最大規模の基金を有するハーバード大学では、経常予算の33%が基金からの支出で支えられている。「ハーバードの基金からの支出への依存度は昨今になって増加した。1997財政年度には基金からの支出はハーバードの総収入の21%を占めていたが、2007財政年度は33%であった。金額ベースでみると、基金からの支出額はこの10年間で3倍になった。(http://www.news.harvard.edu/gazette/2007/08.23/99-endowment.html)

大規模基金が小規模基金よりも多額の資金を大学側に供給することは明確である。しかしながら、ランキング上位校における学生一人当りの基金からの利用可能資金の規模は、リベラルアーツカレッジで4万ドルから95万ドル、上位総合大学で5万2千ドルから190万ドルと、大学によって格差がある。これらの追加的な資金源により、資金源の少ない大学に比べて、大学はより多くの資金を学生や教員に提供することができる。これらの追加的な支出は、一般に次のように使われる：

1. 教員の授業負担の軽減
2. 非常勤／パートタイム教員の削減
3. 教員給与の引き上げ
4. 教員の研究に対する援助の充実
5. より多く、より良い施設
6. 学生援助の強化

大学が基金からの収入を何に使うかは、基金の構成、大学の優先課題、そして大学の方針によってさまざまである。使途に制約がある基金からの収入は、その制約に則って活用しなくてはならない。もっとも、ほとんどの場合、基金の使途に関する制約はおおむね大学

の優先課題と整合的であり予算に余裕をもたらすため、大学の支出面に大きな影響を与えることはない。制約の対象となる支出項目が大学の通常の支出項目より金額の面で大きい異なる場合は、基金の資金で賄われ、予算の削減に伴う一般歳出のあらゆる引き下げからも保護される。

大学による基金の扱いは、予算システムによって異なる。大学の多くはマクロレベルで予算編成を行い、あらゆる収入と支出をひとまとめに扱っている。この場合、優先課題を決定し、目標を達成するうえで収入源による制約があるかどうかを見極めることとなる。このような運営方法を採用する大学は一般に、最適な資源配分の達成という観点から目標を最大化しようとする。だが、この方法は各大学院や学部や教員の寄付募集活動に対する熱意をそぐ可能性がある。なぜならば、(基金に受け入れた寄付のうち)利用可能な使途制限のある基金の分だけ、使途に制約のない大学の資金がカットされてしまうからである。大学全体の優先課題を解決するもう一つの方法は、最初に使途に制約のある資金をすべて配分した上で、授業料とその他の経常収入を十分な収入のない活動に充当するという予算システムである。これら二つの予算編成の方法は、寄付募集で寄付の集まりやすい活動向けの、使途に制約のある資金の影響を弱める効果を持つ。

その他の予算編成方法としては、大学の経常資金を比較的公平に配分した上で、基金からの使途制約付き資金を指定された使途への追加的な資金として考慮するという方式がある。ただし、仮に大規模な使途制約付き基金が存在すると、この方法は特定の大学院や学部あるいは活動の中で財務基盤の大きな格差を生み出すことになる。基金からの支出の経常予算に占める割合が比較的小さい大学では大きな違いが生じないものの、大規模基金を有する大学では非常に大きな影響が生じかねない。

いくつかの大学は「独立採算制」を採用している。この方式では、各学部(school)は自分で維持することが求められる；すなわち、使途制限付き寄付が学部毎に配分されるだけでなく、学部が生み出す授業料も配分されるのである。ハーバードではこの方式で運営がなされており、ハーバード内部の学部間で裕福さに大きな差が生じている。これらの違いは、大学の運営全般に明確に現れており、特に施設面の格差となって現れる。

予算が減少する際に、使途制限付きの基金からの収入を持つ学科(department)は、自らの資金源を持っているという意味では通常この影響から守られる。予算の減少が政府による助成および／もしくは授業料収入の落ち込みによるものであれば有効であろう。しかし、2000年初頭に起こったような基金からの収入が縮小した場合、使途制限付きの基金からの収入に対する依存度が相対的に極めて高い領域に関しては大規模な削減を余儀なくされる可能性がある。

基金の支出方針と支出に関する検討

ほとんどの大学は、投資委員会と理事会によって策定、承認された基金の支出方針を持っている。

表 17 基金の支出方針

投資収益を全て経常予算に支出	3%
過去年度の基金残高の一定割合を経常予算に支出	
12 四半期平均	23%
3 年平均	38%
その他	14%
毎年度その都度決定	9%
上限と下限を設け前年度の支出実績にインフレスライドを適用	3%
その他	10%

