

# こうえき

第7号

2019年12月2日 発行

【特集：学校法人】

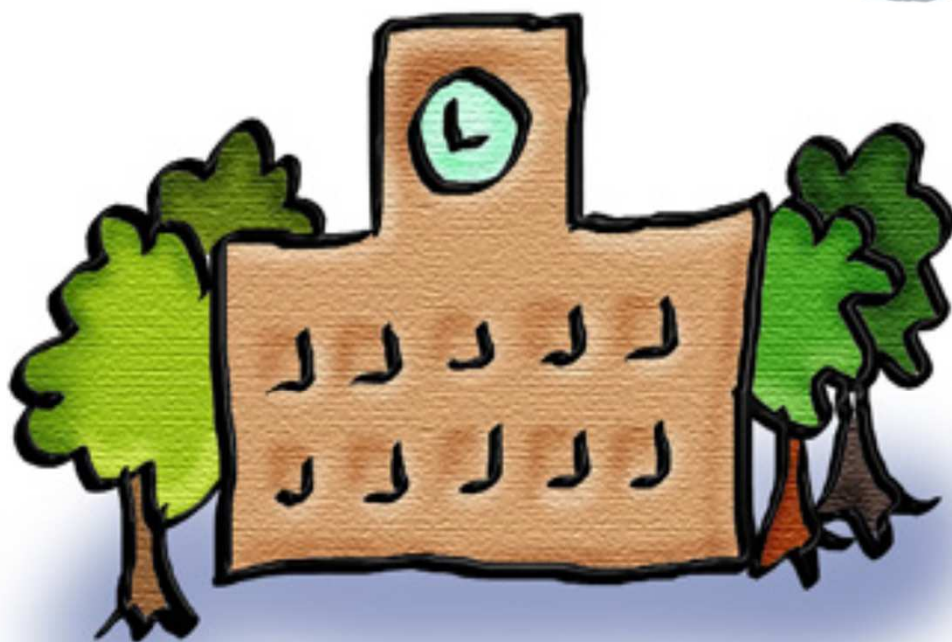
『2018年度 私立大学の決算分析』

『私立大学の財務運営の現状

財務担当理事調査から』

【インタビュー】

学校法人 昭和女子大学 坂東理事長・総長  
日興リサーチセンター 寺山所長・室長



いっしょに、明日のこと。  
Share the Future



SMBC日興証券

## 特集：学校法人

---

---

『2018年度 私立大学の決算分析』  
SMBC日興証券株式会社 公益法人業務部制度調査課  
主任研究員 河田 剛 ……………P 4

『私立大学の財務運営の現状 財務担当理事調査から』  
東京大学 大学院教育学研究科 大学経営・政策コース  
准教授 両角 亜希子 ……………P11

## インタビュー

---

---

『大学淘汰時代の女子大経営』  
学校法人 昭和女子大学 坂東 眞理子 理事長・総長 ……………P22

『ESG投資の現状と課題』  
日興リサーチセンター 社会システム研究所・ESG投資調査室  
寺山 恵 所長・室長 ……………P33

## 編集後記

---

---

『未来へ向かって』  
公益法人業務部 制度調査課長 安川 弘司 ……………P48

## 【特集：学校法人】

---

- 本資料は、別段の表示がない限り、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ますが、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があります。
- 実際の取引等をご検討の際には、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等にご留意いただき、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。

いっしょに、明日のこと。  
Share the Future



SMBC日興証券

# 『2018年度私立大学の決算分析』

SMBC日興証券株式会社  
 公益法人業務部 主任研究員  
 河田 剛

## 1 収支はやや改善も低水準

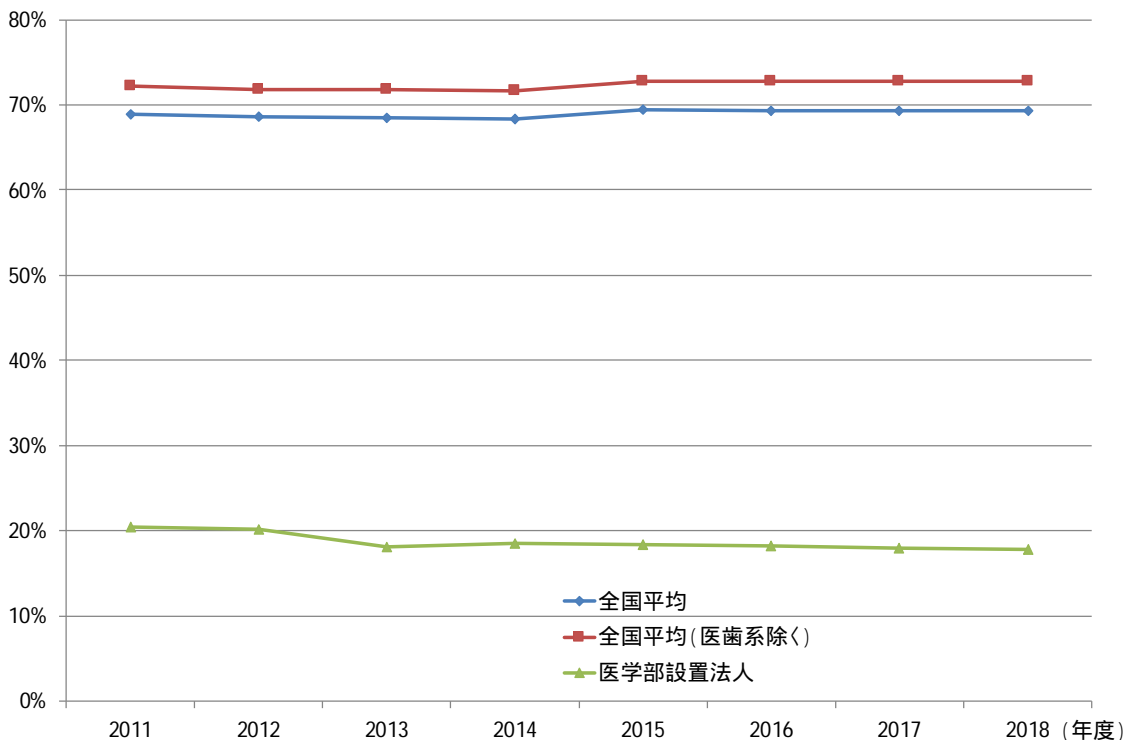
2018年度の学校法人決算について、大学を設置する学校法人のうち、各学校法人のHP、文部科学省の総括表等から必要なデータの取得が可能な536法人について集計を行った。

2018年度決算の傾向としては、法人の収支（教育活動収支差額比率、経常収支差額比率、事業活動収支差額比率）はわずかに改善したものの低水準にあること、人件費等の負担が依然として重いこと、寄付金、受取利息・配当金などによる財務基盤の強化が進んでいないこと、などがあげられる。以下に学校法人の主要財務指標を紹介する。

学生生徒等納付金比率（学生生徒等納付金/経常収入）

日本の大学は、米国、英国の大学に対して学生生徒等納付金（授業料等）への依存度が高いと指摘されている。学生生徒等納付金比率は2015年度に上昇した後、ほぼ横ばいの状態が続いており、依然として依存度が高い。

図表1 学生生徒等納付金比率の推移

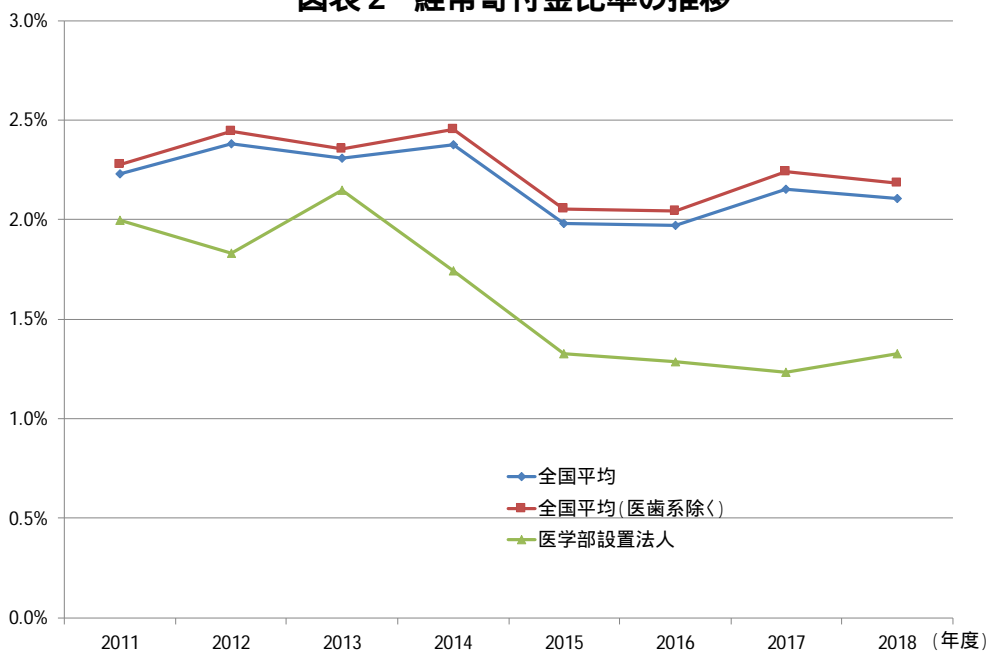


(出所) 各大学、文部科学省資料よりSMBC日興証券作成

## 経常寄付金比率（教育活動収支の寄付金/経常収入）

米国の大学では寄付金の運用が大学運営の重要なファクターとなっており、日本の大学でも寄付金の拡大が好ましいとされている。クラウドファンディング等、新たな手法も導入されているが、経常寄付金比率は思うように上昇していない。

図表2 経常寄付金比率の推移

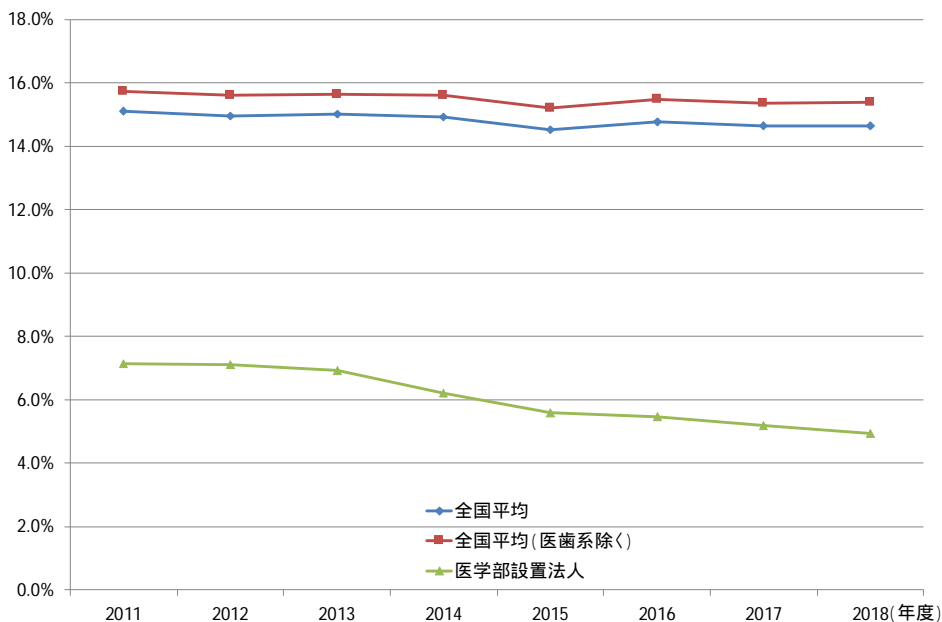


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

## 経常補助金比率（教育活動収支の補助金/経常収入）

国の財政の厳しさから、補助金は減額方向にあるため、補助金への依存度は下げることが好ましい。緩やかながらも経常補助金比率は低下傾向にある。

図表3 経常補助金比率の推移

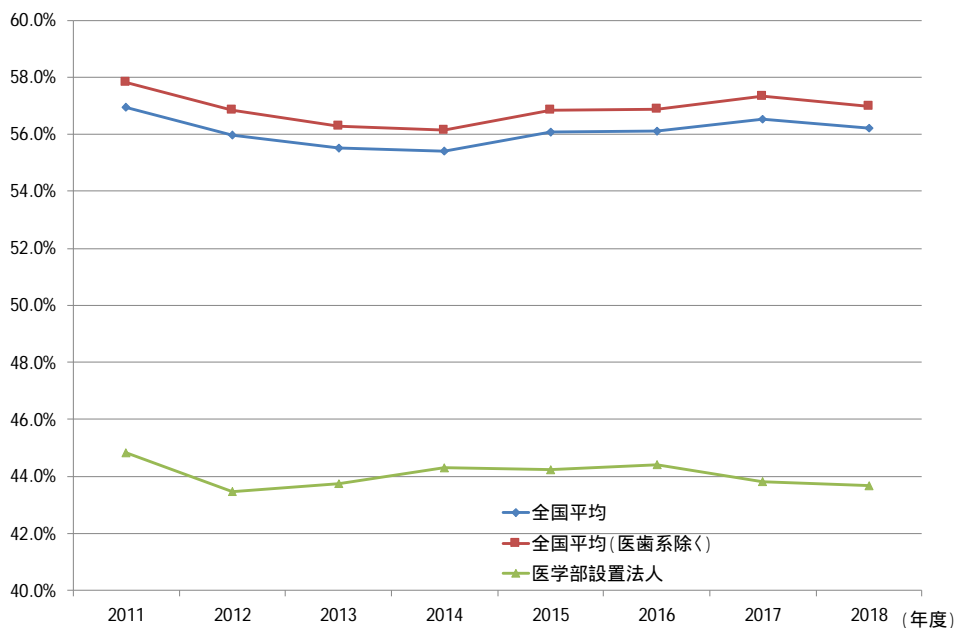


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

## 人件費比率（人件費/経常収入）

人件費は学校法人の費用項目の中で最大のウェイトを占めている。今後、教職員の高齢化や大学間の優良教員獲得競争の激化等によりさらに負担が増える可能性があり、教育の質とのバランスを考えながらコントロールする必要があると考えられる。2015年度以降、人件費比率は上昇傾向にあったが、2018年度はわずかに低下した。

図表4 人件費比率の推移

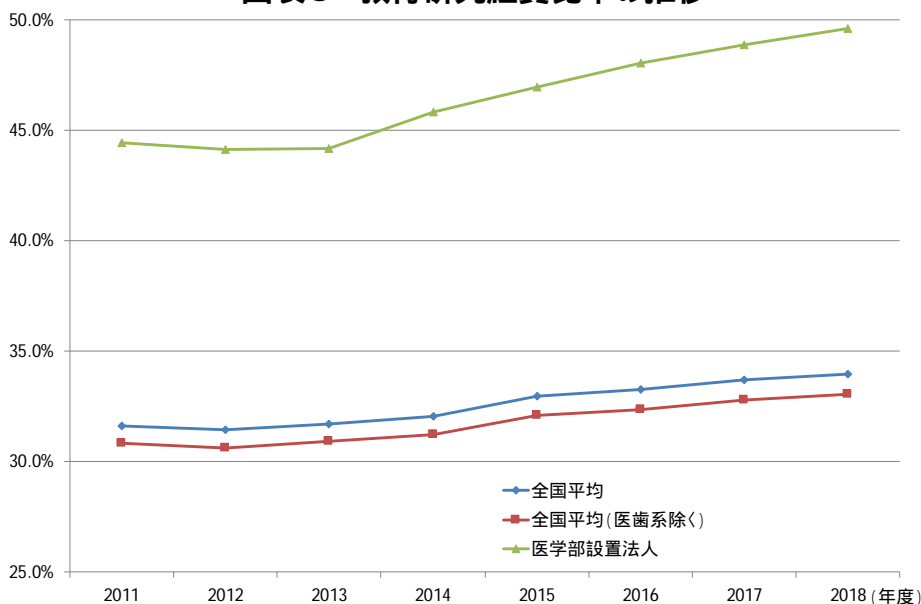


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

## 教育研究経費比率（教育研究経費/経常収入）

教育、研究は大学の競争力の源泉ともなるため、教育研究経費の増加は必ずしもマイナス要因とはならない。教育研究経費比率の上昇は大学の教学改革の取り組みを反映している可能性もある。

