

## 大学法人の資産運用動向

河田 剛 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

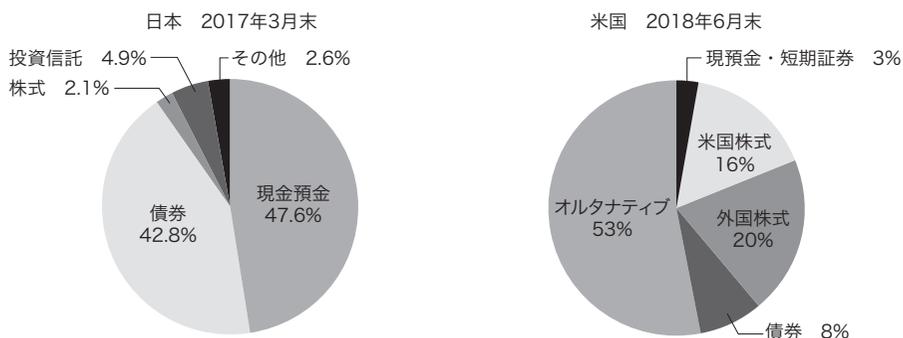
本証券アナリストジャーナル誌では、2011年12月号において「大学の財務と資産運用」とのテーマで特集を組んだ。その後7年以上が経過しているが、当時と現在では大きく状況が変わったわけではない。しかし、この間にも国立大学法人法、私立学校法の改正などの動きがあったため、その概要などを取り上げたい。

### 2. 保守的な大学の資産運用

日本私立学校振興・共済事業団（私学事業団）が実施した「平成29年度学校法人の資産運用状況」では、私立の大学法人、短期大学法人・高等専門学校法人657法人の平成28年度（2016年度）

運用資産額合計額（8兆2,547億円）のうち、47.6%が現金預金、42.8%が債券、2.1%が株式、4.9%が投資信託となっている（図表1）。資産規模500億円以上の法人では現金預金の比率は低下するものの、それでも33.2%となっている。10年度の現金預金の比率は41.6%であったので、むしろ現金預金が増加している。逆に債券は10年度47.1%→16年度42.8%と低下している。この間、現金預金のウェイトだけが上昇している構図である。低金利下の運用難で運用資金が現金預金に滞留している可能性がある（資産運用利回りは円安効果などで12年度4.49%→13年度2.27%→14年度3.51%と好調だったものの、15年度は0.12%、16年度は1.04%と落ち込んでいる）

図表1 日米大学の運用資産構成



(出所)「平成29年度学校法人の資産運用状況」、「NCSEレポート」を基に筆者作成

(図表 2)。

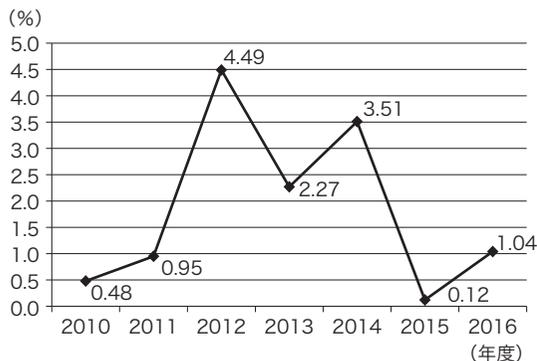
一方、よく比較対象として引用されるNACUBO Commonfund Study of Endowments (NCSE)の大学基金の資産運用調査 (NCSEレポート) に示される米国大学の運用ポートフォリオは、18年6月時点で現預金・短期証券が3%、米国株式が16%、外国株式が20%、債券が8%、オルタナティブが53%と、オルタナティブのウェイトの高さが目立つ。オルタナティブのウェイトは02年6月末時点では7.5%であったので、オルタナティブへの傾斜が鮮明になっている。運用利回りは18年度が8.2%、15～18年度(3年リターン)が年率6.2%、13～18年度(5年リターン)が年率7.3%となっている。

### 3. 日本の大学における制約条件

日本の私立大学の収益構造は、学生生徒納付金の収入に占める比率が極めて高いことで知られている。『平成30年度版今日の私学財政』によれば、17年度の事業収入のうち、50.3%が学生生徒納付金(医歯系法人を除くと72.6%)である。学生生徒納付金は、18歳人口の減少により、今後頭打ちもしくは減少する可能性がある。財務基盤

