

アセットオーナー・プリンシップルを活かした 学校法人における資産運用ガバナンス

2025年1月 川崎成一

目次

1. 学校法人を取り巻く社会経済環境の変化
2. 学校法人の資産運用の特徴
3. 学校法人の資産運用の方向性
4. アセットオーナーとしての学校法人
5. アセットオーナー・プリンシブル（AOP）の活用
6. 監事への期待と役割
7. まとめ

学校法人を取り巻く社会経済環境の変化

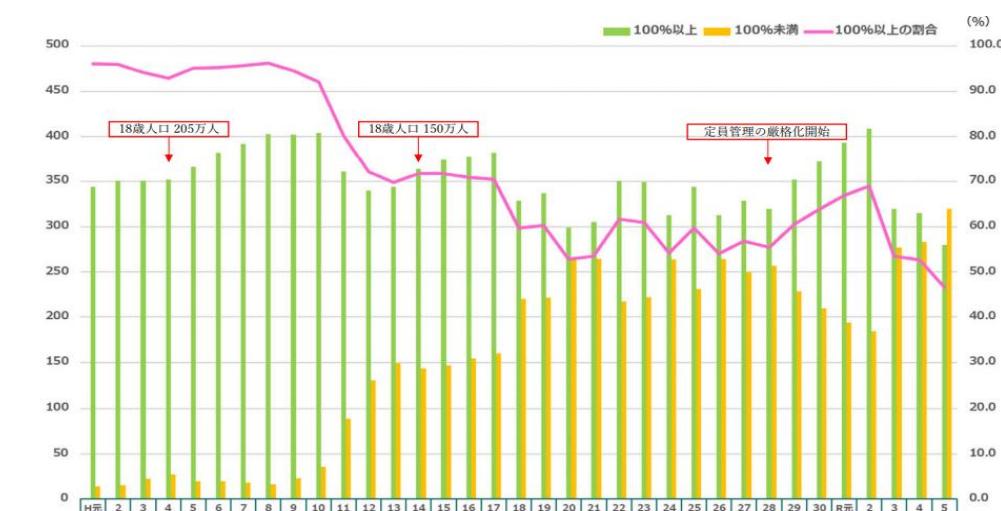
- 少子高齢化が進み、18歳人口が減少。
- 入学定員充足率（大学）が低下傾向にあり、物価が上昇する中、法人経営をじわじわと圧迫。
- 日本銀行がマイナス金利政策を解除（2024年3月）し、「金利のある世界」が復活。
- 資産運用立国実現プランのもと、学校法人を含む幅広いアセットオーナーに共通となる「アセットオーナー・プリンシブル」が策定・公表（2024年8月28日）。
（後述）

（出典）

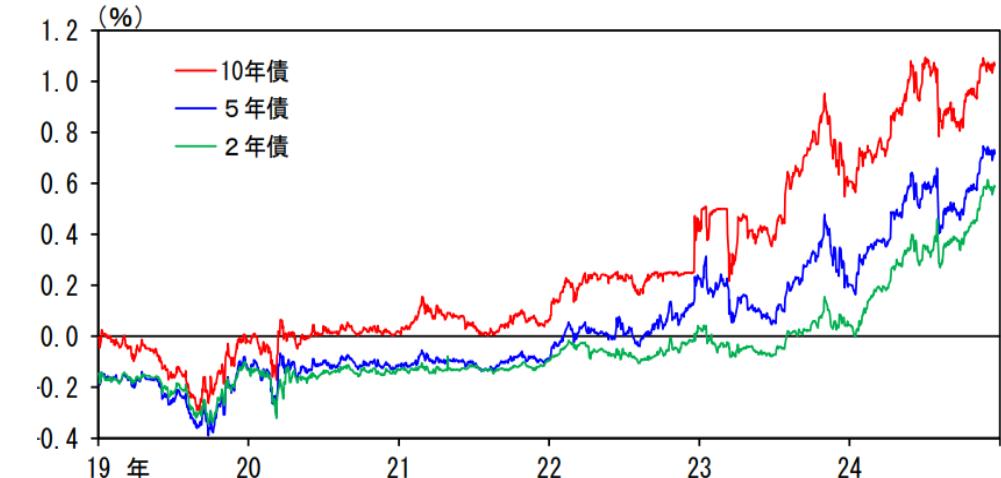
（図表1）日本私立学校振興・共済事業団、2024、『データでみる私立大学経営—変化する経営 環境への対応—』より転載。

（図表2）日本銀行、2024年12月、『月例経済報告等に関する関係閣僚会議・資料—最近の金融市場の動き』より転載。

（図表1）私立大学の入学定員充足状況

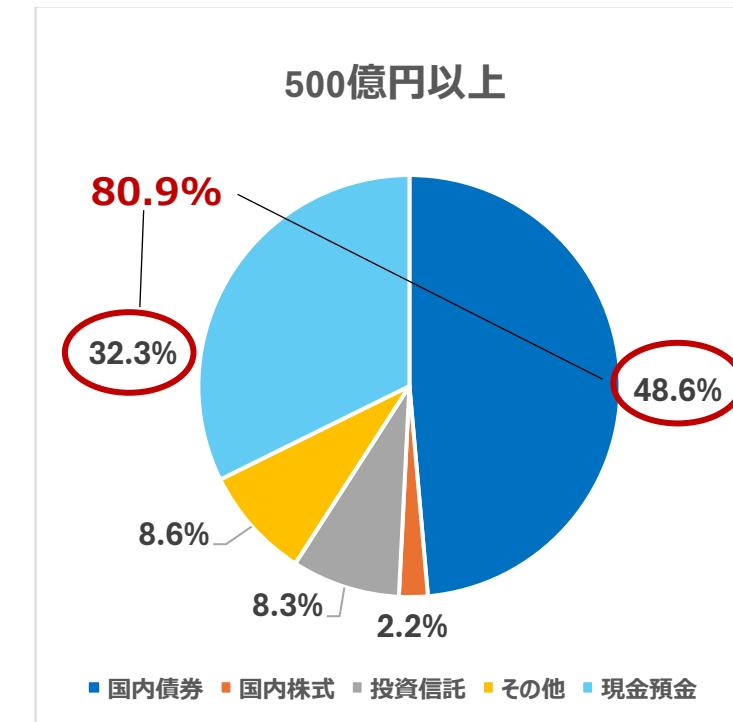
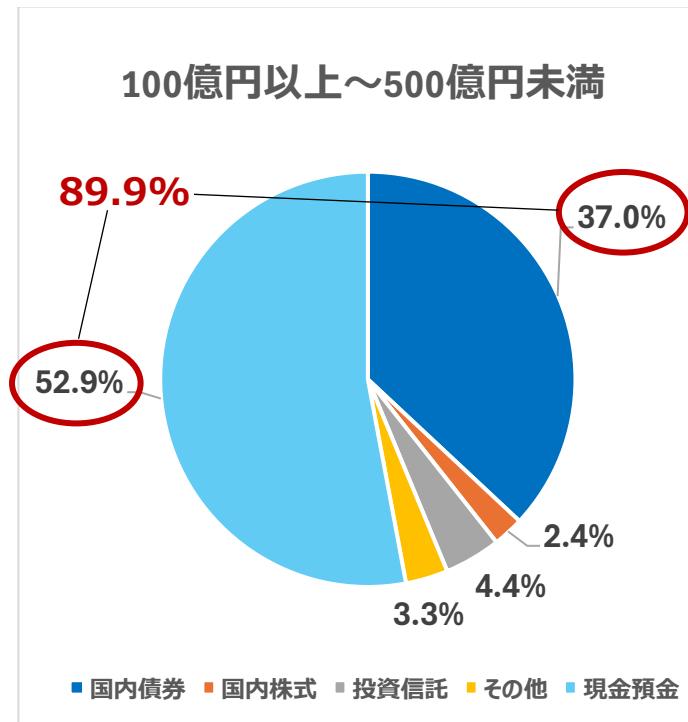
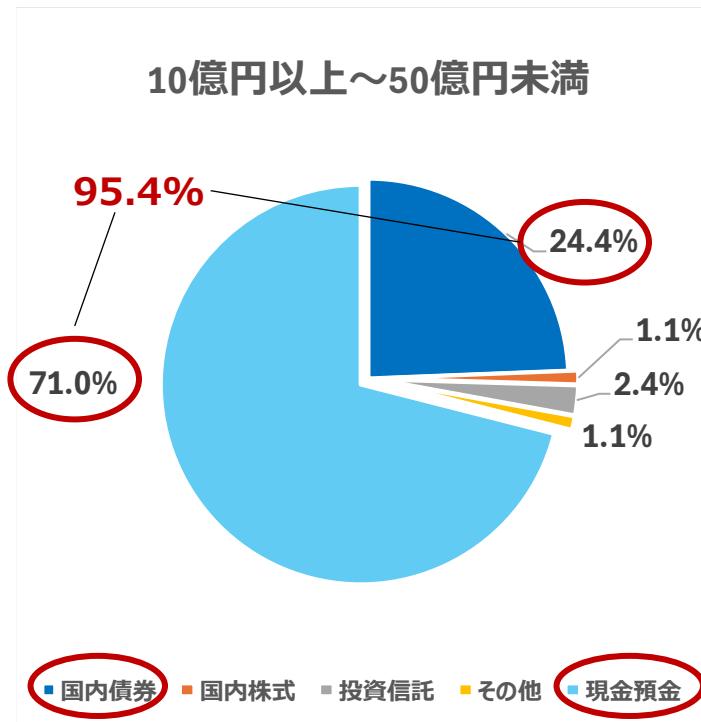