図表5 教育研究経費比率の推移

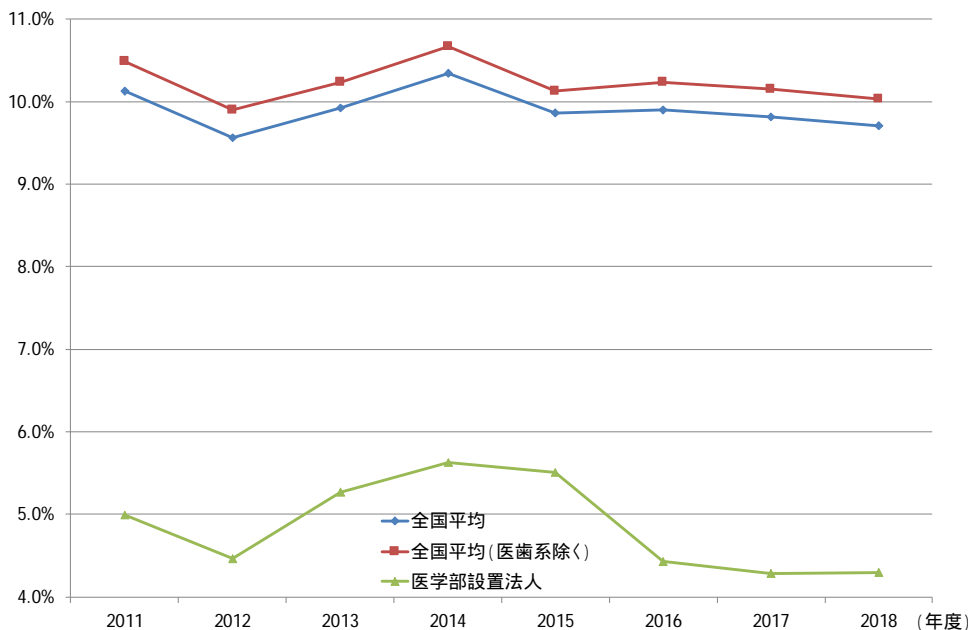


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

## 管理経費比率（管理経費/経常収入）

管理経費は抑制に取り組んでいる法人が多く、管理経費比率は低下傾向にある。

図表6 管理経費比率の推移

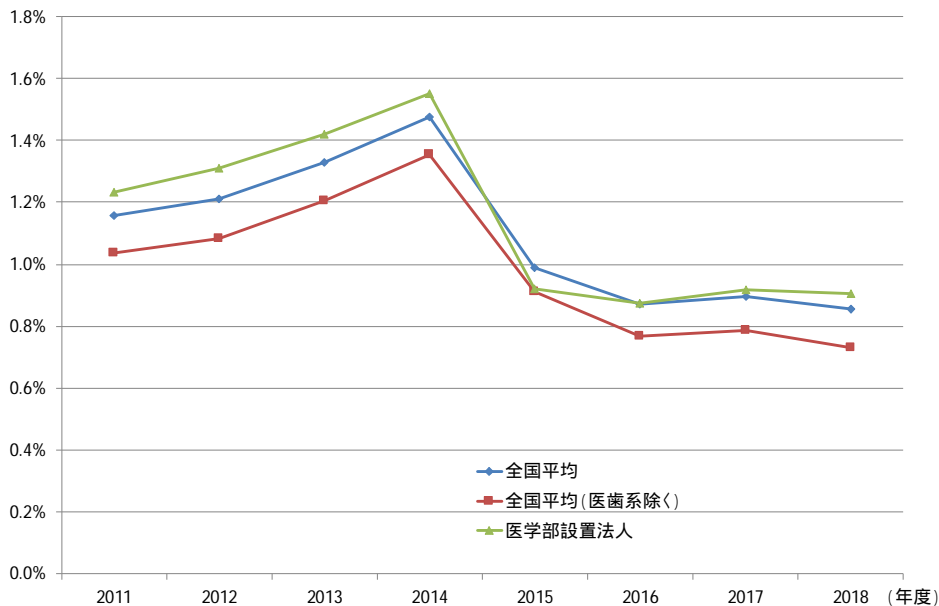


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

## 受取利息・配当金利回り（受取利息・配当金/推定運用可能資産）

米国の大学では資産運用収入が収入の大きなウエイトを占めており、財務基盤強化の観点から受取利息・配当金収入の増加が好ましいとされている。しかし、長期金利の低下などにより、受取利息・配当金利回りも低下している。受取利息・配当金比率（受取利息・配当金/経常収入）も2018年度の全国平均で1.45%にとどまっている。

図表7 受取利息・配当金利回りの推移

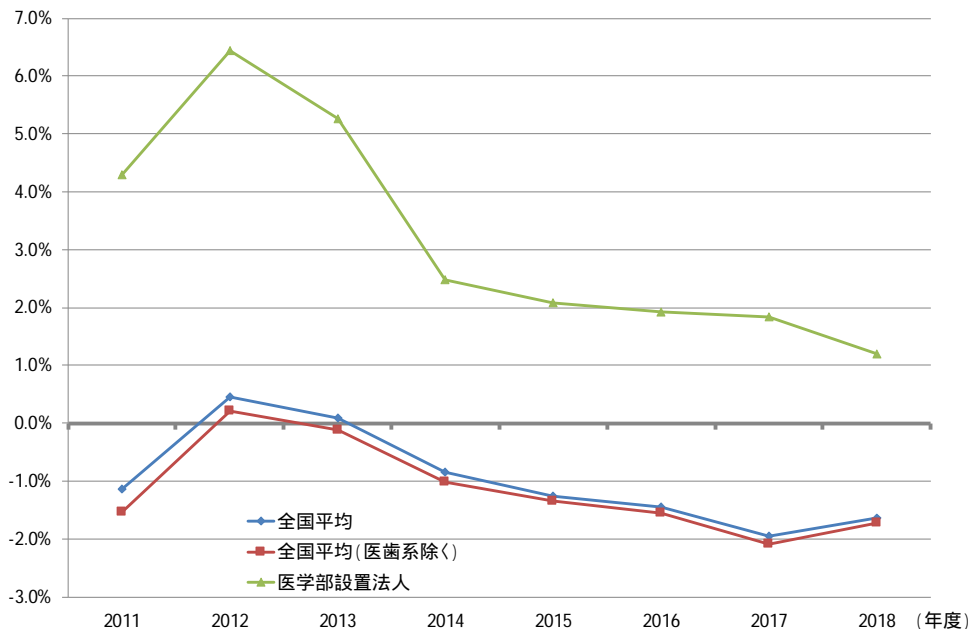


(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

教育活動収支差額比率（教育活動収支差額/経常収入）

学校法人の本業の収支である教育活動収支差額は、赤字基調が定着している。2018年度の教育活動収支差額比率はやや改善したもののマイナス領域で推移している。

**図表8 教育活動収支差額比率の推移**

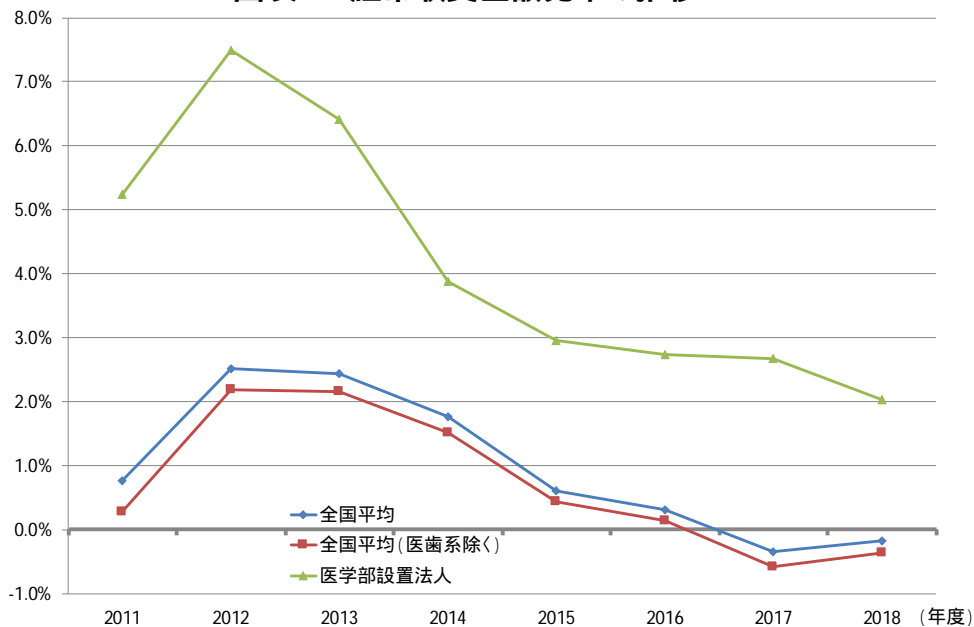


（出所）各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成

経常収支差額比率（経常収支差額/経常収入）

教育活動収支差額に教育活動外収支差額を加えた経常収支差額は2016年度までは黒字を維持していたものの、2017年度には赤字に転じて、2018年度はやや改善したもののマイナスが続いている。なお、医学部設置法人においては教育活動収支差額比率、経常収支差額比率ともさらに悪化した。

**図表9 経常収支差額比率の推移**



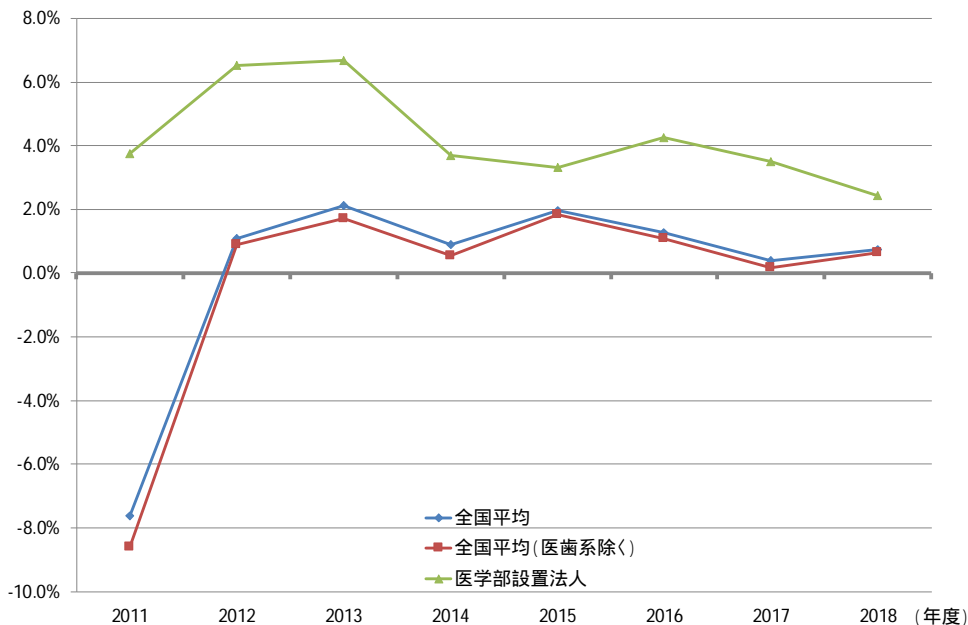
（出所）各大学、文部科学省資料よりS M B C日興証券作成



事業活動収支差額比率（基本金組入前当年度収支差額/事業活動収入）

企業会計では税引前利益率に相当する事業活動収支差額比率は、黒字を維持しているものの、低水準が続いており、今後マイナス領域に入る可能性がある。

**図表10 事業活動収支差額比率の推移**



(出所) 各大学、文部科学省資料よりS M B C 日興証券作成

(注)

1. 経常収入 = 教育活動収入計 + 教育活動外収入計
2. 事業活動収入 = 経常収入 + 特別収入計
3. 推定運用可能資産 = 特定資産 + その他の固定資産 × 0.66 + 流動資産 × 0.98  
 式中の乗数は「平成30年度版今日の私学財政（日本私立学校振興・共済事業団編）」  
 大学法人貸借対照表から算出した金融資産を計算するための調整係数。
4. 受取利息・配当金利回りは受取利息・配当金のみにより計算。有価証券の売却差損益・償還差損益等は考慮していない。受取利息配当金利回りのみ加重平均。他指標は単純平均。

## 2 学生規模別の財務諸指標

学校法人の財務状況は法人間でのばらつきが大きい。そこで、学生数の規模で法人を10グループに分け、それぞれの財務指標を算出した。対象は大学院大学、通信制大学を主に設置する法人を除く515法人で学生の多い順から ~ グループとした。 ~ グループは各51法人、グループは56法人としている。ただし、学生数は大学に在籍する学生のみで、高等学校以下の生徒、児童数は含まれていない。

2018年度においては、大規模法人と小規模法人を比較すると、教育収支差額比率は ~ 、 ~ グループ、経常収支差額比率は ~ グループ、事業活動収支差額比率は ~ グループがプラスになっているものの、それより小規模なグループではマイナスとなっている。グループについては、人件費比率が最も低い一方で、受取利息・配当金利回り、教育研究費率は高く、財務面、教学面ともに比較優位に立っていると考えられる。

一方、グループは補助金依存度が高く、人件費負担も重い。経常寄付金比率は高いが、これは一部の宗教法人系、医療系の法人で寄付金が恒常的に多いためと考えられる。いずれにせよ、小規模法人については経営改革を検討する必要性が高まっていると考えられる。

**図表11 学生数規模別の財務指標（2018年度）**

	学生数 (人)	学生生徒 等納付金 比率	経常寄 付金比率	経常補助 金比率	人件費 比率	教育研 究経費比 率	管理経費 比率	受取利 息・配当 金利回り	教育活動 収支差額 比率	経常収支 差額比率	事業活動 収支差額 比率
	18,425	72.58%	1.17%	8.73%	50.03%	35.61%	6.96%	0.79%	5.44%	7.18%	5.60%
	6,885	74.54%	1.36%	10.14%	52.20%	35.46%	8.41%	0.61%	1.89%	3.76%	4.14%
	4,280	72.56%	0.91%	10.50%	50.55%	34.23%	9.30%	0.59%	3.89%	5.64%	5.82%
	2,839	72.48%	1.64%	12.81%	57.04%	32.67%	8.94%	0.59%	-0.66%	1.09%	1.53%
	2,177	70.45%	1.03%	14.26%	54.29%	33.69%	8.82%	0.36%	1.88%	2.95%	2.45%
	1,527	72.80%	0.87%	16.07%	56.89%	32.11%	9.32%	0.42%	0.40%	1.44%	0.59%
	1,103	64.63%	0.89%	16.95%	57.17%	35.14%	9.73%	0.23%	-2.83%	-2.44%	-1.13%
	817	64.31%	0.98%	17.45%	58.64%	34.84%	10.88%	0.33%	-5.84%	-4.85%	-4.98%
	570	68.56%	0.99%	19.75%	62.22%	32.19%	11.00%	0.34%	-6.62%	-5.74%	-3.82%
	296	62.36%	7.25%	20.97%	63.27%	32.38%	11.56%	0.46%	-10.14%	-7.61%	-1.64%
全平均	3,857	69.46%	1.76%	14.82%	56.30%	33.82%	9.51%	0.47%	-1.35%	0.07%	0.83%

(注) 各指標は単純平均

(出所) 各大学、文部科学省資料よりSMBC日興証券作成

### 3 まとめ

2019年5月に改正私立学校法が国会で可決、成立し、2020年4月より施行されることとなった。改正私立学校法には、理事、監事の責任の明確化、中期経営計画の作成の義務付け、財務情報の開示の強化などが盛り込まれている。大学の経営環境が厳しさを増すなか、の影響もあり、学校の財務内容に対する注目度は高まっていくものと考えられる。現状においては大学の財務内容は緩やかなペースではあるものの悪化傾向にあるとみられる。コスト削減も一つの方策ではあるものの、米国の大学ではむしろ学生獲得競争の激化から、むしろコストは増加する傾向にある。このため、日本においても資産運用や事業収入等による収入面の強化の必要性がさらに高まるものと予想される。

# 『私立大学の財務運営の現状 —財務担当理事調査から』

東京大学 大学院教育学研究科  
大学経営・政策コース 准教授  
両角 亜希子

18歳人口の減少、補助金政策の変化などの環境変化の中で、私立大学の財務運営は厳しさをさらに増している。各私立大学はどのような財務上の課題を感じ、どのような将来展望を持ち、どのような財務マネジメントを行っているのだろうか。また、それらはどのような効果につながっているのだろうか。本稿では、そうした私立大学の現状と課題について検討する。具体的には、東京大学 大学経営・政策研究センターが2019年2月に実施した「大学の財務運営に関する理事調査」のうち、私立大学の回答データを紹介していく。この調査では228校の四年制私立大学が回答し、回収率は39.1%であった。この調査の調査票や、単純集計の結果は、下記の東京大学 大学経営・政策研究センターのウェブサイトに掲載しているのであわせて参照されたい。

<http://ump.p.u-tokyo.ac.jp/crump/cat77/cat237/>

詳しくは原稿をお読みいただければと思うが、本稿で明らかになったポイントをあらかじめ簡単に示すと以下の通りである。

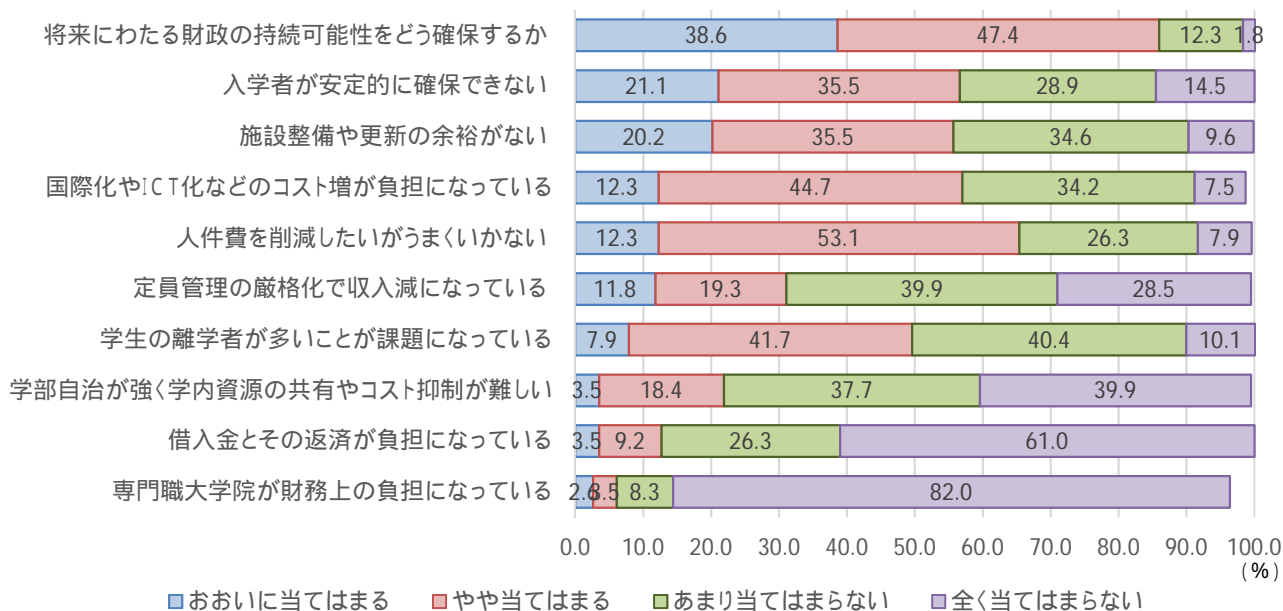
- ・私立大学は財務運営に大きな危機感を感じており、大学の規模により感じている課題観が異なっている。（第1節）
- ・しかし、財務分析・管理については、全体的に「実施しているものの不十分」という回答が多い。必ずしも危機感の大きい大学、あるいは資源の豊かな規模が大きい大学ほど十分に財務分析・管理を実施できているとも限らなかった。（第2節）
- ・財務分析・管理を行うことは、財務状況の改善に一定の効果がみられる。具体的には、経営指標の目標と実績を比較し要因分析することや費目別の詳細分析を行っている大学ほど、人件費比率が低い（良い）傾向にあるという結果が確認できた。大学全体で見れば、こうした取り組みは十分に実施されておらず、今後、力を入れて実施していくことで、財務状況が一定程度、改善することが期待できるのではないか。（第3節）

