

資産運用における管理体制等について

(審議のまとめ)

2019年1月

特定非営利活動法人

大学経営協会 財務委員会

【目 次】

1	はじめに	2
2	資産運用状況調査結果の要旨	3
3	資産運用に関する役員の義務、責任：法的観点からの検討	1 1
4	資産運用を行う際の体制整備	1 3

【附属資料】

・	資産運用における管理体制等について（概要）	2 0
・	財務委員会審議経過	2 1
・	財務委員会名簿	2 2

資産運用における管理体制等について（審議のまとめ）

1 はじめに

- ①学校法人の資産運用¹については、寄附行為及びこれに基づく関連規程等に基づいて各学校法人の責任において行われているが、2009年（平成21年）1月、文科省の学校法人運営調査委員会から「学校法人の資産運用について（意見）」が取りまとめられ、資産運用の現状の再点検、必要な規程の整備等に努めるよう、通知が出された。これは、2008年9月に起きた世界的な金融危機リーマンショックにより、一部大手大学においてデリバティブ取引で多額の損失が生じ社会問題となったことから、各学校法人に対し、資産運用に関する注意喚起を図ったものである。

「学校法人の資産運用について（意見）」では、「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。」と、学校法人の公共性、安定性、持続性の観点から、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の確立を求めたものである。

- ②一方、学校法人の収入構造は、学生納付金収入に大きく依存しているが、少子化、学生定員管理の厳格化、経常費補助金の抑制傾向が続く現在、財源の多様化を図り、収入増に努めていく必要がある。
- ③収入増を図る一つの手段として、学校法人の資産運用が挙げられる。どのような金融商品や方法等で資産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基づき、自らの責任において決定するものであり、元本が保証されない金融商品による資産運用であっても否定されるべきものでない。ただし、そのような場合であっても、運用に当たっての管理体制を整備した上で、中長期的な運用を図れる財政構造を構築することが重要である。

¹ 本中間まとめにおける「運用資産」～引当特定資産＋現預金＋長短有価証券－流動負債

④また、国立大学法人においては、国立大学法人法施行規則に定める認定条件を満たした場合、寄附金等を原資とする業務上の余裕金の運用対象がより収益性の高い金融商品に拡大されている（一定の元本保証のない金融商品（投資信託・外貨建て外国債など）を含む）。

⑤このたび当協会の財務委員会は、資産運用状況調査の結果や有識者との意見交換などを踏まえ、収入構造の多様化を図る手段の一つとしての「資産運用」について、その管理体制を中心に審議し、審議のとりまとめを行った。

各法人におかれては、この審議のまとめを活かし、資産運用における管理体制の整備に努め、効率的な資産運用が図られることを期待する。報告書の末尾には、「資産運用管理体制等のチェックリスト例」を添付しているので参考にいただきたい。

2 資産運用状況調査結果の要旨

① 当協会は設立（2003年）以来、ほぼ2年毎に「資産運用状況調査」を実施してきた。今回の第7回調査（2018年6月）では、国立大学法人48法人、学校法人156法人から回答があった。今回の調査は、資産運用の管理体制を中心に調査したところであり、その結果の要旨は次のとおりである。

ア 有価証券運用の有無等

- ・有価証券資産運用を行っている法人は、国立77%（前回2015年72%）、私立75%（78%）で、前回とほとんど変わらない。私立の大規模大学（学生数8千人以上）はすべての法人で行っている。
- ・有価証券資産運用を行っている理由（複数回答、以下「MA」）は、国立は、「教育研究事業の支援」（21法人）、「学生生活の支援（奨学金含む）」（19法人）、「基金運用で果実を多く得る」（12法人）の順となっている。私立も国立と同様に、「教育研究事業の支援」（56法人）、「学生生活の支援（奨学金含む）」（51法人）、「基金運用で果実を多く得る」（43法人）の順となっている。

- ・有価証券資産運用を行っていない理由（MA）は、国立は、「運用するほどの資金がない」（7法人）、「元本割れに対する懸念」（6法人）、「現在の市場金利が低すぎる」（5法人）の順となっている。私立は、「元本割れに対する懸念」（20法人）「運用するほどの資金がない」（11法人）、「運用する担当者がいない又は知識不足」（10法人）の順となっている。

イ 資産運用プロセス

- ・有価証券資産運用方針の決定は、国立は、「役員会又は資産運用委員会で決定」が74%（28法人）、「運用責任者が決定」26%（10法人）となっており、「運用方針を定めていない」は0%である。私立は、「理事会又は資産運用委員会で決定」75%（91法人）、「運用責任者が決定」18%（22法人）、「運用方針を定めていない」は7%（9法人）である。前回に比べ、「運用方針を定めていない」は17法人から9法人に減少している。
- ・リスク許容度については、国立は、「リスク許容度を定めていない」が34%（13法人）、「満期に元本償還の見込みがあれば単年度ごとの評価損は許容できる」32%（12法人）、「単年度ごとに実現損の発生は許容できない」21%（8法人）の順となっている。私立は、「満期に元本償還の見込みがあれば単年度ごとの評価損は許容できる」44%（54法人）、「リスク許容度を定めていない」22%（26法人）、「単年度ごとに実現損の発生は許容できない」13%（16法人）の順となっている。
- ・資産運用の実績報告（MA）については、国立は「役員会に報告」31法人、「経営協議会に報告」21法人、「事業報告書に記載」7法人となっている。私立は、「理事会に報告」99法人、「評議員会に報告」42法人、「事業報告書に記載」18法人となっている。一方、「報告を実施していない」が5法人ある。

