

金主方、学校法人その実力と可能性

高 見 茂

はじめに

義務教育学校の校舎耐震化が喧伝されて久しい。また、1970年代から80年代の終焉にかけて児童・生徒急増に対応して多くの校舎が整備されたが、何れも今後10年内外で耐用年数に到達する見込みである。近い将来、校舎を含む教育施設・設備の更新が一举に押し寄せる可能性が高い。今日の少子化に伴う学校の統廃合とも相俟って、老朽化した教育施設・設備の改築・再整備は喫緊の教育行政課題となるものと思われる。

ところが近年の財政金融構造改革に伴い、従来地方自治体が社会資本整備に活用していた財源調達手法（財政投融资）は適用でき難い環境が整いつつある。義務教育施設整備についてもこの枠から外れるものではない。2001（平成13）年度から財政投融资は、新システムの下で運営され、金融自由化の進展の中、民間金融市場と調和の取れた仕組みとすべく抜本的な改革が実施された。それゆえ郵便貯金や年金積立金の全額が資金運用部に預託される仕組みから、財投機関（財政投融资の対象機関、義務教育施設も対象）の施策に必要な資金を金融市場から調達する仕組みへと転換された。そのため財投機関の財務状況が市場の評価を受けることとなり、その内容如何によっては財源調達に支障を来す可能性も否定できない。義務教育施設の更新や耐震化の必要性に迫られていても、地方自治体の財務状況によって財源調達力に差が生じ、それが直接的に教育条件整備力に跳ね返ることになるのである。因みに、2008（平成20）年度より自治体の財政状況を指標でチェックし、再建を促す制度が新しく導入される予定である（地方財政健全化法の一部施行）。そして2009（同21）年秋までに、普通会計や公営事業会計を対象にした「単体」ベースでの決算4表（貸借対照表、行政コスト計算書、資金収支計算書、純資産変動計算書）と附属明細書の作成が求められている。またこうした財務諸表をベースに、実質赤字比率、連結実質赤字比率、実質公債比率、将来負担比率等、4指標の公表も義務付けられた。ゆえに自治体にとっては、莫大な義務教育施設

整備財源の調達環境は一層厳しくなるものと思われる。

他方学校法人部門は、少子化の中で財源調達手法の多様化—学納金依存体質からの脱却、資産運用益の拡大、金融市場からの直接的財源調達の拡大を迫られている。こうした財務体質の変更は、学校法人部門をして金主、すなわち機関投資家としての機能を拡大させる可能性が高い。また財源調達手法の多様化によって、特に金融市場からの直接的財源調達の拡大によって自らも投資対象となる。そのためその投資行動の有様は、公益法人であることも相俟って、投資対象のCSR（社会貢献）への考慮や、金主としてのUSR（University Social Responsibility：大学の社会貢献）を踏まえたSRI（Social Responsible Investment：社会的責任投資）を導く契機となる可能性があるのではないかと思われる。そして、SRIの対象として、今後義務教育施設整備財源調達に困窮する可能性の高い自治体への投資を推進することは、金融を媒介として教育部門内のソーシャル・キャピタル構築の契機となる可能性を秘めている。

本稿では、自治体側の教育財源調達構造の変化、および学校法人部門の財源調達手法の変化を踏まえた上で、自治体—学校法人部門間の相互関係性の中で、教育金融システム構築の可能性を検討することを課題とする。

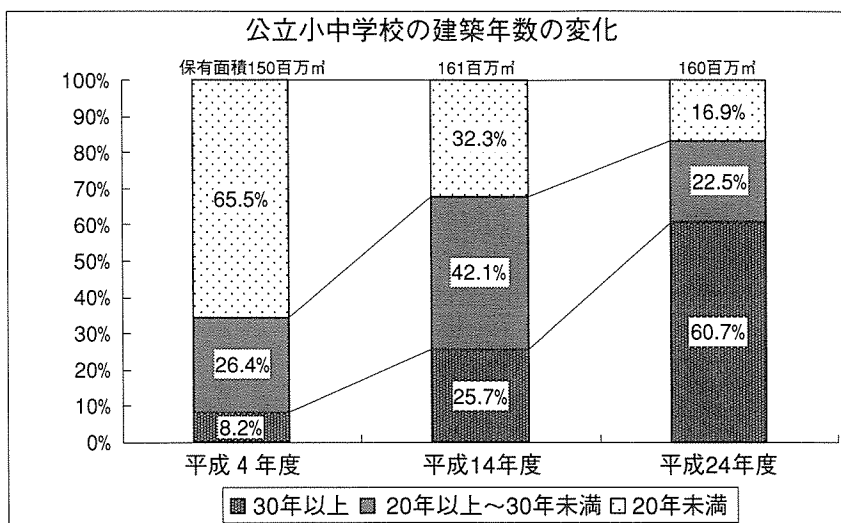
1. 義務教育部門における施設整備財源構造の変化—財政投融资改革のインパクト

本章では、今後の義務教育施設の整備需要を踏まえ、平成13年度以降の財政投融资改革の影響で学校教育財源の調達手法が多様化する実情を時系列に照らして概観しよう。

（1）中長期的な今後の整備需要の見通し

図－1は義務教育施設の建築年数の経年変化を示したものである。2001（平成13）年度から2011（同23）年度にかけて、築30年を超えた老朽化した校舎が急増する見込みである。また地域の学校は、災害時の避難所としても活用されることから、耐震化を図ることが焦眉の急となっている。ところが、2007（同19）年度文部科学省一般会計予算に計上された公立学校施設費は1042億円となっており、1980年代の終わりに比べて4分の1に支出規模が縮小している。頻発する地震災害も相俟って、義務教育施設整備の政策優先順位は高いと考えられるが、折からの地方財政難から耐震化は遅々として進まない。こうした財源難に加えて、耐震化工事は学校の授業計画との絡みから夏休み等の授業休業期に集中化せざるを得ず、整備計画が進捗しない要因の一つとなっている。

