

関西大学の資金運用の現状と今後の方針について

1 はじめに

平成 20 年 9 月のリーマン・ショックに端を発し、100 年に一度といわれる金融危機が世界を駆け巡り、わが国の経済にも大きな影響を与えるとともに、大学におけるこれまでの資金運用のあり方も問題となりました。

本学ではこれを契機に、これまでの「資金運用取扱基準」などを見直して「学校法人関西大学資金運用規程」を制定するとともに、「資金運用委員会」を設置して種々検討を重ねてきました。

以下に、検討結果の概要をご報告し、皆様方により深く本学の資金運用についてご理解いただくとともに、より一層のご支援をお願いする次第です。

2 平成 21 年度決算における資金運用結果について

平成 21 年度末の本学の金融資産額は、2010 プロジェクト事業費に充当したため、平成 20 年度末と比べて 159 億円減少して 703 億円となっております。運用益に関して平成 20 年度決算と比較すると、表 1 のとおり、預金の運用益は残高が減少し預金利率が低下したため 1 億 2 千万円減少し、有価証券の運用益は平均利回りが 2.26% から 1.74% に下落したため 2 億 3 千万円減少し、全体として 3 億 5 千万円の減少となっております。

その主な要因としては、金融資産額が減少したことに加え、預金金利が低下したこと、昨今の円高局面でその影響を受けて仕組債の利回りが国債並みになったこと、が挙げられます。

表 1 平成 21 年度資金運用状況

種 別	平成 21 年度			
	残高	構成比	運用益	利回り
預 金	461 億円	65.6%	1 億 3 千万円	0.29%
有価証券	242 億円	34.4%	4 億 2 千万円	1.74%
合 計	703 億円	100%	5 億 5 千万円	0.79%

有価証券の内訳

公共債+民間債	84 億円	11.9%	1 億 4 千万円	1.69%
仕組債	158 億円	22.5%	2 億 8 千万円	1.77%

【ご参考】

平成 20 年度			
残高	構成比	運用益	利回り
575 億円	66.7%	2 億 5 千万円	0.44%
287 億円	33.3%	6 億 5 千万円	2.26%
862 億円	100%	9 億円	1.04%

119 億円	13.8%	2 億円	1.69%
168 億円	19.5%	4 億 5 千万円	2.66%

注) 上記の利回りは、「利息収入 ÷ 期末残高」で算出している。

現在、本学が保有する仕組債は、学校法人福武学園(北陽高校)から承継した 4 件を含めて、平成 21 年度末で 39 件、貸借対照表計上額は 158 億円です。

平成 21 年 10 月に制定した「学校法人関西大学資金運用規程」の時価評価基準では、簿価に比べて時価が 50% 以上下落した有価証券又は 2 期連続して 30% 以上下落した有価証券は、評

価差額を評価減として損失に計上することにしてしています。平成 21 年度の決算整理を行ったところ、時価が 50%以上下落した債券はありませんでしたが、2 期連続して 30%以上下落した債券が 2 件あり、評価差額、すなわち評価損を 4 億 545 万円計上しました。

また、貸借対照表の注記事項である有価証券の時価情報には、有価証券の貸借対照表計上額と時価との差額、すなわち含み損（有価証券全体で 31 億円、仕組債のみで 35 億円）を記載しております。

3 有価証券の含み損、評価損、実現損について

会計上の損失概念には、次のように含み損、評価損、実現損の区分があります。

(1) 含み損について

含み損は、貸借対照表の注記事項として有価証券の時価情報を掲載するもので、会計処理を行わず、損失が確定したものではありません。

(2) 評価損について

評価損は、簿価に比べて時価が 50%以上下落した場合又は 2 期連続して 30%以上下落した場合に、会計処理を行うものです。消費収支計算書に「有価証券評価差額」を計上し、貸借対照表計上額を修正するものです。

(3) 実現損について

実現損は、売却処分し、会計処理を行うものです。消費収支計算書に「有価証券処分差額」を計上し、貸借対照表上、有価証券の計上額を削除するとともに損失額が確定します。

平成 21 年度決算において、評価損を計上しましたが、本学の時価評価基準に則り会計処理を行ったもので、実現損を生じたものではなく、これにより本学の財政基盤に影響を与えるものではありません。