ウ 管理体制

- ・運用に関する規則・規程の作成は、国立97%、私立94%でほとんどが作成している。
- ・判断プロセスや責任体制などを規則・規程に明記しているかについては、国立87%（33法人）、私立85%（102法人）で明記している。

- ・資産運用の責任が問われる場合（MA）は、「運用に関する規程等を遵守しなかった場合」（国立：32 法人、私立：93 法人）、「金融資産に元本割れが生じた場合」（国立：18 法人、私立：37 法人）、「行政当局の指導を受けた場合」（国立：16 法人、私立：35 法人）の順となっている。
- ・資産運用の方針を決定する委員会の設置については、国立は「設置していない」58%（22 法人）、「設置している」42%（16 法人）、私立は、「設置していない」58%（71 法人）、「設置している」38%（46 法人）となっている。私立の大規模大学は、「設置している」64%（14 法人）となっている。
- ・資産運用状況や手続きの遵守状況をチェックする仕組みは、「ある」が国立 89%（34 校）、私立 79%（96 法人）となっている。チェックを行うのは（MA）、国立は、「監査法人」23 法人、「監事」20 法人、「内部監査部門」16 法人の順となっている。私立は、「監査法人」59 法人、「監事」46 法人、「理事会」44 法人の順となっている。チェックの頻度は、国立は、「年 1 回」55%（21 法人）、「年 4 回以上」26%（10 法人）となっている。私立は、「年 4 回以上」29%（35 法人）、「年 1 回」26%（32 法人）、「年 2 回」21%（26 法人）となっている。
- ・資産運用に関する課題については、「ある」が国立 100%（38 法人）、私立 75%（92 法人）となっている。私立の大規模大学では、「ある」が 95%（21 法人）である。課題の内容（MA）については、「低金利環境下で十分な運用益が見込めない」（国立：35 法人、私立：75 法人）、「資産運用に精通した人材が学内（役員を含む）で見当たらない」（国立：23 法人、私立：36 法人）、「資産運用に人員や時間を充てる余裕がない」（国立：18 法人、私立：24 法人）の順となっている。

②これまでの資産運用状況調査結果等からうかがえる傾向（学校法人）

当協会では、2005 年（平成 17 年）から今回の 2018 年（平成 30 年）まで 7 回の調査を実施した。この間、10 年前の 2008 年（平成 20 年）には、世界的な金融危機リーマンショックが発生した。7 回の調査においては、設問の変更があること、調査年度により無回答の割合が一定割合あること、特に今回の 2018 年の調査は管理体制等を中心に調査したことから、経年比較可能な項目から資産運用管理体制等を中

心に、特徴的な傾向を取り上げ、若干の考察を加えた。大きなトレンドとして捉えていただきたい。

ア 有価証券運用の有無

有価証券運用を行っている学校法人は、2005 年以来、81%~84%で推移していたが、2015 年 78%、2018 年 75%と逡減してきている。有価証券運用を行っていない理由については、2018 年調査で設問項目を多少変更したので、一概に比較できないが、行っていない理由の上位 3 つは下記のとおりである。 () は法人数

年	1 位項目	2 位項目	3 位項目
2005	リスクがネック (14)	内部規程で運用対象となっていない (7)	理事会の許可が出ない (5)
2007	運用する資金がない (10)	リスクがネック (9)	運用する担当者がいない又は知識不足 (7)
2009	リスクがネック (11)	理事会の許可が出ない (6)	運用する資金がない (4) 運用する担当者がいない又は知識不足 (4)
2011	理事会の許可が出ない (8)	内部規程で運用対象となっていない (5)	リスクがネック (4)
2013	理事会の許可が出ない (17)	リスクがネック (10)	内部規程で運用対象となっていない (7)
2015	理事会の許可が出ない (14)	リスクがネック (13)	運用担当者がいない、又は知識不足 (8)
2018	元本割れに対する懸念 (20 法人)	運用するほどの資金がない (11)	運用する担当者がいない又は知識不足 (10)

参考までに、日本私立学校振興・共済事業団の「平成 28 年度学校法人の資産運用に関するアンケート」報告では、資産運用を行っている大学法人は 85%、行っていないは 15%で、行っていない理由は、「リスクが気になる」(61%)、「運用する資金がない」(45.5%)、「運用を担当する者がいない又は知識がない」(36.4%)となっている。

