

Strategic Capital Raising and Credit Rating of National University Corporation

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/30424

国立大学法人の戦略的資金調達と信用格付

白 石 弘 幸
寒 河 江 雅 彦

目 次

- I. 問題の所在
- II. 大学の資金調達
 - 1. 国立大学財務・経営センター
 - 2. 日本私立学校振興・共済事業団
 - 3. 学校債
- III. 資金調達構造が法人価値に及ぼす影響
- IV. 国立大学の法人化
- V. 国立大学財務・経営センターに対する事業仕分け
- VI. 国立大学の資金調達
- VII. 私立大学における学校債
 - 1. 現状の概観
 - 2. 学校債の発行事例
- VIII. 信用格付機関による国立大学法人の格付
 - 1. 学校法人格付の現況
 - 2. 国立大学法人の評価項目
 - 3. 国立大学法人の格付取得意義
- IX. 大学型投資支援ファンド
- X. 米国における大学の資金調達
 - 1. 米国における大学の債券発行
 - 2. スタンフォード大学の事例
 - 3. 米国大学の資金調達に見られる特徴
- XI. 終わりに

I. 問題の所在

2004年4月、国立大学法人制度がスタートし、全国の国立大学は独立法人化された。これにともない各国立大学には資金調達に関して自己責任が求められることとなり、一方ではその制度的な自由度が増した。すなわち国立大学は従来、不動産取得や病院の設備整備に際して必要となる資金の相当部分は国立学校特別会計に頼っていた。しかし法人化にともない、国立大学は従来制度上想定されていなかった自主的な判断による長期借入れや債券の発行を行えるようになった。

AA(ダブルA)以上の信用格付をベースにした債券発行という資金調達法は業績のよい事業会社が直接金融市場で多用するファイナンス法であるが、これを国立大学が行うというのは従来は「荒唐無稽」に近い議論であった。しかし以下の五つの事実や状況を前提にすると、もはやこれは非現実的な話ではない。すなわち、1)企業(法人)の価値は債券・借入れ・株式の比率に依存しないというMM定理が存在する、2)前述したように独立法人化にともない国立大学の法人債発行が制度的に可能になった、3)国立大学の資金調達で重要な役割を果たしてきた国立大学財務・経営センターの事業継続に大きな不確実性がある、4)私立大学には法人債発行により有効に資金調達を行っている事例が既にある、5)信用格付機関が国立大学法人に対する格付業務を開始している、というものである。これら五つの事実ないし状況を考慮すると、当該ファイナンスは現在、国立大学法人にとって資金調達の有力な選択肢となっている。

事業会社が多用する直接金融による戦略的資金調達を国立大学法人が行うことの必要性や有効性等に関する研究は、ほとんど手付かずの状態に近い。しかし前述したようにこれを検討することは決して机上の空論ではないし、むしろ国立大学法人に経営の独立性が付与され、財務の健全性が求められる今日、これに関する検討は急務となっている。本研究はこれに取り組むものである。

尚、民間企業の資金調達の全体像をあらかじめ記すならば、コーポレートファイナンスと呼ばれる法人の信用力や格付を担保とする資金調達法が主流

であり、これは次の二つに分類される。一つは間接金融、いわゆる金融機関等からの借入調達である。もう一つは先に言及した直接金融であり、これには株式による資金調達(公開、増資等)、社債による資金調達、その他の調達(CPなど)がある。バランスシートの視点で言えば、このうち銀行借入れや債券発行はデットファイナンスと称され、株式発行はエクイティファイナンスとも呼ばれる。

このほかに、資金調達の方法には債券の流動化や資産の流動化等いわゆるアセットファイナンスに依拠したストラクチャードファイナンスもある。これは通称「仕組み金融」と呼ばれるもので、MBO(Management Buyout)やLBO(Leveraged Buyout)、DIPファイナンスで比較的に利用されることが多い¹⁾。

本研究では大学法人の資金調達法として、主にデットファイナンスとエクイティファイナンスに基づいた資金調達法について取り上げる。後者のストラクチャードファイナンスは実施に関する学校法の制限、金融商品取引法における規定も他の根拠法もないこと、また文部科学省での検討も現時点ではまだ始まっていないことから、これ以上言及しない。

II. 大学の資金調達

大学法人の収入源について述べると、運営費交付金以外のその主な源泉は受験料、入学金、学費と国庫補助金および在学父兄による寄付金である。これらは基本的には毎年得られると期待される一方、その収入額は志願倍率ないし受験生の人数、在籍学生数等に左右される。つまり戦略的な判断により調達するという性格のものではない。

他方、戦略的な判断をともなう資金調達法としては、国立大学の場合は国立大学財務・経営センター、私立大学では日本私立学校振興・共済事業団からの融資、および短期的には金融機関からの融資があり、これらは借入金としての意味合いが強い。また私立大学には低い割合ではあるが学校債の発行を行っている法人がある。これら三つの概要は以下の通りである。

1. 国立大学財務・経営センター

国立大学財務・経営センターは、国立大学法人、大学共同利用機関法人お

よび独立行政法人、国立高等専門学校機構の施設整備等に必要な資金の貸付けおよび交付、財務および経営に関する調査および研究、職員の研修を行う目的で設置された²⁾。第V章で詳述するように、2010年4月の内閣府行政刷新会議の事業仕分けにおいて、すべての事業について廃止の評価が下されたものの、同年12月の閣議決定「独立行政法人の事務・事業の見直しの基本方針」では施設費貸付事業および施設費交付事業について将来的な廃止を検討しながら当面継続となった。いずれにせよ、これら貸付・交付事業、貸付業務に係る債券の発行が今後続けられるか等是不確定である。

国立大学財務・経営センターが平成22年度に行った財投機関債としての資金調達の詳細は次のとおりである。債券名は第5回独立行政法人国立大学財務・経営センター債券、発行総額は50億円、債券の金額は1千万円、利率は年0.679%、償還期間は平成27年(5年間)、募集方法は一般募集となっている。これにともなう同センターの格付は平成22年においてAA+(ダブルAプラス)で格付投資情報センターが付与している。

国立大学法人が国立大学財務・経営センターから融資を受ける場合、センターでは財投機関債を満期一括償還するが³⁾、国立大学に対しては財政融資資金との一体性を勘案し設備費は1年据置元金均等9年償還で貸付けている。財政融資資金からの借入れと比べ債券を発行することに伴い諸費用等が追加的に発生するため、設備費の貸付利率は財政融資資金借入利率に0.2%の上乗せをした利率となっている。

2. 日本私立学校振興・共済事業団³⁾

日本私立学校振興・共済事業団は、私立大学等経常費補助金の私学への配分割合の決定と交付金の配分を大きな事業としており、その他に経営支援、融資などを行っている。より具体的には、文部科学省から私立大学等経常費補助金の交付を受けて、私立大学等(私立大学・短期大学・高等専門学校)の教育研究条件の維持向上、学生の修学上の経済的負担の軽減、私立大学等の経営の健全性向上に資するため、これを財源として全額、学校法人に対して私立大学運営等の経常的経費として補助している。

平成22年度の交付学校数は878校、交付総額は3,221億8,200万円で、その内訳は一般補助が²⁾1,119億6,800万円、特別補助が³⁾1,102億1,400万円となっている。

学校種別で見ると、大学が2,969億円、短期大学が247億円、高等専門学校が5億円となっている。交付額を1校当たりには換算すると3億6,695万円となり、学校種別で見ると1校当たり平均は大学が5億4,084万1千円、短期大学が7,577万6千円、高等専門学校が1億8,571万1千円となる。

同事業団は私立大学等への資金貸し付けの目的で定期的に債券を発行している。平成22年の例をあげると、債券の名称は第10回私学振興債券(財投機関債)で、募集総額は80億円、各債券金額は1,000万円、利率は年1.090パーセント、償還期日は平成32年9月25日である。この募集に関する第三者評価として格付投資情報センターよりAA(ダブルA)の格付を取得している。

大学等への融資に関する「私立学校のための融資ガイド」によれば、融資の対象となる区分は大きく五つに分類される。具体的には、1)一般施設費(校舎建設, 校地取得), 2)特別施設費(寄宿舎, 国際交流施設, 病院建設土地取得事業), 3)災害復旧費, 4)公害対策費, 5)教育環境整備費(校教具, 大型設備, 情報技術整備)である。

平成23年度の資料では、事業団融資の利子は2.2%であるが10年間は文部科学省より1.7%分の利子助成が行われるため、当初の10年間の法人利子負担は0.5%である。償還期間は融資区分によって決められており、たとえば、1)の一般施設費は20年以内である。

3. 学校債

学校債はある種の債券すなわち同一内容・均一金額で発行される債務証券であるが、有価証券としての債券に通常備わっている保有者の意思による譲渡可能性は学校債の定義からは除かれる。資金調達の方法としての学校債は我が国の私立大学、国公立大学では未成熟であるものの、将来の資金調達や安定的な資金計画、および大規模な先行投資が必要な教育研究分野等で活用を検討すべき重要なファイナンス手段である⁴⁾。

国立大学に関してそのように言えるのは、第VI章でも述べるように使途等に関する規制が緩和されているからである。すなわち長期借入金および債券による資金調達の目的として文部科学省が当初許容の対象としていたのは、附属病院整備事業と大学等移転事業であった。現行制度では、これらのほかに一定の収入が見込まれ償還財源が確保できる比較的広範囲の事業が認めら

れている。例として挙げられるのは、1)学生寄宿舎の整備、2)職員宿舎や外国人研究者向け宿泊施設、3)動物病院施設整備、4)インキュベーション施設、ベンチャーラボラトリーの整備等である。そして平成17年に改正された国立大学法人法施行令では、ここで言う償還財源としてこれらの施設や設備を用いた事業収入(家賃、利用料、診療報酬等)が想定されている。