## 1 財務運営上の課題

私立大学はどのような財務運営上の課題を抱えているのだろうか。「大いに当てはまる」「やや当てはまる」「あまり当てはまらない」「まったく当てはまらない」の4件法で尋ね、ここでは「大いに当てはまる」という回答が多い順に項目を並べ替えた（図1）。回答校の86%は「将来にわたる財政の持続可能性の確保」に不安を感じている。「入学者の安定的確保」「施設整備や更新」「国際化やICT化などのコスト増」「人件費削減がうまくいかない」「離学者の多さ」なども約半数の大学で課題になっている。それ以外の項目（「定員管理の厳格化で収入減」「学部自治が強く学内資源の共有・コスト抑制が難しい」「借入金とその返済が負担」「専門職大学院が負担」）は、一部の大学では大きな課題だが、多くの大学ではそれほど問題視されていないこともわかる。

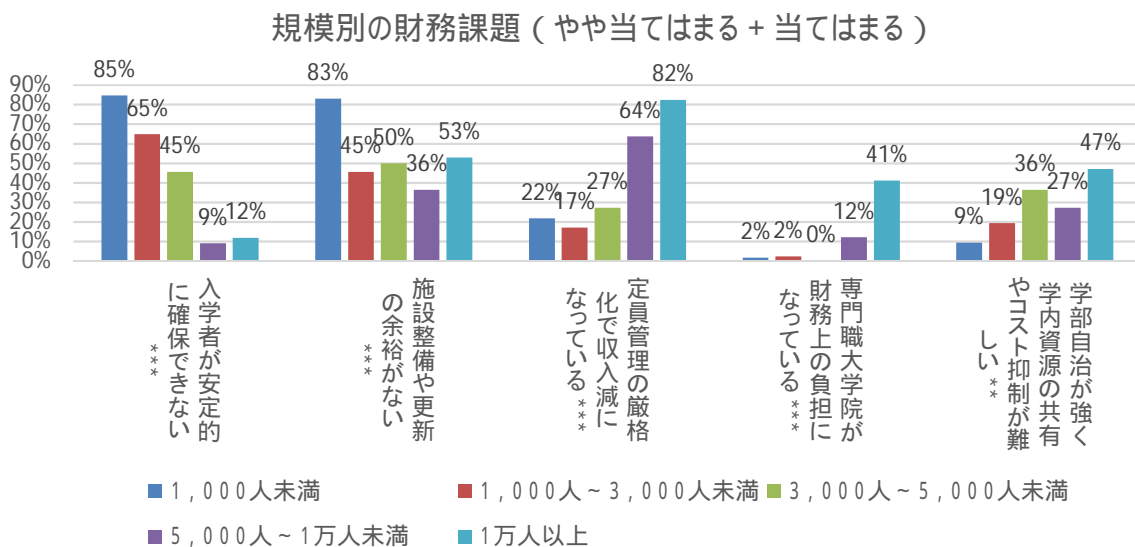
これらの項目は当然ながら、大学の属性（規模・立地等）によって影響を受けていると考えられる。そこで、ここでは大学の規模と財務運営上の課題の関係を見て、規模による違いがみられた項目の結果を図2に示した。「入学者の安定的確保」「施設整備や更新の余裕がない」は規模が小さい大学ほど課題になっており、「定員管理の厳格化による収入減」「専門職大学院」「学部自治が強く学内資源の共有・コスト抑制が難しい」は規模が大きい大学、特に、1万人以上の大規模大学で大きな課題になっていることがわかる。私学の財務運営の厳しさは増しているが、それぞれの大学の特性によって、感じている財務課題は異なっている。

図1 財務運営上の課題



（注）合計値が100%にならないのは無回答があるため。以下同様。

## 図2 規模別に違いがみられた財務運営上の課題



（注）\*\*\*は0.1%水準、\*\*は1%水準、\*は5%水準、+は10%水準で有意。以下同様。

## 2 財務マネジメントの現状

それでは、こうした財務運営上の課題を感じつつ、各大学はどのように財務マネジメントを行い、諸課題に対応しようとしているのか。

まずは、財務分析・管理の実施状況についてみていく（図3）。ここでは「十分に実施」「実施しているが不十分」「実施していない」の3件法で尋ねた。全体的にみて、「実施はしているが不十分」と感じている大学が多く、「十分に実施」は意外と少ない結果であった。「十分に実施」の回答が多い順に並べたが、最も多くの大学が実施しているのは「中長期の財務シミュレーション」で、「部門別収支の作成と予算への反映」「財務比率分析による改善策検討」「学部ごとの予算編成・管理・財務分析」「費目別の詳細分析」と続いている。最も実施されている「中長期の財務シミュレーション」については、28%の大学が十分に実施しているが、65%は実施しているものの不十分、7.5%の大学では実施さえしていない。「学生1人当たり分析による改善策検討」は56%の大学で、「適正コマ数の分析」は54%の大学で、「他大学とのベンチマーキング」は42%の大学で実施されていない。財務運営が厳しさを増していると感じているに関わらず、財務分析・管理は十分に行われていないという結果といえる。

大学全体の総開講コマ数については、10年前と比べて、「増加した」が59%、「変わらない」が26%、「減少した」が15%となっており（図表は省略）、教育上の要請からコマ数は増える傾向にある。学生にとっての選択肢が増えることは良いことかもしれないが、学生が一学期間に履修できる科目の数には限りがあり、コマ数が増えたから、選択の余地が広がっているとは限らない。また、財政上・管理運営上の観点から考えれば、コマ数が増加すれば、教員や教室がさらに必要になり、時間割や教室の調整も難しくなるため、適正コマ数という考え方は必要なはずである。今後の大学全体の総開講コマ数の方針については、「減らしたい」43%、「変わらない」50%、「増やしたい」7%となっている。減らしたい場合も、科目数を一定に保つ場合も、何らかの方針がなければ、要求



科目数は増える傾向にあるので、今後は一定の分析が必要なのではないかと考える。なお、コマ数について、10年前との増減、今後の方針と、適正コマ数の分析状況の関係を探ったが、関係性は確認できなかった（図表は省略）。少なくとも総開講コマ数を今後減らしたいと考えていれば、適正コマ数の分析を行っているのが当然ではないかと考えていたのだが、この結果を見る限り、適正コマ数の分析を十分に行わないままに、コマ数が決まってしまう状況を示しているのではないかと考えられる。

なお、財務分析・管理をするにも一定のマンパワーが必要になるため、規模によって実施度が異なっている可能性も考えられる。そこで、規模と図3の項目の関係を確認したところ、違いがみられたのは、中長期の財務シミュレーションと他大学とのベンチマーキングの2項目のみであった（図4）。ただし、規模が大きいほど実施しているという単純な結果ではない。中長期の財務シミュレーションを最も熱心に実施しているのは、5,000～10,000人未満の学生数の大学で、他大学とのベンチマーキングを最も熱心に実施しているのは、3,000～5,000人未満の学生数の大学であった。こうした分析の必要度の違いとその実施を可能とするマンパワーの両方が影響していて、このような結果になっているのではないかと考えられる。

図3 財務分析・管理の実施状況

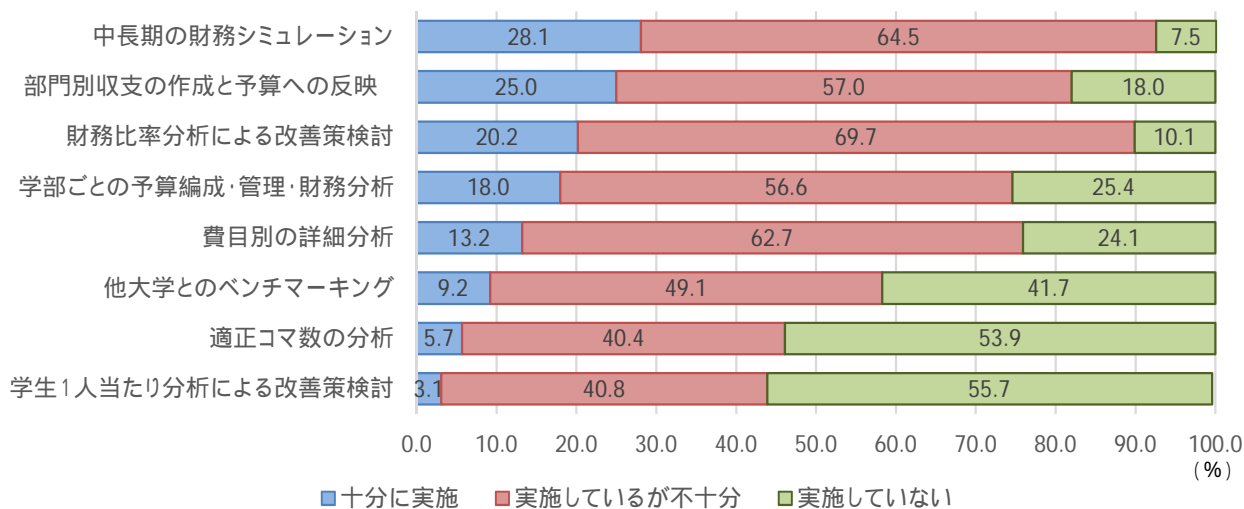
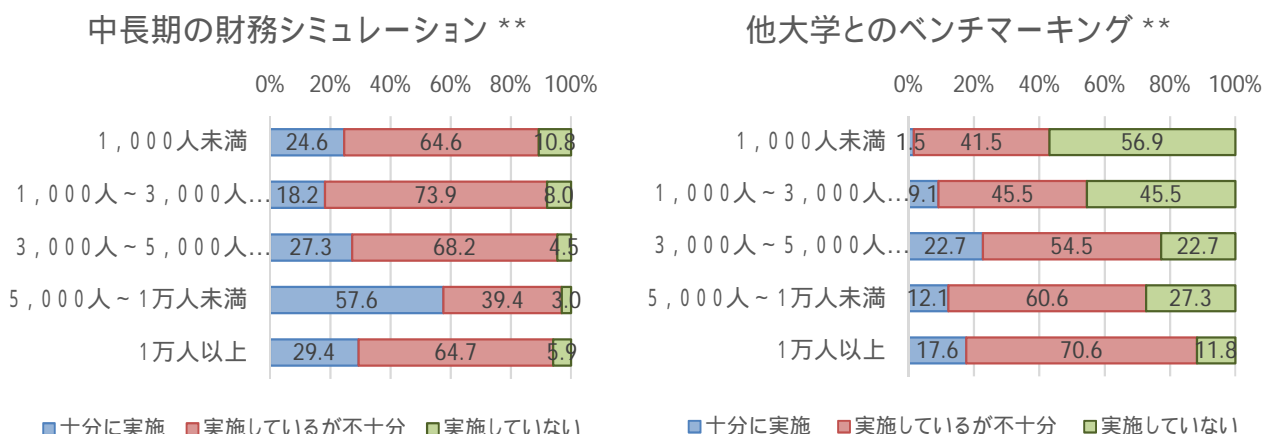


図4 規模別に違いが見られた財務分析・管理の実施状況



経営状況を維持・改善するためには、実現が困難な財務課題にも着手する必要があるが、実態はどのようになっているのか（図5）。「教職員数の見直し」は38%の大学で既に着手、46%の大学で改善に着手したいと考えられている。「授業の最低開講人数の設定」については32%の大学で既に着手、34%の大学で改善に着手したいと考えているが、33%の大学では特に対応は考えていない。「教職員の給与改定」については、29%の大学で既に着手、47%の大学で着手したいと考えている。「教職員の評価に連動した処遇」については、27%の大学で着手しており、58%の大学で改善に着手したいと考えている。「授業料の値上げ」は20%の大学で着手、40%の大学で着手したいと考えているが、39%の大学では対応は考えていない。「教員のエフォート管理」については、8%の大学で既に着手しているが、38%の大学では対応は考えていない。

図5 財務課題の着手状況

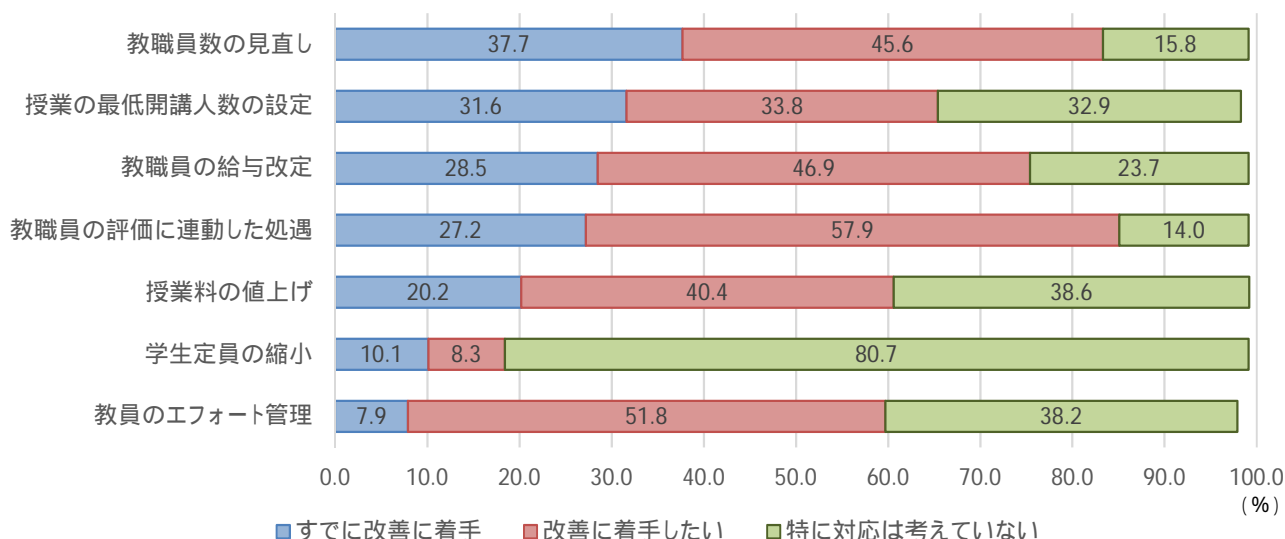
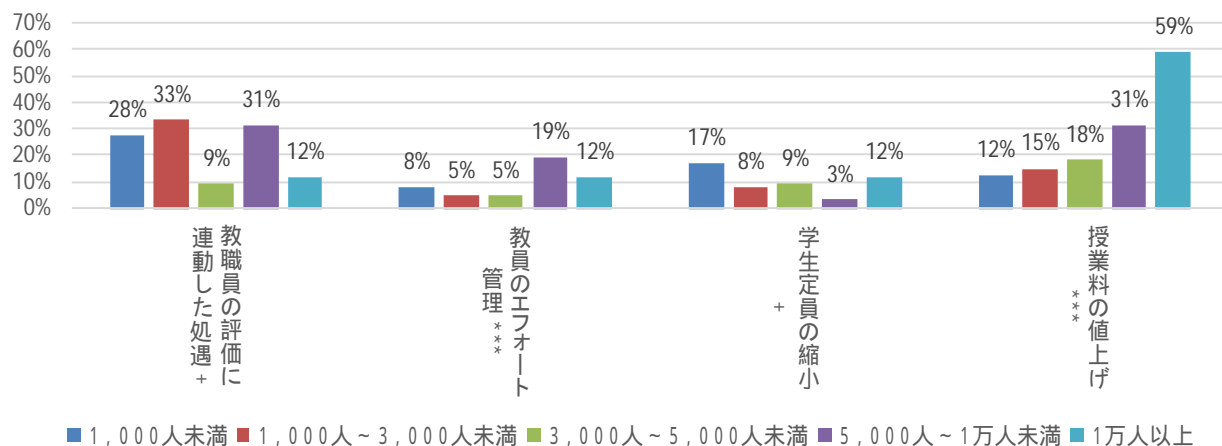


図6 規模別に違いがみられた財務課題への着手状況

### 規模別の「すでに改善に着手」の割合



なお、規模別にみたと、違いがみられたのは次の4項目であった（図6）。「教職員の評価に連動した処遇」は、3,000人未満の大学と、5,000～10,000人未満の大学で比較的導入が進んでいる。「教員のエフォート管理」については、5,000～10,000人未満の大学で最も導入されている。「学生定員の縮小」については、もともと規模が小さい1,000人未満の大学で最も進んでいる。定員を確保できない大学で、実態に合わせて規模を縮小せざる得なくなっているケースが多いと考えられる。他方、「授業料の値上げ」については、規模が大きいほど、特に10,000人以上の大学で行われていることがわかる。