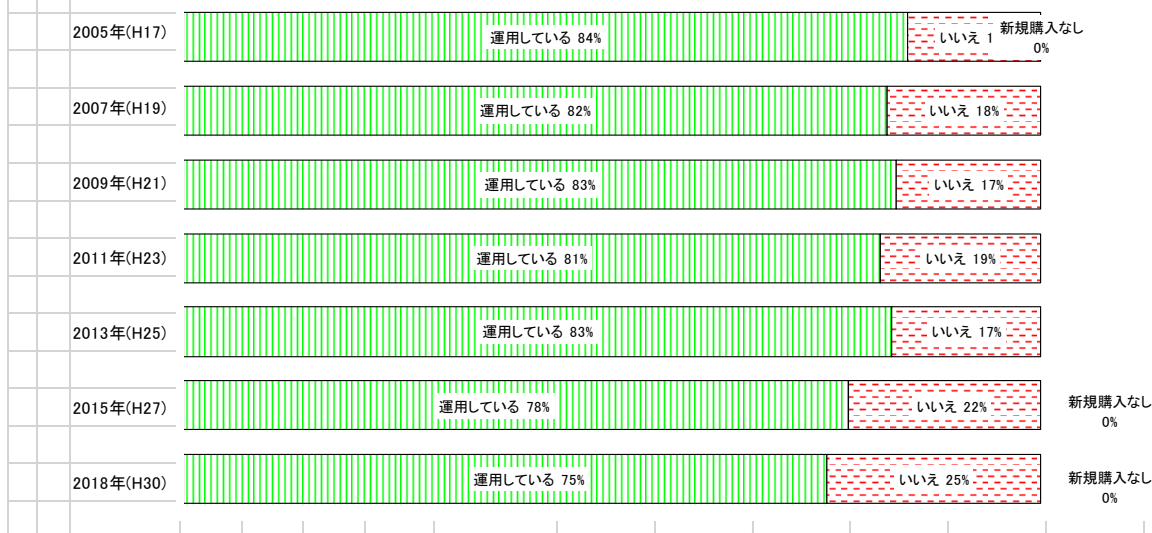
概観すると、資産運用に慎重な理由として①リスクの存在、②小規模資金、③運用のための人材難を指摘する傾向に変化はない。私立大学においては、事業活

動収支差額比率²（平成26年度以前は帰属収支差額比率）は、平成18年度以降10%を割り込んでおり、平成27年度は3.5%である。また、基本金組入前当年度収支差額がマイナスの大学が全体の4割に達している³。このため、財務状況の厳しい学校法人が増えている状況が窺われる。

① 有価証券運用を行っていますか？		(注)「3.新規購入なし」の設問は、第5回目(2013年)からのため1~4回目は項目なし。						
(全回答校=「有価証券運用をしていない法人」を含む)		2005年①	2007年②	2009年③	2011年④	2013年⑤	2015年⑥	2016年⑦
1. はい		141	114	128	108	109	90	117
2. いいえ		26	25	26	25	23	26	39
3. 未売却の運用有価証券はあるが、新規購入はなし		—	—	—	—			
無回答		0	0	0	0	0	0	0
計		167	139	154	133	132	116	156

(注1) 2008年9月 投資会社 リーマン・ブラザーズ破綻により世界的金融危機発生。(上記2009年調査は2008年決算に基づく調査)

(注2) 2010年1月 ギリシャの財政赤字が公表数字より大幅に膨らむと公表し世界的金融危機発生。



イ 大学独自運用状況

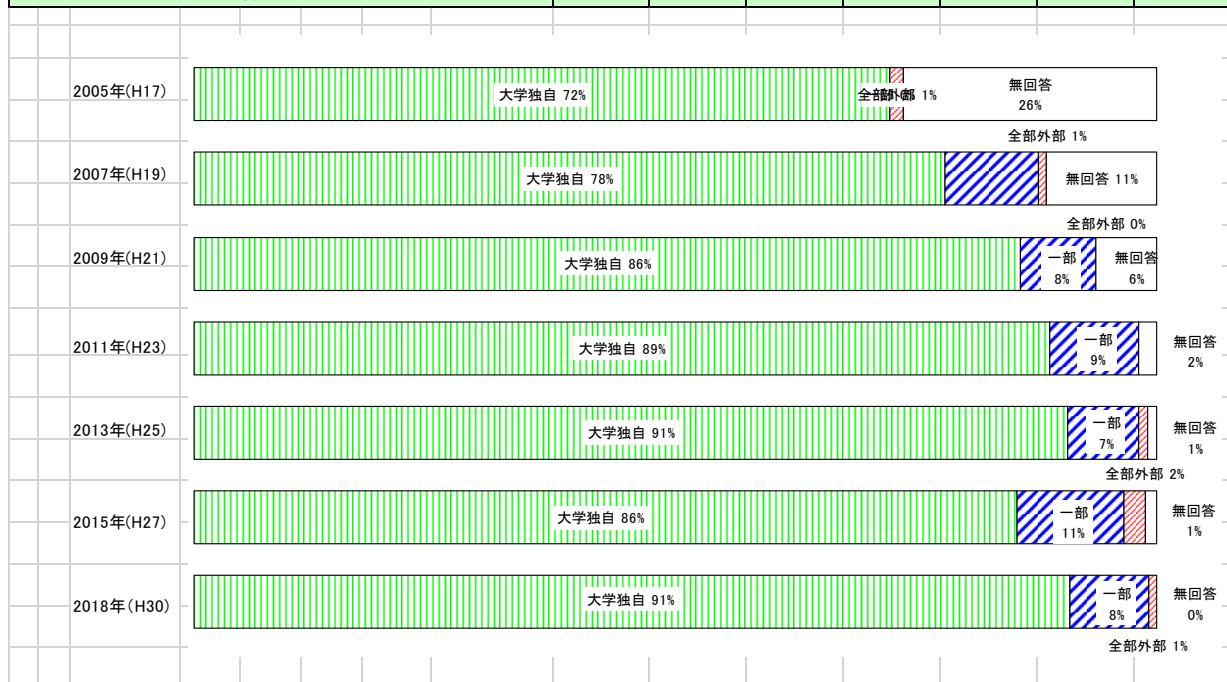
資産配分・銘柄選択など全て大学独自で行っている法人は、2007年78%、2009年86%、2011年89%、2013年91%、2015年86%、2018年91%となっており、2015年は大学独自運用の割合が少し下がったものの、調査当初に比べ大学独自運用が増え、