4 有価証券の運用実績について

これまでの本学の有価証券の運用を振り返ると、表 2 のとおりであり、バブル崩壊後にわが国の政府が行ってきた低金利政策に対応してきたものであるということが出来ます。15 年前の平成 7 年度は、利回りのよい公共債や円建外債などにより 3.89%の利回りを確保し、ローリスクの債券運用で、ある程度のリターンを得ることができていました。

本学は、平成 10 年度から基金の充実を目指して長期運用資金の増額を図るようになりましたが、バブル崩壊後の低金利が続く中で、利回りのよい債券の確保が困難になったことから、平成 12 年度に、高利回りで元本保証である仕組債を初めて 41 億円購入しました。その結果、仕組債の運用で 4.28%の利回りを確保し、有価証券全体の利回りも 3.09%得ることができました。低金利が続く中、国債等のローリスク金融商品では十分な運用益を確保できないため、他の学校法人の資金運用を参考にややリスクの高い運用に踏み切ったものです。

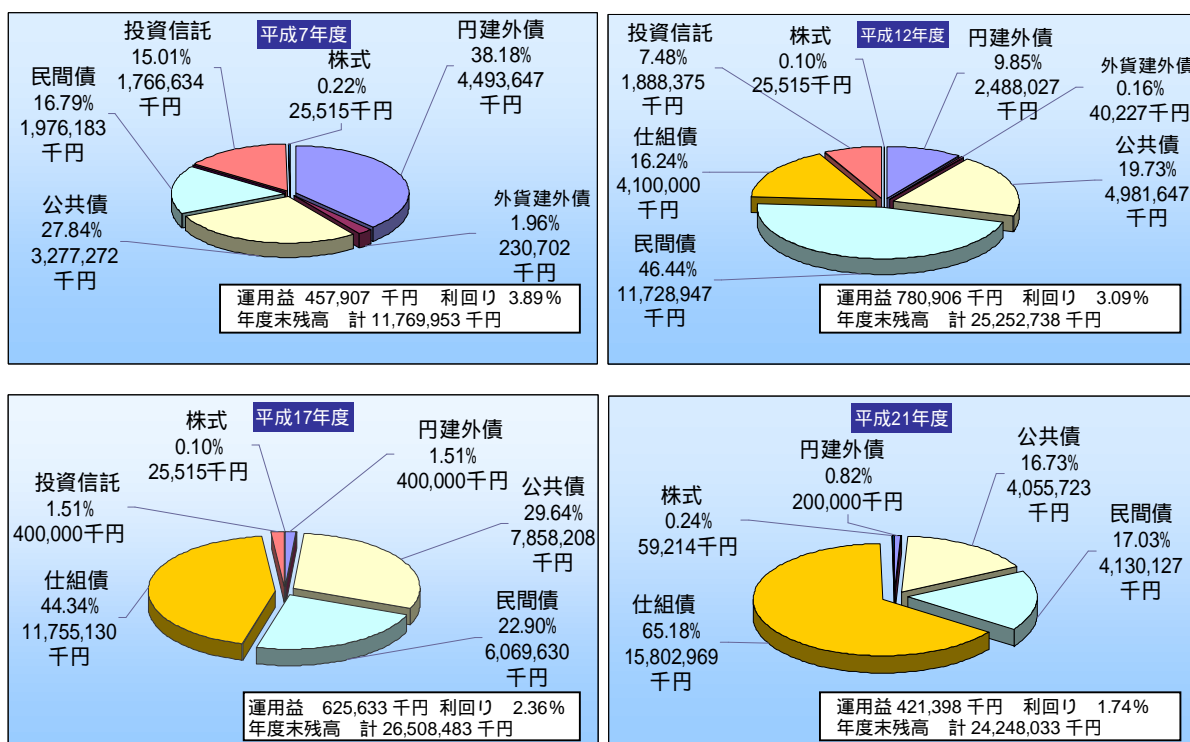
本学はそれ以降、低金利下での運用益を確保するため、仕組債の比重を増やしてきました。平成 17 年度には、仕組債の残高が 117 億円となりました。円キャリー取引による円安もあって、仕組債で 3.58%の利回りを確保し、有価証券全体の利回りも 2.36%となりました。

