

大学経営政策研究

第1号（2011年3月発行）：185-202

基本財産の長期的成長

—アメリカの大学を例としての30年間（1977年～2007年）—

長 野 公 則

基本財産の長期的成長

—アメリカの大学を例としての30年間（1977年～2007年）—

長野 公則*

Long Term Growth of American College and University Endowments for 30 Years from 1977 to 2007

Kiminori NAGANO

Abstract

Endowments for American colleges and universities have shown steady growth for 30 years from 1977 to 2007. This study analyzes the long-term growth of endowments in 90 colleges and universities in New England comparing with the relevant consumer price index and different types of institution.

The growth rate of endowments across the types is higher than the consumer price index for every 5-year period except the first that is 1977 to 1982. The growth of endowments for major private universities and national liberal arts colleges is sometimes lower than that of other types of institutions such as land-grant universities and regional Catholic colleges. Over 30 years, the annual growth rate of the Yale endowment has continuously resembled that of the New York Stock Exchange index rather than that of the 10-year Treasury bond.

はじめに

1. 目的

2010年2月にアメリカ連邦議会のシンクタンクであるGAO (United States Government Accountability Office 合衆国政府アカウンタビリティオフィス。以下GAO)¹が出した調査報告書 Report to Congressional Committees²は、基本財産³の成長について以下のように述べている。

「インフレ調整済みのアメリカの大学の基本財産規模を全アメリカで見ると、1989年度の1,000億ドルから2007年度末に4,320億ドルに成長。2008年には4,180億ドルに減少した。Case studyの対象10校のうち8校が1989年度から2009年度の実績を持っており、2007年度から2009年度では27%

* 東京大学大学院教育学研究科 博士課程

減少したものの、1989年度から2009年度では、インフレ調整済みで年平均6.2%の率で成長している。」⁴

このGAOの報告書は、2010年2月に提出されたもので、調査の実施時期は、2009年6月から2010年2月である。10大学のインタビューを含むケーススタディを実施し、その各大学の年次財務報告書、NACUBOのEndowment Study⁵等のデータを用いて分析している。上記報告では、調査対象校8校の実績とはいえ、1989年から2009年の20年間で年平均6.2%の率（インフレ調整済み）で成長したとされている。しかし、この報告書では20年間に基本財産が成長したことと、成長の最大の要因が投資からの収入であったと指摘している以外は、成長について類型別分析や1989年以前の成長要因の変化等について言及していない。この基本財産の成長率を30年間の長期のタイムスパンで捉え、大学の類型別に消費者物価上昇率と5年毎に比較すれば、より実証的に捉えうるのではないか。また30年間について1年ごとにマクロ経済・金融指標と比較することによって、基本財産の成長をもたらした経済的背景を探ることができるのではないか。これらの問題意識が本稿の背景である。

本稿の目的は、アメリカの大学の基本財産の成長について

- (1) 研究の対象期間を1977年から2007年の30年間とし、
- (2) 基本財産の成長率と消費者物価上昇率とを大学の類型別に比較し、
- (3) イェール大学の事例をもとに基本財産の成長をもたらした経済的背景は何かを探ることである。

対象校は、長期の期間別比較可能データ入手可能性の制約から、ニューイングランドの地区の90校とする。また大学の類型分類は、同様にデータの制約からニューイングランド地区高等教育局（New England Board of Higher Education）が1994年1月の研究報告で用いている類型に従う。

2. 先行研究と方法

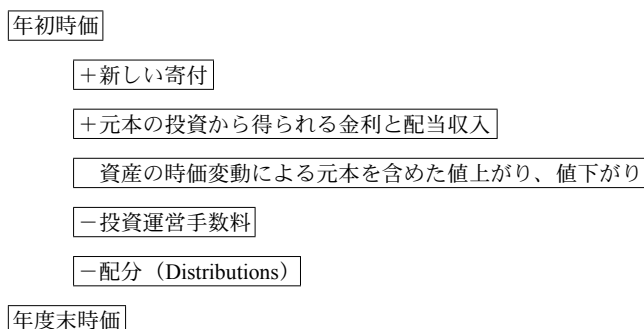
NACUBO（National Association of College and University Business Officers全米大学実務者協会）が約700以上の会員大学を対象に定期調査を実施し、回答に基づいてレポートEndowment Studyを発行している。またアメリカ連邦政府の高等教育データベースであるIPEDS（Integrated Postsecondary Education Data System）も各大学が定期的に報告したデータを公表している。本稿では、1977年からの5年毎のデータが入手可能であるニューイングランド地区の大学を対象とし、1992年以降についてNACUBOのEndowment Studyの調査結果を活用して5年毎の6回の分析を行い、合計で30年間の長期の分析を行った。

英語で発表された先行研究としては、毎年刊行される上記Endowment Study、上記GAOの受託研究の他、アイビーリーグの1990年と2000年の10年間の残高を比較したもの（R. Ehrenberg and C. Smith 2001）や高等教育の財務について総合的に分析する中で基本財産を扱ったもの（W. Massy 1996）、更に1980年代のリベラルアーツカレッジのサバイバルを財務環境の観点から分析する中で基本財産についても触れたもの（D. Brenemann 1994）等の広い視点から分析されたものがある。日本語で発表され先行研究には、アメリカの大学における基金の活用の観点から多角的に

分析したもの（ルーシー・ラポフスキー— 著 片山・両角・小林訳 2007）、上記ブレネマンのリベラルアーツ・カレッジの翻訳（宮田 1996）等がある。ただしこれらは30年間の長期に渡っては論じていない。また消費者物価上昇率との類型別比較や背景となった経済・金融指標との関係では分析していない。本稿は、これらの先行研究を踏まえつつ、30年間の消費者物価上昇と基本財産の成長との比較を大学の類型別に行う試みである。

基本財産の各年度の成長は、以下の図に示される。

図表 1 基本財産の残高の増加減少変化のフロー⁶



1年間の基本財産の時価の成長の中には、新しい寄付という増加要素や大学内の各部署の年次予算への配分という減少要素を含む他、基金等の形で投資している金融資産ポートフォリオの値上がり値下がりの評価損益をも含むため、大学の活動と投資活動の複合的結果と見るべきものである。