(出所) *Commonfund Benchmark Study 06* Figure 3.11 より作成。

もっとも一般的な支出方針は、前年度あるいは数年度分の基金残高に対する一定割合を支出する方法である。ベースとなる基金残高については直近 12 四半期から直近 3 年間、過去 5 年から 10 年の残高など様々なパターンはあるものの、アメリカの大学の 75%はこのルールを採用している。過去数年間の残高平均値を使用するのは、マーケットに起因する基金の変動をならすためである。9%の大学はこの支出にあてる割合を毎年度そのつど決定し、3%の大学は前年度の支出額にインフレ調整を施している。また、これらの大学の多くが、支出額を基金の一定割合の範囲内に収めることと定めている。基金規模が 10 億ドル超の大学の 13%が、この支出ルールを採用している。10%の大学は、その他の支出方針に基づいて管理している。それらの中には、比較的複雑な複合型の手法で支出比率を決定するイエール大学やスタンフォード大学が含まれる。

歴史的には、その年度に得られた投資収益を全て基金から経常予算に支出するというのが最も人気のある支出方針であった。この支出方針の下で運営される基金では、債券と高配当の株式に偏った資産配分となる。それが、フォード財団による 1968-69 年の基金運用に関する調査のきっかけとなった。報告は、より進歩的な基金運用を提唱した。コーリーとブライトによる 1969 年のフォード財団の報告書は、大学は基金運用の実現キャピタルゲインを利用できないという間違っただけの思い込みをしていると主張した。この報告書は、基金運用の利子・配当のみならず増益(*appreciation*)も支出することに正当性を持たせるきっかけとなった。

コモンファンドによる 2006 財政年度の調査によると、大学の基金からの平均支出率は 4.5%であった。支出率に従って基金から支出された資金のほかに、15%の大学は基金より特別補助を行っていた (*Commonfund Benchmark Study 07*, p.74)。特別補助は基金の 2.6%を占める。特別補助を使う最も多くみられる理由は、資本キャンペーンと恒常的寄付 (アニュアル・ファンド)²⁵双方の寄付募集に係る費用の補填、アドミニストレーション費用の回収、ならびに主だった設備改善費用の補填である。

²⁵ ダイレクトメールや対人勧誘等を通じて大学等が年次ベースで実施する、組織だった寄付募集の活動。アニュアル・ギビングとも呼ばれる。

UMIFA と UPMIFA

フォード財団による報告書に加え、支出方針の変革は Uniform Management of Institutional Funds Act (UMIFA ; 公益団体のファンド管理に関する統一州法) と、Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act (UPMIFA ; 公益団体の慎重な(prudent)ファンド管理に関する統一州法) の可決の影響を大きく受けている。各州においてこれら両方の法案が可決される必要があり、各州が法案を若干修正することも可能であるものの、それぞれの法案には原型がある。アメリカでは、これは州に与えられた権限の領域であり、連邦政府の立ち入る領域ではない。

「基金資産の投資を根拠付けることを目的としたモデル、UMIFA は約 30 年前に 47 州とコロンビア特別区 (ワシントン D.C) でそれぞれ立法化された。もっとも画期的だったのは寄付拠出累計額 (historic dollar value)²⁶ の概念であり、それは理事会を投資収益の利子・配当しか支出できないという足かせから解放する事を意図していた。この制約は投資活動に重大かつ破壊的な歪みをもたらし、大学にとって何百万ドルもの損失の原因となっていた。もしそのまま継続していたならば、現在では何十億ドルものキャピタルゲインが失われていたであろう。」 (Dennis Hannon, *Journal of Investing*, Fall 2003, p.11 より引用)

UMIFA の発展型が UPMIFA である。UPMIFA は、以下を提供する：

- ・ 基金からの支出に関する寄付拠出累計額の制限を撤廃 (いわゆる「水面下ファンドルール」 (underwater fund rule))。
- ・ 法律の適用対象を、非営利団体から信託や政府系機関、慈善目的のあらゆる団体に拡大。
- ・ 分散投資や資産のプール、トータルリターンに基づく投資、および全体のポートフォリオ管理を通じた現代ポートフォリオ理論を包括的に適用。
- ・ 基金の支出が基金残高の 7% を超えた場合に州政府が慎重な行動でないとみなすことができるという附則を通して、世代間の公平性 (intergenerational equity)²⁷ の概念を支持。

(出所) *Commonfund Commentary*, 2007

UPMIFA はすでに 12 の州で立法化されており、他の州ではその準備が進んでいる。非営利団体の理事会は、本法律によって基金の資産の管理と支出をより柔軟に行うことができるようになる。UPMIFA は、この柔軟性をもたらすだけでなく、法律に「慎重さ(prudent)」という言葉が追加されているように、様々な理事会に策定されたガイドラインに立脚し各団体の資金管理を慎重に行う義務を課している。一方で、理事会は「水面下 (underwater)」