（図表2）日本国債利回り（年限別）



学校法人の資産運用の特徴—資産構成割合

■わが国は、法人の資産規模にかかわらず、現金預金、国内債券の割合が相対的に大きい。



$$\frac{189}{659} = 20.3\%$$

$$\frac{179}{659} = 27.2\%$$

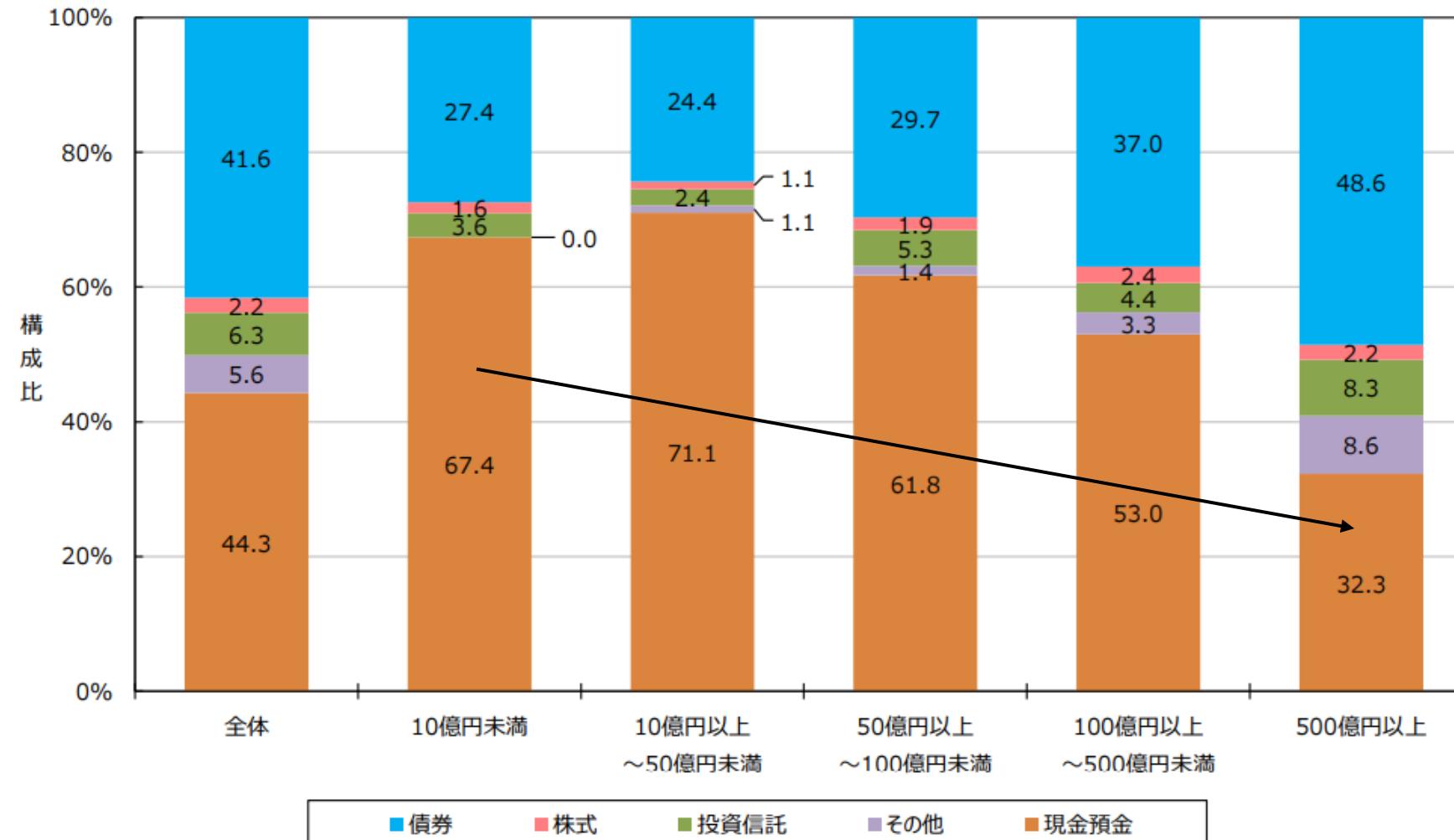
$$\frac{47}{659} = 7.1\%$$

(注) 下段の数値は、当該規模の法人割合を示す。分母は全体法人数、分子は該当法人数。

(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』より作成。

学校法人の資産運用の特徴—資産規模による資産構成割合の変化

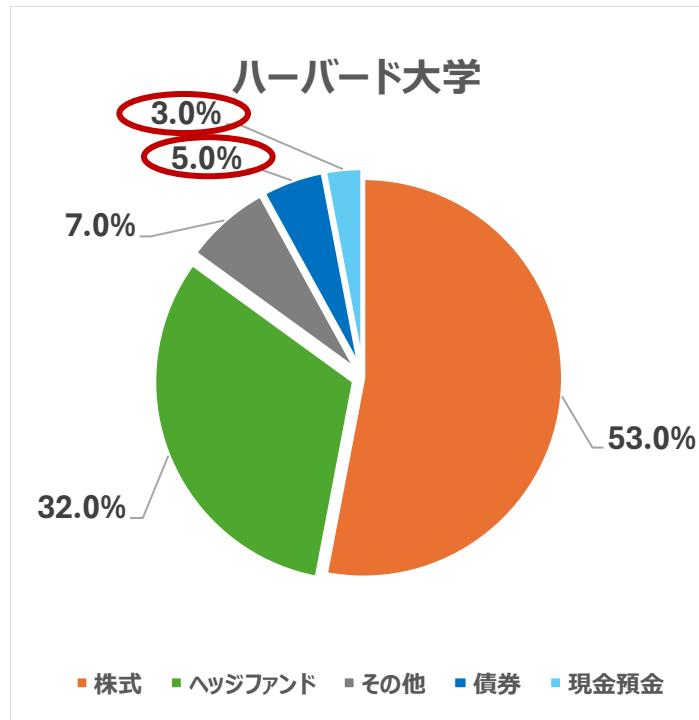
■ 法人の資産規模が大きくなるほど、現金預金の割合が減少し、有価証券の割合が大きくなる。



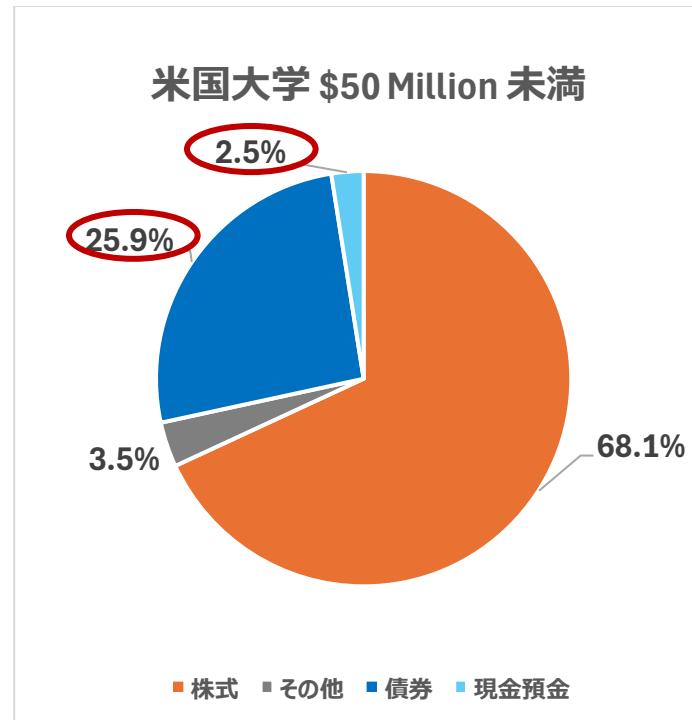
(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』より作成。

(参考) 米国大学の資産運用の特徴—資産構成割合

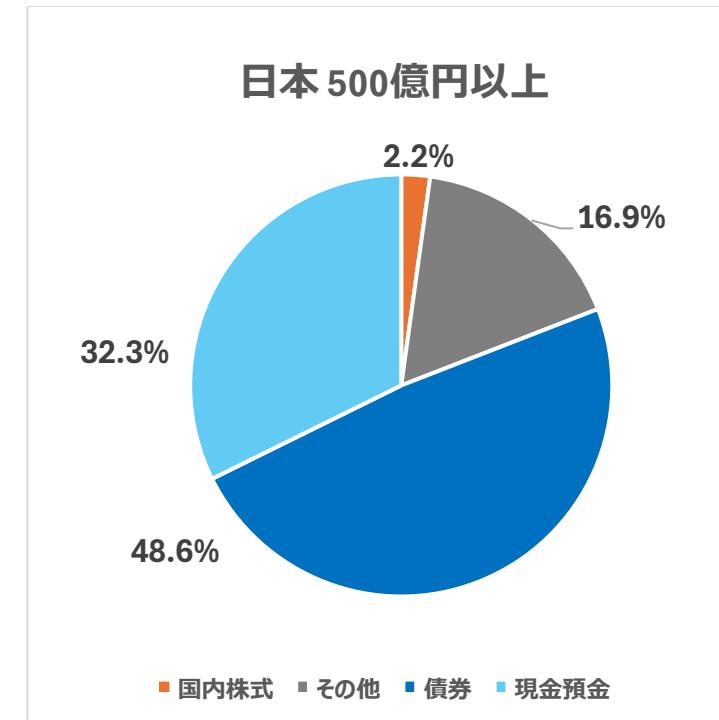
■米国の代表的な大学であるハーバード大学のみならず、資産規模の小さい大学でも債券や現金預金の割合は小さい。



(出典) HAVARD UNIVERSITY, "Financial Report FISCAL YEAR 2024".より作成。



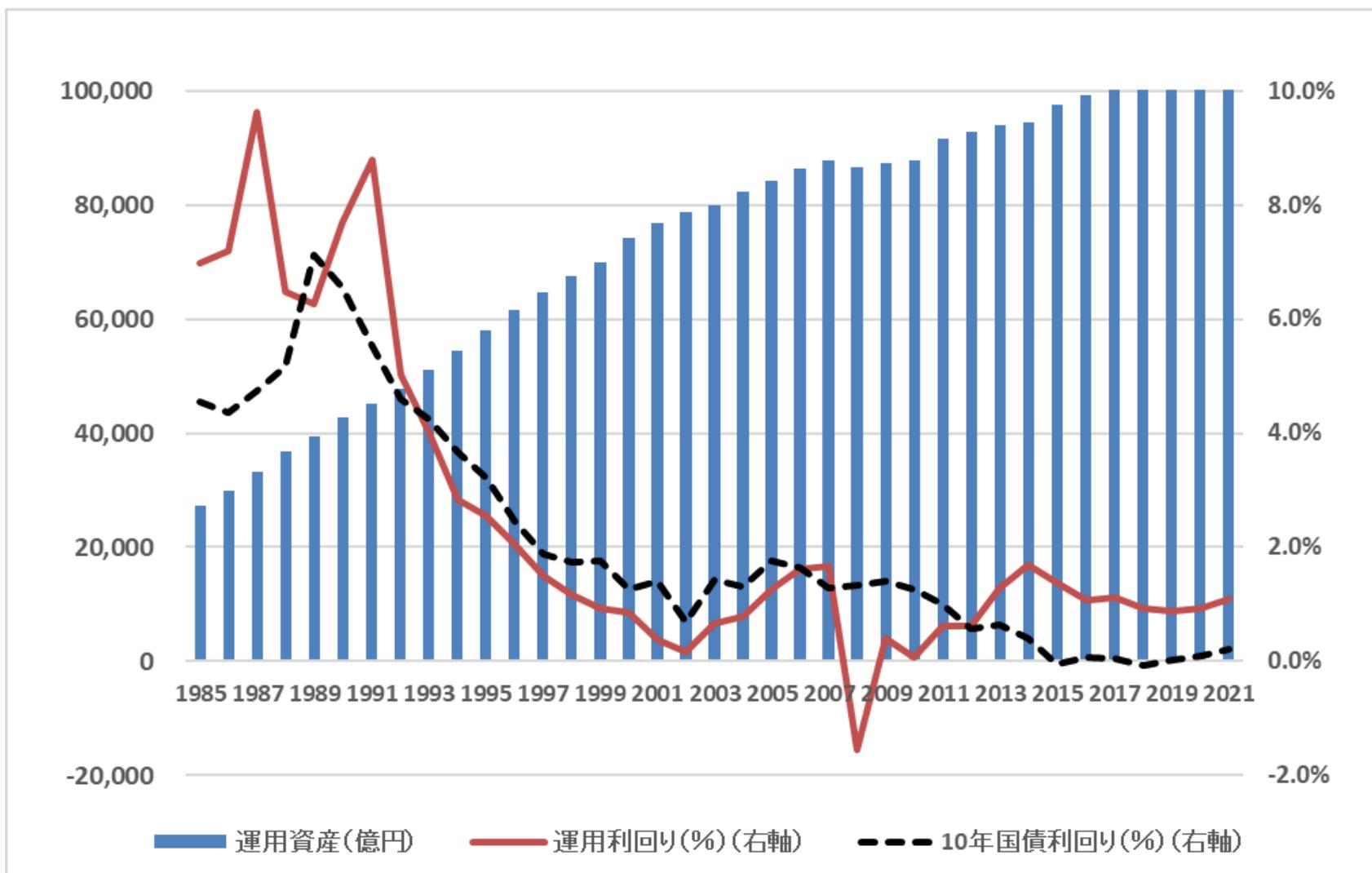
(出典) NACUBO, "NACUBO-Commonfund Study of Endowments 2023". より作成。