² 事業活動収支差額比率は、学校法人の負債とされない収入である事業活動収入から事業活動支出を差し引いた差額（基本金組入前当年度収支差額）が収入全体の何%に当たるかを見る比率。

³ 日本私立学校振興・共済事業団調べ（平成27年度のデータ）

約9割を占める。日本私立学校振興・共済事業団の「平成28年度学校法人の資産運用に関するアンケート」報告においても、89%がすべて大学法人で行っている。

⑤ 外部に資産運用を委託していますか？	2005年①	2007年②	2009年③	2011年④	2013年⑤	2015年⑥	2018年⑦
(有価証券運用校のみ、新規購入を止めた法人も含む)							
1. すべて大学独自で行っている	102	89	110	96	99	77	111
2. 一部だけ外部(証券会社・信託銀行等)に委託している	0	11	10	10	8	10	10
3. 全部外部(証券会社・信託銀行等)に委託している	2	1	0	0	1	2	1
無回答	37	13	8	2	1	1	
計	141	114	128	108	109	90	122



ウ 基本ポートフォリオの設定状況（長期的な観点から安全かつ効率的運用を行うことを目的とした、各資産を組み合わせた資産構成割合）

基本ポートフォリオを設定している学校法人は、2011年47%、2013年40%、2015年39%、2018年36%と、逡減傾向にある。

これは、運用可能資産が小規模であるほか、リーマンショックなどの経験を踏まえると、長期的な観点に立った運用計画やポートフォリオの設定に躊躇せざるを得ない姿が窺われる。

⑩ 運用可能資産全体の基本資産配分(基本ポートフォリオ)を設定していますか ?				
(注) 第4回目(2011年)からの設問のため、1～3回目はない。				
(有価証券運用校のみ。新規購入を止めた法人も含む)	2011年④	2013年⑤	2015年⑥	2018年⑦
1. 設定している	51	44	35	44
2. いいえ	39	46	45	78
無回答	18	19	10	
計	108	109	90	122

調査年	設定 (%)	いいえ (%)	無回答 (%)
2011年(H23)	47%	36%	17%
2013年(H25)	40%	42%	17%
2015年(H27)	39%	50%	11%
2018年(H30)	36%	64%	

エ リスク許容度

リスク許容度については、2018年調査で設問項目を加えた⁴ので、一概に比較できないが、「満期に元本償還の見込みがあれば、単年度毎の評価損は許容できる」については、2011年57法人(108法人中)、2013年50法人(109法人中)、2015年50法人(90法人中)、2018年54法人(122法人中)となっている。一方、「単年度ごとの実現損は許容できない」については、2011年14法人(108法人中)、2013年13法人(109法人中)、2015年11法人(90法人中)、2018年16法人(122法人中)とほとんど変わっていない。

⁴ 2018年調査では、「リスク許容度を定めていない」(22%)、「損切ルールが導入されている」(8%)を追加

オ 銘柄の選定、売買タイミングなど個別商品の投資の決定方法

2015年調査までと2018年調査では設問項目を多少変更⁵したので、一概に比較できないが、「理事会・学内委員会で決定」は2007年35%、2009年45%、2011年50%、2013年50%、2015年41%、2018年43%で推移している。「運用担当者（財務担当理事等の運用責任者含む）で決定」は、2007年52%、2009年43%、2011年33%、2013年32%、2015年40%、2018年41%で推移している。

