



公募テーマ：

「産業構造審議会 教育イノベーション小委員会
「中間とりまとめ」の論点の社会実装」に関するテーマ

学校独自の財源づくりのための 資金調達・運用に関する調査事業(プロジェクト2)

最終成果報告書

認定特定非営利活動法人
日本ファンドレイジング
協会

担当者情報

- 所属・役職：
認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会・ディレクター
- 氏名(フリガナ)：千田 領一郎 (センダ リョウイチロウ)
- メールアドレス：senda@jfra.jp
- 電話番号：03-6809-2590

2024年2月22日

調査事業サマリ：学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査事業（認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会）

調査結果の背景と成果

調査内容

課題と
目指す
姿

公教育が独自で財源を確保・運用することにより、意欲的にチャレンジングな取組を継続的に実施できることを目指す

成果

ストック運用型の仕組み及び実現までの道筋の明確化

- ・ 現在国内で資産運用が進まない原因は、教育機関における以下4点の欠如と特定
- ・ ①運用可能な資金原資 ②経営層の運用に取り組み意志 ③運用体制の不備、運用経験の不足 ④寄付、資金調達がしやすい制度、税制
- ・ 求められる施策は以下4点
- ・ 1.政策的誘導による雰囲気醸成、2.初期の運用資金確保、3.タイプ別の仕組み、4.学習・知見共有コミュニティ
- ・ 実現に向けたロードマップ明確化にいたった。①モデル実装化、緩やかな政策誘導、②横展開・共通理解の醸成、③新たな仕組みの創出、④取り組みや成果の高度化



最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

1. 事業者

プロフィール（事業受託者）：認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会

組織概要

「寄付・社会的投資が進む社会の実現」を目指し、民間非営利組織のファンドレイジングに関わる人々と、寄付をはじめとする社会貢献に関心を寄せる人々のためのNPOとして、認定ファンドレイザー資格制度や子ども向けの社会貢献教育、寄付白書の発行などに取り組んでいます。

- 2010年2月特定非営利活動法人を認証取得
- 2016年12月東京都より認定を取得
- 2019年一般財団法人非営利組織評価センターよりグッドガバナンス認証取得

名称	認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会
代表	代表理事 鶴尾 雅隆
設立	2009年2月18日
住所	〒105-0004 東京都港区新橋5-7-12 ひのき屋ビル7F
連絡先	TEL:03-6809-2590 FAX:03-6809-2591
Webサイト	https://jfra.jp/

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

2. 背景と目指す姿

背景

- 欧米では学校・財団が寄付をストック運用し、長期的安定財源にすることは一般的だが、日本の学校でストック運用で安定財源を得ている組織は極めて限定的※
 - 本運用が広がらない理由は次のとおり
- ①日本の金融機関には学校・財団専門のポートフォリオを形成できる専門的経験がなく
 - ②また、現時点では預かり金額規模が見通せないため、先行投資で専門チームを組む意思決定もできない。
 - ③米国等の学校専門の運用会社では平均7%以上の運用が可能なポートフォリオが組めるが、まとまった金額がなければ契約できない
 - ④寄付者や教育機関側にとっても、先に安心できる運用の仕組みができないとリスクをとって貴重な資産を投じる意思決定ができない
 - ⑤単体の教育機関では運用想定金額が小さいため、複数法人を「まとめて」運用する仕組みが必須といった構造的課題があり、本実証事業で、この壁を乗り越える新たな仕組みを日本に生み出す
- 更に、米国では富裕層が寄付する際の先進的な仕組みが生まれているが、こうした仕組みも日本から活用できるようになっていない

※日本では100億円を原資にストック運用を行う徳島県の神山まると高等専門学校(以下、神山まると高専)が有名であり、多くの富裕層や教育関係者から当協会に「神山高専モデルがやりたい」という相談があるものの、本編に示す事由により、各教育機関で実施するには困難が伴う

目指す姿

検証する
「中間とりまとめ」の論点

調査内容

調査成果

- 眠れる資産の活用
- 米国財団・学校専門運用会社、日本金融機関、日本の高校、教育支援NPO、富裕層・遺贈寄付希望者への支援プラットフォーム連携で、新たなストック運用プラットフォームの形成に向けた調査
- 高校、NPO等による実装化に向けた実現可能性や課題の調査、分析
- 併せて、富裕層寄付を誘発する他の先進的仕組みの調査検証
- 日本初のすべての学校が活用可能なストック運用プラットフォームの社会実装に向けた実現可能性や課題の明確化
- 結論として、課題と、それに対する必要施策を明確化の上で、政策・制度面における提言、税制面における課題と背景、実現に向けたロードマップ提示に至った。

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

3. 実施体制・調査結果フィールド

実施体制（プロジェクト2）

- ◇事業受託者：認定特定非営利活動法人
日本ファンドレイジング協会
 - 統括責任者：鵜尾雅隆（代表理事）
 - 執行責任者：小川愛（事務局長）
 - 渉外担当：千田領一郎（ディレクター）
- ◇再委託先：2社（調査分析などを担当）
 - 一般社団法人Social Investment Partners
 - ・ 責任者：鈴木栄（代表理事兼CEO）
 - ・ 実施担当：福島沙世子（事務局長）
 - フィノーカル株式会社
 - ・ 責任者：内山大志（代表取締役）
- ◇推進委員会：
 - ・ 今村久美（認定NPO法人カタリバ 代表理事）
 - ・ 塚本いづみ（慶應義塾高校同窓会事務局）
 - ・ 白井智子（Study in Americaディレクター(認定NPO法人ピース・ウィンズ・ジャパン))
 - ・ 石崎浩二（三菱UFJ信託銀行エグゼクティブアドバイザー）
 - ・ 樽本哲（弁護士, 一般社団法人全国レガシーギフト協会 共同代表）
 - ・ 岸本和久（公益財団法人日本フィランソロピック財団 代表理事）

調査対象

- ① 教育機関（国立）
 - ・ 東京大学
 - ・ 山形大学
- ② 教育機関（私立）
 - ・ 学校法人国際基督教大学（ICU）
 - ・ 学校法人上智学院
 - ・ 神山まるごと高等専門学校（徳島・神山まるごと高専）
 - ・ American School In Japan
- ③ 金融機関（国内）
 - ・ 三菱UFJ信託銀行
 - ・ 三井住友信託銀行
 - ・ MABE Japan株式会社
 - ・ 株式会社GCIアセット・マネジメント
 - ・ GIキャピタル・マネジメント株式会社
- ④ 金融機関（海外）
 - ・ The Fish Family Foundation（フィッシュファミリー財団）
 - ・ Legacy Ventures Fund、Next Legacy
 - ・ Commonfund（旧名：コモングランド）、・ William Blair
- ⑤ 教育NPO
 - ・ 認定NPO法人カタリバ
 - ・ 認定NPO法人ピース・ウィンズ・ジャパン（StudyinAmerica）
- ⑥ その他の関連機関
 - ・ 大学10兆円ファンド
 - ・ 特定非営利活動法人 大学経営協会

