

学校法人の「資産運用管理規程」等の整備について

Japan's School Governance and Financial Risk Management

2008年11月以降、学校法人の資産運用に関わる損失をめぐる報道が相次いでいる。本稿では「なぜこのような結果になったのであろうか？」また「どのようにすればこのような結果を回避できたのであろうか？」といった素朴な疑問を出発点に考察をすすめた。

問題の背景として見えてくるのは、少子化の中で少しでも帰属収入を増やしたいという学校の強い動機である。そして、低金利時代に高い利回りを目指し、運用資産の現状とマッチしているとは言えないような運用商品を購入している姿も垣間見える。結果、一部の学校では、リスクのある運用をしているにもかかわらず、リスクマネジメントが十分にできておらず、想定外の損失をかかえるに至っている。

また、運用の現場では、運用担当者に大きな負荷がかかっており、彼らを手助けし守るべき組織体制や運用管理規程等の整備が十分とは言えない。

一連の資産運用に関する報道は、学校にとって、資産運用に関する組織体制と運用管理規程等を整備し、学校のガバナンスとリスクマネジメントはどうあるべきかを考える契機となるだろう。



There have been numerous media reports since November 2008 of schools losing money in relation to managing their assets. In this paper, I begin my discussion by considering such basic questions as "How did this happen?" and "What measures could have been taken to avoid such losses?"

What has emerged as a causal factor is the strong desire on the part of schools to increase their imputed income as much as possible in the age of the low birthrate. There are cases of investments seeking extraordinarily high returns in the low interest rate environment, regarded as out-of-line from reality in assets management. Accordingly, some schools have performed poor risk management, even though the investments include high-risk instruments, resulting in unexpected losses.

In the actual investment activities, there is too much burden placed on the person in charge of dealing operations. Nevertheless, provision of organized structure and relative management rules to control financial risks and assist in the investment activities is insufficient.

A series of media reports on asset management will provide a good opportunity for schools to prepare an organized structure and formulate financial risk management rules for asset management, and to consider the question of "what form should effective school governance and financial risk management systems take?"

1 | 問題認識

2008年11月以降、学校法人の資産運用にかかわる損失をめぐる報道が相次いでいる。また、2009年3月の本稿執筆時において、今まで積極的な運用を行ってきた学校法人で、未だ報道の対象になっていないものも多数ある。(私立学校の4法人(回答668法人)が「当面の法人運営に大きな現実の支障が生じている。」と答えている¹⁾。)2009年3月期決算の確定により、今後報道の対象になる学校法人の数はますます増えていくであろう。

そこで本稿では、「なぜこのような結果になったのだろうか？」また「どのようにすればこのような結果を回避できたのであろうか？」といった素朴な疑問を出発点に考察をすすめることとする。

以下、資産運用をめぐる公益法人・学校法人へのアンケート等も用いて、学校法人の資産運用にかかわる問題点を整理し、資産運用に関する運用管理規程等の整備の課題・方向性について論じる。

2 | 素朴な疑問

それでは素朴な疑問を出発点に、課題・問題を指摘していきたい。

①「運用担当者は、運用商品の内容を理解を十分に理解していたのか？」

近年、金融工学の発達もあり、さまざまな運用商品が開発されてきた。金融機関等が新商品を提案してくる中、運用担当者は、それぞれの商品の特性、メリット・デメリット・リスク等を、どこまで正確に把握できていたのかが問われている。学校法人によっては、運用担当者が資金運用にだけ専念できる環境がない、または、運用担当者が十分な金融に関する知見を持っているとはいえない場合もある。理解できない商品は買わないということは運用商品購入上の鉄則であるように思うが、その原則がどこまで守られていたかという問題である。

②「理事会・理事によるリスク対応は十分であったのか？」

たとえ運用担当者が運用商品の内容やリスクを十分に

把握していたとしても、基本的には、経営上大きな意思決定をするのは、理事会や担当理事や理事長であろう。「理事会には、適切な意思決定ができるような金融に関する知見があったのか?」「もしなければそれをどのようにして補っていたのか?」また「そもそも適切な報告があったのか?」等が問われている。当然、学校には、金融の知識を十分に持たない理事も多くいる。運用担当理事ですら、複雑化する運用商品の特性・リスクを理解できていない場合もある。また、適切な意思決定を行ううえで、正確な・分かりやすい報告がなされていたのかも問題である。