次に経営指標の作成・活用についてみていく（図7）。経営指標について、8割ほどの大学で、「文科省や私学事業団の指標を活用」し、「過去からの推移で目標を設定」していることがわかる。「ベンチマーク校との比較から経営指標を設定」している大学は34%とあまり多くない。経営指標の活用については、「理事が定期的に確認」し、「目標と実績を比較し要因分析を実施」している大学は約7割である。「重要な経営指標を教職員の到達目標として活用」している大学は42%、「経営指標の達成度を部局への配分等に影響」は27%とあまり多くない。大学の規模と経営指標の作成・活用との関係を探ったところ、規模が小さい大学ほど、「各部局の自己申告をもとに目標を設定」する傾向はみられたものの、それ以外の項目については明確な関係は見られなかった。

図7 経営指標の作成と活用の状況

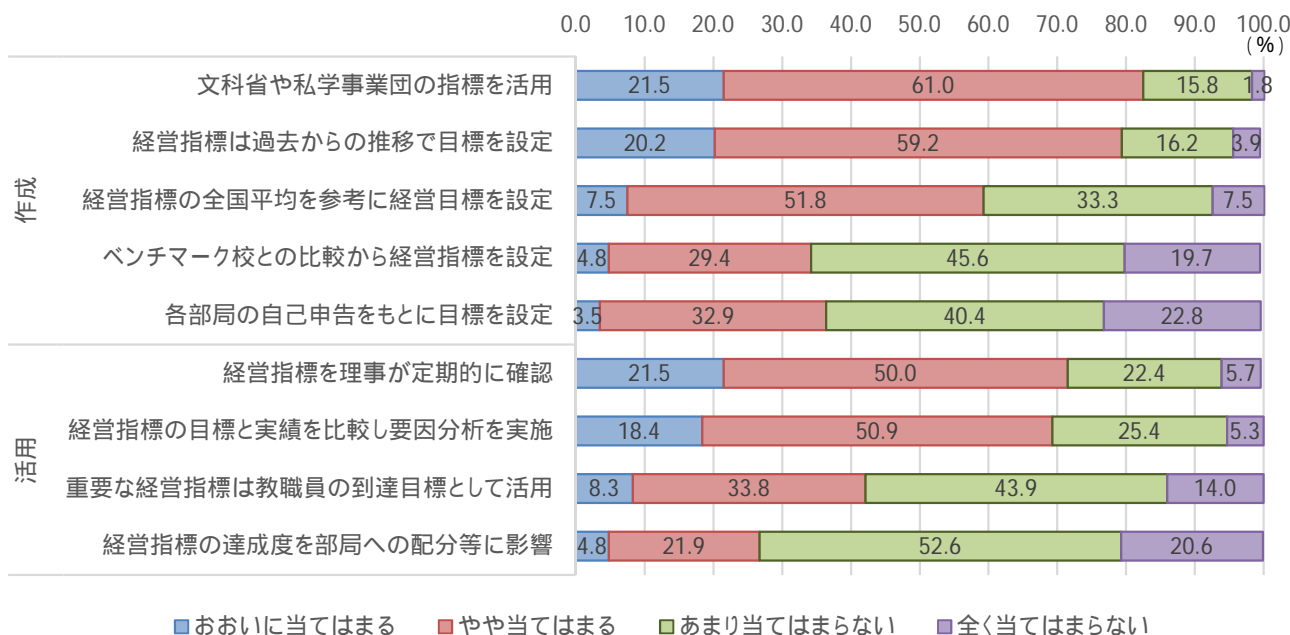
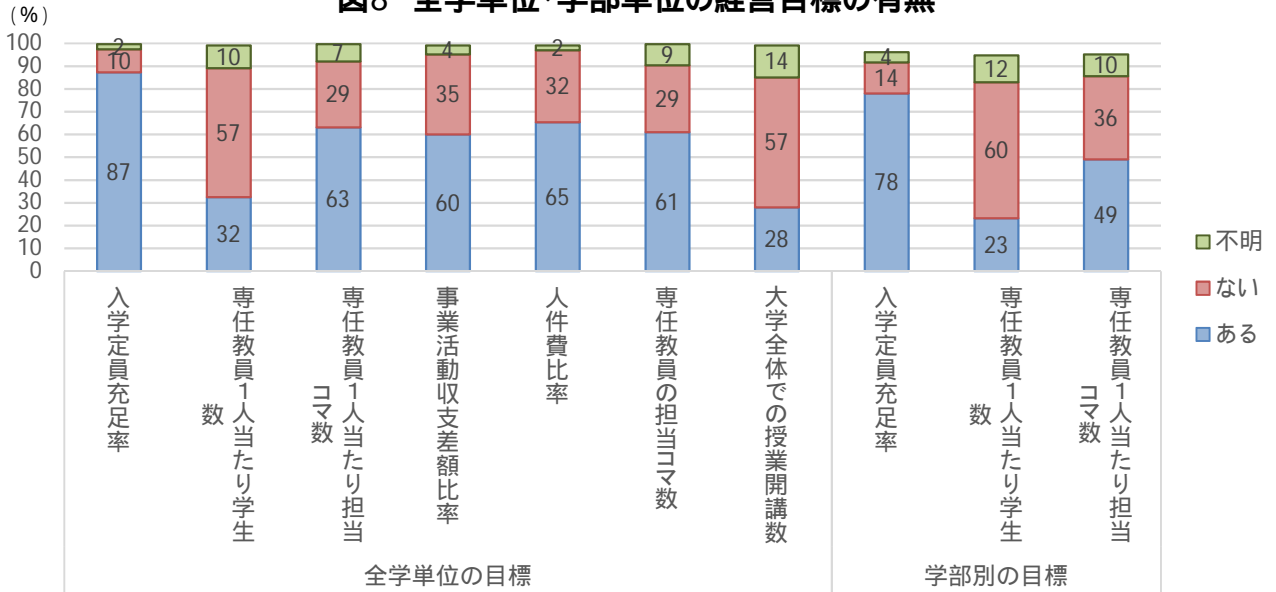




図8 全学単位・学部単位の経営目標の有無

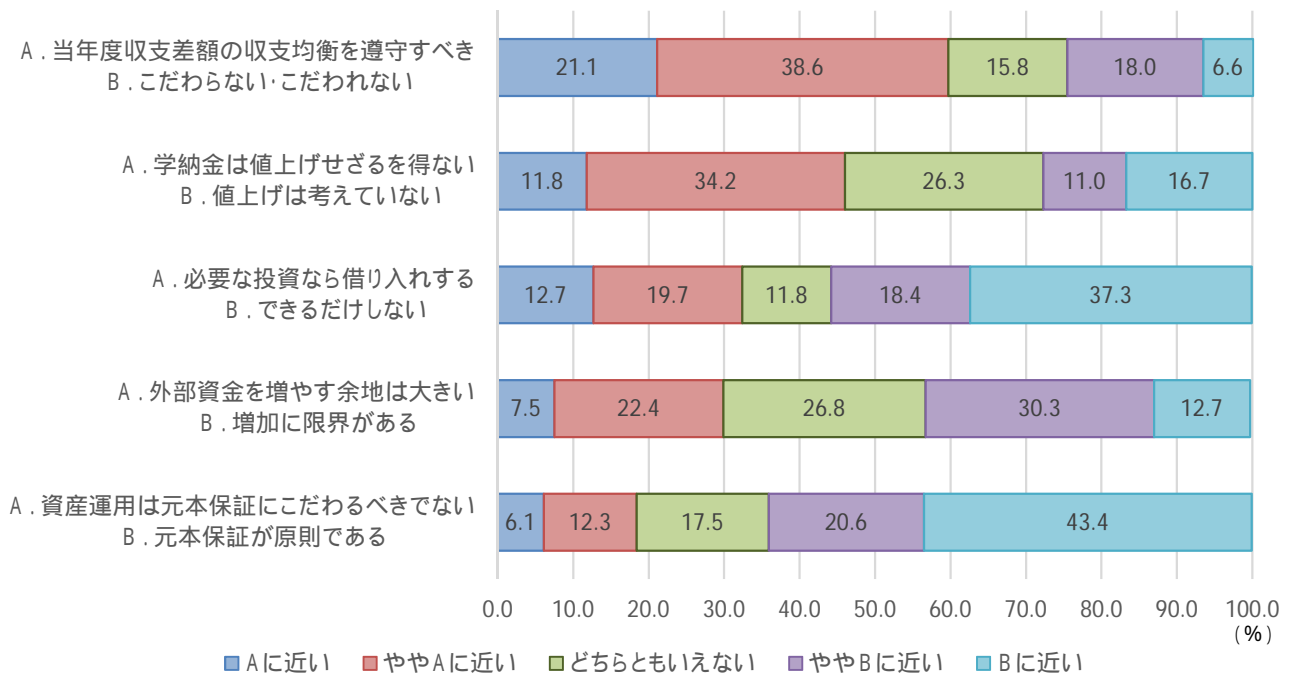


具体的な経営目標の指標としてどのようなものを用いているのだろうか。図8には、全学単位・学部単位での目標の有無について示した。入学定員充足率については、経営に最も直接的に影響を与える指標であるため、全学単位、学部単位ともに、8割ほどの大学で目標を設定している。事業活動収支差額比率、人件費比率のほか、専任教員1人当たり担当コマ数、専任教員の担当コマ数については、全学単位では6割強の大学で目標を設定している。しかしながら、専任教員1人当たり学生数、大学全体での授業開講数についても、経営に大きな影響を与える指標ではあるが、目標として設定しているのは3割前後とあまり多くはない。またこれらの項目について全学単位で目標があるかどうか分からないとの回答が1割ほどで、あまり注視されていないことがわかる。なお、こうした目標指標の設定の有無は、大学の規模との関係は見られなかった。

調査ではどのような財務マネジメントを行うのかに影響を与える財務運営の基本的な考え方についても尋ねている(図9)。「当年度収支差額の収支均衡」については、60%が遵守すべきと、25%がこだわらない・こだわれないと答えた。「学納金(授業料)」については、46%は上げざるを得ないと考えており、27%は考えていない、26%はどちらともいえないと意見が分かれた。「外部資金」については、43%が増加に限界があると答え、30%は増やす余地は大きいと答えたが、27%はどちらともいえないと回答している。

財務上のリスクに対する考え方として、借入と資産運用について尋ねた。どちらも全体としては安全志向が強い。「借入」に対しては、56%ができるだけしない、32%が必要な投資ならすると答えている。「資産運用」については、64%は元本保証が原則と答え、元本保証にこだわるべきでないという回答したのは18%であった。

### 図9 財務運営に対する基本的な考え方



これらの変数と規模との関係を探ったところ、3つの項目で違いがみられた（表1）。違いが見られなかった借り入れに積極的かどうか、当年度収支差額の収支均衡にこだわるかどうか、という観点については、大学の属性というよりは、その大学（あるいは経営陣）の考え方による違いと言えそうだ。外部資金を増やす余地は大規模大学ほどであると回答し、授業料の値上げも大規模大学ほどせざるを得ない、逆に小規模大学では選択肢に入りにくいことがわかる。資産運用についても、規模が大きい大学ほど元本保証にこだわらすべきでないという考え方が多い傾向がみられた。結果は示さないが、定員充足状況、人件費比率、事業活動収支差額比率をそれぞれ3 - 4類型に分けて、それらとの関係を探ったが、定員充足状況が悪いほど、人件費比率が高いほど、外部資金に限界があると回答する傾向があったが、それ以外の項目については関係性が確認できなかった。

### 表1 規模別に違いがみられた方針

	外部資金 *			授業料の値上げ *			資産運用 **		
	増加は限界	どちらとも	増やす余地あり	考えていない	どちらとも	せざるを得ない	元本保証が原則	どちらとも	こだわらすべきでない
1,000人未満	54.7%	25.0%	20.3%	38.5%	29.2%	32.3%	63.1%	24.6%	12.3%
1,000人～3,000人未満	48.9%	25.0%	26.1%	34.1%	27.3%	38.6%	71.6%	11.4%	17.0%
3,000人～5,000人未満	31.8%	40.9%	27.3%	18.2%	27.3%	54.5%	72.7%	9.1%	18.2%
5,000人～1万人未満	30.3%	24.2%	45.5%	9.1%	18.2%	72.7%	42.4%	30.3%	27.3%
1万人以上	17.6%	23.5%	58.8%	5.9%	23.5%	70.6%	58.8%	5.9%	35.3%

## 3 財務マネジメントの効果

では、こうした財務マネジメントをしていることと、経営状況はどのように関連しているのでしょうか。今回は一時点を切りとって、財務状況が良いかどうか、どのような財務マネジメントをしているのかどうか、という関係性を試行的に分析してみた。ただし、本来であれば、時間軸をずらして、どのような財務マネジメントをすることで、財務状況の改善・維持に効果があるのかを分析することが望ましく、結果を見る際には一定の留意が必要ではある。ここでは、財務マネジメントの変数として、図3、図7で示した項目を投入してみて、影響が確認できたものに限定して最終的な分析結果を示した。

表2では、人件費比率と定員充足率をそれぞれ3つの類型に分けたものを被説明変数として、重回帰分析を行った結果を示した。事業活動収支差額比率はその年度特有の影響が出やすいので、財務状況の良し悪しは人件費比率を見るほうが的確に把握できると考えた。いずれも偏回帰係数がプラスであるほど、財務状況が良い（人件費比率が低い、定員充足状況がよい）ように変数を作った。

まず、人件費比率については、規模の影響は大きい、立地の影響はない。規模は1,000人未満を基準として、それを比較したうえでの影響をみているが、5,000人以上になると人件費比率が低い（良い）という関係が明確にみられる。財務マネジメントについては、経営指標の目標と実績の比較・要因分析をしているほど、また費目別の財務分析をしているほど、人件費比率が低いという関係がみられた。こうした財務分析を行うことが一定の効果を上げていると考えられる。一方で、教職員への説明・理解や適正コマ数の分析についてはマイナスの関係が確認できる。つまり、人件

**表2 人件費比率、定員充足率の規定要因**

		人件費比率類型 ( 1 )		定員充足状況類型 ( 2 )	
		標準化係数	有意確率	標準化係数	有意確率
規模	(定数)		***		***
	1,000人未満(基準)				
	1,000人～3,000人未満	.136	+	.297	***
	3,000人～5,000人未満	.093		.348	***
	5,000人～1万人未満	.299	***	.298	***
	1万人以上	.291	***	.396	***
立地	三大都市圏内ダミー	.039		.077	
	政令指定都市、東京23区内ダミー	-.114		-.039	
部局や構成員のマネジメント	部局とのやり取り( 3 )	.058		.030	
	教職員説明理解( 4 )	-.230	**	-.118	+
財務分析	経営指標の目標と実績を比較し要因分析( 5 )	.232	**	-.114	
	費目別の詳細分析( 5 )	.127	+	.162	*
	適正コマ数の分析( 5 )	-.180	*	-.104	
調整済み R2 乗		.184		.221	
F 値		5.092	***	6.200	***

(注)分析に用いた資料は以下の通り。

( 1 )人件費比率類型 1=人件費比率が60%以上、2=50～60%、3=50%未満

( 2 )定員充足状況類型 1=収容定員充足率が80%未満、2=80～100%、3=100%以上

( 3 )部局とのやり取りは、「部局から新規事業を提案させ、評価・配分している」「教職員の新規採用や昇任の際に本部とのやり取りがある」「入学定員充足率の目標設定には本部も関与する」の合成変数(3～12)

( 4 )教職員説明・理解は「教職員に対して財務状況を丁寧に説明している」「教職員は財務状況・方針を理解している」の合成変数(3～8)

( 5 )いずれも「おおいに当てはまる(4)」「やや当てはまる(3)」「あまり当てはまらない(2)」「全く当てはまらない(1)」

費比率が高い（財務状況が悪い）ほど、その状況を教職員へ説明して、理解や協力を求め、同時に、どこか改善の余地はないだろうかと、適正コマ数の分析まで行っていると解釈できる。

定員充足状況については規模の影響がきわめて大きい。1,000人未満と比べると、それ以上の規模のところではいずれもより定員充足状況が良いことがわかる。三大都市圏内か否か、政令指定都市または東京23区内かどうか、という区分で見た限り、立地の影響は見られなかった。人件費比率ほどではないが、財務マネジメントの影響も確認できる。費目別分析をしているほど、定員充足状況が良いこと、また定員充足状況が悪い大学の方はより教職員に熱心に財務状況を説明している関係が確認された。

今回の試行的な分析によれば、経営指標の目標と実績を比較し要因分析することや費目別の詳細分析を行っている大学は、規模などの諸条件の影響を一定にしたうえで、人件費比率などを向上させているという結果がみられた。図3をみれば、費目別の詳細分析を十分に実施している大学は13%に過ぎず、実施しているが不十分な大学が63%、実施していない大学が24%であった。また図7をみると、目標と実績のずれの要因分析は「大いに実施」は18%、「やや実施」が51%、31%は「あまり・全く実施していない」と回答している。つまり、いずれの項目についてもあまり熱心に行われているとはいいがたい状況であり、前向きに考えれば、こうした財務分析をより充実させていくことが、財務状況の改善につながる可能性を示している。また、こうした分析を熱心に行っている事例の検討・紹介は他の大学にとっても役に立つ情報になるはずである。教職員への説明などは財務状況が悪くなってから熱心に取り組んでいる様子がかがえたが、今後さらに厳しさを増す状況についても早めに共有し、知恵を出し合うこともまた必要なのではないだろうか。財政状態がかなり悪化してしまっただけからは、取れる選択肢自体が限られていくと考えられる。

<< 執筆者 >>

両角 亜希子

東京大学 大学院教育学研究科 大学経営・政策コース 准教授

略歴 プロフィール等

東京大学大学院教育学研究科博士課程単位取得退学。博士（教育学）。

産業技術総合研究所技術と社会研究センター研究員、東京大学 大学総合教育研究センター助手、助教等を経て、2013年より現職。文部科学省中央教育審議会大学分科会臨時委員。主な著書は、『学長リーダーシップの条件』（編著、東信堂、2019年）、『私立大学の経営と拡大・再編－1980年代後半以降の動態』（単著、東信堂、2010年）など。