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

4. 調査内容（概要）

項目	狙い	取組内容
①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況	まず、各教育機関における資産運用への取り組みの現状と、取り組みが進みにくい「背景、課題」の概要を把握するため、取り組みが進む海外事例や、国内の先進事例を中心に調査	教育機関等に関する調査（ヒアリング含む）を実施 <ul style="list-style-type: none">東京大学、山形大学国際基督教大学、上智学院、神山まるごと高専、American School In Japan大学経営協会、大学10兆円ファンド、私学共済協会、大学資産共同運用機構、など
②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析	①調査を元に、資産運用への取り組みが進まない「原因」を、主要な主体（教育機関・金融機関・社会的認識）の視点で整理することで、改善すべき「課題点」や望まれる「打ち手、スキーム」を分析	教育機関の財務諸表や、調査データ（大学経営協会など）の分析を通じ、資産運用が進まない要因を以下3点の不足と特定 <ul style="list-style-type: none">①資金（基金規模）②リスク許容度③人材やケイパビリティ（運用能力） 上記観点から、教育機関の特徴毎に相応しい資産運用の「商品サービスの選択肢」「サポートする仕組み」を検討
③我が国における民間資金の可能性	教育機関を取り巻く「外部環境」（富裕層の社会貢献意識の変化、遺贈寄付の増加、公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和など）を整理し、教育機関における基金運用の後押しとなる「民間資金の可能性」を検討	民間資金に関連する動きを調査し、「前向きな変化」として以下ポイントで整理 <ul style="list-style-type: none">富裕層の社会貢献意識の変化遺贈寄付の増加公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和など日本における寄付トレンドの変化

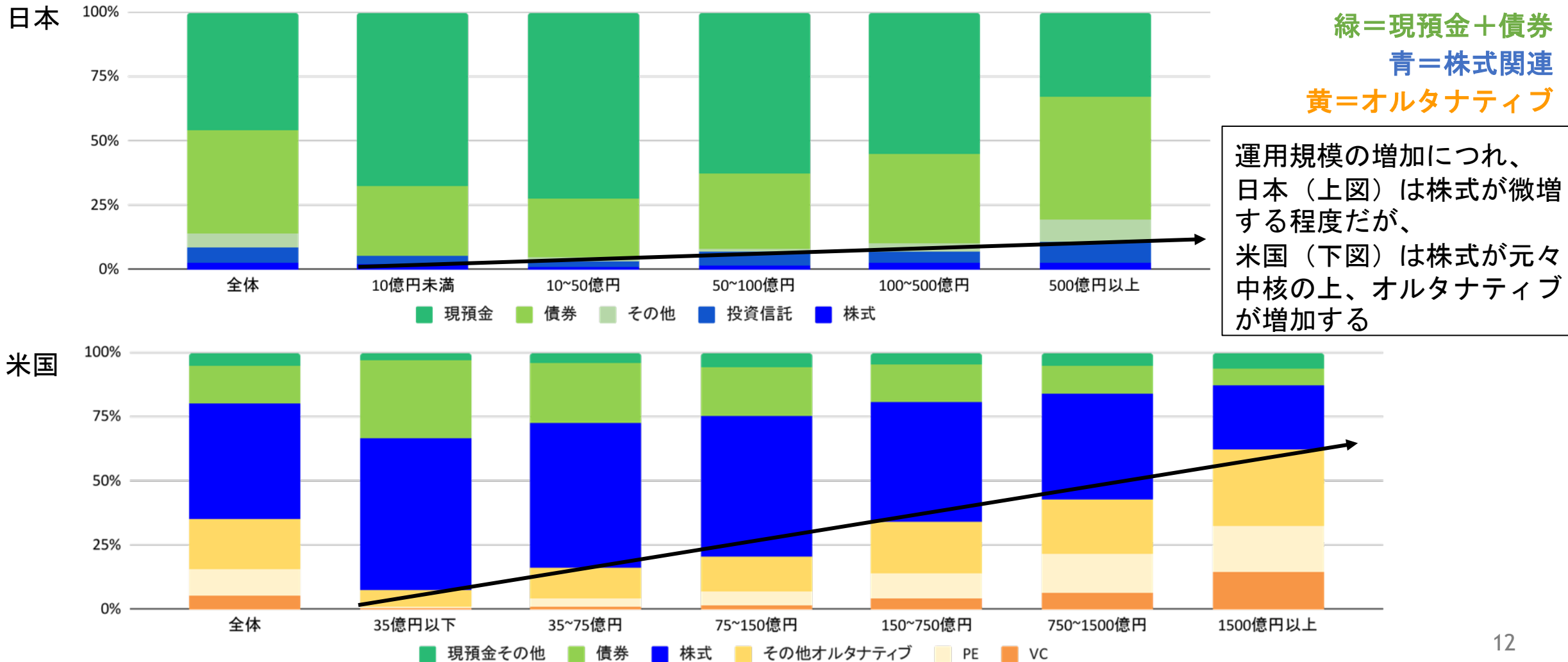
4. 調査内容（概要）

項目	狙い	取組内容
④ 中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証	調査で明らかになった、資産運用への取り組みが進まない背景や、既存の仕組みの課題などを基に、「中小規模機関等でも活用可能なスキーム」のイメージを複数パターンで明示	スキーム検討にあたり、教育機関、金融機関の両サイドからの実現可能性を考慮した上で、以下の複数スキームイメージを提示 <ul style="list-style-type: none">• 信託を活用したスキームイメージ（基金運用モデル）• 信託を活用したスキームイメージ（Next Legacy）• 証券会社を活用したスキームイメージ（基金運用モデル）• アセットマネジメント会社を活用したスキームイメージ（日本及び外資の基金運用モデル） 検討にあたり、資産運用のサービス、仕組み提供者サイドの現状や課題を探るべく、国内外の金融機関等に関する調査（ヒアリング含む）を実施 <ul style="list-style-type: none">• 三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、MA Alternatives、GCIアセットマネジメント、GIキャピタルマネジメント• Next Legacy、Commonfund、フィッシュファミリー財団、など

4. 調査内容詳細 ①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況

①-1：大学の資産運用の現状（規模別日米比較）

- 日米の大学を資産規模で比較した場合でも、日本の大学は現預金＋債券に偏っている状況が明確な傾向



4. 調査内容詳細 ①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況

①-2 事例：東大基金

- オルタナティブ投資を中心とした配分に変更（2023年1月～）。過去4年はグローバル株式等が寄与し、平均4.5%実現
- 抜本的な体制強化にも着手し、CFOオフィスも設置予定。

①運用資金（令和5年度期初時点）

- ・ 寄附金440億円（東大基金110億円、部局寄附金330億円）を原資として長期運用を実施
- ・ 東大基金110億円：高度化ポートフォリオに基づく委託運用（ファンド運用）を採用
（中長期的な観点でより高い収益性を目指し、平成30年11月から実施）