報道の対象となったある大学の理事が「金融危機は想定外だった。」と発言している。確かに金融危機は多くの人にとって想定外であったかもしれない。しかし、為替や市場の指標が変化した場合に、運用資産がどんな状態になっているかを、あらかじめシミュレーションすることは、できたのではないだろうか。

③「目標利回りの設定が高すぎたのでは？」

必ずしもすべての学校法人が利回りの目標を明確に持っているわけではない。しかし、予算では運用収入の科目があり、また、具体的な利回りなどの目標を掲げているケースもある。

問題はどのようにしてその目標数字が決まっていくかである。学校法人の経常的な収入としては、生徒からの入学金・授業料、受験料、補助金、寄付金、運用収入、事業収入等が挙げられる。現状では、少子化の進行により生徒・受験生等からの増収が見込める状況とはいえない学校法人も多い。日本私立学校振興・共済事業団の『平成二十年度私立大学・短期大学等入学志願動向』によると、平成20年には大学565校のうち、入学定員充足率が100%に満たない学校は266校と、約47.1%に達した。また、国や地方公共団体の財政状況も悪く、学校法人への補助金は減額される傾向にある。寄付金は取り組みによっては、収入の大きな柱になる可能性はあるが、長期間にわたる種まきが必要で、すぐに増収を見込むことも難しい。

そこで運用収入に注目が集まる。確かに、低金利の時代が続く中で、普通にしていれば運用収入益も増加しにくい状況にある。しかし、サブプライムの問題や金融危機が起こる前には、アメリカの大学が資産運用収入に大きく成功している例や、積極的な運用収入によって高い利回りを達成している学校法人の例も多く報道された。そこで、苦しい経営環境にある学校法人が、事業に必要な収入を確保するというプレッシャーの下、資産運用に関して、資産規模やリスクや運用能力等、学校法人の現状からみて不相応な目標を設定してしまったという可能性を指摘できるだろう。

④ 「法人の資産規模・内容にふさわしくない運用をしていたのではないか？」

新聞記事によると、含み損拡大の圧力に耐えられず、損失を確定させた大学もある。また、「資産規模に対して投資額が大きすぎた。」というような関係者の発言もある。結果として、新たに借入れを行い、キャンパスの移転などの中長期の教育投資計画に変更を行ったケースも出てきた。現実の教育活動に影響が及ぶ、またはその可能性があるところまでの運用を行っていたとするならば、それは学校法人の資産規模や資産内容にふさわしくない運用を行っていたということになるのであろう。

⑤ 「ロスカットルールはなかったのか？」

資産規模や内容にふさわしい運用を行っていたかどうかの問題とも関連する問題である。運用でリスクをとる場合には、損失が大きく膨らむケースが出てくる場合がある。その際「どこまでの損失を許容するのか？」をあらかじめ決めておき、その許容範囲を超えた分については、ロスカットするなどのリスクをこれ以上大きくさせないための施策を用意しておく必要があるのではないかと問いである。そうでなければ、市況が大きく変化したときには、損失は大きく膨らむだけであり、それに耐え切れるかどうか分からない。中長期経営計画の変更、借入金返済のための人件費・教育研究費用の削減など教育の質に影響を及ぼさないように、リスクを経営上許容できる範囲にとどめる仕組みがあったのかという問いで

ある。

3 | 公益法人資産運用アンケート

次に「財団法人公益法人協会」が2007年11～12月にかけて行った「公益法人資産運用アンケート」（財団法人400、社団法人200のうち、222法人が回答）を見ていく。そもそも学校法人は広義の公益法人であり、公益法人と学校法人はその公益性と非営利性において共通点が大きく、本稿のテーマを論じるうえで参考になると考える。以下、本稿の論点と関連する箇所について、アンケートより示唆されることを列挙してゆく。

① 「満足できる運用成績を上げ続けることへの不安」

「向こう5年間を考えた場合に満足できる運用利回りの水準を確保し続けられると思いますか？」という設問に対して、回答した215法人の内、「そう思う」と回答したのは35法人（約16%）に過ぎなかった。残りは「必ずしもそう思わない（137法人（約64%）」「わからない（43法人（約20%）」と回答している。それら残りの法人（合計180法人）にその理由を尋ねると、126法人（約70%）が「今後、低金利が続くから」と回答し、78法人（約43%）が「為替や金利の変動で仕組債等の運用収入が減る可能性があるから」と回答している。