第 1 章 基本財産の成長と消費者物価上昇（1977年～2007年）30年間の推移

ニューイングランド地区高等教育局（New England Board of Higher Education）が1994年1月の研究報告で用いている類型のうち、大規模私立大学、全国的リベラルアーツ、地域カトリック、ランドグラント大学等について30年間の基本財産の成長と消費者物価上昇を比較した。

消費者物価は1982年までの最初の5年間は1.59倍（年平均9.7%）に上昇したが、その後は5年毎に1.18倍（同3.4%）、1.24倍（同4.4%）、1.14倍（同2.7%）、1.12倍（同2.3%）、1.15倍（同2.8%）と比較的穏やかな上昇であった。これに対して基本財産の成長は、同じく5年毎の倍率で見た場合、最初の5年間を除くと、すべての期間で消費者物価の上昇を上回って成長している。

以下では5年毎に更に詳しく、かつ大学類型別に分析する。

第 1 節 1977年～1982年の5年間

以下では基本財産の成長の観点から、まず1977年から1982年の5年間について分析する。

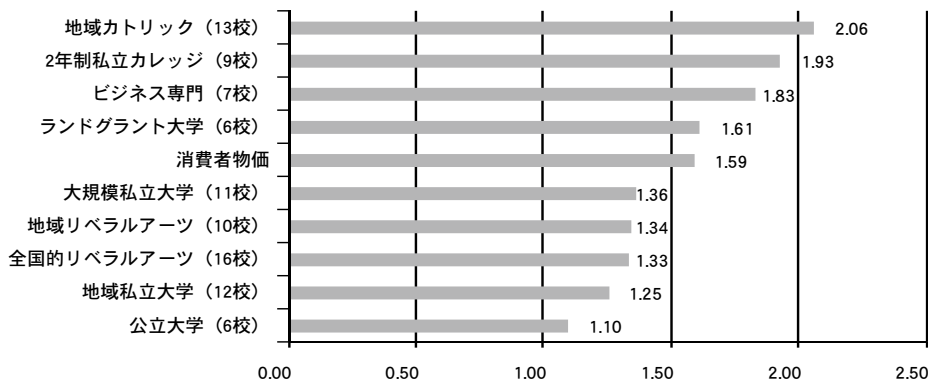
実質国内総生産成長率⁷は1977年に4.6%、1978年に5.6%と高い成長を実現したものの、1979年には3.2%成長に減速し、1980年にはマイナス0.2%とマイナス成長に落ち込んだ。翌年の1981年には

2.5%成長を遂げたものの1982年には再びマイナス1.9%と大きく落ち込んでいる。

アメリカの全都市の消費者物価指数⁸の対前年比の%変化も厳しい5年間であった。1977年は6.5%であったが、1978年には7.6%に上昇し、1979年には11.3%、1980年にも13.5%と二桁の消費者物価上昇に見舞われる。その後1981年には10.3%、1982年には6.2%に低下する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年～2008年）全都市消費者」では、1977年の60.6に対して1982年は96.5であり、1.59倍⁹となっている。

この1977年から1982年までの5年間の消費者物価の上昇を、アメリカのニューイングランド地区の大学の基本財産の伸びと類型別に比較した。

図表2 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（1977～1982）¹⁰（単位：倍）



出典：ニューイングランドの高等教育局（New England Board of Higher Education）が1994年1月に作成した報告書、並びに米国労働省（労働統計局）統計をベースに著者作成

図表2に示す通り、ニューイングランド地区の大規模私立大学（11校）は、5年間で1.36倍の成長で消費者物価の上昇1.59倍をカバーしきれていない。また全国的リベラルアーツ（16校）も5年間で1.33倍の成長にとどまり、消費者物価の上昇1.59倍を上回っていない。

全体として1977年～1982年は低成長下の高インフレ（スタグフレーション）の傾向が強く、経済成長は1982年が底であった。この時期には1980年と1981年の2年間を除いて、基本財産の成長率は消費者物価上昇率を下回っている。

ブレネマンは『リベラルアーツ・カレッジ*繁栄か、生き残りか、危機か』¹¹で、1980年代のアメリカの高等教育機関について次のように述べ、私立カレッジが1977年以降に直面した急激な経済環境の変化と私立カレッジの生き残りをかけた対応を鋭く指摘している。

「1980年代は高等教育機関のすべてが、とりわけ私立カレッジが直面する経済問題について出された大量の悲観的予測、観測で始まった。大方の分析家は学生数が5%から10%減少すると予想し、もし公立と私立機関のあいだの授業料格差が広がりつづければ、私立のカレッジと総合大学はひどい打撃をこうむるであろうと考えた。さらにまずいことに、経済は高い失業率と高いインフレ率の泥沼にはまってしまい、「スタグフレーション」（経済停滞）状態が終わると予測したものはほとんどいなかった。ところが蓋をあけてみるとその10年間はたいへんちがったものとなった。イン

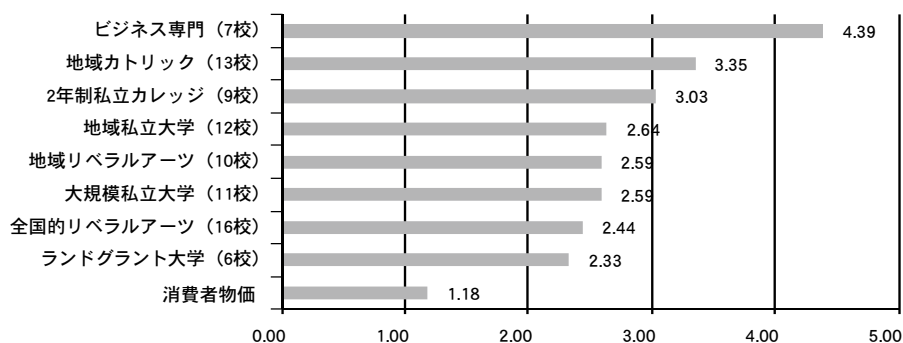
フレはおさまり株式市場はブームをおこし、カレッジの学生数は増加し、その上、私立の授業料が誰も想像しなかったし、可能とも思わなかったような割合で上昇したというのに、私立のカレッジと総合大学はその市場占有率を維持したのである。」¹²