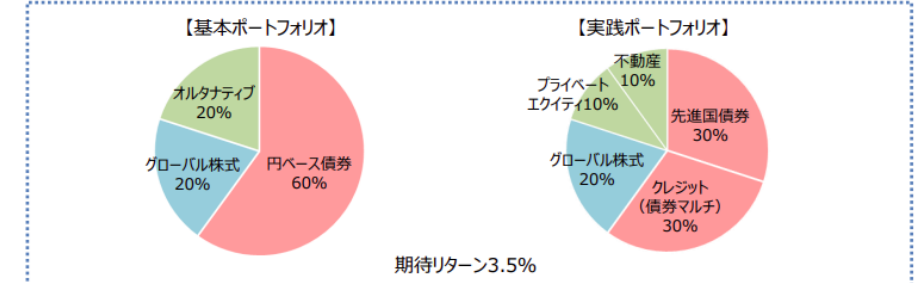
②運用方針の概要（令和5年1月～）

- ・ より積極的な資産運用にかじを切り、オルタナティブ（代替資産：未公開企業の株式や不動産など）への配分比率を、6割に引き上げる方針へ（従来：2割）
- ・ 期待収益率も年5%に引き上げ（従来：年3.5%）
- ・ 運用益のペイアウトを最小限に抑え、当面は東大基金拡充を最優先していく方針を決定
- ・ 部局寄附金の一部（126億円）の、高度化ポートフォリオ運用への組み入れも決定
- ・ 新設CIOに元ブラックロック・ジャパンCIOが就任（4月）、
CFOには元Asset Management One社長が就任（8月）
- ・ 財務経営の企画立案及び管理を手掛けるCFOオフィスも開設予定（2024年4月）

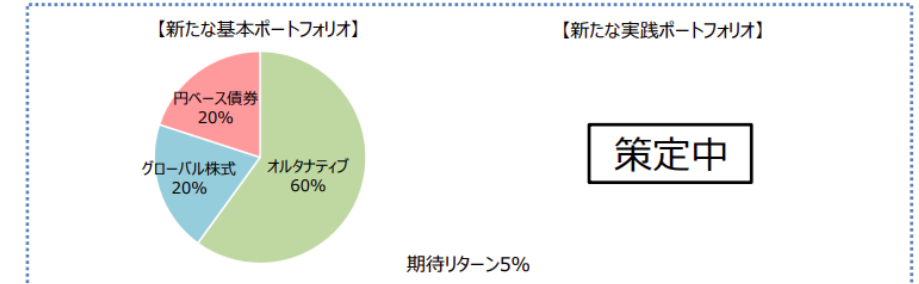
③運用成果

過去4年の平均：4.5%（グローバル株式のR2年+53%等が寄与）

[2018年11月～]



※2023年1月変更決定



出典：東京大学 資産運用状況（運用ポートフォリオ）
<https://www.u-tokyo.ac.jp/content/400211599.pdf>

4. 調査内容詳細 ①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況

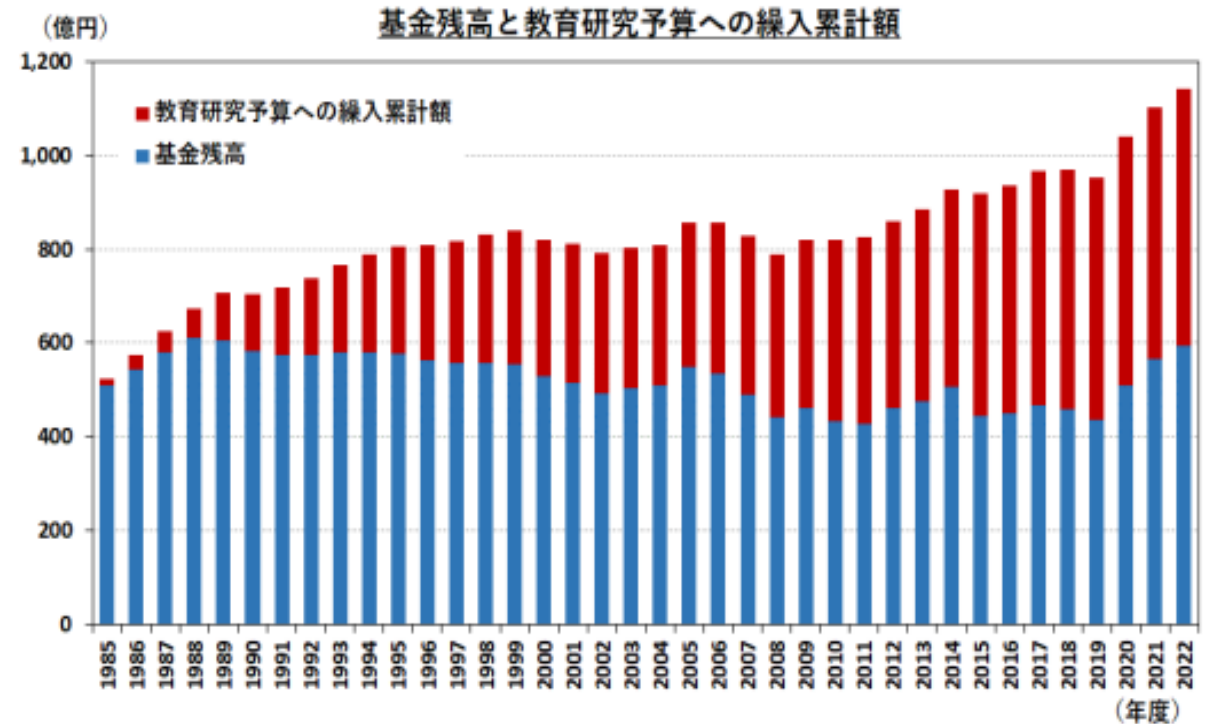
①-3 事例：国際基督大学

- 教育研究予算への計画的な繰り入れを想定し、短期、中期、長期の資産管理方針を策定

②運用商品の資産区分

商品別の資産区分は、以下のとおりである。

	短期資産	中期資産	長期資産
資産配分目標	概ね 5 年以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額以上	概ね 6 年目以降から 10 年目以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額。なお、短期資産の配分目標が優先する	10 年目以降に教育研究予算へ繰り入れ相当額以下
組入れ対象となる商品のリスク特性 ^(注)	市場環境が悪化した場合でも概ね 5 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境が悪化した場合でも概ね 10 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境によっては、元本の回復に 10 年以上かかる可能性がある商品
対象となる商品例	低リスク・ヘッジファンド(株式マーケット・ニュートラル、債券レラティブ・バリュー、その他ベータ非依存型ヘッジファンド)、低リスクマルチアセット、運用期間が 5 年未満の各種 Private 戦略等	中リスク・ヘッジファンド(株式ロング・ショート、マクロヘッジ、企業合併裁定)、内外債券、マルチアセット、私募 REIT、上場 REIT、不動産、ハイ・イールド社債、航空機リース、各種クレジット戦略、運用期間が 10 年未満の各種 Private 戦略	内外株式(アクティブ及びパッシブ、新興国を含む)、Private Equity (Primary、Secondary、共同投資等を含む)、その他運用期間が 10 年以上の Private 戦略