図－1 公立小中学校の建築年数の経年変化



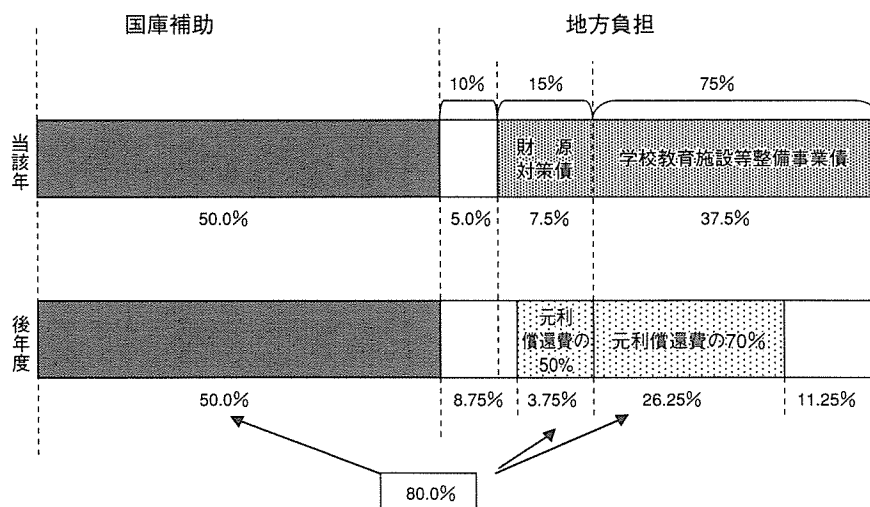
(2) 義務教育学校整備のための財源調達構造—平成18年度整備のための資金区分

義務教育施設整備のための財源は、新增築の場合、図－2に見るように従来と変わらず、原則として事業費の50%は国庫補助金を充当することになっている（平成18年度）。地方負担部分（全体の50%）のうち、75%（全体の37.5%）は学校施設整備事業債が、また15%（同7.5%）は財源対策債が充当されている（同年度）。したがって現行制度枠では、義務教育施設の整備のための一般財源（自己財源）は地方負担分の10%（全体の5%）の負担で済む。

図－2 2006（平成18）年度義務教育整備財源の資金区分

小中学校

新增築（負担率1／2）



それでは地方負担部分のうち、借入れ部分の財源調達構造はどうなっているのでしょうか。この部分の財源調達手法は、表－１に見られるように、大分類で２種類、中分類で３種類、小分類で６種類からなる。大分類では １) 国の政策金融と ２) 民間資金の導入に区分できるが、先ず前者を適用する場合から見てみよう。この部分（学校整備事業債37.5%と財源対策債7.5%を併せて全体の45%）の引受け原資は、従来、義務教育の場合、主力は簡易生命保険資金（以下簡保資金）と、郵便貯金資金（以下郵貯資金）等を旧大蔵省資金運用部に義務預託されたものを原資とする運用部資金であった（全体の７割弱）。国によって義務教育施設整備財源充当のための地方債発行引受け原資のための融資枠が保証されていたのである。このことは、地方債は負担金・補助金を軸とした地方教育財政の枠組みの一部に取り込まれ、護送船団行政の一翼を担っていたことを意味する。しかし経年的には財源調達手法は多様化し、趨勢としては表－１の １) 国の政策金融から ２) 民間資金の導入に移行し、財源調達面から市場化が浸透していると指摘できる。この点については（３）で詳しく検討する。

表－１

１) 国の政策金融

①従来型・・・政府資金（運用部：平成12年度まで、簡保、財政融資資金：平成13年度より）

２) 民間資金の導入

①従来型・・・市中金融機関による地方債引き受け（縁故債）

②公募債の発行⇒ 全国型市場公募債

・ 共同発行

・ 個別発行

⇒ 住民参加型ミニ市場公募債

③PFI 民間の金融機関のシンジケート団による融資

公債残高の累積に対する懸念・批判への対応策

（金融市場における資金調達コスト＋リスク引き受けコスト）

他方後者であるが、民間資金としては伝統的に地方債発行による財源調達がなされて来た。義務教育機関整備のための地方債引受機関は、従来多くは自治体の出納事務取扱い金融機関であり、市場公募債は殆どなく縁故債による財源調達が主流を占めていた。ところが近年、

政策金融システムの制度改編や規制緩和に伴って、公募債による財源調達も行われるようになった。表－１に見るように、公募債は①全国型市場公募債と②住民参加型ミニ公募債に類別され、前者はさらに複数自治体による共同発行と単一の自治体による従来型の個別発行からなる。後者は義務教育施設等の整備に地域資金を活用すると共に、地域住民に地域の教育経営に積極的に参画する機会を与えることをねらうものである。

さらに近年、地方債発行に伴い累増する債務残高に対する懸念と批判の高まりから、その抑制を図ると共に財政危機への対応も相俟って、P F I（Private Finance Initiative）を導入する事例も出て来た。これは民間資金を活用した義務教育施設の整備スキームであり、民間金融機関のシンジケート団による融資によって財源調達するものである。P F I 事業会社为中心となって、事業資金調達と設計・建築・維持管理等の事業推進を一体的に推進する。公共部門は、P F I 事業会社の提供する公共サービスを購入し、住民にサービス提供する役割を果たす。そしてそのサービス購入料を出資者に割賦返済する形態を採る。

英国においてP F I が当初導入された時期には、そのメリットの一つとしてP F I に関わる債務をオフ・バランス（財務諸表上に負債計上しなくて良い）できることが強調されていた。¹⁾ つまり長期債務残高の増加を抑制し、単年度当り負担を抑制・定額化することによって財政支出計画を立て易くし、また抑制した財源を他の施策に充当することが可能となるメリットがあるとされていた。

しかし民間資金の活用は、金融マーケットから資金を調達し、P F I 事業に投資することから、P F I 事業会社のリスク負担コストに加えて資金調達コストが上乗せされることになり、中長期的にトータルで見ればコストは相当大きなものになる。²⁾

（３）地方債資金区分の時系列的動向

地方債で財源調達される部分は、上記のように国の護送船団行政を基軸として簡保資金および郵貯資金（以下郵政資金）によって手厚い対応がなされて来た。ところが郵政資金は、財政投融资制度改革に伴い2001（同13）年度から資金運用部への義務預託が廃止され、金融市場で自主運用されることになった。その結果従来の財政投融资制度は大きく転換され、義務教育施設整備事業原資の調達についても少なからぬ影響が生ずる可能性が出て来た。³⁾ しかし、同年以降、激変緩和措置として財政力の弱い地方自治体の資金確保のために、地方債計画・財政投融资計画の枠内⁴⁾ で、政府の定める統一的貸付条件で金融市場を経由しない直接融資がなされて来た。こうした特例措置によって、教育施設整備のためのファイナンス・

システムに急激な変更はなく、伝統的枠組みに準じた体制の維持というソフト・ランディングが一時的には可能であった。ところが、主力借入れ財源である郵政資金の財務省預託は、最後の義務預託分（2000年度預託開始）が2007（同19）年度に満期を迎え、総てが金融市場で自主運用され、市場による規律付けに切り替えられた。