また平成18年の証券取引法改正と金融商品取引法(新法)の制定により、国立・私立の如何に関わらず一定の要件を満たす学校債は同法の規制対象とする有価証券として位置付けられることとなった。したがって現行制度では、1)新法第2条第1項の対象となる有価証券としての学校債、2)新法第2条第2項で規定された「みなし有価証券としての学校債」、3)その他の学校債があることになる。1)の性格については有価証券一般と基本的には同じであり、その説明はこれを専門とする他の論文・書籍に譲った方がよかろう。2)の「みなし有価証券としての学校債」とは有利子であり利害関係者以外にも発行または譲渡可能である学校債である。これに対し無利子の場合は3)に分類される。平成19年1月文部科学省調査によれば、2)の条件に該当するみなし証券としての学校債を発行する学校法人数は全学校法人7,884のうち26法人である。また開示義務として、500名以上募集、総額1億円以上の場合、有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書の提出と公表が定められている。ただし26法人中、開示義務のある法人は現在、ゼロである。

基本的には、大学債の公募に際しての情報開示は企業と同様なものが求められる。つまり企業の社債発行に際して必要な情報開示に照らし合わせた大学の情報提供が要請され、投資家が自己責任で投資の可否を判断できる適切なディスクロージャーと定期的な報告が必要となる。たとえば第一に財務状態およびキャッシュフロー、すなわち財務状態の健全性を示す指標とキャッシュフローの見通し、第二に資金調達の使用、換言すれば調達した資金の使用・目的とその妥当性、第三に事業に関する情報開示、すなわち事業リスクなどの開示と見通し等である。

さらに有価証券としての学校債を発行するにあたっては、発行する学校債ごとに学校の財務状況、学校債の発行趣旨、返済計画等を個別に審査され、第三者機関(格付機関)の格付取得が必要となる。これは市場から資金調達す

るための信用力を客観的に評価できる最有力の指標と見なせる。実態に即して述べると、現状の大学法人格付には第Ⅷ章第3節で詳述するように資金調達多様化の準備、財務状況の健全性アピール、大学のイメージ向上、IR (Institutional Research)、パブリシティ、FD (Faculty Development) とSD (Staff Development) 等の意義が考えられる。

近年、大学の外部資金調達手段としてこのような学校債発行の重要性が増している。理由としては以下の三つがあげられる。第一に学校経営の自由化・弾力化策の一環として、2001年6月の文部科学省通達により学校債の募集対象が一般人へ広げられた。第二に、少子化による学生減少への大学の対応としてキャンパス内の施設の更新、新規設備建設の活発化が進んでいる。第三に、学校債発行の前提となる格付が第三者格付機関によってなされるようになったということである。

Ⅲ. 資金調達構造が法人価値に及ぼす影響

会社等の法人が外部から資金を調達する場合、外部環境によっても調達の難易度合が変わってくる。しかも株の発行、社債の発行、銀行からの借入れのうち、一つの方法で調達しにくいときには、一般的にはほかの方法に関しても同様となる。

この傾向があることの一つの原因は、法人が銀行から融資を受ける際の借入金利と投資家が銀行に資金を預け入れる際の預金金利が中央銀行の定める政策金利と連動しているためである。中央銀行の政策金利が高いときには、借入金利も高くなるので、銀行融資による資金調達は不利になる。また借金して株あるいは社債を買おうという人も減るので、株の発行と社債の発行に関してもこれは悪条件ということになる。そして政策金利が高いときには、預金金利も高くなるので預金による資金運用に従来よりも関心が持たれることになる。したがって株や社債の購入者を確保するうえで、配当や利回りを高くすることの必要性も増大する。このように高金利のときには、株発行、社債発行、銀行融資、いずれの方法を利用する場合でも、資金調達は困難さを増す。

それでは、ある時点において資金を調達する際に、株、社債、借入れのどれを用いるのが法人にとって、有利なのだろうか。言い換えれば、これらの比率をどのようにすると、法人の価値やその法人に対する投資家の評価は高くなるのであろうか。

先行研究によれば、この比率は法人の評価に影響を及ぼさない。すなわち株、社債、借入れの比率は法人価値、投資家の評価に影響を持たないというのが、いわゆる「モディリアーニ＝ミラーの定理」(以下、MM定理)のメッセージである。そこでは、いくつかの前提が成り立つとき、会社等法人の価値は当該法人の業績とその成長率に影響される一方、その成長に必要な資金がどのような方法で調達されるかには依存しないとされている(Modigliani & Miller, 1958, 265-296)⁵⁾。

このいくつかの前提とは次に述べる通りである。第一に、キャッシュフローが資金調達構造に影響されないということである。換言すれば、資金の源泉すなわち投資や事業活動に使われる財務的資源がどこからもたらされたものであるかということが、事業活動やそれから生み出される収益に影響を与えないと仮定されている。同じ1億円であっても株主からもたらされたものか、銀行から融資されたもので、それを使ったときの投資効果や事業活動が変わってくるのなら当該前提は非現実的であるが、そういう事態は実際には稀であるからこの前提はかなり現実的であると言える。第二に、法人が得たキャッシュフローはいずれはすべて投資家に分配されるということである。たとえば負債依存度がゼロで、全資金を株によって調達している企業の場合、流入キャッシュは将来的にすべて株主に配当として還元されることになる。このほかに、課税において負債と株式に有利不利がないこと、証券取引や情報収集のコストがゼロであるといったことが仮定されている。

このような前提があるとき、投資家や金融機関は株の購入、貸付を臨機応変かつ合理的に実行するので、資金調達構成によらず企業価値は均等化される。投資家や金融機関が配当や利息を得る機会すなわち株の購入、融資、社債購入を即時的に裁定するため、企業価値が等しくなるのである。

以上のようなMM定理は学校法人に関しても成り立つのであろうか。学校といえども独立した法人であれば基本的な考え方は同じであると考えられる

ものの、企業と学校法人にはいくつかの相違点もある。最も強く主張されるであろう相違点は、株による資金調達の可否である。しかしこれについては、2003年の改正構造改革特別区域法の施行で株式会社による大学経営が可能となり、株式会社立大学が既にいくつか存在する現在ではさほど大きな相違点とは言えない。実際、企業と同じ視点でこれに関する財務分析を行っている先行研究もある⁶⁾。

より重要なのは、日本私立学校振興・共済事業団、国立大学財務・経営センターの私立および国立大学への融資において文部科学省より利子補給が行われているという点である。これは資金調達手段としての学校債が相対的劣位に置かれている現状を説明する一つの理由になりうる。ただし当該補給措置の妥当性や是非は別問題であり、これが教育と科学の保護・育成を図るための施策としてむしろ重要であることは否定できない。

IV. 国立大学の法人化

日本において国立大学の組織や運営に関する基本的な枠組みは大きな変更を加えられることなく、戦後長期にわたり保持されてきた。ところが自由民主党・自由党連立政権(小淵恵三・第一次改造内閣)下の1999年4月、当時懸案となっていた公務員制度改革および省庁再編と関連して、国立大学のあり方についても抜本的な改革を検討し2003年までに結論を得るということが閣議決定された⁷⁾。これを受けて翌2000年7月に、国立大学関係者を含む有識者で構成された調査検討会議が発足した。同会議は2002年3月、最終報告「新しい『国立大学法人』像について」をとりまとめ、これを踏まえて同年11月、「競争的環境の中で世界最高水準の大学を育成するため、『国立大学法人』化などの施策を通して大学の構造改革を進める」ということが閣議決定された。翌2003年2月、政府は国立大学法人制度を規定した国立大学法人法案など関係6法案を国会に提出し、同年7月にこれが成立、10月に施行された。

このようなプロセスを経て、自由民主党・公明党連立政権(第二次小泉純一郎内閣)下の2004年4月、国立大学法人制度がスタートし、全国の国立大学は法人化された。端的に言えば、従来国立大学は国の行政組織の一部であった

が、この2004年4月をもって各大学に独立した法人格が付与された。賛否両論があったが、この制度の背後には自律的な大学運営の確保、民間的発想と企業的なマネジメント手法の導入、大学経営への学外者の参画、非公務員型による弾力的な人事システムへの移行、第三者評価による経営・研究・教育の有効性向上等といった目標ないし期待があった。法人化にともない予算や組織等に関する規制は大幅に削減され、これらは基本的には各大学法人の責任で決定されることとなった。資金調達に関してもこれは同様であった。

V. 国立大学財務・経営センターに対する事業仕分け

資金調達に関してより具体的に述べると、国立大学は従来、自主的な判断により長期借入れや債券発行を行うことはできず、不動産取得や病院の設備整備に際して必要となる資金の相当部分は戦後しばらく国立学校特別会計に頼っていた。これは一般の行政事務とは性格の異なる国立学校の管理・運営業務を対象として設けられた会計上の枠組みで、国立学校特別会計法を根拠としていた。

法人化に際して、国立大学には一般会計から運営費交付金が手当てされることとなった。前述の国立学校特別会計は廃止されたものの、当該会計の精神と役割の相当部分は国立大学財務・経営センターに引き継がれた。この機関は、第II章第1節でも述べたように国立大学法人等に施設の整備、その他に必要な資金を貸付・交付する文部科学省所管の独立行政法人で、前身は1992年7月に設立された国立学校財務センターである。

国立大学財務・経営センターが行う貸付・交付の主たる財源は財政融資資金からの借入金、センター債券発行による調達金、廃止前の国立学校特別会計から承継した特定学校財産・積立金等である。事業規模は用途によって異なるが、たとえば施設整備費の場合2009年度の貸付実績は28法人56事業350億7,200万円であった。貸付対象56事業のほとんどは病院の施設整備である。

ところが前述したように国立大学法人化の背後には自律的な大学運営の確保、民間的発想と企業的なマネジメント手法の導入といった目標ないし期待があり、資金調達に関しても自主性と自助努力が国立大学に求められること