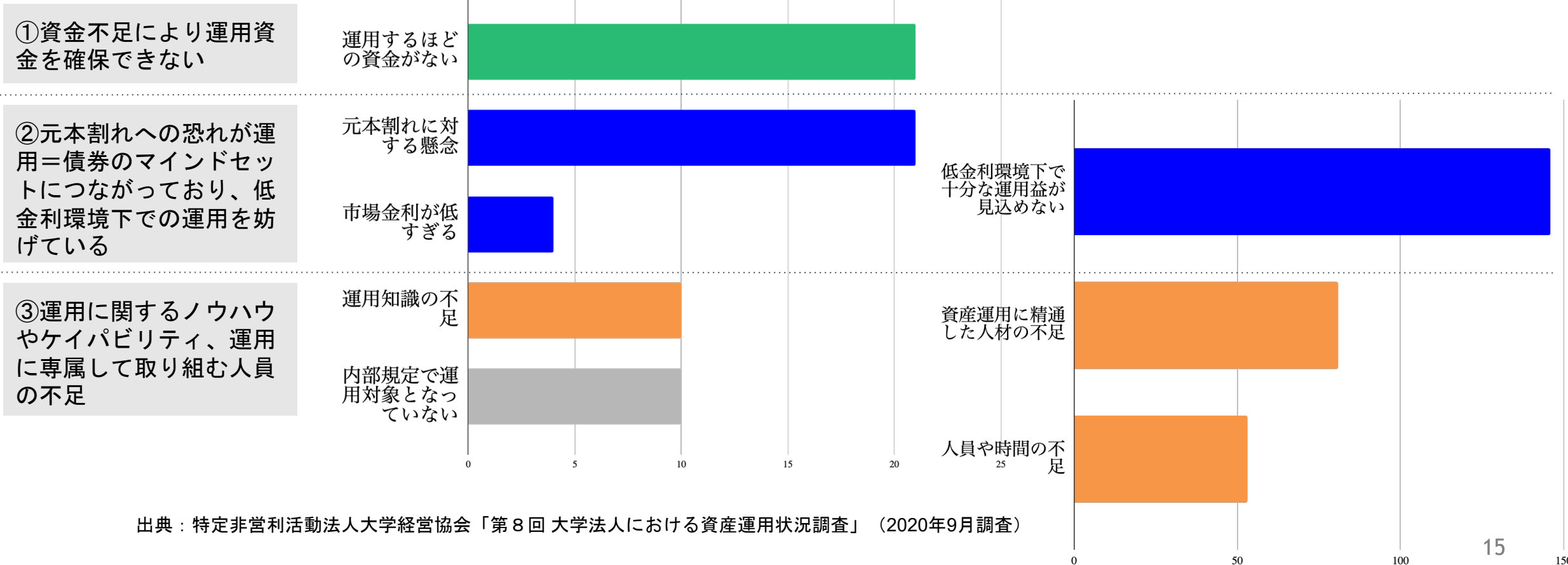
注) 1994年以前は簿価、1995年以降は時価

4. 調査内容詳細 ②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析 教育機関の視点：過去調査から見えてくる理由

- 教育機関において運用が浸透していない理由は、以下の3点
- ①資金（基金規模）不足、②リスク許容度の低さ、③人材や能力の不足

大学が資産運用をしていない理由（回答数）

資産運用をしている大学が感じている課題（回答数）



出典：特定非営利活動法人大学経営協会「第8回 大学法人における資産運用状況調査」（2020年9月調査）

4. 調査内容詳細 ②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析

②-1教育機関の運用サポートの仕組み例① Commonfund

- 1971年にフォード財団の助成により、主に大学基金向け投資サービスを提供する非営利独立系運用会社として発足。
- 今日では、自家運用の困難な比較的小規模の大学、財団、病院、年金などが活用可能な運用プラットフォームとして成長



commonfund

1971年発足。比較的規模の小さい基金を有する大学が最良の投資マネジャーや多様なアセットクラスにアクセス可能とするために発足し、特に小規模な財団、大学、病院にとって、オルタナティブ投資へのアクセスを拡大した、非営利型独立運用会社。550以上の教育基金、380以上の財団、70以上の病院、28の年金基金の運用に携わる。投資ファンドでは220億ドルを運用する。



cf private equity

1988年発足。Commonfundを母体としてプライベートエクイティ投資を行う組織として発足。多くのCIOが必ずしも最適なベンチャーキャピタルにアクセスできない状況を踏まえ、長年のVCとの関係構築を行い、多くの財団や教育機関に最適なエクイティ投資の機会を創出することを目指す。投資ファンドでは220億ドルを運用する。

Commonfundの特徴

特徴①：長期運用に取り組む非営利基金・財団等（小規模基金を含む）へのサポートをミッションとした非営利運用会社

特徴②：OCIOとファンドの機能を両輪で併せ持ちオルタナティブ投資の可能性を小規模基金にも提供

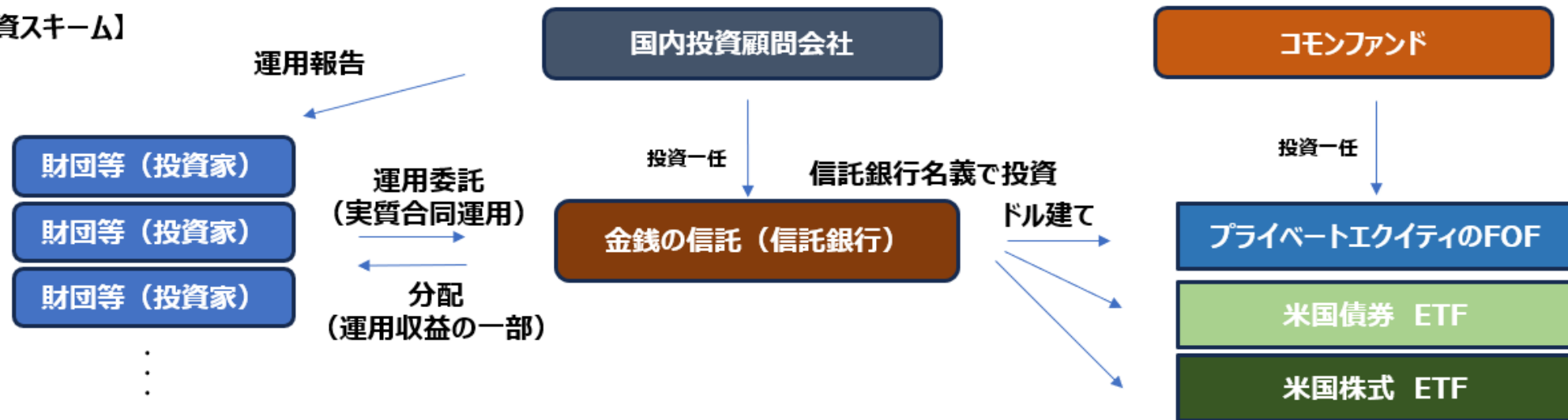
特徴③：長年の関係性等から優秀なVCへのエクイティ投資アクセスが確保されており、全米でも高い評価。