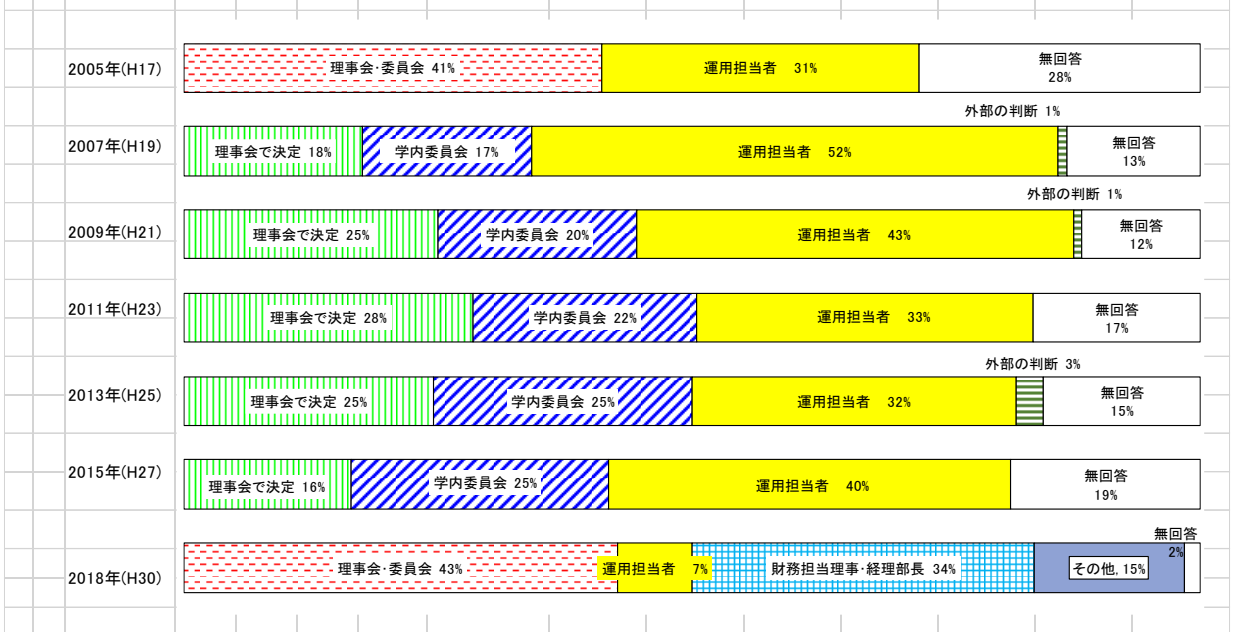
参考までに、日本私立学校振興・共済事業団の「平成28年度学校法人の資産運用に関するアンケート」報告では、「理事会又は専門委員会で決定」が61%、「運用担当者に任せている」が40%となっている。

⁵ 「理事会または理事会小委員会で決定」「学内組織の委員会で決定」→「理事会又は資産運用委員会で決定」に変更、新規に「財務担当理事又は財務（経理）部長で決定」を追加。

⑩ 銘柄の選定、売買タイミングなど、個別商品の投資の決定はどのように行っていますか？							
(有価証券運用校のみ、新規購入を止めた法人も含む)	2005年①	2007年②	2009年③	2011年④	2013年⑤	2015年⑥	2018年⑦
1. 理事会または理事会小委員会で決定する	—	20	32	31	27	15	52
2. 学内組織の委員会で決定する	58	19	25	24	28	23	—
3. 特定の運用担当者に任せている	44	59	55	36	35	36	9
4. 財務担当理事又は財務(経理)部長で決定する	—	—	—	—	—	—	41
5. 外部(証券会社など)の判断に全面的に頼っている	0	1	1	0	3	0	—
6. その他	—	—	—	—	—	—	18
無回答	39	15	15	18	17	17	2
計(新規購入を止めた法人も含む)	141	114	128	109	110	91	122

(注1) 1回目は、「1.理事会」と「2.委員会」を分けていなかった。

(注2) 複数回答により、4回目以降は回答校数より多い。



3 資産運用に関する役員の義務、責任：法的観点からの検討

①調査においては、資産運用の責任が問われる場合は、「運用に関する規程等を遵守しなかった場合」(国立：32法人、私立：93法人)、「金融資産に元本割れが生じた場合」(国立18法人、私立37法人)、「行政当局の指導を受けた場合」(国立：16法人、私立：35法人)の順となっている。

学内規程等を遵守しなかった場合、責任を問われるのは当然であるが、ここで検討すべきは、「金融資産に元本割れが生じた場合」の責任の所在をどのように考えるかである。

②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。役員の実任については、私立学校法第40条の2において、「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」と忠実義務のみが明文化されている。善良なる管理者の注意義務（以下「善管注意義務」という）については、明記されていないものの、善管注意義務を負っていると解されている。

文部科学省は、大学設置・学校法人審議会学校法人分科会の下に学校法人制度改善検討小委員会を設置し、今後の学校法人におけるガバナンス機能の強化等について検討を行っていたが、2019年（平成31年）1月7日に、「学校法人制度の改善方策について」が出され、役員の実任の明確化について次のように盛り込まれている。

「一般財団法人、一般社団法人及び社会福祉法人において、『法人と役員…との関係は、委任に関する規程に従う。』と規定され、理事及び監事が善管注意義務を負うことが明確化されているので、私立学校法においても同様の規定を置くべきである」。

さらに、理事及び監事の法人や第三者に対する損害賠償責任については、

「私立学校法上、理事及び監事の損害賠償責任について規定した条文はないが、理事及び監事が善管注意義務に違反した場合には、学校法人に対し、債務不履行に基づく損害賠償責任を負い（民法第415条）、理事及び監事が第三者に損害を与えた場合には、当該第三者に対し、不法行為に基づく損害賠償責任を負うこととなる（民法第709条）。一般財団法人、一般社団法人及び社会福祉法人においては、さらに、理事及び監事について法人に対する任務懈怠によって生じた損害を賠償する責任やその職務を行うについて悪意又は重大な過失があったときは、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うこととしているため、私立学校法においても同様の規定を置くことが考えられる。なお、その際、責任が加重となり、高額な賠償責任を負担することを恐れて経営判断が萎縮することがないように、理事及び監事の法人に対する損害賠償責任の減免の規定を整備すべきである。」