となった。財務に関して独り立ちすることが国立大学にとって急務、少なくとも目標となったのである。

一方、2009年9月に発足した民主党・社会民主党・国民新党連立政権は行政の効率化と歳出削減の観点から、国および公益法人が行う事業の見直し、必要性の再検討に取り掛かった(図表1)。いわゆる事業仕分けと呼ばれる取組みで、中心的な役割を果たしたのは内閣府行政刷新会議である。

<p>2009年11月 事業仕分け第一弾 国が行う449事業を対象</p> <p>2010年4、5月 事業仕分け第二弾 独立行政法人が行う事業(47法人, 152事業)を対象</p> <p>2010年10、11月 事業仕分け第三弾 前半は特別会計(18会計, 51勘定)を対象、後半は 第一弾・第二弾の見直し不十分部分を再仕分け</p>
--

図表1 事業仕分けの対象

このような経緯で2010年4月、国立大学財務・経営センターは鳩山由紀夫内閣下において事業仕分け第二弾の対象となった。同センターの事業存続是非等に関する検討を行ったのは刷新会議に複数設けられたワーキンググループのうちBグループで、当該会議の議事録(事業番号：B-19、項目名：施設費貸付事業等、法人名：国立大学財務・経営センター)によれば4月28日の午前10時過ぎから午前11時50分まで約1時間40分にわたり討議が行われた。進行役の開会のことばに続き行われた説明と質疑応答で中心を占めたのは、「国立大学法人の附属病院向けの貸付は民間金融機関でも対応可能ではないか」「なぜセンターでやるのか」という必然性、国立大学法人の経営意識と支援の必要性、千葉幕張本部と東京竹橋拠点の統合とそれによる業務効率向上の可

能性に関する議論であった。

議論後に各委員からは「国立大学は独自のファイナンスをする方式に改める。1～2年以内に対応する」「重要な視点は各大学を自立させることにあるとすれば、貸付業務等を本機関がまとめる意味はない」「国立大学病院の財務・経営は各大学が経営努力を行った方が改善され则认为られ、借入れは民間から独自に行うべき」「原則として、民間の金融機関からの借入れで対応し、国が必要な支援を行ったほうが良いと考える」といった見解が示された。これを受け、刷新会議では同センターの施設費貸付事業について「廃止」の判断が下された⁸⁾。財務・経営の改善に資する助言を行う経営相談事業等についても、最終的判断はこれと同じ「廃止」であった。

その後、2010年12月における閣議決定「独立行政法人の事務・事業の見直しの基本方針」では、同センターの施設費貸付事業および施設費交付事業は将来的な廃止を検討しながら当面継続扱いということになった。しかしながら、いずれにせよ同センターによるこれらの貸付・交付事業、および貸付業務にともなう債券発行が今後続けられるか等は不透明である。

VI. 国立大学の資金調達

第II章でも述べたように、受験生数や在籍学生数により金額は変わるものの大学法人において基本的に毎年継続して得られる主な収入は受験料、入学金、学費と国庫補助金および在学父兄による寄付金である。これ以外にその時々意思決定により、国立大学の場合は国立大学財務・経営センター、私立大学では日本私立学校振興・共済事業団からの融資、および短期的には金融機関からの融資、学校債により資金が調達される。

国立大学に関して述べると、法人化を契機に従来制度上想定されていなかった自主的な判断による長期借入れや債券の発行を行えるようになった。すなわち法人化にともない、以下の規定が法律に盛り込まれた。「①国立大学法人等は、政令で定める土地の取得、施設の設置若しくは整備又は設備の設置に必要な費用に充てるため、文部科学大臣の認可を受けて、長期借入金をし、又は当該国立大学法人等の名称を冠する債券(以下「債券」という。)を発行

することができる。②前項に規定するもののほか、国立大学法人等は、長期借入金又は債券で政令で定めるものの償還に充てるため、文部科学大臣の認可を受けて、長期借入金をし、又は債券を発行することができる。ただし、その償還期間が政令で定める期間のものに限る。」(国立大学法人法、第33条)。自助努力、自己責任で外部より資金調達を行うことが求められ、またそれが制度上可能となったのである。

しかも認められる調達目的は現在、法人化当初よりも大幅に緩和されている。すなわち国立大学法人法施行令では当初、当該目的は附属病院整備事業と大学等移転事業に限定されていた。ところが、国立大学法人の教育研究環境の整備・充実に向けた自主的な取組を支援するため2005年12月、長期借入れと債券発行の目的として前述した土地の取得、施設の設置もしくは整備、設備の設置に下記の事項を追加する改正が行われ、資金調達手段としての両者の自由度と操作性が増した。具体的には寄宿料を償還財源とする学生寄宿舎、宿舍料により償還を行う職員宿舍、外国人研究者向けの有料宿泊施設、施設使用料を徴収するインキュベーション施設やベンチャーラボラトリー(産学連携施設)の整備、国からの補助金・交付金等で段階取得するよりも借入れ・債券の活用が有利なその他の土地取得等も使途として認められることとなった(国立大学法人法施行令・第8条)。

この「国からの補助金・交付金等で段階取得するよりも借入れ・債券の活用が有利な」という規定は、企業が外部資金調達を行う一つの合理的根拠、すなわち「投資のタイミングが重要であり、大きな効果を得るためにいわば『時間を買う』」という考え方に近い。つまり制度的には戦略的な資金調達と投資を行うことが国立大学法人にも可能になっているのである。たとえば北陸の国立大学法人ながら東京にサテライトキャンパスを持つ北陸先端科学技術大学院大学のように遠隔地にキャンパスをいち早く開設するというような場合、あるいは学内で創出された事業シーズ、研究成果を事業化したいという場合には学校債や後に述べる投資ファンド等により機動的に資金調達を行うのも有効であろう。このような場合、キャンパス開設やベンチャー立ち上げの時機を逸すると、投資効果が小さくなることも多いからである。また新しい基幹情報システムの構築、附属病院の新病棟建設や大規模設備更新において、

最新のコンセプトや技術を他より先駆けて導入したいというような場合にも、積極的な形で外部より資金を調達する必要があるだろう。こういった設備や資産の定期的、定常的な更新については従来通りの資金調達でまかなえるものの、戦略的な判断によりこれを越える形で投資を行うとなった場合には、資金調達も学校債の発行や投資ファンドの活用など特別な方策が検討されなければならないのである。

一方では、日本におけるファイナンスに対する考え方、金融をめぐる風土はある意味で保守的で、金銭的資源はなるべく内部蓄積に努め、止むを得ない場合に限り外部調達、しかも銀行等の金融機関を介在した間接金融に頼るという傾向が強かった。個人も企業も地道に貯蓄に励むことが大切であり、安易な外部調達は避けるべきという風潮があった。社債に関して言えば、発行側にとっても購入側にとってもハイリターンである一方ハイリスクというイメージが強く、ある意味で特殊な資金調達手段と見なされた。このため戦後しばらく、社債は担保の裏づけがなければ発行できなかった。社債が日本において長らくこのようなイメージと位置付けを持つこととなった一因は、債券市場草創期における「不運」と「つまづき」にあると言われる。当該市場の基礎が形成された1920年代は折悪くも不況が連続して発生した期間であり、債務不履行が頻発した。このため日本では有担保での債券発行が原則となったのである。すなわち「1920年代のたび重なる景気後退期に頻発した債務不履行を受けて、金融機関は社債に担保を要求するようになった」(Hoshi and Kashyap, 2001, 邦訳, 139)。また海外市場での社債発行も外国為替法によって原則的に禁止され、「起債調整など資本市場での取引に対しては銀行取引との比較においてはるかに厳しい規制が課されてきた結果、わが国においては資本市場の発達が長年にわたって阻害されてきた」(鹿野, 2006, 188)。端的に言えば、日本においてはしばらく「最も規模が大きく収益性も高い企業のみが債券発行の資格を持つ」(Hoshi and Kashyap, 2001, 邦訳, 139)という状況が続いたのである。

このように日本では、直接金融の発達が他の先進国に比べて遅かった。換言すれば、「アメリカでは直接金融が定着してきたのに対し、戦後日本において間接金融優位の構造が続いてきた」(川波・上川, 2004, 49)。投資も内部留

保を待って行い、これを越える大規模な資金投入は「無理な投資」と見る向きもあり、どうしても必要な場合にのみ銀行等の金融機関に交渉するという考え方が根強くあった。先にも述べたように、社債には特殊な資金調達手段というイメージ、位置付けが与えられ、「銀行主導による企業再建と経済回復の構図には、証券市場は不要であった」(Hoshi and Kashyap, 2001, 邦訳, 102)。

このような金融風土は国立大学法人の資金調達にも現れているように思われる。「債券発行は特別な資金調達手段で、事業会社が行うもの」というのが、多くの大学関係者の持つ一般的認識であると推測される。実際、現状では借入れにおいて日本私立学校振興・共済事業団、国立大学財務・経営センターへの依存度が大きい⁹⁾が、これらによる私立および国立大学への融資もある種の間接金融と見なせる⁹⁾。また国立大学法人の市中からの資金調達自体は何件か事例はあるものの、ほとんどが銀行からの借入れで、債券発行によるものは2011年現在皆無と言ってよい。たとえば2007年東京農工大学は東京都内のキャンパスに研究を主たる運用目的とした動物(家畜)病院を建設するに際し、建設費用の5億5,000万円を外部より調達することとなったが、これは全額銀行等からの借入れであった(日本経済新聞, 2007年4月20日)¹⁰⁾。また宇都宮大学は同じ2007年、宇都宮市のキャンパス内に設置している学生寮の改修費1億円の調達が必要となったが、これも民間金融機関からの借入れでなされた¹¹⁾。

このように敢えて誤解を恐れずに言うならば、制度的には戦略的な資金調達と投資が可能になっているものの、国立大学法人における金融の歩みは少なくとも今のところ企業におけるそれと同じプロセスで進みつつある。国立大学においても、日本企業の資金調達史がもう一度繰り返される形で、間接金融優位から出発しているのである。