4. 調査内容詳細 ②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析

②-1教育機関の運用サポートの仕組み例① Commonfund

- オルタナティブ投資（プライベートエクイティ等）を含めたポートフォリオ（海外大学エンダウメントの資産構成を参考）による運用試算では、海外大学エンダウメントと同程度の運用成果も可能
- 長期に亘る分散投資でリスクをコントロールしつつ、コストも一定程度に抑えたオルタナティブ投資の枠組みを活用することにより収益期待も可能。「投資家のリテラシー向上」等を前提に、有力な選択肢と言える

【投資スキーム】



想定されるコモンファンドの活用方法・改善が望まれる課題点

- コスト低減の観点からは、コモンファンド活用時は「オルタナティブ投資部分のみを委託」が現実的な選択肢かとも想定
- オルタナティブ以外（株式や債券）はコスト低減観点から、統一方針のもと一定割合で、海外大学エンダウメント（ハーバード大学ETF）への投資も選択肢に想定
- 相応のリスクが想定されるオルタナティブ活用時には、投資家（教育機関など）にも一定のリテラシーが前提となり、理解、知見向上の機会が必要
- 同様に、「投資対象の会計処理（時価評価）」が足枷となるため、解釈ガイドラインの整備（簿価評価への変更）なども望まれる

4. 調査内容詳細 ②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析

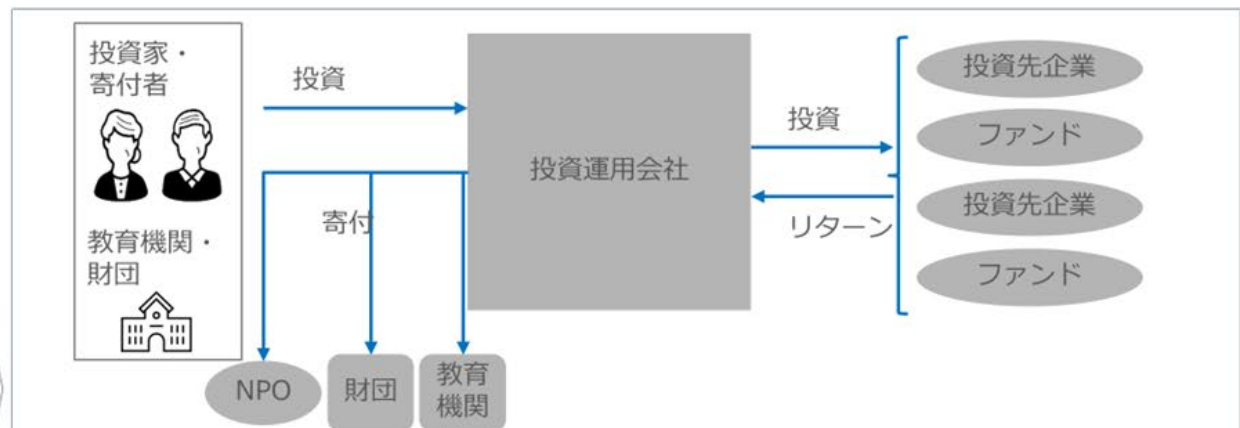
②-2資金供給者がレバレッジをかける仕組み-事例 Next Legacy

2-3-2. 資金供給者がレバレッジをかける仕組み

- 教育機関、財団などによる基金の拡大に加え、寄付者としての効果を高める資産運用の手法もある



- 教育機関・財団が運用をして財源確保することにフォーカスしてきた
- 寄付者側で財源拡大する方法やメリットもある



- 特徴①：寄付者にレバレッジ
 - 寄付者の資産を増やし、金額増・支援期間増の可能性
 - 教育機関・財団も活用可能
- 特徴②：社会貢献の「約束」
 - 元本とリターンを合わせて寄付する「約束」をする
- 特徴③：投資先へのアクセス拡大
 - 通常資金を受け入れない人気VCやファンドも社会的意義を理解し、投資受入
- 特徴④：税制優遇
 - 投資後に寄付し、リターン倍率によっては元本を上回る税制優遇の可能性

4. 調査内容詳細 ③我が国における民間資金の可能性

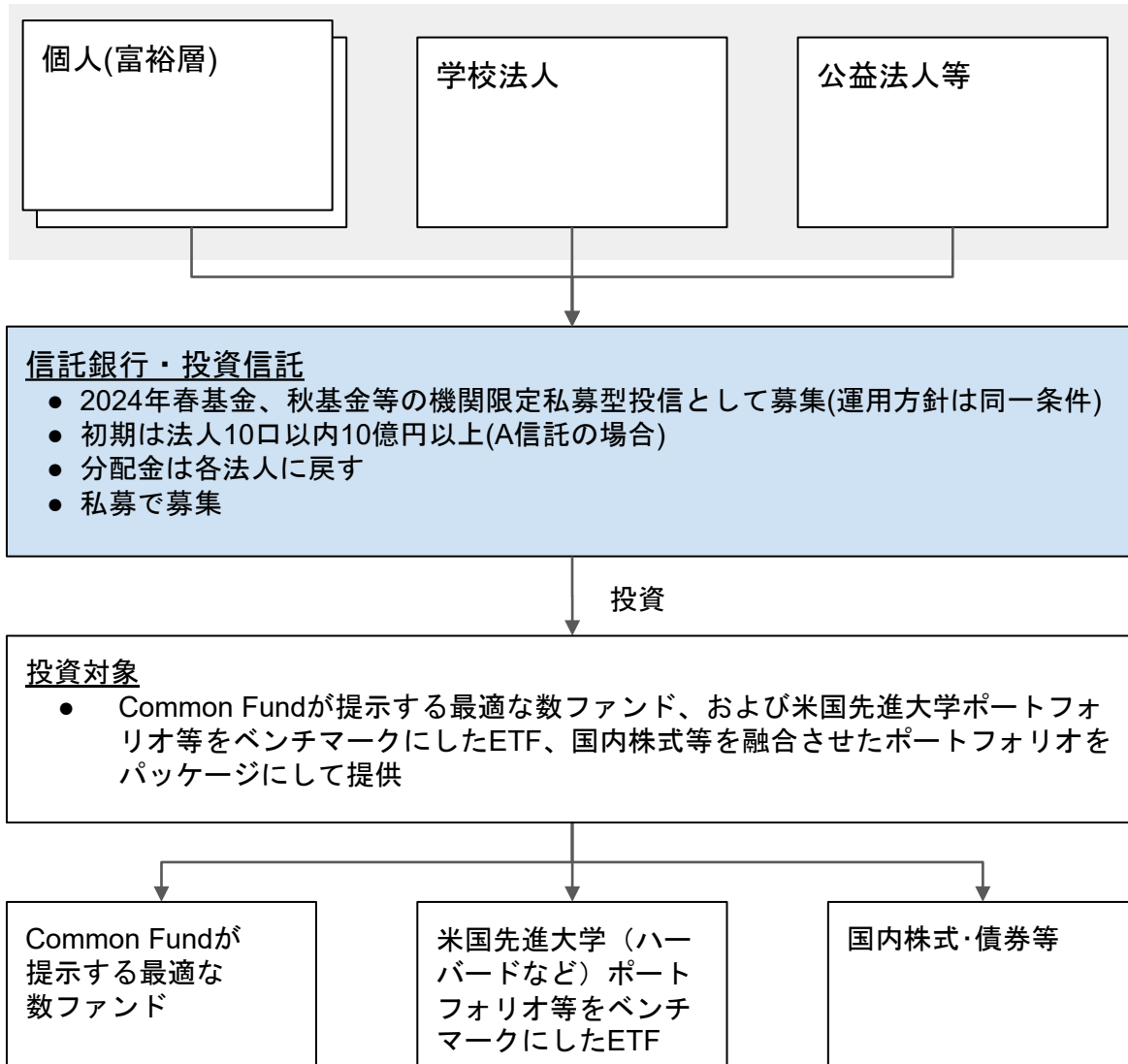
- 富裕層の社会貢献意識、遺贈寄付の増加、公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和などの外部環境が、前向きに変化してきている。