低金利時代が続く時代に、年度事業予算に必要な収入を上げるというプレッシャーの下で、悩んでいる運用担当者の姿が垣間見える。

② 「運用商品の複雑化」「商品の理解の難しさ」「意思決定の困難さ・不安」

「最近の運用業務について該当すること」という設問に対して、回答した222法人のうち、107法人（約48%）が「為替・金利・信用リスク等が運用成果に大きく影響するので、意思決定が難しい。」73法人（約33%）が「運用商品の仕組みが複雑化しており、理解するのが難しい。」53法人（約24%）が「商品選択等の判断を誤るのではないかと、不安に思うことがある。」と回答しており、「運用業務について問題は特にない。」と回答したのは62法人（約28%）となっている。

図表 1-1 満足できる利回り水準の確保の可能性

向こう5年間を考えた場合、満足できる運用利回りの水準を確保し続けられると思いますか？		
35	(16%)	ア：そう思う。
137	(64%)	イ：必ずしも、そう思わない。 ⇒ 次の設問へ
43	(20%)	ウ：わからない。 ⇒ 次の設問へ
計215	(100%)	

上の設問で「必ずしも、そう思わない」「わからない」と回答された方に理由をお聞きします。(複数回答可)		
126	(70%)	ア：今後、低金利が続く可能性があるから。
78	(43%)	イ：今後、為替や金利の変動で仕組み債権の運用収入が減る可能性があるから。
4	(4%)	ウ：今後、信用格付けの変更で社債等の運用収入が減る可能性があるから。
14	(8%)	エ：その他(具体的に。将来の債権価格・金利が不確定な為等)

出典：財団法人公益法人協会(2008)『公益法人資産運用アンケート』

図表 1-2 最近の資産運用業務

最近の運用業務について該当すると思われる項目にチェックしてください。(複数回答可)		
73	(33%)	ア：運用商品の仕組みが複雑化しており、理解するのが難しい。
107	(48%)	イ：為替・金利・信用リスク等が運用成果に大きく影響するので、意思決定が難しい。
53	(24%)	ウ：商品選択等の判断を誤るのでないかと、不安に思うことがある。
62	(28%)	エ：運用業務について問題は特にない。
9	(4%)	オ：その他(具体的に。預金、割引金融債、SB中心なので問題ない等)
母数222	(100%)	

※全般、約3割の法人が「特に問題なし」を回答する一方、なんらかの問題点にチェックした回答はそれを上回る。最近の運用業務に携わる現場の困難さがうかがえる。
 ※また、「特に問題なし」を回答した法人は、預金・国債等が中心の運用をしている場合が多いことが自由記述から窺われる。
 出典：財団法人公益法人協会(2008)『公益法人資産運用アンケート』

図表 1-3 結果責任の追及

現在の資金運用管理において、運用規程、基本方針書、ガイドライン等の定めによるルール・業務手続に忠実に従ってさえいけば、結果的に生じた評価損(値下がり)・損失の責任を問われたいと思いますか？		
131	(64%)	ア：そう思う。
74	(36%)	イ：そう思わない。
計205	(100%)	

出典：財団法人公益法人協会(2008)『公益法人資産運用アンケート』

金融工学の発達などにより、運用商品が複雑化しており、運用担当者が商品の理解や意思決定の難しさの点で、不安感を抱いている様子がうかがえる。

③「ルールに従っていても、運用担当者が責任を問われる可能性・不安」

「現在の資金運用管理において、運用規程、基本方針書、ガイドライン等の定めによるルール・業務手続に従ってさえいけば、結果的に生じた評価損(値下がり)・損失については、責任を問われたいと思いますか？」という設

問に対して、回答した205法人の内、74法人(約36%)が「そう思わない。」と回答している。自由記述などもあわせてみると、一部の運用担当者は結果責任に対する相当の不安を抱えながら、業務を遂行しているといえるのではないだろうか。

④「内部への説明」「法令・会計基準等への整合性」「規程・組織の整備」を重視

「今後の運用ならびに管理体制を考える上で、法人が重視すべきことは何ですか？」との設問に対して、回答し

図表 1-4 今後の資金運用管理体制

今後の運用ならびにその管理体制を考える上で、法人が重視すべきとお考えの項目を5つ選び、優先順位の高い順に1～5の番号をつけてください。

492	(73%)	ア：運用手法、運用商品について理解でき、内部で説明できるものかどうか。
261	(47%)	イ：運用手法、運用商品が法人の資産規模と釣り合うかどうか。
62	(16%)	ウ：運用商品他の費用が妥当かどうか。
319	(51%)	エ：運用に精通した内部人員の確保・養成できるかどうか。
252	(42%)	オ：信頼のできる外部機関や専門家を選べるかどうか。
443	(65%)	カ：運用規程等を含む組織的なインフラが整備できるかどうか。
671	(73%)	キ：新法、政省令等に反しないかどうか。
545	(74%)	ク：会計基準と整合性がとれてるかどうか。
7	(1%)	ケ：その他（具体的に。金融市場の動向を把握しているかどうか等）
計3052 (100%)		

