

大学の 資産運用の 促進・高度化に向けた ガイドブック

令和8年7月



文部科学省



経済産業省

目次

I はじめに.....	1
1. 本ガイドブック作成の背景	1
2. 本ガイドブックの位置づけ	3
(1)記載のスコープ(活用が想定される大学).....	3
(2)本ガイドブックにより期待される効果	3
II 大学の資産運用に関する現状・基本的認識.....	4
1. 大学における資産運用の位置づけ	4
(1)国立大学法人	4
(2)学校法人	5
COLUMN① 我が国における企業年金の運用高度化の歴史.....	6
COLUMN② 米国大学基金の運用高度化の歴史	7
2. 大学の資産運用における現状と課題	9
(1)国立大学法人における現状と課題.....	9
(2)公立大学法人における現状と課題	12
(3)学校法人における現状と課題.....	14
3. 大学の資産運用に関連して把握しておくべき概念	22
(1)アセットオーナー・プリンシプル.....	22
(2)フィデューシャリー・デューティー.....	25
(3)Emerging Managers Program(EMP)	26
III 資産運用の開始・見直しに当たって検討すべき事項.....	27
1. 運用目的、運用目標、運用方針	27
(1)運用目的.....	27
(2)運用目標	28
(3)運用方針	28
COLUMN③ 各資産の特徴・リスク・リターン特性	32
2. 資産運用を行う体制・ガバナンスの整備	35
(1)法人自身が有すべき知見	35
(2)法人に求められるガバナンス体制	35
(3)善管注意義務.....	36
(4)監事による監査.....	37
3. 運用状況の評価・情報提供(「見える化」)	38
(1)運用状況の評価	38
(2)情報提供(「見える化」)	38
(3)学校法人会計の取扱い	39
IV 資産運用のさらなる規模拡大・高度化に向けて	40
1. 資産運用の規模拡大.....	40
(1)寄付金収入の拡大.....	40
COLUMN④ 米国における寄付制度の概要	41
(2)共同運用によるスケールメリットの享受	42
2. 資産運用の高度化.....	43
COLUMN⑤ 国際基督教大学における取組事例.....	44

【参考資料】

- ①「大学の資産運用実態把握等調査」の結果
- ②大学の資産運用に関する取組事例集
- ③大学の資産運用に関するチェックリスト

I はじめに

1. 本ガイドブック作成の背景

我が国の大学をはじめとする高等教育を取り巻く環境は、少子高齢化及び人口減少の進行、DX・GXの進展やAI等の加速度的な発展に伴う産業構造の転換、国際競争の激化など大きな変化に直面している。こうした中、大学等においては、学修者一人一人の可能性を最大限に伸展させ、社会の発展の担い手となる優れた人材を育成し、社会経済の発展や国際競争力の原動力となるイノベーションの創出などにより、我が国の持続的な成長・発展に貢献する役割が期待されている。

各大学において、質の高い教育研究を行っていくためには、優れた教職員や学生を引き付ける環境を構築することが必要であるが、そのためのコストを賄うことができる安定的な財務基盤を確立することが不可欠である。大学の収入は国公立の設置形態や大学規模等によって構造は異なるものの、従来、公財政支援や授業料等収入を中心としており、近年、産学連携活動による収入や民間からの寄付金等も拡大しつつあるが、社会経済の進展等に対応したより高度な教育研究を進めていく上では財源の一層の多様化を図ることが重要であり、資産運用は有力な選択肢の一つとして考えられる。特に、学部学生の約8割の教育を担う私立大学においては、学生生徒等納付金が収入の約8割を占めるが、2040年の大学進学者数が現在と比べて3割近くも大幅に減少すると見込まれており、今後、教育研究活動を維持するための十分な収入が得られないような私立大学が増加することが想定されることも踏まえれば、資産運用等を通じた財源の多様化は急務である。

現状、多くの大学では、「預金・債券中心」の運用が行われている。世界的なインフレ圧力の高まりや金利上昇などの経済環境下では、一般に預金金利や債券利回りも上昇するものの、それだけではインフレ率を加味した実質リターンとして、大学の経営基盤強化等のために十分なリターンを確保することが困難であると想定されるため、株式等のリスク性資産への投資も含め、大学における資産運用の促進・高度化に向けた取組が求められている。

こうした状況の変化や資産運用の促進・高度化の必要性については、財務等の実務担当者のみならず、理事長・理事等も含めた共通の認識とした上で、法人として中長期的な視点に基づく資産運用の基本スタンスを定めることが重要である。その際、資産運用の根本目的に照らして、運用目標(法人として期待するリターンや許容できるリスクの水準等)を適切に設定し、経済・金融環境や多様な資産に分散投資する重要性を踏まえ

つ、運用目標を実現するために必要な運用資産の規模や資産構成割合（基本ポートフォリオ）、運用手法等を検討・決定することが重要である。

加えて、大学を設置する法人は非営利法人であるが、同時に資本主義社会の一員でもあり、インベストメントチェーンの一翼を担う存在でもある。資本市場を活用しながら資産運用を行っていくことは、大学の運営基盤・財務基盤の強化はもとより、結果的に資本市場の活性化や産業・技術のイノベーションにも資するものである。

2. 本ガイドブックの位置づけ

(1) 記載のスコープ(活用が想定される大学)

我が国の大学における資産運用は、預金や債券等の安全性を重視した資産を中心とするものが多い。他方で、インフレや金利環境の変化等を背景に、運用の高度化を検討する必要性が指摘されている。

しかしながら、資産運用をどのような観点から検討すべきか、また、どのような体制や規程を整備すべきかについて、体系的に整理された指針がなく、十分に認識が共有されているとは言い難いとの声もある。

本ガイドブックは、国立大学法人¹及び学校法人を問わず、これから資産運用を開始しようとする大学、ならびに既に一定の運用を行っているものの、その高度化を検討している大学にとっての参考となるよう、検討に当たり整理すべき基本的事項を体系的に示すものである²。

(2) 本ガイドブックにより期待される効果

本ガイドブックにより、これまで積極的な資産運用を行ってこなかった大学のみならず、株式やオルタナティブ資産等の多様なリスク性資産への投資を検討する大学においても、検討に当たっての視座や論点が明確化されることが期待される。

また、運用目的・運用目標・運用方針の策定、運用体制・ガバナンスの整備、運用状況の評価手法の明確化等に関する共通認識を形成することにより、各大学における自律的かつ責任ある意思決定を後押しすることを目指す。

¹ 国立大学法人には大学共同利用機関法人を含む。

² 公立大学法人においては、地方独立行政法人法第 43 条の規定により、余裕金を国債等で運用することが可能となっており、運用にあたっては本ガイドブックの事項について参考とされたい。

Ⅱ 大学の資産運用に関する現状・基本的認識

1. 大学における資産運用の位置づけ

(1) 国立大学法人

国立大学法人は、国立大学法人法(平成 15 年法律第 112 号)を根拠として設立されている法人であり、資産運用については、全ての国立大学法人において、独立行政法人通則法第 47 条(国立大学法人法第 35 条の2において準用)に規定されているとおり、国債等による業務上の余裕金の運用が可能となっている。また、国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)へ寄託し、余裕金を運用することも可能とされており、現在、制度開始に向けて検討が進められている³。

さらに、国立大学法人法第 33 条の5による文部科学大臣の認定を受けた場合には、同条に定める業務上の余裕金(国立大学法人法施行規則第9条の5に該当するもの)について、下記図表のとおり、認定基準に応じた資産運用を行うことができる。

なお、指定国立大学法人については、同法第 34 条の4により、文部科学大臣の認定を受けることなく、業務上の余裕金の運用が可能である。

国立大学法人における余裕金の運用にかかる認定基準

【自家運用】(第1～第3)			
	第1	第2	第3
対象の 金融商品	・貯金、外貨預金(決済用) ・資産流動化法に規定する特定社債券 ・無担保社債券(仕組債を除く) ・コマーシャルペーパー 【投資適格債のみ】	・外貨預金(為替差益目的など、決済用以外) ・(外国)投資信託の受益証券 【第2までの商品を対象とするもののみ】 ・投資証券／新投資口予約権証券／投資法人債券／外国投資証券 【投資適格債のみ】 ・外貨建ての有価証券(金融商品取引法第1号から第5号、第12号、第15号) 【投資適格債のみ】 など	・投資証券／新投資口予約権証券／投資法人債券／外国投資証券【第2以外】 ・外貨建ての有価証券(金融商品取引法第1号から第5号、第12号、第15号) 【第2以外】 ・(外国)投資信託の受益証券【第2以外】 ・資産流動化法に規定する特定社債券 ・無担保社債券 ・コマーシャルペーパー 【第1以外】など
大学の 体制整備	○資金運用管理規程の策定 ○資金運用管理委員会 ・必要に応じ設置(既存の会議体での代替可) ・複数の委員から構成 ・半期に1回以上開催 ○資金運用を担当する役員及び複数名の職員を配置	○資金運用管理規程の策定 ○資金運用管理委員会 ・必置 ・四半期に1回以上開催 ・5人以上の委員(2人以上が学外委員、「業務として2年以上の資金運用の実務経験者」と「同窓会会員が寄附者」がそれぞれ1人以上) ○資金運用を担当する役員及び複数名の職員(うち、1人以上は常勤職員)を配置	○左記と同様かそれ以上の体制(第3の運用が可能な体制)
資金運用認定 委員会(国)の 確認	実施しない		実施する (第3の運用に必要な体制が 備わっているかを確認する)
【委託運用】(金銭信託)(第4)			
	一	二	
ポートフォリオ内 アセット別リスク	投資対象が全て ・元本割れない安全資産 及び ・自家運用の第1・第2(上掲)の対象の金融商品	投資対象の中に ・自家運用の第3(上掲)の対象の金融商品 又は ・自家運用の対象外の金融商品(株式等)	が含まれる。
大学の 体制整備	○資金運用管理規程の策定 ○資金運用管理委員会 ・必置 ・四半期に1回以上開催 ・5人以上の委員(2人以上が学外委員、「業務として2年以上の資金運用の実務経験者」と「同窓会会員が寄附者」がそれぞれ1人以上) ○資金運用を担当する役員及び複数名の職員を配置		
資金運用認定 委員会(国)の 確認	実施しない	実施する (リスク・リターンのバランスや運用の手法等を定めている運用ガイドライン案等を確認し、大学が委託運用を適切に行う知識・経験を有しているか等)	

³ JST へ寄託して運用する場合には、国立大学法人法第 33 条の5の規定に基づく文部科学大臣の認定を受けずとも、多様な有価証券等による運用が可能。

(2)学校法人

私立大学は、私立学校法(昭和 24 年法律第 270 号)を根拠として設立される学校法人により運営されるものであり、学校法人における資産運用は、中長期的な財務安定性を確保し、将来的な必要経費の確保も含め、私立大学の教育研究の質を維持・向上するための重要な手段の一つとなり得る。

学校法人の資産運用に関しては、制度的な制約はなく、「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」とされている。〔「学校法人における資産運用について(通知)」(平成 21 年1月6日付け 20 高私参第7号 文部科学省高等教育局私学部参事官通知)〕

なお、学校法人会計基準(昭和 46 年文部省令第 18 号)第 13 条第3号に定める第3号基本金は、「基金として継続的に保持し、かつ、運用する金銭その他の資産」であり運用を想定したものであるが、当然ながら、学校法人における資産運用は第3号基本金対象資産に限られるものではなく、その他の資産についても運用を行うことが可能である⁴。

⁴ 学校法人会計基準第 14 条において、基本金の取崩しは同条第1号～第4号に掲げる場合に限定されているが、第3号基本金は資産運用を前提としたものであり、含み損を抱えた有価証券(第3号基本金引当特定資産)の売却等に伴う第3号基本金の取崩しは、同条第4号の「その他やむをえない事由がある場合」に該当するものとして認められる。

大学における資産運用の促進・高度化を検討するに当たっては、長年にわたり運用体制や投資手法の高度化に取り組んできた企業年金の歴史が参考となる。

我が国の企業年金における運用の歴史を振り返ると、1990年代以降、長期金利が大きく低下する一方で、将来の年金給付(年金負債)のために達成すべき運用利回り(予定利率)は直ちには引き下げられず、預金や債券等の安全性を重視した資産運用のみでは必要な運用収益を確保することが困難な環境となった。

こうした状況を背景に、1997年には、企業年金の資産配分を画一的に制約していたいわゆる「5・3・3・2 規制」⁵が撤廃された。これにより、企業年金では株式や外国資産、オルタナティブ資産等への投資先の多様化が進んだ。また、運用の高度化に伴い、運用基本方針の整備や専門人材の活用など、ガバナンス体制の強化も進められてきた。

近年の金利環境の変化のもとでは、長期的な運用目標の達成に向けて資産特性を踏まえた分散投資と適切なリスク管理を行うという考え方を維持しつつ、運用高度化に向けて、予定利率の引上げや債券投資の見直し等を行う企業年金もみられる。

大学の資産運用においても、運用の目的や必要な収益水準を踏まえた上で、債券等の資産運用のみで十分な収益を確保できるのかを検討し、必要に応じて分散投資や運用体制の高度化を図っていくことが肝要である。

⁵ 企業年金(厚生年金基金・適格退職年金)の資産運用において、安全性確保のため、運用する資産の種類ごとに配分割合の上限等を定めた規制のこと。本規制下におけるポートフォリオの内訳は、安全資産(国債、地方債等)が50%以上、株式が30%以下、外貨建て証券(外国株、外国債)が30%以下、不動産が20%以下とされた。なお、本規制は撤廃されている。

米国大学基金では、1960年代まではインカム収入を重視した債券中心の運用が行われていたが、1970年代のスタグフレーションにより債券の実質リターンが大きく低下し、従来のインカム収入中心の運用では基金の購買力を維持できない状況となった。

このため、1969年のフォード財団「バーカーレポート」(※1)によるトータル・リターン運用の提唱、1972年のUMIFA法(※2)や2006年のUPMIFA法(※3)の制定などを経て、米国大学における資産運用は、段階的に長期的な時価増大を重視し、株式やオルタナティブ資産などへの積極的な投資を行う方針へと転換した。