(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』より作成。

(注) アセットクラスは、凡例の5つの資産配分に集約。

学校法人の資産運用の特徴—運用利回り



(注) 運用利回りは、(資産運用収入 + 資産売却差額 - 資産処分差額) / (現金預金 + 長短有価証券 + 各種引当資産) .

(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 各年度版, 『今日の私学財政 (大学・短期大学編)』より作成.

学校法人の資産運用の特徴—いくつかの疑問（1）

- それでは、なぜ、これほどまでに、日本の学校法人の資産運用は、米国大学の資産運用と異なるのであろうか？
- そもそも、学校法人の資産運用について、法令上明確な規定はないはずだが…

学校法人の資産運用の特徴—いくつかの疑問（2）

■しかし、文部科学省「学校法人寄附行為作成例」をみると、一見、安全確実な資産が推奨されているようにみえる。

学校法人寄附行為作成例（令和六年三月五日大学設置・学校法人審議会（学校法人分科会）決定）

[令和六年三月五日大学設置・学校法人審議会（学校法人分科会）決定]

（積立金の保管）

第六十五条 基本財産及び運用財産中の積立金は、**確実な有価証券を購入し**、又は**確実な信託銀行に信託し**、又は**確実な銀行に定期預金**とし、若しくは**定額郵便貯金**として理事長が保管する。

（出典）文部科学省『学校法人寄附行為作成例（令和六年三月五日大学設置・学校法人審議会（学校法人分科会）決定）』

学校法人の資産運用の特徴—いくつかの疑問（3）

平成21年1月6日
学校法人運営調査委員会

■また、平成21年1月6日に発出された、文部科学省高等教育部私学部参事官通知「学校法人における資産運用について（通知）」の冒頭において、

- ・学校法人の資産運用は、寄附行為や関連諸規程等に従い、**自らの責任において決定するもの。**
- ・学校法人の資産は、教育研究活動を安定的・継続的に支える財産であることから、**運用の安全性を重視することは言うまでもないこと。**
- ・学校法人の運営は、学生生徒等の納付金、善意の浄財である寄附金、国民の税金からなる補助金によって支えられていることを忘れてはならない。

と明記されている。

「学校法人の資産運用について」（意見）

一般に学校法人がどのような方法で資産の運用を行うかについては、各学校法人が寄附行為や関連諸規程等に従い、自らの責任において決定するものである。その際、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。学校法人の運営は、学生生徒等の納付金、善意の浄財である寄附金、国民の税金からなる補助金によって支えられていることを忘れてはならない。

学校法人の資産運用の形態としては、預金や公共債（国債・地方債・政府保証債）等の保有のほか、近年、仕組債やデリバティブ（金融派生商品）取引などの新たな金融商品による運用も目立つようになっている。特に、デリバティブ取引は、金融の自由化、国際化の流れの中で、金融・証券市場で大きく拡大しており、市場における金利や為替の変動リスク回避の手段として利用されるほか、それ自体が投資目的としても利用され、少ない投資金額で多額の利益を得うる反面、多大の損失を被るリスクもあるとされる。仕組債も一般にデリバティブが組み込まれた債券とされ、必ずしも元本保証のあるものではない。

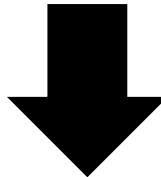
学校法人としては、現下の国際金融情勢等も十分に踏まえ、元本が保証されない金融商品による資産運用については、その必要性やリスクを十分に考慮し、特に慎重に取り扱うべきである。学校法人の理事長を含む理事は学校法人に対して善良な管理者の注意義務を負っていること、また資産運用に従事する学校法人職員もその職責に相応する注意義務を負っていることを再認識する必要があろう。

以上のように、公教育を担う学校法人の資産運用については、その安全性の確保に十分留意し、必要な規程等の整備を行い、学校法人としての責任ある意思決定を行うとともに、執行管理についても規程等に基づいて適正に行うなど、統制環境の確立に努める必要がある。具体的には、学校法人経営の最終的な意思決定及び理事の職務執行の監督を掌る機関は理事会であることを前提とした上で、資産運用関係規程の整備等を通じ、①安全性の重視など資産運用の基本方針、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執行管理の手続、⑤教育研究活動の充実改善のための計画に照らした資産運用の期間及び成果の目標、⑥保有し得る有価証券や行い得る取引等の内容、⑦資産運用に係る限度額等の明確化に努めるなど、資産運用に係る意思決定と執行管理の一層の適正化を図ることが重要と考える。