²⁶ 運用実績やインフレ、その他の要素を一切除外し、基金の創設から現在に至る基金への寄付拠出額のみを累計した金額。

²⁷ 「現在在学中の学生と今後入学するであろう学生との間で公平性を保つ」という考え方。世代間の公平性と大学の永続性については、片山英治、小林雅之、両角亜希子「わが国の大学の財務基盤強化に向けてー研究序説ー」『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』No.01、東京大学大学総合教育研究センター、2007年3月を参照。

状態にある使途制約付き基金からの支出を継続することが認められている。水面下とは、投資収益が原因で元本価値が寄付の帳簿価額を下回っている状態を意味する。UMIFA の下では、大学はこのような状態にある基金から支出することができなかった。コモンファンドの 2007 年調査によれば、2004 財政年度の時点で調査対象の大学の 44% が元本割れの基金を何かしら所持していたが、市場の回復を受けて 2006 財政年度には 28% に減少した (Commonfund Benchmark Study 07, p.44)。

UPMIFA も世代間の公平性の概念を採り入れ、7% を上回る支出率は無分別な行動であると前提している。7% という数値は任意におかれており、インフレや市場環境に対応したものではない。いくつかの州では代わりに、基金からの無分別な支出に関する公式なガイドラインを適用するかもしれない。結局のところ、UPMIFA がもたらした大きな進歩は、大学が支出を行う 60 日前までに司法長官に届け出れば 20 年超経過した小規模資金 (25,000 ドル未満) に係る制約を撤廃することが可能になったことであろう。

あなたの基金から、大学はどの程度の金額を支出すべきか

基金からの支出額を決める際に、ほとんどの大学は世代間の公平性の維持という観点を考慮する。このことは、基金が大学に提供する今年の支援額を将来の支援額と実質ベースで等しくする、と解釈できる。これを達成するために、ほとんどの大学は長期のインフレ率と基金からの長期の期待収益率に関する推計を行う。そこから得られた情報を基に、毎年基金からどれだけ支出できるかを算出し、将来の世代のために現在の基金の購買力を維持する。

$$\text{基金からの支出率} = \text{基金の投資収益率} - \text{インフレ率} - \text{投資経費}$$

支出率の数値が大学の許容する水準よりも低い場合は、長期でより高い収益率の可能性を持つ資産配分に変更することを検討したりする。

近年になって、予想される基金への新規寄付の流入が考慮されていないという理由で、基金の支出率の設定が低すぎるといった議論が巻き起こっている。大部分の人々は、暗黙のうちに基金元本が実質ベースで将来も変わらないという前提の下で投資収益率を算出している。過去の歴史はこの想定が正しくないことを示しており、大学が基金の支出方針と基金を活用して実際に何を達成しようとしているのかが問題なのである。基金へのすべての追加分を将来の世代のためだけのものと見るか、それとも異なった方法で経常予算を支援する、という見方を維持すべきなのだろうか。コモンファンドの最高投資責任者 (CIO) である Verne Sedlecek は次のように主張している。「経常予算への毎年の基金支出額は、基金への新規寄付によって賄われない新規の計画を調整したベースでみてほぼ毎年同じ割合であるべきだ。」 (Sedlecek and Clark, *Commonfund*, December 2003, p.4)

基金向けの寄付は、現在進行中の活動を支援する目的のものとして新規プロジェクトを支援する目的のものに二種類に分けられる。たとえば、学生援助を支援する寄付は前者、新規の研究施設あるいは新規の教学プログラムを支援する寄付は後者にそれぞれあてはまる。大

学は、支出方針を策定する際に新規寄付によって基金元本が増大する可能性が高いということを検討すべきではないだろうか。また、方針の策定にあたり世代間の公平性の優先順位が高いのであれば、なぜ将来入学するであろう学生たちが基金によって今在学している学生たちより手厚い支援を受けられるべきなのだろうか。

「弱気市場により、教育機関の基金の支出方針に関する一般的な考え方に欠陥があることが露呈した。広く用いられてきた、基金残高の3年移動平均値の5%を支出するという手法は大学からみて棚ぼたの収入を生み出したが、自由に支出するという能力はもちろん、1990年代中盤から後半にかけての強烈的強気市場等の良好な状況が組み合わさった、一度限りの卓越した結果にすぎない。

仮に基金の支出率が5%から始まり、毎年の増加が膨張した資産価値をベースとするものでなくインフレ率（消費者物価指数、あるいは高等教育価格指数のいずれか）をベースとするものであったならば、支出はより持続可能だったはずである。しかし、今では資産価値の3年移動平均値の5%という方針が基金の支出超過をもたらし、世代間の公平性の概念を脅かすことが明確になりつつある。永年にわたる良好な株式市場のパフォーマンスにもかかわらず、多くの大学は既に危機感を募らせており、同時に基金の実質支出の減少に直面している。したがって、将来のためになるように、大学は現在の環境が創出した歪みに真正面から取組まなくてはならない。」(Sedlacek and Clark, *Commonfund*, December 2003, p.1)