しかしながら、平成 21 年度は、仕組債は 158 億円となりましたが、円高局面の影響を受け、仕組債の利回りは 1.77%と、国債並みの利回りとなり、リスクを取った割には必ずしも十分とはいえない運用結果となりました。

本学の有価証券の運用は長期的な観点から行われております。そのため、平成 12 年度から平成 21 年度までの 10 年間の有価証券全体の運用益を見ますと、運用益の総額は 69 億円であり、このうち仕組債の運用益は 31 億円となります。仕組債の平均利回りは 3.06%で、その間の公共債・民間債の平均利回り 2.40%を上回っています。もし、その期間に定期預金で運用したと仮定すると、運用益は総額 2 億円程度と試算され、仕組債を利用した運用は大きな運用成果を挙げたといえることができます。

本学は、ある程度リスクをとった運用が一定の成果を挙げ、この運用益によって、施設設備など教育研究環境の充実や奨学金など学生の就学支援を行ってまいりました。今後も、本学の運営にはある程度の運用益が必要であり、資金運用額の一定割合は、ミドルリスク・ミドルリターンの運用を行う必要があると考えております。

表 2 本学の有価証券の構成（過去 15 年間の比較）



5 「デリバティブ取引」と「デリバティブ取引を内包した仕組債」について

平成 20 年 9 月のリーマン・ショック以降、大学におけるデリバティブ取引による巨額損失のマスコミ報道が相次ぎましたが、本学はデリバティブ取引は行っておりません。従って、デリバティブ取引による損失は発生せず、大学の教育研究活動に影響を及ぼすこともありません。

しかし、中にはデリバティブ取引と仕組債とを混同した報道もありましたので、皆様のご理解を得るため、次にデリバティブ取引と仕組債の違いを述べておきます。

(1) デリバティブ取引について

デリバティブ取引は、先物取引やスワップ取引などの金融派生商品といわれるもので、レバレッジを効かせた運用が可能であり、わずかな額で大きな取引ができることから、莫大な利益を得たり、逆に莫大な損失を被ったりする投機的取引になり得るものです。その意味で、デリバティブ取引の多くはハイリスク・ハイリターンといえ、リーマン・ショックなどの市場変動により巨額の損益が発生するものです。

なお、学校法人会計においては、デリバティブ取引を行ってれば、貸借対照表の注記事項である有価証券の時価情報以外に、個別にデリバティブ取引について記載しなければならないことになっていますが、本学ではデリバティブ取引を行っていないため、デリバティブ取引にかかる注記も行っておりません。

(2) デリバティブ取引を内包した仕組債について

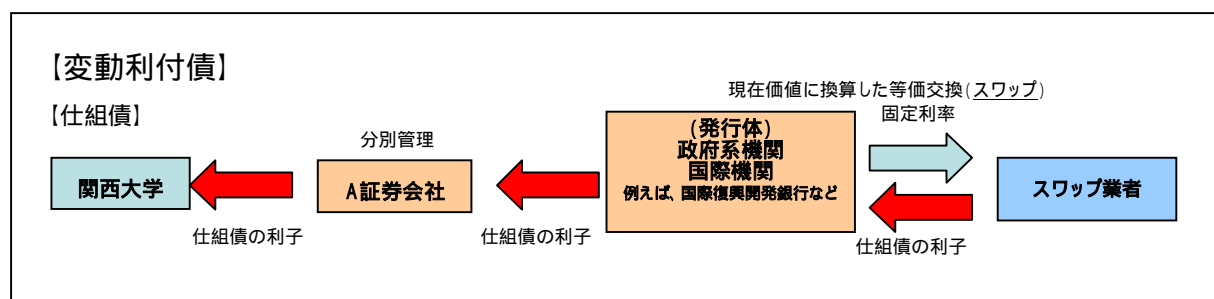
仕組債はデリバティブ取引を内包した債券であることからデリバティブ取引と混同された報道がなされることがあります。しかし、仕組債の購入はデリバティブ取引には該当しません。