各学校法人には、資産運用に関する責任ある意思決定と執行管理が行われる体制を確立されるよう、不斷の点検を求みたい。

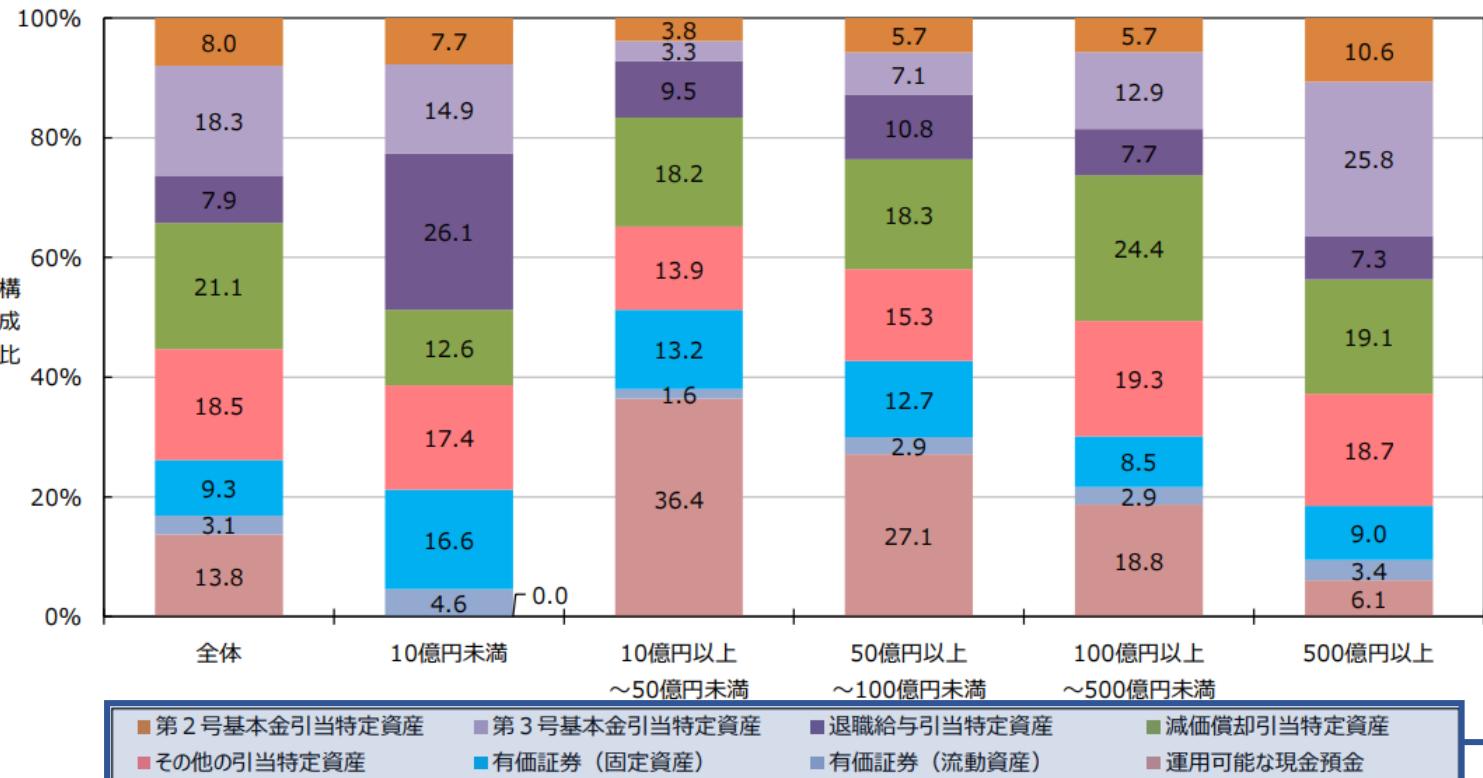
学校法人の資産運用の特徴—いくつかの疑問（4）

- このように、学校法人の資産運用について、法令上明確な規定はないはずだが、安全性に十分配慮することが求められている。
しかし、それだけが理由なのであろうか？



- そこで、学校法人の資産運用を、「第2号基本金引当特定資産」や「減価償却引当特定資産」など、貸借対照表に示されている科目の側面から考えてみよう。

学校法人の資産運用の特徴—科目毎の構成比



第2号基本金引当特定資産

第3号基本金引当特定資産

退職給与引当特定資産

減価償却引当特定資産

その他の引当特定資産

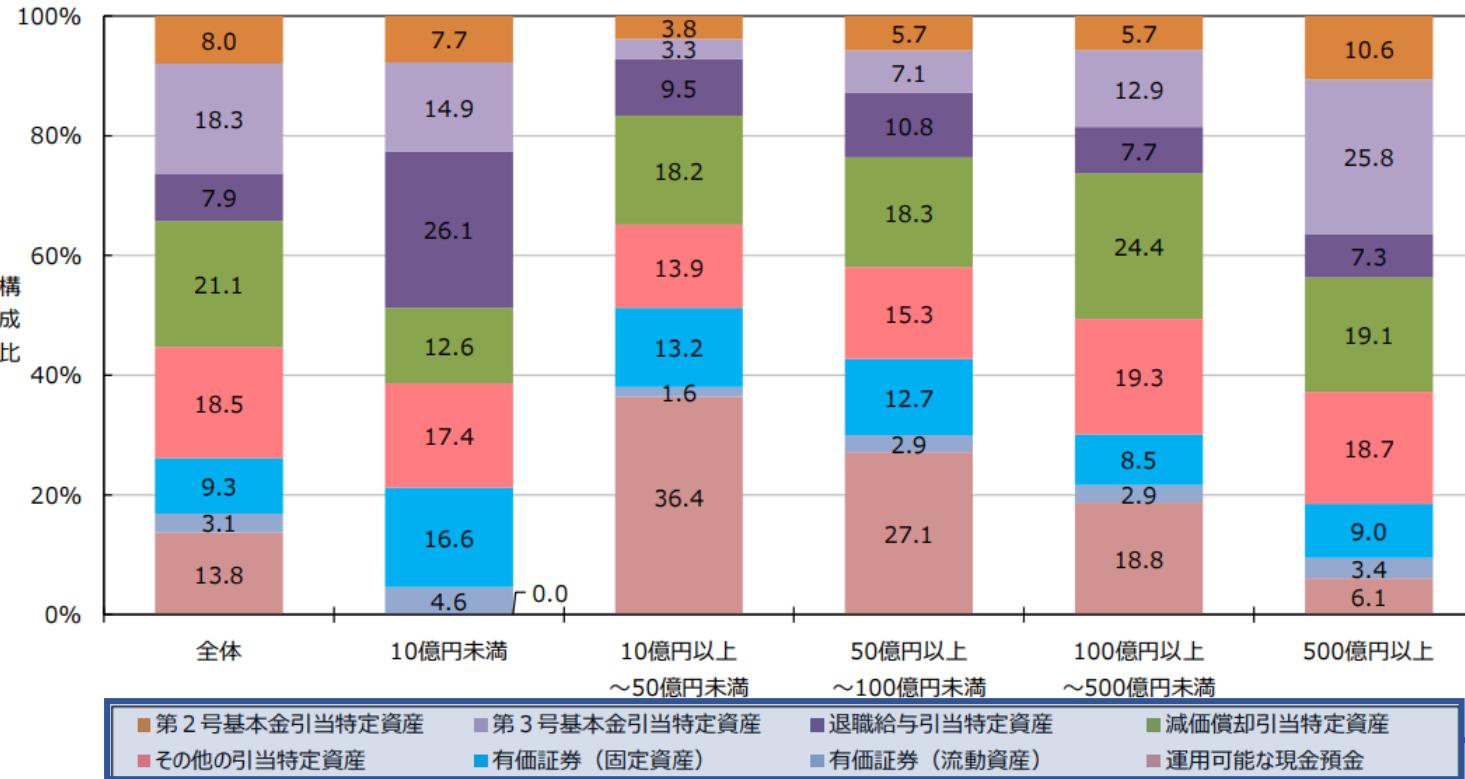
有価証券（固定資産）

有価証券（流動資産）

運用可能な現金預金

学校法人の資産運用の特徴—科目毎の構成比（タイムホライズン）

■投資のタイムホライゾン（投資の時間軸）による分類



(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』を転載.

第2号基本金引当特定資産

中期～長期

第3号基本金引当特定資産

長期

退職給与引当特定資産

長期

減価償却引当特定資産

長期

その他の引当特定資産

中期～長期 (引当目的に応じた年限)

有価証券（固定資産）

中期～長期 (保有期間 1年超)

有価証券（流動資産）

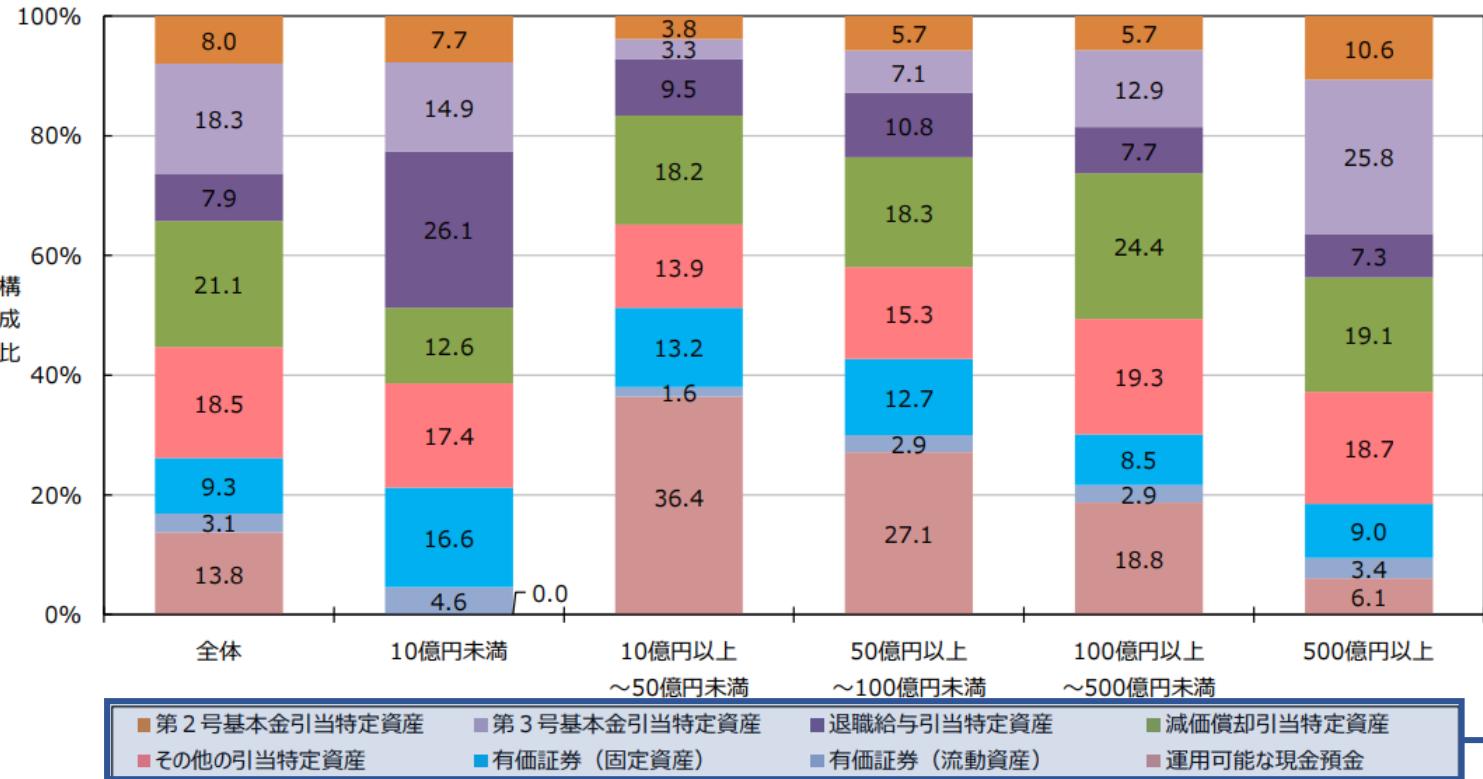
短期 (保有期間 1年以内)

運用可能な現金預金

短期～中期

学校法人の資産運用の特徴—科目毎の構成比（永続性と使い切り型）

■ 投資元本の永続性と使い切り型による分類

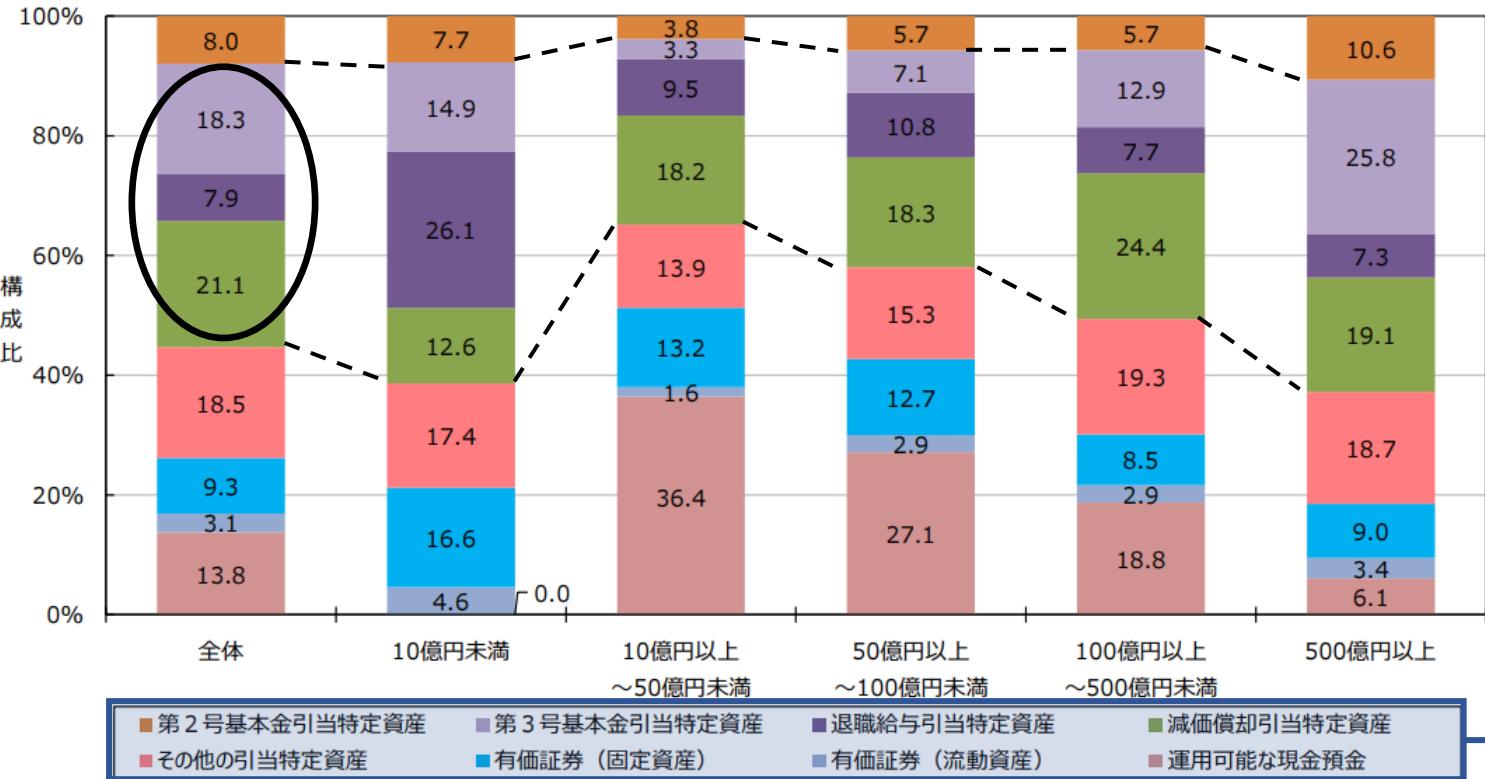


(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』を転載.

