

## 大学ファンドの異質性

～国民負担を生じさせないために～

原 田 喜美枝

### はじめに

二〇二一年度中にも運用が始まる大学ファンドに注目が集まる。一〇兆円規模のファンドを創設し、その運用益を大学に活用し、世界トップレベルの研究基盤を構築するという構想である。世界のトップ大学や研究機関の中には、自らの資金でファンド運営を行い、その運用益を組織の活動に利用しているところが多くある。日本の私立大学の中にも大学基金の運用を行うところはある（し

かし資金規模は小さい）。

運用益を世界に比肩するレベルの大学に活用するという理念は素晴らしいが、日本の大学ファンドには整理しておかねばならない事実関係や課題が多い。本稿では、構想から実現に至るまでのプロセス、資金調達面、資金運用面の三つの局面に分けて、その他の課題についても触れつつ、大学ファンドについて考察する。

## 構想から実現に至るプロセス

大学ファンドの構想は二〇二〇年二月八日の閣議決定に基づく<sup>(1)</sup>。同年二月一〇日の第三次補正予算案によって、原資に財政融資資金を活用する事業スキームが示され、財政融資分科会に諮られた<sup>(2)</sup>。有償資金である財政融資資金の借入金をほぼ一〇〇%活用して、市場運用して運用益を大学に配分するという事業であるが、この時点では借入期間、具体的な運用手段、運用益の資本への積立ての有無といった基本的なスキームは示されなかった。そのため、民間ファンドの場合は出資を募る際に詳細を詰めるものだが、大学ファンドは先にお金がついて、後から詳細を検討するとしていて、順序が逆ではないかといった異論が出た<sup>(3)</sup>。

「財政投融資」とは、税財源を使わずに、国債

の一種である財投債を発行して調達した資金を財源としておこなわれる国による投融资活動のことをさす<sup>(4)</sup>。リスクが高く、民間では十分に対応できない事業に対して、政策的必要性から資金供給が必要な分野に対して、資金を後に回収することを前提にリスクマネーの供給や融資をおこなう。つまり、財投債という国債（投資家側からすれば国債であり、自身が保有する国債が財投債かどうかは識別できない）を発行して資金を借り入れ、市場で運用するという全く初めての事例である。そして、大学ファンドへの資金提供は、財政投融資の制度の歴史の中でも極めて大きな規模でもあったことから、償還確実性の担保に関する疑念も提示された。

財政投融資分科会ではその後も大学ファンドに関する議論が重ねられ、一年経過後の二〇二一年一月二三日に「大学ファンドについての議論の

整理」が発出された。大学ファンド関係者に向けて、同分科会で出された異論や残された課題について、十分な留意と適切な対応を求めることが明記された。<sup>6)</sup>

財政投融资制度の担い手側としては、通常の政策目的と異なる財政投融资の使われ方であること、リスクをとる投資の原資が国債発行という借金であること、約九兆円という多額を運用し大きなリターンを出すとする計画等に対して、国民負担（損失が生じれば国民が税金で負担しなくてはならない事態）を生じさせない覚悟で臨んでほしいという意思表示であったと考える。