文部科学省においては、この提言を受け、今後、私立学校法等の関係法令を改正する予定である。

④資産運用と役員の善管注意義務との関係について、専門家は次のように指摘している⁶。

「大学の運用資産の投資対象を拡大することは、より効率的な運用に繋がる可能性がある反面、これによって損失が発生した場合には、理事の善管注意義務違反が追及される可能性がある。この善管注意義務違反の判断にあたっては、投資資産の規模に応じた投資運用体制が整備されていたか、専門知識を有する者のアドバイスを受けていたか、理事会または理事会から委任を受けた機関において十分な検討を踏まえた意思決定が行われていたか、といった点が重視されるべきである。投資運用体制を構築した上で、専門家のアドバイスを踏まえ、適切な機関において検討が行われていたのであれば、結果的に発生した損失について理事の責任を問うことには慎重であるべきだろう。

このように解する理由は次の二点である。第一に、今後、各大学が投資対象を拡大していくことが望ましい可能性があるところ、理事が必要なリスクをとることを躊躇しないようにするためには、上記のように解することが有益である。第二に、投資対象を拡大するにあたっては各大学が投資運用体制を整備することが望ましいと考えられるところ、上記のような考え方が採用されることで、各大学が投資運用体制を整備する動機づけとなる可能性がある。」

4 資産運用を行う際の体制整備

①学内の運用管理体制

各学校法人の置かれた状況や資産運用の目的も様々である。資産運用に当たっては、「リスク」が伴うことを認識した上で、収入・支出の状況や見通し、運用環境の変化に耐えられる財政力を十分に把握し、何のために運用するのか、運用益を何のために使うのかを明確にすることが重要である。そして、理事会、運用委員会、運用責任者等の権限と責任を明確化し、資産運用のプロセスをチェックする体制の構築が重要である。

⁶ 松元暢子氏「非営利組織の資産の運用に関するルールー大学の基金（endowment fund）を中心として一」20頁

ア 資産運用規程の整備

調査においては、資産運用を行っている法人のほとんどが規程を整備している。また、判断プロセスや責任体制などを規程に明記しているかについては、国立 87%（33 法人）、私立 85%（102 法人）で明記している。

資産運用に関する学校法人としての方針、具体的な意思決定の手続き、運用状況のモニタリングなど執行管理の手続きなどを明確にするため、資産運用規程を整備する必要がある。規程に盛り込むべき内容としては、例えば、

規程の目的、運用の原則、理事会・理事長・担当理事・事務担当者など運用責任者の権限と責任、運用委員会の設置、運用対象商品・格付け・限度額、運用状況の報告などである。

イ 運用委員会の設置

調査においては、資産運用方針を決定する委員会を設置している法人は、約 4 割にとどまっている。

運用委員会は、具体的な運用方針の策定、リスク許容度、個別銘柄の選定や売買のタイミングなどの規定あるいはガイドラインを決定する必要がある。その際、法人経営の最終的な意思決定機関は理事会であることを踏まえ、理事会の下に運用委員会を設置することが望まれる。外部に資産運用を委託する場合でも、外部任せにならないように、適時・適切に分かりやすく運用状況を報告させることが必要である。

また、銘柄の選定、売買タイミングなど、個別商品の投資の判断は、市場の動向などに機動的に即応する必要があるので、運用方針、リスク許容度、担当理事・部長等の権限の範囲などの方針を運用委員会で予め明確に定めた上で、担当理事・部長等で行われることが望ましい。

ウ チェック体制

調査においては、運用状況や手続きの遵守状況をチェックする仕組みは、ほとんどの法人で整備しており、チェックは、「監査法人」、「監事」、「理事会」「内部監査部門」が行っており、チェックの頻度は、国立は、「年 1 回」55%、「年 4 回以上」26%、私立は、「年 4 回以上」29%、「年 1 回」26%となっている。運用資産の規模にもよるが、チェックの頻度は年複数回が望ましい。

チェックに当たっては、チェックリストの活用が望まれる。報告書の末尾に添付した「資産運用管理体制等のチェックリスト例」を参考にしていきたい。

エ 資産運用に関する情報公開

学校法人会計基準第34条第8項に定める「その他財政及び経営の状況を正確に判断するために必要な事項」においては、貸借対照表の注記により有価証券の時価情報の注記が求められている。これは、「近年の金融商品の多様化や、特にリーマンショック以降の経済状況の大きな変化に伴い、学校法人の資産運用のリスクを一層明確に把握しやすくすることが重要となっていることから、有価証券の時価情報を種類別に注記する⁷」とされている。

また、現行の事業報告書の記載内容については、「財務の概要」について非常に簡潔な記載例を示しているのみで、具体的にどの程度記載するかは学校法人に任されている。公益性の極めて高い学校法人においては、積極的な情報公開が望まれる。すでに資産運用の状況を記載している学校法人もあり、運用資産の規模、運用収益、時価情報を経年比較できるように工夫し、ホームページ掲載している。各法人の運用状況にあわせた情報の公表が望まれる。上場企業は有価証券の時価情報の開示に加えて、金融商品に対する取組方針、金融商品の内容及びそのリスク並びにリスク管理体制を説明しており、学校法人における情報の公表の参考となる。

では、大学が資産運用に係る情報公開に際し重視すべき点は何であろうか。アメリカの例を挙げると、リーマンショック直後に就任したニューヨーク大学のCIO（投資責任者）は理事会や学内関係者の基金運用に対する理解の欠如を痛感し、「コミュニケーション・キャンペーン」を始めた。基金運用に係るリスクの中でガバナンスがもっとも大きい要因であるとの認識に立脚し、担当者より理事会のメンバーに対し長期の視点に立脚した投資方針やフレームワークを説明している。イエール大学の基金運用報告書は、基金の運用益が大学の教育研究や学生支援を支えている事例を毎年記載している。

