

第7章 日米比較と日本の大学の資金調達・運用に関わる学内ルール・学内体制の在り方等に関する検討

本章では、第2章から7章にかけてみてきたアメリカの大学における寄付募集、基金の運用管理にかかる方針・体制とケーススタディ、ならびに日本の大学における現状と課題、ケーススタディから日米比較を行う。そして、日本の大学における資金調達・運用に関わる学内ルール・学内体制等のあり方について検討を加えることとしたい。

1. 寄付募集と基金の運用管理に係る方針・体制：日米比較

1) 寄付募集に係る方針・体制

日米の大学における寄付募集に係る方針・体制について、文献調査やケーススタディをもとに整理すると図表 7-1 のようになる。

図表 7-1 寄付募集に係る方針・体制の日米比較

	アメリカ	日 本
寄付の受入実績	・キャンペーンとアニュアル・ギフトを併用 ・個人からの寄付が大半 ・基金向けが多い	・周年事業が中心、アニュアル・ギフトを学生入学時に募集 ・法人寄付が中心の大学が多い ・施設向け、使い切り型が多い
受入プロセス	(a)募集 ・趣意書に使途と目標額が明記（コミュニケーションで代替） ・卒業生アンケートで寄付者のニーズを把握	・使途の明確な大学と不明確、あるいは未定の大学がある ・一部で卒業生とのコミュニケーションを重視
	(b)受入 ・寄付の受入方針の策定によるリスク管理 ・学内委員会で受入の可否を検討 ・利益相反を考慮	・寄付の受入方針を定めている大学はない ・受入判断の根拠は不明確 ・利益相反は一部が考慮
	(c)フォローアップ ・ドナーレポートの発行 ・寄付者が使途を確認可能	・見返りとして顕彰 ・一部が寄付者向け情報提供を開始
組織構造	・寄付募集委員会を設置 ・学長のリーダーシップ ・寄付データベースを整備	・卒業生を募金要員として活用 ・一部の大学で管理職が参画 ・一部の大学がデータベース化
戦略的計画	・戦略的計画と募集がリンク	・一部の大学でアクションプランと募集をリンク

日米の大学の間では、受け入れる寄付について受入額の規模のみならず多くの点で違いがみられる。まず、アメリカの大学では卒業生を中心とした個人からの寄付の割合が多いことである。割合はボストン・カレッジで 78.6%、ウェルズリー大学に至っては実に寄付額全体の 92.3%に達する。これに対して、訪問した日本の 6 つの大学においては国立大学が概ね 7 割前後が法人からの寄付であり、私立大学でも 4~6 割が法人と寄付主体別では法人による寄付がもっとも多くなっている。

募集目的（寄付の使途）も大きく異なる。アメリカでは寄付募集の歴史が長く寄付者も寄付慣れしている私立大学において基金がもっとも多く、州立大学では施設が多くなっている。一方、日本の大学では募集活動で歴史を有する私立大学でも施設の充実に目的を特化した募集を行っている等寄付の使途として施設設備が多く、それも使い切り型が多くなっている。

次に、寄付の募集－受入－フォローアップといった寄付受入の一連のプロセスにおいても、説明責任や透明性に対する意識の違いが明白に現れている。第一に、募集段階においてアメリカでは趣意書の役割が重視されていることが今回の訪問調査で浮き彫りになった。ボストン・カレッジやニューハンプシャー大学では使途別に募集目標が数値で明確に示されている。ウェルズリー大学ではより感情に訴える内容で数値目標は明確ではないものの、日頃から大学が卒業生等と密接にコミュニケーションを図っており、既に募集で長い歴史を有していることもあり卒業生にとって募集目的や目標が既に認知されているという別の事情がある。日本の訪問 6 大学ではいずれも趣意書こそ作られているものの、インタビューからは計画立案段階で使途に関する優先順位を定めきれずに募集状況に応じ使途を再検討するという状況がうかがえる大学もあった。

第二に、アメリカの大学の戦略の一つの特徴として、募集にあたり大学側の資金ニーズの確定と並行して寄付者等に対するアンケート調査を通じて事前に寄付者の関心・寄付能力を評価している取り組みが際立っている。もっとも、こうした取り組みは日本の大学で皆無ではなく、一部の大学が卒業生とのコミュニケーションの一環としてアンケートを実施している等の萌芽がみられる。

第三に、寄付の受入段階に関する方針の有無である。今回訪問したアメリカの 3 つの大学のうち私立大学においてはいずれも寄付の受入方針と学内の委員会での判断を抛り所に寄付の受入の可否を判断していた。州立のニューハンプシャー大学システムと財団の場合は募集の歴史が比較的新しいということもあってこれから策定する段階であったものの、方針のない状態での寄付の受入は様々な観点で問題を生じうることが図らずも判明した。今回訪問した限りでは、日本においてこうした明確な寄付の受入を判断する基準等を有する大学は存在していない。

第四は「倫理的側面への配慮」である。アメリカの大学は寄付の受入に際して利益相反等の倫理的側面を明確に意識している。この意識が事業会社からの寄付の申し出に対する慎重な姿勢につながっているという側面は否めない。

第五は、寄付者に対する報告・顕彰等のフォローアップである。日本の大学が行っている寄付者に対する顕彰は「寄付に対する何らかの見返り」が主たる目的となっており、形こそアメリカの大学のそれに似ているものの、必ずしも寄付者に対する説明責任や透明性、あるいは大学と寄付者の継続的な関係構築の一環という問題意識に裏付けられたものではない。アメリカの大学のフォローアップは、ドナーレポートの発行等を通じて寄付者に対する説明責任を果たすとともに寄付者が自ら行った寄付の効果を確認し、次回以降の寄付に貢献する関係作りを目指したものであるという点で大きく異なっている。

寄付募集関連の組織構造についてみると、アメリカの大学では募集の専任職員数の多さといった体制の規模というよりはむしろ、理事会メンバーと卒業生等学外のステークホルダーで構成される寄付募集委員会が募集戦略を策定している点が特徴的である。すなわち、卒業生は単なる募集要員にとどまらずアンケート調査や募集委員会への参画など様々な機会を通じて大学が寄付を必要としている背景や方向性について知る機会を有しているともいえる。また、学長のリーダーシップが募集活動の成功に不可欠と認識されており、時間の30%を費やしているとのコメントもみられた。さらに、ウェルズリー大学の同窓会はそれ自体寄付の勧誘を行っていないものの卒業生とのリレーションの構築を通じて大学と卒業生が常に「つながっている」状態を作り出す上で大きく寄与している。これに対し、日本の大学は訪問大学を見る限り募集体制の構築に注力している印象はあるものの募金を担当する現場組織の人員・予算面の充実に限られており、同窓会や他部門との連携といった全学的視点での取り組みには見直しの余地がある模様である。また、募集戦略は主に学内の職員によって策定されており、卒業生は募集要員としての参加にとどまり戦略そのものに関与している様子は見受けられない。

アメリカの大学では寄付募集戦略が戦略的計画の一部を構成している一方、日本の大学では戦略的計画そのものの策定が一部の大学にとどまっていることもあり、中長期の観点から寄付募集に対する取り組みがなされているとは言いがたい。ただ、日本でも一部の大学が実行計画としての「アクションプラン」を策定し、その中に基金の強化を盛り込むなどの動きがみられるようである。

日本の大学の関係者からは、寄付が集まらない理由としてよくアメリカとの寄付文化や優遇税制の相違、あるいは日本の大学の寄付募集体制の規模がアメリカの大学に比べ小さいことがあげられる。しかし、寄付者等のステークホルダーに対する透明性や説明責任の観点で比較すると日本の大学が検討に着手していない点も数多く残されており、こうした意識の希薄さが寄付の受入実績にある程度影響していることは想像に難くない。

2) 基金（資金）の運用管理に係る方針・体制

大学における基金（資金）の運用管理に係る方針・体制を日米で比較する際には留意すべき点がある。それは、アメリカの大学の基金の資金が基本的に中長期投資の対象であるのに対し、日本の国立大学では投資対象に係る制約もあって現行では投資期間が1～3年程度と短い、いわゆる「キャッシュマネジメント」に近い性格を有していることである。