- 第2号基本金引当特定資産
使い切り型
- 第3号基本金引当特定資産
元本永続型
- 退職給与引当特定資産
元本永続型
- 減価償却引当特定資産
元本永続型
- その他の引当特定資産
使い切り型
- 有価証券（固定資産）
使い切り型
- 有価証券（流動資産）
使い切り型
- 運用可能な現金預金
使い切り型

学校法人の資産運用の特徴—科目毎の構成比（永続性と使い切り型）

■ 投資元本の永続性と使い切り型による分類



(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』を転載。

第2号基本金引当特定資産
使い切り型

第3号基本金引当特定資産
元本永続型 長期

退職給与引当特定資産
元本永続型 長期

減価償却引当特定資産
元本永続型 長期

その他の引当特定資産
使い切り型

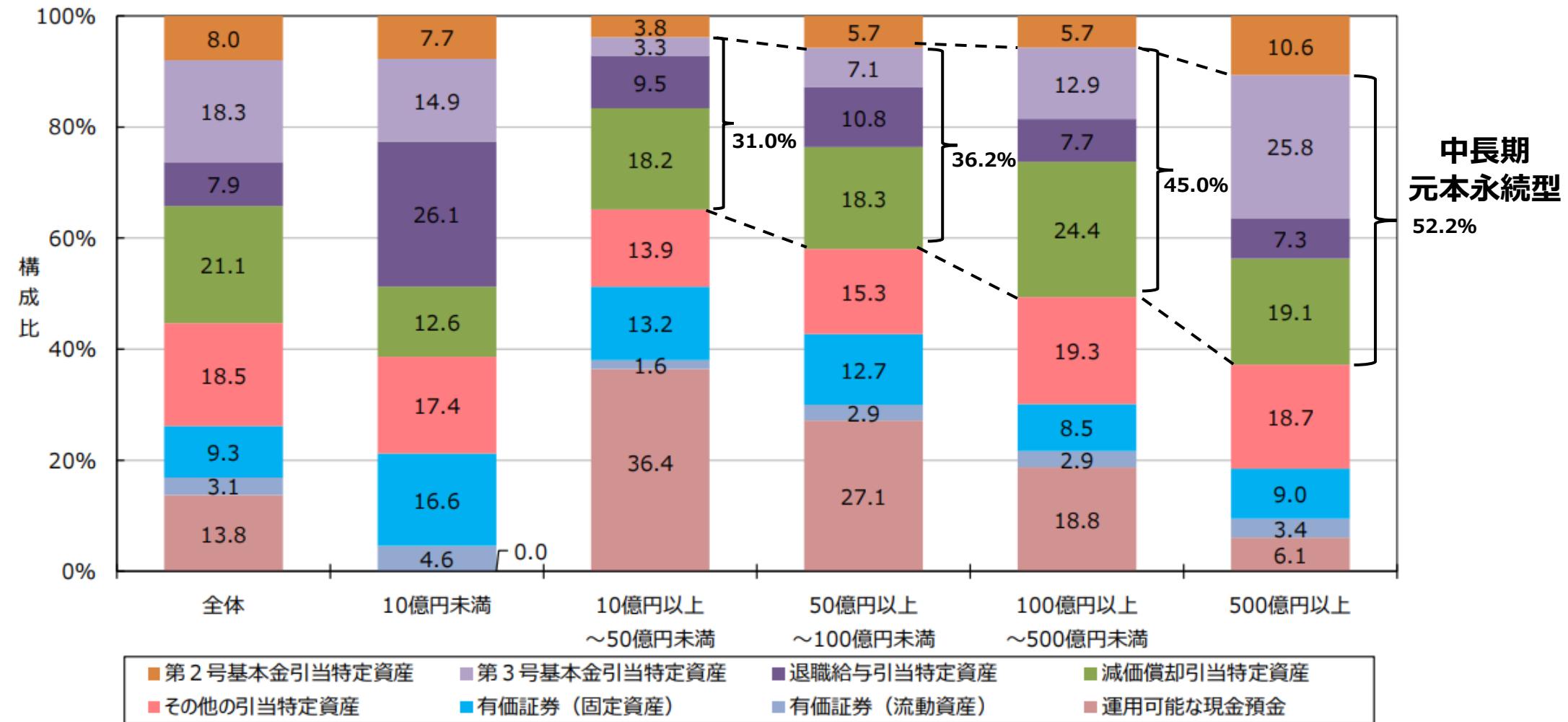
有価証券(固定資産)
使い切り型

有価証券(流動資産)
使い切り型

運用可能な現金預金
使い切り型

学校法人の資産運用の特徴—科目毎の構成比

■学校法人における中長期・元本永続性の運用対象資産は、[限定的](#)。



(出典) 日本私立学校振興・共済事業団, 『令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果（令和4年度決算）』を転載。

学校法人の資産運用の特徴

- 日本の学校法人が持つ運用資産は、全般的に投資のタイムホライズンが短い。
特に、運用資産が相対的に少ない学校法人ほど、その傾向が強いように考えられる。
- 運用の投資元本を永続的に守るのか、それとも、使い切る可能性があるのか、という視点からみると、日本の学校法人は、使い切り型の対象資産が相対的に多いものと考えられる。
- 逆にいえば、運用の投資元本を永続的に守るべき対象資産は、主に、「第3号基本金引当特定資産」、「退職給与引当特定資産」、「減価償却引当特定資産」にほぼ限定されるものと考えられる。

(参考) 米国大学の基金類型

■米国大学には、主に、以下の3つの基金類型が存在。

(1) 「真の基金」(True Endowment)

→寄付者によって寄付された基金。元本が永続的に維持される（べき）基金。使途の制約あり。

(2) 「期間限定基金」(Term Endowment)

→一定の期間や条件の後に元本が使用されることのある基金。

(3) 「準寄付（疑似）基金」(Quasi-Endowment) 日本の学校法人の多くは、米国の「準寄付基金」に該当

→準寄付基金は、特定の寄付者によるものではなく、理事会や管理委員会など、大学によって設立された基金。元本と収入の両方を大学の裁量で使用することができる柔軟性の高い基金。

■通常、米国大学で、真の意味でエンダウメント運用と言われるのは、上記の（1）と考えられる。

学校法人の資産運用の方向性

- このように、日本の学校法人の資産運用は、米国大学との比較の上で、前提条件がやや異なるものと考えられることから、必ずしも、その運用対象資産や手法、戦略などを模倣する必要はないものと考えられる。

それでは、どうするのか？

- そこで、平成21年1月6日に発出された、文部科学省高等教育部私学部参事官通知「学校法人における資産運用について（通知）」の冒頭文を思い起こすと、

- ・学校法人の資産運用は、寄附行為や関連諸規程等に従い、自らの責任において決定するもの。
- ・学校法人の資産は、教育研究活動を安定的・継続的に支える財産であることから、運用の安全性重視することは言うまでもないこと。
- ・学校法人の運営は、学生生徒等の納付金、善意の浄財である寄附金、国民の税金からなる補助金によって支えられていることを忘れてはならない。

学校法人の資産運用の方向性

■平成21年1月6日に発出された、文部科学省高等教育局私学部参事官通知「学校法人における資産運用について（通知）」の冒頭文を思い起こすと、

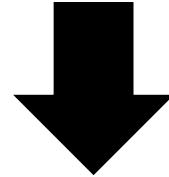
- ・学校法人の資産運用は、寄附行為や関連諸規程等に従い、自らの責任において決定するもの。
- ・学校法人の資産は、教育研究活動を安定的・継続的に支える財産であることから、運用の安全性重視することは言うまでもないこと。
- ・学校法人の運営は、学生生徒等の納付金、善意の浄財である寄附金、国民の税金からなる補助金によって支えられていることを忘れてはならない。

→ということは、**学校法人**とは、**ステークホルダー（利害関係者）**から**信認**を得て、**必要な財源と権限が託されること**により、社会や経済環境の変化に対応した教育・研究・社会貢献を行い、それを持続可能なものとする組織体といえる。