の強化のため、寄付金収入の増加、資産運用収入の増加の必要性が文部科学省などから指摘されているが、寄付金は1.3% (医歯系法人を除くと1.4%)、受取利息・配当金は1.5% (医歯系法人を除くと1.6%)にとどまっている。また、前述のとおり、学校法人(私立大学など)については、他の公益セクターの多くが運用対象を規制されているのに対し、運用対象の制約がないにもかかわらず、運用資産の多くは現預金となっている。これには、以下のような要因が考えられる。学校法人会計基準においては、第二十五条で「資産の評価は、取得価額をもってするものとする」とされ、取得原価基準を採用している。また、学校法人会計問答集には「学校法人が時価の変動する有価証券を所有している場合、市場変動リスクにさらされており、会計年度末に相当の含み損又は含み益があれば取得価額による表示だけでは実態を表しているとは言い難いので、保有する有価証券の簿価総額あるいは含み損又は含み益に金額的重要性がある場合には有価証券の時価情報を注記する。時価情報の注記として、時価のある有価証券の貸借対照表計上額及びその時価並びにその差額を記載することとなる。」とあり、注記によって記載することになっている(注記を外部に開示していない法人も多い)。金融商品会計が時価評価を原則としているのに対して、学校法人会計が例外的な扱いになっている。このことには、短期の変動に左右されずに長期の成果を求めることができるという利点があると考えられる。しかし、資産運用が大学基金の形で分離されている米国と異なり、資産運用(特にキャピタルロスが実現する場合)が法人本体の決算に影響することから、長期的なキャピタルゲイン獲得への志向が弱く、各年度の安定的なインカムゲインに傾斜しがちであ

図表 2 大学・短大法人の資産運用利回り



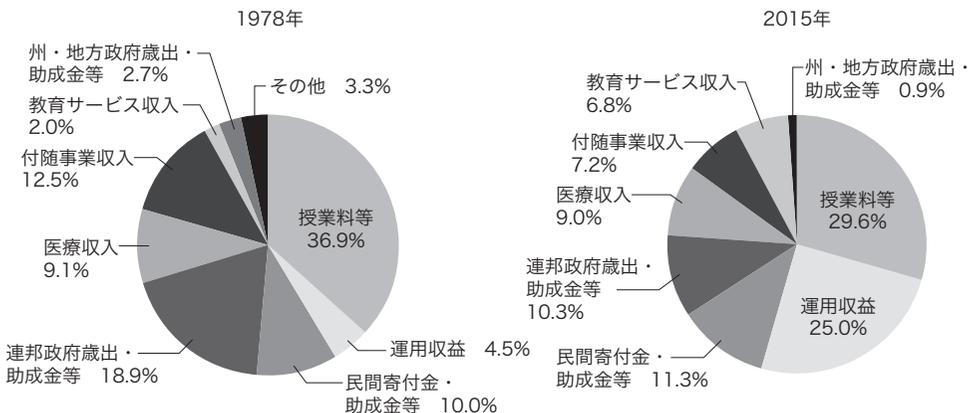
(出所)「平成29年度学校法人の資産運用状況」を基に筆者作成

る。米国の大学も1960年代においては債券中心、インカムゲイン中心の運用であった。米国では信託法により収入を収益と元本に区分し、そのうち収益の部分のみを使用することができることとされていた。利息や配当は収益に含まれるが、株式の値上がり分であるキャピタルゲインは収益には含まれず元本と見なされたため、必然的にインカムゲイン重視にならざるを得なかった。69年にフォード財団が学校の寄付金運用に関するレポート（パーカーレポート）を発表し、インカムゲイン、キャピタルゲインを合わせたトータルリターン重視を提言したことや、70年代の高インフレで債券の実質リターンが低下したこと、72年の公益組織のファンド運営に関する統一州法（Uniform Management of Institutional Funds Act）により条件付きでキャピタルゲインの使用が認められたこと、2006年には公益組織のファンドの思慮深い運用に関する統一州法（Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act）により、キャピタルゲインを無条件に使用できるようになった。これらの制度的要因、経済