Ⅶ. 私立大学における学校債

1. 現状の概観

第Ⅱ章第3節で述べたように、私立大学の一部は学校債により資金を調達している。この私立大学学校債は、約9割は無利子で、償還期間後に寄付と

なる場合も多い。このようなある意味で未成熟な債券であり、出資金あるいは預かり金としての色彩が強いことから、たとえば施設設備整備、奨学金事業など調達目的を明示するように文部科学省は指導している。

日本私立学校振興・共済事業団(2011)および日本私立大学連盟(2011)に依拠すると、私立大学の平成21年度における収入割合は学生納付金86.8%、文部科学省の補助金13.2%であり、補助金の割合は昭和55年度の30.9%をピークに減少傾向をたどっている。また平成16年度以降は「人件費、教育研究費」が「学生納付金、補助金」を上回り、私立大学の財務状態の恒常的な赤字がうかがえる。

学校債の発行額は借入金残高を見ることでその概要を把握できる。法人全体の借入金は3,835億円で、その内訳を示すと、日本私立学校振興・共済事業団からの融資が1,937億円(50.4%)、銀行等からの借入れが1,224億円(31.9%)、学校債が291億円(7.6%)、その他が387億円(10.1%)となっている。年度ごとの借入金に占める学校債の割合は、平成2年から平成21年にかけては最高10.2%、最低6.5%の間で推移している。借入金の使途は施設設備費が90%を占め、運営費が10%となっている。

前章で述べた債券発行による資金調達を特殊視する風潮以外に、現状では大学法人の財務部門に外部資金調達の専門家がいなかったこと、また学校債の企画・発行・管理、投資家への情報提供などの準備に手間がかかることが、学校債を寄付金の補完的位置に留め、大学独自の資金調達の多様化を停滞させる原因になっていると考えられる。資金調達の専門家の育成が進む仕組みの構築、あるいは証券会社等からの人材リクルートやコンサルティング会社によるサポート、学校債の計画・募集・発行や投資家への報告書作成等の業務の代行といった新しいサービスを利用できる体制が整備されることが望ましい。また第X章で取り上げる米国の例に見られる地方債等の仕組みを利用できる制度作りを進めるとよいであろう。

このように日本では私立大学においても学校債は未成熟であるものの、これによって積極的に資金調達を行い、研究と教育の充実化を図っている大学もある。たとえば次節で取り上げる大学がその例である。

2. 学校債の発行事例

学生募集等において国立大学法人と一部競合関係のある私立大学では、学校債による資金調達はどのように行われているのであろうか。ここでは、代表的な事例として順天堂大学、慶應義塾大学、立命館大学のケースを取り上げてみよう。

まず順天堂大学が発行している学校債の概要を公示されている順天堂(2009)からまとめると以下ようになる。名称は「学校法人順天堂学校債」で、有利子型であり、次の目的のために学校債の募集を行う旨の説明がある。すなわち、1)国際化拠点としての医科系大学院の充実、2)学費軽減および奨学基金の拡充、3)スポーツ健康科学部の大学院大学への発展、4)本郷キャンパス再編事業の推進、5)医療看護学部の充実と大学院への発展、6)高度先進医療の効率の整備拡充である。

募集金額は100億円(1口1,000万円)、借入期間は満5年で満了前の償還は原則なし、法人側は学校債の資金が必要なくなった場合には償還日前でも償還可能、利息は年率0.3%(固定金利)、募集対象者は教職員、父兄、卒業生および趣旨に賛同する方となっている。また学校債の性質は金銭消費貸借契約に基づく借入金、債券の性格について借入金証書であって有価証券ではなく、譲渡や質入れやその他の担保に供することを禁じている。

次に、公示資料である慶應義塾教育振興資金(2011)、特に学校債の募集要項を参考に慶應義塾大学の学校債についてまとめると、以下の通りである。そこには在学生の保護者あてに資金の一時融通依頼とその運用益を利用することが明記されている。主要事項を抜粋すると、名称は「慶應義塾債」、募集目的は教育研究資金に充てるためであり、たとえば校舎の新築工事、教室の改修・耐震補強工事、冷暖房設備の設置更新、マルチメディア施設整備、安全対策のための防犯センサー設置などを挙げている。募集金額は18億円(1口10万円)、借入期間は大学卒業、大学院修了または離籍まで、利息は無利息、募集対象者は塾生保護者となっている。また学校債の性質は金銭消費貸借契約に基づく借入金、同債券は借入金証書であって有価証券ではなく、譲渡や担保に供することを禁じている。また同校は塾債と合わせて、慶應義塾教育振興資金として、毎年寄付金を募集しており、募集金額は6億円(年額5万円

以上)、対象者は塾生保護者を想定しており、募金の目的は塾債と同じことから、相互に補完的な意味合いを持つと言える。

一方、立命館大学が発行している学校債の概要は立命館大学(2009)によれば次の通りである。名称は第1号立命館学園債、募集総額は10億円、募集対象は在校生の保護者、卒業生、教職員、償還期間は5年、1口金額は500万円、利率は5年利付国債の表面金利と同額(0.9%)、対象事業は施設設備の充実となっている。

現状では、私立大学が発行している学校債のほとんどは、上記の有利子学校債を発行している順天堂大学(0.3%)、立命館大学(5年国債の利子0.9%)と無利子学校債を発行している慶應義塾大学の例に見られるように、学校債とはいっても借入金の性格が強く、寄付金の補完的な性格から抜け出していない。もっともこういう学校債により資金調達を行えるというのは、当該大学が伝統と研究教育水準の高さにより内部のステークホルダーから強い支持を得ているからであり、それ自体は必ずしも批判的に見られるべきことではない。

保護者や卒業生を対象とした学校債ではなくオープン型の起債、つまり外部金融市場を対象とした有価証券に性格的に近い有利子学校債の発行に踏み切る大学は今後、出現するのであろうか。新聞報道等によれば、これまで法政大学や早稲田大学で検討されたことはあるが、少なくとも現時点でこれは実現に至っていない。

VIII. 信用格付機関による国立大学法人の格付

1. 学校法人格付の現況

第II章で述べたように、学校債を発行するに際しては、発行する学校債ごとに学校の財務状況、学校債の発行趣旨、返済計画等を個別に審査され、第三者機関すなわち格付機関の格付取得が必要となる。

投資家が学校債を購入するかどうかの投資判断に資するリスク評価がこの格付の基本的な役割である。学校法人の格付は概して民間企業に比べて高いことから、投資分散の観点から学校債の受け入れ需要は相当程度存在すると

考えられる。格付は利子にも影響力を持つ。すなわち一般的にはこれは国債の利回りを最低利回りとして格付評価に依存した安全性の評価によって決められる。そして学校債発行の判断は、長期借入金とその金利およびそれに関わる担保とのコスト比較でなされるのが普通である。

現段階で国立を含む大学法人に対する信用格付の実績が比較的多い機関は、JCR日本格付研究所、R&I格付投資情報センターである。このほかに、日本で活動する有力格付機関にはスタンダード&プアーズ等がある。これらの規模や沿革、業務内容をまとめると以下ようになる。

JCR日本格付研究所は本部を東京都中央区銀座5丁目15番8号に置く資本金5億8,400万円(2011年3月現在)、金融庁登録第1号の格付機関である。設立は1985年で、87年には投資家向け情報誌「JCR月報」を発刊、1997年には日本で最初に生命保険会社の保険金支払能力格付の公表を行っている。2007年にフランス金融当局より適格格付機関(ECAI)、アメリカ証券取引委員会(SEC)より認定格付機関(NRSRO)の認定を受けた。学校法人の格付を開始したのは2002年で、同年、医療法人への格付業務にも乗り出した。同機関より格付を取得している大学法人には国公立では九州大学、一橋大学、北見工業大学、北九州市立大学等があり、私立では青山学院、國學院大学、国士館大学、共立女子学園、桜美林学園等がある。このうち国立の九州大学と一橋大学の格付はAAA、北見工業大学のそれはAAである(2010年12月現在)¹²⁾。

R&I格付投資情報センターは本拠を東京都中央区日本橋1丁目4番1号に置く資本金5億8,800万円(2011年3月現在)、金融庁登録第6号の格付機関である。同センターの起源は日本経済新聞社が1975年に社内に設置した「公社債研究会」にある。85年にこれが「日本公社債研究所」として独立した。また同年、銀行や証券会社が共同で日本インベスターズサービスを設立した。98年に両者が合併して格付投資情報センターが発足した。筆頭株主は現在でも日本経済新聞社で、関係機関に信用リスク評価モデルの開発等を行う「金融工学研究所」がある。学校法人格付を開始したのは2003年であり、早稲田大学ファイナンス研究科に特別講座を開設するなど学界との連携にも積極的に取り組んでいる。同センターより格付を取得している大学には国公立で神戸市外国語大学、私立では早稲田大学、法政大学、龍谷大学、近畿大学等がある。

一方、スタンダード&プアーズ(Standard & Poor's)社は世界規模で事業を展開しているアメリカの大手信用格付会社で、東京に本拠を置く日本法人は金融庁登録第5号の格付機関である。東京オフィスは千代田区丸の内1丁目6番5号にあり、これはニューヨーク、ロンドンと並ぶ3大主要拠点の一つと位置付けられている。同社の起源はヘンリー・バーナム・プアー(Henry Varnum Poor)が著作物の出版を始めた1860年にまでさかのぼる。1906年ルーサー・リー・ブレイク(Luther Lee Blake)が企業の財務データ等を収集・集計するスタンダード統計事務所(Standard Statistics Bureau)を設立し、これが1914年会社組織となりスタンダード・スタティスティックス社となった。1941年、前述のプアーが創業した出版社プアーズ社とこのスタンダード・スタティスティックスが合併しスタンダード&プアーズ社が誕生した。日本の法人に対し最初に格付を行ったのは1975年で、その10年後の85年に東京オフィスを開設し日本における格付業務を本格化した。国内の大学に初めて格付を付与したのは2004年である。