学校法人とは、**フィデューシャリー**な存在である

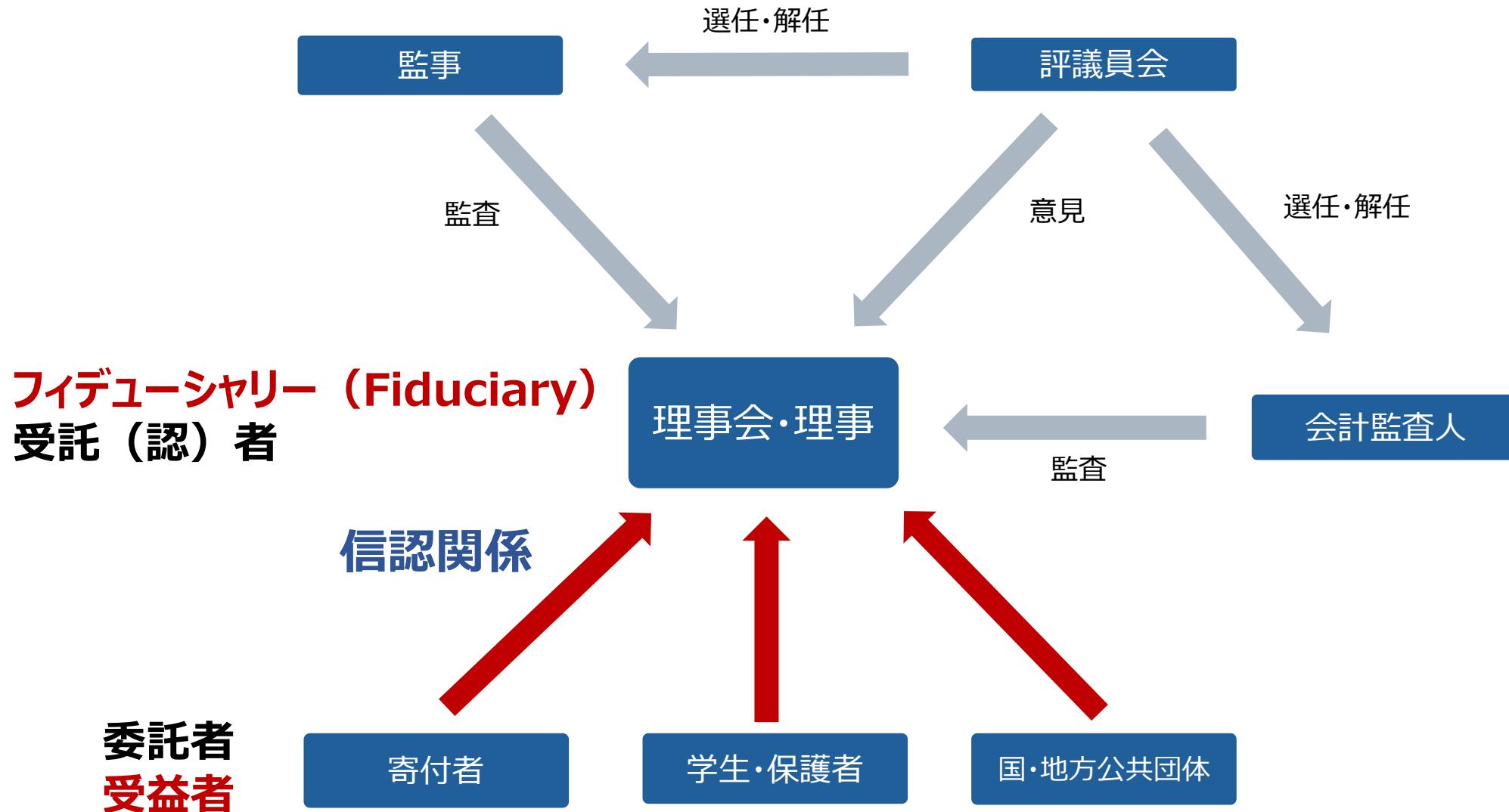
(参考) フィデューシャリー (Fiduciary) としての学校法人

学校法人とは、ステークホルダー（利害関係者）から信認を得て、必要な財源と権限が託されることにより、社会や経済環境の変化に対応した教育・研究・社会貢献を行い、それを持続可能なものとする組織体。



フィデューシャリーたる学校法人の資産運用はどうあるべきか？

(参考) フィデューシャリー (Fiduciary) としての学校法人



(注) 上記の図は、令和7年4月1日施行の改正私立学校法に基づき、理解を容易にするため、学校法人を取り巻くガバナンスの状況を単純化したもの。

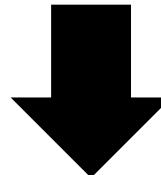
(参考) フィデューシャリー・デューティ (Fiduciary Duty)

- 受託者の義務、または信認義務と訳され、受託者が受益者に対して負う義務を総称して呼ばれる（大塚・樋口編著 2002: 139）。

（出典）大塚正民・樋口範雄編著, 2002. 『現代アメリカ信託法』, 有信堂高文社.

- 他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称（金融庁 2017: 1）。

（出典）金融庁, 2017. 『顧客本位の業務運営に関する原則』.



Fiduciary (受認者または信認義務者)

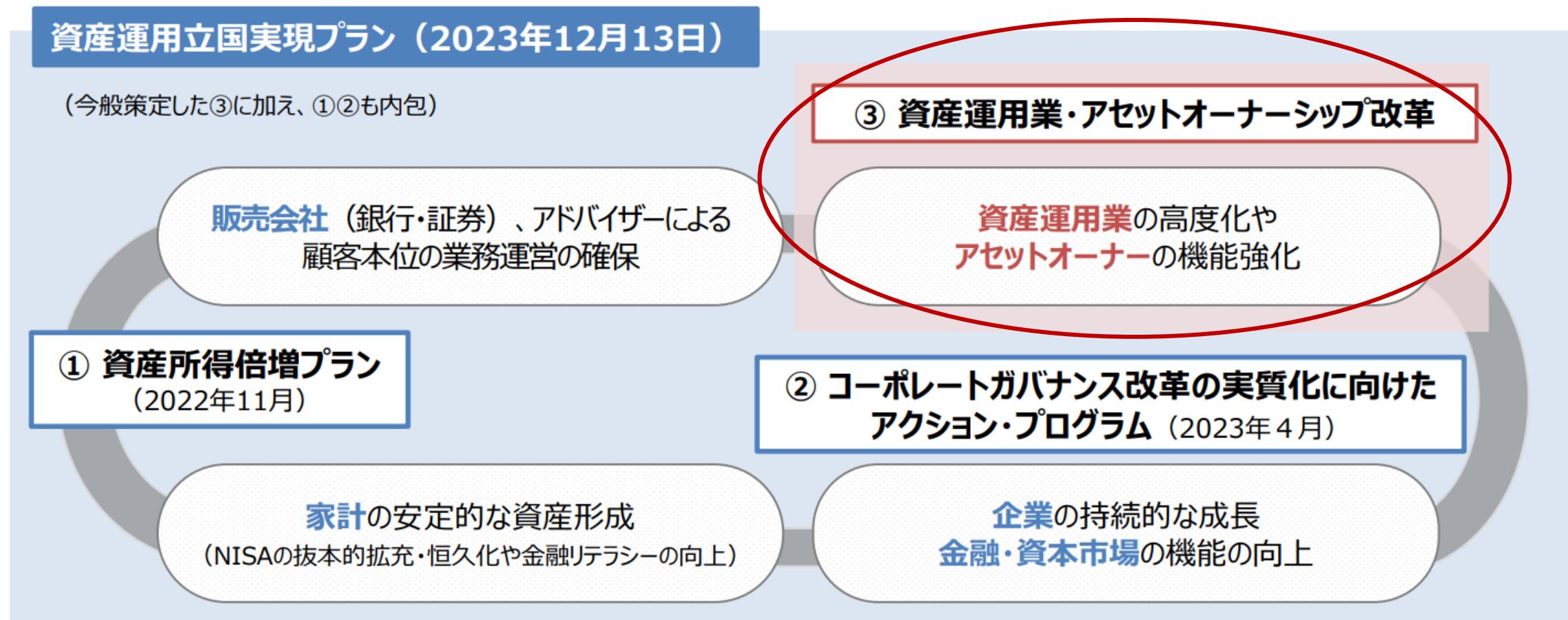
=通常、社会的に望ましく、専門性を要するサービスの提供者が該当。

例えば、医者、弁護士、**教育者**、宗教家、資産運用従事者などは、
フィデューシャリーのひとりと考えられる。

（依頼人の信頼を得て権限を行使する際に専門的裁量を働かせるサービス提供者に認められる）

アセットオーナーとしての学校法人—資産運用立国

■政府は、「成長と分配の好循環」を実現させるために、インベストメントチェーンの主体の一つであるアセットオーナーへの取組強化の一環としてアセットオーナーシップ改革を実施。



アセットオーナーとしての学校法人—アセットオーナーとは何か

■アセットオーナーの範囲

→公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、**例えば資産運用を行う学校法人など**幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々である。

(出典) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局, 2024, 『アセットオーナー・プリンシブル』

→学校法人は、“アセットオーナー”との位置付けが明確化

■アセットオーナーの役割

→アセットオーナーは、インベストチェーンの中で、直接的又は間接的に、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらす役割を演じ、その**資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティ）**を果たしていくことが必要。

アセットオーナーとしての学校法人—資産規模

■資産規模

- ・大学法人全体の資産規模は、2017（平成29）年度で10兆円を超え、
2021（令和3）年度末で**11兆5,465億円※**に達する。

※現金預金+長短有価証券+引当特定預金+特定基本金引当資産

（出典）日本私立学校振興・共済事業団、各年度版、『今日の私学財政（大学・短期大学編）』より作成。

→直近（2024/9）の**日本私立学校振興・共済事業団の積立金* 5.4兆円**をはるかに凌ぐ規模。

*厚生年金保険給付積立金+経過的長期給付積立金+退職等年金給付積立金

→**私立大学退職金財団（準備資産）1,371億円**（2023年度末）

・大学法人全体を一つの連合体とすると、**インベストメントチェーンの中で無視できない存在。**

アセットオーナーとしての学校法人—プリンシップベース・アプローチ

■原則主義（プリンシップベース・アプローチ）

- ・アセットオーナーは、その規模や運用資金の性格等は多様で、課題も様々。
→そこで、**受益者等の最善の利益**を勘案して、その資産を運用する責任を、それぞれの置かれた状況に応じて果たしていくことができるよう、
アセットオーナー共通の原則（アセットオーナー・プリンシップ：AOP）を定めることに…。
- ・但し、**法令とは異なり、法的拘束力を持たない。**
→各アセットオーナーは、プリンシップの趣旨を確認、十分に検討した上で、受け入れの判断をする。
→原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明することが必要。
(「コンプライ・オア・エクスプレイン」)

アセットオーナーとしての学校法人—受入れ表明大学（12/末時点）

■学校法人 14法人

	学校法人名	受入れ表明日
1	学校法人上智学院	2024年9月13日
2	学校法人立命館	2024年10月2日
3	学校法人和洋学園	2024年10月24日
4	学校法人大阪産業大学	2024年10月31日
5	学校法人大同学園	2024年11月13日
6	学校法人二松学舎	2024年11月29日
7	学校法人東北学院	2024年12月5日
8	学校法人昭和女子大学	2024年12月6日
9	学校法人東洋英和女学院	2024年12月10日
10	学校法人武蔵野音楽学園	2024年12月12日
11	学校法人藤田学園	2024年12月16日
12	学校法人北星学園	2024年12月18日
13	学校法人早稲田大学	2024年12月19日
14	学校法人近畿大学	2024年12月23日

(出典) 内閣官房 (https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/assetowner/index.html, 2025.1.18)

アセットオーナー・プリンシブル（AOP）の活用—5つの原則（1）

原則 1.

アセットオーナーは、**受益者等の最善の利益**を勘案し、何のために運用を行うのかという**運用目的**を定め、**適切な手続に基づく意思決定**の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った**運用目標**及び**運用方針**を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。

原則 2.

