

大学の資産運用の在り方に関する研究会 報告書

令和8年7月

大学の資産運用の在り方に関する研究会

1. はじめに

(1) 現状認識

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り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、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) 目指すべき方向性

大学の資産運用は、短期的な収益追求を目的とするものではなく、永続的な教育研究活動を支える財務基盤の強化を目的とするものである。したがって、その基本的な方向性は、中長期的な視点に立ち、インフレ等を考慮した実質的な資産価値の維持・向上を図るとともに、大学の理念や規模に応じた適切なリスクテイクを行い、適切なリターンを確保していくことにある。

あわせて、適切なガバナンス体制の整備、責任ある意思決定プロセスの確立、透明性の向上等を通じて、社会からの信頼を確保しつつ、大学が自律的に資産運用を行っていく環境を整えていくことが求められる。

2. 本研究会の目的

本研究会は、こうした現状認識を踏まえ、大学における資産運用の在り方について議論を行った。具体的には、大学を取り巻く足元の環境変化に加え、これまでの我が国及び米国における大学の資産運用の歴史・制度的転換点についての認識共有、現状大学へのヒアリングや「大学の資産運用実態把握等調査」の結果も踏まえ、これから資産運用を開始する大学及び既に一定の運用を行っている大学が直面する課題と方向性について議論を行った。

その上で、各大学が資産運用を検討する際の一助となる「ガイドブック」を提示することにより、大学における資産運用の促進・高度化を図ることを本研究会の目的とした。

なお、本報告書及びガイドブックは、大学に一律の運用手法を推奨するものではなく、あくまでも、それぞれの大学が自律的かつ責任ある判断を行うための共通認識と論点整理を示すものである。

3. 研究会での議論概要

本研究会では、大学における資産運用をめぐる現状と課題を踏まえ、(1)大学の資産運用における基本的な考え方、(2)資産運用の実践に当たっての論点、(3)資産運用のさらなる規模拡大・高度化に向けた論点について議論がなされた。以下、各項目の議論の概要をとりまとめる。

(1)大学の資産運用における基本的考え方

① 資産運用の意義と動機付け

大学における資産運用は、将来にわたって質の高い教育研究を行っていくため、安定的な財務基盤の確立に向けた財源の多様化の手段として、有力な選択肢の一つと考えられる。

本研究会では、足元のインフレ環境下において、資産運用を行わないこと自体が実質的な資産目減りというリスクを伴うとの認識が共有された。こうした認識を大学関係者に共有することで、大学における資産運用の意義・動機付けが促進されるものと考えられる。

その際、参考事例として、1970年代のインフレを契機に米国大学が債券中心から株式・オルタナティブ投資などのリスク性資産への投資へ移行した歴史や、企業年金における資産運用の高度化の歴史からの示唆についても言及があった。

我が国における企業年金の運用においては、予定利率という「負債に対応する目標利回り」が存在することが、リスク資産への移行を後押ししてきた旨の指摘があった。他方、大学基金にはそのような明示的な目標がないため、仮想上の負債利率を設定するなど、目標水準を明確化することが有効ではないかとの意見が示された。

さらに、資産運用について理事会の理解を得るためには、日本企業の利益水準や長期的な株式リターンに関する客観的データを提示することが重要であるとの指摘があった。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、大学における資産運用の意義を改めて強調するとともに、コラムとして米国大学の資産運用及び我が国における企業年金の運用の高度化に係る歴史などについても記載した。

② 長期運用の考え方

大学の資産運用は、本来的に永続的・長期的視点で行うべきものであり、短期的な評価損益に一喜一憂すべきではないとの意見が多く示された。

また、資産運用を躊躇する関係者への説得材料として、長期のデータで見れば資産価格は概ね右肩上がりの傾向にあることを示す必要があるとの指摘もあった。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいては、以下の点を強調した。

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。

(2) 資産運用の実践に当たっての論点

① ポートフォリオの高度化(債券中心からの移行)

大学では、債券中心の運用を行うケースも多いが、こうした運用では金利上昇局面で含み損が発生し、実現損を回避するため身動きが取りづらい状況が生じ得るとの問題提起があった。

その上で、こうした債券中心の運用からの脱却に向けては、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)も含めたトータル・リターンの把握と、これらの理事会全体での認識共有が不可欠であるとの意見が示された。

また、文部科学省の平成 21 年通知(「学校法人における資産運用について(通知)」)に関して、当時はあくまでデフレの時代だったので元本棄損を回避することは間違いではなかったが、現状のインフレ環境下では元本を守るだけでは実質目減りしてしまうという点を強調していくべきであるとの意見が示された。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、平成 21 年通知に係る趣旨を記載したほか、債券中心の運用からリスク性資産の運用に移行するに当たっての考え方や、トータル・リターン把握の重要性についても明記した。

② リスク管理

資産運用に関するリスク管理に関係する課題として、体制整備などの総論的な課題の他、以下の論点提起があった。

国立大学において為替オーバーレイを活用したポートフォリオ全体の為替リスク管理を検討した際、頻繁に実現損益が発生し寄付金債務での調整が必要となることから導入を断念した事例について言及があり、こうした点がリスクの高い資産への投資を妨げている可能性につい

て議論があった。

また、大学債の償還原資に係る積立金についても、運用の可否や方法に関する方針が大学ごとに分かれているとの声が共有された。これらを踏まえ、ポートフォリオ全体でのリスク管理の必要性について言及があった。