さらに、基金の支出率に関しては通常、現在の基金元本を永劫に維持し損なう可能性が非常に低い率に設定してある。仮に世代間のバランスをより求めるのであれば、実質価値の維持という観点から失敗確率が50%に近い支出率を選択することになる。一方、基金の実質価値の保全を極力図り、現在の世代の利益よりも将来の世代の利益を優先するのであれば、基金向けの追加的な寄付の可能性を除外することとなろう。

資産配分の検討要素の一つとしての負債

大学は、資産配分を決定する際に負債構造を考慮する必要がある。施設の改善を図る上で、内部資金、すなわち用途に制約のない資金や経常予算の剰余金を使って支出するか、それとも負債で外部から資金調達を行うかについての検討が必要である。非営利団体として、大学は非課税で借入を起こせる地方債市場にアクセス可能である²⁸。また、大学は資本に内部資金を投下することと内部資金を投資し借入を起こすことの双方について、メリットとデメリットを検証しなくてはならない。用途に制約のない資金に対して、もしくは負債の返済にあてる経常予算のキャパシティに対し相対的に多額の負債を抱える大学はこのような決定をする余力を持たないかも知れないものの、多くの大学は現在の水準よりも多くの

²⁸ 米国では、州・地方政府のみならず学校区や特別区・州立大学等も地方債を発行することが可能である。発行は州法等に基づいて行われ、これらの主体が自ら発行する場合もあれば債券の発行等を目的として設立されるエージェンシーが発行する場合もある。私立学校についても債券発行は可能であるものの公的主体ではないため、資金用途が教育関連施設等である場合に限り地方債の一種である「501(c)(3)条項適格債」と呼ばれる免税債を借入代替機関であるエージェンシーを経由して発行することが可能となっている。地方債の多くは、投資家が受け取る利子に係る連邦税が原則として非課税という優遇措置が適用される「免税債」となっている。

負債を発行することができる。

負債による資本向け資金調達の根拠は、大学が低金利で免税市場で借入を起し、(課税市場を含む)あらゆる市場に投資することができる点にある。リスクを嫌う理事会ならば、免税債で長期借入を行う一方で、資本計画に投入したであろう現金を課税債に投資する形でマッチングさせればよい。課税債の運用で得られる利子を債務の利払いに充当しても、金利差により正のキャッシュフローが残る。もっとも、ほとんどの大学はそのような保守的なアプローチを採用せず、基金と同様の資産配分で資金を投資するであろう。

(負債の発行は)新しい建物の建築資金を寄付で調達する際に訴求しやすいことが多いため、その実施方法をたずねる大学もある。今では、大学が新しい施設の“ため”というよりも“支援”という名目で寄付募集を行うことが多い。すると、大学は受け入れた寄付を基金に入れ、用途を新規施設の支援に限定することが可能になる。これは、施設の維持および将来の改装費用を支払うためのみならず、施設の債務の返済にあてるためと解釈することができる。負債による調達資金で施設を建てても、寄付が施設の建築費用にあてられた場合、大学が大口寄付者の名前を施設に冠したりあらゆる類の顕彰を行ったりすることを妨げるものではない。

現時点での消費 対 貯蓄

理事会は、将来への備えを何で行うのが最良か、すなわち現時点での消費か貯蓄かを検討すべきである。Paul Jansen は、次のように主張する。「魅力的な社会的投資の選択肢が目の前に“存在する”ことにより、資金の実質機会費用を反映するために将来の支出や便益を割り引くことを余儀なくされている。」(*Higher Ed Finance Forum 2006*, p.13-14) 理事会が定期的に検討すべき課題は、現時点での消費が将来に及ぼす影響である。今この時点で支出を増やすことで、大学は将来より強くなるのだろうか。

たとえば、スタンフォード大学は1970年代中盤に政府が間接費用の還付率を大幅に削減した際に、基金の支出率を大幅に引き上げた。スタンフォード大学の理事たちは、政府による削減分だけ経常予算を縮小することよりも基金の支出率の引き上げを選んだわけである。1990年代初頭、ガウチャー大学は様々な分野での大規模投資を促す戦略的計画を策定した。理事会は、3年間にわたり8%超という基金からの大幅な支出率の引き上げに関する計画に不本意ながらも合意した。大学の強化のために現時点で投資するという決定は、時間の経過を経て賢明な決断として立証され、大学を大幅な強化と繁栄に導く結果となった。現在に投資する価値か、それとも長期にわたって貯蓄かという議論は理事会であまり行われなかった。あまりにも多くの場合、基金は、神聖なものとして扱われてきたからである。

「現在それほど支出の必要な機会がない、または将来緊急度の高いニーズを抱えている大学が貯蓄をすることは理にかなっている。しかし、そうでない場合は現時点での戦略的支出に重きを置くことはより説得力がある。世代間で偏りが無いものと仮定すると、理事たちは不確実性下での公平性を踏まえた基金の支出ルールを策定すべきである。」(*Higher Education Finance Forum 2006*, p.16)