受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて**専門的知見**に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則 1 の運用目標・運用方針に照らして必要な**人材確保**などの**体制整備**を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、**外部知見の活用**や**外部委託**を検討すべきである。

アセットオーナー・プリンシブル（AOP）の活用—5つの原則（2）

原則3.

アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく**受益者等の利益**の観点から**運用方法の選択**を適切に行うほか、**投資先の分散**をはじめとする**リスク管理**を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、**利益相反を適切に管理**しつつ最適な**運用委託先を選定**するとともに、定期的な見直しを行うべきである。

原則4.

アセットオーナーは、**ステークホルダーへの説明責任**を果たすため、運用状況についての**情報提供**（「見える化」）を行い、**ステークホルダーとの対話**に役立てるべきである。

原則5.

アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じて**スチュワードシップ活動**を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

AOPの活用—受入れ表明大学の例：原則1.

法人名	学校法人上智学院	学校法人立命館	学校法人大阪産業大学
表明日	2024年9月13日	2024年10月2日	2024年10月31日
原則1.	<ul style="list-style-type: none"> ●総合収益と、簿価会計を前提とした実現益（利子配当）の両立 ●受益者は現在と将来世代、実質購買力の維持 ●投資リターンと社会的リターンの両立 ●基本ポートフォリオの策定と、リスクの範囲内で実現可能な目標リターンの設定 ●リスク管理は、低～中程度のリスク許容度（トータルリスク（標準偏差）6%以内、下方リスクはCVarで最適化） ●寄付と資産運用がもたらすエコシステムの構築 	<ul style="list-style-type: none"> ●受益者の世代間の公平性を保つ ●5年程度の中期的な基本ポートフォリオを設定 ●リターンは許容できるリスク量の範囲で実現可能な水準で設定 ●運用の基本方針を規程に定め、年次計画を常任理事会のもとに設置した資金管理運用委員会において審議、理事会において議決。 	<ul style="list-style-type: none"> ●運用目的は、利子・配当金など安定的に積み上がる収益を重視しつつ、必要とされる総合収益を長期的に確保すること ●自家運用は償還時に元本回収の確実性が高いものに限り、相場変動により元本割れのおそれがあるものは外部委託運用 ●資産特性により短期・中期・長期に運用方法を区分 ●資金運用全体の構成比（短期20%、中期66%、長期 14%程度）へ移行し、資金運用全体の運用利回りは1%程度 ●長期（外部委託運用）の基本ポートフォリオは、運用の目標收益率（4～5%）に沿った資産構成割合

(注1) 各学校法人のHPを参照の上作成。

(注2) 各学校法人の当該受入れ表明文等の中から、キーワードと思われるものを選び出し、一覧表にまとめたもの。

AOPの活用—受入れ表明大学の例：原則2.

法人名	学校法人上智学院	学校法人立命館	学校法人大阪産業大学
表明日	2024年9月13日	2024年10月2日	2024年10月31日
原則2.	<ul style="list-style-type: none">●資産運用管理責任者（CIO）を設置。決済権限規程に基づく権限と責任の明確化●外部人材の活用と内部職員の育成●外部機関による分析。資産運用委員会での四半期ごとのレビュー●内部リソース不足による外部委託の積極的活用。コンサル等の外部組織活用	<ul style="list-style-type: none">●専ら資金運用のみを行う組織や職務を置かず。資金運用を担当する者については、研修等を通じて、力量の形成・向上を図る。●運用受託機関等の選任にあたっては、報酬等のコストの検証を行うなど、資金運用に関するコストの最小化に努める	<ul style="list-style-type: none">●自家運用および外部委託運用先の管理は財務部にて実施●自家運用に係る執行・外部委託運用に係る指図・事務を的確に遂行するため、金融業務経験者など専門的知識および経験を有する担当者を2名以上配置

(注1) 各学校法人のHPを参照の上作成。

(注2) 各学校法人の当該受入れ表明文等の中から、キーワードと思われるものを選び出し、一覧表にまとめたもの。

AOPの活用—受入れ表明から読み取れること：原則 1.～2.

■原則 1.

- ・利子・配当金（インカム）のみならず、総合収益（トータルリターン）を確保すること。
- ・世代間の公平性を意識し、インフレヘッジを考慮した実質購買力の維持が大切であること。
- ・リスク量の範囲内で実現可能な目標リターンを設定すること。
- ・中長期的な視点から、基本ポートフォリオを策定すること。

■原則 2.

- ・組織体制の確立、権限と責任の明確化、専門人材の育成を図ること。
- ・必要に応じて、外部の知見（外部委託運用、コンサルタント）を借りること。

AOPの活用—受入れ表明大学の例：原則3.

法人名	学校法人上智学院	学校法人立命館	学校法人大阪産業大学
表明日	2024年9月13日	2024年10月2日	2024年10月31日
原則3.	<ul style="list-style-type: none"> ●投資戦略の分散を重視 ●運用方法・運用委託先は、四半期報告等をもとに定期的に評価 ●危機管理シグナル（VIX指数等）をモニタリングし、閾値を超えた場合には臨時資産運用委員会を開催し、対応方針を検討 ●運用外部委託については利益相反に注意 	<ul style="list-style-type: none"> ●行動マニュアルにおいて、資金運用を担当する者は受益者等にとって最善の利益のために忠実に職務を遂行することを明記 ●個別商品等の条件等のみを基準とするのではなく、全体的なポートフォリオにおけるリスク・リターンへの影響等を基準として、投資および売却の判断を実施 ●安全性を優先し、流動性、収益性および透明性の観点を考慮、また、分散投資に努める ●資金ごとの源泉や目的等といった特性によって区分管理 ●運用受託機関等の選任にあたって、法人と取引のある他の人的または資本的関係や、当該機関において、資産管理を行う部署と運用を行う部署との間に隔壁が設けられていることを考慮 	<ul style="list-style-type: none"> ●外部委託運用の選定は、「資金運用細則」に定めた「選定シート」に基づき、定量・定性評価を組み合わせて総合的に実施 ●外部委託運用先は、外部委託金額による外部委託運用先数の目安を設定、また原則として3年毎に、定量・定性評価を総合的に評価 ●上記細則に定めた「商品シート」にて、委託する運用商品を選定。分散効果が見込めることが主な要件 ●短期・中期の運用は、格付け基準を設定。仕組債についても投資対象を限定 ●集中投資を回避するため、投資上限比率を設定 ●基本ポートフォリオを設定し、運用対象資産の期待収益率、標準偏差、相関係数等を考慮した上で、目標収益率を達成するまでのリスクを最小化するよう努めるとともに、年1回以上の検証を行う

(注1) 各学校法人のHPを参照の上作成。

(注2) 各学校法人の当該受入れ表明文等の中から、キーワードと思われるものを選び出し、一覧表にまとめたもの。

AOPの活用—受入れ表明大学の例：原則4.～5.

法人名	学校法人上智学院	学校法人立命館	学校法人大阪産業大学
表明日	2024年9月13日	2024年10月2日	2024年10月31日
原則4.	<ul style="list-style-type: none"> ●事業報告書による運用状況開示 ●サステナブル投資については、関連するレポートや特設サイトを通して情報発信 ●各ステークホルダーとのエンゲージメント機会の創出に努める 	<ul style="list-style-type: none"> ●資金運用の状況や意義について、全学協議会での学費・財政に関わる学生等との協議・懇談を通じて、理解形成を促進 ●学校法人を含む他のアセットオーナーと資金運用について比較する評価軸は単一ではなく、自らの資金運用の目的等に基づいて情報提供を行うことがより重要 	<ul style="list-style-type: none"> ●「運用状況」を定期的に更新。
原則5.	<ul style="list-style-type: none"> ●2021年9月、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れ ●2016年4月、「学校法人上智学院における議決権行使原則」を制定 ●2015年1月、国連PRI（責任投資原則）へ署名 	<ul style="list-style-type: none"> ●経済的なリターンを重視する資金運用は、エンゲージメント等を通じたスチュワードシップを実行・重視し、運用委託機関等を通じてその機能を発揮 ●社会的インパクトを創出する資金運用では、2020年度に「立命館ソーシャルインパクトファンド（RSIF）」を創設し、社会起業家（学生・教職員・校友等）への投融資を実施 ・上記のRSIFを通して、2021年度に他の金融機関と共に、環境・社会課題解決を目指す「インパクト志向金融宣言」への署名 	<ul style="list-style-type: none"> ●外部運用委託先のスチュワードシップ活動を定期的にモニタリングし意見具申することにより、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長の促進に努める

(注1) 各学校法人のHPを参考の上作成。

(注2) 各学校法人の当該受入れ表明文等の中から、キーワードと思われるものを選び出し、一覧表にまとめたもの。

AOPの活用—受入れ表明から読み取れること：原則 3.～5.

■原則 3.

- ・安全性、流動性、透明性等を考慮し、分散投資に努めること。
- ・個別商品で判断するのではなく、ポートフォリオ全体のリスク・リターンで投資判断をすること。
- ・適切なリスク管理指標を使い、定期的にモニタリングすること。
- ・受益者等にとって最善の利益のために忠実に職務を遂行すること。
- ・運用機関選定にあたっては利益相反に注意すること。

■原則 4.5.

- ・各ステークホルダーへの情報開示・発信を定期的に実施すること。
- ・スチュワードシップ、エンゲージメント活動を通して、企業価値の向上等に努めること。

AOPの活用—上智大学 投資ガイドラインの例（一部抜粋）

■「アセットオーナー・プリンシブルの5つの原則」と「投資ガイドライン」とが、整合的に噛み合った好事例。

学校法人上智学院 投資ガイドライン

学校法人上智学院（以下、「学院」という。）は、学院が保有する資産の運用に関して、上智学院資産運用管理規程（以下、「規程」という。）において、必要な運用管理事項を規定するほか、中長期投資資産の運用におけるガイドラインを次のとおり定め、規程及び当該ガイドラインに基づき資産運用を行うこととする。

1. 運用の目的
学院の資金を安全かつ効率的に運用することにより、学院の中長期的な財政基盤の強化を図るとともに、将来の教育研究の発展に資することを目的とする。

2. 運用の目標
(1) 目標リターンは、学院の設備投資等の購買力を将来にわたって維持するとともに、その財務的必要性を充足しうる適切な水準に設定しなければならない。従って、毎年度の経常予算において期待される実現益の確保と、運用資産の中長期での実質価値の維持向上を踏まえた目標設定を行うこととする。
(2) 目標リターンの実現可能性を高め、その変動性を抑制するために適切なリスク目標を設定し、管理しなければならない。さらに、運用資産のリスク・リターン目標は、各投資対象資産の中長期のリスク・リターン特性を十分検討した上で、それらと整合的なレベルに設定するものとする。

■原則 1.