※計3052は、優先順位1＝5ポイント、優先順位2＝4ポイント、優先順位3＝3ポイント、優先順位4＝2ポイント、優先順位5＝1ポイント、チェック無し＝0ポイントとしてウェイト付けした場合のポイント合計

※（ ）の％は回答法人222件（100％）が各項目にチェックした比率を示す（優先順位のウェイト付けはしない合計数字）

出典：財団法人公益法人協会（2008）『公益法人資産運用アンケート』

た222法人の内訳は次の通りである。

「会計基準との整合性（74%）」「新法、政省令等に反していない。（73%）」「運用手法・運用商品について理解でき、内部で説明できるものかどうか。（73%）」「運用規程等を含む組織的なインフラが整備できるかどうか。（65%）」等となっている。

法令等の遵守は当然としても、運用商品の複雑化によって、内部への説明可能性や規程・組織の整備が重視されているようである。

4 学校法人の資産運用の現状

次に21世紀大学経営協会²が2007年10月に行った「大学法人における資産運用状況調査」のアンケートを、以下国立大学法人、公立大学、私立の学校法人の順に見ていく。

(1) 国立大学法人

1) 「有価証券の運用を行っている。」

この設問に回答した41校のうち30校（約73%）となっている。所有している金融商品の内容についてみると、預貯金（41校）、国内公共債（29校）、株式（1校）と回答している。（国立大学法人の場合、法令によって運用できる資産が限定されており、その範囲での金融商品を

持っている。）

2) 「寄付行為以外に運用に関する規程等を作成していますか？」

この設問については、有価証券での運用をしている30校のうち、28校（約93%）が「作成している。」と回答している。また「運用決定権者に関する内部規定を設けていますか？」という設問に対しては、30校のうち、26校（約86%）が「設けている。」と回答している。

3) 「外部に資金運用を委託していますか？」

この設問に対しては、有価証券で運用している30校のうち、29校（約97%）が「すべて大学独自で行っている。」と回答している。

国立大学法人の場合、基本的には金融資産は預貯金を中心として、所持している有価証券も国内公共債がほとんどである。後で見えていく私立の学校法人の運用状況と比べると、規程等が整備されている割合も高く、また、有価証券も比較的风险を抑えた運用がなされている様子がうかがえる。

(2) 公立大学

1) 有価証券の運用

「有価証券の運用を行っている。」のは、回答した25校のうち、2校（約8%）であり、国立大学や私立大学とく

図表 2-1 資産運用の対象（国立大学法人）

有価証券運用を行っていますか？

回 答	法人数
1. はい	30
2. いいえ	11
計	41

現在お持ちの金融商品はどのようなものですか？（複数回答）

回 答	法人数
1. 預貯金	41
2. 国内公共債	29
3. 株式	1
4. その他	0

出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 2-2 運用に関する規程（国立大学法人）

寄付行為以外に運用に関する規程等を作成していますか？

回 答	法人数
1. はい	28
2. いいえ	2
無 回 答	0
計	30

運用決定権者に関する内部規程を設けていますか？

回 答	法人数
1. はい	26
2. いいえ	2
無 回 答	2
計	30

注：「有価証券運用を行っている」法人のみを抽出している。

出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 2-3 外部委託（国立大学法人）

外部に資金運用を委託していますか？

回 答	法人数
1. すべて大学独自で行っている	29
2. 一部だけ外部（証券会社・信託銀行等）に委託している	0
3. 全部外部（証券会社・信託銀行等）に委託している	0
無 回 答	1
計	30

注：「有価証券運用を行っている」法人のみを抽出している。

出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 3-1 有価証券の運用（公立大学）

有価証券運用を行っていますか？

回 答	法人数
1. はい	2
2. いいえ	23
計	25

注：無回答の4校は設置自治体が資金運用しているため、「いいえ」に集計した。
出典：21世紀大学経営協会（2008）「大学法人における資産運用状況調査」

図表 3-2 有価証券の運用を行わない理由（公立大学）

有価証券運用を行っていない理由についてお聞きします。

回 答	法人数
1. リスクがネックになっている	0
2. 理事会の許可がでない	0
3. 内部規程が十分でない	1
4. 運用する資金がない	9
5. 運用する担当者がいない。または、知識不足	2
6. 自分は責任を取りたくない	0
7. その他	9
無 回 答	2
計	23