主な民間資金に関連する動き

主なテーマ	重要な動き	基金運用へのインプリケーション
富裕層・経営者	<ul style="list-style-type: none">● 多くの大手金融機関のウェルスマネージャーが、近年の富裕層顧客の社会貢献意識の変化を指摘。● 新たに発足した富裕層寄付プラットフォームの日本フィランソロピック財団にも多くの富裕層から相談が発生。	<ul style="list-style-type: none">● 富裕層にとって運用型の寄付の仕組みは寄付行動を後押しする可能性がある。
遺贈寄付	<ul style="list-style-type: none">● 相続税法改正後、多くの教育機関、NPO等で遺贈寄付が増加。寄付白書調査では41%が遺贈寄付に関心あり。● 年間相続額は37兆円～62兆円と推計。更なる成長可能性もあり。	<ul style="list-style-type: none">● 遺贈寄付は一般的に金額が大きく、かつ寄付者意思としても、運用することへの心理的抵抗感が少ない。
公益法人・公益信託改革	<ul style="list-style-type: none">● 「新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議」提言での資産運用基準の明確化提言の実現の可能性● 公益信託法の改正による運営基準緩和の可能性	<ul style="list-style-type: none">● 今後の運用の緩和にとって、公益法人制度や公益信託制度の運営基準緩和は非常に重要。

4. 調査内容詳細 ④中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証

④-1 信託を活用したスキームイメージ（基金運用モデル）



スキーム設計のポイント

- 原則海外で実績のある最適な数ファンド（Common Fundと協議）、米国先進大学ポートフォリオ等をベンチマークにしたETF、国内株式等を融合させたポートフォリオをパッケージにした、長期投資用の信託商品の設計
- 日本側で期間限定・私募型のプールファンド化
- 募集は金融機関。大卒の紹介はJFRA/SIP等が金融機関を招へいするセミナー型で行う等工夫。

運用概要

- 東大型のポートフォリオ設計した信託パッケージ。Common Fund等と協議し、オルタナ投資で最適な数ファンドを指定するとともに、株式ではベンチマークしたETFを組み込む。
- 各期10億円以上、1年100～300億円以上のAUM目標
- 同時期設定、解約時期自由の設定
- 年次分配方針を統一的に事前に定める
- 想定ドルベース期待収益5～7%

メリット・デメリット評価

- 事務手数料の最小化、顧客からみた信頼性等高評価
- 口数の上限、受託者責任からくる厳密性が懸念点
→相対的に実現可能性が高いオプションと評価

実現に向けての留意事項

- Common Fund側で上場株式ETF,上場REIT等のポートフォリオ組み込み設計がどの程度可能かの確認（日本株含めた日本側でのポートフォリオ設計型ワンストップ信託の可能性含め）
- 本枠組みでのCommon Fund側の対応可能範囲合意形成
- 信託銀行側の最大限柔軟な対応範囲の確認

※同様のスキームイメージ（計4種）を提示
（詳細はappendixに掲載）

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

5. 調査結果概要

項目	成果
①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況	<ul style="list-style-type: none">現状、日本国内では、大学においてさえも預金債券以外の運用を実施している教育機関は少数派であり、小中高校においては寄付募集、資産運用ともに低調である。基金運用は、国内International Schoolでは一般的であり、他にも基金運用の事例が生まれつつある。
②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析	<ul style="list-style-type: none">1.投資体制が組めない中小教育機関2.数十億円単位以上でないと対応が困難な金融機関3.社会的にも「寄付原資の運用」についての理解が醸成されていない という背景などから、教育機関における資産運用への取り組みが進んでいない
③我が国における民間資金の可能性	<ul style="list-style-type: none">富裕層の社会貢献意識、遺贈寄付の増加、公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和などの外部環境が、前向きに変化してきていることから、日本国内において、教育機関等に流入する民間資金が増加する潜在的な可能性は高い
④中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証	<ul style="list-style-type: none">募集視点（学校側、寄付者側にとっての関わりやすさ）、運用成果の過去エビデンス、コスト面を総合的に勘案すると、特にLegacy Ventureモデル、（オルタナ投資を含む）基金運用モデルともに「信託銀行活用モデル」が最有力次いで外資AM、日本AM。証券会社は自由度高いがなじみにくい。初期は私募想定で、実績が大きくなった段階で公募も可能性がある。

5. 調査結果概要

項目	成果
⑤結論	<p>⑤-1.課題</p> <ul style="list-style-type: none">募集調査により、大学のみならず小中高校も含めた教育費も賄うには、資産運用の活用が不可欠であり、また先進的な事例は進んでいることが明確となった。しかしながら、日本全体で進まない背景は、以下4点の課題（要素の欠如）と判明（1.資金原資、2.経営の意志、3.体制、経験、4.制度）先進事例に学びつつ、「新たな仕組み活用も含めた大きな流れ」とするためには「民間による仕組み作り」（個々の取り組み）と併せ、各施策推進に対する「官民連携の動きとしての政府による音頭取り」（お墨付き）が重要 <p>⑤-2.施策</p> <ul style="list-style-type: none">教育機関における資産運用への取り組みによる持続的財源の確保は可能しかし教育機関が適切にバランスのとれた運用を実現するには、各々のニーズに応じた社会的な仕組み創設が必要また初期財源獲得のために、①寄付モデル、②拠出金モデルの2パターンによる取り組み推進が必要 <p>⑤-3.政策・制度面における提言</p> <ul style="list-style-type: none">教育機関における資産運用の取り組みを効果的に促進するためには、民間主導による基金運用モデル構築等と並行して、官民連携によるファンドレイジング力向上施策や、政策的な誘導による「資産運用への取り組みが進みやすい環境整備」が重要 <p>⑤-4.税制面における課題と背景</p> <ul style="list-style-type: none">特に富裕層を中心に、教育機関等に対する寄付の潜在的ニーズは高い一方で、税制面における負担が足枷となり、寄付の裾野が広がっていない側面もある一層の寄付推進に向けては、税額控除が寄付のいち要因となっている米国も参考に、税制改正などが望まれる <p>⑤-5.ロードマップ</p> <ul style="list-style-type: none">国内の教育機関における資産運用への取り組みを具体的に進めていくための官民連携ロードマップ（3-5年）を、4フェーズの具体的な取り組みとして提示