米国大学における資産運用の変遷

インカム収入重視		トータルリターン（時価増大）重視		
～20世紀初頭	1969年	1970年代	1972年	2006年
コート・リスト・ルール リーガル・リスト・ルール	バーカーレポート (フォード財団)	スタグフレーション	UMIFA法 ERISA法	UPMIFA法
裁判所や議会が投資可能資産を 列挙	大学への最大の資金提供者で あったフォード財団のレポート より積極的なリターン確保を要求	債券の実質リターンが大幅下落 インカム収入だけでは基金の購買 力を維持できず		公益組織の運用を規定 ブラーデントインベス タールールを盛り込む

※1 「バーカーレポート」について

1960年代後半、米国大学基金はインカム収入中心の保守的運用にとどまり、教育費の上昇やインフレを背景に基金の購買力が低下していたところ、当時、大学への最大の資金提供者の一つであったフォード財団は、このままでは大学財政が持続せず、自らの助成効果も十分に発揮されないとの危機感のもと、「バーカーレポート」を公表した。

当該レポートは、将来世代の公平性を確保するには、利子・配当だけでなく値上がり益も含めたトータル・リターン運用と、合理的な支出ルール・ガバナンスの整備が不可欠であると指摘し、米国における大学基金の運用転換を後押しする契機となった⁶。

⁶ 「バーカーレポート」では、①利子・配当だけでなくキャピタルゲインも含む「トータル・リターン」を投資目標として掲げること、②大学本体へのマーケット変動の影響を小幅にとどめるために、寄付基金の市場価額の3年移動平均の5%を繰り入れるという「ペイアウト・ルール」を採用すること、③大学の理事会は寄付基金の運用が最も重要な任務の一つであることを認識した上で、運用の意思決定のみを手掛ける投資委員会(メンバー5～6人)を設立することなどが指摘された。

※2 米国 UMIFA 法について

米国では、1970年代のスタグフレーション下において、非営利法人の基金運用を柔軟化する UMIFA(Uniform Management of Institutional Funds Act,1972)と、年金基金の受託者責任を定めた ERISA(Employee Retirement Income Security Act,1974)が制定され、これらの制度整備を背景に大学基金や年金基金の株式等への投資の流れが生まれた。

UMIFA 制定以前、大学等のエンダウメントは、寄付元本を維持し、その果実(利子・配当等)のみを支出するという考え方が一般的であった。UMIFA は、基金資産の値上がり益(capital appreciation)についても一定の範囲で支出を認めることで、基金運用の柔軟性を高めた。他方で、寄付元本の歴史的価額(historic dollar value)は引き続き維持すべきものとされていた。

※3 米国 UPMIFA 法について

2006 年に制定された UPMIFA 法(Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act)では、歴史的価額(historic dollar value)の概念が廃止され、基金全体の時価と長期的な持続可能性を踏まえて支出を判断する仕組みに改められた。これにより、大学基金におけるトータル・リターン運用の考え方がより明確に位置付けられ、株式のみならず、オルタナティブ資産への投資に移行するひとつの契機となった。

2. 大学の資産運用における現状と課題

文部科学省において、令和7年度に全大学を対象とした資産運用の実態把握等に係る調査を実施した。その調査結果に基づき、国立大学法人・公立大学法人・学校法人それぞれにおける資産運用の現状と課題について、以下のとおり示す(調査結果の詳細は参考資料①を参照)。

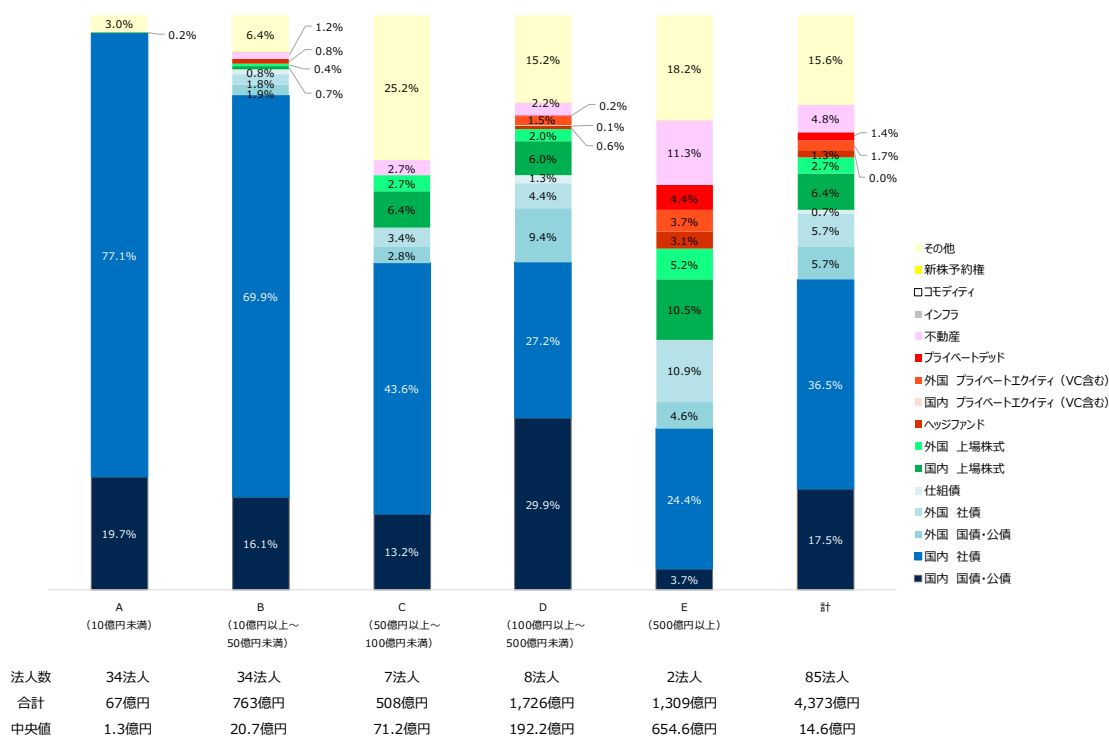
(1) 国立大学法人における現状と課題

① 現状

国立大学法人の運用対象資産の規模別資産構成について、下記図表に示す。

(国立大学法人の運用対象資産構成)※令和7年3月31日時点

国立大学法人の運用対象資産構成（グラフ）



これによると、法人の運用対象資産規模によって、運用先の内訳に明確な違いが見られる。

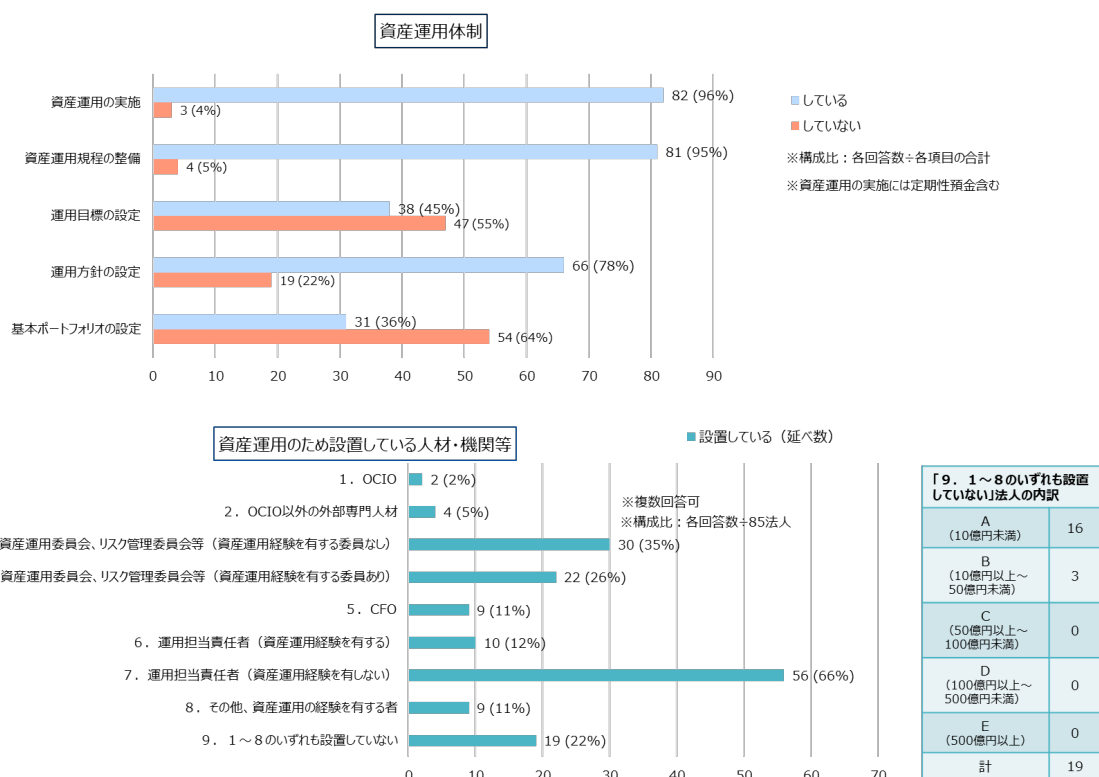
A 及び B の小～中規模(50 億円未満)の法人では、運用資産の大部分(約8～9割以上)を国内債券が占めている。

他方、D 及び E の大規模(100 億円以上)の法人では、国内債券の割合が低下し、国内外の上場株式や外国債券への投資が行われている。さらに、不動産、ヘッジファンド、外国プライベートエクイティなどのオルタナティブ資産への配分も増加しており、規模が大きくなるにつれて分散投資による多角的なポートフォリオが構築されているといった状況がみられる。

資産運用体制についての回答結果を下記図表に示す。

(国立大学法人の資産運用体制について)※令和7年 10 月1日時点

国立大学法人の資産運用体制について



これによると、「資産運用の実施」や「資産運用規程の整備」については 9 割以上の法人において実施、整備しているとの回答となっているが、「運用目標の設定」や「基本ポートフォリオの設定」については、半数以上がしていないとの回答となっている。

また、人材・機関等の設置状況については、「資産運用委員会、リスク管理委員会等(資産運用経験を有する委員なし)」が 35%、「運用担当責任者(資産運用経験を有しない)」が 66%といった回答となっている。

②課題

国立大学法人は教育研究機関であり資産運用を本務とする組織ではないことから、運用対象資産は、全体の8割(85 法人中 68 法人)が 50 億円未満の小・中規模となっており、その運用先は国内債券が中心となっている。

他方で、昨今のインフレ圧力の高まりや金利上昇などの新たな社会情勢下においては、一般に預金金利や債券利回りは上昇するものの、従来の「預金・債券中心」の運用のみでは、インフレ率を加味した実質リターンとして、大学の経営基盤強化等のために十分なリターンを確保することが困難であると想定されるため、リスク性資産への投資も検討していく必要がある。

また、適切なリスク管理や運用の高度化が求められる環境となる中で、約2割の法人が CFO(Chief Financial Officer)や運用担当責任者、資産運用やリスク管理のための専門委員会といった人材・機関を「いずれも設置していない」状態にあり、本格的な資産運用を安全かつ効果的に行うための土台となる、組織体制やガバナンスの整備が課題として挙げられる。

こうした状況を解決するためには、各法人が自らの規模や実情に応じた体制整備を行うとともに、必要に応じて外部の専門的な知見(OCIO(Outsourced Chief Investment Officer)等)や専門人材(CIO(Chief Investment Officer)等)を積極的に活用していくことも検討が必要である。

また、資金規模の小さい法人が単独で多様な運用を実施することは難しいため、複数の法人による共同運用に関心を持っているという国立大学法人からの声もあり、共同運用によりスケールメリットを享受し、運用規模の拡大を図ることも、今後の検討課題として挙げられる。