以上のほかに、日本で格付業務を行っている主な機関には、東京都港区愛宕2丁目5番1号に本拠を置く金融庁登録第2号のムーディーズ・ジャパンがある。同社はスタンダード&プアーズと同様に世界的に格付業務を展開しているムーディーズ(Moody's Corporation)の日本法人である。

2. 国立大学法人の評価項目

国立大学法人の格付においてはどのような事柄や数値が評価されるのだろうか。JCR日本格付研究所を例にとると、これには次のようなものがある(日本格付研究所, 2007, 4-6)。

第一に、コア・キャッシュフローの創出力である。国立大学法人の収入構成は大きく、1)国からの運営費交付金・施設補助金収入、2)学生からの授業料収入、3)企業等からの受託研究等収入、4)附属病院収入に分類できると整理したうえで、特に2)については志願者獲得の状況と戦略、学生にとって魅力ある修学生活となるための取組み、3)に関しては外部資金の獲得状況、研究領域の展開力、組織的な資金獲得策、優れた教員の確保・維持・育成、その他を確認するとしている。4)の附属病院収入については、「附属病院を有する国立大学法人の留意点」として、収入増加と支出削減の取組み状

況とその実績，大学本部における管理レベル，経常資金活動における大学本体からの独立採算の程度等に留意し，法人財政を大きく圧迫することのない運営がなされているかを評価の軸とするということが述べられている。

第二に，キャッシュフロー創出源の多様化努力である。より具体的には，卒業生やその所属企業を対象とした「戦略的基金」の設定に向けた取組みがなされているか，プールされたキャッシュの活用は十分か，また運営費交付金に影響を与えない自己収入源の確立に向けてどのような取組みがなされているかに注目する旨が表明されている。

第三に，キャッシュフローの効率的配分である。すなわち各大学の特性に応じた人件費の効率的な使用，あるいは抑制に向けた取組みと時系列的成果，光熱水費や一般経費，資材調達方法の改善によるコストダウンの取組み状況について確認するということが示されている。

第四に，財務の健全性である。外部からの資金調達に際しての債務償還計画等の着実性が注目点として取り上げられている。

第五に，マーケティング活動である。これについては，主要なステークホルダーである学生，企業・自治体，患者(地域医療機関)等との連携を深めるための取組みについて確認するとしている。

第六に，人材とそのマネジメント状況である。特に，意識改革を教職員末端にまで浸透させるための啓蒙活動や，各校の特性に配慮した教職員の個人活動評価体系を確立させ，給与等に反映させる仕組みを試行しているかどうか注目するとなっている。

第七に，学長等のリーダーシップである。具体的には，限られた任期の中でアカデミズムとマネジメントのバランスを考慮しつつ，自校を取巻く機会と脅威を見定め，改革の風土を醸成し，制度的・組織的に裁量権を行使し，自らのビジョンを実現しているかどうか注目し，学長等のビジョンやリーダーシップの確立状況をインタビューにより確認するとしている。

第八に，ガバナンスとリスクマネジメントの状況である。両者との関連で，外部のステークホルダーと学内のステークホルダーとの利害の調整やバランスを図りかつ適切な意思決定を行うための体制すなわちガバナンスを確立すること，自らを取巻く様々なリスクについての棚卸しを行い，その許容度を

順位付けてコントロールし、組織的かつ定期的に自己評価を行い、改善につなげていくといったリスクマネジメントのサイクルを構築し機能させていく取組みの重要性が指摘されている。そして現時点での評価の手法として、まず理事会や経営協議会、規定の整備状況といった制度的運営の状況と、各大学の組織風土等の個別状況を踏まえ、学長補佐体制や教授会の権限の範囲、実務レベルの委員会の開催内容、さらには活動報告実績や広報等の資料を見る旨が記されている。次いで、経営陣等とのインタビューを通じて課題の自己認識と改善意識の程度についても確認し、円滑なコミュニケーションと適切な意思決定ができる風土が醸成されているか、さらには整備・確立された内部体制から執行される将来構想の展開に持続力や実効性が認められるかを推察し、格付に反映すると述べられている。

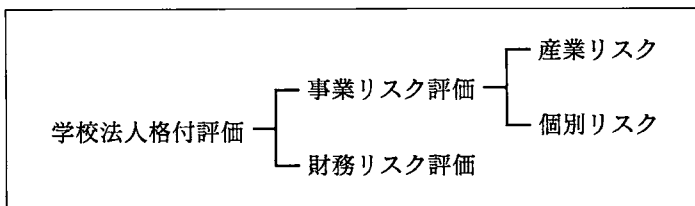
次にR&I格付投資情報センターについて検討してみよう。同センターの場合、基本的な評価構造は事業リスク評価と財務リスク評価の二本立てで、前者はさらに産業リスク的なものと個別リスク的なもので構成されている(図表2)。各々の詳細については次の通りである(格付投資情報センター、2010、1-5)。

産業リスクの評価項目としてあげられているのは、1)市場規模、市場成長性、市場のボラティリティ(変動性)、2)業界構造(競争状況)、3)顧客の継続性・安定性、4)設備・投資の状況、5)保護、規制・公共性、6)コスト構造である。このうち業界構造については、「長期的には有名大学も同じグループ間の競合は今以上に激化しよう。安易に質を落として定員確保に走ると、ブランド力の衰退を招く。有名大学間でも優勝劣敗の傾向が強まる」という予想が示されている。設備・投資の状況については、「個別の学校法人でみれば過剰な設備投資が経営破綻の引き金となるリスクは存在する。学校法人の収支構造は固定的なので、大規模な設備投資を実施し、収支や財務の悪化を招くと、経営の安定性が一気に失われることも考えられる」という認識が示されている。

個別リスクに関して評価されるのは、1)学校法人の沿革や業容、2)学生志願状況、3)教育の中身と成果、4)経営手腕である。このうち学生志願状況については、「入学志願者数は大学の学生募集力を示す代表的な指標である。

また、一般に偏差値で表される入試難易度も学生募集力を判断する有効な指標である。一般入試の入試倍率が1倍台の大学や学部学科は注意が必要である」と記されている。教育の中身と成果をみる際の注目点は、「①初年次教育、②キャリア教育、③この2つを含んだ学士課程教育全体のデザインである」とし、「教育の中身がしっかりしていれば、大学の評価が高まり結果的に学生募集力が高まる」ということが基本的な認識として示されている。これらには重要度に関して差があり、学校法人の沿革や業容、学生志願状況は「極めて重視」、教育の中身と成果、経営手腕は「重視」となっている。

一方、財務リスク評価で見られるのは、1)収支状況、代表的指標として(帰属収入－消費支出)／帰属収入で算出される帰属収支差額比率、2)規模、すなわち帰属収入や総資産、3)財務構成、代表的指標として(運用資産－総負債)／総資産で算出される内部留保資産比率、(運用資産－外部負債)／消費支出と定義される運用資産余裕比率である¹³⁾。このうち帰属収支差額比率と帰属収入は「重視」、総資産および内部留保資産比率と運用資産余裕比率は「比較的重視」となっている。



図表2 格付投資情報センターの学校法人格付評価

国立大学法人に対する実際の格付に際しては、以上の項目を評価するために次の事柄に関する資料の提出が求められる(格付投資情報センター、2011、14-15)。基礎データとして、教育研究組織、教育研究の内容・方法と条件整備、学生の受入れ、教育研究のための人的体制、研究活動と研究体制の整備、学生生活への配慮、財務の状況である。添付資料としては、中期目標・中期計画・年度計画・業務実績報告書・評価結果、将来構想・経営や教学環境改善のための委員会報告等、学長選出・罷免に関する規則、経営およ

び教学の意思決定に関する規則、役員の経歴と任期、最新の自己点検・評価報告書、法人化以降の財務計算書類・今後の収入見込み、附属病院の収支および経営効率(在院日数や病床稼働率など)に関する資料、長期借入金償還計画、大学の学部学科・大学院研究科・附属研究所や附属病院等の紹介パンフレット、周年史、資産運用に関する規定集、現在の組織図(職員について各部署の配属人数のわかるもの)である。

一方、スタンダード&プアーズが分析ポイントとしてあげているのは、1) 需要動向(志望者数や入試政策に基づく学生確保の競争力)、2) 教育プログラムなどの多様性・競争力に基づく事業の安定性、3) マネジメント力と経営戦略・方針、4) 財務、5) 政府との関係(財政支援を含む経常的な支援の度合い)である。それぞれの具体的な意味は以下のように説明がなされている(スタンダード&プアーズ、2008、1-5)。

第一の需要動向については、「学生を獲得する競争力は、大学法人の信用力評価において最も重要な項目の一つである」とし、「学生の学力値を維持するための一定規模の志願者数をいかに安定的に確保し、そのなかでも第一志望者をどの程度確保できているかということを重視」とされている。あわせて「実際にどの大学と競合し、実質的な競争力がどう変化しているかを数年かけてみていくことが重要」という認識も示されている。

第二に、「教育プログラムや研究内容の多様性・特殊性・質・差別化の度合い、学部構成、付属校や大学院の有無や規模、学生の質、ブランド力、社会人・留学生の受け入れ状況、校友・卒業生のネットワーク力、立地など様々な定性的な要素が事業の安定性に与える影響を評価する」としている。

第三のマネジメント力と経営戦略・方針については、「経営計画の進捗状況、建学の精神の体現や各種課題に対する取り組み姿勢および学内・教学との協力関係」に加えて、「経営体制の透明性や監査・コンプライアンス体制の整備」を重点的に見ると表明されている。前者との関係で「大学法人は学生と社会のニーズを捉えた長期的な展望と戦略を明確にし、独自性を打ち出す必要がある」「特に日本では大学の事業環境が厳しさを増しているため、経営陣の長期的な経営戦略の立案能力とそれを着実に実行していく組織力が非常に重要になっている」と語られている。また後者の監査・コンプライアンスに関連して