注：「7. その他」のほとんどは、自治体が一括管理または大学の方針で禁止しているため。
出典：21世紀大学経営協会（2008）「大学法人における資産運用状況調査」

らべて非常に低い結果となっている。

2) 有価証券運用を行っていない理由

有価証券運用を行っていない理由としては、回答した23校のうち、9校（約39%）が「運用する資金がない。」と回答しており、「その他（殆んどが、自治体が一括管理または大学の方針で禁止していると回答している。）」が9校となっている。

公立大学の場合は、国立大学法人と比較しても、預貯金中心で、有価証券による運用もほとんど行っていない様子がうかがえる。

(3) 私立（学校法人）

1) 有価証券の運用

「有価証券の運用を行っている。」のは、回答のあった139校のうち、114校（約82%）である。所有している金融商品の内容の内訳は次の通りである。139校のうち、預貯金（139校）、金銭信託・貸付信託（22校）、外貨預金（18校）、国内公共債（96校）、国内民間債

（金融債を含む）（56校）、元本リスクのない仕組債（71校）、元本リスクのある仕組債（37校）、外貨建外債（米国債等）（12校）、公社債投資信託（26校）、株式投資信託（17校）等となっている。私立大学の場合は、国公立大学と比べても、多岐にわたる資産運用を行っているといえる。また、元本リスクのある仕組債は、37校（約27%）で所有されている。

2) 運用に関する規程

「寄付行為以外に運用に関する規程等を作成していますか？」という設問に対しては、有価証券による運用を行っている114校のうち、92校（約81%）が「作成している。」と答えるにとどまり、22校（約19%）が「作成していない。」と回答している。「運用決定権者に関する内部規程を設けていますか？」という設問に対しては、114校のうち、85校（約75%）が「設けている。」と答え、16校（約14%）が「設けていない。」13校（約11%）が「無回答」との結果であった。国立大学法人と

図表 4-1 資産運用の対象（私立学校法人）

有価証券運用を行っていますか？

回 答	法人数
1. はい	114
2. いいえ	25
計	139

現在お持ちの金融商品はどのようなものですか？（複数回答）

回 答	法人数
1. 預貯金	139
2. 金銭信託、貸付信託	22
3. 外貨預金	18
4. 国内公共債	96
5. 国内民間債（含む、金融債）	56
6. 仕組債（元本リスクなし）	71
7. 仕組債（元本リスク有り）	37
8. 外貨建外債（米国債等）	12
9. 公社債投資信託	26
10. 株式投資信託	17
11. 株式	25
12. ヘッジファンド等	3
13. 出資証券（REIT）	3
14. 出資証券（ベンチャー・キャピタル・ファンド）	4
15. その他（コモディティなど）	4

出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 4-2 運用に関する規程（私立学校法人）

寄付行為以外に運用に関する規程等を作成していますか？

回 答	法人数
1. はい	92
2. いいえ	22
無 回 答	0
計	114

運用決定権者に関する内部規程を設けていますか？

回 答	法人数
1. はい	85
2. いいえ	16
無 回 答	13
計	114

注：「有価証券運用を行っている」法人のみを抽出している。

出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 4-3 外部委託（私立学校法人）

外部に資金運用を委託していますか？

回 答	法人数
1. すべて大学独自で行っている	89
2. 一部だけ外部（証券会社・信託銀行等）に委託している	11
3. 全部外部（証券会社・信託銀行等）に委託している	1
無 回 答	13
計	114

注：「有価証券運用を行っている」法人のみを抽出している。
 出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

図表 4-4 詳細な投資の決定方法（私立学校法人）

銘柄の選定、売買タイミングなど、個別商品の投資の決定はどのように行っていますか？

回 答	法人数
1. 理事会または理事会小委員会で決定する	20
2. 学内組織の委員会で決定する	19
3. 特定の運用担当者に任せている	59
4. 外部（証券会社など）の判断に全面的に頼っている	1
無 回 答	15
計	114