Riggs と Warner (*Trusteeship*, August, 2005) は、「保守的な基金の支出ルールに固執するのではなく、理事たちは質の問題や戦略的機会、正真正銘の緊急事態に対応すべくルールに定めた金額を上回る支出を覚悟すべきである」と述べている。善管注意義務(*prudent person rule*)が、アメリカの理事会による基金からの支出を抑制しているといえるだろう。

結論

基金は大学にとって非常に有用な存在である。アメリカのもっとも優れた大学がおしなべて大規模な基金を有している。基金は、授業料・手数料や政府からの助成、恒常的寄付（*Annual Gift*）以外の収入源となる。基金からの投資収益は大学の予算を支援するために用いられ、投資収益がなければできなかった、大学のより高度な運営を可能にする。

基金のために寄付募集を行うことの難しさ以上に、大学にとって基金の管理は大きな課題である。大学は、基金の資金をどう投資し管理するかについて考えなければならない。アメリカの大学は、基金の適正な運用方法について大きな変革を経験してきた。1970年以前は、ほとんどの大学が基金の名目価値を損失するリスクのない債券に投資してきた。しかし、この投資手法ではインフレにより基金の実質価値が目減りを招き、より収益性の高い他の資産クラスへの投資で基金が成長する絶好の機会を逸していると、見識のある考え方が大学を説得した。基金は多種多様な資産への投資を開始し、21世紀に入って進化しつつある。今日では、ほとんどの基金が現代ポートフォリオ理論の考え方を運用に適用し、専門の投資マネジャーと投資顧問を採用している。

基金資金の運用に関する課題に加え、現在の大学を支援するために適切な基金の支出額はいくらであり、どのようにして算出されるべきなのかについて、多くの考証が行われている。そこでは、現在の世代の学生たち、そして将来の世代の学生たちのための基金からの支援に配慮がなされている。

本論文は、アメリカにおける基金に関する基本的な課題の多くを網羅するとともに、その運営管理に関する考え方の発展を紹介してきた。この論文が、日本の大学が基金の運用管理方法を見直す際の一助となることを願っている。

付表

付録 A- 表 1

学生一人当り基金残高と US ニュースの上位私立総合大学ランキングの関連性 (2006 年)

私立大学名	フルタイム換算 (FTE)学生一人当 り基金残高	FTE 学生 一人当り基 金ランク	US ニュ ース誌ラ ンク
ロックフェラー大学 (ニューヨーク、ニューヨーク州)	\$8,859,770	1	ランクなし
プリンストン大学 (プリンストン、ニュージャージー州)	\$1,926,015	2	1
イエール大学 (ニューヘイブン、コネチカット州)	\$1,589,299	3	3
ハーバード大学 (ケンブリッジ、マサチューセッツ州)	\$1,365,172	4	2
スタンフォード大学 (スタンフォード、カリフォルニア州)	\$938,415	5	4
マサチューセッツ工科大学 (ケンブリッジ、マサチューセッツ州)	\$837,812	6	4
ライス大学 (ヒューストン、テキサス州)	\$795,107	7	17
カリフォルニア工科大学 (パサディナ、カリフォルニア州)	\$728,871	8	4
ダートマス大学 (ハノーバー、ニューハンプシャー州)	\$543,905	9	9
エモリー大学 (アトランタ、ジョージア州)	\$420,954	10	18
ワシントン大学セントルイス (セントルイス、モンタナ州)	\$401,813	11	12
シカゴ大学 (シカゴ、イリノイ州)	\$394,409	12	9
ノートルダム大学 (ノートルダム、インディアナ州)	\$392,691	13	20
デューク大学 (ダラム、ノースカロライナ州)	\$328,612	14	8
ノースウェスタン大学 (エバンストン、イリノイ州)	\$320,690	15	14
コロビア大学(ニューヨーク、ニューヨーク州)	\$297,933	16	9
ブラウン大学 (プロビデンス、ロードアイランド州)	\$270,154	17	15
バンダービルト大学 (ナッシュビル、テネシー州)	\$265,728	18	18
ペンシルバニア大学 (フィラデルフィア、ペンシルバニア州)	\$252,029	19	7
タルサ大学 (タルサ、オクラホマ州)	\$220,686	20	ランクなし
イエシーバ大学 (ニューヨーク、ニューヨーク州)	\$220,566	21	33
コーネル大学 (イサカ、ニューヨーク州)	\$220,323	22	12
ロチェスター大学 (ロチェスター、ニューヨーク州)	\$195,219	23	28
ジョンズ・ホプキンス大学 (ボルチモア、メリーランド州)	\$172,786	24	16
ウェイク・フォレスト大学 (ウインストン・セーラム、ノースカロライナ州)	\$158,878	25	25
リーハイ大学 (ベスレヘム、ペンシルバニア州)	\$157,181	26	27
タフツ大学 (メッドフォード、マサチューセッツ州)	\$132,629	27	23
テキサス・クリスチャン大学 (フォートワース、テキサス州)	\$130,185	28	ランクなし
サザン・メソヂスト大学 (ダラス、テキサス州)	\$122,890	29	ランクなし
ブランダイス大学 (ウォルサム、マサチューセッツ州)	\$120,761	30	26
ボストン・カレッジ (チェストナット・ヒル、マサチューセッツ州)	\$111,720	31	28
レンセラー工科大学 (トロイ、ニューヨーク州)	\$110,322	32	32