「大学法人の各種不祥事・不正は、そのブランド価値を大きく損ないかねないだけに、監査・コンプライアンス体制が機能しているかも精査する」とされている。

第四の財務に関しては、「収入・キャッシュフローの水準・安定性を評価したうえで、その大学法人が抱える有利子負債の負担度・返済能力を分析する」とある。国立大学法人の経常収益で大きな比率を占めるのは国からの運営費交付金であるが、これは年1%の効率化係数が課せられ毎年減額されてきた。一方、費用については次のような認識が示されている。すなわち「収入が伸び悩むなかでは、費用の分析も重要となるが³、大学法人の費用構造は人件費の依存度が高く固定的であることから、収支改善は容易ではない。また、コスト改善が行き過ぎ、事業の競争力を維持するのに必要な教育研究費、設備投資までもが削られては本業の競争力を失う恐れもある」とする一方、「国立大学法人では運営費交付金の定率削減が課せられているなかで、文科省の規定により6年間で中期計画の達成を迫られていることから、限られた時間のなかで要求されているコスト削減を達成できるかも重要な分析事項となる」という説明がなされている。端的に言えば、コスト削減に関して各大学が努力できる余地は小さいものの、そういう中でその大学なりにコスト削減の努力を行っているかどうかを見るところというのがその趣旨であると考えられる。これに加えて「病院部門を持つ場合は、その収入動向にも注目する」とし、「附属病院を持つ国立大学法人では、有利子負債(国立大学財務・経営センター債務負担金と借入金の合計)の額や総資産に占める比率が高くなっているため、国からの運営費交付金収益も加味した返済原資で債務を返済できるかどうかを重視する」となっている。

第五の政府との関係性を評価する際の具体的視点は、「大学法人(附属病院を含む)の中期目標や中期計画の達成状況、国・自治体からの運営費交付金や施設費補助金の獲得状況、国・自治体から承継した債務の負担度などに注目する」というものである。「これらの分析により、国や地方自治体にとっての大学法人の存在意義・政策的重要性や両者の関係、またその変化を把握することが可能となる」とされている。

3. 国立大学法人の格付取得意義¹⁴⁾

先行研究によれば、「大学は格付けや評価の機能を的確に認識して活用していくことが必要である」(山本, 2005, 421)。それでは国立大学法人が信用格付を取得することにはどのような意義があるのだろうか。

第一に、外部から資金調達する際、投資側の情報不足を補うシグナルとなる、ひいてはこれが調達を円滑にするということである。すなわち第IV章および第VI章で述べたように、国立大学は法人化以降、独自に金融機関から長期借入れを行ったり、債券発行により投資家から資金を調達することが可能になった。しかしこのような外部資金調達の際には、債務償還の確実性ないしリスクを端的に示す指標が融資・投資側には必要となる。法人化後、前述したように経営面の自由度が増し、大学法人債の発行などマーケットからの資金調達が可能になった一方で、これにともない経営の健全性に関する情報提供が必要になっていると言える¹⁵⁾。

実際、一般事業会社が社債を発行する際には事前に信用格付を取得しているのが一般的で、格付の取得は社債発行の前提条件であると言っても過言ではない。先の先行研究も、「法人化された国立大学や今後法人化が予定される公立大学においては、一定の要件下で学校債の発行が認められており、この場合は格付け取得が前提になろう」(山本, 前掲同所)と述べている。ただし一般事業会社と同様、国立大学法人も有利な条件で債券を発行するためにはダブルA以上の高い格付が必要となる。

第二に、第一の投資側へのシグナル表示ないし情報提供とも関連するが、外部に対するある種の説明責任を果たすことになる。すなわちすべての機関・組織に対して世間的にますます情報公開が求められるという流れのなかで、独立法人となった国立大学にも他の機関・組織と同様に、経営状態やその他の内部状況に関する説明責任が生じている。敢えて誤解を恐れずに言うならば、独立法人化されたことで国立大学は今後、世間一般の目を意識する必要がある。法人化により、また産学連携が進むなかで、社会に対する説明責任、経営に関する情報開示が従来にも増して重要になっている。受験生やその親にも、良い教育をしているということもさることながら、受験料や授業料を受け取っている以上、きちんと経営をしているということを説明する必要が

生じている。ステークホルダーに対する説明責任は従来よりも格段に重くなり、今後もこれは増していくだろう¹⁶⁾。

換言すれば、レベルの高い研究、充実した教育を行うことも重要だが、両者の状況つまり内部で行われていることを知ってもらった上で受験者を募集した方がより効果的だと考えられる。この点は事業会社と同じかもしれない。すなわち高い技術で良い商品を作っていれば買ってくれるという考え方もある。それで確かにそこそこは売れるだろうが、中で行われていることを買手に理解してもらった方が、売上は一層伸びるであろう¹⁷⁾。

第三に、格付の取得にはIR (Institutional Research) の一環ないしこれに対する一助になるという意義もある。すなわちアメリカの大学で盛んなIRが今後、日本の大学でも広がっていくだろう。IRは学内に存在する種々のデータを集めてくるツールで、この業務を遂行するのがIRセクションである。どんな経営、どんな舵取りをすればよいのかを知るため、言い換えれば経営判断を行うために、IRセクションが集めているデータを分析することになる。信用格付はこのようなIR活動の一環という側面も持つ。

第四に取得に向けての取組はFD (Faculty Development), SD (Staff Development) の絶好の機会となるし、経営効率と業務効率の向上契機になりうる。国立大学では経営における学長の裁量が以前よりも格段に大きくなったため、内部的に経営の有効性を高めるという視点も大切になった。信用格付機関という第三者の評価、外部の視線を取り入れることが、大学経営の有効性向上につながると考えられる。すなわち国立大学の法人化後、経営を各法人に任せるといった側面が強くなる一方、交付金は削減される傾向にある。国立大学は法人化により国から見離されたわけではないが、国から少なくとも距離を置かれることとなった。今後、自助努力と自己責任で経営を効率化するという必要性がより一層高まっていく。信用格付の取得はこれを側面サポートしうる¹⁸⁾。

重点的に見てもらう領域・事項を主体的に選んで、その有効性や効率性を診断してもらうこともできる。たとえば学長の強力なリーダーシップに特徴がある大学は、本当に当該リーダーシップが発揮されているか、これが有効に機能しているかを見てもらえる。附属病院の経営が心配である大学は、そ

の点を評価の専門機関である信用格付会社にチェックしてもらうことができる。

なお、国立大学法人は中期目標を達成するために作成する中期計画に関して、文部科学大臣の許可や大学評価・学位授与機構の評価を受けている。中期目標の達成状況すなわち期間中の業務内容、研究や教育面の実績についても、国立大学法人評価委員会の評価を受けなければならない。この評価結果は次年度以降の運営費交付金配分に反映される。このほかに文部科学省所管の財団法人・大学基準協会等による認証評価がある。これは原則として7年毎に教育・研究の質に関する検証・評価が課せられるというものである。こういう公的な組織や行政機関による制度的評価と信用格付にはどのような違いがあるのだろうか。

このような公的機関による大学評価は、ほとんどが制度として義務付けられているものである。これに対して、信用格付は取立て費用をかけて自主的に取得する。自主的に外部、第三者機関から評価を受けるという積極性に意義があり、またそれが世間へのアピール材料となりうる。

それでは、格付取得の動きが国立大学法人内でまだ広がっていないのはなぜであろうか。これは端的に言えば、「良い研究、良い教育をしていれば学生は自然に集まる」という意識が根強いからであろう。すなわち良い研究と教育をしていれば他はついてくるものという正論、ある意味で保守的な考え方が支配的である。良い研究、良い教育というのは大学にとって確かに最も重要な目標である。しかしこのような良い研究、良い教育を持続するために、信用格付が役立つかもしれない。これらが持続するようにサポートするのが大学法人における信用格付の一つの意義であると考えられる。

IX. 大学型投資支援ファンド¹⁹⁾

第VI章から第VIII章までで検討した学校債は、国立大学法人が行うあらゆる事業の資金調達に活用できるわけではない。典型的には大学発の事業化支援においては、事業化の可否が不透明でリスクが大きいという性格上、債券による資金調達を行うことはできない。そこで投資ファンドがその資金調達の

仕組みを提供している。この投資ファンドとは複数の投資家から資金を集め、その資金を用いて行われる事業・資産からの利益を投資家に分配するという資金調達と投資のスキームで、近年注目を浴びている大学のファイナンス手法である。特徴としては、学校債に比べて投資目的が極めてはつきりしている一方、事業化や製品化に向けてのリスクが高いということがあげられる。

大学が投資家から資金を集めて行うファンドではベンチャー支援ファンドがよく知られている。これは大学の持つ研究開発力や技術力を資源として事業化、商品化を行う際に民間の資金を利用する仕組みである。実際の活用は主に技術・医薬学系ベンチャー事業のプロジェクトが中心であり、国や民間を取り込んだ産官学の連携等も一部見られる。大学発ベンチャー支援ファンドには日本政策投資銀行や中小企業基盤整備機構も出資や支援に積極的である。一部の研究者や大学に関してはベンチャーキャピタルによる特定の技術力を事業に結びつける支援も既に行われている。

大学発ベンチャー支援ファンドを見ると、いくつかの形態がある。具体的には以下の通りである。

第一に、特定分野型の支援ファンドである。これはバイオサイエンス、IT技術、ナノ技術、医薬品開発など特定の分野と特定の研究開発に特化した専門的な技術を事業化に結びつけるためのファンドであり、最も多用される形と言ってよい。たとえばイノベーションエンジン(株)はナノテクノロジー関連分野、(株)ピー・エイチ・ピーはバイオ・ヘルスケア関連分野への投資を行っており、日本政策投資銀行も同様の支援を行なっている。