注：「有価証券運用を行っている」法人のみを抽出している。
 出典：21世紀大学経営協会（2008）『大学法人における資産運用状況調査』

くらべ、積極的な資産運用をしているにもかかわらず、運用管理規程等の整備が進んでいないのではないだろうか？

3) 外部に資金運用を委託

「外部に資金運用を委託していますか？」という設問に対しては、回答した114校のうち、89校（約78%）が「すべて大学独自で行っている。」と回答し、「1部だけ外部に委託している。」と答えたのは、11校（約10%）（「全部委託している。」と答えたのは1校のみ）となっている。アメリカの基金の運用（東京大学『大学の資金調達・運用に関わる学内ルール・学内体制等の在り方に関する調査研究』）と比べると、自家主体の運用スタンスであることが分かる。

4) 個別商品の投資の決定について

「銘柄の選定や売買のタイミングなど、個別商品の投資の決定はどのように行っていますか？」という設問に対しては、回答した114校のうち、59校（約52%）が

「特定の運用担当者にまかせている。」と回答している。また、運用担当者と資金管理者の職務分離については、回答した114校のうち、63校（約55%）が「資金管理者と運用担当者は明確に分離されていない。」と回答している。先ほどの公益法人のアンケートなどとあわせてみると、運用担当者にかかる責任や負荷は大きなものになっていると思われる。

5 | 文部科学省学校法人運営調査委員会の意見（2009年1月6日）

2008年11月より大きく報道された学校法人等のデリバティブ等の損失の問題を受けて、2009年1月6日に文部科学省（学校法人運営調査委員会）より図表5のような意見が出されている。今後、関係各所からさまざまな命令・通達等が出されることが予想される。

6 | 学校法人における資産運用管理規程等の整備について

以下、資産運用管理規程等を整備していくうえでの視

図表5 意見の要旨

1. 資産運用の方法は学校法人自ら決定するものである。一方、運用の安全性が求められる。仕組債・デリバティブ商品は、ハイリスク・ハイリターンで、必ずしも、元本保証があるとは言えない。
2. 元本が保証されない金融商品についての関係者の義務
 - ①理事長および理事 「善良な管理者の注意義務」
 - ②運用担当職員 「職責に相応する注意義務」
3. 資産運用関係規程整備等を通じての意思決定と執行管理の適正化
 - ①安全重視などの資産運用の運用基本方針
 - ②理事会・理事長・担当理事・実務担当者など資産運用関係者の権限と責任
 - ③具体的な意思決定の手続
 - ④理事会等による運用状況のモニタリングなどの執行管理の手続
 - ⑤教育研究等の充実のための計画に照らした資産運用の期間・成果の目標
 - ⑥保有しうる有価証券や行いする取引等の内容
 - ⑦資産運用にかかわる限度額等の明確化

出所：文部科学省「学校法人における資産運用について」（平成21年1月6日）を元に筆者作成。

点を論じて行きたい。

1) 資産運用の役割・目的

今回いろいろと報道されているケースを見ると、資産運用が学校の経営計画の中で果たすべき役割や位置づけが、必ずしも明確ではなかったことに、そもそも問題の一因があったように思われる。その結果、単に余剰資金を増やしたいという動機からなんとなくの投資の意思決定が行われているようなケースもあるであろう。また、学費等の本来的な経常収入以外の継続的な収入を確保するという目的のために、リスクを大きくとる資産運用を行ってしまったケースもあるであろう。いずれにしても、資産運用の役割・目的等の位置づけを、はっきりとさせない限りは、どこまでリスクをとってよいのか、どのような方法で運用を行うかなどの、具体的な意思決定は、あいまいなものにならざるを得ないと思われる。

「ビジョンや建学の精神などに沿っている中長期的な経営計画を立てているといえるだろうか?」「運用と学校の中長期の経営計画との関係は明確だろうか?」「資産運用の成果を何に使うかは明確だろうか?」などを真剣に論じる必要がある。

2) 運用する資金の基本構成

基本的なポートフォリオの構成を具体的に明示したり、

保有可能資産のリストを使って、運用対象になる資産を制限列挙したり、運用対象の預貯金の割合を決めたり、いろいろな方法が考えられる。運用の目的に沿って、取り得るリスクや持ちうる資産を考慮し、運用ポートフォリオを組むことは欠かせないだろう。

ポートフォリオや保有可能資産のリストなど、基本的な資産運用の構成については、定期的に見直しを行うこと、また変更する場合にはその手続について、具体的に定めておきたい。もちろん、用語の定義があいまいであると、規程が空文化してしまうことにも注意すべきであろう。

3) リスクマネジメント

リスクマネジメントを行う大前提として、「よくわからない商品には手を出さない。」ということがよくいわれる。いろいろなことを想定し、「想定外」を極小化することが、リスクマネジメントに欠かせない。そうすると、運用担当者が、運用商品の内容をよく理解することは当たり前であるし、運用の意思決定を行う関係者も、運用商品の内容や特性のポイントをよく理解する必要があるだろう。リスク管理の規程として、保有可能資産のリストや格付け等の要件もあるだろうが、規程だけがあっても、リスクマネジメントは機能しないであろう。