運用目的と整合的な運用目標の設定。

<キーワード>

- ・安全かつ効率的な運用
- ・将来に亘る購買力の維持
- ・目標リターンの適切な水準
- ・実現益の確保と実質価値の維持向上
- ・適切なリスク目標の設定と管理 など

AOPの活用—上智大学 投資ガイドラインの例（一部抜粋）

9. 自家運用（インハウス）

(1) 自家運用の位置付けと役割

学院は、外部委託運用を基本とするが、運用の効率化に資するため、中長期投資資産の一部について、自ら管理運用業務を担う。

(2) 運用体制

自家運用業務は、年次資産運用方針に基づき、資産運用管理責任者の指示のもと、運用業務の執行に係る事務を的確に遂行することができる職員が行うこと。

(3) 運用対象とする有価証券等

別表1に定めるとおりとし、具体的な遵守事項については、別表2において明記する。

10. 運用コンサルタント等の利用

年次資産運用方針の策定に係る基本資産配分の策定、基礎的データの提供、運用結果の評価、外部委託先運用機関の運用状況等に關し、必要な場合には、運用コンサルタント等外部の機関に分析・助言を求めることができる。契約を締結する場合の運用コンサルタント等は、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）第29条による投資助言・代理業を行う者でなければならない。

11 利益相反の適正な管理

学院は、中長期資産の外部機関への委託にあたり、利益相反の発生に十分な注意を払い、適正なマネジメントを行うものとする。

12 運用状況の情報開示

学院の資産運用状況等については、公式ホームページ等を通じて開示する。

13. 運用体制・自己研鑽

学院は、本ガイドラインの目的、目標を達成するため必要な運用体制を構築する。資産運用に携わる役職員は、その専門性を高めるため、研修やセミナーへの参加、関係する各種情報の収集など、常に自己研鑽に努めなければならない。

■原則2.

体制整備・人材育成と外部知見・外部委託の活用

<キーワード>

- ・運用体制構築
- ・自己研鑽と専門性の向上
- ・運用コンサルタントによる分析・助言 など

■原則3.

運用方法の適切な選択とリスク管理

<キーワード>

- ・利益相反 など

■原則4.

情報提供と「見える化」

AOPの活用—上智大学 投資ガイドラインの例（一部抜粋）

3. 国連－責任投資原則（PRI）の遵守

学院は、本学の建学の理念と整合的な投資方針を取り入れるコミットメントとして、また、上智大学が加入している国連グローバルコンパクトの原則を資産運用面で実践することを目的として、2015年11月に「国連－責任投資原則（PRI）（以下、「PRI」という。）」に署名した。学院は、PRIについての取組み方針を策定し、この原則を遵守することとする。

5. ESG課題への対応

(3) 企業統治面の課題

- ①環境面や社会面を含めた中長期的な企業価値向上に向けた課題の解決を行っていくうえで、健全なガバナンス体制の構築は前提となる。そのため、投資先企業の状況を踏まえ、形式面の整備にとどまらず、実効性向上に向けた取組みの推進を重視する。
- ②投資先企業のガバナンス面の取組み状況の精査については外部委託先運用機関の議決権行使状況をモニタリングし、必要に応じてヒアリングや働きかけを行う。

8. 外部委託先運用機関及び資産管理機関の管理に関する事項

外部委託先運用機関及び資産管理機関は、以下の事項及び別に提示する運用ガイドラインに沿って資産の管理運用を行い、学院は、その遵守状況を管理する。

(1) 受託者責任

外部委託先運用機関及び資産管理機関は、学院の資産の管理運用にあたって、善良なる管理者の注意を以って、専ら委託者たる学院の利益に対してのみ忠実に職務を遂行しなければならない。

(2) **スチュワードシップ責任**

外部委託先運用機関は、専ら委託者である学院の利益増大のために、投資先企業との建設的な対話や株主議決権の行使等を通じて、当該企業の企業価値向上を促すよう努めること。

なお、国内株式運用を委託している外部委託先運用機関に対しては、「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れ、当該コードの諸原則により、中長期的なリターンの拡大を図ることを求める。

■原則5.

スチュワードシップ活動と投資先企業の持続的成長への後押し

<キーワード>

- ・建設的な対話と議決権行使
- ・日本版スチュワードシップ・コード
- ・国連責任投資原則（PRI）など

監事への期待と役割—改正私立学校法 第五十二条

(監事の職務)

第五十二条 監事は、次に掲げる職務を行う。

- 一 学校法人の業務及び財産の状況並びに理事の職務の執行の状況を監査すること。
- 二 理事会及び評議員会に出席し、意見を述べること。
- 三 学校法人の業務若しくは財産の状況又は理事の職務の執行の状況について、理事会及び評議員会並びに理事選任機関に対し報告すること。
- 四 この法律の他の規定により監事の同意を要する事項について、その可否を決すること。
- 五 前各号に掲げるもののほか、この法律の他の規定により監事が行うこととされた職務
- 六 前各号に掲げるもののほか、寄附行為をもつて定めるところにより監事が行うこととされた職務

監事への期待と役割

■資産運用における監事への期待と役割（私見）

学校法人における資産運用の目的・目標に照らして、ネガティブな影響を与えるであろう業務や事象、プロセス等の監査、調査、及びこれらにかかわる理事の業務執行の状況を監査すること。

監事への期待と役割

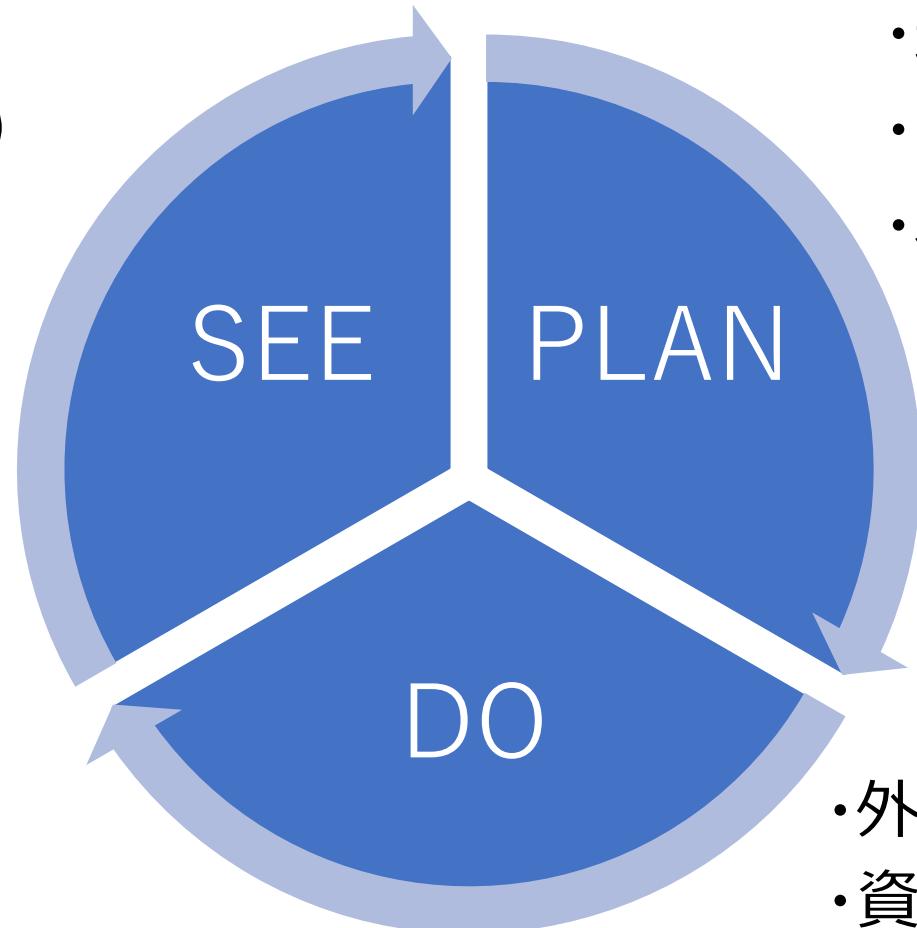
■資産運用において想定される監査・調査事項（私見）

- ・運用目的・目標に合致した適切な運用方針が採用、実行されているか。
(投資の妥当性、合理性、合法性等はどうなのか)
- ・理事や資産運用担当者等による疑わしい取引や不正行為等が行われていないか。
- ・外部委託運用機関や業務委託先の選定において利益相反行為が行われていないか。
- ・資産運用の状況を隠蔽する等、問題の先送りを行っていないか（ブラックボックス化していないか）。
- ・受益者等の利益の観点から、分散投資の徹底、サステイナビリティなどが図られているか。
(理事として、資産運用において忠実義務を果たしているか)
- ・資産運用業務に係わる組織の健全性は保たれているか。
- ・資産運用業務に携わる従業員のモチベーションは下がっていないか。
(役職員の人事管理や人材育成が適切に行われているか)
- ・その他

監事への期待と役割—資産運用は永遠に続くもの（資産運用サイクル）

運用ガバナンスの確立

- ・運用評価の分析
(自己評価, 運用機関評価)
- ・運用の諸条件の見直し 等



- ・運用目的・目標の設定
 - ・リスク許容度の決定
 - ・基本ポートフォリオ策定 等
-
- ・外部運用機関の採用
 - ・資本市場での投資活動 等

まとめ

- 学校法人の経営において、資産運用の重要性はますます高まっている。
- 学校法人として、「アセットオーナー・プリンシブル」は建学の精神や大学経営等の観点から、その趣旨を確認、十分に検討した上で、受入れ判断を行うべきものであるが、（たとえ受入れを行わない場合においても）法人の資産運用を考える際の、一つの羅針盤となり得るものと考えられる。（元本の永続性や投資のタイムホライズン等がやや異なる米国大学を必ずしも目指す必要はないものと考えられる）
- 一方で、資産運用の専門性が高まることは、その成果を最大化する上で重要であるが、専門性が高まるがゆえに、その運用プロセスや意思決定等がブラックボックス化するリスクも高まると考えられる。
- その中で、透明性を確保し、適切なガバナンスを通じて、ステークホルダーとの信頼関係を築くことは、学校法人の持続可能な発展のために不可欠である。その意味で、監事に対する期待と役割は非常に高く、重要であるといえる。

ご清聴どうもありがとうございました.

なお、本資料については、監事の皆様及び監事の皆様が所属する法人以外の
他の第三者への開示及び無断の複製・転用及び引用をお断りします。
本資料の取扱いには十分ご注意ください。