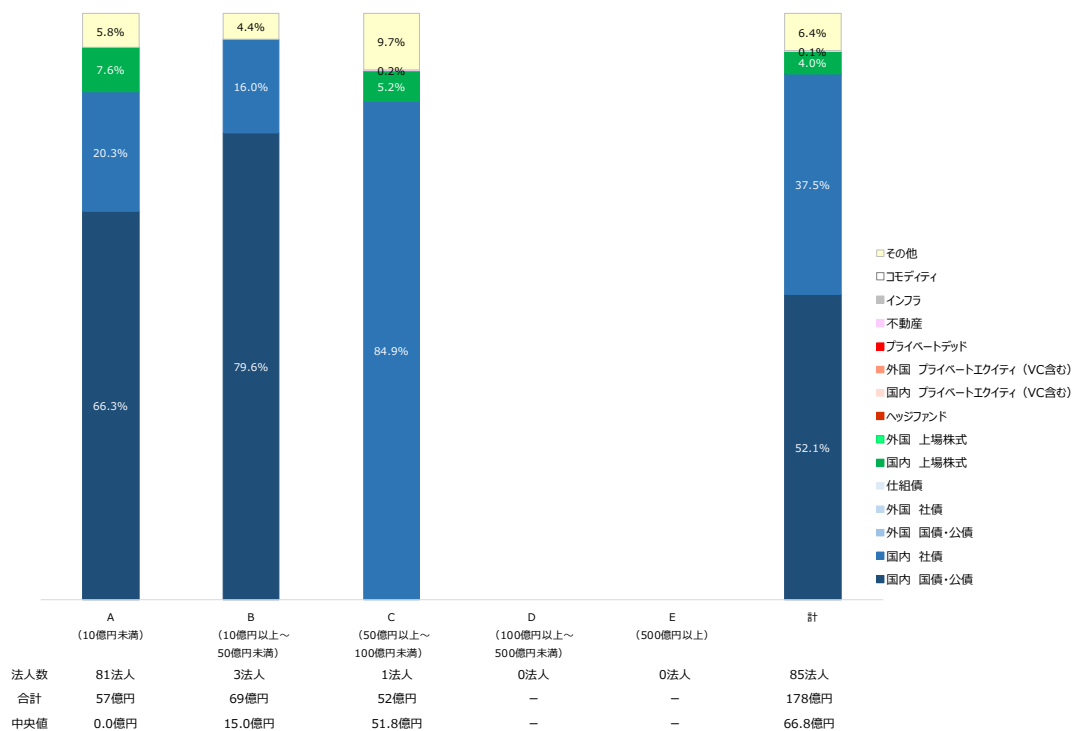
(2) 公立大学法人における現状と課題

① 現状

公立大学法人の運用対象資産の規模別資産構成について、下記図表に示す。

(公立大学法人の運用対象資産構成)※令和7年3月 31 日時点

公立大学法人の運用対象資産構成（グラフ）

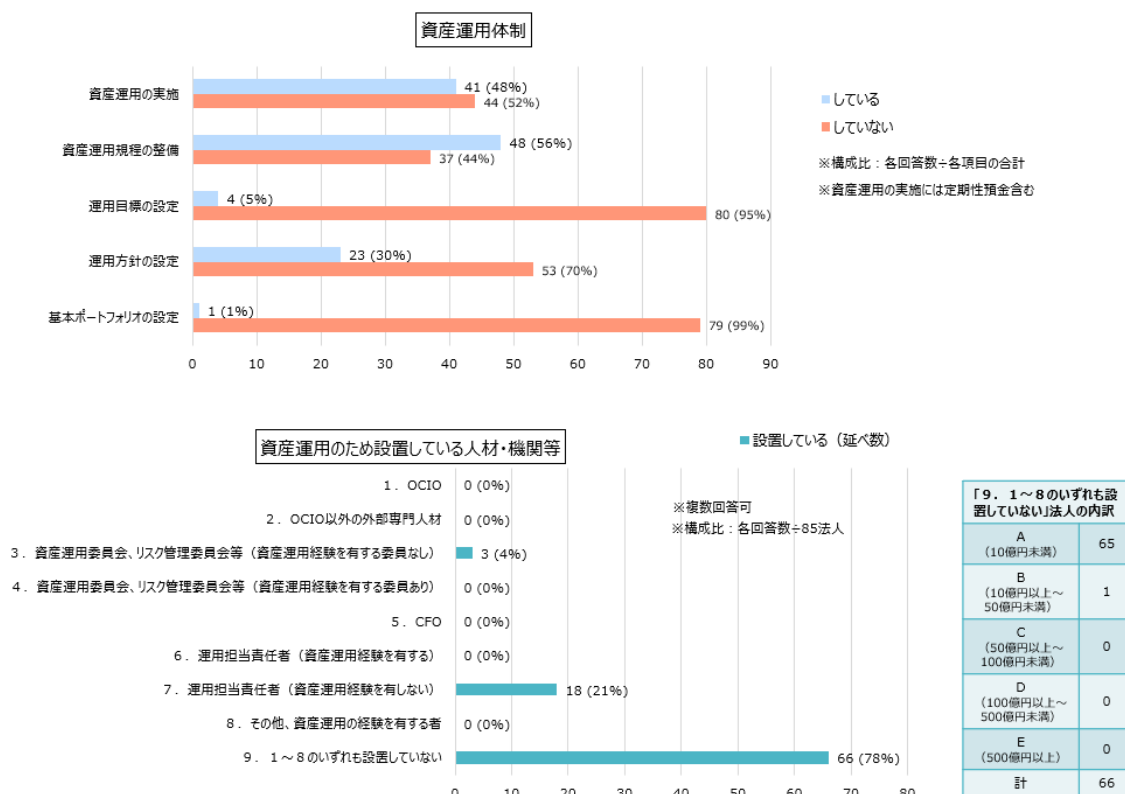


これによると、公立大学法人の9割以上が運用資産規模 10 億円未満であり、運用資産の大部分(8割以上)を国内債券が占めている。

資産運用体制についての回答結果を下記図表に示す。

(公立大学法人の資産運用体制について)※令和7年10月1日時点

公立大学法人の資産運用体制について



これによると、「資産運用の実施」や「資産運用規程の整備」については5割前後の法人において実施、整備しているとの回答となっているが、「運用目標の設定」や「運用方針の設定」、「基本ポートフォリオの設定」については、7割以上がしていないとの回答となっている。

また、人材・機関等の設置状況については、「資産運用委員会、リスク管理委員会等(資産運用経験を有する委員なし)」が4%、「運用担当責任者(資産運用経験を有しない)」が21%といった回答となっている。

②課題

公立大学法人は、国立大学法人と同様に資産運用を本務とする組織ではなく、また、資産運用については地方独立行政法人法第43条により運用可能な対象が限定されていることから、その運用先は国内債券が中心となっている。

さらに、公立大学の約7割が2学部以下の小規模大学であることを背景として、運用対象となる資産規模についても、全体の9割以上(85 法人中 81 法人)が10 億円未満の規模となっている。

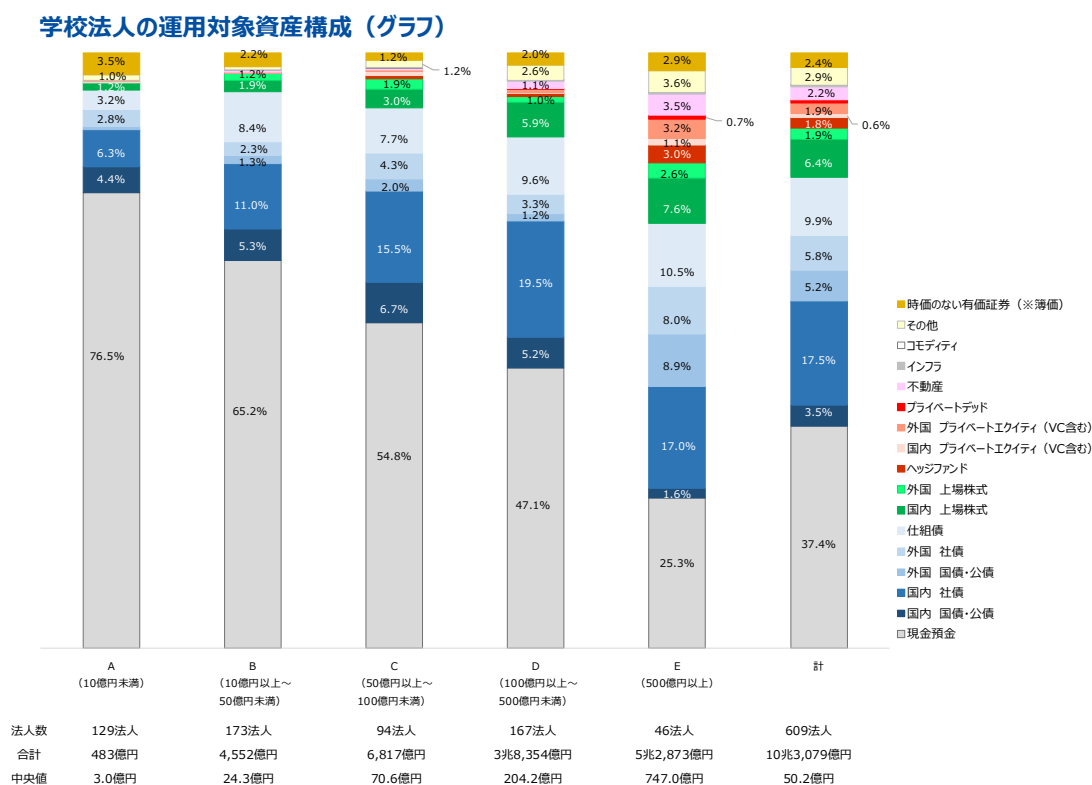
このような状況を踏まえ、公立大学法人においては、各法人がその規模や実情に応じた資産運用体制の整備を進める必要がある。

(3)学校法人における現状と課題

①現状

学校法人の運用対象資産の規模別資産構成について、下記図表に示す。

(学校法人の運用対象資産構成)※令和7年3月 31 日時点



これによると、A～C の小中規模法人(運用対象資産 100 億円未満)では、運用資産の大部分(約8割)を現金預金及び国内債券が占めている。D の大規模法人(運用対象資産 100 億円以上～500 億円未満)では、上場株式の割合等が若干増加するが、現金預金及び国内債券が大部分(約7割)を占めているのは、小中規模法人と同様である。

他方、E の大規模法人(運用対象資産 500 億円以上)では、現金預金の比率が大きく低下し、それに伴って上場株式の割合が1割以上となるとともに、不動産、ヘッジファン

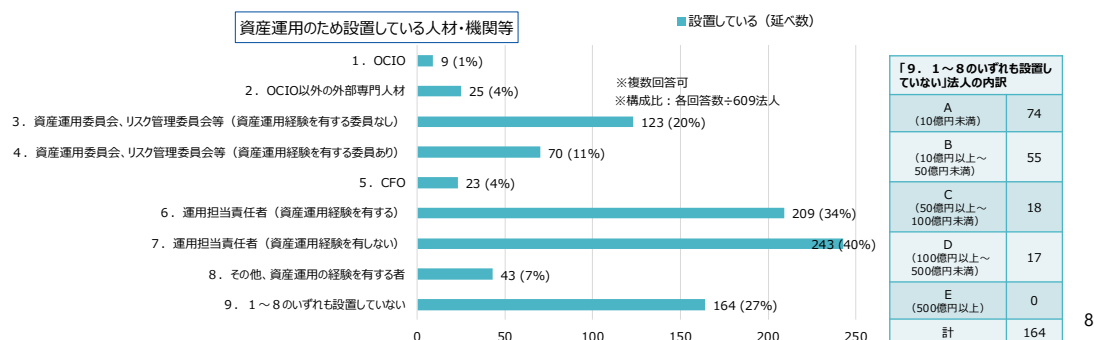
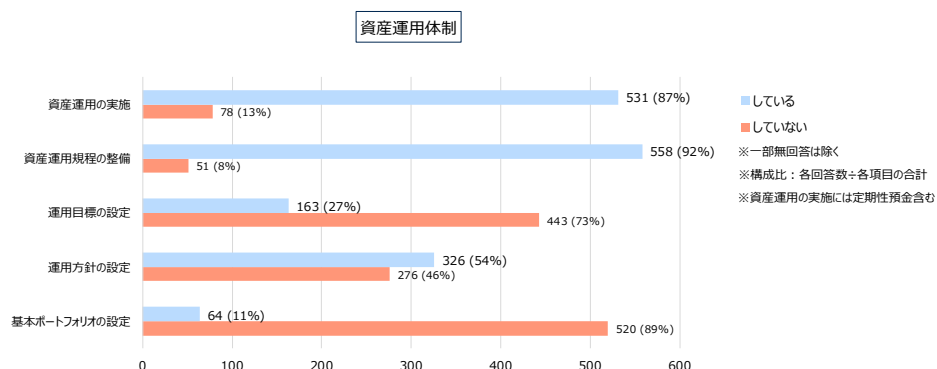
ド、プライベートエクイティ、プライベートデットなどのオルタナティブ資産の割合も高くなっている。このように E の 46 法人の全体平均で見れば、大規模な運用対象資産を有する強みを活かして、リスク性資産も相当程度組み込んだ多角的なポートフォリオが構築されているといえるが、実際には二極化している様相も見て取れる。E の 46 法人のうち、預金・債券以外(上場株式やオルタナティブ資産等)での運用が5割を超える学校法人が7法人ある一方で、現金預金・債券が8割を超える学校法人は 28 法人(全体の 61%)、現金預金に5割を超える学校法人も 11 法人(全体の 24%)に上る⁷。

なお、いずれの規模の学校法人においても「仕組債」の割合が比較的高くなっており、全体平均で1割を超えている点も、学校法人の資産運用における特徴として挙げられる。

次に、資産運用体制についての回答結果を下記図表に示す。

(学校法人の資産運用体制について)※令和7年 10 月1日時点

学校法人の資産運用体制について



これによると、「資産運用の実施」や「資産運用規程の整備」については約9割の法人において対応しているが、「運用目標の設定」は約3割、「基本ポートフォリオの設定」は約1割と低い水準にとどまっており、資産運用により期待する具体的なリターンの水準

⁷ D の 167 法人においては、預金・債券以外(上場株式やオルタナティブ資産等)での運用が5割を超える学校法人が9法人ある一方で、現金預金・債券が8割を超える学校法人は 139 法人(全体の 83%)、現金預金に5割を超える学校法人も 80 法人(全体の 48%)に上る。

や運用資産の構成等について十分な検討や方針決定が行われていない法人が多い状況が見て取れる。

また、人材・機関等の設置状況に関しては、OCIO などの外部専門人材の活用が行われている法人はごく少数であり、資産運用委員会・リスク管理委員会等の設置も約3割にとどまっている。さらに、資産運用経験を有しない者が運用担当責任者となっている法人が約4割、1.～8.のいずれも設置していない法人が約3割となっているなど、十分な体制整備が行われていない法人が多い。

②課題

前述①のデータから、学校法人の資産運用には、(i)多くの学校法人において預金・債券に偏った運用となっている、(ii)運用目標・許容リスクや基本ポートフォリオの設定など資産運用の基本となる方針が設定されていない学校法人が多い、(iii)資産運用に必要な人材・組織等の整備が十分に行われていないといった課題があると考えられる。

また、学校法人全体の運用対象資産の約1割を占める「仕組債」⁸については、債券にデリバティブ(金融派生商品)が組み込まれた複雑な金融商品であり、一般的な公債・社債よりも高いリターンが期待できる商品として販売されているものの、発行体の信用力とは関連しない参照指標(為替、株価等)の変動等によって大きな損失が生じ得るものであり、商品に設定された複雑な条件等を読み解いてリスクを判断することは容易ではない⁹ことから、十分な金融知識が必要な金融商品である。

加えて、中途売却が困難であるという流動性リスクも指摘されている。このため、そうした特性・リスクも正しく理解した上で、慎重に購入の可否を検討・判断する必要がある。

⁸ 学校法人が保有する仕組債の種類については以下のとおり。

①為替連動型 113 件(26%) ②株価指数連動型 54 件(12%) ③個別株価連動型 17 件(4%) ④クレジットリンク債 90 件(20%) ⑤コーラブル債 101 件(23%) ⑥その他 67 件(15%)
((参考資料①)「大学の資産運用実態把握等調査」の結果について)

⁹ 金融庁においても、仕組債については、「株価指数や内外個別株価、外国為替に連動する商品は、十分な金融知識がないと、そのリスクやコスト見合いのリターンの理解が困難である中、リスクに見合ったリターンが確保されていないという商品性の問題」があると評価され、仕組債の典型例である EB 債(個別株価連動型の仕組債(他社株転換可能債))について、「商品性が極めて複雑で、理解することが困難である上に、実際にはリスクに見合うリターンが得られないことが多い商品と考えられる。リスク選好が強い一部の限定的なニーズがあることまでは否定できないにしても、中長期的な資産形成を目指す一般的な顧客ニーズに即した商品としてはふさわしいものとは考えにくい」とされている(令和4年6月 30 日「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」)。