以下、リスクマネジメントに関する規程の考え方を見ていく。

①「リスクのシミュレーション」

報道されたある大学の理事が「金融危機は想定外であった。」との感想を漏らしている。確かに、いかに金融に詳しい人であっても、リーマンショックのような金融危機を具体的に想定することは、難しいと言えるかもしれない。しかし、為替が〇円より下がった場合や、あるインデックスが〇〇より下落した場合を想定して、所持している運用商品がどのような状態になり、学校法人がどのような債務を負うのかを、資産運用者は把握しておかなければならない。シミュレーションの方法等も含めて、詳細に規定しておきたい。「想定外」を無くし、事態に備えるためには、欠かせない項目であろう。

②「ロスカットルール」

今回の一連の報道を見ると、「なぜこれほど損失が膨らむまで放置していたのか？」との素朴な疑問が湧いてくる。ロスカットの基準があり、それが機能していたならば、これほど大きな損失にはなっていないかという疑問である。契約を解除することによって、莫大な違約金の支払いが発生するような運用商品もある。またロスカットの決定は経営上重要な意思決定であるので、機械的にロスカットを執行することが必ずしも合理的な判断のプロセスとは言えない場面もあるだろう。いずれにしても、どのような条件が整えば、ロスカットをするのか、はたまた会議を開くのか等、あらかじめ検討しておく必要がある。

③「保有可能資産のリスト」

「保有可能資産のリスト」については、「運用する資金の基本構成」でも触れたが、運用対象として、具体的に列挙しておくことが一般的である。しかし、「保有可能資産のリスト」に載っているから安心だというスタンスになると、思わぬ損害の拡大を招くことにもなりかねない。機動的な見直しができるようにしておく必要がある。

また、デリバティブ等のハイリスク・ハイリターン型の運用商品については、特別の条項を設けて、その取扱

いについて細かく決めておくことも重要であろう。

④「格付け」

「格付け」に関する規程では、格付機関名称や具体的な格付けの基準を列挙することが多い。しかし、格付けが100%信用できるわけではないことは、サブプライムでの格付けの変遷を見るまでもなく、明らかである。リスク管理に関する条項を入れるだけで安心するのではなく、「格付け」も100%信用できるものではないという前提に立って、リスクを見ていく姿勢が大切といえるだろう。債券等の購入時の格付けが、その後変化する場合、対応方法、保持・処分基準等もあらかじめ決めておくべきであろう。

⑤「預金・貯金」「国債」

ペイオフが解禁され、国内の預金・貯金といえども100%安全とは言えない。預貯金についても、金融機関の財務状態を考慮し、ある程度分散して預けるなどの規程を整備する必要があるであろう。金融機関の株価・社債利回り等をモニタリングしておき、問題があると思われるケースの場合に、専門家からの意見を聞いたり、所定の委員会・理事会などを開くなどの規程も考えられるであろう。

預金・貯金と同様、国内の国債といえども、100%デフォルトがないとは言えないし、インフレ等のリスクもある。購入する国債の基準も、リターンだけではなく、発行体の財務状況も勘案し、どんなリスクがあるのかを含めて考えなくてはならないであろう。

4) モニタリング

①運用成績の報告

運用商品のパフォーマンスや現状について、分かりやすく報告することが必要であろう。パフォーマンスを評価する上では、単年度だけでなく、中長期の評価の視点も必要であろう。また、ポートフォリオ全体だけではなく、個々の運用商品のパフォーマンスも明らかにすべきであろう。

報告の期間についても、時価の変動を大きく伴う運用商品の場合は、短い間隔で報告をすべきであろう。

②報告・説明の分かりやすさ

学内で資産運用に関する意思決定をしたり、意見を述べたりする立場にある人の中には、金融に関する知見をほとんど持たない人もいる。たとえば、教学中心でキャリアを積んできた理事などは、職務上運用などにかかわったことはほとんどないであろう。しかし、理事ということになれば、資産運用に関しても、一票を投じる立場になる。また、直接意思表示をする立場にない人でも、資産運用の現状の説明に触れる機会は多い。学校の教職員や組合、保護者、学生、卒業生などのステークホルダーに対する説明責任の観点からも、分かりやすい説明は必須であろう。