政府資金と民間資金のシェアの変化は、図－3（1）および（2）に見るように財政投融资制度の改革が始まった時点から徐々に顕在化しつつあった。2000（同12）年度以前は、政府資金は郵貯等を原資とする運用部資金が11％程度、簡保資金が60％程度、銀行引受けが30％程度で、政府資金のシェアは圧倒的で70％を超えていた。2001（同13）年度以降、2005（同17）年度まで政府資金のシェアは縮小し続け、民間資金のシェア拡大と同時にその内容は多様化し、市場公募債のシェアが拡大し始めている。簡保資金が廃止された2006（同18）年度以降、政府資金と民間資金のシェアは拮抗状況にあり、中でも市場公募債のシェアの拡大は民間資金のシェア拡大に大きく寄与するところとなった。こうした状況は、同年度の地方財政計画に「地方債資金のより一層の市場化の推進」「住民参加型市場公募債の拡大」を柱とする方針が盛り込まれたことにも起因する。このように、金融市場からの資金調達のシェアが拡大し、財源調達面からも市場化の波は教育部門に否応なく押し寄せる実情にある。

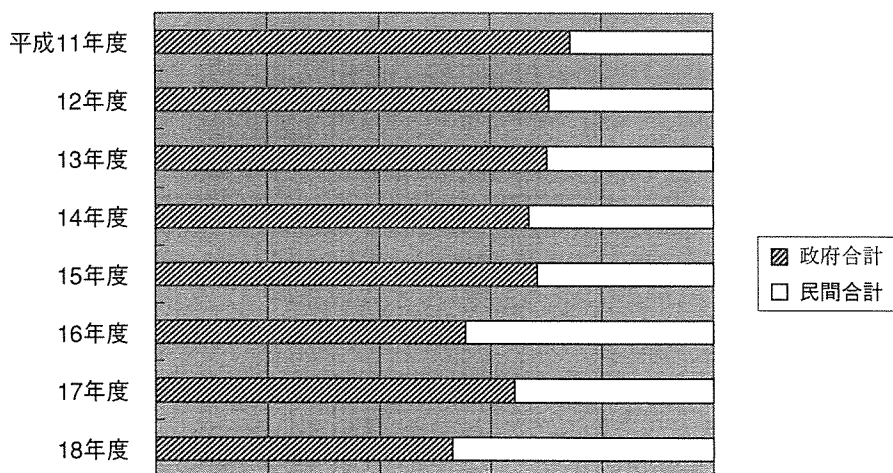
図－3 地方債資金区分の時系列的動向

表－1 1) ① 2) ①② にフォーカスして地方債引受資金の近年の変化を検討

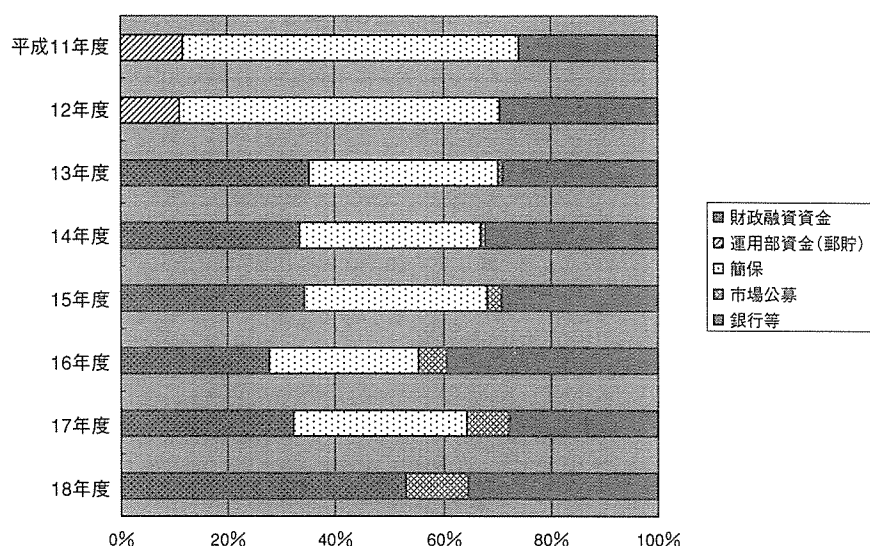
図－3（1） 政府資金と民間資金のシェアの変化（1）

平成11年度～平成18年度

図－3（1）政府資金と民間資金のシェアの変化



図－3（2）義務教育施設整備財源：政府資金と民間資金のシェアの変化（2）



小括

以上が近年の義務教育施設整備を取り巻く財源調達の状況である。政府系の政策金融に依存する部分は縮小し、金融市場を経由した民間資金のシェアが拡大の一途を辿っている。その内実には住民参加型のミニ公募債をはじめ、市場公募債の漸増に依存するものである。市中金融機関による縁故債引受けは、増加の趨勢にはあるが不安定な様相も呈している。義務教育施設整備関係地方債の引受けは、地方自治体の公信性という点に照らせば安全性は高いが、その利回りは低く収益性の点で魅力に乏しい。しかし、その公信性故に優良債権として位置付けられ、地方自治体関連の縁故債の保有は相対的に不良債権比率を引き下げることに繋がる。したがって市中金融機関にとって、義務教育施設整備関連の縁故債の引受けは不良債権処理の手段として極めて有効であったと指摘できる。

2. 学校法人の財務力ー大学法人を中心に

ここでは、私立学校法人と国立大学法人を対象に学校法人の資産をマクロ的に鳥瞰し、私立学校法人に絞り、運用可能（投資可能）資産を地域別、規模別に把握する。それを踏まえて、わが国私立学校法人の資産運用に関する基本姿勢を見出すことをねらいとする。

（1）資産のマクロ的把握

平成19年度版「今日の私学財政」（私学振興共済事業団）によれば、私立学校法人（大

学・短大法人)のマクロ的な資産規模は、固定資産が20兆7146億円、流動資産が3兆7460億円、合計24兆4606億円となっている(表-2参照)。参考までに国立大学83法人の平成18年度決算資料によると、その資産規模は総計で見ると、固定資産が8兆934億円、流動資産が8348億円で合計8兆9282億円程度となる。したがって国内の大学・短大部門のマクロ的な総資産規模は29兆6428億円程度と推計される。

表-2 教育組織の資産規模

*私立学校法人(大学法人・短大法人)

平成18年度末「今日の私学財政」振興共済事業団編を基に計算		
資産規模	固定資産	20兆7146億円(9624億円)
	流動資産	3兆7460億円(1909億円)

	総資産	24兆4606億円(1兆1533億円)