5. 調査結果詳細 ①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況

- 今回の「教育機関における自由な教育のための資金確保」を実現するための調査の前提として、社会全体における課題の背景・構造には「財政構造上」「教育制度上」「教育機関の予算上」の3側面が挙げられる。

課題の背景、構造

テーマ	ポイント
1. 財政構造上の課題	財政支出の内訳が、高齢者に偏重しており、教育費をはじめ若年層への割合が、諸外国比でも極端に少ない <ul style="list-style-type: none">● 公財政教育支出（対GDP比・2020年）は、3.0%（OECD平均4.3%）であり、かつOECD37か国中36位● 日本の財政構造上、改善は困難が想定されるため、運用や民間資金を元にした新たな枠組みや対応が必要
2. 教育制度上の課題	現在の教育制度で対応しきれていない「現在の教育制度の外にいる子ども」に資金が回る制度や仕組みが必要 <ul style="list-style-type: none">● 「多数の教育機会がない子ども」の存在（不登校70万人/900万人）● 今後、フリースクール創設、少子化による塾や予備校の業態変更などの新たな動きにも資金が必要となる
3. 教育機関の予算上の課題	「探求学習」など、教育機関で求められる新たな対応を可能とするための資金確保を可能とする仕組みが必要 <ul style="list-style-type: none">● 探求学習に関するアンケート回答では、実施に向けた課題として「予算不足で十分な授業が行えない」（67.8%）ことが指摘された（探求学習白書）

出典：文教・科学技術（財務省・参考資料） https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_fiscal_system/proceedings/material/zaiseia20231011/03.pdf

探求学習白書 <https://esibla.or.jp/whitepaper2023/>

5. 調査結果詳細 ①現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況

- 現状、日本国内では、大学においてさえも預金債券以外の運用を実施している教育機関は少数派であり、小中高校においては寄付募集、資産運用ともに低調である。
- 基金運用は、国内International Schoolでは一般的であり、他にも基金運用の事例が生まれつつある。

教育機関の基金運用の状況

主なテーマ	現状／課題	備考
大学の運用	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本の私立大学資産の87.2%が現金・債券のみ運用 ● 上位の一部大学はオルタナ投資含めたポートフォリオ設計 ● 平均運用益は1%前後で推移 	<ul style="list-style-type: none"> ● 米国大学平均では実物資産・債券23% ● 上場株35%、オルタナ43%で ● 運用益は5%から15%
小中高の運用	<ul style="list-style-type: none"> ● 全体として基金設置や運用は低調 ● 神山まるごと高専、インターナショナルスクール、大学併設高校では積極運用実施例も 	<ul style="list-style-type: none"> ● 米国全寮制高校トップ30の基金平均額308M\$（約450億円） ● 生徒一人当たり基金額は比較サイトも
財団、NPO等	<ul style="list-style-type: none"> ● 内部留保等がある場合でも現預金・債券運用 ● 多くは比較的小規模 	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧米財団はPayout Rule上も5%以上の運用益実現を基本的方針

出典：Boarding School Review: <https://www.boardingschoolreview.com/top-twenty-schools-listing/largest-endowments>

5. 調査結果詳細 ②国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析

- 1.投資体制が組めない中小教育機関、2.数十億円単位以上でないと対応が困難な金融機関、3.また社会的にも「寄付原資の運用」についての理解が醸成されていない背景などから、教育機関における資産運用への取り組みが進んでいない

特に中小の教育機関（小中高校、教育系財団、教育NPO）の課題

主なテーマ	問題／課題	課題の要因
教育機関側の視点	<ul style="list-style-type: none"> 基金的に原資が少なく、独自運用体制を組むことが困難 過去の失敗事例への恐れ、持続的成果が見込まれる信頼して託せる運用機関の不在（担当者の結果責任の重さ） リスク許容度が低く、中期財務戦略の不十分さやガバナンス不足の課題 	<ul style="list-style-type: none"> 複数法人で統一的運用が可能になる「誰でも使える」仕組みの不在 過去実績から長期持続成果が見えない ファンドレイジング力強化の必要性
金融機関側の視点	<ul style="list-style-type: none"> 個々の学校等の運用規模が小さいため、コストパフォーマンス的な観点などから優先度が低い アセットマネジメント会社において、過去の財団・教育機関に関する実績を公開が困難 	<ul style="list-style-type: none"> 複数法人資産をまとめる機能や、海外で実績あるファンド連携の仕組みが存在しない
社会的な認識の視点	<ul style="list-style-type: none"> 寄付者に対する説明責任の確保 公益法人等への過度な受託者責任（「安定運用」呪縛） 	<ul style="list-style-type: none"> ニューノーマルとしての「寄付基金の運用」の主流化に向けた、官民連携での発信、方向性の提示が不十分

5. 調査結果詳細 ③我が国における民間資金の可能性

- 富裕層の社会貢献意識、遺贈寄付の増加、公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和などの外部環境が、前向きに変化してきている。

主な民間資金に関連する動き

主なテーマ	重要な動き	基金運用へのインプリケーション
富裕層・経営者	<ul style="list-style-type: none"> ● 多くの大手金融機関のウェルスマネージャーが、近年の富裕層顧客の社会貢献意識の変化を指摘。 ● 新たに発足した富裕層寄付プラットフォームの日本フィランソロピック財団にも多くの富裕層から相談が発生。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 富裕層にとって運用型の寄付の仕組みは寄付行動を後押しする可能性がある。
遺贈寄付	<ul style="list-style-type: none"> ● 相続税法改正後、多くの教育機関、NPO等で遺贈寄付が増加。寄付白書調査では41%が遺贈寄付に関心あり。 ● 年間相続額は37兆円～62兆円と推計。更なる成長可能性もあり。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 遺贈寄付は一般的に金額が大きく、かつ寄付者意思としても、運用することへの心理的抵抗感が少ない。
公益法人・公益信託改革	<ul style="list-style-type: none"> ● 「新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議」提言における資産運用基準の明確化の実現の可能性 ● 公益信託法の改正による運営基準緩和の可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ● 今後の運用の緩和にとって、公益法人制度や公益信託制度の運営基準緩和は非常に重要。