カーネギー・メロン大学 (ピッツバーグ、ペンシルバニア州)	\$103,913	33	21
南カリフォルニア大学 (ロサンゼルス、カリフォルニア州)	\$101,652	34	23
ウオーセスター工科大学 (ウオーセスター、マサチューセッツ州)	\$101,294	35	ランクなし
クレアモント大学院大学 (クレアモント、カリフォルニア州)	\$98,170	36	ランクなし
ペパーダイン大学 (マリブ、カリフォルニア州)	\$90,247	37	ランクなし
クラーク大学 (ウオーセスター、マサチューセッツ州)	\$82,818	38	ランクなし
セントルイス大学/本キャンパス (セントルイス、モンタナ州)	\$74,124	39	ランクなし
チューレーン大学ルイジアナ (ニューオリンズ、ルイジアナ州)	\$70,831	40	33
ジョージタウン大学 (ワシントン D.C)	\$65,683	41	22
ロマ・リンダ大学 (ロマ・リンダ、カリフォルニア州)	\$65,113	42	ランクなし
ベイラー大学 (ワコー、テキサス州)	\$64,476	43	ランクなし
シラキュース大学 (シラキュース、ニューヨーク州)	\$53,620	44	35
ニューヨーク大学 (ニューヨーク、ニューヨーク州)	\$53,073	45	28
ジョージ・ワシントン大学 (ワシントン D.C)	\$52,321	46	35

(出所)「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」ランキング、フルタイム換算(FTE)学生数は IPEDS、基金データは NACUBO、チューレーン大学 (2004-05 財政年度) を除き、2005-06 財政年度のデータによる。

付録 A- 表 2

学生一人当り基金残高と US ニュース誌上位私立全米リベラルアーツカレッジランキングの関連性 (2006 年)

私立リベラルアーツカレッジ名	フルタイム換算 (FTE)学生一人当り基金残高	FTE 学生一人当り基金ランク	US ニュース誌ランク
ポモナ大学 (クレアモント、カリフォルニア州)	\$950,563	1	7
グリーンネル大学 (グリーンネル、アイオワ州)	\$945,889	2	14
スワーズモア大学 (スワーズモア、ペンシルバニア州)	\$844,831	3	3
アマーフト大学 (アマーフト、マサチューセッツ州)	\$829,502	4	2
ウィリアムズ大学 (ウィリアムズタウン、マサチューセッツ州)	\$705,662	5	1
ウェルズリー大学 (ウェルズリー、マサチューセッツ州)	\$626,624	6	4
ウォバッシュ大学 (クラウフォーズビル、インディアナ州)	\$416,341	7	51
ボードイン大学 (ブランズウィック、メイン州)	\$404,898	8	7
ハーバフォード大学 (ハーバフォード、ペンシルバニア州)	\$387,785	9	9
スミス大学 (ノーザンプトン、マサチューセッツ州)	\$378,759	10	19
プリン・マウワー大学 (プリン・マウワー、ペンシルバニア州)	\$352,002	11	21
リッチモンド大学 (リッチモンド、バージニア州)	\$347,393	12	34
クレアモント・マッケンナ大学 (クレアモント、カリフォルニア州)	\$327,526	13	12
ハミルトン大学 (クリントン、ニューヨーク州)	\$326,253	14	17