# インタビュー

---

いっしょに、明日のこと。  
Share the Future



SMBC日興証券



## インタビュー

学校法人 昭和女子大学 坂東 眞理子 理事長・総長

### 『大学淘汰時代の女子大経営』

**日興：**最初に、女子大を取り巻く環境について伺いたいと思います。かつては短大卒の女性を一般職採用する、というのが女性の就職のあり方のメインであり、昭和女子大学さんも短大の方がメイン経営されていたと思うのですが、それがどのような形で変化していったか、ということについて伺えればと思います。

**理事長：**18歳人口が全般的に落ちているので私立大学はどこも苦しいのですが、中でも女子大学・女子短大が苦しんでいます。特に90年代の半ばから女子短大進学率が急速に落ちています。女子短大のいくつかは共学の4年制に衣替えするか、あるいは4年制の女子大になられたところもあります。女子短大にニーズがあったのは、日本の企業が共学の4年制の大学を卒業した女子を自分たちのメンバーとしては受け入れたくない、アシスタント、外辺部の短期的に働く女性ならば受け入れる、その需要だったと思います。



若い女性アシスタントに対するニーズに女性短大がぴったり応えていたということです。数年働いて、寿退社をして、子供が大きくなったらパートでまた職場に復帰する。企業戦士として働く夫を、後顧の憂いなく、しっかりと銃後の妻が支え、そして次国民を育てる、というモデルに女子短大はぴったりだったのです。しかし、高度経済成長・バブルが終わり、失われた20年の間に、高齢化、少子化、日本経済の停滞が日本的な雇用のあり方、日本的な家庭のあり方を存続できなくさせてしまいました。男性たちが銃後の妻に支えられて一家を支える、定年まで年功で賃金が上がっていく、という時代ではなくなってきています。一方で、女性たちも単なるアシスタントではなく、責任をもち、能力を発揮するような仕事につきたい、というような人たちがだんだん増えています。そういう女性たちにとっても短大というのは魅力的ではない、という状況になって、90年代の後半から急速に短大進学者が減りました。その中で、短大と4年制を併設していた女子大は4年制に切り替える、昭和女子大がまさしくそうです。

私は2004年から昭和女子大学に来たのですが、短大が急速に定員割れをする、それに対して定員を減らす、しかしなかなか減少が止まらない、そうした状況の中で、なんとか4年制で新しい学部・学科を作って、短大の減った分を補おうとしました。私は2005年から副学長、2007年から学長を務めておりましたが、新しい学科を設置し、既存の学科も5人ぐらいずつ定員を増やすなど、少しずつ増やしてきました。しかし、短大の減り方を補うことはできない。一方で一生懸命水を入れていけるけれど、一方からは水がどんどん出ていくというような状況が続きました。それで2013年に短大をクローズしてからかなり上向いた感じです。

女子大に関わる外国の例をみると、アメリカも昔は女子大がリベラル（アーツ）カレッジで、ヒラリー・クリントン元国務長官のように優秀な女性たちが女子大からハーバードだとか、イェールだとかのロースクール、ビジネススクールに行く、というルートがありました。しかし、アメリカでも今、女子大で生き残っているのは大学全体の中の1.3%です。日本はまだ1割（9.8%）女子大があるのに比べると、アメリカの女子大の減少は著しいです。

**日興：**文学部などのリベラルアーツ的なニーズがなくなってきている、ということでしょうか。

**理事長：**リベラルアーツカレッジはあるけれども、女子大である必要はない、というように考えられているようです。リベラルアーツそのものの必要性はなくなっているわけではないです。アメリカの大学制度は日本と違い、アメリカは大学院が勝負ですから、大学院に進学するためのリベラルアーツカレッジに対する需要はあります。

**日興：**日本の場合も、女子大というと文学部や家政学部などがメインですが…

**理事長：**短大は補助的な仕事につく一般職志向教養系学部と、あともう一つは、短大でも取れる栄養士とか、幼稚園の教諭とか、そうした女性的資格の2つで成り立っていました。4年制の専門職で一番多かったのは学校の先生、教員免許です。ただ、そちらの方は少子化の中で教員の需要が減っていく中で、教員以外の分野の資格にニーズが大きくなりました。心理学系、管理栄養士などの女性向けの専門職です。ところが、その女性の仕事の中でこのところ日本の女性に対する期待が変わってきました。昔は手に職がある、4年制では教員、公務員など資格を持って専門職に就く仕事をするのが女性にとっていちばん安定的でした。民間の企業に行った人たちは、たとえ1985年の男女雇用機会均等法以降も、男性並みのメンバーシップ社会で生き延びるのは非常に厳しいものがありました。

当時、総合職は5年で5割やめるといわれていたほどです。本当にみんな模索していました。女性の模索の時期、そのころから日本経済も模索していたわけですが、21世紀になってくると、女性にもしっかり働いてもらわなければならない、ということで、日本の企業の側も本気で変わってきたし、女性たちもいわゆる女性的な専門職より、男性と同じような職場で働くほうが有利というか、処遇が良

ということが分かってきました。だから昔の女子大は、資格か、さもないと文学部のような一般教養だったのです。今は女子大、女性の4年制大学に対するニーズも変わってきています。大学を出て、普通の企業に入って、ずっと働き続ける、ということが前提の教育になっていかなければなりません。そうすると、共学の大学に行った方が女子大で女性向けの資格を取るよりはいいのではないかとなくなってきました。あとはもちろん、男の子がいたほうが楽しいとか、4年制の大学の男性の教員は女子学生に甘いから単位が取りやすいだとか、いろいろな表面的な理由はありますが、それはあくまで表面的な理由であって、本質的なところは女性の働き方の変化だと思います。

今なぜ女子大に存在意義があるかという、女子大は女性をしっかりと鍛える。女子しかいないから女子がリーダーシップをとる、今は女子大の多くがリーダーシップ教育をするとアピールしています。私は今のリーダーシップ教育と、昔の20世紀型の男性的なリーダーシップとは異なる。女性が女子大で身につける、というリーダーシップをもっと認識してもらわなければいけないのではないかと考えています。リーダーシップというと、きっと皆さんは人の上に立つとか、責任感が強くて、決断力があって、というような男性モデルの影響を受けて、女性もそうしたリーダーにならなければならない、と思われがちです。共学に行くと女性はスポイルされてしまいます。私などの時代は特に女性が少なかったからかもしれないですが、やはり少し甘やかされるところがありました。甘やかすのではなく、女子大で自分で判断して選択ができる、それから周りの人たちを巻き込んでいく、inclusive leadershipとか、一緒に勉強していこうという、learning leadershipとか、新しいスタイルのリーダーシップを女子大が養成できるのではないかと考えています。女子を対象にデザインされたリーダーシップ教育が女子大であるからこそできるというわけです。

それから、日本の社会が完全に男女平等になれば女子大の存在意義はなくなります。しかし、幸か不幸か、まだまだ女性だから乗り越えなければならない課題・障害があるから、それをいかに乗り越えるかということを教える女子大の存在意義があります。それから、共学の大学ですと、東大などは女性教員2割を目指しているようですが、それでも圧倒的に男性の先生の方が多くて、だいたい学部長などの役職者は男性が多いです。ですから、それが日本の社会の縮図だから、そこで生き抜いていけ、という考え方もあるのですが、女性たちが、学長だとか、学部長だとか、学科長というのもあっていいはず。昭和女子大は学科長の6割が女性で、責任をもって仕事をしている女性を現実に見る、というのはいい経験ではないかと思えます。

## 教育目標

### 【知識・技能】

教養と専門知識・技能を身につけ社会に貢献する力

### 【自主・自律】

主体性をもって挑戦し最後までやり遂げる力

### 【協働・調和】

自らに誇りを持ち多様な人々と協働する力



**日興：**続いて学長時代、総長になって自ら進められた昭和女子大学の改革について伺えればと思います。

**理事長：**最初、私は外のノンアカデミックの世界から一人で来たので、少しずつ変え始めました。例えば、昭和子育て&ファミリーセンターを作って、定員25人の認証保育所を作りました。それは一つのメッセージとして、これからは良妻賢母教育ではなく、働くお母さんを応援するということです。いきなり変えると反発される方も多いだろうが、大学、女子大のやれることのひとつがその働くお母さんの支援ではないかと考えました。在職者や卒業生だけでなく、地域にオープンにしました。私は公務員でしたので内部向けに作ると補助金が出ませんが、地域に作れば補助金も出ることを知っていました。それから、社会人女性による社会人メンター制度もつくりました。他にも、インターンシップを単位化するとか、いろいろなことを少しずつ外側の人たちといろいろな形で協力頂けるような体制を作っていました。

2007年に学長になってすぐに、新しい学科；国際学科を作りました。それまでの英語コミュニケーション学科の中から独立させて、アジア言語、英語プラスアジア言語あるいはスペイン語等の欧米語を勉強できるような仕組みを作りました。それから、健康デザイン学科、実はこれは昔短大であった栄養士資格をとる食物科学科をコアにして、食べ物だけではなく体育や化粧品、感覚、心理的なものまでトータルの健康をデザインするというコンセプトで4年制にしました。生活環境学部と言っていたのを環境デザイン学科にするなど、学科を変え始めました。ただ、昭和女子大学は20世紀の頃に人見記念講堂を建て、2000年に80年館を建てたほか、ボストンにキャンパスを作ったりしたため、財政的に積み立て金不足で新しい投資をする余地がありませんでした。そこで専らソフト面で特色を出しました。新しい校舎を作るとか、新しい施設を作るとかなどではなく、既存の資産を活用し、ソフト面で新味を出すということをしました。はじめは本当に小さな変化を積み重ねてきました。例えば短大を4年制にするときも、短大の人は一人も首を切りませんと宣言して、新たにできる学科に軟着陸の形でシフトしていきました。



【ボストンキャンパスの授業風景】

また、それまで学生部の中にあった就職課を、キャリア支援センターに独立させました。それから、教務部の中に入試担当を置き一緒にやっていたのをアドミッションセンターとして独立させました。入り口をアドミッション、教学の中身を教務、生活を学生部、出口をキャリア支援センターでフォローするようにしました。そして、キャリア支援センターを事務局で作ったのと同時に、教員組織の方で、キャリア支援委員というのを学生部と別に作りました。アドミッションの方もアドミッション委員会を別に作って、それぞれ教員と職員が協力する体制にしました。特に出口（就職）を強化すると、少しは入ってくる人たちもよくなるのではないかと、ということです。例えば高校であれば大学進学率が高校の学力を示すわけですが、大学の場合は何なのかと考えました。本当は、天下国家を担うような人材を、30年後40年後に活躍する人材を輩出する、ということなのでしょうが、目に見えやすいものとしては進学率に相当する就職率であろうということで、キャリア支援センター・キャリア支援委員一体となって、とにかく就職率のアップに取り組みました。その結果、卒業者数1,000人以上の全国の国公立大学の中で昭和女子大学は2011年から9年連続で女子大で就職率No.1になりました。最初はあまり就職率がよくなかったのも、やはり一番になるまでには時間がかかりました。それから、昔のイメージとしては「就職したって女の子は2～3年で辞める、永久就職の方が大事だよ」という考えで、あまり力を入れてらっしゃらなかったのも、力を入れるとそれは伸びしろが大きいのです。昭和女子大学は短大が主だったこともあって、日本企業が期待する女子社員像に近かったのではないかと思います。日本企業が期待する女子社員というのは、礼儀正しく、きちんと言われたことを丁寧に一生懸命やる。しかしこれからは、言われたことを言われたとおりにするだけの学生ではどんどんAIに置き換えられていく、今現にフィンテックで今まで女子大の大口就職口だったメガバンクで急速に就職が厳しくなっています。自分で考えて、自分で提案できる学生になること、正しい答えが一つとは限らず、その中から、セカンドベストのところでは何ができるかを考えることを奨励しています。すぐには効果はないのですが、一応方向性としては、新しい女子大像を目指します。



【上海交通大学とのダブルディグリー制度】

例えば、プロジェクトベースラーニング、ボランティア、インターンシップ、そういった形で、教室の中で知識を覚えるだけではなく、それを活用し行動するようにしました。文科省がアクティブラーニングを言い出すところも同じことをするのですが、言い出す前にどれだけ自分たちらしいプログラムができるかが大切です。そういうことで、就職率はかなり良くなってきました。

昭和女子大にはポストンキャンパスがあります。1988年にできて、もう31年になりますが、当初は日本の大学がポストンにキャンパスをもって全員留学、というのをアピールしていたのが、私がこの大学に来た頃には重荷になっていました。短大の英文科（昭和ポストンに行く）がどんどん定員割れしていく、4年制の人たちもそんなに昭和ポストンに行くメリットを感じない、昭和女子大に入学すると昭和ポストンに行かなければならず、余分な留学費用が発生するというので、大変維持に苦しんでいました。国際学科を作ってもう少し昭和ポストンに行く学生を増やす、稼働率を上げるとか、基本的に半年だけだったところを1年、あるいは1年半行く形にすることで少し稼働率を上げる工夫もしていたのですが、焼け石に水です。それよりもいちばん大きいのは、国際学科がアジア言語で、他の女子大とは違ったグローバル対応を打ち出すことができたことです。それから昭和ポストンがあったので当時の協定校はとて少なかったのですが、今は42校にまで増えました。文科省の「英語が使える人材育成」（英語GP）のような補助事業や、あるいはグローバル人材育成推進事業に採択される機会に、英語をもっと使えるような、単なるアシスタントではなく英語でもって仕事ができる、あるいはちゃんとダブルディグリーをとるとか、正式な留学をするなどの方向にだいぶ力を入れました。

その中で、一番画期的なのは今年の9月から、テンプル大学ジャパンキャンパス（TUJ）を昭和女子大学の西キャンパスに招聘したことです。アメリカと同じカリキュラムで、同じ水準の英語を要求するので、例えばTOEFL PBTでいうと550点以上、IELTSでいうと6.0以上と、かなり高い水準をリクエストされるので、最初のうちはうちの学生たちはそれをクリアできる人たちが少なかったのですが、ようやく1学期15人まで交換単位を受け入れてくれるというレベルに達しつつあります。そのあともっと



【テンプル大学ジャパンキャンパス】



志をもって、そういう科目履修、ダブルディグリーができるのならば一つやってみよう、というレベルの高い学生が来てくれることを期待しています。学生に実力がないと絵に描いた餅ですが、今後に期待しています。大学のカリキュラムに英語だけで学位が取れるまでのコースは作れなかったもので、むしろテンプル大学と一緒にあって、そばにあれば自前で作るよりもよっぽど国際的なキャンパスが実現するのではないかと考えました。ということで、英語の方にも力を入れています。昭和ボストンは昭和女子大学の独自性を発揮していると思います。そのほかに、中国での名門校である上海交通大学との協定があります。上海交通大学とは90年代の初めから交流校なのですが、あまり交流が盛んでなかった時期を経て、今はとても親密になっています。上海交通大学で2年間勉強する、昭和女子大学で3年間勉強する、そして両方の卒業資格が取れるというダブルディグリー制で昨年10人、今年は12人、卒業生を出しています。そういう形で、アメリカ以外の分野での国際化を進めています。協定校ですと、例えばタマサート大学（タイ）とか、ハノイ国家大学（ベトナム）ですとか、ワルシャワ大学（ポーランド）ですとか、いろいろな大学と交流協定を結んでいます。今のところ、昭和女子大は英語だけで履修できるカリキュラムがしっかりしていないので、日本語学科を持っている大学、例えばヴェネチア大学（イタリア）とか、ワルシャワ大学などから来る人が多いです。それから総合職を志向する学生たちをもう少し育てたい、という思いで作ったのがグローバルビジネス学部です。これは本学の強みのグローバルという点を活かすという方向と、これからのビジネス界のニーズを合わせて作った学部です。最初は女子大で初めてのビジネス系ということで、他の女子大も様子見だったのだと思うのですが、現在では他の女子大学もビジネス系の学部の新設が増えてきています。

**日興：**2017年にグローバルビジネス学部ファイナンス会計学科というのを作られましたが、そちらについて伺えますか。会計ファイナンスは既存の大学でいうと商学部などで扱っていますが、グローバルビジネス学部の中にあることで何か教育の違いなどはあるのでしょうか。

**理事長：**簿記や公認会計士の資格取得を目指す学生もボストンに留学をします。CPA（Certified Public Accountant：米国の公認会計士）とまではいなくても、アメリカの会計システムについて勉強し、国際的なビジネスのところで会計の仕事ができる、というのをコンセプトにしています。

**日興：**いろいろ教学の改革をされてきて、卒業生の進路などには変化が出てきているのでしょうか。

**理事長：**昔は教職が多かったのですが、一般企業が増えていきます。ただ、昭和女子大学の限界でもあり、日本の企業の女性活用の限界でもあると思うのですが、まだ総合職が過半数までいっていません。

**日興：**そうですね。少ないし、先進国の中でも女性の活用度合いがいまだかなり低い国ですものね。

**理事長：**日本では、男性の場合はほとんどが総合職で、入社した人は全部部長か、役員か、という目標があって、24時間戦う。そういう働き方をしたくないという人たちはそのメンバーシップの外側のジョブ型になってしまいます。

**日興：**卒業後のキャリア支援ということで、メンター制度などはあるのでしょうか。

**理事長：**社会人メンター制度は、在学中に社会人として働く女性の話を聞いて、自分のキャリアを考えるというものです。登録してくださっている8割は他大学出身者です。卒業してからの女性のキャリア支援という点では、ダイバーシティ推進機構という組織を立ち上げました。いろいろ試行錯誤したのですが、やっぱりまだ社会人の女性が身銭を切って、自分で授業料を払って大学で勉強しようという方が少ないです。ですから企業に会員になっていただいて、管理職、自分の企業で女性管理職を増やさなければいけないけれども、まだそれだけの経験や知識をもった人が少ないという企業から企業派遣でステップアップコースとか、エグゼクティブコースで勉強して頂いています。本当は一番理想としては、卒業した人たちが個人として、身銭を切ってもう一度勉強して再チャレンジする、それを応援できるようになればいいのですが、まだそこまでは行っていませんね。

