

2009年1月20日 全4頁

1月6日付文部科学省通知を踏まえて

公共政策研究所
主任研究員 内藤武史
03-5555-4311(直通)

～資産運用規程の整備と資産運用委員会の設置を～

[要約]

- 去る1月6日、文部科学省より『学校法人における資産運用について』が通知された。この“通知”の意味するところは“お願い”であり、法的拘束力やそれに伴う罰則事項などは存在しないという。
- 運用の失敗が報じられた大手大学の教訓が示しているのは、デリバティブが危険なのではなく、その使い方を誤ったということである。特に運用資産に占める仕組債の保有比率が高い学校法人はデリバティブそのものを投資目的で使うのはいかがなものか。相場の急変動が予想される局面でポートフォリオのリスク・ヘッジ手段として活用すべきではないか。
- 「元本が保証されない金融商品」は仕組債や外貨建外債、投資信託等に固有のものではない。国内の公社債についても同様である。価格変動リスクをどうしても避けたいのなら、預金にするしかないが、預金にも信用リスクがある。
- 学校法人が資産運用収入を拡大せざるを得ない状況の中で、最も重要なのは運用管理体制の確立である。具体的方策としては、第一に資産運用規程の整備、第二に資産運用委員会の設置が挙げられる。
- 資産運用規程に盛り込むべき事項としては、資産運用規程の目的、運用の原則・目標、運用資産の区分定義、運用の対象となる金融商品や運用限度額・信用格付け等、運用体制・手続、理事会・理事長・財務担当理事・運用執行責任者・監事の権限と責任、運用状況のモニタリングなどが挙げられる。
- さらに資産運用委員会を設置して資産運用規程を実効性のあるものにしなければならない。その際、資産運用委員会の役割は理事長や財務担当理事の諮問機関として機能することであるから、専門知識を有する外部委員を登用することが重要なポイントとなる。

去る 1 月 6 日、文部科学省より『学校法人における資産運用について』が通知された。その経緯は「学校法人の資産運用については、各学校法人の責任において行われているところであるが、現下の国際金融情勢等を受け、各学校法人に対し、注意を喚起する観点から意見を取りまとめた」ということであるが、昨年 11 月に公表された大手大学のデリバティブ取引による多額の損失問題が契機となったことは明らかだろう。ちなみに、文部科学省によると“通知”の意味するところは“お願い”であり、法的拘束力やそれに伴う罰則事項などは存在しないという。以下ではその内容をパラグラフごとに順を追ってみたい。

[1] 「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。」

全般的に原則論が連なっている印象だが、特に米国の大学の運用事例を引き合いにして、日本の大学の保守的な運用姿勢の転換を促す近年の風潮に警鐘を鳴らしているようにもみえる。だが、そもそも日本の大学関係者は日本の大学と米国の大学との収入源泉の相違を明確に認識しており、そうした認識に基づいて投資行動をしている。先述の大手大学の事例でいえば、大学側に問題があったことは否定できないが、一方で営利追求を目的としない非営利法人である大学に対して投機性の強い商品の提供をしたことにも問題があったといえよう。

[2] 「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きている。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。」

デリバティブ取引はリスク・ヘッジとして利用するならば現物ポートフォリオに保険を掛けることになり、むしろ運用の安全性を高める。だが、投資目的として利用すれば、レバレッジ効果と相俟って全く逆の作用、すなわち投機と化す。先の大手大学の場合、平成 19 年度の運用利回りが 5%を超えていた。同年度の 10 年国債利回りが 1.6%弱であったことを勘案すると「相応のリスクを取っている」とみなされる水準である。したがって、BNP パリバがサブプライム問題で 3 つのファンドを凍結したことを発端に市場の雲行きが怪しくなってきた平成 19 年夏頃から警戒感を強めるべきであったし、それこそデリバティブを活用してポートフォリオをヘッジすべきであった。ところが各種報道によれば、大手大学は昨年 7 月に外資系証券数社を使って、金利スワップ取引や通貨スワップ取引を交わしたのである。つまり、ポートフォリオに保険を掛けるのではなく、一段のリスクを取りにしまったのである。円の名目実効為替レート（主要輸出相手国 15 通貨に対する為替相場を通関輸出金額ウエイトで加重平均したもの）が 19 年 7 月に 272.0 というボトムをつけていることを勘案するとまさに最悪のタイミングだった（20 年 12 月の水準は 383.2）。大手大学の教訓が示しているのは、デリバティブが危険なのではなく、その使い方を誤ったということである。特に運用資産に占める仕組債の保有比率が高い学校法人はデリバティブそのものを