仕組債とは、図1のとおり、政府関係機関や国際機関などの仕組債の発行体が、スワップ業者などの取引相手（以下「カウンター・パーティー」という。）とデリバティブ取引を行い、発行体がオーダーメイドで発行した債券です。この仕組債を証券会社の仲介によって本学は購入しております。

仕組債はデリバティブ取引を内包していますが、発行体とカウンター・パーティーの間でのデリバティブ取引であって、その契約主体は発行体で、本学がデリバティブ取引のカウンター・パーティーに関与することは一切ありません。そのため、発行体が倒産しない限り、原則として元本は保証されています。

以上を総合すれば、仕組債はデリバティブ取引を内包した金融商品ではありますが、仕組債の購入者はそのリスクを直接に負うものではないため、ミドルリスク・ミドルリターンの商品とすることができます。

図1 仕組債



6 本学の資金運用体制の整備について

(1) 「学校法人関西大学資金運用規程」の制定

平成21年1月に、文部科学省から資金運用に係る体制の見直し事項の通知があり、本学もこれまでの「資金運用取扱基準」や「資金運用検討会取扱要項」などを見直し、平成21年10月

の理事会で「学校法人関西大学資金運用規程」を制定しました。骨子は、安全かつ有利な運用を第一とすること、有価証券購入権限は理事長とすること、学外の有識者を加えた資金運用委員会を設置すること、時価評価は、簿価に比べて時価が50%以上下落又は2期連続して30%以上下落の場合、会計処理を行うことの4点です。

また、この規程の中で、仕組債は既存のものは保有しますが新たなものは購入しないことにしました。

(2)「資金運用委員会」での検討

この規程に基づき、法人役員など5名、学外の有識者2名、学内の教員1名の計8名の委員からなる「資金運用委員会」を設置しました。これまで委員会を3回開催して、長期運用の観点から仕組債を含めた資金運用について議論してきました。今後も継続して議論を重ねてまいります。

これ以外に、購入証券会社4社から、仕組債の今後について直接ヒアリングを行い、現在の発行体信用情報などの現状把握と市場動向等について説明を受けています。

新たな資金運用方針や資金運用体制の再構築がなされるまでは、新規の有価証券は購入しないという基本方針に基づき、平成21年度の資金運用においては有価証券を一切購入しておりません。

平成22年6月3日に開催した第3回資金運用委員会において、現在保有する仕組債について議論がなされ、仕組債はハイリスク・ハイリターン商品ではなくミドルリスク・ミドルリターン商品であり、今すぐに処分せず、しばらく動向を見るべきである、仕組債の発行体の格付けを見る限りにおいては、ここ2、3年で問題になるというものではないので保有すべきである、今、仕組債を処分するのは実現損を考慮すると得策でないため、しばらく保有すべきである、仕組債の時価は理論値であるので、今後の金利や為替動向により回復する可能性がある。世界経済情勢などの分析を絶えず行うことが必要である、などの見解が提示されました。

7 保有している仕組債の種類について

現在、本学が保有している仕組債は、39件で158億円です。

その内訳は、一般的な呼称を使用すれば、いわゆるパワー・リバース・デュアル・カレンシー債に代表される為替連動債が一番多く30件で103億円です。これは原則として満期時の元本が保証された上で、利子については、米ドルなどの外貨に対して円安になれば運用益が上がり、円高になれば運用益が減るものです。

次に金利連動債が8件です。いわゆるリバース・フローター債が6件で18億円、CMS(コンスタント・マチュリティ・スワップ)フローター債が2件で7億円です。ともに原則として満期時の元本が保証された上で、短期金利が下がれば運用益が上がり、短期金利が上がれば運用益が減るものです。

それ以外にファンド連動債が1件で30億円です。これは、複数の投資ファンドをとりまとめ債券として組成したもので、満期時の元本が保証された上で、その運用実績により運用益が増減するものです。