学校法人の内外の関係者には、金融に詳しくない人が多く存在しているということを前提として、普段から資産運用に対する考え方、成果等を、分かりやすく伝えることが重要であろう。

③時価評価

個別の運用商品について、リスク管理上も時価評価をすることは不可欠であろう。しかし、運用商品のすべてが、同じ方法で、時価を把握することができるわけではない。たとえば、相対取引の場合は、取引所取引の場合とは価格形成のプロセスが異なる。したがって、時価評価の決定方法、時価評価の例外扱い、報告の手続等について、詳細に決めておく必要があるであろう。

④「損失が出た場合の報告・承認のプロセス」

損失が出たときの報告や承認のプロセスは明確であろうか？たとえロスカットルール等の条項があったとしても、やはり大きな損失が確定するような意思決定については、担当者や担当理事・理事長だけで行うことが妥当であるかという論点もあるであろう。また一方で、市況の急激な変化に対応するための措置を取らざるを得ない場合、理事会等を招集し、決定を行うという時間こそが、問題とされるという考え方もあるだろう。

いずれにしても報告・承認のプロセスは事前に、明確に定めておきたい。

⑤監事の役割

監事の職務については、別規程等で詳細に定めるのが通例であろう。しかし、資産運用規程の中で、理事会や監事が必要であると認めた際に、調査を実施できることをあえて明記することは、運用規程や諸ルール等に基づいた執行を促し、制度設計時に想定していなかったリスクが顕在化した場合に現状を把握しやすくなるなどの点で、有利に働くであろう。

5) 資産運用に関する役割や権限

学内で資産運用に関係する機関としては、理事会、理事長、運用担当理事、運用担当者、資産運用委員会などがある。学校法人の規模、運用の方針等によって大きな違いがあろうが、それぞれがどのような責任・役割を持つかについては、それぞれの機関・役割ごとに明確に定めておきたい。

運用担当者に過大な負荷や責任が集中しないようにする視点、そして、委員会制度などを整えて外部の知見を活用するような視点等が必要となってくる。

6) 「財務諸表等の公開等」

学校法人の財務諸表については、公開・非公開の別、公開の範囲等、多様である。最近の報道の経緯を見ると、運用による含み損等を早めに公表している学校法人は報道の対象となり、それを公表していない学校法人は未だ報道の対象となっていない。つまり、積極的に情報公開をしている学校法人が損をするという状態になっていると言えなくもない。

しかし、注記（注記だけでは足りない場合もある）などの情報を詳細に公開していなければ、学校の資産状態と合っていない運用が行われることを、外部の視点で牽制することができなくなってしまう。これは、今回の問題の遠因でもあり、学校法人のステークホルダーに対する説明責任の問題でもある。今後、学校法人の財務諸表については、一層の透明性・公開性が求められることになるであろう。

7 | まとめ

問題の背景として見えてくるのは、少子化の中で少しでも帰属収入を増やしたいという学校の強い動機である。そして、低金利時代に高い利回りを目指し、運用資産の現状とマッチしているとは言えないような運用商品を購入している姿も垣間見える。結果、一部の学校では、リスクのある運用をしているにもかかわらず、リスクマネジメントが十分にできておらず、想定外の損失をかかえ

るに至っている。

また、運用の現場では、運用担当者に大きな負荷がかかっており、彼らを手助けし守るべき組織体制や運用管理規程等の整備が十分とは言えない。

一連の資産運用に関する報道は、学校にとって、資産運用に関する組織体制と運用管理規程等を整備し、学校のガバナンスとリスクマネジメントはどうあるべきかを考える契機となるだろう。

【注】

¹ 日本私立学校振興・共済事業団（2009）『資産運用に関するアンケート調査結果について』

² 21世紀大学経営協会は、日本の大学の活性化、教育研究活動の質的向上の支援する特定非営利活動法人。最高顧問・塩川正十郎氏（学校法人東洋大学総長・元財務大臣）、理事長・宮内義彦氏（オリックス株式会社 会長・グループCEO）。<<http://www.u-ma21.com/>>

【参考文献】

- ・財団法人公益法人協会（2008）『公益法人 定款・諸規定例』
- ・財団法人公益法人協会（2008）『公益法人資産運用アンケート』
- ・財団法人公益法人協会（2003）『公益法人の資産運用』
- ・東京大学（2008）『「大学の資金調達・運用に関わる学内ルール・学内管理体制等の在り方に関する調査研究」報告書』
- ・21世紀大学経営協会（2008）『第2回大学法人における資産運用状況調査』