第2節 1982年~1987年の5年間

アメリカの全都市の消費者物価指数¹³の対前年比の%変化は安定的であった。1982年は6.2%であったが、1983年には3.2%に低下し、1984年には4.3%、1985年にも3.6%に抑え込まれる。1986年には1.9%と1965年以来の低水準を達成する。1987年には3.6%に上昇する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年~2008年）全都市消費者」では、1982年の96.5に対して1987年は113.6であり、1.18倍¹⁴となっている。

ここでは基本財産の成長の観点から、1982年から1987年の5年間について分析する。1982年がマイナス1.9%であった実質国内総生産成長率は、1983年には4.5%とプラス成長となり、1984年に7.2%、1985年に4.1%と急速に回復し、その後も1986年3.5%、1987年3.4%とやや減速しながらも景気拡大を持続した。

図表3 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（1977~1982）¹⁵（単位：倍）



出典：図表2に同じ

図表3で明らかな通り、消費者物価の5年間の上昇1.18倍をすべての累計で大幅に上回って成長を達成している。ニューイングランド地区の基本財産の時価のシェアで約73%（1982年時点）を占める大規模私立大学（11校）は2.59倍に成長。次に基本財産の時価のシェアで19.6%（1982年）と2番目に大きい全国的リベラルアーツ（16校）は2.44倍に成長した。他方、これらの成長の度合いを大幅に上回る急成長を実現したのがビジネス専門（7校）¹⁶の4.39倍であった。その他にも地域カトリック（13校）3.35倍、2年制私立カレッジ（9校）3.03倍、地域私立大学（12校）2.64倍、地域リベラルアーツ（10校）2.59倍を含む5類型が、基本財産の規模は小さいものの成長率では大規模私立大学の2.59倍を上回る成長を達成した。

1991年の2月4日に提出されたアメリカの経済白書（経済諮問委員会年次報告）の第1章「経済成長の基礎」で1982年に始まった景気拡大は以下のようにまとめられている。¹⁷「わが国の歴史に

おける平時で最も長期の景気拡大は、1982年に始まった。景気拡大を通してインフレーションは、1970年代に比べて相対的に低く安定的なままにとどまった。1980年代の終わりまでに、失業率は1970年代に経験したことのなかった水準に低下していた。堅実な経済発展の時期の通則として、経済成長は拡大期を通して年々変動した。1982年末から85年に至る急速な回復の後、成長は86年に一時的に減速し、87年と88年にかなりの力を獲得し、89年と90年に不振に転化した。」

また1994年に出版された『リベラルアーツ・カレッジ＊繁栄か、生き残りか、危機か』（デイウィッド・W・ブレネマン著／宮田敏近訳¹⁸⁾）の第2章「財政小史」の「1980年代一驚きの10年」の47頁で、ブレネマンは1980年代のアメリカの高等教育機関を取り巻く経営環境の変化について次のように述べている。「現実とは予測とは非常に異なったものとなったということは、第一に経済が上向いたこと（高所得家庭に恩恵をもたらした所得再分配も含めて）、第二にカレッジと総合大学の対応と調整策に帰さねばならない。レーガン大統領の経済政策が賢明なものであったかどうかの判断はまだ歴史の最終判決がおりていないが、1980年代初期の金融引き締め政策によって引き起こされた急激な景気後退はインフレーションの背骨を折り、さらに拡大財政政策とサプライサイド刺激策が現代で最も長い持続成長を生み出すのを助けた。連邦政府予算は着実に赤字のなかにのめりこんでいったけれど、ほとんどの州政府で収入が急増し、それは高等教育にとって肯定的要素であった。富める者に対して所得が再分配された結果、私立、公立大学ともに資金調達力を高めた。最終的に分析すれば、高等教育の好調は経済の好調と非常に密接に関係しており、計画にあたる者たちは事実上他の条件は無視してもよいほどである。ただ一つ問題なのは、誰にも正確な経済予測はできないことである。」

ブレネマンは経済の好調と高等教育との関係を述べたこの部分に続いて、高校卒業者の就職市場における価値の底が抜け急落して、大学教育のもたらす経済収益が見直され学生総数が1980年代の10年間に増加したこと、1981年から89年のあいだに私立大学の授業料は前例のない名目106%の値上がりを経験し、所得の伸びをはるかにしのいだこと、カレッジの経営管理者たちが市場活動と戦略計画に焦点を合わせる傾向が強くなったことを述べている。¹⁹更にもうひとつ驚くべきこととして株式市場の活況の影響を述べている。「10年間の大半をとおして株式市場が爆発的な伸びをみせ、前例のない年17.4%の利益率を達成したということであった。その結果たいていの大学で大学基金の市場価値が急上昇したが、それは運営予算のための収入増加を意味する。好況を呈した株式市場はまた募金活動および毎年の寄付金と資金運動の両方を助けた。1980年代以前には小規模カレッジの多くは手のこんだ募金活動など経験したことがなかったが、その運動を始め、その10年間に大半が学習曲線にそって相当な進歩をとげ、運動の成功に必要なボランティアの支援組織づくりを進めた。このような努力はたいていの大学にとって収入の道をさらにふやすこととなった。」²⁰