**日興：**学内の話なんですけど、女性の教職員の比率を上げるとか、女性管理職などはどうでしょうか。

**理事長：**教職員の女性の比率自体は昔から5割余りで、ほんのちょっと増えただけですが、女性の役職者が増えました。昔は実際の仕事は女性たちがやっているけど、学部長、副学長、学長は男性じゃないと収まりが悪い、というイメージがありました。しかし今は実際に仕事をやっている人たちに学科長や学部長になっていただいていますので、もう6割近くだという状況です。教授も54%です、いずれも5割を越えています。ちょっと迷っているのですが、ヨーロッパなどではどちらかの性が6割を越えないように、4割を下回らないように、という考えがあるのですが、有能な人がいたらそれに構わず、女性が6割を超えてもいいのか、と思っています。



**日興：**自然に任せて、女性が優秀なら女性でいいという考えも当然あると思いますけどね。

**理事長：**それから、教員の採用については、昔は教員の方は縁故というか、推薦というか、関係のある方が多かったのですが、今は原則公募です。そして原則5年任期、その後でテニユア（期間の定めのない雇用契約）です。8～9割はテニユアになられるのですが、私がいつも言っているのは、15分やそこの面接で話をしても私には人間性を見抜くだけの眼力はありません。一緒に5年ぐらい働かないと定年までご一緒できるかは分かりませんと言っています。そのあとで、お互いにあわない方は転職して頂くようにしています。

**日興：**そういう形でやっていった結果、女性の比率が上昇していったということでしょうね。今は自然に任せるとたぶん女性の比率が上がるでしょう。我々の公益法人本部でも女性の比率が非常に高く、総合職でも自然にそうなってきましたね。女性の優秀な方が非常に多くなっています。

**理事長：**そうですね。決断力もありますし、責任感もありますし。

**日興：**今はちょっと男性の方が物足りないですね。

**理事長：**でも男性でも立派な方はたくさんいますよ。男性だからと言って差別はしません。

**日興：**あとは今後の取り組みとして、例えば鶴岡市との提携だとか、そういったことをされていると思うのですが。

**理事長：**今までやってきたことをさらに深めていく、ということはいろいろあります。現時点での今年の一歩のチャレンジはテンプレ大学とのタイアップだと思います。実質的に、深化すればいいなと思っているのですが、いわゆる科目履修、教室で勉強するだけではなく、学生たちが一緒に、例えば歴史文化学科の学生と一緒に江戸東京博物館、あるいは刀剣博物館へ、テンプレ大学の学生たちと行くとか、日本文学、狂言や歌舞伎をテンプレの学生たちと楽しむなど、教室の中にとどまらない交流をしていこうとしています。

**日興：**この方向性を中心としてしばらくはやっていくということですね。

**理事長：**日本の大学の在り方は非常に規制されているところが大きいですし、20世紀における大学というのは、あまり企業から期待されておらず、要するに入試の時に偏差値の高い学校に入った学生は地頭がいいだろう、ということで、4年間に何を勉強したかとか、学校でいい成績をとったかなどはほとんど参考にされませんでした。人柄がいいかどうか、地頭がいいかどうか、ということも重視されて

いたのですが、何とか女の子でも4年間勉強して、これができます、あれができます、頼りになります、という人材を育てているということ、企業の方が評価していただかなかつたら、我々が努力してもむなしいなと思います。

**日興：**我々がまず変わる必要がありますよね。だいぶ変わった面もありますけど、まだ変わっていない面もかなりあるかな、という感じですが。

**理事長：**日本的経営の、学士で採った人をオンザジョブで育てていくという側面はとてもいいことだと思います。安定的な雇用というのもとてもいいと思いますが、付加価値を目に見える形でつけていくと、大学で勉強した内容を評価するようにならないとこれからの企業はダメであろうというのは感じます。これだけ環境が変わって、企業もどんどん新しい分野にチャレンジしなければならない、というときに、自前主義というのは難しくなっています。国籍等に関わらず、有能な人をどんどんリクルートしないと世界では戦えません。だからこそ、そういう中で、多国籍軍で戦える女の子を育てなければいけないと思っています。いつも言っているのは、女の子は後から行くわけだから、レッドシーではなくブルーオーシャンを目指さないといけないと思います。日本で人材が足りなくて、ブルーオーシャンなのはグローバルの分野だし、これからは本当にデジタル、ICTですね。英語は本当はかなり手ごたえがあります。ですから、特に日本の女子学生は、将来が見えないと何していいかわからないですが、目標をきちんと提示すればそのための努力は一生懸命にやります。学生達に目標を提示するかが大学のもう一つの役割かなと思います。

**日興：**ありがとうございました。

(プロフィール)

坂東 眞理子氏

学校法人 昭和女子大学 理事長・総長

富山県出身。東京大学を卒業後、1969年に総理府入省。婦人問題担当室（現在の男女共同参画室）が発足した当時最年少として参加し、日本初の『婦人白書』の執筆を担当。ハーバード大学留学後、統計局消費統計課長、埼玉県副知事、女性では初めてプリズン総領事を務める。内閣府男女共同参画局長などを経て、2003年に退官。2004年昭和女子大学の教授、理事、女性文化研究所長、2007年学長に就任。現在は同大学の理事長・総長を務める。著書にベストセラーの『女性の品格』や『女性リーダー4.0 新時代のキャリア術』など50冊以上。最新作『70歳のたしなみ』もヒット中。



## インタビュー：「ESG投資の現状と課題」のご紹介とポイント

【日興リサーチセンター 社会システム研究所長ESG投資調査室長 寺山 恵氏】

世界の資本市場でESG（環境・社会・企業統治）に配慮した企業を選別投資するESG投資が本格化しています。そこで日興リサーチセンターの社会システム研究所長・ESG投資調査室長の寺山さんにESG投資の現状と課題についてインタビューさせていただきました。

ESG投資が広がってきた背景は、グローバル化に伴う企業のプレゼンスの増大を反映して社会に与える影響も拡大している現状から、投資家として持続可能性（サステナビリティ）の必要性も増大しているためとしています。「そもそも公益法人や学校法人などは、どんな運用をすべきなのか？」から始まって、ESG投資を実践する際の留意点を指摘していただきました。そうした中で、ESG投資の「先進国」である欧米諸国における事例を織り交ぜながら、日本におけるESG投資の現状とあるべき姿と課題を指摘していただきました。たとえば、投資リターンを犠牲にして社会リターンを追求することはESG投資において正当化されていないこと、基本的に投資リターンと社会リターンを両立することが求められています。実際に長期的にはESG投資の運用結果がベンチマーク並みのパフォーマンスを得ている事例も紹介されています。

また、ESG投資の本格化に伴って、ESG活動のために発行するESG債の市場も注目を集めています。グリーンボンド（環境債）の発行条件が普通の債券と変わらないが、資金の用途がグリーンプロジェクトとなっていることで、発行体にとってグリーンボンドで資金調達する意味がレピュテーションやブランディングにあることなど、いくつかの論点を判りやすく解説していただきました。

先行きについて、現在の日本の株式市場に、社会システムを維持するために必要な本邦投資家がないことが問題とし、年金基金のような長期的な機関投資家が日本株を長期運用して、運用収益が上がっていく形が望ましいとしています。公益法人や学校法人に対しては、ESG投資を実践することをきっかけに株式投資に取り組んでもらいたいとし、長期的に5%台の平均リターンが実現できれば、日本の社会保障制度も維持することができるのではないかと期待感を示していました。

「明日の社会」のための投資に関与する。そんな壮大な投資に踏み出すためには、まずはリスクセットを取れるようにならないといけない。資産をプールしてポートフォリオ運用とすれば、分散投資によってリスクを取る余地が生まれる。そこがまさに機関投資家に期待されることだと指摘しています。最後に、サステナブルな社会を実現するためには、そのリスクをみんなで引き受けなければならないというところが印象的でした。



## インタビュー

日興リサーチセンター 寺山 恵 所長・室長

### 『ESG投資の現状と課題』

**日興：**今、ESG投資が非常に広まってきています。まずは、ESG投資が拡大している背景について、お話しいただければと思います。

**所長：**グローバルでは、2000年頃以降、ESG投資に注目が集まっています。グローバル化が進み、企業のプレゼンスが非常に大きくなり、社会に与える影響も非常に大きくなってきたため、企業に対して社会的責任（CSR）を求めようという動きが大きくなってきたと言えます。また、投資側では2000年頃から年金の資金が積み上がり、機関投資家という形で、現代の資本家として育ってきたと言えます。

年金ですので、運用収益が年金の給付になる。機関投資家としてリスクアセットとしての株式への投資の収益が年金の給付で期待されているということです。

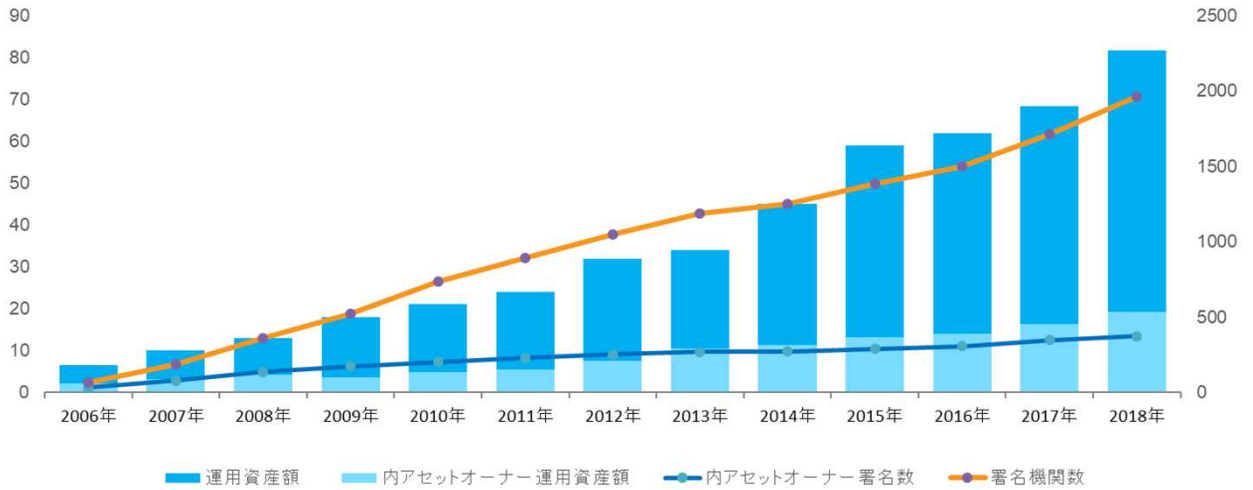
現代の株主として機関投資家に特別に求められるものも出てきています。また、機関投資家自身も自分たちの影響力の大きさを見て、投資家としてサステナビリティ（持続可能性）を考えていかなければいけないというところから、このESG投資というのは拡大していったのではないかと思います。

日本でのESG投資は2013年の日本再興戦略、いわゆるアベノミクスで始まったガバナンス改革から拡大していきました。背景には日本の株式市場から長期的に健全なリターンを挙げるのが日本の年金など社会保障システムにとって極めて重要だということが日本のESG投資にはアンダーラインされていると考えています。

**日興：**まず、少し話が横に行くのですが、ESG投資をやる前提として、資産の運用をどのようにやっていくかというところで、例えばポートフォリオ運用であるとか、リスクとリターンのマネジメントという部分、その他さまざまな商品に対する分散投資などについて、例えば公益法人や学校法人などが運用をする際にどのように考えていったらいいのかということをお話しいただけますでしょうか。

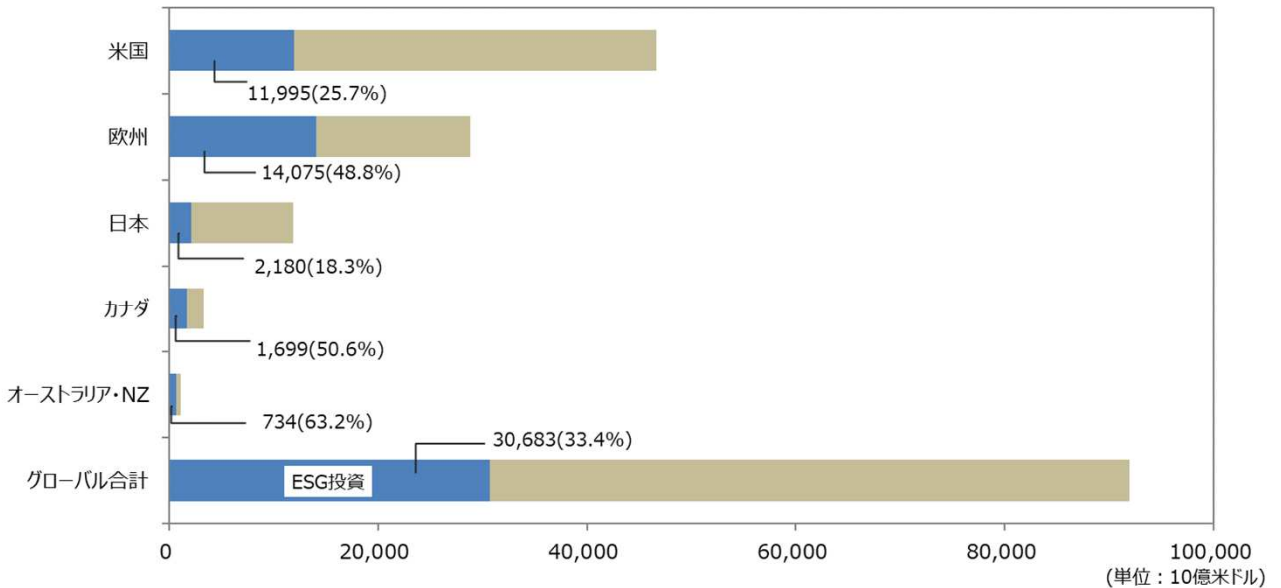


図表1 責任投資原則の署名機関数の推移



(出所) PRIウェブサイトから日興リサーチセンター作成

図表2 国別運用資産残高とESG投資残高、占める割合



(注) 運用資産残高はESG投資残高と占める割合から算出した推計値

(出所) 「GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」より日興リサーチセンター作成

**所長：** 公益法人も学校法人も、このESG投資の世界ではいちばん最初に存在していた年金と並ぶ機関投資家という立ち位置だと思います。ESG投資というのはあくまでも機関投資家が実践するというのを考えた時に、公益にしる、学校にしる、長期的な安定的な運用収入というのがあると思います。したがって、枠組みのある、規律のある運用をしなければいけないということで、これが基本的に現代ポートフォリオ理論に基づく分散投資の実践という言い方ができるのかなと思います。このMPT（現代ポートフォリオ理論）に基づくということでは、分散投資であるとか、政策資産配分を持つ、それから許容リスクの範囲内で運用を行うということも大事です。

また、もともと目標リターンをもってそれに対して運用をするということも大事だと思います。しかし、最初にそもそもなぜ運用をしなければいけないのかというところを機関投資家は突き詰めていく必要があります。それは年金で言えば組織基本方針に基づいて投資哲学を持って、リスクの許容度とリターンの目標を決めて、リスク・リターンプロファイリングを行って投資する必要があるという風に思っています。従って、それが機関投資家の運用ということになります。投資というどうしても個人の方々の言えばリスクのある賭け事のように、投資して一山あてるとあると思うのですが、そうではなく、機関投資家というのは永続的に運用していかなければならず、長期的に収益を上げていかなければならないということがありますので、それを叶えるためにこのポートフォリオ運用という考え方が出てきていると思います。そういった運用をする機関投資家がどのようにESG投資を実践していくのかというのが今の課題と考えています。

**日興：** 日本については、機関投資家はポートフォリオ運用です。アメリカなどでは財団、大学なども完全にポートフォリオ運用で、ESG投資というのも組み込まれていると思いますが、日本の学校法人や投資家がこういったものを採用する際にこういったことに気をつけるべきでしょうか。

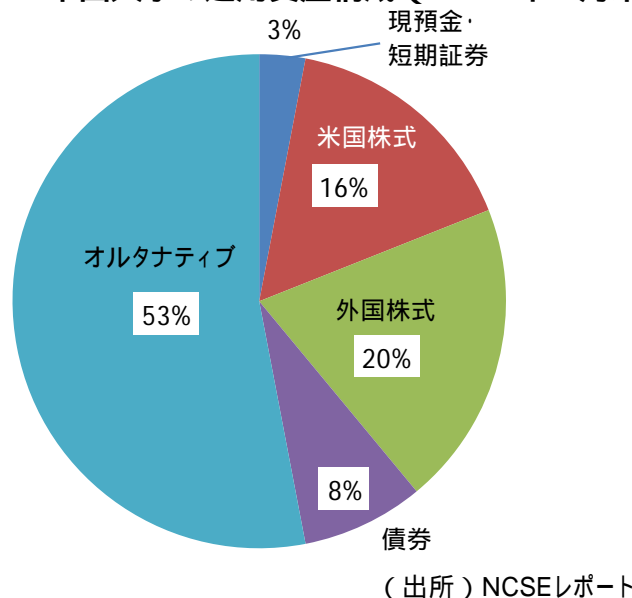
**所長：** 基本的にはアセットオーナー、最終的な資金の出し手としての公益法人、学校法人ですので、今の時代ではここが直接、株式の銘柄を選んで買うということにはないと思います。今は基本的には運用者が他にいる場合であったり、自家運用でも専門の運用チームがあると思います。いきなり運用チームが実践するのではなく、学校法人の理事会など運用チームよりハイレベルにおいてESG投資を理解して、それをやるべきなのも含めて、自分たちにある受託責任等はどうESG投資とのアライメントを取っていくのかなどの問題をまず機関決定していくという作業が第一段階なのかなと思っています。そのためには、そもそも投資の目的であるとか、投資の方針であるとか、投資哲学が最初あって、それに適うようなESG投資の方針があり、その上で、それに基づいてアプローチあるいは投資手法が決まっていくことになると思います。なので、まずESG投資方針を決めて、それに納得するというのがアセットオーナーの仕事ということになると思います。実践は投資の専門家に任せればよいわけです。