8 仕組債のリスクについて

仕組債は長期運用のため、市場変動に伴う全てのリスクを長期間にわたって回避することは不可能です。いかにリスクとリターンのバランスを取るかが課題といえます。なお、会計上、本学が保有する仕組債は、満期保有目的で売買目的ではないため、本学の資金運用規程に基づく評価減を除き、満期前はリスク変動による元本変動の影響は受けません。

(1) 発行体リスクについて

本学が保有する仕組債の発行体は、ドイツ、ノルウェーなどの主要先進国の政府系機関（発行体格付けはトリプルAまたはダブルA）、国際復興開発銀行、国際金融公社などの国際機関（発行体格付けはいずれもトリプルA）、トヨタ・モーター・クレジットコーポレーション、メリルリンチ証券米国本体（バンク・オブ・アメリカの完全子会社）などの事業会社（発行体格付けはダブルA、シングルA、トリプルB）であり、格付けが高く倒産の危険性の少ないものを選定しているため、元本毀損リスクはきわめて低いと考えています。

(2) 金利変動リスクについて

本学が保有する金利連動債は、短期の市場金利が上昇することにより運用益が減少し、短期の市場金利が下落することにより運用益が増加するものであります。

(3) 為替変動リスクについて

本学が保有する為替連動債は為替変動のリスクを運用益に変換する仕組みの債券です。現状では円高局面のため、運用益が減少するとともに時価が下落しています。しかし、超長期の運用を行っており、長期的スパンで見れば為替は変動しており、一方的に円高局面が続くとは限らないので、最終的には原則として満期時の元本保証があるため為替変動リスクは限定されたものとなっております。

(4) 流動化リスクについて

仕組債はオーダーメイドで発行された債券で、流通市場が整備されていません。そのため、売却する場合には証券会社に買い戻してもらえないのが実態となっております。従って、運用益が上がらないからと判断して、満期前に売却するとかなりの損失が出ることとなります。

(5) 早期償還リスクについて

本学が保有する全ての仕組債には早期償還条項が付与されています。そのため、早期償還により満期までの予定利息が受け取ることができなくなるリスクがあります。

9 今後の資金運用方針について

現在の低金利下において、定期預金と国債のみの運用では、ローリスク・ローリターンとなり満足できる運用益を上げることはできません。

本学も基金を持続する以上、その運用果実で事業を賄っていける資金運用体制にすることが肝要と考えています。

資金運用委員会でも種々検討してきましたが、本学の資金運用に関して、全体としてはやや高めの中リスク・中リターンを基本方針とし、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を含めたポートフォリオの見直しに取り組んでいくこととします。具体的には、現状の金利水準を前提として、元本の安全性に配慮しつつ、リスクとリターンのバランスの取れる資金運用を目指したいとの意見でまとまりました。

現在の世界経済において、為替、金利とも想定を超えた大きな変動を見せており、今後の動向についても確実な長期予測を行うことはきわめて困難です。

しかし、以上説明してきたように、本学の財政状況に鑑みれば、現在満期保有目的で購入し保有している仕組債については、実現損を出してまで直ちに処分する状況ではないと判断しています。

10 最後に

本学の資金運用については、リーマン・ショック以降、関係各位にいろいろとご心配をおかけしてきました。平成 21 年度決算では評価差額を計上し貸借対照表計上額を修正することとなりましたが、本学の財政基盤に影響がでるものではなくご安心いただきたいと思います。

本学が存続・発展し続けることを考えれば、学生生徒等納付金収入に過度に依存せず、適度に資金運用益を得ることは重要なことでもあります。

これまでの資金運用で改めるべきところは改め、今後はさらにリスクとリターンのバランスを取って運用益を得るよう、新たな資金運用方針（ポートフォリオの見直し）と資金運用体制の再構築を推し進めていく考えです。

以上、本学の資金運用について、現状において説明できる限りの内容を掲載いたしました。これ以上の内容は極めて専門性の高い領域となり、かつ、金融市場は常に変動していること等から不確定要素が多く、お問い合わせに応じられないことがありますことをご理解ください。

皆様方のご指導ご鞭撻を賜りたくお願いする次第です。

以 上