図表 7-2 基金の運用管理に係る方針・体制の日米比較

	アメリカ	日 本
基金の状況	・基金の規模を問わず、購買力の維持を通じて中長期的に教育研究や学生を支援するとの位置づけが明確 ・株式とオルタナティブ投資が運用資産の中核を占める ・外部委託運用が中心 ・投資実績を3年程度で評価 ・支出方針として、基金残高の過去3年異動平均値の4～5%を経常予算に繰入れ	・国立は基金を設立済みもしくは設立を予定。私立は3号基本金を有する ・基金の使途は必ずしも明確ではない ・国立は国債中心、私立は仕組債が中心、一部株式を組み入れる ・自家運用が中心 ・運用収入は使い切り ・投資実績は単年度評価
運用管理プロセス	・年次報告書を通じて運用状況等の情報を寄付者等に提供	・一部が事業報告書や決算書を通じて説明責任を果たしている
組織構造	・投資委員会が資産配分や運用機関の採用・罷免を決定 ・フルタイムの職員は1～5名 ・投資方針書を策定 ・受託者責任（含む利益相反）に留意 ・コンサルタントのサービスを援用	・国立は役員会や資金運用管理委員会で長期運用の方針を決定。私立では財務担当理事や財務部長を中心に決定、一部が委員会を設置 ・国立は資金管理の規程を策定、私学は規程を策定、一部見直し中 ・元本割れに留意した運用 ・受託者責任の概念はない
基金運用益の活用	・基金の運用益と経常予算を組み合わせ、学生援助に活用	・国立は基金規模が大きくなった時点で奨学制度や研究者の支援にあてる構想を有する。基金を有する私学は同様の目的を有する
戦略的計画	・基金残高等が戦略的計画の目標に組み入れられている	・一部の国立がアクションプランと基金の運用益の活用をリンク

しかし、そうした資金性格の違いを所与のものとしても、日米の大学の間で相違点をいくつか指摘しうる（図表 7-2）。第一は、資金運用の果実を大学の教育研究や学生支援に安定的に活用するといった、アメリカの大学にみられる基金運用の役割の位置づけが日本の

多くの大学では必ずしも明確に与えられていないことである。一つは運用実績を単年度で評価することに由来するものであり、「現在のような金利水準では運用益が見込めない」といった理由で中長期投資をあきらめがちである。

第二は、日本の大学が収益の源泉を単年度の利子・配当に求めていることである。このため、単年度で元本割れを避けようとするために債券以外への投資に踏み出せず、中長期で得べかりし利益を喪失するだけでなく、分散投資を実現できないため相場の変動によってはかえって大きな投資損失を計上する結果につながってしまっている。これに対し、アメリカの大学は運用益を中長期で最大化しかつ安定的に活用すべく、ハイリスクハイリターンの商品からローリスクローリターンの商品まで幅広く組み入れ分散を図る一方で、支出方針を採用することで基金が短期的な市場の変動の影響を受けにくい仕組みを構築している。さらに、運用実績を3～5年という中長期の時間的視野に立脚して評価を行っている。

第三は、第二で述べたアメリカの大学の方策が現代投資理論の考え方に即していることから、日本の大学に比べより高い投資収益を享受できるだけでなく、理事会や学外のステークホルダーへの説明が容易といった、説明責任と透明性の確保の観点からも評価しうることである。これに加え、訪問調査の大学の年次報告書には基金の運用管理に係る方針と実績が記載されており、学外者でも運用状況を把握することが可能となっている。

第四は運用形態の相違であり、訪問調査の対象となった大学で比較した場合に日本の大学が自家運用のみであるのに対しアメリカの大学では外部委託運用のみと正反対の結果が得られている点である。委託運用と自家運用にはそれぞれメリットとデメリットがあるものの、日本の大学の運用が自家運用のみで行われていることは債券運用中心で投資対象がアメリカに比べてそれほど多様化していないことの証左であろう。

第五は運用管理体制に関する相違である。アメリカの訪問大学はいずれも投資委員会を設置し、資産配分や運用機関の採用・罷免といった資金運用管理に関する主要な意思決定を行っている。運用管理の専任職員数は1～5名と日本の大学に比べてそれほど多いわけではないものの、それを補う要素がいくつかあげられる。一つは、投資委員会のメンバーに学外の専門家も含まれ、学内の職員の投資に関する知識を補完していること。二番目は、委託運用を通じて外部の専門家の知識を活用していること。三番目は、コンサルタントのサービスを活用していることである。

第六は、基金の運用管理に係る責任の明確さに関する違いである。アメリカのどの訪問大学の担当者も「受託者責任」を踏まえた運用管理を行っており、特に利益相反については担当者レベルにとどまらず理事会や資金運用管理委員会のメンバーで意識されている。すなわち、卒業生が特定の金融機関に所属している場合には、正当化しうる理由なくその金融機関と取引を行わないという考え方が徹底している。日本の大学では元本割れを起こさないことが責任を問われないこととほぼ同義と捉えられているものの、運用の責任が何かが必ずしも明確とはいえない状況にある。

2. 日本の大学における寄付募集と資金運用管理に係る方針・体制： 今後のあり方に関する検討

以上で述べた日米の大学間の比較を踏まえ、日本の大学における寄付募集と資金運用管理に係る方針・体制の今後のあり方について考察を加えることとしたい。

1) 日本の大学における寄付募集に係る方針・体制のあり方

本委託事業で期待されている成果が「大学における資金調達・運用に関するガイドライン」であることにかんがみれば、本来であれば寄付の受入方針（gift acceptance policy）が直接的な成果であろう。ただし、既にみたようにアメリカでも全ての大学が寄付の受入方針を策定しているわけではなく、受入方針は説明責任と透明性を確保するプロセスの一部にすぎない。また、有価証券や実物資産等寄付の形態が多様化しているアメリカと日本では、寄付の受入に関する発展段階がかなり異なっているとみなすのが適切であろう。従って、間接的な成果も含め充実すべきインフラを寄付の受入プロセス全般の文脈を踏まえて列挙すると、

- ・ 寄付募集委員会の設置
- ・ 募集趣意書の作成、精緻化
- ・ 寄付（候補）者に関するデータベースの充実
- ・ 寄付受入方針（含む利益相反規程）の策定
- ・ 寄付実績報告書の作成
- ・ 年次報告書への寄付実績、募集活動の反映
- ・ 寄付募集と戦略的計画のリンク

があげられる。また、

- ・ 寄付者等との常時のコミュニケーション
- ・ 同窓会・後援会等支援団体との連携

といった戦略的な取り組みについてもあわせて強化が図られる必要がある（図表 7-3）。

図表 7-3 寄付の受入に係る方針・体制の見直しにあたり考慮すべき要素と取り組み

	必要な要素	目 的	説明責任と透明性、公正性の観点からの留意点
インフラ	寄付募集委員会の設置	・大学側が寄付を必要とする背景や方針に関して、学内外に周知を図る ・寄付募集の目標や方向性、戦略を検討	・学内関係者だけでなく卒業生等学外のステークホルダーもメンバーに加える ・特定の寄付者等の利害に左右されないよう利益相反に留意する
	募集趣意書の作成、精緻化	・大学の方向性や寄付の必要性、具体的な使途の周知を図る	・予め学内で寄付の使途に関して優先順位を議論し、趣意書に反映させる
	寄付（候補）者データベースの充実	・募集の効果的かつ効率的な勧誘と中長期にわたる関係構築の礎とする	・寄付（候補）者に関する公表情報と接触履歴、異動等を常に反映させておく ・個人情報の活用に際し、事前に寄付（候補）者の了解を得る
	寄付受入方針の策定	・一貫性のある寄付の受入や記録を可能にする	・寄付の受入の判断基準の中に、利益相反に関する条項（特に企業からの寄付）を組入れておく
	寄付実績報告書の作成	・寄付者に対する説明責任を果たし、信頼を得る	・寄付者が自らの寄付の効果が確認できるような内容にする
	年次報告書への実績、募集活動の反映	・寄付者に対する説明責任を果たし、信頼を得る	・寄付が大学の経営・財務にどう活用されているかに関する理解が容易な内容にする
	寄付募集と戦略的計画のリンク	・中長期の観点に立脚した寄付募集活動を可能にする	・戦略的計画の策定が前提となる ・戦略的計画と財政計画の連動も必要
	寄付者等との常時のコミュニケーション	・大学が寄付を必要とする背景についての周知を図り、寄付者から様々な支援を得る ・寄付者の関心を募集活動に反映させる	・財政面も含む、大学の現状を学内外にわかりやすい形で伝える ・アンケート・ヒアリング調査等を通じ、卒業生等の大学に対する関心を把握する ・寄付者の寄付動機を把握する
戦略的な取り組み	同窓会・後援会等支援団体との連携	・卒業生等と大学の間で中長期的に信頼関係を構築する	・支援団体等との役割分担を明確にする