東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー

ミドルバリー大学 (ミドルバリー、バーモント州)	\$321,593	15	5
バツサー大学 (プーキープシー、ニューヨーク州)	\$316,541	16	12
マカレスター大学 (セント・ポール、ミネソタ州)	\$313,449	17	24
ハーベイ・マッド大学 (クレアモント、カリフォルニア州)	\$309,597	18	14
カールトン大学 (ノースフィールド、ミネソタ州)	\$295,431	19	6
ラフィエット大学 (イーストン、ペンシルバニア州)	\$281,499	20	31
ワシントン・アンド・リー大学 (レキシントン、バージニア州)	\$269,746	21	17
コルビー大学 (ウォータービル、メイン州)	\$257,626	22	20
スクリプツ大学 (クレアモント、カリフォルニア州)	\$254,548	23	26
デビッドソン大学 (デビッドソン、ノースカロライナ州)	\$250,548	23	10
オベリン大学 (オベリン、オハイオ州)	\$247,705	24	22
マウント・フォリオーク大学 (サウス・ハドレイ、マサチューセッツ州)	\$245,208	25	24
コロラド大学 (コロラド・スプリングス、コロラド州)	\$231,627	26	26
デニソン大学 (グランビル、オハイオ州)	\$229,518	27	48
ホイトマン大学 (ワラ・ワラ、ワシントン州)	\$228,573	28	36
デピュー大学 (グリーンキャッスル、イリノイ州)	\$206,757	29	48
ウェスリアン大学 (ミドルタウン、コネチカット州)	\$204,542	30	10
コルゲート大学 (ハミルトン、ニューヨーク州)	\$201,855	31	16
ホーリー・クロス大学 (ウォーセスター、マサチューセッツ州)	\$194,618	32	32
サウス大学 (セワネー、テネシー州)	\$179,467	33	34
オクシデンタル大学 (ロサンゼルス、カリフォルニア州)	\$173,427	34	36
ファーマン大学 (グリーンビル、サウスカロライナ州)	\$164,718	35	41
フランクリン・アンド・マーシャル大学 (ランカスター、ペンシルバニア州)	\$160,859	36	41
センター大学 (ダンビル、ケンタッキー州)	\$156,335	37	44
ローズ大学 (メンフィス、テネシー州)	\$147,001	38	45
ユニオン大学 (シェネクタディー、ニューヨーク州)	\$141,956	39	40
バックネル大学 (ルイズバーグ、ペンシルバニア州)	\$141,864	40	29
ベイツ大学 (ルイストン、メイン州)	\$137,955	41	23
コネチカット大学 (ニュー・ロンドン、コネチカット州)	\$104,496	49	39
ディキンソン大学 (カーライル、ペンシルバニア州)	\$104,078	50	41
ケニオン大学 (ガンビア、オハイオ州)	\$99,937	53	32
ゲティスバーグ大学 (ゲティスバーグ、ペンシルバニア州)	\$94,050	55	45
スキッドモア大学 (サラトガスプリングス、ニューヨーク州)	\$84,590	58	48
バーナード大学 (ニューヨーク、ニューヨーク州)	\$74,854	62	26
サラ・ローレンス大学 (ブロンクスビル、ニューヨーク州)	\$40,246	91	45
バード大学 (アナデル・オン・ハドソン、ニューヨーク州)			36
トリニティ大学 (ハートフォード、コネチカット州)			30

(出所)「US ニュース・アンド・ワールド・レポート」ランキング、フルタイム換算学生数は IPEDS、基金データは NACUBO。すべて 2005-06 財政年度のデータによる。

参考文献

- Academy for Educational Development, “Improving Endowment Management”, *Association of Governing Boards Special Report*, 1985
- Association of Governing Boards, “When Should an Institution Spend Endowment Earnings on Short-Term Needs?” *Trusteeship*, Mar-Apr 1995
- Basch, Donald L.: Basch, James D., “Should Endowment Spending Rates Increase?”, *Planning for Higher Education*, v29 n4 p16-24 Sum 2001
- Bernstein Global Wealth Management, “The Science and Psychology of Rebalancing ; A Conversation with Marc C. Stern”, Bernstein Global Wealth Management, 6/18/2004
(<https://www.bernstein.com/public/story.aspx?cid=2579&nid=184&pid=1>)
- Botststein, Leon, “Institutional Obligations in an Age of Wealth”, Association of Governing Boards of Universities and Colleges, *Trusteeship* v15 n1 Jan-Feb 2007
- Brown, Roberta D., “Spending Philosophy: The Flip Side of Endowment Management”, *Association of Governing Boards Reports*, May-Jun 1988
- Carnegie Commission Report, “The More Effective Use of Resources: An Imperative for Higher Education”, 1972
- Cary, William, Bright, Craig, “The Law and the Lore of Endowment Funds”, Report to the Ford Foundation, *The Educational Endowment Series*, 1969
- Cary, William, Bright, Craig, “Developing Law of Endowment Funds: ‘The Law and the Lore of Endowment Funds’ Revisited”, Report to the Ford Foundation, *The Educational Endowment Series*, 1974
- Commonfund Benchmark Study : Education Endowment Report 06-*, Commonfund Institute, February, 2006
- Commonfund Benchmark Study : Education Endowment Report 07-*, Commonfund Institute, February, 2007
- Commonfund Institute, “Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act”, February, 2007
- Commonfund Institute, “Uniform Prudent Management Act proposes major changes in investment standards for nonprofits”, *Commonfund Commentary*
(http://www.commonfund.org/Commonfund/Archive/CIO+Commentary/UPMIFA_commentary.htm)
- Ellis, R.L., “Managing the Endowment”, *Association of Governing Boards of Universities and Colleges Reports*, pp. 11-15, March/April 1975
- Ford Foundation, “Managing Educational Endowments” *Report to the Ford Foundation Advisory Committee on Endowment Management*, 1969
- Ford Foundation Annual Report 1969*, Ford Foundation, New York
- Gose, Ben, “The Boom in Alternative Investments”, *Chronicle for Higher Education*, June 2, 2006
- Harvard Gazette*, August 23, 2007
(<http://www.news.harvard.edu/gazette/2007/08.23/99-endowment.html>)