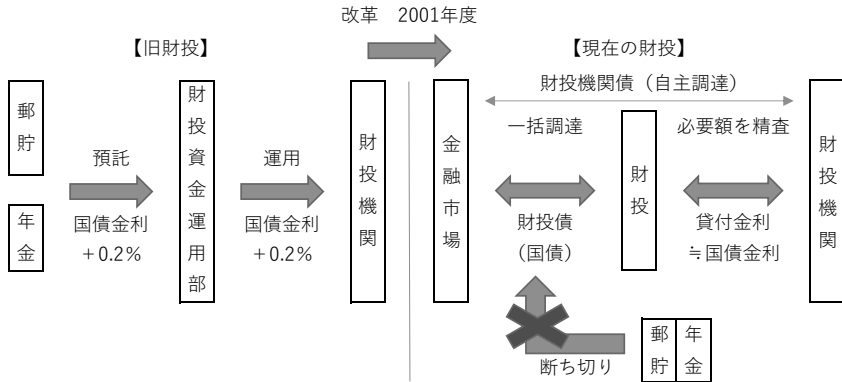
## 資金調達面の異質性

上述したように、大学ファンド事業は、財投債という名の国債で調達した資金が運用の原資であ

る。海外の大学等のファンドはエンダウメント（endowment、寄付・寄付金）と呼ばれることからわかるように、原資は寄付金である。原資が何であれ、運用益があげられればよいという意見もあるかもしれない。しかし、複雑な仕組みである財政融資資金について理解すれば、大学ファンドに対する貸付は制度が想定していなかった異例の貸付であることがわかる。

財政投融资制度は、二〇〇一年度に抜本的な改革（財政投融资改革）がおこなわれ、それまでの郵便貯金や年金積立金の預託を財政融資資金の原資として公共事業や住宅などに融資していたことを見直し、必要な資金は財投債の発行により市場から調達することとなった。財政融資資金は、財投機関（財政融資資金を活用している機関のこと。政府関係金融機関、独立行政法人、特殊会社・国・地方公共団体などが該当）に直接融資を

図表 1



〔出所〕 「財政投融资リポート2021」を参考に筆者作成。

する場合が通常であるが、財投機関への融資を通じて間接的に民間の事業を支援する場合もあった。<sup>6)</sup> 対象とする事業は民業補完であり、民業圧迫にならないことなども配慮されている。

借り手である財投機関は財投機関債を発行することができることから、市場での自主調達に努めることも求められている(図表1参照)。財政投融资のディスクロージャーの観点からは、政策コスト分析が導入された。これは、財政投融资を活用している事業について、政策コスト(将来見込まれる補助金や出資金の機会費用など)がどの程度生じるかを明らかにし、対象事業の妥当性や財投機関の財務の健全性に関する情報の充実を図るものであり、毎年公表されている。

上記から、償還確実性と民業補完を前提として財投機関やインフラ整備に融資してきた財政融資制度であることがわかる。融資先の事業が生み

出すキャッシュフローで償還されてきた財政融資資金を次の融資先に回し、国の成長を支えてきた仕組みである。大学ファンドへの貸付は財政融資資金を活用して市場運用するという初めての取り組みになるだけでなく、過去最大級の資金規模でもあり、過去最長の貸付期間でもある。

大学ファンド以前には、リニア中央新幹線への間接的な融資が長期かつ大規模であるなど問題視されたが、リニア中央新幹線はJR東海の本業への融資であった。大学ファンドの場合は、科学技術振興機構（以下、JST）の下にファンドが設置される。JSTは科学技術振興を目的として設立された財投機関であり、大学ファンド運用資金は本業でないところへ資金を出すことになる。用途は市場運用であり、実業性のある事業への融資でもない。また、文部科学省傘下のJSTの二〇二〇年度までの年間予算規模は一二〇〇億円前

後であり、一二〇〇人ほどの職員を抱える。JSTと運用を委託される外部の運用機関はいかに市場運用をおこなない、償還確実性を担保するのにかついで、次に考察する。

## 資金運用面の課題

この事業は、科学技術立国の実現という政策趣旨のもと、借入金を手元にリスクの高い資産運用をおこなない、その運用益を参画大学に支援する枠組みである。運用益を大学に支援すると同時に、期中には借り入れている財政融資資金への利払いも発生する。

長引く金融緩和により国債金利は低い<sup>(7)</sup>。財投債は商品性としては国債と同じであり、財投債の調達金利は国債金利そのものである。財投債を発行して調達した原資を貸し出す際の貸付金利も基本

的に国債金利と同水準に設定される（現下の金利情勢等を踏まえ、貸付金利の下限利率は〇・〇〇一％<sup>(8)</sup>）。大学ファンドでは、諸経費控除後の平均収益率を四・三八％（物価上昇率一・三八％と支出目標率三％）とし、運用開始から段階的にリスクテイクをおこなうことが想定されている。