第二に、大学特化型ファンドである。これは特定の大学に特化したベンチャー支援ファンドで大学内からの起業や学生による起業も含めて特定の技術や事業に制限されない緩やかな投資ファンドである。例えば、東京大学エッジキャピタル、大阪大学イノベーションファンド、早稲田大学ウェルインベストメントなどが大学内の技術を事業化するための支援を行なっている。

第三に、地域連携型ファンドである。地域内の産官学の連携に対して支援するファンドで地域活性化や地方大学の技術利用促進に活用されている。例えば、東北限定では東北イノベーションキャピタル、北海道の大学に対する北海道ベンチャーキャピタル、宇都宮大学の峰が丘地域貢献ファンド、など

がある。

第四に、その他としてコラボ産学官ファンドがあげられる。これは大学の持っている技術や研究成果などを(社)コラボ産学官を通じ、全国の信用金庫、会員企業などのネットワークを有効活用して地域の活性化を推進する「全国規模の地域活性化ファンド」を計画している。

日本型の大学保有技術の事業化は、大学自身でベンチャー企業を起こし、事業化(多くの場合、製品化まで含める)することを考えている。ただしこれを実際に行うには、大学の保有している技術シーズの事業化評価、事業化計画作成、会社設立支援、育成までの一連のインキュベーション機能を支援する組織が必要となる。一部には技術移転のための組織や部局を学内や学外に設立する動きもある。その役割を果たすのがTLO (Technology Licensing Organization: 技術移転機関)である。これは大学の特許や研究成果を民間企業等へ技術移転することを促進するというミッションを担う。我が国では1998年5月に「大学等における技術に関する研究成果の民間事業者への移転の促進に関する法律(大学等技術移転促進法、略してTLO法)」が制定され、事業化を念頭に置いた大学における研究活動の活性化が図られている。このために設立されているファンドは、利益を追求するベンチャーキャピタル(VC)というよりもシーズマネーとしての役割を担うVCとしての性格が強い。

X. 米国における大学の資金調達

最後に、米国の大学がどのような資金調達を行っているかを見ておきたい。米国の大学における資金調達は、株式発行以外の民間企業流のファイナンス手段を幅広く利用している。

1. 米国における大学の債券発行²⁰⁾

資金調達を目的とする大学の債券は、米国では一般的には州債として発行されている。この州債はレベニュー債 (Revenue Bonds) と言われるもので、償還財源を特定化し発行する債券である。換言すれば、これは教育を含む公益事業を目的として発行され、州政府の財源から元利金を支払う一般財源債と異なり当該事業の収益のみで元利金が支払われる地方債である。

大学の債券は多くはこのようなレベニュー債型の州債であるが、発行目的に応じて免税タイプ、課税タイプの2つに分かれ、発行される。それぞれの債券ごとに投資家への判断材料として、格付評価が用いられていることが多い。長期の資金調達手段としてのこのような学校債発行のほかに、短期資金の調達のためにCPが発行されるなど、民間企業と類似した資金調達が実際に行われている。

2. スタンフォード大学の事例²¹⁾

2011年のスタンフォード大学の学校債に関する公開資料を見ると、学校債を頻繁に資金調達的手段として利用していることがわかる。この情報については、投資家への情報提供の一環として、発行債券ごとにWEBを通して詳細が公開されている。同大学が利用しているファイナンス手段は以下の通りである。

第一に、免税長期レベニュー債である。償還期間の長さは10年から33年まで様々で、金額は約1,500万ドルから1億6,000万ドル、利子は固定型で4%から5.25%となっている。

第二に、免税コマーシャルペーパーである。これは比較的短期の無担保債券であるが、スタンフォード大学ではこれによる市場からの短期資金の調達も行われている。たとえば2011年にはカリフォルニア教育施設庁から発行された金利0.1%と0.28%のコマーシャルペーパーによって短期資金を調達している。

第三に、免税変動金利レベニュー債券で、これは変動金利型のカリフォルニア教育施設庁から発行されている債券である。償還期間は20年から35年、金額は約500万ドルから5,100万ドルである。

第四に、スタンフォード大学中期手形である。この手形はスタンフォード大学が大学自身で発行している約束手形であり、現在は2本が発行されている。利子には課税がされ、期間は10年と30年、金利は固定でそれぞれ6.16%と7.65%、金額はともに500万ドルである。

第五に、スタンフォード学校債である。これはスタンフォード大学が発行している課税型の学校債である。現在、発行中で償還となっていないのは償還期限2024年のもので、金利は6.88%である。

第六に、大学保有技術事業化支援ファンドである²²⁾。前章で述べた大学が保有している技術の事業化支援ファンド、大学の保有する技術を事業化に結び付ける技術移転促進を目的としたファンドは、アメリカでは一般に「GAP FUND」と呼ばれる。スタンフォード大学では「Birdseen Fund」という名称のもと、このような大学保有技術の事業化促進の目的で年間2万5千ドルを上限とした支援を実施している。開始年は1997年で、学内研究者あるいは研究室を対象に事業化可能性の高い移転技術および研究に資金を提供している。原資は技術移転が成功した場合に移転先の企業からもたらされるロイヤリティ収入で維持されている。このファンドを利用した技術移転により事業化されたプロジェクトは20%から30%である。ただし、事業化が実現しなかった場合の返済義務はない。このファンドはベンチャー企業の設立を目的としているのではなく、民間企業へ大学の保有技術の移転を促進するものである。

3. 米国学の資金調達に見られる特徴

前述の通り、カリフォルニア教育施設庁から発行されているスタンフォード大学の債券は短期から長期にわたり、使用目的は制限されているものの免税措置が取られている。地方債として学校の資金調達を肩代わりしていると言える。他方、スタンフォード大学が自ら発行する債券や手形は自由度は大きい³⁾、利子には課税がなされている。

このようなスタンフォード大学の資金調達に見られるように、米国の公立・私立大学は企業で利用されているのと類似した手段を組み合わせる資金調達を行っている。ファイナンスのあり方は事業会社と基本的には変わらないのである。ただし州政府が大学の資金調達の代替を行う仕組みは地方債の発行手続きを利用していると見なすことができる。この州債として大学債を代替する手段は大学の債券や手形発行の業務を軽減するのみならず、州政府の高い信用力を利用した資金調達が可能としている。地方債のデフォルト率(平均0.6%)は民間企業のデフォルト率(平均2%)に比べて非常に低いため安全重視の運用を行う投資家や分散投資重視の投資家から歓迎されているものと考えられる。米国では大学も管理会計の仕組みを整備して高度な財務分析に基づいた資金調達を行い、また投資家もドライな目で大学の財務状態を診断し、ビジネスライクにこれに対する投資を行っている。また債券とは異なるファ

ンドの仕組みも積極的に利用されている。本研究では取り扱わないが、米国の大学はまた流動資産を様々な手段で運用している。財務と経営の視点では、米国の大学は日本の大学と比べて進んだ資金調達と運用を行っていると言える。

XI. 終わりに

日本の大学において資金調達は、企業のそれと同じように間接金融優位で出発している。つまり外部から資金を調達する際に頼りがちなのは銀行等金融機関からの融資、国立大学法人の場合は国立大学財務・経営センター、私立大学については日本私立学校振興・共済事業団からの借入れである。もっとも国立大学財務・経営センターについては今後の事業継続に大きな不確実性がある。

学校債について言えば、国立大学法人のうちいくつかは信用格付を取得済みで、発行の重要な一つの条件はクリアしてその点において発行準備は基本的には終えているものの、実行には至っていないという状況にある。一方、私立大学には、学校債を既に発行している大学がある。ただし現状ではそれは寄付金の補完的な役割と位置付けであり、外部の金融市場向けのものではない。

資金調達について日本の大学は一般事業会社に学ぶべき点が多いと言えよう。敢えて誤解を恐れずに述べると、日本において大学のファイナンスには戦略的視点が弱いし、資金調達手段を適切に組み合わせるというポートフォリオの発想が不足している感が否めない。これが本研究の得た知見であり、また基本的なメッセージである。

これに対して考えられる反論は「大学と企業は違う。大学には教育機関としての責任があり安全な資金調達が心がけなければならない」というものである。しかしながら安全性、言い換えれば広い意味でのリスク回避ということを重視するならば、尚一層ポートフォリオ的な発想が求められることになる。たとえば特定の金融機関からの借入れ依存度が過度に大きくなると、これからの講師派遣を断れなくなったり、就職セミナー（会社説明会）の学内開催に配慮せざるを得ない等はまだしも、他のより深刻な形で研究・教育や大学運営に介入を受ける危険性が高まることになる。

このような日本の大学とは対照的に、アメリカの大学はスタンフォード大学に代表されるように、種々の手段により戦略的に資金調達を行っている。それは一般の事業会社のファイナンスとさほど変わらない。

国立大学法人については、その資金調達で重要な役割を果たしてきた国立大学財務・経営センターの事業継続が前述したように不透明になっている。また今後は独立法人としてのスタンスと意識の強化、換言すれば経営における自律性と自助努力が一層求められていくであろう。その中でたとえばサテライトキャンパスをいち早く開設したり、研究成果の事業化を急いだり、また基幹システムや附属病院に対して経常的ではない投資が戦略的判断により行われる場合には、学校債や投資ファンドの活用が検討されなければならない。またこれらを行うための準備として信用格付を事前に取得しておくことも望まれよう。このように戦略的資金調達の前提条件となる以外に信用格付の取得には投資家への情報提供とこれとの良好な関係の維持、対外的説明責任の遂行、IRの一環という意義もある。

どの大学が国立大学初の起債に踏み切り、国立大学法人における債券発行型ファイナンスのモデルケースとなるのかを今後注目していきたい。

[謝 辞]