**日興：**機関投資家も特に年金などでは受託者責任やスチュワードシップ・コード等が求められていますが、公益セクターでは特にそういうものがない中で、進めていくにあたっては経営の上位層の哲学に基づいた意思決定が必要になるということでしょうか。

**所長：**そうですね。学校法人はアメリカでいいますとESG投資の機関投資家の主人公の一つだと思います。年金と違うところは負債サイドがない投資家ですので、青天井に投資収益を求めるといことがありがちです。しかし、例えばイェール大学のデヴィット・スウェンセンは、投資の目的は教育機関にとって何なのか、このエンダウメント（大学寄付基金）はどういう役割なのかを突き詰めており、安定的な、独立した質の高い教育を提供していくために投資収益を追求するといっています。エンダウメントの運用は毎年の大学に対する各スクールへの支出と、奨学金を出すために資産価値を維持していくことが目標となるわけですが、毎年の支出を支援するだけでなく、その時その時によって大学の授業料も異なるわけですから、購買力を維持していく、というこの2つの目標に向かってエンダウメントは運用していかなければいけないということになっています。なので、永続的にこれを達成するための規律を考えているわけです。

なので、そこから目標リターンというのが決まってくるので、一般的にアメリカの大学ではインフレ率 + Spending Rate（支出レート）で目標が決まるという形になっています。どちらにせよ、運用する以上はどのような運用目標にせよ目標リターン達成のためには必要なリスクを取らなければなりません。投資に絶対はありませんが、リスクを管理しながら目標リターンを目指すわけです。全体のリスク・リターン目標が決まったら、資産配分戦略が決まってくるのです。その資産配分が決まったところで、どのアセットクラスをやっていくかという話になった時に、ESG投資は基本的には株式投資を前提にしていますので、リスクアセットとしての株式の配分の部分について、ではどうやってESG投資にコミットしていこうか、ということを考えていくという順番になると思います。

**図表3 米国大学の運用資産構成（2018年6月末）**



**日興：**アメリカの大学の場合は純粹にフィナンシャルリターン、目標リターンを達成するだけではない側面がESG投資の中に含まれているのでしょうか。

**所長：**最初に大学法人がESG投資に着目したのはその社会的価値を目標とするという部分で、非常にそこに関心があったことは間違いないと思います。特に、公益法人や学校法人は法人としてのミッションがありますので、そのミッションを反映した投資がステークホルダーから求められているということもあります。例えば、アメリカで広く行われているタバコ銘柄に対する不投資は学校法人が最初にはじめてどんどん広まっていきました。ただ、機関投資家が実践していく上で、学校法人のエンダウメントも年金も、あくまでも自分たちの投資の目標は年金の給付であり、教育の支出でありますので、経済的リターンを無視することはできない、ここのリターンもしっかり見ていかなければいけないというところがあります。しかし、特に初期のESG投資はまず社会的価値の目標、環境保護であるとか、気候変動であるなどへの影響、これはエリサ法上では附随的な便益という言い方をされていますが、そうした附随的な便益があるということがESG投資の魅力のひとつであり、動機づけのひとつであったことは間違いないと思います。

**日興：**その段階ではアルファ（超過リターン）を取れないとか、そういったところは重視されていなかったのでしょうか。

**所長：**そうですね。最初はやはり宗教法人などの、教義に適った投資ということですので、投資リターンよりも教義に反していないかのほうが大事だったという時代があります。ただ、機関投資家が主人公になるにつれ、機関投資家の運用規律に合っているかのほうが大事になってきたということがあるので、現在では投資リターンを犠牲にして社会リターンを追及するということはESG投資の中では正当化はされていません。基本的には投資リターンと社会リターンを両立するということが、あるいは社会的リターンを外しても投資として他の投資と比べて遜色がないということが求められる時代になっています。

**日興：**現実問題として、社会的リターンと経済的リターンが両立するという状態に現状ではアメリカなどにおいてはなっているのでしょうか。

**所長：**これは非常にいい質問だと思うのですが、これはパフォーマンス問題と呼ばれています。年金基金がESG投資を行うためには、経済的なリターンを犠牲にしないことを示す必要がありました。米国エリサ法は他の同様のファンドと比較して遜色ないことを、企業年金がESGファンドに投資する条件としています。しかし、過去のトラックレコードを見て言うこともできるのですが、そもそも投資する時点では確実なものがないわけです。理論的にリスク調整済みの期待リターンで遜色がなければ



同じ投資リターンを期待できるというべきなのか、それとも結果的にトラックを見てベンチマークに対してアウトパフォームしたか、アンダーパフォームしたかということを見るのかなど、投資リターンが同等ということはどう見るかは現代ポートフォリオ理論の中でも難しい問題かなと思っています。そういう意味では、いわゆるネガティブスクリーニングという、酒・タバコ銘柄には投資しないというのがありますが、こちらは理論的には遜色ないパフォーマンスは難しいと思いますね。投資ユニバースを縮めますので、分散投資という面で言えば不利だ、つまりリスク調整済みパフォーマンスでは理論的に不利という言い方ができるかもしれません。ただ、実務的に言えば、たくさんの銘柄を持つ中で、ひとつやふたつネガティブスクリーニングしたからと言って、それほどリターンが変わるわけではないという言い方もできて、実務上それほど問題ではなかったという言い方ができると思います。

一方、いわゆるベストインクラス<sup>(注1)</sup>で、ベンチマーク運用になるようにESGスコアの高いところに投資しましたというのであれば、このESGがファクターとして本当に成立するのかということも難しいです。また、ESGがアノマリー<sup>(注2)</sup>かという議論になると、信じるか信じないか、という問題もあって、確実に同等か、確実にアウトパフォームするか、ということは理論的には難しいです。ただ、形としては他のエンハンスド・インデックスのように運用しますので、ベンチマークから見て少しリスク調整済みリターン、インフォメーション・レシオを少し上げることはできるという言い方は理論的には可能かなと思いますが、現実のトラックレコードを見ると結構アンダーパフォームしてしまったということがあったりします。ひとつには、ESGの調査コストを含めると、なかなかアウトパフォームするのは難しかったという言い方ができるかもしれませんが、一方で世の中のアクティブ運用は平均的にベンチマークに劣ると言われていますので、それがESG投資にも言えただけかなとも言えて、なかなか同等かどうかの評価は難しいかなと思います。

現在では、ESGファクターは存在するが、ただノイズが大きくてくみ取れないだけだという人もいます。いろんな意味で投資プロフェッショナルの努力は続いているものの、パフォーマンスの両立についてはどちらとも言い難いというのが実際かなと思います。ただ、長寿のESG投資信託を見ますと、要因がESGかどうかはわからないのですが、結果的にはだいたいベンチマーク並みということは言えるのかなと思います。夢のようなパフォーマンスではなくても、ベンチマーク並みに運用できるのであれば、社会的リターンがあった方がいいのではないかと。おまげがついて、かつベンチマーク並みのリターンであると。

**日興：**発行体の方のお話になるのですが、発行体、というどうしても株式よりは債券の話になります。このところ日本においてもグリーンボンドの市場ができてきたような状況ですが、今どのような感じになっているのでしょうか。

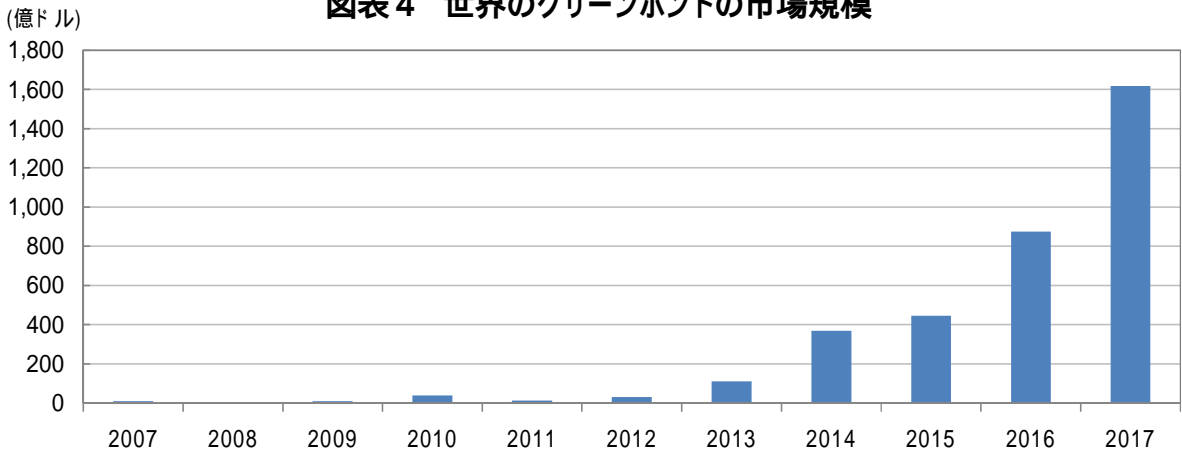
**所長：**今までは株式投資が中心で、経済的なリターンがどうかということが重要だったのですが、ここ数年はまた新しい分野としてグリーン・ファイナンスということがよく言われています。銀行など金融機関も、もっと環境、具体的に言えば気候変動、温暖化を防止するようなプロジェクトにもっとファイ

ナンスしていかないと実際は温暖化を防止できないのではないかという議論があります。今まではESG投資といえば、附随的な効果もあるとしてもあくまでも株式からリターンを取りたいということで企業の株式に投資していたのですが、銀行融資の世界ではもっと具体的に、温暖化防止などグリーンプロジェクトそのものにお金を貸す必要があるということです。このグリーン（サステナビリティ）ファイナンスのプロジェクトが立ち向かう人類の課題がSDGsというわけです。この中には、OECDやIMFなどもレポートを出しているように、多くのお金の流れをそちらに向けていかなければ、温暖化対策などは進展しないということがあります。ちょっと株式投資としてのESG投資とはラインが違うのかなと思っていますが、グリーン・ファイナンスの一つとしてグリーンボンドがあります。グリーンボンドについていえば、債券としての商品性は普通の債券と変わるところはなく、発行条件がグリーンボンドか否かで変わるのかというと、それは今のところないです。発行条件は信用リスクに基づいており、目論見書にグリーン債であるか、ブラウン債であるかについては特に書かれていません。では何をもってしてグリーンボンドになれるかという、債券で調達した資金の資金用途がグリーンプロジェクトであるということが、その債券がグリーンであるかを決めているという状況になっています。なので、発行体から見ると、ファイナンスとしては債券でファイナンスするという選択肢の中において、グリーン債にする意味はレピュテーションであり、ブランディングであるところが大きいのかなと思います。発行体にとってグリーンにしたから発行条件が良くなるとかは今のところないと思っています。

そして、投資家の方がなぜグリーンボンドを買うのかというと、ひとつはESG投資の一環としてグリーンボンドを買っています。ただ、前までは経済リターンが、投資リターンがということを盛んに言っていたのですが、グリーンボンドについてはそこを議論することはないです。また、債券のポートフォリオでいうと発行体・銘柄分散が重要ですが、銘柄分散にもあまり貢献はしません。債券ポートフォリオに組み入れるメリットよりは、昨今拡大している社会的インパクト投資の一環としてグリーンボンドに取り組んでいる投資家もあると思います。インパクト投資の方は、先ほどESG投資は投資リターンと二兎を追わなければいけないと言っていた通り、社会的価値はあくまでも附随的な効果だったのですが、社会的インパクト投資はむしろ社会に対する影響度合いの方を重視し、経済的リターンは二次的なものになります。なので、このプログラムは受託者責任問題に多少触れそうな感じもしますが、現在では多くの公的年金等の機関投資家で採用されているプログラムになっています。歴史的に年金のお金を公益に使うということには非常に関心が高く、米国では公的年金に対しては公共の便益のために投資するということが求められていた面があり、その一部として持っています。例えば、地域の開発の融資であるとか、もうひとつはマイクロファイナンスとか、社会的インパクトがきちっと見えるものがインパクト投資では求められます。欧米の公的年金は社会インパクト投資のプログラムの一環としてグリーンボンドを買っているのではないかと思います。

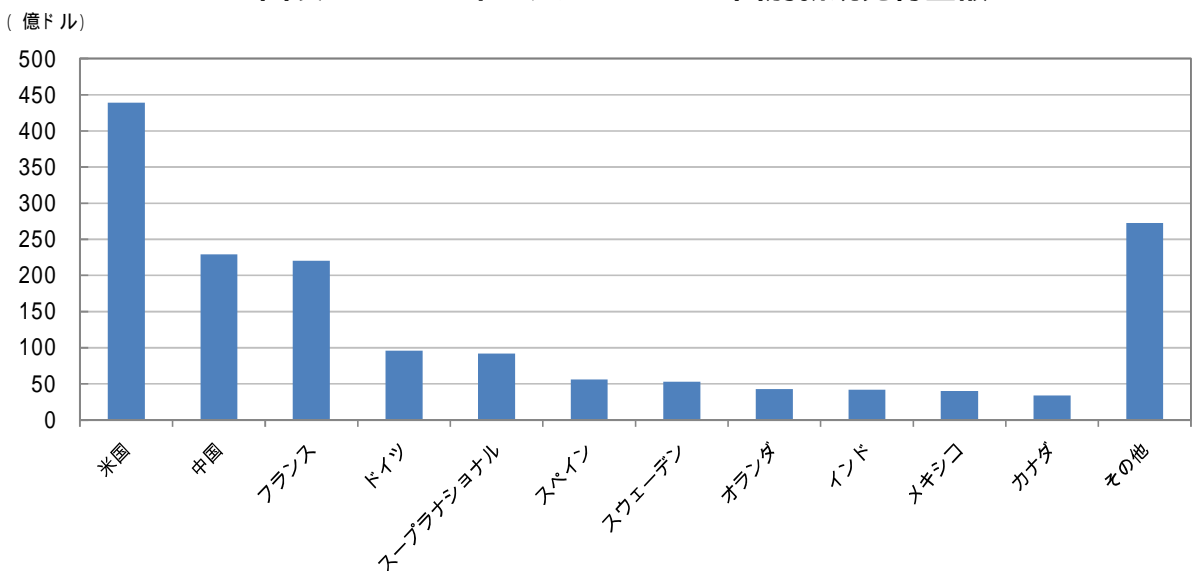
**日興：**年金の場合は最終的に受給者が年金をきちんともらえるというのが一番の目的だと思うのですが、そういった中においてもグリーンボンドに関しては多少経済的リターンが劣後しても、年金という投資家においてもそれは現状においては許容されているのでしょうか。

**図表4 世界のグリーンボンドの市場規模**



(出所) CBI資料から日興リサーチセンター作成

**図表5 2017年のグリーンボンドの国別新規発行金額**

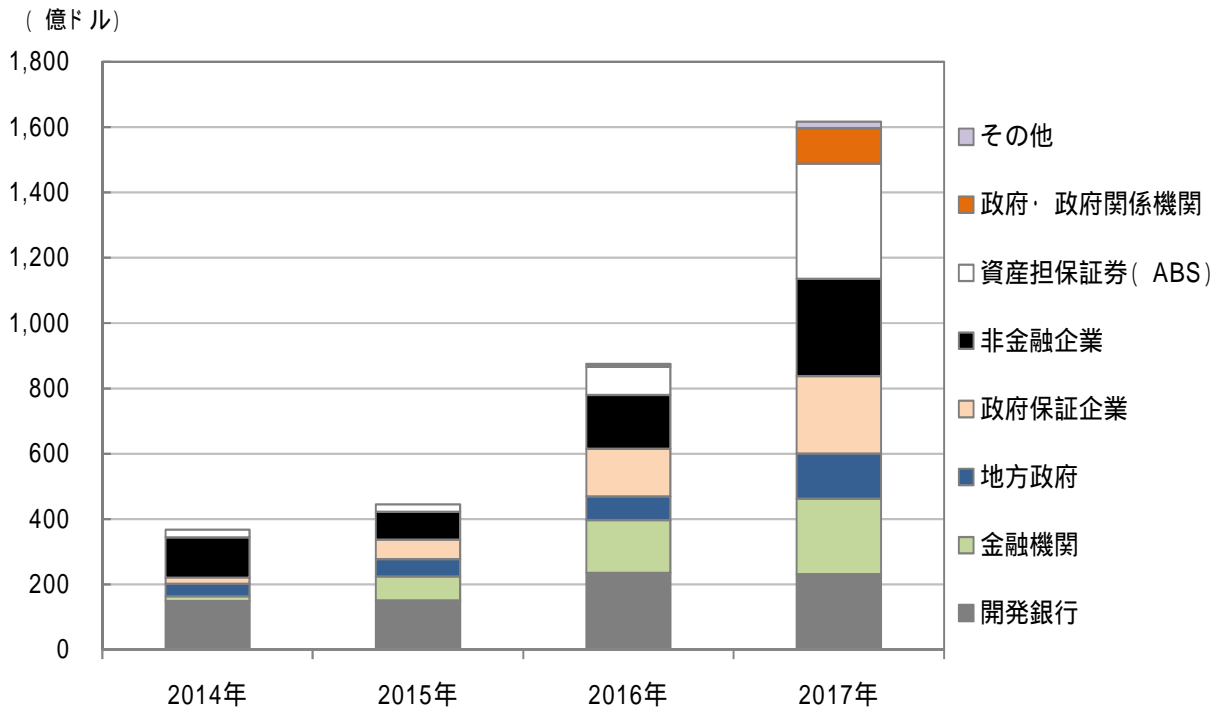


(出所) CBI資料から日興リサーチセンター作成

**所長:** そうですね。ただ、グリーンボンドについては条件が劣るということにはなかったのです。発行条件は同じです。そもそも、国際機関の発行から始まっていて、世銀債のグリーンボンドが出た際に、既存の世銀債とグリーン世銀債で条件に違いがなかったため、であればグリーンを買おうという考え方で受け入れられたというところがあるのではないかと考えています。グリーンボンド以外のインパクト投資に関していえば、相応の投資リターンも求めることになってはいますが、リスク・リターンプロファイルがはっきりしないものがあるので、そういうものに関しては、ベンチマークがそもそもないということもあって、相応の投資リターンがどれくらいかわからないという面があります。絶対リターンで見るときはどこまで求めなければいけないというのは各投資家によって違うのかと思います。ある意味そこは不問にされているという面はあるかなと思います。マイクロファイナンスとか、森林投資なども入るのですが、そういった