注:()内は短大法人

*国立大学法人 83法人の平成18年度決算

資産規模	固定資産	8兆934億円
	流動資産	8348億円

	総資産	8兆9282億円

*国内の大学・短大法人の総資産は33兆円程度

そのうち私立学校法人における運用可能資産をマクロベースで把握すると、固定資産(有価証券、退職給与・減価償却等引当特定預金等、第3号基本金引当資産(基金)等)が5兆7790億円、流動資産(現金預金、有価証券)が3兆1379億円、総計8兆9169億円程度となっている。さらに私立高校法人の運用可能資産1兆315億円、専修学校法人の運用可能資産4884億円⁵⁾の総計1兆5199億円を加えると、わが国の私立学校部門の運用可能資産はトータルに見て10兆4368億円程度と把握できよう(表-3参照)。

表-3 運用可能資産(私立学校法人:大学法人)出所は図-5に同じ

固定資産(有価証券、退職給与・減価償却等引当特定預金等、第3号基本金引当

資産（基金）等	5兆7790億円（2410億円）
流動資産（現金預金、有価証券）	3兆1379億円（1787億円）
運用可能資産	8兆9169億円（4197億円）

注：（ ）内は短大法人

他の運用可能資産

*私立高校法人 出所は表－2に同じ

固定資産（有価証券、退職給与・減価償却等引当特定預金等、第3号基本金引当	
資産（基金）等	6656億円
流動資産（現金預金、有価証券）	3659億円
運用可能資産	1兆315億円

*専修学校法人 出所は平成18年版「今日の私学財政」専修学校・各種学校編を
基に計算（データは平成17年度決算）

流動資産（現金預金）	4884億円
運用可能資産	4884億円

注：専修学校については、固定資産のうち運用可能資産のデータは把握できず。

流動資産のうち運用可能資産として把握できたデータは現金のみ。

*国立大学の運用可能資産

流動資産（現金・預金、有価証券）	
現金・預金	5621億円
有価証券	1110億円
運用可能資産	6731億円

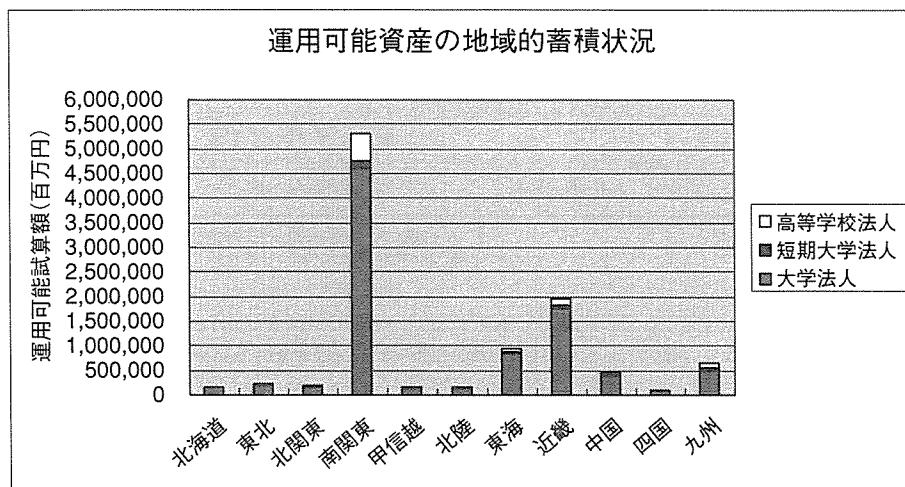
（2）運用可能資産のミクロ的分析

次に上記のような運用可能資産が、地域的にどのような蓄積状況にあるのかを検討してみよう。⁶⁾ 図－4に見るように、運用可能資産の51.3%程度（総計5兆3158億円）が南関東エリアに蓄積されている。また大学法人の場合、学生規模別に見ると、学生数10000人以上に集中する傾向が見られ（40.9%、3兆6202億円）、これは東京都に蓄積されている運用可能資産に匹敵するとされる（図－5参照）。したがって、わが国私立大学法人の潜在的な運用可能資産は、大規模法人の集中する首都圏に集中的に蓄積されているといえる。このことは、

多数の地方出身学生を吸収する首都圏高等教育部門の資産運用の在り方をめぐって、学生の供給地としての地方への配慮が重要な視点となることを示唆するものであろう。

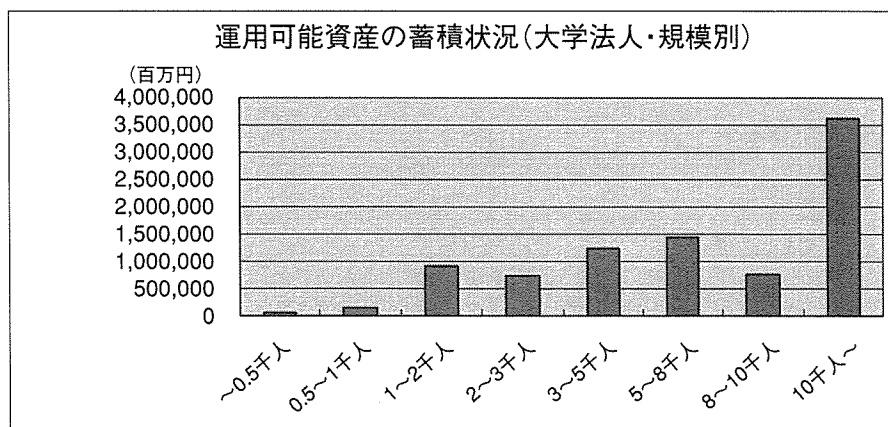
図－4 運用可能資産の地域的蓄積状況（1）

・ 南関東（4兆4518億円）、近畿（1兆7111億円）に集中



図－5 運用可能資産の地域的・規模別蓄積状況(2)

・ 学生数10,000人以上に集中 東京とほぼ同額（3兆5065億円）



（3）資産運用行動の分析

1）高等教育機関における財務戦略調査

筆者は日本学術振興会の科学研究費補助金を受け、平成18年12月に高等教育機関における財務戦略に関する調査を実施した。⁷⁾ 設問2で、過去5年間で最も収入全体に占めるシェア