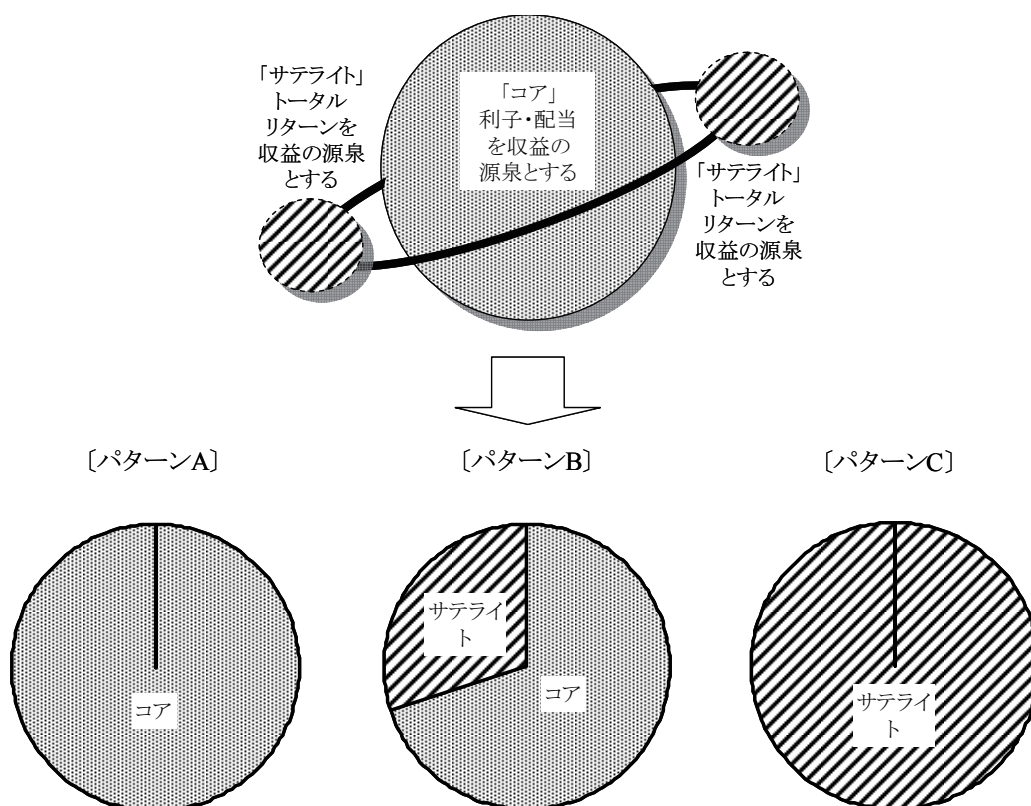
2) 基金の運用管理に係る方針・体制のあり方

(1) 基金の運用管理に係る方針・体制：3つの選択肢

大学の永続性と安定的な財務基盤の確保、ならびに説明責任と透明性、公正性という観点に照らすならば、中長期的には日本の大学もアメリカの大学における基金の運用管理に係る方針・体制の構築を目指すのが一つの方向性と考えられる。もっとも、本報告書の結論として現時点でアメリカ型の運用管理方針・体制を唯一示すことは足元の市場環境や日本の大学における既存の慣行・考え方、あるいは大学の規模や特性、服する運用面の規制の有無といった多様性に鑑みれば必ずしも適切ではない。そこで、より現実的な対応策としてここでは大まかに三つの選択肢を提示することとしたい。

三つの選択肢は各大学が目指すポートフォリオ運用の姿によってパターン A、B、C に分かれ（図表 7-4）、運用管理体制等についてもこの三つのパターンに対応する形で分かれることとなる。それは、目指すポートフォリオによって具備されるべき体制等も異なると考えられるためである。もちろん、この分類は大まかなものにすぎず、日本の大学がいずれかのパターンを採用しなければならないということを意味するものではない。

図表 7-4 収益の源泉でみたコア・サテライト戦略



(2) ポートフォリオ

既に第3章で述べたように、アメリカの大学は1969年に発表された「バーカーレポート」を契機に収益の源泉をそれまでの利子・配当のみからキャピタル・ゲインも含む「トータルリターン」とする考え方に改めたのに対し、日本では依然として収益の源泉を利子・配当という“キャッシュフロー”に求める考え方が太宗を占めている。これが、アメリカの大学が株式中心の運用であるのに対し、日本の大学の運用が債券中心となっている理由の一つである。

今後、日本の大学が仮にアメリカの大学のようにトータルリターン追求の考え方を取り入れたとしてもポートフォリオがいきなり株式やオルタナティブ中心になるとは考えにくく、むしろ債券を従来通り投資対象の中心に据えつつ試行的に少しずつETF（上場投資信託；Exchange Traded Funds）⁵⁵や株式投資信託、SMA（一任勘定；Separately Managed Account）⁵⁶といった分散投資の図られた商品を組み入れていく移行プロセスをイメージする方が、より現実的であろう。

そこで、運用資産のうち収益の源泉を利子・配当に置く部分を「コア（core）」（中核部分）、収益の源泉をトータルリターンに置く部分を「サテライト（satellite）」（衛星部分）と呼び、この比率に応じて三つのパターンを置くこととする。日本の大学の多くは収益の源泉を利子・配当のみに求めていることから、コアが100%、サテライトが0%という「パターンA」であろう。一方、アメリカの大学は収益の源泉を全てトータルリターンに求めているため、コアが0%、サテライトが100%という「パターンC」となる。そして、日本の大学がアメリカ型に移行するプロセスでは、運用資産の多くに収益の源泉として利子・配当を求め残りの一部に収益の源泉としてトータルリターンを求めることになるため、コアが α %、サテライトが $(100 - \alpha)$ %という、パターンAとCの中間形態としての「パターンB」があてはまることとなる⁵⁷。なお、 α の水準は大学の資金運用管理の見直しに関する方針によって異なってくる。

⁵⁵ 特定の株価指数、債券指数、商品価格（商品指数を含む）などに連動することを目的に運用される投資信託で、通常の株式と同じように証券取引所において、いつでも売買が可能である。いわば、証券取引所に上場されたインデックスファンドである。またETFは目標とする指数・指標に連動する投資成果を目指す投資信託であることから、いわゆるパッシブ運用をおこなうため、相対的に信託報酬などの運用コストが低いのが特徴である。加えて、個別銘柄で分散投資をおこなうのに比べると、ETFは少額で分散投資が可能である。

⁵⁶ 顧客より投資判断に関する一任を受け、顧客の口座において有価証券に関する運用と管理を行うサービス。オーダーメイドのサービスであるため、サービス内容は提供する金融機関によって異なる。

⁵⁷ 日本の年金基金は、既に収益の源泉をトータルリターンに求めるという点でアメリカの年金とほとんど変わらない運用の考え方を採用している。そして、日米の年金基金の間では、コアの部分のパッシブ運用（アクティブコストを払っても超過リターンは得られないという考え方に基づき、市場が効率的であると見直し、市場の平均的なリターンを追求する投資手法）で、サテライトをアクティブ運用（ベンチマークとなる市場インデックス（日経平均株価やTOPIXなど）に対して、相対的に高いパフォーマンスを出すことを目的に、インデックスとは異なるポートフォリオを構築する運用手法）で行う「パッシブコア・アクティブサテライト戦略」が主流となっている。

(3) 運用管理体制

先述の通り、目指すポートフォリオのパターンに応じて運用管理体制も異なりうる（図表 7-5）。そこで、運用管理体制については(i)資金運用管理規程（投資方針）、(ii)資金運用管理委員会、(iii)担当職員、(iv)コンサルタントの4つの要素について検討する。

図表 7-5 基金の運用管理に係る方針・体制：3つの選択肢

		パターン A	パターン B	パターン C
ポートフォリオ	コア/サテライト	100%コア	コアとサテライトの組み合わせ	100%サテライト
	（収益の源泉）	全て利子・配当	一部利子・配当、一部トータルリターン	全てトータルリターン
	組入商品の例	現預金、債券	現預金、債券、投資信託 ^(注1) 、SMA、ETF、J-REIT	現預金、債券、投資信託、株式、ETF、J-REIT、オルタナティブ
	大学の例	日本の国立大学、一部の私立大学	日本の一部私立大学	アメリカの大学
	運用形態	自家運用	自家運用が中心であるものの、サテライトに委託運用を活用する場合もある ^(注1)	委託運用（大規模基金は自家運用と委託運用の組み合わせ）
運用管理体制	資金運用管理規程	運用の目的、運用目標の設定、受託者責任、分散投資、投資対象（格付けによる制約を含む）、運用報告（必要に応じデリバティブの活用）		運用の目的、運用目標の設定、受託者責任、分散投資、基本ポートフォリオ、投資対象（格付けによる制約を含む）、運用報告、デリバティブの活用（可能ならば支出方針を追加）
	資金運用管理委員会	必要に応じ設置	設置が不可欠	設置が不可欠
	担当職員	必要に応じ専任職員を配置 ^(注2)	必要に応じ専任職員を配置	専任職員が不可欠
	コンサルタント	資産配分の助言	資産配分の助言	運用機関調査、資産配分方針、運用機関の罷免、運用実績の報告、リバランス