【預金・債券中心の運用について】

特に、(i)に関して、昨今のインフレ圧力の高まりや金利上昇などの新たな社会情勢下においては、インフレ率を下回る利率の預金・債券の運用では、実質的な資産価値が目減りし、将来にわたり教育研究活動を支える実質的な購買力を維持できなくなるといったリスクがあることに十分留意が必要である。

学校法人の経営環境に目を向ければ、少子化の加速度的な進展により、2040年の大学進学者数は、現在と比べて3割近くも大幅に減少すると見込まれており、現在の私立大学の事業活動収入約4兆円のうち学生生徒等納付金が約3兆円であることから、大学進学者数の減少に伴い学校法人全体の収入は約1兆円減少すると推測される。今後、多くの学校法人において現在と同水準の学生生徒等納付金収入が得られなくなることが想定される中、学校法人の財務基盤を強化し、教育研究活動の維持・向上を図っていくためには財源の多様化が不可欠である。計画的な資産運用は寄付金収入の拡充等と合わせて重要な選択肢であり、預金・債券以外のリスク性資産への投資も前向きに検討していく必要がある。

なお、多くの学校法人において、預金・債券中心の資産運用となっている背景・要因等について、例えば次のようなことが挙げられる。

(ア)運用対象資産の規模が小さく、資産運用の余地が乏しいこと

約半数の学校法人は運用対象資産が50億円未満の小規模法人であるところ、これらの学校法人においては現金預金の多くが短期的な運転資金であり、そもそも資産運用に活用できる資産に乏しいという状況にある。ただし、こうした小規模法人においても、後述のように、短期的な支払いに充てることを予定していない資金がある場合には、その一定割合を、比較的风险が低い国内外の株式等に分散投資を行うファンドなどに振り向けることから運用をスタートすることは可能であると考えられる。

なお、中規模・大規模な法人においても、短期的な支払いに充てることを予定していない資金を現金預金のまま保有している法人も相当程度あると考えられるが、これには(i)の思い込みなども影響している部分があると考えられる。

(イ)預金・債券はリスクの少ない資産であるとの思い込み

従来のデフレ環境の下で、預金・債券を安全性の高い資産と捉えてきた法人が多いと考えられるが、昨今のインフレ圧力の高まりや金利上昇などの新たな社会情勢下においては、インフレ率を下回る利率の預金・債券の運用では、実質的な資産価値が目減りし、将来の購買力を維持できなくなるといったリスクを抱えており、必ずしも安全とは言えなくなっている面があることに留意が必要である。預金・債券は安全性の高い資産であるという思い込みは、資産運用における「リスク」の捉え方が一面的であることにも起因

するものと考えられるが、短期的な価格変動や元本割れ等のリスクのみならず、長期的な資産価値の減少や機会損失等のリスクについても認識しつつ、価格変動リスクについては長期の運用と運用先の分散(資産分類、銘柄、地域、時間等の分散)によって抑制していくという考え方の下で対応を検討することも重要である。

(ウ)法人内における運用体制の未整備

法人内において、資産運用に必要となる体制が整備できていない¹⁰ことから、そもそも現状の問題点やリスク性資産への投資の必要性等が十分に認知されず、従来型の預金・債券中心の運用を維持している法人が多いものと考えられる。

(エ)文部科学省の通知や寄附行為作成例の影響

学校法人の資産運用については、平成 21 年の文部科学省による通知と文部科学省が示した寄附行為作成例の記載が、安全性を過度に重視した運用の要因となっているとの指摘がある。これらは、元本が保証されない金融商品による資産運用を妨げるものではないため、その点について、以下のとおり整理する。

●平成 21 年通知(「学校法人における資産運用について(通知)」)について

平成 20 年の世界的な金融危機である「リーマン・ショック」を発端として、複数の学校法人においてデリバティブ取引や仕組債などにより多額の損失が発生したことを踏まえ、平成 21 年に文部科学省は、学校法人に対し、学校法人運営調査委員会において取りまとめられた意見を添付し、資産運用に関する注意喚起として「学校法人における資産運用について(通知)」(平成 21 年1月6日付け 20 高私参第7号文部科学省高等教育局私学部参事官通知。以下「平成 21 年通知」という。)を発出している。当該意見の主なポイントは、以下のとおりである。

<意見の主なポイント>

- ① 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。
- ② 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付金、国民の税金からなる補助金によって支えられている。
- ③ 仕組債やデリバティブなどの金融派生商品は、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。

¹⁰ 資産運用に当たって必ずしも高度な専門的知見を有する職員の配置等が必要となるものではない。まずは、法人役員や担当職員が資産運用に係る基礎的な知識等を習得した上で、必要に応じて外部機関の知見等も活用しながら、それぞれの法人の状況に応じた資産運用の基本スタンスを定めることが重要である。

- ④ 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。
- ⑤ 理事長等は学校法人に対して善良な管理者の注意義務(以下「善管注意義務」という。)を、資産運用に従事する職員も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る。
- ⑥ 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。

リーマン・ショックの当時、学校法人においては、十分なリスク管理を行わないまま、デリバティブなどの多大な損失を被る可能性のある取引が安易に行われていたことから、平成 21 年通知では、学校法人としての責任を持った意思決定・執行管理等を求める中で、前述④のように元本が保証されない金融商品の運用は「特に慎重に取り扱うべき」とするなどの注意喚起が行われた。これは元本が保証されない金融商品の運用を禁止する意図ではなかったが、多くの学校法人において「元本が保証されない金融商品による資産運用はすべきではない」という意味合いで受け止められ、預金・債券という安全性の高い資産を中心とする資産運用であるべきという認識が浸透しているとの指摘がある。

他方、昨今のインフレ圧力の高まりや金利上昇などの新たな社会情勢下においては、インフレ率を下回る利率の預金・債券の運用では、実質的な資産価値が目減りし、将来の購買力を維持できなくなるといったリスクを抱えており、必ずしも安全とは言えなくなっている面があることに留意が必要である。

こうした点を踏まえ、以下の点を改めて確認したい。

- ・ 平成 21 年通知において、＜意見の主なポイント＞に示されている内容の通用性は現在も変わるものではないこと。具体的には、資産運用における安全性の確保への十分な留意、必要な規程等の整備、学校法人としての責任ある意思決定、規程等に基づく適正な執行管理など、統制環境の確立に努めることは現在においても必要と考えられること。
- ・ 資産運用は、学校法人における適切なルールや体制等の下、中長期的な教育研究活動の継続が重要である点や資産運用の原資の性質を踏まえるとともに、経営方針や財務状況に照らし、金融商品の内容やリスクを十分に考慮した責任ある判断が求められること。

- ・ 上記を踏まえた上であれば、学校法人において、元本が保証されない金融商品（例：上場株式、投資信託・ETF¹¹（上場投資信託）など）による資産運用を行うことも可能であること。
- ・ 昨今のインフレ圧力の高まりや金利上昇などの新たな社会情勢下においては、インフレ率を下回る利率の預金・債券の運用では、実質的な資産価値が目減りし、将来の購買力を維持できなくなるといったリスクを抱えており、必ずしも安全とは言えなくなっている面があること。
- ・ このため、短期的な価格変動や元本割れ等のリスクのみならず、長期的な資産価値の減少や機会損失等のリスクについても認識しつつ、価格変動リスクについては長期の運用と運用先の分散（資産分類、銘柄、地域、時間等の分散）によって抑制していくという考え方の下で対応を検討することも重要であること。

●寄附行為作成例について

学校法人は私立学校法に基づき寄附行為を定めることとなっており、文部科学省が学校法人寄附行為作成例（以下「寄附行為作成例」という。）を示している。最新の寄附行為作成例は、令和5年の私立学校法改正に伴い、全学校法人の寄附行為の変更が必要であることから文部科学省のホームページ（以下「HP」という。）において公表されている。

この中で「積立金の保管」について、以下のとおり記載されている。なお、この内容は、平成16年に文部科学省が発出した「学校法人寄附行為作成例の改正について（通知）」（平成16年8月6日付け 16高私行第3号 文部科学省高等教育局私学部私学行政課長通知。以下「平成16年通知」という。）において示された内容から変更されていない。

（積立金の保管）

第65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、若しくは定期郵便貯金として理事長が保管する。

学校法人寄附行為作成例は、一般的な寄附行為の例であり、平成16年通知で示されているとおり、学校法人のそれぞれの特殊事情を考慮し、画一的に取り扱うことのないよう留意が求められているものであるが、多くの学校法人の寄附行為がこの作成例に準拠して作成されており、令和5年の私立学校法改正に伴い変更された寄附行為についても、同様であったと考えられる。

¹¹ ETF は「Exchange Traded Fund」の略で、日本語では「上場投資信託」と呼ばれる。詳細はCOLUMN③の(1)④投資信託・ETF(上場投資信託)を参照。

この寄附行為作成例において、積立金の保管について、「確実な」有価証券、「確実な」信託銀行への信託、「確実な」銀行への定期預金等と「確実な」という文言が繰り返されていることから、当該寄附行為作成例も平成 21 年通知と同様に、学校法人における資産運用が預金・債券中心となる誘因となっているとの指摘がある。

これについては、寄附行為作成例第 65 条における「確実な」の解釈が問題となるが、寄附行為作成例第 65 条における「確実な」の意味は、「学校における安定的・継続的な教育活動に資するべく運用の安全性が相当程度期待される旨の趣旨であり、学校法人の資産運用に関しては責任ある意思決定及び管理体制の整備について各学校法人で検討すること」とされており¹²、元本が保証されない金融商品の運用を排除するものとは解されない。

寄附行為作成例と同様の規定の下でも、学校法人において適切な体制に基づき運用の安全性が相当程度あると判断した上で、元本が保証されない金融商品を含む資産運用を行うことは想定されることから、今後、新たにこうした資産運用を行う場合においても、寄附行為の変更は不要と考えられる。

¹² 文部科学省 HP 掲載「寄附行為作成例(都道府県知事所轄学校法人向け)【解説版】」(積立金の保管) 第 58 条
https://www.mext.go.jp/content/20240305-mxt_sigakugy-000021776-3.pdf

3. 大学の資産運用に関連して把握しておくべき概念

(1)アセットオーナー・プリンシプル

アセットオーナー・プリンシプル(以下「AOP」という。)は、アセットオーナーが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(フィデューシャリー・デューティ)を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則であり、内閣官房新しい資本主義実現本部事務局においてとりまとめられた¹³。

<AOP の原則>

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。

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 において、アセットオーナーは、「インベストメントチェーンの中で、直接的または間接的に、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重要な役割」を担っているとされている。アセットオーナーの範囲は、「公的年金、共済組合、企

¹³ 内閣官房 HP 令和6年8月 28 日「アセットオーナー・プリンシプル」
<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/kinyu/pdf/assetownerprinciples.pdf>

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」とされ、大学は資産運用を主たる活動として
いるわけではないが、受益者等のために一定の資産運用を行っているという実態的側
面に鑑み、アセットオーナーに該当すると整理された。

アセットオーナーとして想定される主な主体					
○ アセットオーナーとしては、年金運用を行う主体、生命保険会社等の主体、大学等の資金運用を行っている主体等、様々な主体が考えられる。					
アセットオーナー	種別	所管省庁	資産規模	実施主体数	スチュワードシップ・コード受入表明
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	年金	厚生労働省	200.1兆円	—	○
国家公務員共済組合連合会（KKR）	年金	財務省	9.2兆円	—	○
地方公務員共済組合連合会（注1）	年金	総務省	28.7兆円	—	○
日本私立学校振興・共済事業団	年金	文部科学省	4.6兆円	—	○
企業年金連合会（PFA）	年金	厚生労働省	12.2兆円	—	○
国民年金基金連合会	年金	厚生労働省	4.6兆円	—	○
企業年金（DB）	年金	厚生労働省	66.2兆円	11,545	62
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	経済産業省	11.1兆円	—	○
独立行政法人勤労者退職金共済機構	年金	厚生労働省	6.4兆円	—	○
生命保険会社	保険	金融庁	408.3兆円	42	20
損害保険会社（注2）	保険	金融庁	29.5兆円	33	4
国立研究開発法人科学技術振興機構（JST）	大学等	文部科学省	10.0兆円	—	○
国立大学法人・大学等を設置する学校法人	大学等	文部科学省	N/A	N/A（注3）	1

（出所）資産規模…企業年金（DB）：厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2020年度）」/ 生命保険・損害保険会社：株式会社保険研究所「Insurance 生命保険統計号」「Insurance 損害保険統計号」（令和4年版）/ その他：各団体公表資料
実施主体数…企業年金（DB）、生命保険・損害保険会社：資産規模と同資料
スチュワードシップ・コード受入状況…金融庁HP
（時点）資産規模…企業年金（DB）：事業年度の末日が2020年度中である事業年度の事業及び決算に関する報告書を2022年12月時点で厚生労働省が集計したもの/ 生命保険・損害保険会社：2022年3月期時点/ その他：2023年3月末時点
実施主体数…資産規模と同時点
スチュワードシップ・コード受入状況…2023年9月30日時点
（注1） その他地方公務員共済組合として地方職員共済組合（残高0.3兆円）、公立学校共済組合（残高5.1兆円）、警察共済組合（残高3.6兆円）、東京都職員共済組合（残高0.5兆円）、全国市町村職員共済組合連合会（残高13.5兆円）。
（注2） 損害保険会社は、支店形態として日本へ進出している会社等は不列入。
（注3） 国立大学法人・大学等を設置する学校法人の総数は754法人であるが、それらのうち資産運用を行っている法人数は不明。

2

（出典：新しい資本主義実現会議・資産運用立国分科会 第3回資料2 P2）

大学は、AOP を受け入れる場合はその旨を文部科学省に連絡するとともに自身のHP 等で公表することとなっている（「アセットオーナー・プリンシプルの公表及び受入れを表明した場合の情報提供依頼について（通知）」（令和6年8月 30 日付け 6高私参第12号 文部科学省高等教育局私学部参事官通知）¹⁴）。なお、国立大学法人については、令和6年9月9日付け事務連絡「アセットオーナー・プリンシプルの公表に係る周知及び受入れを表明した場合の情報提供依頼について」により各法人の情報を収集している。大学全体の受入れ状況については文部科学省がとりまとめて内閣官房に定期的に報告しており、内閣官房のHP にてアセットオーナー全体の受入れ状況が公表されている¹⁵。