が拡大した項目を尋ねたところ、「最も拡大した項目」としては資産運用収入とする回答が最も多く（25%）、「それに次ぐ項目」としては受託研究収入とする回答が最も多かった（23%）。⁸⁾ さらに設問3で、少子化の中で学納金収入確保が厳しくなりつつある中で、収入確保手段として何のシェアを拡大すべきかと尋ねたところ、最も多かったのが資産運用収入（25%）で、次いで受託研究収入（16%）、公的補助（15%）となっていた。またシェア拡大の容易な項目を尋ねたところ、「最も容易なもの」は資産運用収入（42%）、「次いで容易なもの」は寄付金収入（31%）であった。⁹⁾ 以上に照らせば、経済環境の厳しさと少子化の進行の中で、資産運用収入、受託研究収入、寄付金収入の拡大つまり外部資金の獲得を今後の高等教育機関の重要な柱と位置付けている状況が把握できる。特に資産運用収入については、何れの質問項目においても高い回答比率を示していることが特徴で、それだけ一層重要な財務戦略であると言えよう。

それではどのような対象で資産運用しているのでしょうか。回答法人のうち、89%が現金・預金での運用を実施していると回答し、63%が現金・預金定期預金・譲渡性預金での運用比率が80%を超えると回答している。その他の資産運用対象としては、国内債券、外国債券、国内株式、投資信託がごく僅少散見される程度である。したがって運用対象は、現金預金、譲渡性預金、国債・地方債、社債等が中心となっていると思われる。

次に資産運用ポリシーとして、①安全性、②運用利回り、③投資主体としての責任（USR：大学の社会的責任、SRI：社会責任投資）について聞いてみた。最も重視する項目は①安全性（94%）、次いで重視する項目は②運用利回り（76%）、その次に重視する項目は③投資主体としての責任（76%）の順となっている。さらに、それぞれの項目についてどの程度重視しているのか聞いてみた。「重視している」「少し重視している」との回答は、①安全性については89%、②運用利回りについては83%、③投資主体としての責任については50%となっていた。何れの角度から見ても、投資対象の安全性と運用利回りについては、高い関心が寄せられている様子が看取される。しかし、公的支援（寄付、補助金配分等の公金の注入）を受けている教育機関の投資の在り方として、当然考慮されて然るべき社会責任投資等への意識はまだ十分成熟していない実情にある。

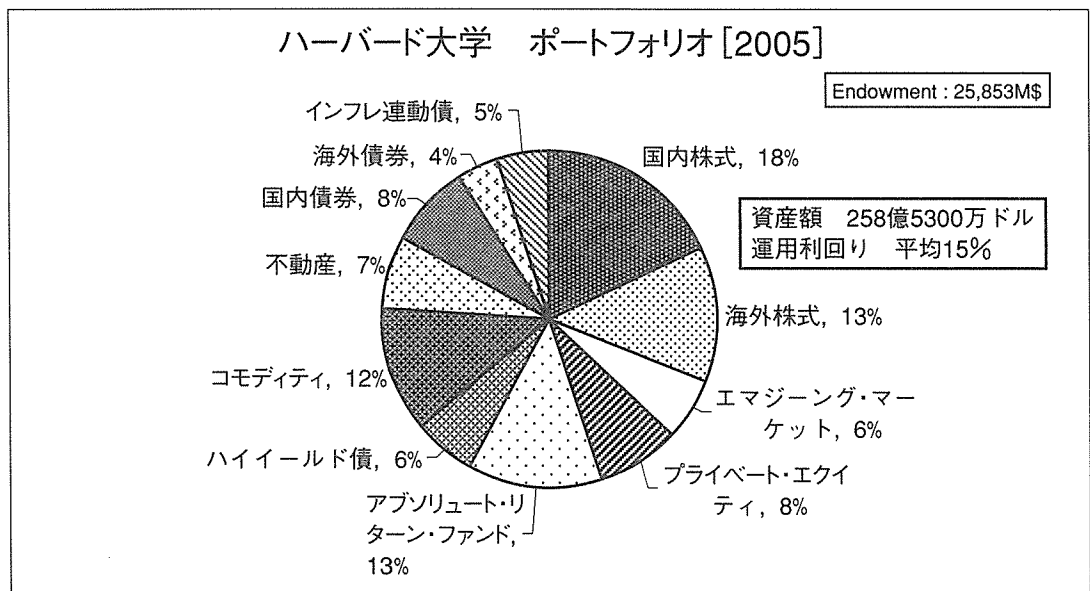
2) 具体的な資産運用状況の事例の検討

①ハーバード大のポートフォリオ

参照事例として米国のケースを検討してみよう。ハーバード大のポートフォリオを見てみ

ると、図－6に見るように、2005年度の資産額は258億5300万ドルに上り、多様なものに分散して投資し、15%程度の運用利回りを上げている。投資内容は、①国内外株式、②オルタナティブを中心としたハイリスク・ハイリターン投資、③不動産・国内外債券の3部門にほぼ3分の1ずつの分散投資となっている。投資主体としての責任は、安全性の確保について厳しいガイドラインを引いているのみで、管見の限り大学としての社会貢献、投資先の経営の良さ等に付いての規制は見当らない。一般に米国大学の投資戦略は、買収ファンド、秃鷹ファンドであれ、運用益が得られれば何にでも投資する傾向が強く、投資先のCSR、投資主体としてのUSR・SRIの意識はさほど見られない。¹⁰⁾ 大学の中には、投資先のCSRについて配慮している事例も見受けられるが、それはネガティブ・スクリーニングであり、社会的に良き経営を積極的に支援するというポジティブ・スクリーニングまでには至っていない。¹¹⁾