投資目的で使うのはいかがなものか。相場の急変動が予想される局面でポートフォリオのリスク・ヘッジ手段として活用すべきではないか。

[3] 「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る。」

資産運用のリスクには大別して、信用リスク、価格変動リスク（金利リスク・為替リスク・市場リスク）、流動性リスク、インフレリスクがある。「現下の国際金融情勢も・・・」というくだけからして、ここで言及されているリスクは主に を指しているものと思われる。特に今回の局面は日本株、外国債券、コモディティといった本来マイナスの相関もしくは無相関だった商品間の相関係数がプラスとなり、分散投資の効果が働かなくなった分、価格変動リスクが増幅され衝撃度が強まったのである。ところで「元本が保証されない金融商品」とあるが、これは仕組債や外貨建外債、投資信託等に固有のものではない。国内の公社債についても同様である。たとえば日本の国債の場合、先進諸国の中でも財政事情が突出して悪く、中長期的には相応の価格変動リスクも予想される。つまり、国内公社債なら価格変動リスクがほとんどないというのは幻想にすぎない。価格変動リスクをどうしても避けたいのなら、預金にするしかないが、預金にも信用リスクがある。それならタンス預金ということになるが、管理上の問題に加えインフレリスクもある。

[4] 「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、安全性の重視など資産運用の基本方針、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、具体的な意思決定の手続、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、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、保有し得る有価証券や行い得る取引等の内容、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。」

学校事業収支は年々悪化し、平成 18 年度は遂に事業外収支が学校事業収支を逆転した。もはや事業外収支の拡大によって帰属収支差額をカバーせざるを得なくなってきた。こうした中で学校法人が資産運用収入を拡大しようとしているのは至極自然な成り行きである。重要なのは資産が学校法人の運営目的に適合する形で運用されることであり、そのためには運用管理体制を確立することが不可欠である。さもなければ運用に関する権限や責任の明確化は困難である。本来、資産運用の決定は学内組織の委員会で決定すべきものだが、特定の運用担当者に任せているケースが依然多いのが実情であり、運用管理体制が整備されていない学校法人も多い。

そこで具体的方策が求められる。それは第一に資産運用規程の整備、第二に資産運用委員会の設置である。資産運用規程を整備することによって、運用規模の拡大や運用対象の多様化等に対する学校法人としての対応・方針を明確にすることができる。盛り込むべき事項としては、資産運用規程の目的、運用の原則・目標、運用資産の区分定義、運用の対象となる金融商品や運用限度額・信用格付け等、運

用体制・手続、 理事会・理事長・財務担当理事・運用執行責任者・監事の権限と責任、 運用状況のモニタリングなどが挙げられる。さらに資産運用委員会を設置して資産運用規程を実効性のあるものにしなければならない。その際、資産運用委員会の役割は理事長や財務担当理事の諮問機関として機能することであるから、専門知識を有する外部委員を登用することが重要なポイントとなる。現在、資産運用委員会を設置している学校法人は少なくないものの、外部委員を登用している学校法人は未だ少数派とみられる。某宗教法人では一昨年、財務管理委員会を設置し、税理士と民間シンクタンク研究員を委員に選定した。保守的イメージの強い宗教界にあって、外部委員を登用したことは注目に値しよう。

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.20750%（但し、最低 2,625 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書等をよくお読みください。
- 外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号

加入協会 : 日本証券業協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会

【重要な注意事項】

広告等審査済

広告等における表示事項

(金融商品取引法第37条に基づく表示事項)

本書面と一緒にご提供いたします各資料に記載した情報に基づき弊社とお取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

- お取引にあたっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した売買手数料(注)をいただきます。また、購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もありますので、お取引の都度、ご確認ください。なお、非居住者のお客様につきましては、有価証券をお預かりする場合には、最大で1年間に2百万円(税込)の常任代理人手数料をいただく場合があります。
- デリバティブ取引や信用取引等の場合、あらかじめお客様と弊社との間で決定した担保や委託保証金を差し入れていただく場合があります。その場合、お取引の額は、通常、差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回ります。
- 金利水準、為替相場、株式相場、不動産相場、商品相場等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 弊社がご案内する店頭デリバティブ取引の売付け価格等と買付け価格等には差がある場合があります。
- 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

(注) 売買手数料の額は、その時々々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等 : 大和証券エスエムビーシー株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第109号
加入協会: 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会