¹⁴ 文部科学省 HP 「アセットオーナー・プリンシプルの公表及び受入れを表明した場合の情報提供依頼について（通知）」

https://www.mext.go.jp/content/20241125-mxt_sigsanji-000038933_1.pdf

¹⁵ 内閣官房 HP「アセットオーナー・プリンシプルの受入れを表明したアセットオーナーのリストの公表について」

<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/kinyu/assetowner/index.html>

なお、令和8年7月1日時点で、国立大学法人では13法人、学校法人では23法人がAOPを受け入れている。

【AOPの性質】

AOPは「アセットオーナーが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(フィデューシャリー・デューティー)を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則」であるとされている。また、「アセットオーナーの範囲は幅広く、課題もそれぞれである」ことから、AOPは、「アセットオーナーが取るべき行動について詳細に規定する細則主義(いわゆる「ルールベース・アプローチ」)ではなく、アセットオーナーがそれぞれの置かれた状況に応じて受益者等に適切な運用の成果をもたらすことができるよう、アセットオーナー共通の原則を定め、それに対して受入れを求める、原則主義(いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」)を採用している」。また、「法令とは異なり、法的拘束力を有さず、一律に対応を求めるものではない」とされており、各アセットオーナーは、「本プリンシプルについてその趣旨を確認し、十分に検討した上で、その趣旨に賛同し、本プリンシプルを受け入れるかどうか判断することが期待され」ている。その上で、受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、それぞれのステークホルダーあるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図っていくという形で、AOPを活用していくことが期待される。

AOPを受け入れる場合でも、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(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か)の手法が採用されていることから、全ての原則を一律に受け入れなければならないわけではなく、各アセットオーナーの状況に応じて受け入れれば足りる。

【大学におけるAOPの受入れ】

AOPを受け入れるかどうかは、大学の判断によるものである。ただし、寄付金や学生納付金などを原資として資産運用を行う主体には、アセットオーナーとしてフィデューシャリー・デューティーを果たしていく社会的責任が当然に求められること、AOPの内容はいずれも資産運用に際しての基本的かつ重要な原則であることから、大学において資産運用を行う場合には、AOPの受入れを伴うことが望ましい。

AOPの受入れについては、「メリットが感じられない」との声も聞かれるが、資産運用に対する姿勢が明確ではなく、「何となく」これまでの対応を踏襲してきたような大学においては、大学内で改めて今後の資産運用について議論するきっかけとして活用することが望まれる。また、AOPの受入れを表明することにより、適切に資産運用を行っているという必要条件を満たしていることを対外的に明示することができ、社会的信用の増

進にもつながると考えられる。

なお、AOP においては、アセットオーナーが、「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」とされている（「スチュワードシップ責任」）。大学においても運用先との対話等を通じて、運用先の価値向上や持続的成長を促していくことが重要であり、そのことは、長期的な運用収益の拡大にも資するものである。

（2）フィデューシャリー・デューティー

「フィデューシャリー・デューティー」は、我が国では「受託者責任」と訳され、資産運用を行う大学を含む幅広いアセットオーナーが、受益者等の最善の利益を勘案し、その資産を運用する責任のことを指す¹⁶。元来、フィデューシャリー・デューティーの概念は、英米の信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとしてしばしば用いられてきたが、近時ではより広く、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・責任の総称として用いる動きが広がっており¹⁷、さらには日本の金融界でも聞かれるようになった。

大学の中には、「大学にはフィデューシャリー・デューティーがない」といった声も聞かれる。しかし、大学における本質的な受益者は学生・研究者等であるものの、資産運用をすることで、受託者である大学自身も受益者として還元を受けていることに鑑みると、大学の理事や理事会は、ステークホルダーから資産運用の財源と権限を託されたフィデューシャリーである。フィデューシャリーとして大学を取り巻くステークホルダーからの信認を得て、必要な財源と権限が託されることにより、環境や社会の変化に対応した教育・研究を行い、それを持続可能なものにするために、健全な大学経営が求められているといえる¹⁸。

この点、米国では、大学の資産運用におけるフィデューシャリー・デューティーの議論が発展しており、米国大学のビジネス専門家・財務専門家に対して財務管理や資産運用等の情報提供を行う NACUBO（National Association of College and University Business Officers）や、大学や高等教育機関に対する法的支援を強化するためのリソースを提供する NACUA（National Association of College and

¹⁶ 文部科学省 HP「アセットオーナー・プリンシプルの受入れ表明について（令和6年8月）」より
https://www.mext.go.jp/a_menu/koutou/shiritsu/mext_00003.html

¹⁷ 金融庁 HP「顧客本位の業務運営に関する原則」（2024年9月26日改訂）より
<https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240926/02.pdf>

¹⁸ 川崎成一「日本の大学における資産運用の特徴と新たな展開—Fiduciary Duty の概念を軸に—」（2019年6月 高等教育研究 第22集）より

University Attorneys)等も、大学のフィデューシャリー・デューティーの重要性について提言している。米国大学の資産運用におけるフィデューシャリー・デューティーは、「プルードント・マン・ルール」および「プルードント・インバスター・ルール」の概念に影響を受けており、前者では、「受託者が委託者から託された資産の運用を行う場合、どのような資産に投資しようとも、自らの資産を運用するのと同様の思慮分別や慎重さをもって運用すれば、受託者責任、とりわけその一つである注意義務を果たすことができる」とされ、また後者では、「①分散投資を行うことを義務として明確化したこと、②個々の投資判断はそれだけをみて評価するのではなく、ポートフォリオ全体でリスクの妥当性を判断すること、③インカムゲインを得る受益者とキャピタルゲインを得る受益者との公平性を保ち、インフレを考慮した投資元本の実質価値の維持を図ること、④受託者が運用の専門家でない場合には、専門家に投資を委任することが可能となったこと、⑤リターンはインカム収益のみならず、元本の実質的価値の増減を含めた総合収益(トータルリターン)を考慮すること」などが掲げられている¹⁹。

(3)Emerging Managers Program(EMP)

海外では、アセットオーナーが新興運用業者の発掘やアセットマネジャーの多様性の確保のために新興運用業者へ運用を委託するプログラム(EMP ; Emerging Managers Program)を設定するなど、新興運用業者がシードマネーを得るための機会が生まれている。アセットオーナーが受益者等のために最善の運用委託先を選択する観点からは、より優れたアセットマネジャーを発掘し続けることが望まれるところ、業歴のような形式基準により一定のアセットマネジャーを排除することはアセットオーナーの収益機会を逸しているとも考えられる。そこで、AOP では、運用委託先の選定に当たって、「知名度や規模のみによる判断をせず、運用責任者の能力や経験(従前の運用会社での経験等を含む)を踏まえ、検討を行うことが望ましい。例えば、新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって排除しないようにすることが重要である」旨が記載されている。

大学などにおいても、運用委託先の選定に際し、新興運用会社を一定程度組み入れることは、超過収益の源泉の多様化や分散効果の観点から合理性を有するケースもあり、こうした資産運用が、結果として国内の新興運用会社の育成(EMP の推進)に資することもあり得る。

¹⁹ 川崎成一「日本の大学における資産運用の特徴と新たな展開—Fiduciary Duty の概念を軸に—」(2019年6月 高等教育研究 第22集)より。なおプルードント・インバスター・ルールは、個別資産毎にリスクを把握するプルードント・マン・ルールの本来の趣旨に立ち返り、ポートフォリオ全体でリスクを把握しようとする証券投資理論の発展を取り込むため、1990年に採択され、1994年に統一プルードント・インバスター法として法典化された。

Ⅲ 資産運用の開始・見直しに当たって検討すべき事項

本章では、大学が資産運用を開始する、あるいは従来の資産運用の在り方を見直すに当たって、整理すべき基本的事項について記載する。

1. 運用目的、運用目標、運用方針

資産運用は、個別の金融商品を選択することから始まるものではなく、まずは法人としての経営方針・財務状況・将来見通しを踏まえた全体設計が重要である。とりわけ、(1)運用目的、(2)運用目標、(3)運用方針の三点は、法人としての資産運用の基本スタンスを示す重要なものであり、理事長等のリーダーシップの下、理事会等として責任を持って検討・策定し、関係者間で十分に認識を共有することが重要である。

(1)運用目的

「運用目的」は、何のために資産運用を行うか、資産運用による収益を何のために活用するかという資産運用の根本目的を示すものであり、大学の使命や経営方針、将来構想等を踏まえながら設定することが重要である。この運用目的を明確にすることで、後述の運用目標・運用方針の適切な設定が可能となるとともに、ステークホルダーの信頼を得ることもつながることが期待される。

具体的な運用目的は法人ごとに多様な形で設定されるべきものだが、例えば、以下のような内容が主な運用目的として想定される。特に、世代間の公平性確保の観点から、将来の学生に対しても適切な教育研究環境を維持できるよう、中長期的な視点も踏まえた運用目的を設定することが重要である。

- ・将来的な施設更新や教育研究基盤の強化を見据えた中長期的な財源形成
- ・インフレ環境下における資産の実質的価値(購買力)の維持
- ・収入源の多様化による教育研究活動の充実
- ・学生に対する奨学金の原資の安定的な確保

まずは「何のために資産運用を行うのか、資産運用による収益を何のために活用するか」という点を明確にし、経営陣・財務担当理事・事務局等の間で共通理解を形成することが資産運用の出発点となる。

(2)運用目標

「運用目標」は、資産運用により目指すリターンの水準や許容できるリスクなどを示すものであり、これを明確化することで、後述の運用方針(基本ポートフォリオや具体的な運用対象資産等)の適切な設定につながるるとともに、中長期的な視点での安定的な運用や運用成果の客観的な評価に資するものである。

特に、物価上昇が継続するインフレ環境下においては、資産の実質的な目減りを防ぐ観点から、物価変動の影響を加味した実質リターンを意識した目標設定が重要となる。例えば、公的年金においては、実質賃金上昇率に一定の上乗せを行う形で目標を設定している事例もあり、大学においても、人件費や教育研究コストの動向を踏まえた目標設定を検討することが考えられる。

もっとも、目標リターンは運用リスクとのバランスなども考慮する必要があるため、単に高ければよいというものではなく、大学の財務体力や資金の性格(短期資金か長期資金か)を踏まえ、現実的かつ持続可能な水準を設定する必要がある。

(3)運用方針

「運用方針」は、運用目標を実現するための具体的な方針を示すものであり、以下の点を明らかにすることが重要である。

- ・運用資産の構成割合を示す「基本ポートフォリオ」(目指すリターンの水準や許容するリスクを踏まえた分散投資の在り方)
- ・運用対象とする具体的な資産の範囲(債券(国内・国外、国債・公債・社債、格付等)、上場株式(国内・国外等)、国内外の株式等に分散投資を行うファンド(投資信託)やETF、オルタナティブ資産等)
- ・運用対象資産の規模及び運用期間
- ・運用状況のモニタリング・評価・見直しの在り方
- ・リスク管理の在り方(許容される価格変動の範囲、評価損の扱い等)
- ・自家運用と外部委託運用のいずれを採用するか、あるいは組み合わせるか
- ・OCIO、信託銀行、コンサル会社等の外部専門機関を活用するか
- ・CIO等の専門人材を配置するか

【運用方針の策定やそれに基づく運用に当たっての留意事項】

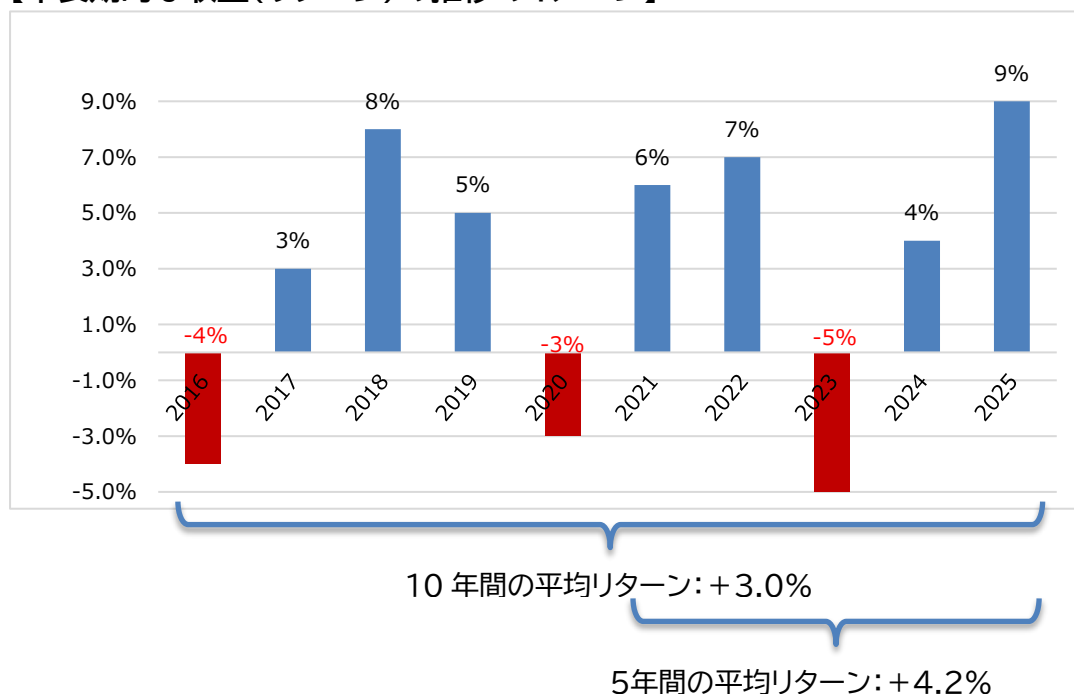
基本ポートフォリオや運用対象とする資産の範囲等を決定する際には、資産分類、銘柄、地域、投資時期等を分散させて投資することにより、ポートフォリオ全体として適切なリスク管理及びリターンの確保を行うという視点が重要である。

また、具体的な商品の選定に当たっては、透明性確保等の観点から、法人として策定した運用方針等に照らし、その選定の妥当性・合理性等を客観的に説明ができるよう、慎重に検討することも重要である。

運用状況の評価については、大学における資産運用の成果は、単年度の損益により評価するのではなく、中長期的な視点で評価すべきものであることを十分に認識するとともに、インカムゲイン(受取利息・配当金等)とキャピタルゲイン/ロス(売却による損益+評価損益)を合わせた時価ベースでのトータル・リターンを把握することが重要である。特に、大学の資産は、本来的には永続的な教育研究活動を支えるものであることから、長期的な時間軸を前提とした運用が基本となることに留意が必要である。