(注1) 年金基金のように投資信託を自家運用とみなすとする、サテライト部分に投資信託を活用する場合は自家運用に相当する。また、SMA等の一任勘定取引を活用する場合は委託運用に相当する。

(注2) 運用益が経常予算を支える度合いが大きい等、資金運用管理が大学経営に及ぼす影響が大きい場合には、運用業務のみに特化した職員を配置するといった選択肢もありうる。

(i) 資金運用管理規程

図表 7-6 資金運用管理規程のストラクチャー

規程の構成		主な内容	選択肢（パターン）		
			A	B	C
I. 資金運用管理にあたっての基本方針	運用の目的	資金運用管理の目的を記載	○	○	○
	運用の範囲	運用管理の対象となる資金を明示	○	○	○
	運用の区分	短期運用と中長期運用に区分	○	○	○
	運用の目標	期待される運用益と運用資産の実質価値の維持等	○	○	○
	運用に係る責任	結果に係る責任とプロセスに係る責任	○	○	○
	運用の方法	流動性の確保と分散投資を明記	○	○	○
II. 運用資産構成	基本ポートフォリオ	維持すべき資産配分比率を明記	×	×	○
III. 自家運用（パターン A では運用対象）	運用対象資産	運用可能な商品を列挙（適宜見直す）	○	○	○
	分散投資	具体的な分散度合いを示す	○	○	○
	取得債券格下げ時の対応	債券格下げ時の対応を示す	○	○	○
	仕組債への対応	仕組債に係るリスクの分散	○	○	○
	デリバティブ取引の留意事項	投機目的のデリバティブ取引を制限	△	△	○
	資産管理の委託	外部委託も可能であることを示す	×	△	○
IV. 委託運用	受託者責任	受託機関の負う受託者責任を明記	×	△	○
	運用ガイドラインの提示と遵守	受託機関が遵守すべき運用ガイドラインを提示	×	△	○
	デリバティブ取引の留意事項	投機目的のデリバティブ取引を制限	×	△	○
	運用対象	委託運用の対象商品を列挙（適宜見直す）	×	△	○
	運用状況の報告	委託機関の報告義務を明記	×	△	○
V. 運用管理体制その他	運用の評価	運用の評価を中長期の観点／定性・定量評価の組み合わせで行う	○	○	○
	諮問機関	資金運用管理委員会を設置	△	○	○
	運用報告	運用報告の頻度と内容を明記	○	○	○
	見直し	定期的もしくは適宜必要に応じ規程を見直すことを明記	○	○	○
	付 則	施行期日	○	○	○

(注) ○：必ず盛り込む、△：必要に応じ適宜盛り込む、×：基本的に不要。

図表 7-7 パターン別・資金運用管理規程例

パターン A	パターン B	パターン C
I. 資金運用管理にあたっての基本方針	I. 資金運用管理にあたっての基本方針	I. 資金運用管理にあたっての基本方針
(運用の目的) 第1条 本規程は、国公立大学法人／学校法人〇〇〇〇（以下、本学という）の資金を安全かつ効率的に運用することにより、本学の中長期的な財政基盤の強化を図ると共に将来の教育研究の発展に資することを目的とする。	(運用の目的) 第1条 本規程は、国公立大学法人／学校法人〇〇〇〇（以下、本学という）の資金を安全かつ効率的に運用することにより、本学の中長期的な財政基盤の強化を図ると共に将来の教育研究の発展に資することを目的とする。	(運用の目的) 第1条 本規程は、国公立大学法人／学校法人〇〇〇〇（以下、本学という）の資金を安全かつ効率的に運用することにより、本学の中長期的な財政基盤の強化を図ると共に将来の教育研究の発展に資することを目的とする。
(運用の範囲) 第2条 運用の対象は以下の資金とする。 第3号基本金引当資産 退職給与引当資産 経常・経常外活動に伴い生じたその他の現金及び有価証券	(運用の範囲) 第2条 運用の対象は以下の資金とする。 第3号基本金引当資産 退職給与引当資産 経常・経常外活動に伴い生じたその他の現金及び有価証券	(運用の範囲) 第2条 運用の対象は以下の資金とする。 第3号基本金引当資産 退職給与引当資産 経常・経常外活動に伴い生じたその他の現金及び有価証券
(運用の区分) 第3条 運用期間に応じ、運用資金を短期資金と中長期資金に区分する。短期資金の運用期間は1年未満、中長期資金の運用期間を1年以上とする。	(運用の区分) 第3条 運用期間に応じ、運用資金を短期資金と中長期資金に区分する。短期資金の運用期間は1年未満、中長期資金の運用期間を1年以上とする。	(運用の区分) 第3条 運用期間に応じ、運用資金を短期資金と中長期資金に区分する。短期資金の運用期間は1年未満、中長期資金の運用期間を1年以上とする。
(運用の目標) 第4条 運用目標の設定にあたっては、中長期計画と毎年度の経常予算において期待される運用益の確保と運用資産の実質価値の維持を踏まえて行うものとする。	(運用の目標) 第4条 運用目標の設定にあたっては、中長期計画と毎年度の経常予算において期待される運用益の確保と運用資産の実質価値の維持を踏まえて行うものとする。	(運用の目標) 第4条 運用目標の設定にあたっては、中長期計画と毎年度の経常予算において期待される運用益の確保と運用資産の実質価値の維持を踏まえて行うものとする。
(運用に係る責任) 第5条 本学は資金運用管理にあたって責任体制の明確化を図り、受託者責任(善良なる管理者としての注意義務と忠実義務を遵守することをいう。)を徹底する。	(運用に係る責任) 第5条 本学は資金運用管理にあたって責任体制の明確化を図り、受託者責任(善良なる管理者としての注意義務と忠実義務を遵守することをいう。)を徹底する。	(運用に係る責任) 第5条 本学は資金運用管理にあたって責任体制の明確化を図り、受託者責任(善良なる管理者としての注意義務と忠実義務を遵守することをいう。)を徹底する。
(運用の方法) 第6条 運用にあたっては、資金繰り計画を踏まえ流動性を十分確保するとともに、第1条に掲げる運用の目的を達成するために分散投資に努めるものとする。	(運用の方法) 第6条 運用にあたっては、資金繰り計画を踏まえ流動性を十分確保するとともに、第1条に掲げる運用の目的を達成するために分散投資に努めるものとする。	(運用の方法) 第6条 運用にあたっては、資金繰り計画を踏まえ流動性を十分確保するとともに、第1条に掲げる運用の目的を達成するために分散投資に努めるものとする。
		II. 運用資産構成
		(基本ポートフォリオ)