これらのブレネマンの記述は、1982年以降にアメリカの大学が直面した急激な経済環境の変化と大学の対応をわかりやすくしかも鋭く指摘している。

第3節 1987年~1992年の5年間

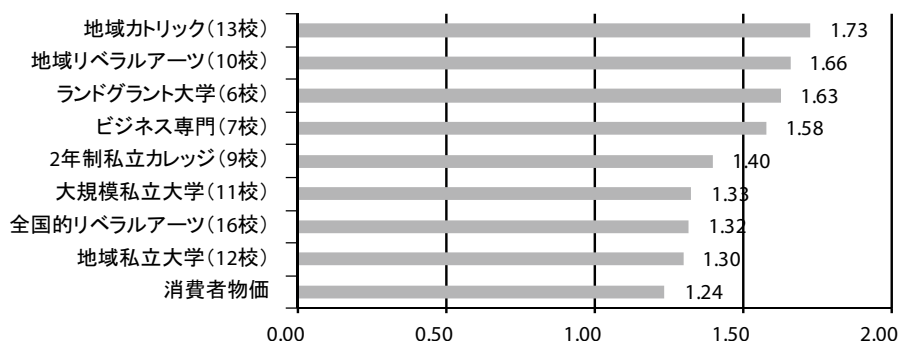
1987年10月19日のニューヨーク証券取引所の株価暴落をきっかけとした世界的株価暴落はブ

ラックマンデーと呼ばれた。1985年のプラザ合意で世界的なドル安誘導の為替政策がとられていたが、アメリカの貿易赤字と財政赤字（双子の赤字）は1980年代のアメリカの好調な経済が少しずつ積み重ねていった経済的不均衡であった。1987年9月に当時の西ドイツがアメリカの反対にもかかわらず独自に金利を引き上げるとアメリカも金利を引き上げるのではないかという憶測が市場に生じた。508ドル、22.8%という下げ幅は当時アメリカの機関投資家に普及し始めていた「ポートフォリオ・インシュアランス」というポートフォリオリスク管理の新しい手法にリンクして、「コンピュータによる自動売り注文」が下落を加速したという側面も指摘された。

この世界的同時連鎖株安のあった1987年に3.4%であったアメリカの実質国内総生産成長率は、1988年には4.1%、1989年に3.5%と成長を持続する。1990年には石油価格ショック、湾岸危機（イラクによるクウェート侵攻と多国籍軍との戦闘）の発生で1.9%に減速し、1991年にはマイナス2.0%とマイナス成長に陥る。1992年には3.3%のプラス成長に復帰する。アメリカの全都市の消費者物価指数²¹の対前年比の%変化は安定的であった。1987年は3.6%であったが、1988年も4.1%、1989年には4.8%、1990年には5.4%となだらかに上昇する。その後1991年には4.2%、1992年には3.0%と再び安定する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年～2008年）全都市消費者」では、1987年の113.6に対して1992年は140.3であり、1.24倍²²となっている。

それでは、ニューイングランド地区でのその他の大学やカレッジは、消費者物価上昇率を上回る基本財産の成長を確保できたのであろうか。図表4は、ニューイングランド地区のすべての累計で消費者物価の5年間の上昇1.24倍を上回る基本財産の上昇があったことを示している。大規模私立大学（11校）の1.33倍や全国的リベラルアーツ・カレッジ（16校）の1.32倍は消費者物価を約0.1倍上回る水準であるが、地域カトリック（13校）、地域リベラルアーツ（10校）ランドグラント大学（6校）の類型の方がより大きく成長し、消費者物価の上昇を上回っている点が注目される。

図表4 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（1987～1992）23（単位：倍）



出典：図表2と同じ

第4節 1992年～1997年の5年間

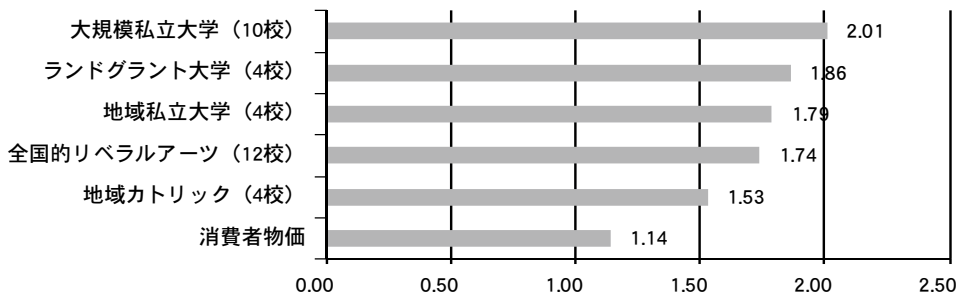
米ソ冷戦の終結で新しいパラダイムに移行し始めたグローバル政治・経済の中で、1992年が

3.3%であったアメリカの実質国内総生産成長率は、1993年には2.7%、1994年に4.0%と安定成長を持続する。1995年には2.5%に減速するが、1996年には3.7%と1997年には4.5%と再び成長を加速する。低い失業率にもかかわらず、消費者物価の急激な上昇を伴わない安定的経済成長が実現された理由の一つには、ITを中心とする技術革新の大きな波があった。

アメリカの全都市の消費者物価指数²⁴の対前年比の%変化は安定的であった。1992年は3.0%であったが、1993年も3.0%、1994年には2.6%、1995年には2.8%と2%台が2年持続する。1996年には3.0%になるが、1997年には2.3%に低下する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年～2008年）全都市消費者」では、1992年の140.3に対して1997年は160.5であり、1.14倍²⁵となっている。

図表5は、ニューイングランド地区の大規模私立大学、ランドグラント大学、地域私立大学、全国のリベラルアーツ、地域カトリックの5つの機関類型のすべてで消費者物価の上昇率を上回る成長があったことを示している。

図表5 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（1992～1997）²⁶（単位：倍）



出典：ニューイングランド高等教育局（New England Board of Higher Education）1994年1月作成の報告書、NACUBO Endowment Study 1997] 労働省（労働統計局）をベースに著者作成

その中でも大規模私立大学は2.01倍で、消費者物価の上昇を大きく上回っている。この5年間はITの技術革新が進んだ時代であると同時に、金融工学のテクノロジーが発達した時代でもあった。