的要因により、米国では運用対象の多様化が進んだものと考えられる。米国の私立大学の収入に占める運用収益の割合は1978年の4.5%から2015年には25.0%にまで拡大した（図表3）。

一方、09年1月6日付の文部科学省の通知、「学校法人における資産運用について」では「資産の効率的な運用を図ることが一般論としては求められるが、一方で、学校法人の資産は、その設置する学校の教育研究活動を安定的、継続的に支えるための大切な財産であるため、運用の安全性を重視することが求められることは言うまでもない。」「学校法人としては、現下の国際金融情勢なども十分に踏まえ、元本が保証されない金融商品による資産運用については、その必要性やリスクを十分に考慮し、特に慎重に取り扱うべきである。」とされており、この通知は現在も有効であるため、資産運用の抑制要因になっている可能性がある。

図表3 米国私立大学の収入構成



(出所) Digest of Educational Statistics 1990年、2015年を基に筆者作成



き、有価証券投資は国債、地方債、政府保証債に限定されてきた。しかし、国の厳しい財政状況を鑑み、国立大学法人の財務基盤の強化の要請が高まったため、17年の国立大学法人法の改正において、同法第34条の3に基づき、文部科学大臣の認定を受けた法人と指定国立大学法人については、余裕金などの以下の運用が可能となった。

- ①金融商品取引法に規定する有価証券であって政令で定めるもの（株式を除く。）の売買
- ②預金または貯金（文部科学大臣が適当と認めて指定したものに限る。）
- ③信託会社または信託業務を営む金融機関への金銭信託。ただし、運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限る。

イ ①または②に掲げる方法

ロ 金融商品取引業者との投資一任契約であつて政令で定めるものの締結

運用体制の整備の度合いによって、自家運用の場合は第1から第3、委託運用は第4と認定がランク付けされている。第3かつ第4の認定を受けた法人は最も運用の自由度が高い。指定国立大学法人は自動的に第3、第4相当の運用ができるとされた。この結果、具体的には自家運用の場合には投資信託、外国証券など、委託運用の場合には株式への投資も可能となった。

18年8月時点で、九州大学、東京農工大学など7法人が認定を受けた（別途、指定国立大学法人は6法人）。（日刊工業新聞18年8月23日付朝刊）

指定国立大学法人である東京大学は、運用資金420億円を二つに分けて運用を行っている。東京大学基金を原資とする110億円は、高い投資リターンを目指し、ポートフォリオ運用を行っている。

投資対象にはグローバル株式、オルタナティブ（私募REIT、未公開株式）が含まれる。残りの目的指定寄付金310億円については、安全性を重視して満期保有目的債券、預金を中心に運用を行っている。ただし、金利低下により債券パッシブファンドの運用も検討しているとのことである。国立大学法人による運用は端緒についたばかりであり、今後試行錯誤が続けられるものと考えられる。

## 6. 終わりに

学生に対して質の高い教育を提供し、優れた人材を育成して社会に貢献することは大学の責務であろう。しかし、18歳人口の減少、国の財政の悪化など大学を取り巻く環境は今後厳しさを増していくことは間違いない。大学は内部資金である基本金をもって運営され、借入依存度が低いいため、問題が顕在化するまでには多少時間的余裕があると思われるが、現時点で収益を可能な限り増やす検討を行っていく必要があるだろう。その重要な手段である資産運用についても、リスクをコントロールしつつリターンの向上を目指す動きが強まることに期待したい。

### 〔参考文献〕

- 東京大学財務部経理課資金運用チーム [2019]「東京大学の資金運用高度化の取組み」、『大学マネジメント』15 (1)、pp.17-21.
- 引間雅史 [2011]「日本の大学法人における資産運用の実態と課題」、『証券アナリストジャーナル』49 (12)、pp.28-39.
- [2019]「上智大学の資産運用～PRI・ESG投資に基づく新たな資産運用ガバナンス～」、『大学マネジメント』15 (1)、pp.10-16.
- 松元暢子 [2017]「非営利組織の資産の運用に関するルーラー大学の基金 (endowment fund) を中心として」、『JSDAキャピタルマーケットフォーラム (第1期) 論文集』12月、pp.229-247.