		第7条 本学は第1条に掲げる運用の目的を達成するため中長期的観点から以下に掲げる運用対象資産の基本ポートフォリオを策定し、資産配分を維持するよう努める ^(注1) 。この基本ポートフォリオは毎年度検証し、必要に応じて見直しを図るものとする。
II. 運用対象	II. 自家運用	III. 自家運用
(運用対象資産) 第7条 運用対象は、次に掲げるものとする。 (ア)国債 (イ)政府短期証券 (ウ)預金 (エ)譲渡性預金 (オ)複数の格付機関からA格相当以上の格付を取得しているコマーシャル・ペーパー（含む現先取引）、MMF等 (カ)地方債 (キ)政府保証債 (ク)特別の法律により法人の発行する債券 (ケ)社債 (コ)外国又は外国法人の発行する証券 複数の格付機関よりA格以上の格付けを取得した円建外債またはユーロ円債を対象とする。 (サ)特定社債 複数の格付機関よりA格以上の格付を取得している特定社債を対象とする。 (シ)貸付信託の受益証券	(運用対象資産) 第7条 運用対象は、次に掲げるものとする。 (ア)国債 (イ)政府短期証券 (ウ)預金 (エ)譲渡性預金 (オ)複数の格付機関からA格相当以上の格付を取得しているコマーシャル・ペーパー（含む現先取引）、MMF等 (カ)地方債 (キ)政府保証債 (ク)特別の法律により法人の発行する債券 (ケ)社債 (コ)外国又は外国法人の発行する証券 複数の格付機関よりA格以上の格付けを取得した円建外債またはユーロ円債を対象とする。 (サ)特定社債 複数の格付機関よりA格以上の格付を取得している特定社債を対象とする。 (シ)貸付信託の受益証券 (ス)投資信託の受益証券	(運用対象資産) 第8条 運用対象は、次に掲げるものとする。 (ア)国債 (イ)政府短期証券 (ウ)預金 (エ)譲渡性預金 (オ)複数の格付機関からA格相当以上の格付を取得しているコマーシャル・ペーパー（含む現先取引）、MMF等 (カ)地方債 (キ)政府保証債 (ク)特別の法律により法人の発行する債券 (ケ)社債 (コ)外国又は外国法人の発行する証券 複数の格付機関よりA格以上の格付けを取得した円建外債またはユーロ円債を対象とする。 (サ)特定社債 複数の格付機関よりA格以上の格付を取得している特定社債を対象とする。 (シ)貸付信託の受益証券 (ス)投資信託の受益証券
(分散投資) 第8条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く）以外の債券を取得する場合、同一発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の10%を超えないものとする。	(分散投資) 第8条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く）以外の債券を取得する場合、同一発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の10%を超えないものとする。	(分散投資) 第9条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券（金融債を除く）以外の債券を取得する場合、同一発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の10%を超えないものとする。
(取得債券格下げ時の対応) 第9条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券	(取得債券格下げ時の対応) 第9条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券	(取得債券格下げ時の対応) 第10条 国債、地方債及び特別の法律により法人の発行する債券

以外の債券で、取得後にいずれの格付機関による格付も A 格未満となった場合は、発行体の信用リスク等に十分留意した上で、必要に応じて売却等の措置を講じる。保有を継続する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の 5%を超えないものとする。	以外の債券で、取得後にいずれの格付機関による格付も A 格未満となった場合は、発行体の信用リスク等に十分留意した上で、必要に応じて売却等の措置を講じる。保有を継続する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の 5%を超えないものとする。	券以外の債券で、取得後にいずれの格付機関による格付も A 格未満となった場合は、発行体の信用リスク等に十分留意した上で、必要に応じて売却等の措置を講じる。保有を継続する場合には、同一の発行体が発行した債券への投資額は、債券保有総額の 5%を超えないものとする。
(デリバティブ取引の留意事項) 第 10 条 有価証券、通貨もしくは金利に係る先物取引、先渡為替予約、指数先物取引もしくはオプション取引または通貨もしくは金利に係るスワップ取引(デリバティブ取引)の取り扱いについて、株式、債券、外国為替等の原資産における価格変動リスクを一時的にヘッジ(売りヘッジ)、または原資産の一時的な代替(買いヘッジ)を目的とするものとし、投機目的の利用は行わないこと。	(デリバティブ取引の留意事項) 第 10 条 有価証券、通貨もしくは金利に係る先物取引、先渡為替予約、指数先物取引もしくはオプション取引または通貨もしくは金利に係るスワップ取引(デリバティブ取引)の取り扱いについて、株式、債券、外国為替等の原資産における価格変動リスクを一時的にヘッジ(売りヘッジ)、または原資産の一時的な代替(買いヘッジ)を目的とするものとし、投機目的の利用は行わないこと。	(デリバティブ取引の留意事項) 第 11 条 有価証券、通貨もしくは金利に係る先物取引、先渡為替予約、指数先物取引もしくはオプション取引または通貨もしくは金利に係るスワップ取引(デリバティブ取引)の取り扱いについて、株式、債券、外国為替等の原資産における価格変動リスクを一時的にヘッジ(売りヘッジ)、または原資産の一時的な代替(買いヘッジ)を目的とするものとし、投機目的の利用は行わないこと。
	(資産管理の委託) 第 11 条 本学は、自家運用資産の管理を金融機関に委託することができるものとする。	(資産管理の委託) 第 12 条 本学は、自家運用資産の管理を金融機関に委託することができるものとする。
	III 委託運用	IV. 委託運用
	(受託者責任) 第 12 条 受託機関は、本学の資金運用管理にあたり専門家としての慎重な注意をもって、専ら委託者たる本学の利益に対してのみ忠実に最善の努力を果たす義務を負う。	(受託者責任) 第 13 条 受託機関は、本学の資金運用管理にあたり専門家としての慎重な注意をもって、専ら委託者たる本学の利益に対してのみ忠実に最善の努力を果たす義務を負う。
	(ガイドラインの提示と遵守) 第 13 条 本学は、本規程及び運用対象資産等に関する事項等を定めた運用ガイドラインを受託機関に提示し、受託機関はこれを遵守する。	(ガイドラインの提示と遵守) 第 14 条 本学は、第 7 条に定める基本ポートフォリオに基づき、本規程及び運用対象資産等に関する事項等を定めた運用ガイドラインを受託機関に提示し、受託機関はこれを遵守する。
	(デリバティブ取引の留意事項) 第 14 条 受託機関は、有価証券、通貨もしくは金利に係る先物取引、先渡為替予約、指数先物取引もしくはオプション取引または	(デリバティブ取引の留意事項) 第 15 条 受託機関は、有価証券、通貨もしくは金利に係る先物取引、先渡為替予約、指数先物取引もしくはオプション取引または

	通貨もしくは金利に係るスワップ取引（デリバティブ取引）の取り扱いについて、株式、債券、外国為替等の原資産における価格変動リスクを一時的にヘッジ（売りヘッジ）、または原資産の一時的な代替（買いヘッジ）を目的とするものとし、投機目的の利用は行わないこと。	通貨もしくは金利に係るスワップ取引（デリバティブ取引）の取り扱いについて、株式、債券、外国為替等の原資産における価格変動リスクを一時的にヘッジ（売りヘッジ）、または原資産の一時的な代替（買いヘッジ）を目的とするものとし、投機目的の利用は行わないこと。
	（運用対象）^{（注2）} 第15条 運用対象は、次に掲げるものとする。取得債券の格下げ時の対応は、第9条に準ずる。 （ア）国内株式 （イ）国内債券 運用対象は次の円貨建て債券とする。 （1）国債 （2）複数の格付機関のいずれかからBBB格以上の格付を取得している社債 （3）外国もしくは外国法人の発行する証券又は証書で、複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を取得しているもの （4）複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を取得している特定社債 （ウ）外国株式 （エ）外国債券 運用対象は、複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を得ている銘柄とする。 （オ）代替（オルタナティブ）投資 プライベートエクイティ等の代替投資についてはリスク・リターン特性や流動性、評価方法等について慎重な検討を行い、投資対象が適切かどうかを見極めるとともに、全体に大きな影響を及ぼさない一定の資金の範囲内に限定して投資するものとする。	（運用対象）^{（注2）} 第16条 運用対象は、次に掲げるものとする。取得債券の格下げ時の対応は、第10条に準ずる。 （ア）国内株式 （イ）国内債券 運用対象は次の円貨建て債券とする。 （1）国債 （2）複数の格付機関のいずれかからBBB格以上の格付を取得している社債 （3）外国もしくは外国法人の発行する証券又は証書で、複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を取得しているもの （4）複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を取得している特定社債 （ウ）外国株式 （エ）外国債券 運用対象は、複数の格付機関のいずれかからA格以上の格付を得ている銘柄とする。 （オ）代替（オルタナティブ）投資 プライベートエクイティ等の代替投資についてはリスク・リターン特性や流動性、評価方法等について慎重な検討を行い、投資対象が適切かどうかを見極めるとともに、全体に大きな影響を及ぼさない一定の資金の範囲内に限定して投資するものとする。
	（運用状況の報告） 第16条 本学は、委託機関から四半期毎に運用状況に関する報告を受けるものとする。	（運用状況の報告） 第17条 本学は、委託機関から四半期毎に運用状況に関する報告を受けるものとする。