なお、長期間の保有を前提とする商品については、将来的な価格変動や換金可能性を適切に見通すことが難しい場合があり、例えば長期債券には金利上昇に伴う価格下落といったリスクがあることなどにも留意が必要である。

【中長期的な収益(リターン)の推移のイメージ】



上記の図はイメージの理解のため簡略化しているが、実際のリターンは以下の観点を踏まえて総合的に把握する必要がある(①及び②を合わせて「トータル・リターン」と呼ばれる)。

①インカムゲイン(受取利息・配当金等)

配当金、利息、分配金、賃料収入等、資産を保有することで継続的に得られる収益を指す。教育研究活動、奨学金、施設運営等に充当可能なキャッシュフローとして重要である。

②キャピタルゲイン/キャピタルロス(売却による損益+評価損益)

保有資産の市場価格の変動に伴い生じる評価損益は、資産価値の増減を把握する上で重要な指標である一方、含み益が出ていても実際の売却を伴わない限り現金収入にはつながらないこと、流動性が低い(売却しづらい)資産などの場合は、含み益が現実化し難い面があることにも留意が必要である。

③実質リターン(収益)

名目上の運用収益から物価上昇/下落率(プラスもしくはマイナスのインフレ率)の影響を差し引いた実質的な収益を指す。名目上の運用収益がプラスでも、物価上昇率がそれを上回る場合、実質リターンはマイナスとなる。

運用対象資産については、日常的な運営に必要な短期資金、一定期間内に使用予定のある中期資金、将来世代のために維持・増強すべき長期資金といった区分を行い、資産の性質に応じた運用期間・運用方法の設定等を行うことが考えられる。特に長期資金については、短期的な価格変動に対して過度に反応することなく、インフレ等を考慮した実質的価値(将来にわたり教育研究活動を支える実質的な購買力)の維持を念頭に置いた評価軸を採用することが望ましい。

運用方針の策定に当たっては、自家運用と外部委託運用の選択(両者を組み合わせることも含む。)、OCIO等の外部専門人材の活用なども重要な事項となる。具体的な運用方法等は、それぞれの法人の運用目的・運用目標や、基本ポートフォリオ、具体的な運用資産の範囲、運用対象資産の規模等を踏まえながら、各法人に適した方法を決定する必要があるが、外部の知見を活用する場合であっても、外部機関にすべての判断等を委ねるのではなく、法人として自ら責任を持って方針を明確に定め、適切に運用の管理等を行うことが重要である。

また、外部委託運用に当たっては、例えば複数の運用委託先候補を比較するなどして法人の資産運用に係る基本スタンスなどに合致した最適な運用委託先を選定するとともに、適切な利益相反管理、運用状況のモニタリング、必要に応じた運用委託先の見直し、運用委託先への付加価値に見合った報酬の設定等を適切に行うことが重要である。

<リスク性資産の運用に関するスタートライン>

運用方針は、各法人において運用目的・運用目標に基づいて適切に設定すべきものであるが、例えば、これまで預金・債券のみの運用を行ってきた法人が初めてリスク性資産の運用を行う場合には、まずは以下のような方法からスタートし、運用実績や法人内での知見の蓄積等の状況を踏まえながら、徐々にステップアップしていくことも考えられる。

- ・ 現金預金・債券のうち、短期的な支払いに充てることを予定していない資金の一定割合をリスク性資産に振り向ける。
- ・ リスク性資産の中でもリスクの高い個別銘柄等への投資は行わず、比較的风险が低いもの、運用コスト(手数料等)が低いもの、運用に当たり高度な知見等が求められないもの(例:国内外の株式等に分散投資するファンド(投資信託・ETF)など)を中心に据える。
- ・ その際、ポートフォリオ全体でのリスクヘッジの観点から、インフレ耐性も含めた特性や値動きの異なる多様な資産を組み合わせることが重要であり、債券については、物価連動国債など、インフレに伴って償還額が増加する商品を活用することも有効である。
- ・ 金融機関において、複数の大学から資金を受け入れて様々な資産に分散投資を行うファンド(投資信託)もあり、個々の大学の状況に応じてこうしたファンドを活用することも、単独では取り組みにくい多様な資産への分散投資を実現する手段として有効である。

大学における資産運用を検討するに当たっては、各資産の特徴・リスク・リターン特性を理解した上で、目的や期間に応じた組み合わせを検討することが重要である。本コラムでは、代表的な資産の特徴等を概観する。

(1) 伝統的資産

① 預金

元本の安定性や流動性が高い点が特徴であり、大学運営に必要な運転資金など短期資金の管理には有効である。一方で、金利水準が低い局面ではリターンは限定的であり、インフレ環境下では実質的な価値が目減りするリスクがある。

② 債券

債券は、満期まで保有することで発行体が破綻しない限り元本の償還を受けられるとともに、保有期間中は定期的に確実な利息収入を得られる資産である。他方で、一般的に、株式と比較して価格変動は相対的に小さいものの、金利上昇局面においては価格が下落するという傾向を有しており、保有期間中に評価損が生じる場合がある(ただし、こうした価格変動は満期の到来に伴い縮小し、満期まで保有すれば最終的には額面金額で償還されるものである)。

(国債等の公債)

国債、地方債、政府関係機関債等の公債は、一般に信用リスクが低く、安全性の高い資産として位置付けられる。流動性も高く、資産全体の安定性を確保する観点から重要な役割を果たす。

一方で、金利水準によって利息が低く設定される場合や、金利上昇に伴い価格が低下する場合もあり、特にインフレ環境下においては実質的なリターンが低下する可能性がある。このため、資産全体の中での役割を踏まえた適切な運用が求められる。

(社債)

社債は、発行体の信用力に応じた利回りを得ることができる資産であり、国債等の公債と比較して相対的に高い収益が期待される。一方で、発行体の信用状況の変化に伴う価格変動や、元利払いが滞るリスクを伴う点に留意が必要である。

我が国の大学においては、安全性を重視する観点から、社債等の購入対象を一定の格付以上(例えば A 格以上)に限定する運用が多くみられる。

しかしながら、必ずしもこうした画一的な基準のみに依拠するのではなく、ポートフォ

リオ全体としてのリスク・リターンのバランスを踏まえた実質的な投資判断が重要である。例えば、格付に加え、発行体の信用力や、国債と比べてどの程度利回りが上乗せされているか(信用リスクに応じた追加的な収益水準、いわゆる「スプレッド」の水準)も含め、総合的に評価することが求められる。

特に、個別銘柄の社債を購入する際は、外部専門家の活用等も含め、その信用リスク等を適切に把握しつつ、運用目的や運用期間に応じた柔軟な投資判断を行うことが求められる。

③ 株式

企業の成長に伴う利益拡大を通じて、中長期的には比較的高いリターンが期待される資産である。一方で、短期的な価格変動は比較的大きく、景気後退局面では大幅な下落を経験することもある。長期的な時間軸でみた場合、企業利益の成長とともに株式市場全体の価値が上昇してきたという歴史的傾向も指摘されている。大学のように永続的な時間軸を持つ主体にとっては、比較的高いリターンを期待する場合に中核となり得る重要な資産といえる。

なお、単一又は少数の企業の株式を保有する場合、当該企業固有の経営リスクや価格変動リスクなどの影響を大きく受ける可能性があることに留意が必要である。

④ 投資信託・ETF(上場投資信託)

投資信託は、投資家から集めた資金をもとに、資産運用の専門家(ファンドマネージャー)が国内外の株式や債券等に分散投資を行うものであり、専門家に運用を委ねることができるとともに、多額の資金がなくても様々な資産に分散投資を行うことができ、リスクを軽減できるなどのメリットがある。ただし、投資信託の中にも様々な種類があり、そのリスク・リターンも多様であるため、個々の投資信託の内容・特性等を十分に理解した上で投資判断を行う必要がある。

ETF は、証券取引所に上場されている「上場投資信託」であり、TOPIX(東証株価指数)といった株価指数等の特定の指標に連動する金融商品である。株式等と同様に柔軟に売買ができるという流動性や透明性の高さ、市場を構成する極めて多数の銘柄で構成されておりリスク分散が可能であること、運用コストが比較的低いことなどが特徴として挙げられる。

なお、近年では、主に短期売買により利益を得ることを目的とした特殊な ETF を含め、多様な ETF が上場され取引できるようになってきており、金融庁から注意喚起がされている商品もあることに留意が必要である²⁰。

²⁰ 金融庁 HP「レバレッジ型・インバース型 ETF 等への投資にあたってご注意ください」(令和3年6月30日(令和3年 11 月 19 日更新))<https://www.fsa.go.jp/user/20211119tyuikanki.pdf>

(2)オルタナティブ資産²¹

オルタナティブ資産とは、伝統的な預金・債券・株式以外の資産を広く指す概念であり、代表例としてはプライベートエクイティ、プライベートデット、ヘッジファンド、不動産、インフラ等が挙げられる。

これらの資産は、一般に市場で日々価格が形成される上場資産とは異なり、流動性が低い一方で、長期投資を前提とすることで比較的高いリターンを目指す構造を持つものが多い。また、上場株式や債券とは異なる値動きをする場合もあり、運用先を分散する観点から活用されることがある。

例えば、米国の大学基金においては、1970年代のインフレを契機に、債券中心の運用からはじまり、続く1980年代から1990年代にかけて株式、1990年代から2000年にかけてオルタナティブ資産を含む分散型ポートフォリオへと、段階的に移行した歴史があるとされる。

もっとも、オルタナティブ資産は、

- ・運用期間が長期にわたる場合が多い
- ・解約や換金が容易でない
- ・情報開示が限定的である

といった特性を有する場合が多く、資産評価やリスク把握に高度な専門性を要するため、運用に当たっては、十分な体制整備や専門性の確保が前提となる。

したがって、大学がこれらの資産の運用を行う場合には、

- ・長期にわたり運用可能な資金であること、
- ・リスク特性(価格変動、信用リスク、流動性制約等)を十分理解していること、
- ・適切なガバナンス及び外部専門家の活用が図られていること、

といった前提に留意することが重要である。

²¹ オルタナティブ資産の概要や各資産の概要・特性等については、文部科学省 HP 令和5年度委託調査業務「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書(入門編)」、「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書(詳細編)」を参照。

https://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/daigakukenkyuryoku/itakuchosa01_0000002.html

2. 資産運用を行う体制・ガバナンスの整備

資産運用に当たっては法人としてのガバナンスが不可欠であり、理事会等における意思決定手続、モニタリング体制、責任の所在等を明確化し、適切な統制環境を整備することが重要である。

しかしながら、前述(Ⅱ. 2. 大学の資産運用における現状と課題)のとおり、大学を運営する法人において、資産運用に必要な人材・組織等の整備が十分に行われていないことが大きな課題である。このため、まずは法人内において適切な体制を整備するとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、OCIO や信託銀行などの外部の専門的な人材・組織等の有効活用を行うことが考えられる。

AOP にも記載のとおり、資産運用を行う際は、適切な手続の下、十分な専門的知見に基づき意思決定を行うことが求められる²²。以下では、(1)AOP における「自らに必要な知見を把握する」に対応した、法人自身が有すべき知見と、(2)AOP における「その知見が確保され、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制」に対応した、法人に求められるガバナンス体制について、それぞれ基本的な考え方を記載しつつ、それらに関連する事項として、(3)善管注意義務、(4)監事による監査について記載する。

(1)法人自身が有すべき知見

法人においては、経営方針等に照らして、アセットオーナーとして自ら責任を持って資産運用の基本スタンス(運用目的・運用目標・運用方針)を定め、必要に応じて外部の知見も活用しながら、適切に運用の管理等ができる知見を有していることが重要である。

(2)法人に求められるガバナンス体制

法人のガバナンス体制が十分に確立されていないと、運用の結果として損失が生じた場合の責任の所在が不明確となり、意思決定にも萎縮が生じやすい。法人が安定的に資産運用を行うための「知見が確保され、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制」の整備として、特に以下の対応が重要となる。

- ・理事会等としての意思決定・モニタリング
- ・資産運用委員会やリスク管理委員会等の設置
- ・資産運用の責任者(担当理事)及び実務担当者の決定、権限の明確化
- ・OCIO など外部の専門的な知見の活用(必要に応じて)
- ・法人内部における適切な資質能力を備えた人材の計画的な確保・育成

²²AOP 補充原則 2-1 では、「アセットオーナーは、運用目標の達成に向けて、資産運用及びリスク管理を継続的かつ適切に運営できるよう、自らに必要な知見を把握するとともに、その知見が確保され、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制を構築すべきである」と規定されている。

(3)善管注意義務

株式会社の場合、役員の義務については会社法第 330 条及び民法第 644 条において、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務(以下「善管注意義務」という。)を負う旨が規定されている。

学校法人の場合、従前から理事や監事は善管注意義務を負うと解されていたところ、令和2年4月施行の私立学校法改正により同義務に基づく学校法人に対する損害賠償責任等が明文化された²³²⁴。

善管注意義務は、委任を受ける者の職業や専門家としての能力、社会的及び経済的地位等から考えて通常期待される程度の注意義務を意味しており、例えば学校法人の役員である理事には、私立学校における教育研究活動の継続性を担保するため、その運営の基礎となる資産を不用意に毀損させることなく、安定的・継続的に資産を保持・運用すること等が求められる。

こうした観点から、前述のとおり、法人としての運用目的・運用目標・運用方針を策定するとともに、適切なガバナンス・運用に必要な体制を整備し、運用状況等の把握・管理等を適時適切に行う必要がある。

他方、現場からは「損失が生じた際、善管注意義務違反として責任追及されることを懸念し、積極的な資産運用に踏み切れない」と危惧する声も聞かれているが、善管注意義務違反は、単に損失が生じたという結果のみではなく、適切なガバナンス体制に基づいて意思決定が行われたか、その意思決定の際に用いた資料は十分なものであったか、当該資料を十分に精査したかなどの判断過程及び当該判断過程に基づきなされた判断内容等を総合的に考慮して認定・判断されるものと考えられる。このため、学校法人の理事がそうした役割を適切に果たしてもなお、資産運用による損失が生じたという場合には、損失が生じたこと自体の結果責任が問われるものではない。

²³ (役員、評議員又は会計監査人の学校法人に対する損害賠償責任)