第5節 1997年～2002年の5年間

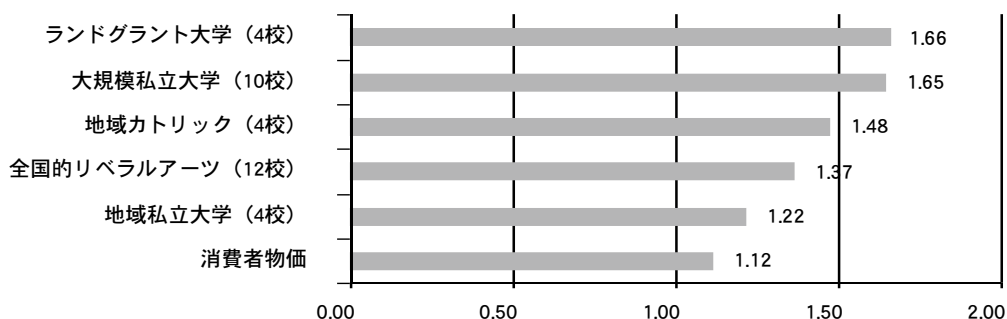
1992年から1997年は前項で数字を見たように、マクロ経済の長期的趨勢の背景としてのITの技術革新が、安定して力強い経済成長と所得の増加、低い失業率、制御された消費者物価上昇率をもたらした5年間であった。これに続く1997年からの5年間には、コンピュータ、携帯電話、光ファイバー、レーザー、インターネット等の90年代中期以前までに発明されたIT技術が、コンピュータとソフトウェア及びコンピュータ通信の世界ネットワーク（the World Wide Web）で更に様々なビジネスモデルの革新と新しい生産性の向上の機会を生み出し、IT革命とも呼ぶべき新しいビジネスと経済の世界が生み出されていった。

このIT革命は、旺盛なハイテク設備投資を過熱させ、1990年代末には「資本設備過剰」を引き起こした。やがてITバブルは崩壊し、2001年3月ごろには景気後退が始まる。

1997年にアメリカの実質国内総生産成長率は4.5%であったが、1998年に4.4%、1999年に4.8%と高い成長を継続する。2000年にも4.1%にと4%台の成長を継続するが、2001年には1.1%と急速に減速する。2002年も1.8%とリセッションの時期が継続する。アメリカの全都市の消費者物価指数²⁷の対前年比の%変化は安定的であった。1997年は2.3%であったが、1998年には更に低下し1.6%、1999年には2.2%で推移する。2000年には3.4%に上昇するものの、2001年2.8%、2002年1.6%と再び低下する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年～2008年）全都市消費者」では、1997年の160.5に対して2002年は179.9であり、1.12倍²⁸となっている。

図表6は、ニューイングランド地区の大規模私立大学、ランドグラント大学、地域私立大学、全国的リベラルアーツ、地域カトリックの5つの機関類型のすべてで消費者物価の上昇率を上回る成長があったことを示している。

図表6 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（1997～2002）²⁹（単位：倍）



出典：ニューイングランド高等教育局（New England Board of Higher Education）1994年1月作成の報告書、NACUBO Endowment Study 1997、2002。」労働省（労働統計局）をベースに著者作成

第6節 2002年～2007年の5年間

2010年の2月11日に提出されたアメリカの経済白書（経済諮問委員会年次報告）の第1章「救済・均衡回復・再建のために」で2008年9月の金融危機（リーマンショック）により拡大する経済危機の始まりについて次のように述べている。「2007年12月、米国経済は、最初は緩やかなように見えたりセッションに入った。（中略）実質住宅価格（インフレ調整済み住宅価格）は、かつてないレベルに上昇し、1997年から2006年にかけて2倍となった。急速な価格上昇は、住宅建設ブームと複雑なモーゲージやモーゲージ関連の金融資産の急増を伴っていた。国内での住宅価格の下落は、2007年初めに始まったが、モーゲージ担保証券や他の関連資産の価値下落を伴って、消費支出成長の鈍化、モーゲージ債務不履行と住宅差し押えの増加、金融機関の重大な逼迫などをもたらしたが、さらに、信用貸付を減少させた。」³⁰

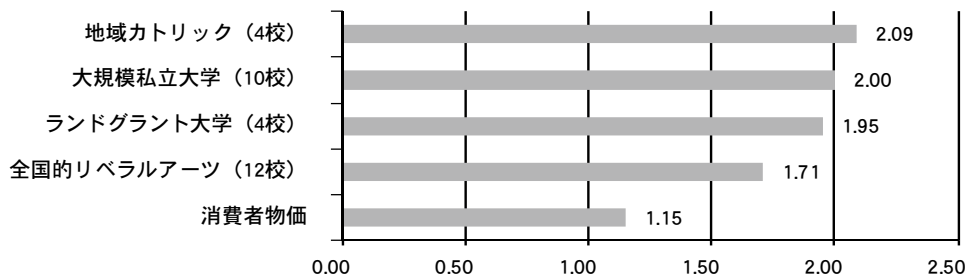
2002年にアメリカの実質国内総生産成長率は1.8%であったが、2003年に2.5%、2004年に3.6%とリセッションから回復する。しかし2005年は3.1%、2006年には2.7%、2007年2.1%と減速する。

アメリカの全都市の消費者物価指数³¹の対前年比の%変化は安定的であった。2002年は1.6%で

あったが、2003年には2.3%、2004年には2.7%と2%台で推移する。2005年には3.4%に上昇するものの、2006年3.2%、2007年2.8%と再び低下する。1982年から1984年を100として指数化した「主要支出項目別消費者物価指数（1960年～2008年）全都市消費者」では、2002年の179.9に対して2007年は207.3であり、1.15倍³²となっている。

図表7は、ニューイングランド地区の大規模私立大学、ランドグラント大学、全国的リベラルアーツ、地域カトリックの4つの機関類型³⁴のすべてで消費者物価の上昇率を上回る成長があったことを示している。その中でも地域カトリックの2.09倍とランドグラント大学の1.95倍が大規模私立大学の2.00倍に拮抗する倍率で成長している。全国的リベラルアーツは、これらの類型より低い1.71倍の成長であったが、消費者物価の上昇の1.12倍は大きく上回っている。

図表7 消費者物価上昇と基本財産の成長の比較 類型別（2002～2007）³³（単位：倍）



出典：ニューイングランド高等教育局（New England Board of Higher Education）1994年1月作成の報告書、NACUBO Endowment Study 1997、2002、2007」労働省(労働統計局)をベースに筆者作成