図－6



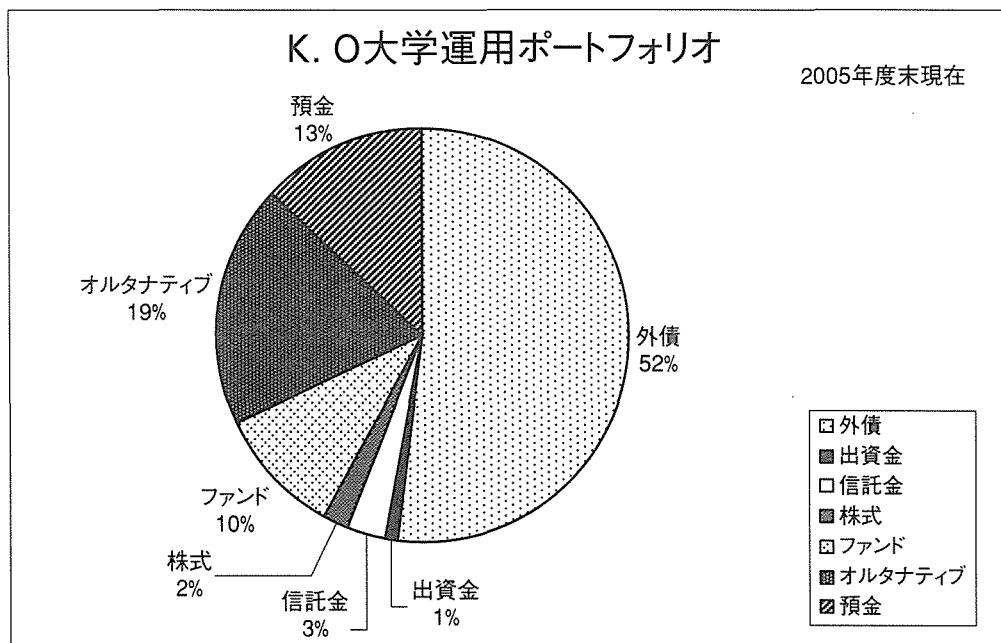
K.O大資金運用課提供資料より引用

②日本のK.O大学のポートフォリオ

事例としてK.O大学の場合を検討してみよう。同大は、資産運用面におけるわが国のリーディング・ユニバーシティであり、運用資産規模第2位で1410億円を平均運用利回り3.97%で運用している（2005年度）。年間運用果実は56億円に達し、一部をペイアウト・ルールにしたがって払い出し、教育研究経費に組み入れている。資産運用ポートフォリオは時

期によって大きく変化しており、90年度末までは、現金預金運用、国内債券運用中心で現在のわが国法人の運用傾向と同じ状況であった。バブル崩壊後の95年度末には、現金預金を縮減し、ファンドへの投資・外債運用の拡大が図られた。さらに2005年度末には、現金預金のさらなる縮減（13%）が進められ、国内債券への投資は0に達した。そして外債の占める率が50%を超えるに至った（図－7 参照）。運用規定にも安全性、運用利回りに関わる規定は見られるが、投資先のCSR、投資主体としてのUSR・SRIに関する規定は見られない。

図－7



K.O大学資産運用課提供資料を基に作成

小括

以上アンケート調査結果も踏まえて検討した結果、今後の展望としてわが国の多くの大学が資産運用益に活路を見出す可能性が高いと指摘できる。また現時点でのわが国の学校法人の多くはK.O大の95年段階であるといえる。また、資産運用益に対する期待度の高さから推測すると、今後K.O大の05年段階のポートフォリオのような形に移行する可能性は高い（米国大学の資産運用の有様の影響も考えられる）。しかし現時点では、金主、機関投資家として、投資対象のCSR、自らがUSRを踏まえSRIを実施する可能性はまだ低いといえよう。

3. 教育系機関投資家としてのUSRを踏まえたSRIの促進－教育部門内の金融を媒介としたソーシャル・キャピタルの構築

ここでは以上の分析を踏まえて、学校法人の財源調達手法の変化と教育部門内での新しい金融システム構築の方向性と可能性を検討しよう。

(1) 新たなUSRの促進要因としてのSRI

わが国の学校法人は、現時点では安全性を第一に現金預金での運用を最優先と考えているが、徐々に資産運用益の確保にシフトする可能性を否定できない。それはアンケート結果に見られるように、今後の少子化の中で収入確保のための最も有効な手段としては、資産運用収入を挙げている回答が最も多くなっていることから明らかである。またそれは、収入に占めるシェアの拡大が最も可能な収入項目として捉えられていることから支持されよう。USRを企業のCSRのアナロジーとして考えるならば、その内実は伝統的な大学の果たすべき機能である教育・研究に加えて、「環境責任」「社会貢献責任」「会計情報の公開」といった新しい課題を内包するものといえる。現時点ではUSRの内実は、「会計情報の公開」は普遍化しているが、近年大学の「社会貢献責任」の遂行が叫ばれ、「環境責任」についても意識が高まりつつある。しかし「社会貢献責任」については、主として大学のソフトの社会一般への提供を中心とした貢献に止まっている。

学校法人は公益法人であり、公的補助金を配分されている資産運用益に対しても免税措置が採られている。しかしバブル期の銀行借入による投資資金での利鞘稼ぎや、満期直前の社債を買い取った形で企業より名義変更し実質的な脱税行為に加担する等の投資行動には厳しい社会的批判が寄せられた。学校法人は、公的支援を受け租税負担等のコスト負担を免除されていることから、資産運用面において公益法人としての新たなUSRを踏まえたSRIを実行し、リスクを少しでも取るべきではないかとの論も成り立つ。

USRを踏まえたSRIの促進は、特に学校法人を取り巻く新しい財源調達手法の拡大にその可能性は存在するのではないと思われる。今後の経営環境、特に補助金・交付金縮減を勘案すると、新しいファイナンスの検討と導入は不可欠であり、急拡大する可能性がある。特に近年の i) 規制緩和の一環としての学債の市場発行の解禁、ii) 少子化対策としての施設設備の更新需要の発生、iii) 格付け機関による格付けの開始は、新しいファイナンス手法の導入の契機となるものと思われる。

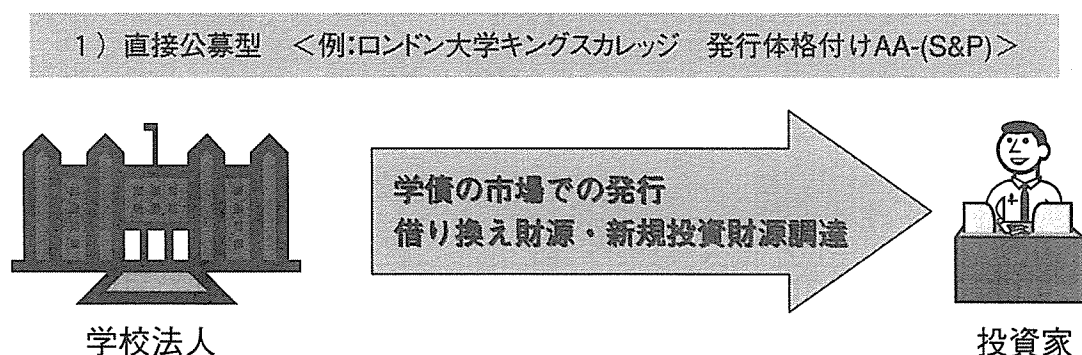
(2) 新しいファイナンスの導入

近年の厳しい経営環境の中で新しいファイナンスの検討と導入は不可欠となりつつある。現在導入ないしは導入が提起されているスキームは、大別すれば2種類、詳細に類別すれば3種類に類型化される。それは i) 直接公募型と ii) 機関媒介型に類別され、後者はさらに a) 学債を裏付けとする債券担保証券によるスキーム (Collateralized Bond Obligation: CBO) と、b) 特定担保債権を裏付けとする証券化スキーム (Collateralized Loan Obligation: CLO) に類別される。その内実を簡単に見てみよう。