III. 運用管理体制その他	IV. 運用管理体制その他	V. 運用管理体制その他
(運用の評価) 第 11 条 運用の評価については、中長期の観点に立脚し、定量評価と組織や情報、運用内容の質、コミュニケーション能力等の定性評価を組み合わせ総合的に行うものとする。	(運用の評価) 第 17 条 運用の評価については、中長期の観点に立脚し、(ベンチマークに対する超過収益率等に基づく) 定量評価と組織や情報、運用内容の質、コミュニケーション能力等の定性評価を組み合わせ総合的に行うものとする。	(運用の評価) 第 18 条 運用の評価については、中長期の観点に立脚し、ベンチマークに対する超過収益率等に基づく定量評価と組織や情報、運用内容の質、コミュニケーション能力等の定性評価を組み合わせ総合的に行うものとする。
(諮問機関) 第 12 条 本学は資金運用管理に係る事項全般を検討するために資金運用管理委員会を設置し、その詳細を別に定める。	(諮問機関) 第 18 条 本学は資金運用管理に係る事項全般を検討するために資金運用管理委員会を設置し、その詳細を別に定める。	(諮問機関) 第 19 条 本学は資金運用管理に係る事項全般を検討するために資金運用管理委員会を設置するし、その詳細を別に定める。
(運用報告) 第 13 条 運用担当の責任者は、少なくとも四半期に一度は運用報告を作成した上で資金運用管理委員会に報告を行う。報告には以下の内容等が含まれる。 (ア) 報告期間末時点における個別金融商品の一覧表 (イ) ポートフォリオの加重平均残存期間 (ウ) 残存期間別投資の一覧表 (エ) 運用資産構成比率 (オ) 各金融商品別及びポートフォリオ全体の運用実績	(運用報告) 第 19 条 運用担当の責任者は、少なくとも四半期に一度は自家運用、委託運用の双方をとりまとめた運用報告を作成し資金運用管理委員会に報告を行う。報告には以下の内容等が含まれる。 (ア) 報告期間末時点における個別金融商品の一覧表 (イ) ポートフォリオの加重平均残存期間 (ウ) 残存期間別投資の一覧表 (エ) 運用資産構成比率 (オ) 各金融商品別及びポートフォリオ全体の運用実績	(運用報告) 第 20 条 運用担当の責任者は、少なくとも四半期に一度は自家運用、委託運用の双方をとりまとめた運用報告を作成し資金運用管理委員会に報告を行う。報告には以下の内容等が含まれる。 (ア) 報告期間末時点における個別金融商品の一覧表 (イ) ポートフォリオの加重平均残存期間 (ウ) 残存期間別投資の一覧表 (エ) 運用資産構成比率 (オ) 各金融商品別及びポートフォリオ全体の運用実績
(見直し) 第 14 条 本方針は、少なくとも年一回あるいは必要に応じ適宜見直しを図る。見直しに際しては、資金運用管理委員会及び理事会の承認を受けなければならない。	(見直し) 第 20 条 本方針は、少なくとも年一回あるいは必要に応じ適宜見直しを図る。見直しに際しては、資金運用管理委員会及び理事会の承認を受けなければならない。	(見直し) 第 21 条 本方針は、少なくとも年一回あるいは必要に応じ適宜見直しを図る。見直しに際しては、資金運用管理委員会及び理事会の承認を受けなければならない。
(付則) 本規程は、平成〇年〇月〇日より施行する。	(付則) 本規程は、平成〇年〇月〇日より施行する。	(付則) 本規程は、平成〇年〇月〇日より施行する。

(注 1) 以下が基本ポートフォリオ。数値は一つの仮設例にすぎない。

	国内 株式	国内 債券	外国 株式	外国 債券	オルタナ ティブ	短期 資産	合計
資産配分	5.0%	32.0%	3.0%	50.0%	5.0%	5.0%	100.0%
許容乖離幅	±2.5%	±6.0%	±3.0%	±8.0%	±1.0%	±0.0%	

(注 2) 以下を自家運用の対象とする場合、あるいは投資信託による運用を行う場合は「II. 自家運用」の第 7 条 (パターン B)、第 8 条 (パターン C) に掲げる運用対象に加えて記載する。

資金運用管理規程の策定・精緻化は、運用管理体制を構築する上での第一歩である。規程の策定は必ずしも義務付けられているわけではないものの、説明責任を果たす一助になりうると思われる。ここでは、目指すポートフォリオの姿を踏まえ、アメリカの大学の投資方針や日本の年金基金、地方公共団体等の資金運用管理規程を参考にしつつ、資金運用管理にあたっての基本方針、運用資産構成、自家運用（パターン A では運用対象）、委託運用、運用管理体制その他の五部構成からなる規程例を示すこととした。

規程例のストラクチャーに関しては図表 7-6、パターン別の規程例が図表 7-7 でそれぞれ示されている⁵⁸。以下では、各構成項目とその内容を若干補足する。

I. 資金運用管理にあたっての基本方針：資金運用管理を行う全ての大学が盛り込むべき内容で、資金運用管理を行う目的や範囲、区分、目標、責任と方法といった項目からなる。

(a)運用の目的：「安全確実かつ有利（効率的）」という表現が一般的であるものの、「大学の中長期的な財政基盤の強化に資する」あるいは「大学の教育研究、学生の支援に資する」といった具合に資金運用管理が果たす役割を明示するのも検討に値しよう。

(b)運用の目標：具体的な運用目標は、大学の中長期計画や毎年度の経常予算においてどの程度運用益が期待されているかに依存する。アメリカの大学のように「インフレ率＋支出率」と同等もしくはそれ以上の収益率の達成を目指すのも一つの方法である。運用資産残高の一定割合を経常予算に支出する等のルールを定め短期的な相場変動が経常予算に及ぼす影響を緩和するという、支出方針のような手法が日本の大学で適用可能か議論の余地はあるものの、パターン C の方向を目指す場合には検討が必要となろう。

(c)資金運用管理に係る責任の明記：ここで問題となるのが、資金運用管理に係る責任の“中身”である。アメリカの大学や年金基金、及びわが国の年金基金では資金運用管理に係る責任として「受託者責任」が明確にされている。この考え方は“結果”よりも“プロセス”の責任を問うものであることから、単年度で個別商品の元本割れが生じたとしても担当者が即責任を問われることを意味するものではない。こうした受託者責任の考え方が日本の大学に適用可能かどうかに関しては、現時点でコンセンサスが存在してしない。しかし、理事等の善管注意義務に関して「投資対象を限定するアプローチ」よりも「資産全体の安全性を維持するアプローチ」の採用が適切ではないかとの見解も一部でみられるようであり、今後引き続き検討がなされる必要があろう⁵⁹。

(d)運用の方法：流動性を確保し分散投資に努めることが明記されている。分散投資はポートフォリオの安全性を確保する上で有効な手段であることから、この考え方は図表 7-6 に示されているストラクチャーにおいて「III. 自家運用」における「分散投資」や「仕組債への対応（仕組債に係るリスクの分散）」にも盛り込まれている。

⁵⁸ 図表 7-6 と 7-7 ならびに以下で補足説明する規程のストラクチャーと規程例は、必要と思われる事項を例示したものにはすぎない。実際の適用にあたっては、適宜取捨選択した上で参考とされたい。

⁵⁹ 金融法委員会「公益法人と金融取引に関する一考察」2005 年 2 月 24 日。

II. 運用資産構成：パターン C、すなわちアメリカの大学のように運用資産全体としてトータルリターンを追求する場合には中長期的に維持されるべき資産配分が示された、基本ポートフォリオを構築する。この基本ポートフォリオは毎年検証され、適宜リバランスが実施されることとなる。

III. 自家運用：ここでは運用可能な商品を列挙するとともに、具体的な分散度合いや取得債券の格下げが行われた場合の対応等が盛り込まれる。

IV. 委託運用：外部委託運用が行われる場合、受託機関が遵守すべき事項が記載される。

V. 運用管理体制その他：運用の評価や報告、諮問機関、見直し条項等で構成される。

(a) 運用報告：金融に必ずしも精通していない理事や委員会メンバーでも理解できるように、分かりやすくかつ簡潔な報告であることが望ましい。報告項目としては、報告期間末時点における個別金融商品の一覧表や各金融商品別及びポートフォリオ全体の運用実績、運用資産構成比率などがあげられる。

(ii) 資金運用管理委員会

資金運用管理の見直しが学内でなかなか進まない原因として多いのが、「人的要因」と「組織的要因」である。人的要因としてあげられるのは、資金運用・管理担当者の異動のため知識・情報が組織内部で蓄積されていない、時間・人材を投入する余裕がない、金融の見直しに対応できずにいる、資金運用・管理の実務に関して相談相手がいない、等の点である。組織的要因としては資金運用・管理の位置付け・重要性に関して組織内部でコンセンサスが欠如している、運用管理に係る責任の所在が明確でないといった点があげられる。

このような問題点を解決する一つの方策が「資金運用管理委員会の設置・活用」である。一般に以下のような効果が期待される。

- ・ 経営陣に運用管理上の当事者意識が高まる。
- ・ 経営陣と現場が資金運用方針等について一層の共有を図ることができる。
- ・ 資金運用、管理に関するノウハウを組織として吸収・蓄積できる。
- ・ 環境変化への迅速な対応が容易となる。