第7節 時期ごとの特徴のまとめ

1977年から1982年の第1節の5年間は、低成長下の高インフレ（スタグフレーション）の傾向が強く、特に1979年から1981年の3年間は二桁の消費者物価上昇に見舞われる。アメリカの経済成長は1982年が底であった。この結果、この5年間では大規模私立大学、全国的リベラルアーツを始めとする5類型で基本財産の成長が消費者物価の上昇を上回れなかった。

1982年から1987年の第2節の5年間は、1980年代初期の金融引き締め政策によってインフレが抑え込まれる一方、拡大財政政策とサプライサイド刺激策で持続的経済成長が生まれ出された。この結果、低インフレを実現する一方で、大学にとって種々の財政環境の好転が見られた。すなわち、授業料値上げの浸透と株式市況の活況、寄付募集活動の組織化等による基本財産の時価の成長の実現である。また類型別では会計やファイナンスを専門とするビジネス専門が最大の基本財産の成長率を記録した。

1987年から1992年の第3節の5年間は、1987年10月のブラックマンデーに始まる株価暴落、1990年の石油ショック、湾岸危機（イラクによるクウェート侵攻と多国籍軍の戦闘）等の政治経済の不安定要因があったものの、消費者物価は5年間で1.24倍（年平均4.4%）の上昇に収まった。一方で基本財産の成長は、大規模私立大学が1.33倍、全国的リベラルアーツが1.32倍とかなり消費

費者物価の上昇をわずかながら上回った。ビジネス専門、ランドグラント大学、地域リベラルアーツ、地域カトリックなどの基本財産の規模の小さい類型の方が、1.40倍から1.73倍の成長をみせた。

1992年から1997年の第4節の5年間は、米ソ冷戦の終結で消費者物価の上昇を伴わない安定的経済成長が実現された。またマクロ経済の長期的趨勢の背景として、ITの技術革新が、安定して力強い経済成長と所得の増加、低い失業率、制御された消費者物価上昇率をもたらした。大規模私立大学、ランドグラント大学、地域私立大学、全国的リベラルアーツ、地域カトリックの類型別比較が可能な5類型のすべてで消費者物価の上昇を上回る基本財産の時価の成長があった。消費者物価の1.14倍に対してトップの成長率であった大規模私立大学は2.01倍であった。

1997年から2002年の第5節の5年間には、コンピュータ、携帯電話、光ファイバー、レーザー、インターネット等の90年代中期以前までに発明されたIT技術が、インターネットを中心とするIT革命とも呼ぶべき新しいビジネスの世界を生み出すに至った。このIT革命は、旺盛なハイテク設備投資を過熱させ、1990年代末には「資本設備過剰」を引き起こした。やがてITバブルは崩壊し、2001年3月ごろには景気後退が始まる。消費者物価上昇が抑制されていたため、5つの機関類型のすべてで消費者物価の上昇（1.12倍）を上回る基本財産（1.22倍から1.66倍）の成長があった。ランドグラント大学（1.66倍）と大規模私立大学（1.65倍）が最高の成長率を記録した。

2002年から2007年の第6節の5年間には、住宅建設ブームと複雑なモーゲージやモーゲージ関連の金融資産の急増を伴った経済成長が2006年と2007年に減速しリセッションに突入する。この間消費者物価の上昇は1.15倍に抑制され、地域カトリック（2.09倍）、大規模私立大学（2.00倍）、ランドグラント大学（1.95倍）、全国的リベラルアーツ（1.71倍）の比較可能なすべての類型で基本財産が大きく増加する。

これらの時期ごとの特徴を更に30年間で見ると以下のことが明らかである。

(1) 5年間ごとで比較した場合に、スタグフレーションの影響が残った1982年までは消費者物価上昇率を基本財産の伸びが上回れない類型もあったが、1982年から2007年までの25年間については、すべての類型で常に基本財産の伸びが消費者物価の上昇を上回りえた。

(2) 大規模私立大学や全国的リベラルアーツなどの基本財産の規模の大きい大学が、基本財産の成長率で常にその他の類型を上回っているわけではない。

第2章 基本財産の成長と経済・金融指標

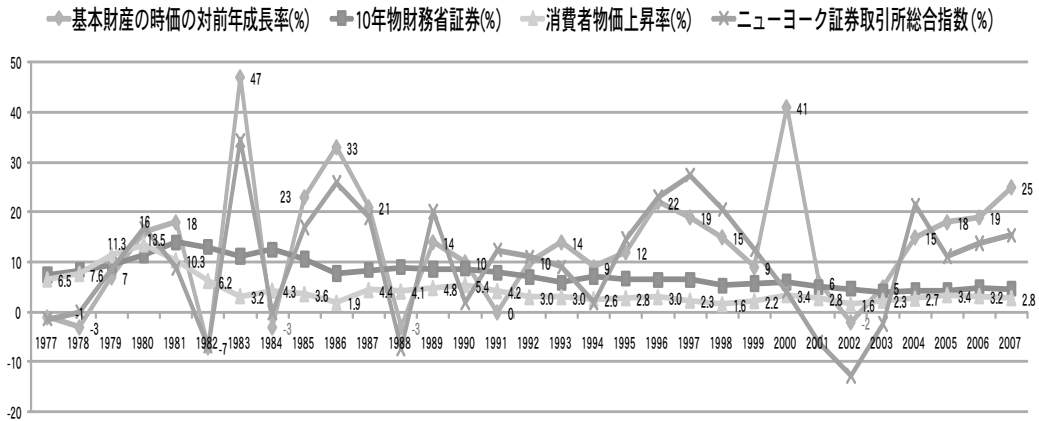
第2章ではイエール大学の事例をもとに基本財産の成長をもたらした経済的背景は何かを探る

第1節 イェール大学に見る特徴—30年間の推移—

ニューイングランド地区の大規模私立大学の中の1校で、最も基本財産の成長についてディスクロージャーが進んでいる大学の一つであるイエール大学の基本財産の成長率の年次推移について30年間のスパンで、消費者物価上昇率、株価（ニューヨーク証券取引所総合指数の年変化率）、10年物国債の金利（10年物財務省証券）を比較したグラフが図表8である。