超低金利下では利払い負担は大きくないといえよう。しかし、財政融資資金の貸付金利は、将来の金利環境に依存する。金利上昇の局面では費用負担が大きくなることも想定される。資産運用の収益から借入金利などの費用を控除してなお四％以上の収益を上げるのは容易ではないだろう。

運用当初の借入金利を下限の〇・〇〇一％と想定すると九兆円に対する利払い額は九千万円、将来の経済環境の変化により国債金利が一％になると、単純計算で利払いは九〇億円に跳ね上がる。

財投債は毎年償還を迎えるわけではないが、ファ

ンドにとっては超長期の借入であり、期中に大学への支援額を毎年三〇〇億円と定めるのであれば、金利上昇局面では利払い費用も問題になるだろう<sup>(9)</sup>。

一方で、現在の超低金利環境では運用益を出すことは容易ではない。JSTが掲げる「安全かつ効率的な運用」という表現に疑問を抱いた明田（二〇二二）は試算をおこない、長期的な安全運用リターンは〇・五％も期待できないとしている。

さて、JSTは財投機関であり、自身で財投機関債を発行して必要な事業の資金調達をすることもできる。財政融資制度を利用して資金の提供を受けるだけでなく、自ら財投機関債を発行することで市場調達することは他の財投機関もおこなっている。二〇二二年度にJSTは二〇〇億円の財投機関債を発行予定である。他の財投機関と同様

に、投資家に向けて、債券内容説明書や投資家説明資料を作成し、資金が使われる大学ファンドの資産運用状況や運用に関するリスクなどの情報について説明がおこなわれる予定である。しかし、市場が急変するような局面では、投資家が他の財投機関債と同列にJSTの発行する財投機関債を扱わない可能性もあるだろう。

## その他の課題

金融市場の関係者であれば、リスクとリターンは表裏一体の関係にあることを理解している。大学ファンドは将来的に株式比率六五%というポートフォリオを構築する予定であるが、現行の自己資本は一・一%であり、今後リスクの高いポートフォリオを段階的に形成する際には自己資本を厚くする必要にも迫られる。なぜなら、株式比率

六五%のポートフォリオから生じるかもしれない最大損失に対して、現時点の一・一%という自己資本は十分ではないため、である。この点についてはJSTも同様の認識をしている。また、財政融資資金の償還確実性を担保する観点からも、下方リスクに備えて自己資本を厚くすることは重要であろう。利払い費を含めた諸経費を払い、自己資本を厚くしつつ、参画大学に支援をするのは、繰り返しになるが容易ではない。

財政融資資金による大学ファンドへの貸付は時間的な措置という表現で導入され、その後、超長期の融通条件となり、四〇年償還（うち据置期間二〇年、元金均等償還）と決まった。四〇年の間に参画大学や民間の資金に置き換えていき、財政融資資金は返済される予定である。参画大学は現時点では未定であり、参画大学による大学ファンドへの資金拠出へのあり方についても未定であ

る。

資金の出し手には財政投融资制度を担うという役割があり、確実に償還される必要がある。民間の金融機関であれば、二〇年後から返済が始まり四〇年後に償還を迎える融資はリスクが高すぎる。資金使途が市場運用であり、二〇年後から四〇年後にかけて第三者からの資金によって償還原資が生まれるスキームは想定することすら不可能であろう。国を挙げての一大プロジェクトであるなら、しっかりした仕組みを作るのは国の責務である。

大学ファンドについての議論は、資金や自己資本、リスク管理に関することだけでなく、会計処理やモニタリング、大学への支援のあり方など多岐にわたる。その他の議論については、「大学ファンドについての議論の整理 令和三年一二月二三日 財政投融资分科会」を参照いただきたい。

い。

## おわりに

大学ファンドの支援により実現を目指す大学像は次のようなものである。<sup>60)</sup>「世界トップクラスの研究者が集まり活躍できる環境を作るための研究大学としての機能を強化」し（中略）、「我が国の大学全体としての研究力向上を牽引する大学となること」が求められている。そして、「次代の社会構造への転換に向けて大胆なビジョンを描き、社会の多様な主体と常に対話しながら、活動を展開すること」も期待されている。残念ながら、抽象的であり具体的ではない。