資金運用管理委員会は、理事会から運用事項等についての検討の諮問を受け、定期的もしくは必要に応じて開催される。開催頻度が多すぎると委員会メンバーの時間的視野が短くなる恐れがあるため、半年に一回、あるいは四半期に一回といった開催頻度が適切といわれる。検討内容としては、アメリカの大学と同様に

- (1) 過去 1 年間(半年、四半期)の運用環境の分析、
- (2) ポートフォリオの運用実績の報告、並びに
- (3) 運用目標や資産配分、運用規程の見直し、運用機関の選定・評価

といった翌年度に向けた資金運用管理方針の検討が中心となろう。

もっとも、大学によっては第5章でみたように委員会を設置していても十分に機能していない場合もあろう。こうした課題に対しては、以下に掲げるような取り組みが一つの対応策と考えられる。

＊投資に関する専門知識・経験に裏付けられた学外の卒業生等に委員会のメンバーとして徐々に加わってもらう。ただし、このメンバーが金融機関に勤務していた場合にはその金融機関への運用の発注・委託に誘導されるといった可能性を排除すべく、受託者責任における「忠実義務」の遵守が前提となる（利益相反の防止）。

＊自学における資金運用管理の位置づけ(役割、目標等)に関して委員の間でコンセンサスがあるかどうかを再確認する。

＊担当者は過去1年、3年、5年、10年といった短期と中長期双方の実績値を委員会に提出し、委員の関心が短期的な運用実績に集中することのないよう促す。

あるいは、担当職員が投資に関する知識を有し適切な情報共有が図られるのであれば、移行期には委員会を設置せずに担当職員のみで運用に関する意思決定を行っていく方向もありえよう。

(iii)担当職員

第2章で紹介したように、アメリカの大学でも専任運用担当者の人数は平均で1人に満たない状況にある。従って、パターンAやBのようなポートフォリオの構築段階においては、資金運用管理委員会や外部委託運用の適切な活用を図ることにより、当面の間は専任の職員を置かずに対応することもある程度可能と思われる。ただし、パターンBからパターンCに運用が次第にシフトし運用資産規模が拡大すると運用管理の知識に裏付けられた専任職員の採用、もしくは場合によっては専任部署の設置といった方策が不可欠となろう。なお、近年は日本でも金融機関やコンサルタントが大学職員を対象に資金運用管理に関する研修やセミナーを実施しており、こうした機会を活用するのも一つの方法である。

(iv)コンサルタント

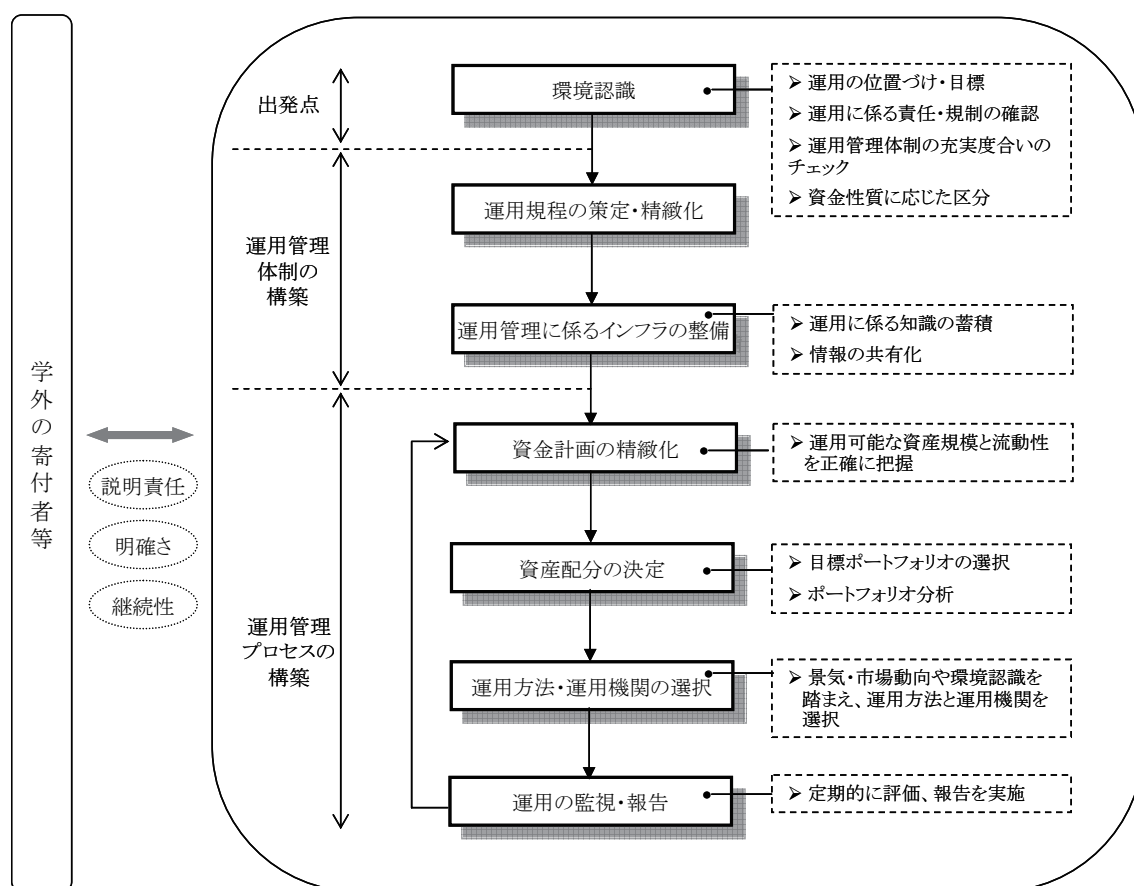
最近、日本でも従来年金基金向けに提供されてきたようなコンサルティングサービスが大学でも利用可能になりつつある。先に述べたように、日本の年金基金の運用はアメリカのそれに極めて近いことから大学の資金運用管理の実態とはギャップがある。従って、パターンCのようなポートフォリオの構築を除き、資産配分シミュレーションやパフォーマンス評価、運用機関調査といったコンサルティングのフルサービスに対するニーズがすぐに高まることは考えにくい。もっとも、アメリカの訪問調査先の大学もそうであったように部分的にサービスを活用するといった選択肢もあり、また第三者としての立場から運用規程の策定・見直しや委員会メンバー候補のリストアップといったアメリカとは異なる「スタートアップ・サポート」といった、日本特有のサービスの展開もありえよう。

(4) その他

説明責任や透明性の観点でいえば、資金運用管理に係る方針・体制を構築するのみならず、それらを包含する資金運用管理プロセス全体の構築・再検討が必要となる(図表 7-8)。特に、資金運用管理に係る情報のステークホルダー向けの開示はより一層強化が図られる必要があると考えられる。情報開示の度合いとしては、アメリカの大学でも個別保有銘柄等運用状況の詳細を開示していない実態を踏まえると、基金の運用が大学の経常予算にどの程度寄与しているのか、あるいは奨学金等の目的にどの程度活用されているのかといった視点を年次財務報告書に盛り込むのが一つの現実的な方策であろう。

また、資金運用管理プロセスの構築・再検討にあたっては、図表 7-9 のようなチェックリストの活用が有効と考えられる。

図表 7-8 説明責任や透明性を踏まえた資金運用管理プロセス全体の構築・再検討



図表 7-9 説明責任や透明性を踏まえた資金運用管理プロセス全体の
構築・再検討にあたってのチェックリスト例

運用管理 プロセス	チェックの要素	チェックポイント	チェッ ク欄
地 下 水 (通奏低 音)	(a) 説明責任	(1)資金運用管理プロセスは、説明責任を踏まえて構築されているか。	☐
	(b) 明確さ	(2)資金運用管理の目的や運用目標、内容は明確になっているか。	☐
	(c) 継続性	(3)組織としての方針に基づいた、継続的な運用が可能な体制になっているか。	☐
出発点－ 環境認識	(d) 資金運用管理 の位置づけ・目標 の設定	(4)運用益の使途は明確か。	☐
		(5)基金の資金（寄付）を運用する場合、寄付者に事前に承諾を得ているか。	☐
		(6)資金運用管理の役割について、経営陣をはじめとした学内で理解の醸成が図られているか。	☐
	(e) 運用に係る責任・規制の確認	(7)運用に係る責任と権限は組織内部で明確か。また、規制等を遵守した運用管理が行われているか。	☐
	(f) 運用管理体制 の充実度合いの チェック	(8)運用に係る情報の共有は図られているか。	☐
		(9)運用に係る参考情報・資料を保存しているか。	☐
	(g) 資金性質に応 じた区分	(10)資金性質に応じた運用区分がなされているか。	☐
		(11)資金の種類（公的資金等と寄附金等）と運用区分が対応しているか。	☐
運用管理 体制の構 築	(h) 資金運用管理 規程の策定・精緻 化	(12)運用規程には、ペイオフ等の環境変化や大学としての運用方針・内容が反映されているか。	☐
		(13)運用機関の選定は総合評価に基づき行われているか。	☐
		(14)運用対象は環境変化を踏まえた見直しが図られているか。	☐
		(15)運用実績の評価は、中長期的な観点で行われているか。また、定性・定量面の双方を考慮してなされているか。	☐
		(16)資金運用管理規程の見直しは、定期的あるいは適宜必要に応じてなされているか。	☐
		(17)運用報告は、定期的もしくは適宜必要に応じて意思決定機関に対してなされているか。	☐
		(18)運用報告は、評価可能かつ分かりやすいフォーマットになっているか。	☐
	(i) 運用管理体制 その他	(19)資金運用管理に関する知識の蓄積のための機会を活用しているか。	☐
		(20)資金運用管理委員会は、メンバー構成や討議内容等の観点で機能しているか。	☐