30年間の推移を比較すると、

図表8 基本財産の成長と経済・金融指標—30年間の推移—



出典：イエール大学 Summary of Endowment、労働省（労働統計局）、連邦準備制度理事会、ニューヨーク証券取引所統計資料から筆者作成

- 1977年から1988年までは、基本財産の時価の対前年成長率とニューヨーク証券取引所総合指数の年変化率がほぼ同じ形の折れ線グラフである。
- 1989年から1999年までは、株価が好調な時には基本財線の成長率がやや株価の値上がり率を下回り、株価が不調な時には基本財産の成長率が株価の低迷ほどには低迷していない傾向が見取れる。これは、ポートフォリオとして株価変動リスクを低減する金融手法をイエール大学の基本財産運用が取り入れ始めたためと推測される。
- 2000年から2007年までは2004年を唯一の例外としてほぼ一貫して株価の伸びを基本財産の成長率が上回っている。

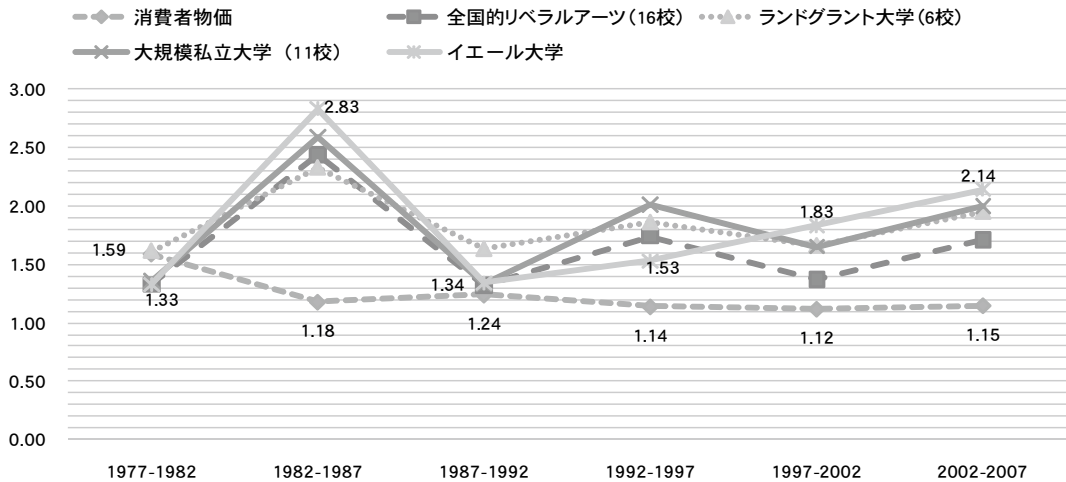
2000年6月決算のイエール大学のアンニュアルレポートによれば、イエール大学の過去10年間（1990年6月期から2000年6月期）で、基本財産の伝統的なアメリカ国内証券投資³⁵の割合を大幅に引き下げたと記述されている。1990年には、イエールの基本財産の投資ポートフォリオの中で、伝統的なアメリカ国内証券投資とキャッシュが約70%を占めていたが、2000年には約30%まで低下しているとしている。新しい投資対象すなわち、アメリカ以外の外国有価証券³⁶、ベンチャーキャピタルを始めとする非上場株式³⁷、デリバティブズを含む究極リターン戦略³⁸、不動産等の実物資産投資³⁹の非伝統的投資対象が合計で約70%を占めるまでに増加した。これらのうち上場市場が存在しない代替的投資対象（Alternative assets）では、客観的に市場価値を見定めることが専門的知識なくしては難しいために、プライシングの非効率による裁定機会を追求すること等によって、高い投資果実を得ることが一般的に可能であるが、当然「ハイリスク・ハイリターン」の傾向がある。

第2節 イエール大学と他の大学との比較

イエール大学とニューイングランド地区の他の大学について分析する。

第1節で見たように、イエール大学は1990年代の10年間に伝統的なアメリカの国内証券投資（国内株式、国内債券等）から新しい投資対象（アメリカ以外の外国有価証券、ベンチャーキャピタル

図表9 基本財産の成長と消費者物価上昇率 イェール大学と他の大学の比較（単位：倍）



出典：ニューイングランド高等教育局（New England Board of Higher Education）1994年1月作の報告書、NACUBO Endowment Study 2002、2007、労働省（労働統計局）をベースに筆者作成

を始めとする非上場株式、デリバティブズを含む究極リターン戦略、不動産投資等）ヘシフトした。この結果、ニューイングランド地区の他の大規模私立大学や全国的リベラルアーツ・カレッジと比較すると、21世紀に入って2007年までについては、より安定的に消費者物価上昇率を大幅に上回る基本財産の成長を達成している。

反面、新しい投資対象は伝統的な投資対象よりもハイリスク・ハイリターンの傾向があるため、新しい投資対象の市場が下落したときには基本財産が大きく減少するリスクを抱えている。

おわりに

1977年から2007年までの30年間を5年毎の6回に区分し、消費者物価の上昇と基本財産の成長について類型別に比較した。本稿で明らかとなったことは以下のとおりである。

(1) 5年間ごとで比較した場合に、スタグフレーションの影響が残った1982年までは消費者物価上昇率を基本財産の伸びが上回れない類型もあったが、1982年から2007年までの25年間については、すべての類型で常に基本財産の伸びが消費者物価の上昇を上回りえた。

(2) 大規模私立大学や全国的リベラルアーツなどの基本財産の規模の大きい大学が、基本財産の成長率で常にその他の類型を上回っているわけではない。

(3) イェール大学の基本財産の30年間の成長は、無リスク資産の代表としての米国財務省証券10年物よりもリスク資産の代表としてのニューヨーク証券取引総合指数と似た動きを示す。

(指導教員 山本清教授)