③ 会計制度・情報開示

現行の学校法人会計基準は簿価会計を基本としており、評価損益が十分に反映されず、このことが、損切りを躊躇させるなど、合理的なポートフォリオ運営の制約となっているとの意見があった。一方で、簿価会計は価格変動が損益に直ちに反映されないため、心理的には運用しやすい側面もあるとの指摘もあった。長期的な運用を行う基金において簿価会計を適用している国は先進国ではほとんど見られないとの指摘もあり、時価ベースでトータル・リターンを把握する必要性が議論された。

これに関連して、大学における資産運用状況を外部から検証可能とするためには、例えば貸借対照表の注記等による時価情報の開示を検討する余地があるとの意見があり、透明性向上と運用高度化の関係について整理が必要との認識が示された。

また、大学経営が単年度評価に依拠していることも、債券償還まで保有するという選択を強め、ポートフォリオの柔軟な見直しを妨げる要因となっているのではないかと指摘があった。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、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、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必要性を示した。今後は、文部科学省においてガイドブックの方針に沿って、計算書類の注記や事業報告書における記載をよりきめ細かなものとするなど、早急に対応することが期待される。

④ ガバナンスと意思決定

理事会が資産運用の障壁となっているケースがある一方、トップダウンの決定に対して現場が反発する事例もあるとの指摘があった。

また、善管注意義務違反への懸念から、損失発生時の責任追及を恐れて運用に踏み出せないとの声がある一方で、適切なガバナンス体制に基づき合理的な意思決定を行っていれば、単に損失が生じたことのみをもって責任が問われるものではないとの理解を浸透させることが重要との意見が示された。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、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く意思決定とその意思決定の過程及び内容に不合理な点がないか等をもとに、総合的に判断されるものであるため、学校法人の理事

が上記の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と考えられる旨を明記した。

(3) 資産運用のさらなる規模拡大・高度化に向けた論点

① 人材の確保と育成

大学における資産運用の高度化に向けては、これを担う人材の確保及び育成が重要な課題として指摘された。特に、多くの大学においては、資産運用に関する専門的知見を有する人材が十分に確保されておらず、限られた人員体制の中で運用判断やモニタリングを行っている実態がある。専門人材を外部から確保することについては、報酬水準や人事制度の制約等により必ずしも容易ではないとの指摘があった。一方で、内部人材の育成についても、実務経験の蓄積や継続的な人材配置が難しいといった課題が共有された。

こうした状況を踏まえ、CIO の設置や外部専門人材の登用、外部機関との連携等を通じた体制整備の重要性が指摘されるとともに、必ずしも各大学が単独で高度な専門人材を抱えることを前提とするのではなく、外部専門家(OCIO等)の活用や共同化の取組も含め、多様な対応の在り方について議論があった。

さらに、資産運用に関する基本的な知識やリテラシーを理事会や事務局を含めて底上げしていくことの重要性も指摘され、人材育成とガバナンスの強化を一体的に進めていく必要があるとの認識が共有された。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、リスク性資産への投資を含めた資産運用のさらなる高度化に向けては、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旨を記載した。

② 運用原資の確保

寄付金の拡大は、運用原資の確保に向けて重要な手段の一つであるが、寄付金の拡大に向けては、将来的に、一般の方が大学に寄付したいと思うような制度(インセンティブ)ができるかという観点が必要との意見が示された。その際、米国のブランド・ギビング等の寄付制度についても言及があり、寄付制度と税制との一体的な検討について期待が示された。

また、都市部の大学における土地活用収益の運用財源化などの事例を紹介することにより、各大学の運用財源確保に向けたモチベーションになるのではとの意見が示された。

こうした議論を踏まえ、ガイドブックにおいて、コラムとして米国における寄付制度の例を示した。

③ 共同運用の促進

小規模・中堅規模の大学にとって、共同運用はスケールメリットを享受する観点から促進を図る意義があるとの認識が共有された。

共同運用の一つの手法として、例えば、複数大学で共同運用としてファンド投資を行えば、責任が分散されることで各大学の運用を行う心理的ハードルが下がるのではないかとの指摘があった。また、共同運用により、スケールメリットのみならず、運用成果を多数のステークホルダーに報告する義務が生じることにより、ファンドの質も向上するメリットもある点についても言及があった。

また、共同運用を促進する際の課題として、各大学の運用目的、運用目標、投資可能資産が異なるため、これまでの共同運用の方法では難しく、運用者側にも工夫・改善が必要な部分がある旨や、制度的な課題がある場合には、それを改善していく必要がある旨の指摘があった。

加えて、JST の寄託金制度について、多くの国立大学、特に小規模な大学にとって運用の選択肢が広がるものであることから、制度の開始に向けた期待が示された。

④ ガイドブックの役割と今後の展開

ガイドブックにおいては、資産運用の実務経験のない大学関係者にも理解が容易となるよう、資産運用開始に当たっての検討事項を PDCA の流れに沿って階層的に整理することが有効ではないかとの提案があった。

あわせて、理事会などの関係者への説明に資するよう、長期データの提示、善管注意義務に関する整理などを盛り込むべきとの方向性が示された。

また、今後ガイドブックを広く浸透させ、また現場にとっても納得感のある内容とする観点から、大学関係者はもちろんのこと、OCIO や信託などの関係金融機関にも意見照会・周知を図る必要があるとの指摘があった。

4. 今後の方向性

本研究会での議論や、内閣官房の「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」などにおける議論を踏まえ、別途取りまとめる「大学の資産運用の促進・高度化に向けたガイドブック」を大学関係者・金融機関等に周知することにより、我が国の大学における資産運用のさらなる促進・高度化につなげていくこととする。

また、本研究会において言及のあった中長期的な課題については、必要に応じて、今後関係省庁において検討を進めていくこととする。