一般にアメリカの大学の基金運用はハイリスク・ハイリターンの金融商品を含む分散投資を行う投資家としての側面が強調されることが多いものの、学内外のステ

⁷ 学校法人会計基準の一部改正に伴う計算書類の作成について（通知）（平成25年9月2日 文部科学省高等教育局私学部参事官通知）

ークホルダーズに対し資産運用の中長期方針や運用益がもたらす効果に重点を置いたコミュニケーションや情報公開を行っている。このことは、日本の大学の今後の資産運用のあり方を検討する上で参考になりうると考えられる。

②効率的な運用を行っていることについてのインセンティブ

資産運用体制を整備し資産を効率的に運用している場合、正当に評価されることを検討すべきである。具体的には、資産運用規程を整備し、資産運用委員会で審議理事会等による運用状況のモニタリングなどの適切な執行管理を経て得られた運用益で、奨学事業など教育研究の充実に取り組んでいる法人に対しては、何らかのインセンティブ、例えば大学評価の際に評価することなどが考えられる。

③委託運用や大学の共同運用

調査において、資産運用の課題として重視している課題を三つ上げてもらったところ、「低金利環境下では十分な運用益が見込めない」が最も多く、続いて、「資産運用に精通した人材が学内（役員を含む）で見当たらない」「資産運用に人員や時間を充てる余裕がない」となっている。特に、規模の小さい法人では、運用資金の規模も小さく、資産運用に精通した人材不足や時間的な余裕もない。また、資産運用のリスクや責任を考え、資産運用に躊躇することもある。

このため、専門の金融機関等に資産の運用を委託運用することや、共同運用の仕組みを利用することも一つの選択肢と考えられる。

ア 委託運用

委託運用に当たっては、自ら運用を行う自家運用と委託運用とのメリット、デメリットを十分比較検討した上で自家運用と委託運用の選択や両者の組み合わせを判断する必要がある。

運用形態の選択：自家運用と委託運用のメリット・デメリット⁸

自家運用		委託運用
<ul style="list-style-type: none"> ・ 規模の利益を追求可能 ・ OJT を通じて資産運用に精通した職員の養成が図られる 	メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・ 専門性を必要とされる資産クラスの運用を行うことができる ・ 自家運用よりも多様な運用サービスを期待できる場合がある。
<ul style="list-style-type: none"> ・ 専門性を必要とされる資産クラスの運用が困難な場合もある ・ 資産運用に精通した職員の育成に時間を要する 	デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用に係る責任を負わなくても済むという誤解が生じやすい ・ コミュニケーション、報告様式の統一等のコストがかかる

特に委託運用においては、運用の責任が回避されるものではないことを十分認識する必要がある。自家運用の場合と同様に運用管理体制を整備し、委託契約、運用状況等を定期的にチェックすることが必要である。

イ 共同運用

多くの学校法人が参加することにより資産規模が大きくなった基金を専門の金融機関が運用することで、各参加法人が規模の利益を享受しうるとともに、リスク分散となる可能性がある。ただし、上述の運用責任が回避されるものではなく、自家運用の場合と同様に運用管理体制を整備し、委託契約、運用状況等を定期的にチェックすることが必要である。共同運用に関しては、大学の大規模な運用資産を共同運用する米国の「コモンファンド」が知られている。日本においても、一般社団法人大学資産共同運用機構（河田悌一理事長）が複数法人の参加した「大学共同基金」の運用を開始している。

⁸ 野村証券金融公共公益法人部

図表 資産運用管理体制等のチェックリスト例

プロセス	チェック項目	チェック欄 (注)
資産運用方針の策定・管理体制の整備 (Plan)	① 資産運用に必要な方針や運用規程、ガイドライン等が策定されているか。	1・2・3
	② 運用の手続きの遵守状況をチェックする仕組みが整っているか。	1・2・3
	③ 運用に係る責任（忠実義務と善管注意義務）と権限は、規程、ガイドライン等で明確に定められているか。	1・2・3
	④ 運用の目的、役割や運用益の使途、投資目標に関して役員や運用委員会委員等の間で共有されているか。	1・2・3
運用方針に基づいた運用の実施 (Do)	⑤ 投資目標とリスク許容度を定めているか。	1・2・3
	⑥ 中長期の基本ポートフォリオを構築しているか。	1・2・3
	⑦ 資産運用の手法や形態（自家運用と外部委託運用等）の組み合わせや選択にあたり、メリット、デメリットを考慮しているか。	1・2・3
	⑧ 運用機関の選定は、定量（期待リターン等）と定性（それ以外の要素）の両面を含む総合評価に基づき行われているか。	1・2・3
運用開始後の監視・実績評価 (Check)	⑨ 資産運用は、運用方針や規程、運用ガイドライン等を遵守した形で行われているか。	1・2・3
	⑩ 運用に係る情報が学内関係者間で共有されているか。	1・2・3
	⑪ 運用実績の評価は、中長期的な観点で行われているか。	1・2・3
	⑫ 学内向け運用報告は、定期的もしくは適宜必要に応じ意思決定機関になされているか。	1・2・3
	⑬ 報告は、分かりやすくかつ中長期の視点を踏まえた内容となっているか。	1・2・3
	⑭ 監事あるいは監査法人による資産運用状況の定期的監査が行われているか。	1・2・3
運用状況等を踏まえた見直し (Action)	⑮ 運用実績、市場環境、財政上のニーズ等を踏まえて、適宜、資産運用プロセス、運用管理体制及び執行部門（運用責任者等、運用機関）の見直しが行われているか。	1・2・3