3) その他の検討項目

寄付募集も基金の運用管理も、その成果が説明責任や透明性、公平性を確保しつつ真に大学の財務基盤の維持・強化に貢献されるようにするためには中長期の観点で時間をかけて取り組まれる必要がある。その過程ではステークホルダーとの信頼関係の構築や金融・資本市場に関する知識・技術の一定程度の習得といったプロセスを踏むことは避けられず、いずれも時間を要する取り組みであるといわざるを得ない。

そこで、こうした取り組みを中長期的に着実に続けていく上で、大学の戦略的計画（strategic plan）を策定するとともに、寄付募集や基金の運用管理の計画を盛り込んでいくことも検討に値すると思われる。というのも、

- どの分野にどの程度寄付が必要なのか
- 基金の運用益は何に使われるべきか

といった目的は、大学としての経営課題の中で明確にされるべきだからである。

戦略的計画は本委託事業の範囲を超えるテーマではあるが、アメリカの大学からの示唆の一つとしてあげておきたい。

3. 残された課題

本章で触れなかった、いわゆる「残された課題」として二点あげておきたい。

第一は、国立大学法人における業務上の余裕金の運用対象の更なる弾力化である。公財政による資金の運用については従来の規制を維持することも一つの方向性であるものの、寄付に係る資金については寄付者の了解を踏まえた上で中長期運用に一步踏み出すことによって、初めて「寄付の拡大再生産」が可能となる。

第二に、運用対象の弾力化の実現にあたっては、説明責任と透明性の確保の観点から公的資金を中心とした短期資金と寄付を中心とした中長期資金の運用区分の明確化が求められる。

参考文献

*以下に掲げる文献の他、各訪問大学の年次報告書等の諸資料を参照した。

Advisory Committee on Endowment Management (1969), *Managing Educational Endowments*, Ford Foundation, 1969.

Biggs, John H.(1997), *The Investment Committee*, AGB.

Boardman, Richard B. (2000), “Selecting Staff and Managing for Results”, in Peter McE. Buchanan (eds.), *Handbook of Institutional Advancement*, CASE, pp. 353-358.

Collins, Joseph S. and Diana Tilley Strange (1999), “The Data That Drive MIT’s Success”, in Shoemaker (1999), pp. 63-74.

デビッド・ブラインダー (2007)「高等教育機関における寄付募集：機会と課題」『東大ー野村大学経営フォーラム』2007年12月7日。

Commonfund, *Benchmark Study*、各年版。

Council for Aid to Education, *Voluntary Support of Education*、各年版。

Evans, Gary (2003), *The Development Committee*, Board Basics, AGB.

Giving USA Foundation (2008), *Giving USA 2008*.

Hopkins, Bruce R. (2000), *The Tax Law of Charitable Giving*, John Wiley & Sons.

Integrated Postsecondary Education Data System (IPEDS) (<http://nces.ed.gov/IPEDS/>).

Jordan, Ronald R. and Katelyn L. Quynn (2004), *Planned Giving: Management, Marketing, and Law*, John Wiley & Sons.

濱名篤研究代表、米澤彰純編集「学費・奨学金に対する現状認識と展望ー私立大学のビジョン」日本私立大学協会附置 私学高等教育研究所・調査報告書、2002年12月。

片山英治 (2006a)「米国大学の寄付募集戦略」福井有編・著『大学とガバナビリティーー評価に堪えうる大学づくりー』学法新書2、学法文化センター出版部所収、pp.188-204.

片山英治 (2006b)「米国ボストン・カレッジの成長戦略(1)(2)」『学校法人』10-11月号。

片山英治、神山哲也 (2001)「米国の大学における資産運用の実態について」『資本市場クォーターリー』春号、pp.111-125.

片山英治、小林雅之、両角亜希子 (2007a)「わが国の大学の財務基盤強化に向けてー研究序説」『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』No.01、東京大学大学総合教育研究センター。

片山英治、小林雅之、両角亜希子 (2007b)「わが国の大学の寄付募集の現状ー全国大学アンケート結果ー」『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』No.02.

川原淳次 (2004)『大学経営戦略』東洋経済新報社。

金融法委員会 (2005)「公益法人と金融取引に関する一考察」。

小林雅之、片山英治、羽賀敬、両角亜希子 (2008)「アメリカの大学の財務戦略ー4 大学現

- 地調査報告ー」『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』 No.05.
- Lapovsky, Lucie (2007), *Endowments at U.S. Colleges and Universities*. (「アメリカの大学における基金の活用」(片山英治、両角亜希子、小林雅之訳)『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』 No.03、2007 年 11 月)
- Ligon, Richard D. (2003), *The Board's Role in Fund-Raising*, Board Basic Series, AGB.
- Miree, W. Kathryn and Kathryn W. Miree Associates, Inc., *Understanding and Drafting Nonprofit Gift Acceptance Policies*.
- NACUBO, *Endowment Study*, 各年版.
- NCES, *Digest of Education Statistics*, 各年版.
- 日本私立学校振興・共済事業団「大学経営強化の事例集ー平成 18 年度文部科学省委託研究報告」2007 年 3 月.
- 日本私立学校振興・共済事業団 (2007)「今日の私学財政」(平成 19 年度版) .
- 21 世紀大学経営協会 (2008)「学校法人における資産運用状況調査」.
- (<http://www.u-ma21.com/naiyo/enquete.html>)
- 野村證券ホームページ・証券用語 (<http://www.nomura.co.jp>) .
- Person, Jerold (1999), "Targeted Research Gets Results", in Shoemaker eds. (1999), pp.1-11.
- Reed, William. S. (2000), *Financial Responsibilities of Governing Boards*, AGB & NACUBO. (『財務からみた大学経営入門』(福原賢一監訳) 東洋経済新報社、2003 年)
- ウィリアム・S・リード (2007)「大学の財務運営における理事会の役割ー米国の経験からー」『野村大学経営コンファレンス』基調講演、2004 年 10 月、野村證券.
- Reed, William & Beverly (2007), *A Primer on The Art and Science of Fund-Raising in American Higher Education*. (「高等教育機関のための寄付募集入門ーアートとサイエンスー」(片山英治、小林雅之、劉文君訳)『東大ー野村大学経営ディスカッションペーパー』 No.06、東京大学大学総合教育研究センター、2008 年 7 月)
- Schervish, Paul G. and John J. Havens (2003), "New Findings on the Patterns of Wealth and Philanthropy", *Working Paper*, Center on Wealth and Philanthropy, Boston College.
- Schneider, William et al.(1997), *Asset Management for Endowments and Foundations: Improving Investment Performance and Reducing Management Costs*, McGraw-Hill.
- Schrum, Jake B. (eds.) (2000), *A Board's Guide to Comprehensive Campaigns*, AGB.
- Shoemaker, Donna (eds.) (1999), *Research in Alumni Relations: Surveying Alumni to Improve Your Programs*, CASE.
- Seiler, L. Timothy (2003), "Developing and Articulating a Case for Support", in Rosso Tempel (eds.), *Hank Rosso's Achieving Excellence in Fund Raising*, Jossey-Bass, pp. 49-58.
- Webb, Charles H. (2002), "The Role of Alumni Relations in Fund Raising", in Michael J. Worth (eds.), *New Strategies for Educational Fundraising*, American Council on Education & Praeger.
- Worth, Michael J. (2002), "The Historical Overview", in Worth eds.(2002), pp. 332-338.