- Hannon, Dennis, “The Looming Crisis in Endowment Spending”, *Journal of Investing*, Fall 2003, Vol. 12, Issue 3
- Ibbotson, Roger, Kaplan, Paul “Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, 100 Percent of Performance?” in *Financial Analysts Journal* Jan/Feb 2000
- Ibbotson, Roger with Sinquefeld, Rex, *Stocks Bonds Bills and Inflation*, Ibbotson Associates, March, 2007
- Investorwords.com (http://www.investorwords.com/4353/Russell_2000.html)
(http://www.investorwords.com/4378/SP_500.html)
- Jansen, Paul, “Rethinking Endowment Payout in Higher Education”, in *Education Finance Forum 2006* published by NACUBO and the Forum on the Future of Higher Education, 2006, pp. 11-18
- Kaufman, Roger T. and Geoffrey Woglom, “Modifying Endowment Spending Rules: Is it the Cure for Overspending?”, *Journal of Education Finance*, v31 n2, p146-171, Fall 2005
- Lord, Mimi, “Experts on Endowment: Coverage of NACUBO’s 2003 Endowment Forum,” *Business Officer*, March, 2003
- Massey, William, “Introduction”: in *Education Finance Forum 2006*, published by NACUBO and the Forum on the Future of Higher Education, 2006, pp. 5-10
- Mehrling, Perry, Goldstein, Paul and Sedlacek, Verne, “Appendix: Endowment Spending”, in *Education Finance Forum 2006*, published by NACUBO and the Forum on the Future of Higher Education, 2006, pp. 27-32
- Mehrling, Perry, “A Robust Spending Rule: The $\alpha - \beta$ Approach”, The Commonfund Institute, 2003
- Morrell, Louis R., “Investment To-Do’s in Today’s Environment”, *Business Officer*, December, 2005
- Morrell, Louis R., “Setting an Endowment Spending Rate”, *Trusteeship*, Mar-Apr 1995
- Murrau, Roger F., “Making the Most of Your Endowment”, *AGB Reports*, July/August 1976
- NACUBO Endowment Study: 2006*, National Association of College and University Business Officers, 2007
- National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, “Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act”, Annual Meeting in South Carolina, July, 2006, October 10, 2006
- Nicklin, Julie L., “A College with a Small Endowment Moves Away from Cautious Investments”, *Chronicle of Higher Education*, v43 n30 pA31-A32, Apr 4 1997
- Oster, Sharon M., “Is There a Dark Side to Endowment Growth?”, *New Directions for Institutional Research*, n119 p81-90, Fall 2003
- Peter, William, “Funds for the Future”, in *Twentieth Century Fund Task Force on University Endowment Policy*, 1975
- Riggs, Henry, “Building and Using Endowment: Some Unwise Practices”, in *Education Finance Forum 2006*, published by NACUBO and the Forum on the Future of Higher Education: 2006 pp. 19-22

Riggs, Henry; Warner, Timothy, “Is Intergenerational Equity Inequitably Conservative?”, *Trusteeship*, July/August 2005

Rogers, Fred and Glenn Strehle, “Sources of Endowment Growth at Colleges and Universities”, The CommonFund Institute, April, 2006

Sedlacek, Verne O. and Sarah E. Clark, “Why Do We Feel So Poor? How the Overspending of the '90s Has Created a Crisis in Higher Education”, The Commonfund Institute, December 2003

Simmons, Terry L., "The Uniform Management of Institutional Funds Act and its Meaning for Colleges and Universities", *Association of Governing Boards of Universities and Colleges' Public Policy Paper Series*, 2003

Spitz, William, “Challenging the Conventional Wisdom on Endowment Risk”, *Business Officer*, March 2001

U. S. News and World Reports, *America's Best Colleges 2007 Rankings*

Warner, Timothy, “Intergenerational Equity?”, in *Education Finance Forum 2006*, published by NACUBO and the Forum on the Future of Higher Education: 2006 pp. 23-26

東大－野村大学経営ディスカッションペーパー No. 03

2007年11月発行

発行：東京大学 大学総合教育研究センター

東京都文京区本郷7-3-1

著者に無断で本ペーパーの転写・複製等を行うことを禁じます。