第八十八条 役員、評議員又は会計監査人は、その任務を怠つたときは、学校法人に対し、これによつて生じた損害を賠償する責任を負う。

※令和2年4月時点では、第 44 条の2として規定。本規定は、文部科学省において、「これまでも民法上の善管注意義務に基づく債務不履行責任として適用されていたものを私学法においても明確化したもの」とされており、「その任務を怠つたとき」とは、概ね善管注意義務に反したときに相当するものとされている。

²⁴ なお、学校法人の理事には、別途、「忠実義務」が課されているが、これは、善管注意義務と同質の義務であり、学校法人の理事である者の職業や専門家としての能力、社会的及び経済的地位等から考えて通常期待される程度の注意義務をもって職務を行うことを求めるものである。

(理事の忠実義務)

第三十八条 理事は、法令及び寄附行為を遵守し、学校法人のため忠実にその職務を行わなければならない。

役員責任への対応としては、「学校法人向け D&O 保険」²⁵が存在しており、資産運用を行う際にはこういったサービスを活用することも有効である。

なお、法人において資産運用を担当する職員は、役員のような善管注意義務を負うものではないが、当然ながら、法人としての方針等に基づき適切に業務を執行することが求められる。ただし、担当職員が、法人の定めた運用ルールや上司の指示等に従って適切に業務を執行している場合には、資産運用による損失が生じたことのみをもって、人事評価等において不利益な取扱いをすべきではないことには十分留意が必要である。

(4) 監事による監査

監事は、法人の業務や財産の状況、理事の職務執行状況等を監査する役割を担っており、資産運用に関しても、法人の理事会等が定めた運用目的・運用目標・運用方法等に基づき、例えば、

- ・運用目的・運用目標・運用方法から外れた運用が行われていないか
- ・理事や運用担当者等による業務執行に法令違反や不正・不適切な部分はないか
- ・組織全体として適切なモニタリングやその結果に基づく方針の見直しなどが行われているか
- ・外部の運営機関に委託している場合には、利益相反行為等がないか

などを中心に監査を行うことで、適切な資産運用の実施を担保することが期待される。

²⁵ 理事や監事などの役員が業務遂行に関して第三者や学校法人から損害賠償請求を受けた場合に、その法律上の損害賠償金や争訟費用等を補償する保険。

3. 運用状況の評価・情報提供(「見える化」)

(1)運用状況の評価

大学における資産運用状況の評価においては、特に以下の視点が重要である。

- ・単年度・短期的損益ではなく、中長期的な視点で評価を行うこと
- ・インカムゲイン(受取利息・配当金等)だけでなく、キャピタルゲイン/ロス(売却による損益+評価損益)を合わせた時価ベースでのトータル・リターンによる評価を行うこと
- ・特に、インフレ環境下においては、実質的な資産価値の維持・向上という観点から、インフレ率を加味した実質リターンでの評価を行うこと
- ・リスクに見合った適切なリターンが得られているか否かという観点での評価を行うこと

中長期的な視点での評価を導入することにより、運用目標との整合性を検証し、必要に応じてポートフォリオや運用体制を見直すといったPDCAサイクルを実効的に機能させることが可能となる。

運用状況の評価については、法人内に設置した資産運用委員会やリスク管理委員会等の組織を中心に実施することとしつつ、適時、理事会への報告等を行い、理事長・理事自らが状況を把握した上で、必要に応じて方針の見直しなどを行うことが重要である。

(2)情報提供(「見える化」)

資産運用の成果について適切な情報提供を行うことは、単に透明性を確保するという観点にとどまらず、大学の財務運営に対する信頼の醸成にも資するものである。

特に、寄付金を原資とする資産については、その運用状況や活用状況を分かりやすく示すことにより、寄付者に対して資金の使途や成果を「見える化」することが可能となる。こうした情報発信は、大学の取組への理解を深め、結果として更なる寄付の獲得や長期的な関係構築につながることを期待される。

このため、資産運用を行う大学は、運用目的、運用目標、運用方針、具体的な資産構成やリターンの状況等について、定期的に、分かりやすく整理した情報提供を行っていくことが望ましい。

(3)学校法人会計の取扱い

学校法人会計においては、計算書類本体では、有価証券は原則として取得価額(簿価)で計上することとされている²⁶が、簿価に基づく計算書類の記載からは、資産全体のリスクや評価損益を含めた実質的なパフォーマンスを十分に把握することが困難との指摘がある。

この点、現行制度上も、計算書類の注記において、有価証券の時価情報の記載(貸借対照表計上額(簿価)との差額や有価証券の種類ごとの明細を含む。)を求めているとともに、事業報告書の参考例において、資産運用の状況を具体的に記載することとしているところであるが、今後は、学校法人内での運用状況の評価及びステークホルダーへの情報開示をさらに充実させる観点から、文部科学省において、計算書類等における有価証券の時価情報に関する記載の充実を図ることを検討する必要がある。

²⁶ 取得時の価額と比してその時価が著しく低くなった場合には、その回復が可能と認められるときを除き、時価によって評価する「評価換え」の仕組みがある。

IV 資産運用のさらなる規模拡大・高度化に向けて

インフレが進展する中においても、適切な教育研究環境を維持・拡充できるよう、「善意の淨財」などからなる大学の資産の目減りを防ぐには、これまでに述べてきたとおり、「預金・債券中心」の運用から、株式やオルタナティブ資産等を含め、ポートフォリオを段階的に高度化していくことが必要となる。

米国大学における資産運用や、我が国の企業年金の運用においても、1970年代の高インフレ期における購買力の目減りなどを契機として、債券中心・インカムゲイン重視の運用から、株式やオルタナティブ資産も含む多様なポートフォリオに徐々に移行してきた。

そこで本章では、発展的視座として、資産運用のさらなる規模拡大・高度化を進める上での課題は何か、また、規模拡大・高度化を後押しするためにどのような対応が求められているかについて記載する。

1. 資産運用の規模拡大

まず、資産運用を効果的に実施するためには、一定程度の運用規模を有していることが必要であるところ、運用規模の拡大の方策としては、寄付金収入など外部資金調達の拡大や、共同運用によるスケールメリットの享受が考えられる。

(1) 寄付金収入の拡大

米国等諸外国に比べ、日本の国民性として寄付は馴染みが薄いとも言われる。しかし、大学の寄付金収入を拡大することは、授業料等や補助金に過度に依存しない財務基盤の構築という観点から、大学の経営基盤強化にもつながるものである。

寄付金収入の拡大に向けて、寄付金の運用方針や成果、活用状況を明確に示すことは、一つの重要な要素であると考えられる。実際に、CIOを配置し、資産運用体制の整備と運用成果の情報発信を積極的に行うことにより、寄付額の伸長につなげている大学の事例もみられる。

なお、寄付金収入の拡大を目指すに当たっては、諸外国と我が国における寄付をとりまく制度・環境の違いに留意する必要がある。

米国では、個人が大学などの非営利団体に寄付をすると、所得税の控除を受けることができ、現金寄付の場合は年収の最大 60%までの所得控除が対象となる。また大学においては、こうした寄付金収入やその運用益は、非課税となっている。

また、値上がりした株式を大学に寄付した場合には、①時価ベースでの課税所得からの控除に加え、②キャピタルゲイン課税も免除可能、という二重の税のメリットがあることが、大学に寄付が集まる土壌を作っていると指摘されている²⁷。

このように、寄付者の資産形成や相続対策と寄付を両立させる制度が整備されていることも、大学への寄付を促進する一因となっていると考えられる。

日本においても、令和6年5月の「公益信託に関する法律」の改正により、公益事務を目的とする受益者の定めのない信託(公益信託)について、許可・監督基準の整備や税制上の要件緩和が行われた。一方で、本制度を含め、日本においてこうした取組を普及させていくためには、信託設定に係る手続負担やコスト、税務上の取扱いの明確化、寄付者に対する制度理解の醸成等、なお検討すべき課題も存在する。

²⁷ 科学技術イノベーションの基盤的な力に関するWG(第3回)資料2
<https://www8.cao.go.jp/cstp/tyousakai/wg/3kai/siryo2.pdf>

(2)共同運用によるスケールメリットの享受

複数の大学が資金を拠出し、共同で運用することについては、一定の規模を確保することにより、運用手段の選択肢が広がることや、運用・管理に係る事務負担やコストを抑えられるといった利点がある。また、単独での小規模な運用では取り組みにくい多様な資産への分散投資や外部専門家の活用に着手しやすくなるなど、運用の高度化等につながることも期待される。

米国では、大学基金を中心とする非営利団体が共同で投資を行う仕組みとして、Commonfundのような共同投資プラットフォームが長年活用されてきており、この仕組みを通じて、規模の小さい大学でも、共同化により分散投資や外部運用者へのアクセスを得やすくするというメリットを享受できることとなっている。

他方で、複数の大学が資金を拠出し、共同で運用するに当たっては、いくつかの課題がある。第一に、各大学で資金の性格(短期に必要となる資金か、長期に拠出可能な資金か)やリスク許容度が異なるため、共通の運用目標・運用期間・評価方法等をどの水準で揃えるかが論点となる。第二に、損失が生じた場合も含めた意思決定と責任の所在、参加・退出ルール、費用負担や利益配分の考え方など、ガバナンス設計が不可欠である。第三に、共同運用を行う場合の会計処理・情報開示や大学内部(理事会・評議員会等)における説明の適切な実施を確保するため、運用状況の「見える化」などの運用管理体制を整える必要がある。

以上を踏まえると、共同運用は、単独では運用高度化が難しい大学にとって有力な選択肢となり得る一方、参加大学間で資金の性格や運用目標・運用期間・評価方法等に違いがあるため、責任分担を明確にしたガバナンスの整備が前提となる。

上記の共同運用とは異なるが、金融機関において、複数の大学から資金を受け入れて様々な資産に分散投資を行うファンド(投資信託)もあり、個々の大学の状況に応じてこうしたファンドを活用することも、単独では取り組みにくい多様な資産への分散投資を実現する手段として有効である。

2. 資産運用の高度化

株式やオルタナティブ資産などのリスク性資産への運用拡大に向けては、①長期的視点の共有、②長期投資に振り向けることが可能な資金の確保、③必要なガバナンス体制・人材の整備、④外部専門家(OCIO等)の活用などの観点で、一層の取組が必要である。

まず、リスク性資産は短期的な価格変動を伴うことから、理事会等の経営陣を含め、長期的な時間軸に基づく評価の考え方を共有することが前提となる。短期的な評価損益のみに着目するのではなく、実質的な資産価値(将来にわたり教育研究活動を支える実質的な購買力)の維持・向上という観点を明確にすることが重要である。

次に、長期投資に回すことのできる資金を峻別する必要がある。日常的な運営資金や近い将来に使用予定の資金と区分し、一定期間拘束可能な資金を明確化することが、安定的なポートフォリオ構築の基礎となる。

さらに、リスク性資産への投資は、適切な意思決定プロセスとモニタリング体制を伴って初めて合理性を持つ。このため、理事会における役割分担の明確化、資産運用委員会の設置、規程類の整備、人材育成等を通じたガバナンス体制の強化が求められる。

加えて、専門的知見が十分でない大学においては、OCIOや信託銀行等の外部専門家の活用を検討することも有効である。外部機関との対話を通じて、自らの運用目的やリスク許容度を明確化すること自体が、運用高度化への重要なステップとなる。

これらの条件が整備されることにより、大学は自らの財務状況や経営方針に即した形で、段階的かつ持続的な運用高度化を図ることが可能となると考えられる。

※「(参考資料②)大学の資産運用に関する取組事例集」において、その他の多様な大学の取組事例(国立大学法人:2事例、学校法人:4事例)を紹介しているため、あわせて参照いただきたい。

国際基督教大学(以下「ICU」という。)では、日本株式やプライベートエクイティ(以下「PE」という。)などのリスク性資産にも積極的な投資を行い、米国のエンダウメント基金に見られるような先進的な基金運用を実践している。本コラムでは、ICU がこうした資産運用に至った経緯と、その先進的なポートフォリオの特徴等について紹介する。

(1)リスク性資産への投資が進んだきっかけ

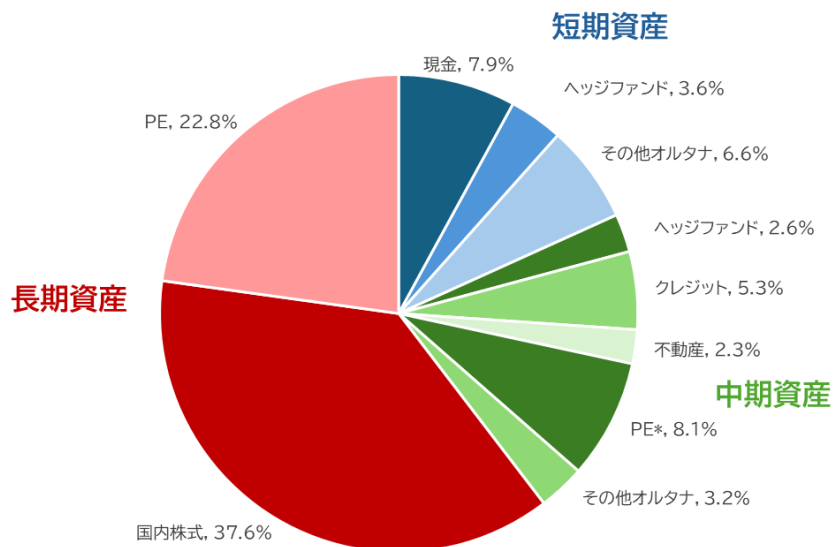
ICU でも、かつては他の多くの大学と同様に、元本の毀損を回避することを重視し、株式や PE などのリスク性資産への投資は限定的であった。しかし、2014 年に当時の理事長によって「さらなる教育の充実を目的とした財源獲得のため、短期的な価格変動リスクを取ってでも基金の長期的な収益の引き上げを図る」との方針が理事会へ明確に示されたことで、基金担当理事の主導により、株式や PE その他のオルタナティブ資産への投資比率が引き上げられた。特に、理事長による損失を過度に恐れず積極的な運用を促す声かけがこうした対応を大きく後押しした。