(注) チェック欄の評価の目安は、概ね以下の通り。

1：未実施 2：検討中（実施予定） 3：実施済

【附属資料】

資産運用における管理体制等について（概要）

資産運用の意義

- 学生納付金収入を中心とした財源の多様化が必要
- 収入増と財務基盤の構築を図るうえで、資産運用は選択肢の一つ
- 資産運用に際しては、ステークホルダーズに対する説明責任を果たすべく中長期の視点に立脚し管理体制を整備する必要。
- 役員の義務・責任の明確化の動向に注視

資産運用を行う際の体制整備

① 学内の運用管理体制

ア 資産運用規程の整備

- ✓ 資産運用方針や意思決定、執行管理の手続き等を明確にする

イ 運用委員会の設置

- ✓ 最終的な意思決定機関である理事会の下への設置が望ましい
- ✓ 適時・適切に分かりやすく運用状況の報告が行われる必要がある

ウ チェック体制

- ✓ チェックリストを活用

エ 資産運用に関する情報公開

- ✓ 上場企業の開示（金融商品に対する取組方針、リスク管理体制等）が参考になる
- ✓ 学内外のステークホルダーズに対し、資産運用の方針や運用益のもたらす効果に重点を置いたコミュニケーションは有意義

② 効率的な運用を行っていることについてのインセンティブ

- ✓ 資産運用体制を整備し効率的に資産運用を行っている場合に評価の観点で何らかのインセンティブを検討すべき

③ 委託運用や大学の共同運用

- ✓ 自家運用とのメリット、デメリットの比較に基づく選択、組み合わせ
- ✓ 委託運用でも、運用の責任が回避されるものではない

資産運用に関する役員の義務・責任： 法的検討

- ①「大学の運用資産の投資対象を拡大することは、より効率的な運用に繋がる可能性がある反面、これによって損失が発生した場合には、理事の善管注意義務が追及される可能性がある」

（注1）今後、役員の責任の明確化に関して、私立学校法に新たに「善管注意義務」「損害賠償責任」が盛り込まれる予定である。（大学設置・学校法人審議会学校法人分科会学校法人制度改善検討小委員会「学校法人制度の改善方針について」平成31年1月7日）

- ②「善管注意義務違反の判断にあたっては、資産規模に応じた投資運用体制が整備されていたか、専門知識を有する者のアドバイスを受けていたか、理事会または理事会から委任を受けた機関において十分な検討を踏まえた意思決定が行われていたか、といった点が重視されるべき」

- ③「投資運用体制を構築した上で、専門家のアドバイスを踏まえ、適切な機関において検討が行われていたのであれば、結果的に発生した損失について理事の責任を問うことには慎重であるべきだろう」

（注2）上記「 」内は、松元暢子「非営利組織の資産の運用に関するルール」—大学の基金（endowment fund）を中心として—
（<http://www.jsda.or.jp/katsudou/matsumoto.pdf>）より引用

大学経営協会財務委員会審議経過（2018年）

- 1月26日（金） 第1回会議（10時～12時）
 - ・大学の資産運用状況調査案について
- 5月22日（火） 第2回会議（10時～12時）
 - ・学習院大学法学部 松元暢子教授講話
非営利組織の資産の運用に関するルール
 - ・意見交換
- 6月29日（金） 第3回会議（10時～12時）
 - ・大学の資産運用における管理体制等について
- 9月28日（金） 第4回会議（10時～12時）
 - ・大学の資産運用アンケート結果検討
 - ・大学の資産運用における管理体制等について
- 10月19日（金） 第5回会議（10時～12時）
 - ・大学の資産運用に係る管理体制等について（中間まとめ案）
- 11月1日（木） 講演会「資産運用における管理体制等について」
 - ・大学の資産運用に係る管理体制等について（中間まとめ）報告
 - ・学習院大学法学部 松元暢子教授による基調講演
 - ・パネルディスカッション
- 11月30日（金） 第6回会議（10時～12時）
 - ・大学の資産運用に係る管理体制等について（審議のまとめ案）

2019年1月

大学経営協会 財務委員会委員名簿

委員長	福川伸次	学校法人東洋大学総長（前理事長）
副委員長	西井泰彦	私学高等教育研究所主幹、学校法人就実学園理事長
委員	片山英治	野村證券株式会社金融公共公益法人部 主任研究員
	金子 靖	あずさ監査法人第1事業部 パートナー
	西田一郎	学校法人ルーテル学院 理事
	松尾 肇	学校法人千葉工業大学 監事
	油井貫行	学校法人東洋大学 常務理事
会長	佐藤禎一	元ユネスコ代表部特命全権大使
理事長	宮内義彦	オリックス株式会社 シニア・チェアマン
事務局	前田克彦	事務局長
	前川悠二	事務局長代理

メモ