1) 直接公募型

この手法については、わが国においても2001（平成13）年度から制度化され、既に一部私立大学法人では導入されている。従来学債の引受けは、当該学校法人の教職員、父母、卒業生等、学園の関係者に限定されていたが、規制緩和措置として学園外の一般投資家にも対象が拡大された。¹²⁾ これはある意味では学債の市場公募と同じ効果が得られるものである。学校法人立命館はこの制度による学債の市場公募を導入している（平成14年10月に発行総額10億円）。しかし現在のわが国の制度では、学債は一般投資家からの直接的な金銭消費貸借として扱われ、市場流通性のある債券としての位置づけはない。ちなみに立命館の場合は、単利0.5%、償還5年で満期まで保有が義務付けられ、第三者への譲渡は禁じられている。同様のスキームは、ロンドン大学キングスカレッジが2000年に学債を発行し銀行借入の借換と施設整備資金を調達したケースにも見られる（図－8 参照）。

図－8



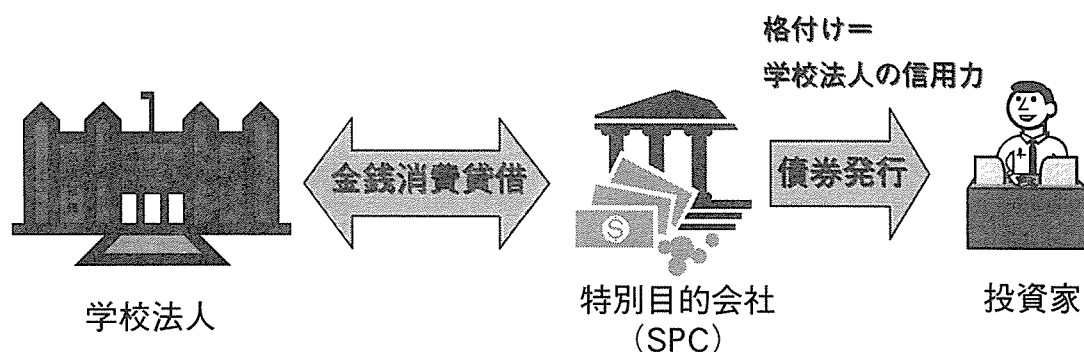
2) 機関媒介型

a) 金融機関媒介型

この手法は、金融機関がSPC（特別目的会社）を設置して学校法人との間で金銭消費貸借

を結び、その貸出債権を担保にSPCが自己社債（ないしは株式）を発行し投資資金を早期に回収し、リスクを分散する手法である。最初の事例は2003（平成15）年2月に法政大学の財源調達への導入に見られた。すなわち同大は、長期優先債務格付けを取得し、その信用力で学債をSPCに売却し50億円の財源を調達した。SPCは学債を担保に自社債を市場発行し、投下資金のリスク分散と早期回収を図ったのである。これは学債を社債に転換し、現行制度枠の制約（＝学債の市場流通が制限されている）を回避する仕組みであるといえよう（図－9 参照）。

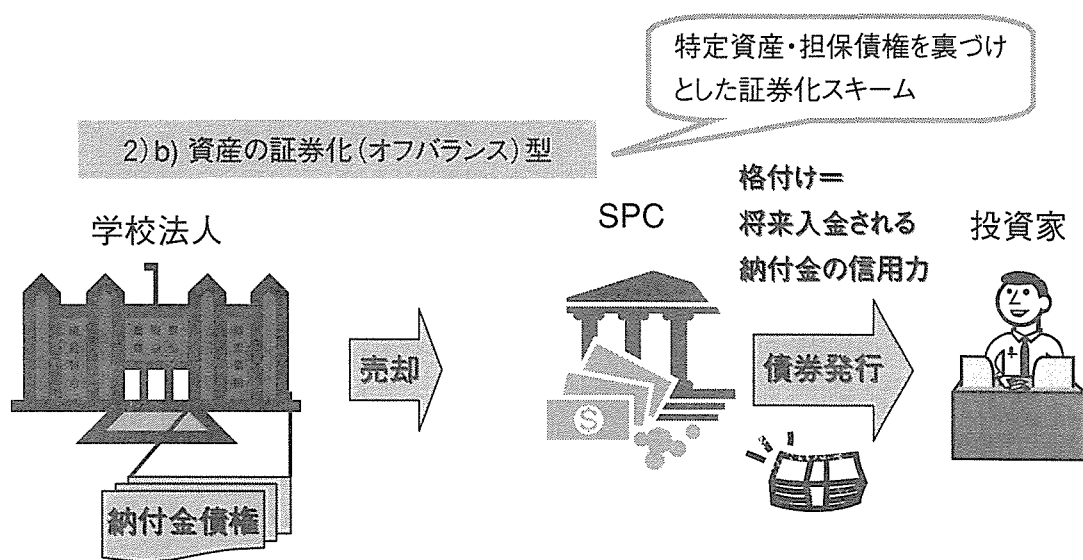
図－9



b) 資産の証券化（オフバランス）型

この手法は、学校法人の授業料収入や附属病院レセプト等の収入債権をSPCに売却し、SPCはその購入債権を担保に自己社債（ないしは株式）を発行し、債権購入資金を回収するとともにリスクを分散するものである。基本的に現行制度枠組みの制約を回避する仕組みである点では、上記 a) と同様である。ただこれは資産の証券化（オフバランス）といわれる側面があり、学校法人の負債の増大を抑制するファイナンス技術でもある。米国では1960年代にはこの種の収入担保債券が発行されていたが、70年代から80年代にかけて寮、駐車場、体育館等の収益性物件からの事業収入を裏付けとする事業債に移行した。収入担保債の場合は学校法人全体の信用格付けが重視されるが、事業債については当該事業スキームのキャッシュフローに基づく信用力による。管見の限りわが国ではまだ導入例は見られないが、附属病院をもつ大学法人では導入の可能性の検討が既に始められている。規制緩和の進展と共に今後普及拡大の可能性も否定できない（図－10参照）。

図-10



小括

以上は何れも市場による評価を受ける手法である。評価の中身として近年、財務内容・安全性、運用利回りに加えて、当該投資対象の社会貢献（企業ならCSR）を踏まえた社会的責任投資（SRI）が投資家の重要な評価ポイントになりつつある。ゆえに、こうした新しい財源調達手法は、投資対象である学校法人の社会貢献活動（USR）の有様が投資家から評価されることになる。評価された学校法人は投資家の支持を得て資金調達が容易になり更なる業績の向上が期待できる。結果的に、機関投資家としての投資の有様に影響を与え、SRIを意識した投資の促進要因となるのではないかと論も成り立つ。