以上

注

- 1 アメリカ連邦議会の監査、調査等の機能を持つシンクタンク。
- 2 GAO (United States Government Accountability Office) 合衆国アカウンタビリティオフィス、2010年2月、*Postsecondary Education College and University Endowments Have Shown Long-Term Growth, While Size, Restrictions, and Distributions Vary*.
- 3 アメリカの大学のEndowmentについては、基本財産と訳す場合と基金と訳す場合がある。本稿では長期的な大学独自財産の長期的成長に着目しているため、この目的によりふさわしい基本財産を用いる。
- 4 前掲*Postsecondary Education College and University Endowments Have Shown Long-Term Growth, While Size, Restrictions, and Distributions Vary* 10頁。
- 5 National Association of College and University Business Officers (全米実務者協会) が独自に会員各大学からの報告により実施している基本財産についての年次調査報告書。
- 6 前掲*Postsecondary Education College and University Endowments Have Shown Long-Term Growth, While Size, Restrictions, and Distributions Vary* 4頁。
- 7 出典：米国商務省 (経済分析局)。
- 8 出典：米国労働省 (労働統計局) 消費者物価指数 全都市消費者 全項目。
- 9 この数字は各年の変化を $1.076 \times 1.113 \times 1.135 \times 1.103 \times 1.062 = 1.592$ として計算した数字と一致している。
- 10 ニューイングランド地区における大学数が5校以下であるセミナー (5校)、芸術・音楽・デザイン (4校)、教育 (3校) とその他 (3校) はこの表には含めていない。
- 11 デイビッド・W・ブレネマン著、宮田敏近訳『リベラルアーツ・カレッジ*繁栄か、生き残りか、危機か』1996年
- 12 同上147頁。
- 13 前掲消費者物価指数。
- 14 この数字は各年の変化を $1.032 \times 1.043 \times 1.036 \times 1.019 \times 1.036 = 1.178$ として計算した数字と一致している。
- 15 ニューイングランド地区における大学数が5校以下であるセミナー (5校)、芸術・音楽・デザイン (4校)、教育 (3校) とその他 (3校) はこの表には含めていない。
- 16 例えばこの類型に属するBentley Collegeは、1917年に会計とファイナンスの専門学校として開設され、1971年に学位授与権を認められ名前をスクールからカレッジに変更したという歴史を持つ。1985年にはモバイルコンピューティングのプログラムを全米に先駆けて新設し、新入生にはソフトウェアを装備したネットワークラップトップコンピューターを提供した。
- 17 経済諮問委員会は、1978年「完全雇用および均衡成長法」によって修正された1946年「雇用法」の諸条項にもとづき、毎年の年次報告を提出する。これは日本の経済白書に当たる。翻訳はエコノミスト1991年4月8日臨時増刊号によった。
- 18 翻訳は1996年。
- 19 前掲『リベラルアーツ・カレッジ*繁栄か、生き残りか、危機か』47頁、48頁。
- 20 同上49頁。
- 21 前掲消費者物価指数。
- 22 この数字は各年の変化を $1.041 \times 1.048 \times 1.054 \times 1.042 \times 1.030 = 1.234$ として計算した数字とほぼ一致。
- 23 公立大学 (6校) については1校の1987年データが入手できておらず欠損値 (Not Available) であるためこ

の比較の類型には含めていない。

- 24 前掲消費者物価指数。
 25 この数字は各年の変化を $1.030 \times 1.026 \times 1.028 \times 1.030 \times 1.023 = 1.144$ として計算した数字と一致。
 26 1992～1997年以降の類型別比較表は、*NACUBO Endowment Study*にデータが4校以上公表されている機関類型についてのみ対象としている。
 27 前掲消費者物価指数。
 28 この数字は各年の変化を $1.016 \times 1.022 \times 1.034 \times 1.028 \times 1.016 = 1.121$ として計算した数字と一致。
 29 1992～1997年以降の類型別比較表は、*NACUBO Endowment Study*にデータが4校以上公表されている機関類型についてのみ対象としている。
 30 経済諮問委員会は、1978年「完全雇用および均衡成長法」によって修正された1946年「雇用法」の諸条項にもとづき年次報告を提出する。翻訳はエコノミスト2010年5月24日臨時増刊号。
 31 前掲消費者物価指数。
 32 この数字は各年の変化を $1.023 \times 1.027 \times 1.034 \times 1.032 \times 1.028 = 1.152$ として計算した数字と一致。
 33 1992～1997年以降の類型別比較表は、*NACUBO Endowment Study*にデータが4校以上公表されている機関類型についてのみ対象としている。
 34 地域私立大学は、2007 *NACUBO Endowment Study*で公表されている機関数が3以下になったため成長倍率比較の対象から除外した。
 35 Marketable domestic securitiesで市場性のあるアメリカ国内上場株式、国内債券等
 36 Foreign equity アメリカ以外の株式等
 37 Private equity 非上場株式（生命科学、情報科学等の技術革新を企業化するVenture capitalが中心）
 38 Absolute return strategiesアブソリュートリターン（Derivativesがビルインされている仕組金融商品等）
 39 Real assets 不動産投資等

参考文献

- デイウィッド・ブレネマン 宮田敏近訳 1996 『一繁栄か、生き残りか、危機か—リベラルアーツ・カレッジ』玉川大学出版部
 ルーシー・ラボフスキー 片山英治 両角亜希子 小林雅之訳 2007 『アメリカの大学における基金の活用』東大—野村 大学経営ディスカッションペーパー No.3
 Massy William F. 1996 “*Resouce Allocation in Higher Education*” Ann Arbor University of Michigan Press Inequality Among Ivy League Institutions” Andrew W. Mellon Fondation, New York,
Nacubo Endowment Study 1992, 1997, 2002, 2007 National Association of College and University Business Officer
 Ronald G.Ehrenberg and Christopher L.Smith 2001 “*What a Difference a Decade Makes: Growing Wealth*”
 Todd Graham Research Service 1994 *NEBHE Research Report: New England Endowments 1977-1992*
 United States Government Accountability Office 2010 “*Postsecomdaru Education College and*

University Endowments Have Shown Long-Term Growth, While Size, Restrictions, and Distributions Vary
Yale University Summary of Endowment 2010 Yale University Annual Reports and
Reports of the Treasurer