参画大学の要件、配分の基本枠組み、運用益の使途、選考・評価スキームの設定含め、本稿執筆時点では未定である（二〇二一年一二月末時点）。



動きだすからには、世界最高水準の研究大学を形成し、科学技術立国を実現するための重要な取り組みの一つとして機能してほしい。そのためには、広く浅く多くの大学に配分されるような「ばらまき」になつてはならないし、国が一定金額を經常経費として配分している国立大学法人への運営費交付金との違いを明確にしなければならぬ。

財政融資資金は、長期ではあるが時限的な資金と位置づけられており、二〇年経過後には参画大学や民間の資金に置き換えられていくことからわかるように、補助金ではない。運用益はマイアスになることもあり得ることから確定給付的な支出にはならない。参画大学には三〇%の事業成長も求められている。こうした制度設計をしっかりと説明することはJSTの任務である。

そして、大学ファンドの原資は償還しなければ

ならない財政融資資金であり、財投債という国債を発行して調達されていることを踏まえれば、国民への説明責任を果たすことも必要になる。世界に伍する大学運営に寄与するために、将来の国民に負担を負わせないために、しっかりと運営していただきたい。

(参考文献)

明田雅昭(二〇二二)「始動する一〇兆円大学ファンド―安全かつ効率的な運用で三〇%の分配」『証券レビュー』第六一巻第八号

財務省(二〇二二)「大学ファンドについての議論の整理令和三年二月二三日 財政投融資分科会」

(注)

(1) 「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」[https://www.w5.cao.go.jp/keizai/keizaitaisaku/2020-2/20201208\\_taisakupdf](https://www.w5.cao.go.jp/keizai/keizaitaisaku/2020-2/20201208_taisakupdf)

(2) 「財政制度等審議会 財政投融資分科会 説明資料 国立研究開発法人科学技術振興機構令和二年二月一〇日 内閣府

## 大学ファンドの異質性

- 文部科学省」 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_filp/proceedings/material/zaitoa021210/zaito021210\\_10.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa021210/zaito021210_10.pdf)
- (3) 財政制度等審議会財政投融资分科会議事録 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_filp/proceedings/proceedings/zaitoa021210.htm](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/proceedings/zaitoa021210.htm)
- (4) 財務省 (二〇二二)「財政投融资リポート二〇二二」 [https://www.mof.go.jp/policy/filp/publication/filp\\_report/index.html](https://www.mof.go.jp/policy/filp/publication/filp_report/index.html)
- (5) [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_filp/proceedings/material/zaitoa031223/zaito031223\\_02.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa031223/zaito031223_02.pdf)
- (6) 間接的に事業を支援した近年の例として、JR東海への三兆円融資がある。独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構を通じて、リニア中央新幹線の建設費用の一部貸付がおこなわれた。(参考：<https://www.mlr.go.jp/common/001146961.pdf>)
- (7) 財務省 国債金利情報 [https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest\\_rate/index.htm](https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm)
- (8) 前出の「財政投融资リポート二〇二二」参照。
- (9) 財投債の年別発行や償還・残高は下記で公開されている。[https://www.mof.go.jp/filp/publication/filp\\_report/zaito2019/zaitousainhakkoujoukyou.htm](https://www.mof.go.jp/filp/publication/filp_report/zaito2019/zaitousainhakkoujoukyou.htm)
- (10) 内閣府科学技術・イノベーション推進事務局 (二〇二二)「大学ファンドによる支援の基本的考え方」世界と伍する研究大学の実現に向けた制度改正等のための検討会議資料 [https://www.mext.go.jp/content/20211201-mxt\\_gak-kikan-000019308\\_2.pdf](https://www.mext.go.jp/content/20211201-mxt_gak-kikan-000019308_2.pdf)

（はらだ きみえ・中央大学商学部教授  
当研究所客員研究員）