おわりに

学校法人の資産運用の目的は、直接的には新たな経営資源を調達することであるが、その内実は、i) 現世代への配分とii) 将来世代への配分に類別できる。前者としては、a) 経常費用の一部賄い、特に教育研究経費への組み入れと、b) 特定施設・設備整備資金への充当が、また後者としては、a) 保有資産の購買力維持、すなわち運用果実の積み増しによる目減り防止措置によって将来世代のための教育研究資源を保全すること、がそれぞれ指摘できよう。

以上は学校法人内部での対応であるが、これらに加えて潜在的な入学者である将来世代の教育支援に投資家として積極的に貢献すべきではないか。教育財源の制約状況下においては、

規制緩和も相俟って新しい財源調達の仕事が開発され導入されている。そこには格付け機関の格付け取得が不可欠であり、自らの投資行動を含む社会貢献活動も経営の質の良さを評価される上では重要な要素となる。また、財源に占める学校法人資産運用益のシェアの拡大は、学校法人の金主、すなわち機関投資家としての活動を活発化させるとともに、その投資活動の有様が社会貢献活動の一環として評価されることになる。公的支援を受ける機関であることを忘れ、運用益の極大化だけ目を奪われ、投資行動倫理を無視した極端な利得行動に出ることは厳に慎まねばなるまい。

今後財源調達面で困窮が予想される義務教育施設整備財源等学校整備財源調達に寄与貢献することは、機関投資家、特に公益法人として免税措置を始め様々なリスク軽減措置を享受する教育部門内最大の機関投資家としての責任の一つを果たすことになるのではないかと。投資先として問題のある対象（児童労働等の搾取、環境汚染、偽装等の投資リスク要因の存在）に対する投資の除外（ネガティブ・スクリーニング）のみならず、収益性は低くとも高い社会貢献を進める組織であったり、社会的に重要な役割を果たしている組織を見出し（ポジティブ・スクリーニング）、積極投資を進めることも肝要であろう。それは金主、すなわち単なる資金供給者としての支援に加えて、良き経営や社会的に不可欠な組織への積極的な応援を通じたUSRの一環として位置付けられよう。

こうした関係性の中に、義務教育部門を核とした初等・中等教育部門と教育機関を経営する学校法人部門が、金融を媒介として教育部門における一種のソーシャル・キャピタルを構築し得る可能性が展望できるのではないかと。財政危機の到来は、教育財政の内実に新たなフロンティア、すなわち教育金融を通じた新たな資源調達機会を展望する契機となった。今後さらに、この関係が好循環する条件等について検討することが求められる。

注

- 1) 当初英国ではオフ・バランスが認められていたが、2008年度より認められなくなった。有力PFI事業会社であるジャービスの破産等の事態の発生によるものと思われる。わが国においては当初よりオフ・バランスは認められていなかった。
- 2) 基本的な財務枠組みは割賦リースであるから、住宅ローンを利用した場合トータルの元利支払金はかなり高いものになることに通ずるものがある。
- 3) 財政投融资機関は自らの財投機関債を発行するか、発行が困難な機関については国の責任において財投債を発行し、金融市場で調達した資金（財政融資資金）を供給することとした。財投債の引受け資金は、郵貯資金と簡保資金（両者を併せて郵政資金）に多くを依存しており、義務教育施設整備事業原資の調達は、結局郵政資金の行方の如何にか

- かっていたといえる。
- 4) 地方債計画・財政投融资計画の枠内での地方債発行は、国によって引受け財源融資枠が保証されている、つまり地方債の確実な引受け先が保証されていることを意味する。
 - 5) 入手資料の制約から専修学校については平成17年度決算データである。平成17年度までの過去5ヵ年の決算時の現金保有残高の平均は4722億円である。
 - 6) 専修学校の集計資料は平成17年度基準であるが、全体集計からは除外している。
 - 7) 「民間資金活用による教育財源調達手法の有効性に関する国際比較研究」平成16・17・18年度科学研究費補助金（基盤研究（B））課題番号16330152 研究代表者 高見 茂による。
 - 8) 過去5年間に収入構造に変化があったとする回答のうち、シェアの拡大があったとする回答数81件に対する割合である。
 - 9) 母数は全体の回答者数201である。
 - 10) たとえば、村上ファンドは、日本の証券金融市場に混乱をもたらせたが、ファンドが集めた4000億円のうち、40%分1600億円は米国大学資金からの投資資金であったとされる。またThe Chronicle of Higher Education August 25, 2006によれば、2005年度にFranklin W.Olin College of Engineeringは34.5%の運用益を、またUniversity of Connecticut Foundationは32.9%の運用益をそれぞれ獲得したとされる。こうしたハイリターンを獲得するためには、運用益等が優先され、投資主体としてのUSR・SRIについての優先順位は相対的に低くならざるを得ない。
 - 11) たとえばボストン・カレッジにおいては、人権への配慮からスーダンに関わる企業に対する投資は除外する投資ガイドラインが存在する。これは問題のあるものだけ除外するというネガティブ・スクリーニングである。
 - 12) 平成13年度文部科学省高等教育局私学部私学行政課長通知13高私第5号による。

The Ability and the Capability of School Corporations as Investors

TAKAMI, Shigeru

In the near future, local governments may be forced to renew or remade school equipment and buildings, due to growing concerns for earthquake safety and other factors. The fund raising for these projects is getting arduous because of the reform of the fiscal and monetary policies of the central government. Thus it is the local governments, who largely confront the under funded, and as such they will need to conserve the resources for these projects by themselves through the issuance of a municipal bond. But investors will not purchase a municipal bond issued by the local governments during this time of financial crisis. So the end result is that the standard of educational assets such as equipment and school buildings differentiated between local governments according to their financial capabilities.

On the other hand, the school corporation sector is faced with the situation of diversifying the methods of fund raising because of the decrease in number of children. For example, they must consider the shift from the dependence on the fee, expand the extent of the asset management and the direct fund raising from the financial market. There is a possibility that they will take the part of investors with varied financial priorities. Basically, they offer public services, so I think that they should make allowances for USR (University Social Responsibility) and SRI (Social Responsible Investment) when they make investments.

In this paper, I propose that school corporations should invest in local governments which is face with difficulties for the fund for the compulsory education as a target of SRI.