図表6 グリーンボンドの発行主体別推移



(出所) CBI資料から日興リサーチセンター作成

ものは既存の伝統的なアセットクラスに比べて相関が低いと言われていて、分散メリットがひとつの正当化事由にされていたりします。

**日興:** アメリカの大学のポートフォリオに一部森林が入ったりしていますが、この文脈の中のものでしょうか。

**所長:** この文脈と実物投資の考え方ですね。実物資産への投資は、明らかにサステナビリティも期待しているのと、分散投資であるのと、市場性がない分高いリターンが期待できるというのと、株式投資との相関の低さなどから、大学が好んで投資することが知られています。インパクト投資の例では、ターゲットッド・インベストメントという、地方の町おこしみたいな形のベンチャー・キャピタルであるとか、プライベート・エクイティなどが対象になりますので、相関性の低いオルタナティブ・アセットとしての評価と、サステナビリティにつながっているという社会的インパクトとの両方があります。

**日興:** アメリカの大学のポートフォリオを経年でみると、年々オルタナティブのウェイトが上がっていますが、それは単に経済的リターンを求めているだけではなく、社会的インパクトの要素もあるわけですね。

**所長：**そうです。アメリカの場合はサステナビリティを投資機会と考えているようです。社会的インパクトも長期視点で見れば最終的な投資リターンに返ってくると考えているのだと思います。

**日興：**サステナビリティ自体が収益化できる可能性があるということですね。

**所長：**米国のロジックは皆これになっています。

**日興：**日本においても同じようなロジックを適用できるのでしょうか。

**所長：**最初にあセットクラスを資産配分して分散投資するという建付けがまず必要になります。今のところ多くの学校法人が債券と現金しか扱えません。株式や実物資産などオルタナティブといったリスクアセットの取り方を考える必要があると思います。実物資産ではこの非流動性と実物投資が株式投資から切り離されているということと、リターンの源泉が株式リスクプレミアムでないというところに魅力を感じていると思いますので、まず普通の投資理論としての伝統的なアセットクラス、オルタナティブや、実物資産のアセットクラスの取り方がまず整理されていないと、サステナビリティの理由だけでリスク投資をするというのは難しいのかなと思います。学校法人で言えば、かつては結構ベンチャーなどに投資されていて、苦い思い出として残っているというケースがあります。また大学だけでなく年金もそうですが、昔のトラウマで不動産というアセットクラスが取れません。そういう意味では、まずはそこを解かないとその先にいけないのかなと思っています。ESG投資に取り組むことは資産運用・分散投資の枠組みを作ることと同義ではないかと思っています。



このような枠組みがなくても、社会的インパクト投資の分野、グリーンボンドの分野が今後はこしはばらくは拡大していくのではないかと考えています。これは本来の株式を前提としたESG投資とはちょっと様相は異なるのですが、こちらの方が拡大していくのかな、と考えています。このグリーンボンドが拡大していく上において今言われているのは、債券として投資して「はい、終わり」ではなく、その資金が使われたグリーンプロジェクトはどれくらいサステナビリティに貢献したのかということに投資家も責任を持たなければいけないのではないかと方向になっていっています。今のところグリーンボンドの資金使途であるグリーンプロジェクトというのはほぼ言い値ベースでグリーンになっていますので、中にはグリーンボンド発行のときだけフリをしているだけではないかという人たちもいます。こういうのをグリーンウォッシュと呼んでいるのですが、それではグリーンボンド発行を拡大していても実際にグリーンにならないのではないかという話になっていて、数あるグリーンプロジェクトの中で何が本当に効果があるのかを決めようという動きがあります。

ひとつは、国際規格ISOによるグリーンボンドやグリーンファイナンスの規格化の動き、もうひとつは欧州委員会が作っているEUタクソノミーというのがあります。その先にはサステナビリティへの貢献の度合いを計測をするということがあります。インパクト計測といっているのですが、計測できるようになると、例えばグリーンボンドがふたつあって、同じ条件だとすればインパクトがより大きい方に投資する、社会的インパクトが投資選択に関係する時代がくるかもしれません。

**日興：**現状日本の学校であるとか、財団はあまりないと思いますが、グリーンボンドを購入した際に、とりあえず表明はしますよね。表明したことでそうしたことに関心があるというアピールはできると思うのですが、それ以外の効果は考えられるのでしょうか。

**所長：**表明をしているのが日本だけということはあるのですが、オーストラリアのクリスチャン・スーパーという確定拠出年金では、もちろんグリーンボンドに投資するのですが、グリーンボンドの資金使途であるグリーンプロジェクトについてのレポートも運用報告に加えて加入者の方々に報告しています。グリーンボンドの資金によってどれくらい世の中が良くなったのか、サステナブルになったのかを報告しています。グリーンボンドの発行体はグリーンプロジェクトの報告を投資家にしなければいけないことになっていますが、投資家もグリーンプロジェクトの進捗をモニタリングして、そちらも開示していくというのがひとつと、最終的に債券が償還されたときにグリーンプロジェクトの方はどうなったのかというのを開示することがあるかなと思います。

**日興：**現状だと日本ではグリーンボンドが少し出てきていて、株式に関しては、機関投資家は別として公益セクターではまだまだですが、これが今後どうなっていくのか、どのようにお考えでしょうか。

**所長：**どのようになっていくかは分かりませんが、どのようになってほしいかというのがあります。日本においては、社会システムを維持するためにも日本の株式市場に日本の投資家がないことが非

常に問題と思っています。年金基金のような長期的な機関投資家がリスクアセットとして日本の株式を長期的に投資して、そこから運用収益が上がっていくという形が望ましいのですが、平成30年間にわたって日本の株式市場は期待された投資リターンを上げることができず、結果企業年金でも現在日本株式の比率は10%を切る状況になっており、国内の投資家がないという状況になっています。そもそも財団や機関投資家、事業法人もお金を持っていますが、彼らは資産配分をしてリスクアセットを持つという習慣がないためにすべて債券の投資家にとどまっているということがあるので、ESG投資を実践するというをきっかけに株式投資に取り組んでもらいたいということがあります。最終的に日本の株式市場が、年金で言えば株式投資から長期的に5%半ばぐらいの平均リターンが上がることを期待されていると思いますので、そこに近いリスクアセットとしての健全なリターンを実現するということできれば、日本の社会保障制度もなんとか保てるだろうと思っていますので、日本社会のためにもこの令和の時代はきちとした株式投資のリターンが上がるということが必要です。

アベノミクスもガバナンス改革もすべては企業価値の増大を目指しています。企業価値とは株価なのです。これはグローバルなESGの投資家はそう言わないのかもしれませんが、日本におけるESG投資には株式市場の発展という意味があるのかなと思っています。

もうひとつグリーンボンドの拡大がありますが、日本のグリーンボンドは資金用途が限定されているレベニューボンドではないのです。基本的にグリーンボンドはプロジェクト限定の債券でなければならないのですが、実は日本のグリーンボンドはプロジェクトにきちんと紐づけられていません。発行体の指針表明であって、強制力はありません。ISOの規格化などが進んだ時に、こういった日本のグリーンボンドがグリーンボンドとして残れるかは分かりません。そういう意味で行けば、今後のグリーンボンドはプロジェクトファイナンス、今仕組債で作っていただいているような、ストラクチャード・ボンド、アセットバックを作るときのような形でプロジェクトボンドを実現させていくことが必要ではないかと思っています。SPC（特別目的会社）から出るような形でプロジェクトからのキャッシュフローに紐づけていくということを行えば、真正グリーンボンドになるのではと思っています。そうすると、グリーンプロジェクトのリスク・リターンプロファイルを反映した債券が作れますので、これがまさに本当のグリーンボンドではないかと思っています。当初は世銀が発行し始めて、今ではフランス国債もグリーンボンドとしていて、グローバルでもプロジェクトボンドの方向には進んでいないのが実情です。グリーンプロジェクトは、本当はハイリスク・ハイリターンなはずですので、ソブリン債ではなくどちらかというとハイイールド債のようなものでファイナンスが実現するというのが本来の民活グリーン・ファイナンスのあり方はずです。

しかし、そういう方向にはグリーンボンドは行っていないというのがあります。今後その方向に行くとグリーンボンドも実効的なESG投資になるのではないかと思っています。これは例えばPEのファンドやVCのファンド、プライベート・ローンなどの形でも実現できるのかなと思っていますが、本当のグリーン技術であるとか、テクノロジーであるとか、気候変動関連の投資というのは不確実性の高いハイリスクで、これから開発していかなければいけないようなものが多いのです。そこにみんなでお金を投じて気候変動、例えば低炭素社会が実現できるようなイノベーションを起こそうというのがグリーンファイナ



ンスなのです。技術が開発できるかどうかはわかりません。しかし、そこに投資しなければ、イノベーションは起きません。このグリーンリスクを誰が引き受けるのか、という問題に行きつくと思います。最終的には年金基金などを通じて我々個人の金融資産で、みんなで引き受けるということが必要なのです。そこにお金が向かわないと画期的なグリーンイノベーションは起きず、起きないと低炭素社会も来ないという状況になっています。

**日興：**日本の場合は財団なども助成だけしていればいいということもありますし、学校などもそうでしょうが、そういったタイプのところも今後社会の流れを考えていくと、そういったところに関与していくべきというか、行かざるを得なくなるのでしょうか。関与しないところは選別から落ちていく。

**所長：**そうですね。この壮大な明日の社会のための投資に関与するためにはまずはリスクアセットを取れるようにならないとなりません。リスクのないところでグリーンボンドをいくら買っても、ライトグリーンなどといったますが、人畜無害的なグリーンボンドをいっぱい買っても世の中は進みません。しかし、資産をプールにしてポートフォリオ運用とすれば、分散投資によりリスクを取れる余地ができてくるのです。そこがまさに機関投資家に期待されているところです。

## SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



(出所) 国連広報センター

**日興：**グリーンボンドがより一層あるべき姿、ハイリスクになっていった時にポートフォリオ運用の中で位置づけていけばそういうリスクが取れていくし、社会全体がとるべきリスクを分散して取っていくということですね。

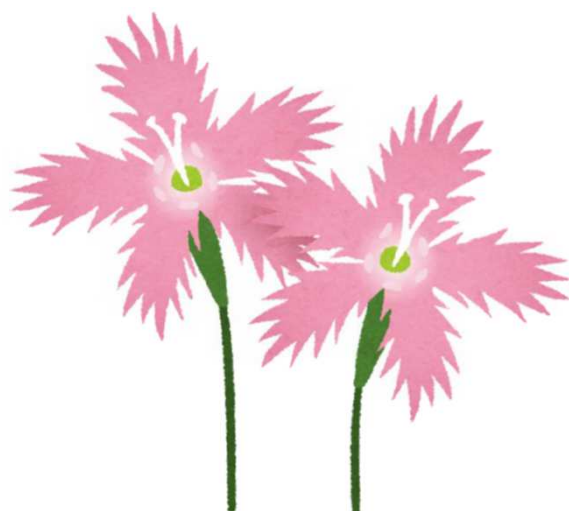


**所長：** みんなで引き受けないとダメではないかという考えですよね。なかなか難しいですが。国際機関の例えばIBRDのグリーンボンドは、プロジェクトが失敗したとか、うまくいったということはIBRDの債券のキャッシュフローには影響しません。安定的なIBRD債でありながらグリーンボンドですとは言っています。その代わり、そのプロジェクトがうまくいったかどうかは、投資家は知る由もないわけです。世銀など公的機関がやるプロジェクトは成否によって誰も罰せられないし、他のIBRD債と何も変わらない。公的機関がやるとインセンティブの構造がないのでうまくいかないというのが、国連がSDGsに民間セクターを重視している理由です。SDGsが謳う社会変革をうまく経済的な合理性の中で達成していかなければいけない、その建付けを作るのがESG投資であると思っています。

**日興：** ありがとうございます。

(注1) ESGの基準を満たす上位の企業に投資する戦略

(注2) 現代ポートフォリオ理論や相場に関する理論の枠組みでは説明することができないものの、経験的に観測できるマーケットの規則性



(プロフィール)

寺山 恵氏

日興リサーチセンター株式会社 社会システム研究所長・ESG投資調査室長

京都大学経済学部卒業後、現三菱UFJ銀行にて主に資金証券業務、KPMGビジネス・アシュアランスにてコーポレートガバナンス導入支援に従事。

2004年から2006年までインディアナ大学環境行政大学院に留学。

2007年から2013年までマーサー・ジャパンにて資産運用コンサルティング業務、グローバル責任投資チームのメンバーとしてESG投資コンサルティングに従事。

2013年4月より現職。コーポレートガバナンスを中心にESG投資の調査研究を行っている。

# NOTE



## 『未来へ向かって』

今年も1年を振り返る時期になりました。私にとって、今年一番心が躍ったのは、なんといってもラグビーW杯でした。日本が、あと一步でトライというシーンでは、手に汗を握り、無意識のうちに体を力ませてしまいました。にわかファンですが、ランキング上位の強豪国を打ち破った時は本当にうれしかったです。チームが一つになった時の強さや大切さを改めて感じました。

もう一つは東京モーターショーです。実は、今年初めて会場に伺ったのですが、空飛ぶ車やAI接客システムなど未来の生活が体感でき、子どもと一緒に楽しめて、とてもワクワクしました。

来年は、いよいよ東京2020オリンピック・パラリンピックですが、日本の未来は明るい、と感じた1年でした。

おかげさまで、情報誌「こうえき」は7号を迎えました。今年1年、インタビューや執筆をお引き受けいただいた諸氏並びに読者の方々に感謝申し上げます。  
来年もどうぞよろしくお願いいたします。

公益法人業務部  
制度調査課長  
安川弘司

**公益法人向け情報誌 こうえき 第7号**

【発行日】 2019年12月2日

【発行元】 SMBC日興証券株式会社 公益法人業務部 制度調査課

【責任者】 安川 弘司

【編集者】 司 淳 荻野 香織

**【免責事項】**

本資料は有価証券その他の投資商品の売買の勧誘ではなく、情報提供のみを目的にSMBC日興証券株式会社（以下「当社」といいます。）が作成したものです。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していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値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ようお願いいたします。本資料は将来の結果をお約束するものではありませんし、本資料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、お客さまの判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、当社が責任を負うものではありません。本資料は、本資料を受領される特定のお客さまの財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料はお客さまに対して税金、法律、投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客さま向け資料等をよくお読みになり、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に含まれる情報は、提供されましたお客さま限りでご使用ください。本資料は当社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、当社の事前の承諾なしに複製または転送等を行わないようお願いいたします。本資料に関するお問合せは当社公益法人業務部制度調査課までお願いいたします。本資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、当社または各社の商標または登録商標です。

### 【店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債について】

仕組債の評価額は、弊社が自ら評価・算定し、もしくは同業者その他の金融機関等から入手し、公正妥当な現在価値との認識のもとに提供する「評価・算定時価」情報です。これらの価格は通常の取引単位を前提とした場合の参考値であり、お取引を締結する際に実際に用いられる価格を表すものではなく、当該価格において弊社が売買取引等の約定を保証するものではありません。

仕組債は、中途売却を想定した商品ではありません。流通市場が存在していない等の要因により、中途売却を希望されても売却価格が購入価格を大きく下回るおそれがあります。

### 【金融商品取引法第37条（広告等の規制）にかかる留意事項】

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、オファリング、M&A / IPO、年金 / 保険等の諸制度に関する紹介や解説、また、これに関連するスキーム等の紹介や解説、およ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。記載の内容にしたがって、お客さま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、その他対価はお客さまのご負担となります。なお、SMBC日興証券株式会社（以下「当社」といいます）がご案内する商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。たとえば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式等（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1.265%（ただし、最低手数料5,500円）の委託手数料をお支払いいただきます。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された各種手数料等（直接的費用として、最大3.30%の申込手数料、最大4.50%の換金手数料または信託財産留保額、間接的費用として、最大年率3.64%の信託報酬（または運用管理費用）およびその他の費用等）をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等または相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます（債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、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るものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率または金額を記載しています。

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、黙示にかか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あります。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、お客さま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したがって、お客さま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あります。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、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さまの差し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さまの差し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り付けの価格と買い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ごとに異なりますので、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さま向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは当社各店舗までお願いいたします。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、およびお客さま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、お客さま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。

商号等 SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2251号  
加入協会名 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

（2023年9月30日現在）

# NOTE