本論文は金沢大学情報戦略本部に設置された大学経営情報化検討部会の活動をきっかけに生まれた研究成果である。すなわち著者二人は同部会への参加を通じて多大な示唆を得た。そういう意味で本論文がなす学術と大学への貢献は部会活動の賜物である。ただし論文で示された内容や意見は白石、寒河江の見解である。

脚 注

- 1) DIPはDebtor in Possessionの略で、DIPファイナンスは会社更生法の適用を受けた企業や民事再生手続きが行われている企業への融資をさす。
- 2) 国立大学財務・経営センターのホームページに基づく。
- 3) この節の記述は日本私立学校振興・共済事業団ホームページに依拠している。示している数値データは日本私立学校振興・共済事業団(2011)に基づく。

- 4) 一方では学校債には応募の任意性という問題がある。先行研究ではこの点について、「学生・生徒の父兄などを募集対象とするには、応募の任意性を担保するために、一般人を対象とする場合以上にむしろ十分な情報の開示や募集時期の綿密な検討が必要であったが、学校法人側にはこの点で安易な点があった」(福光, 2006, 7)という見解が示されている。
- 5) モディリアーニ(Franco Modigliani)とミラー(Merton H. Miller)が発見した定理「モディリアーニ＝ミラーの定理」とは、本文でも述べたように「株、社債、借入れの比率が法人価値、その法人に対する投資家の評価に影響を持たない」というものである。ここで「法人価値」をどう捉えればよいのかということが問題になる。これについては「発行済み株式の時価総額と負債の時価総額の合計」と定義するのが、モディリアーニとミラーを含め、金融論と財務論の一般的な立場である。
- 6) たとえば川崎(2011)は経営の安定性と継続性という観点から株式会社立大学の財務分析を行っている。そこでは株の公開により株式市場から大規模な資金調達を行った事例が紹介され、大学の「株式発行による機動的な資金調達」等に関する検討がなされている(川崎, 2011, 154)。
- 7) 当時は「国立大学法人」という用語は定着しておらず、「国立大学の独立行政法人化については、大学の自主性を尊重しつつ大学改革の一環として検討し平成15(2003)年までに結論を得る」というのが閣議決定の主旨であった。
- 8) 厳密には廃止の判断をした委員は8名、国等の実施を主張した委員が3名、センターによる継続実施支持が1名であった。
- 9) 第Ⅲ章でも言及したように日本私立学校振興・共済事業団、国立大学財務・経営センターの私立および国立大学への融資において文部科学省の利子補給が行われている現状では、このような間接金融優位にも一理あると言える。
- 10) 日本経済新聞によると、診療報酬などを返済資金にあて、病院施設分については15年、施設内の手術用設備分等は10年で返済するという計画で、金利は前者分が年2.15%、後者分が1.87%であった。
- 11) 借入期間は25年、金利は10年固定型で当初年2.0%、家賃収入により返済するというものであった。
- 12) ここでは日本格付研究所の表記に従い、トリプルA、ダブルAではなくAAA、AAと記載した。なお格付は年により変わることも多いものの、国内の事業会社で日本格付研究所よりAAAを取得している代表的企業にはNTTドコモ、AA取得企業には旭化成、住友電工、京王電鉄、サントリー等がある(2010年12月現在)。
- 13) 運用資産と外部負債については、 $\text{運用資産} = \text{その他の固定資産} + \text{流動資産}$ 、 $\text{外部負債} = \text{総負債} - (\text{退職給与引当金} + \text{前受金})$ と定義されている。
- 14) 本節は、JCR日本格付研究所業務部部长・一宮孝彦氏、R&I格付投資情報センターRM本部副本部長兼業務推進1部部长・石塚祐司氏、同センターRM本部業務推進1部チームリーダー・田村晶子氏、同センター格付本部シニアアナリスト・下山直人

氏、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン格付業務推進部ディレクター・小野寺誠氏、同社金融・事業法人及び公的部門格付部首席アナリスト・吉村真木子氏からのヒヤリングによって得た知見に依拠して執筆した。この場を借りて心よりの謝意を表したい。またスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン格付業務推進部部长・清水健氏より電子メールにて、JCR日本格付研究所医療・学校法人格付室チーフアナリスト・殿村成信氏より文書にて示唆に富むコメントをいただいた。ここに記し、厚く御礼を申し上げたい。ただし内容に関する最終的責任は本論文の執筆者二人が負う。

- 15) 融資を行う銀行自体にも、相手の財務的安定性を評価する能力はある。しかし宗教法人、医療法人、学校法人に関する評価ノウハウは不足しており、これらの審査は不得意である。つまりこれら宗教法人、病院、学校は銀行にとって「わからない3法人」とも言われている。
- 16) たとえば日本格付研究所よりAAAの信用格付を取得している一橋大学では、格付が寄付金を募るときに役立っていると見られる。同大学は人材を財界に輩出し卒業生が有力企業に就職して活躍しているため経済界との関係が深く、これに対する募金活動にも意欲的に取り組んでいる。その際に、AAAという格付は財務的に健全で、資金の運用が適切に行われている、したがって寄付金も有効に活用されるというアピールになりうる。研究資金の不正流用やデリバティブ取引の失敗等があると格付も低くなりがちなので、高い格付は財務的健全性、資金活用における適切性の証明となるのである。このため高い格付を取得すれば、いわば胸を張って外部資金獲得や寄付金の募集を進められると言える。同大学は、このようなことからAAAの取得を広報誌等で積極的にアピールしている。またスタンダード&プアーズによれば、産学連携を模索する際、海外の大学と提携や協定を結ぶ際、留学生の誘致においても信用格付はアピール・ポイントになるという(スタンダード&プアーズ, 2011, 16-19)。
- 17) 好例と言えるのは日本格付研究所よりAAの信用格付を取得している国立大学法人・北見工業大学のケースである。同大学は寒冷地や知床の自然等に関する研究で国内最高レベルにあるものの、同大学のこのような研究に関する認知度は高いとは言えなかった。早期の格付取得は話題性があり、これ自体テレビのニュースや新聞の記事になったため、このような優れた大学が北海道にあるということアピールすることとなった。また格付投資情報センターからAAの格付を取得している神戸市外国語大学においても、この取得は全国で2校しかない国公立の外国語大学という存在意義、実践的な外国語能力涵養に力点を置いたカリキュラムの独自性に注目を集める契機となった。このようなカリキュラムの独自性はほとんどの大学がアピールしているため、それだけでは大きな訴求力を持たないが、格付投資情報センターという学外の中立機関がそれを認めることにより、そのようなアピールや情報に信頼性が付与されることとなったと言える。換言すれば、これらの大学では格付の取得が大規模な形での宣伝広告、パブリシティ活動につながったと見ることができる。

- 18) スタンダード&プアーズによれば、自校と海外の大学との対比も可能であるため、職員や学生に「国際的な目線」を与えるという効果もあるという(スタンダード&プアーズ, 2011, 16-19)。
- 19) 第IX章は文部科学省(2004)から得た知見に最新情報を追加する形で執筆した。
- 20) この節の記述は勝田(2003)、日本総合研究所(2007)の資料編に基づく。
- 21) この節は日本総合研究所(2007)の資料編に基づく。ただし数値データはスタンフォード大学ホームページ中の「財務レポート」に依拠している。
- 22) 大学保有技術の事業化、大学発ベンチャー支援については文部科学省(2004)が詳しい。ここでも特に当該資料の第II章を参考にした。

引用文献

- 福光寛(2006)「学校債と医療法人債－擬似債券の理論・歴史・現状－」、『成城大学経済研究』第173号, 1-51.
- 順天堂(2009)『学校法人順天堂学校債募集要項』.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap(2001) *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press (鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』, 日本経済新聞社, 2006).
- 格付投資情報センター (2010)『業種別格付方法: 学校法人』.
- 格付投資情報センター (2011)「国立大学法人の格付取得について」(パワーポイント資料).
- 勝田久男(2003)「米大学の格付けと学校債発行」、『ダイワレビュー』No.12, 74-89.
- 川波洋一・上川孝夫(2004)『現代金融論』, 有斐閣.
- 川崎成一(2011)「日本における株式会社立大学の分析－財務分析の視点から－」、『大学経営政策研究』第1号, 145-166.
- 慶應義塾教育振興資金(2011)『慶應義塾債資料』.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller(1958) 'The Cost of Capital, Corporation and Finance, and the Theory of Investment', *American Economic Review*, Vol.48(No.3), 261-297.
- 文部科学省(2004)『大学発ベンチャー支援ファンド等の実態調査並びにベンチャー支援のあり方について』.
- 内閣府行政刷新会議議事録(事業番号: B-19, 項目名: 施設費貸付事業等, 法人名: 国立大学財務・経営センター).
- 日本格付研究所(2007)「国立大学法人の格付けにあたって」、『JCR News Release』(06-D1-1230), 3月20日.
- 日本私立学校振興・共済事業団(2011)『今日の私学財政－大学・短期大学編－』平成22年度版.
- 日本私立大学連盟(2011)『加盟大学財務状況の概要－平成21年度実績－』.
- 日本総合研究所(2007)『大学における教育研究の環境整備のための新たな資金調達に関する研究』, 文部科学省.

立命館大学(2009)『学園債募集要項』.

鹿野嘉昭(2006)『日本の金融制度』(第2版), 東洋経済新報社.

スタンダード&プアーズ(2008)『大学法人の信用力分析手法と日本の大学セクターの分析ポイント: 国公立大学法人でも環境変化への対応で予想される信用力格差』.

スタンダード&プアーズ(2011)「信用格付けの概要とその役割」(パワーポイント資料).

山本清(2005)「大学の格付けと評価」, 『広島大学・高等教育研究開発センター大学論集』, 第35集, 419-429.

参考ホームページ

国立大学財務・経営センターホームページ (<http://www.zam.go.jp/>)

日本私立学校振興・共済事業団ホームページ (<http://www.shigaku.go.jp/>)

スタンフォード大学ホームページ (<http://www.stanford.edu/>)