(2)ICU の運用ポートフォリオの特徴

ICU の運用の特徴は、資産を短期・中期・長期に区分し、それぞれの期間特性に応じたリスクテイクを行うことで、リスク管理と高いリターンの両立を図っている点にある。

具体的には、基金の資産を①「短期資産(5年以内に取り崩される資金)」、②「中期資産(6年後から 10 年以内に取り崩される資金)」、③「長期資産(10 年以上取り崩しの予定がない資金)」の3区分に分類し、それぞれに適した金融商品へ投資している。2026 年3月末時点では、①を概ね 20%として低リスクのヘッジファンド等に、②を概ね 20%として中リスクのヘッジファンド、不動産、インフラファンド、プライベートクレジットに、③を概ね 60%として国内株式や海外 PE 等の株式に配分している。株式は短期的には価格変動が大きい高リスク資産であるが、10 年を超える長期保有であればリスクを上回る投資成果が期待できるとの考え方が背景にある。

ICU の資産配分(2026 年3月末)²⁸



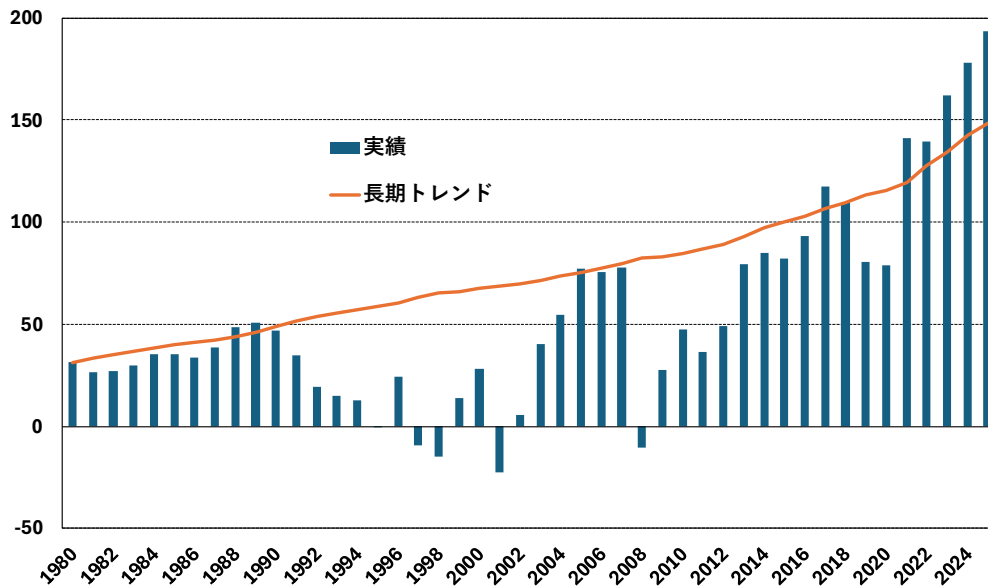
注) 中期資産のPEは、延長オプションを考慮しても運用期間が10年未満となったファンド

特徴① 日本株への投資

ICU のポートフォリオの大きな特徴の一つが、日本株への積極的な投資である。2026 年3月時点では、基金の 4 割弱を占めている。背景として、開示されている運用方針では、日本の上場企業の収益が長期的に高い成長を遂げている点に加え、基金の購買力維持の観点から、国内株式が長期的には国内のインフレに対する有効なヘッジ手段であることが指摘されている。

²⁸ ICU HP「ICU の財政に関する説明資料」より <https://www.icu.ac.jp/about/info/>

TOPIX 採用企業の利益の推移²⁹



注) トrendは、1980年から2018年までの実質成長率2.6%と各年のインフレ率から算出
出所) Quick AstraManager、会社四季報からACM作成

特徴② プライベートエクイティ(PE)への投資

もう一つの特徴として、PE への積極的な投資が挙げられる。PE は資産全体の3割超を占め、日本株と並び長期資産の中核的な投資対象となっている。

その背景には、流動性制約の見返りとして高い収益が期待できる点(いわゆる流動性プレミアム)に加え、ファンド運用者(GP)による経営改善等を通じた付加価値の獲得が見込まれる点がある。特に大学基金は、企業年金等と比較して長期的なキャッシュフローが安定しており、資金繰りの見通しが立てやすいことから、PE 投資による流動性プレミアムを積極的に享受しやすい構造にある。

²⁹ ICU HP「ICU の財政に関する説明資料」より <https://www.icu.ac.jp/about/info/>

(3)積極的な情報開示によるガバナンス

ICU は事業報告書において有価証券の時価情報を明記し、簿価との差額や資産種類ごとの内訳を公表している(下記図表)。こうした時価情報の開示は、外部から時価ベースでの運用利回りの推計を可能とし、基金運用の透明性確保の観点から重要である。

事業報告書での記載(抜粋)(2025 年度)³⁰

① 総括表		(単位 円)		
	当 年 度 (2026年3月31日)			
	貸借対照表計上額	時 価	差 額	
時価が貸借対照表計上額を超えるもの	34,637,100,036	69,334,624,360	34,697,524,324	
(うち満期保有目的の債券)	(-)	(-)	(-)	
時価が貸借対照表計上額を超えないもの	6,277,935,650	5,494,742,784	△ 783,192,866	
(うち満期保有目的の債券)	(-)	(-)	(-)	
合 計	40,915,035,686	74,829,367,144	33,914,331,458	
(うち満期保有目的の債券)	(-)	(-)	(-)	
時価のない有価証券	19,009,288			
有価証券合計	40,934,044,974			

② 明細表		(単位 円)		
種類	当 年 度 (2026年3月31日)			
	貸借対照表計上額	時 価	差 額	
債券	-	-	-	
株式	-	-	-	
投資信託	40,915,035,686	74,829,367,144	33,914,331,458	
その他	-	-	-	
合 計	40,915,035,686	74,829,367,144	33,914,331,458	
時価のない有価証券	19,009,288			
有価証券合計	40,934,044,974			

さらに、決算資料や事業報告書、事業計画書に加え、基金の運用実績および運用方針の詳細を毎年度ホームページ上で開示している。また、運用担当者から独立した外部コンサルタントによるいわば「監査報告」に相当する評価書も公表している。オルタナティブ資産を含む高度な運用は学内のみでの監督に限界があるが、こうした情報開示により外部からのガバナンス強化が期待される。加えて、透明性の高い開示は基金への寄付促進にも重要な役割を果たしている。

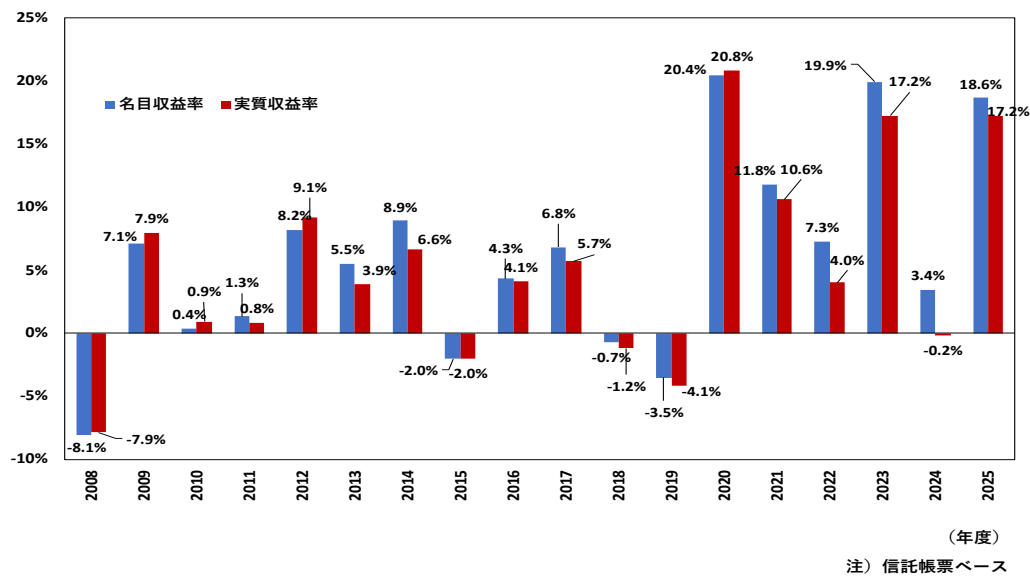
³⁰ ICU HP「事業報告書P62 有価証券の状況」より
https://www.icu.ac.jp/about/docs/2025_taisyaku.pdf

(4)長期的な視点での運用の重要性

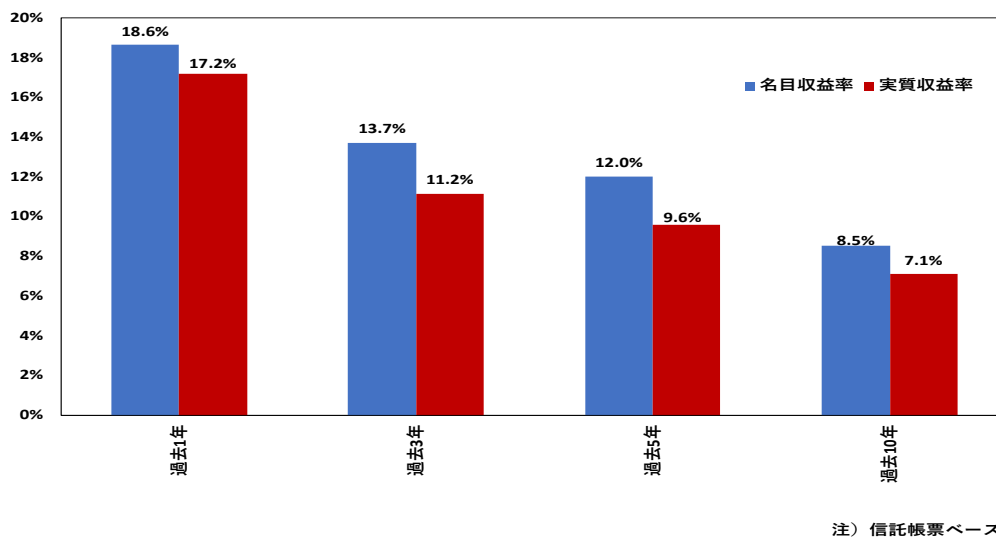
ICU の基金の暦年収益率の推移を見ると、下記図表のとおり短期的には一定の変動が確認され、直近の 2024 年度には実質収益率がほぼ0%となっているが、一方で過去5年・10 年といった長期では、インフレ控除後の実質ベースで年率4%の目標収益率を上回っている。

このように、基金運用は単年度の変動に左右されることなく、長期的な視点で評価することが極めて重要である。

暦年収益率の推移



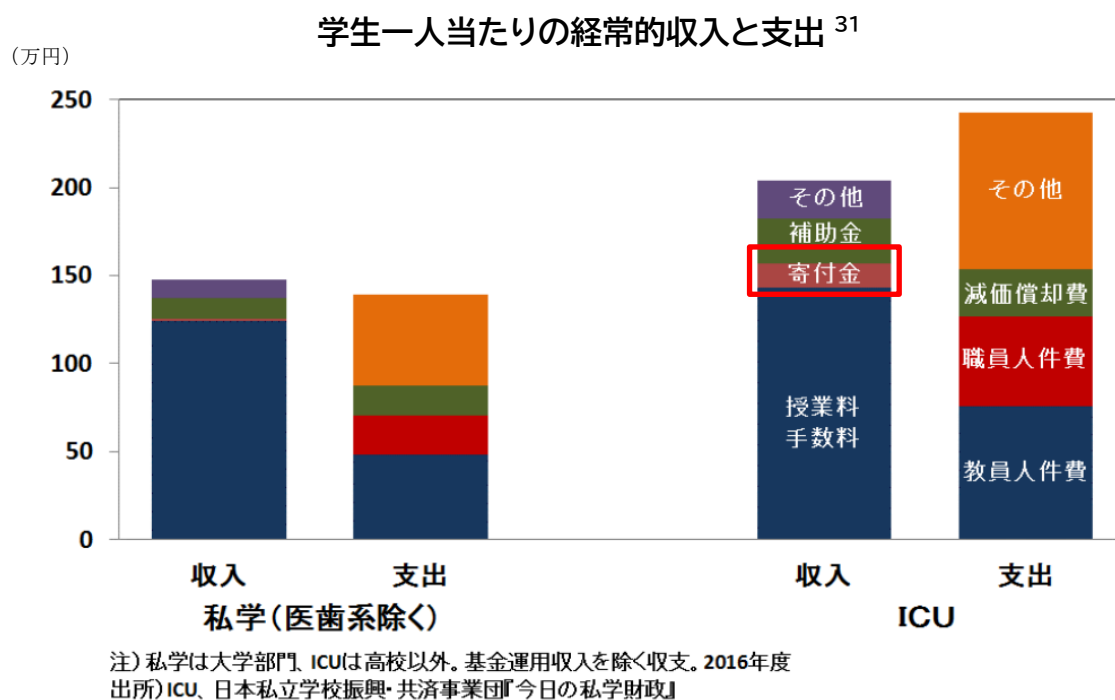
累積収益率の推移



(5) 寄付金の重要性

ICU では、少人数教育に伴う教育活動収支の不足を寄付金等で補填している。下記図表のとおり、授業料以外の主な収入は寄付金と補助金であり、特に寄付金は他の私立大学と比較して高い水準にある。

この背景には、大学や学生支援に対する同窓生の高い関心に加え、(3)で述べたような運用実績の透明性確保が基盤として機能していると考えられる。



(6) ICUにおける運用体制の特徴

ICUの運用体制では、理事会が任命したチーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)が運用の企画・立案および管理(組入・解約および配分)を担い、財務理事が運用コンサルタントの助言を踏まえて承認を行う構造となっている。運用コンサルタントは、新規投資案件について財務理事に独立して意見具申する権限を有しており、事実上の拒否権として機能している。基金運用は理事会がその下部組織である基金委員会と財務理事を通して監督しているが、これに加えてこのような外部統制の仕組みを組み込んでいる点は、大きな特徴である。

³¹ ICU HP「特徴ある ICU の財政について」

https://www.icu.ac.jp/about/docs/FinancialManagement_at_ICU_J.pdf



文部科学省



経済産業省

大学の資産運用の促進・高度化に向けたガイドブック
(令和8年7月22日)

文部科学省

高等教育局大学振興課・国立大学法人支援課・私学部参事官付
研究振興局大学研究基盤整備課
〒100-8939 東京都千代田区霞が関 3-2-2
TEL 03-5253-4111(代表)

経済産業省

経済産業政策局産業資金課
〒100-3901 東京都千代田区霞が関 1-3-1
TEL 03-3501-1511(代表)