5. 調査結果詳細 ④中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証

- 募集視点（学校側、寄付者側にとっての関わりやすさ）、運用成果の過去エビデンス、コスト面を総合的に勘案すると、特にLegacy Ventureモデル、（オルタナ投資を含む）基金運用モデルともに「信託銀行活用モデル」が最有力。
- 次いで外資AM、日本AM。証券会社は自由度高いがなじみにくいと想定。
- 初期は私募想定で、実績が大きくなった段階で公募も可能性がある。

主要金融機関による対応可能性の主な論点

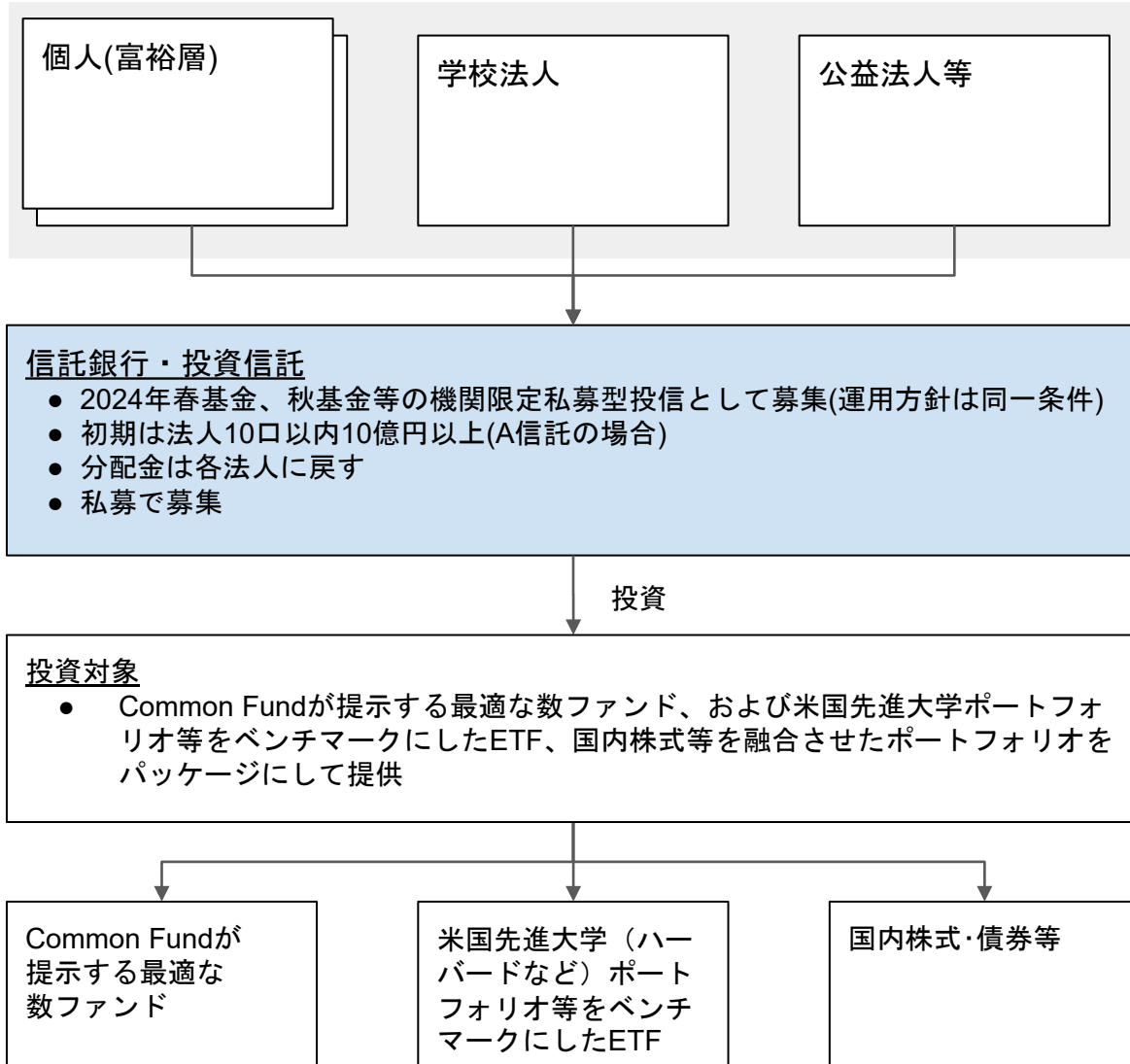
主なオプション	募集視点	運用成果視点	コスト視点
日本のアセットマネジメント会社活用	<ul style="list-style-type: none"> ● 大手は国内認知度がある ● 小規模多数は最低50～100億円は必要（大手のキャピタルコール事例少ない） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 教育機関運用実績の少なさが懸念。国内株等ポートフォリオに含められる利点はある。 	<ul style="list-style-type: none"> ● AM会社で1%程度 ● 証券は取次初期3.5%、年次1%
外資のアセットマネジメント会社活用	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資としての馴染みのなさ ● 柔軟性は低い 	<ul style="list-style-type: none"> ● 本社で運用実績成果が示せる ● ETF財団ポートフォリオを有名大学でベンチマークする商品もあり 	<ul style="list-style-type: none"> ● 基本は手数料ビジネスでアロケーションを実施する前提（指定ファンド投資事務手数料では収まらない）
海外のファンド活用（日本信託銀行）	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託銀行としての信用 ● 10法人以内かつ10億円以上/法人との初期設定が課題 	<ul style="list-style-type: none"> ● コモンファンド等海外で実績あるファンドの活用 ● 為替リスクの影響は受けやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託銀行0.5～0.7%+海外ファンド手数料

検討に際しての重要な前提：

公募はコストが高いため、初期は私募（2024年春、秋のように小分けで各回49法人まで）とする必要がある。

4. 調査内容詳細 ④中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証

④-1 信託を活用したスキームイメージ（基金運用モデル）



スキーム設計のポイント

- 原則海外で実績のある最適な数ファンド（Common Fundと協議）、米国先進大学ポートフォリオ等をベンチマークにしたETF、国内株式等を融合させたポートフォリオをパッケージにした、長期投資用の信託商品の設計
- 日本側で期間限定・私募型のプールファンド化
- 募集は金融機関。大卒の紹介はJFRA/SIP等が金融機関を招へいするセミナー型で行う等工夫。

運用概要

- 東大型のポートフォリオ設計した信託パッケージ。Common Fund等と協議し、オルタナ投資で最適な数ファンドを指定するとともに、株式ではベンチマークしたETFを組み込む。
- 各期10億円以上、1年100～300億円以上のAUM目標
- 同時期設定、解約時期自由の設定
- 年次分配方針を统一的に事前に定める
- 想定ドルベース期待収益5～7%

メリット・デメリット評価

- 事務手数料の最小化、顧客からみた信頼性等高評価
- 口数の上限、受託者責任からくる厳密性が懸念点
→相対的に実現可能性が高いオプションと評価

実現に向けての留意事項

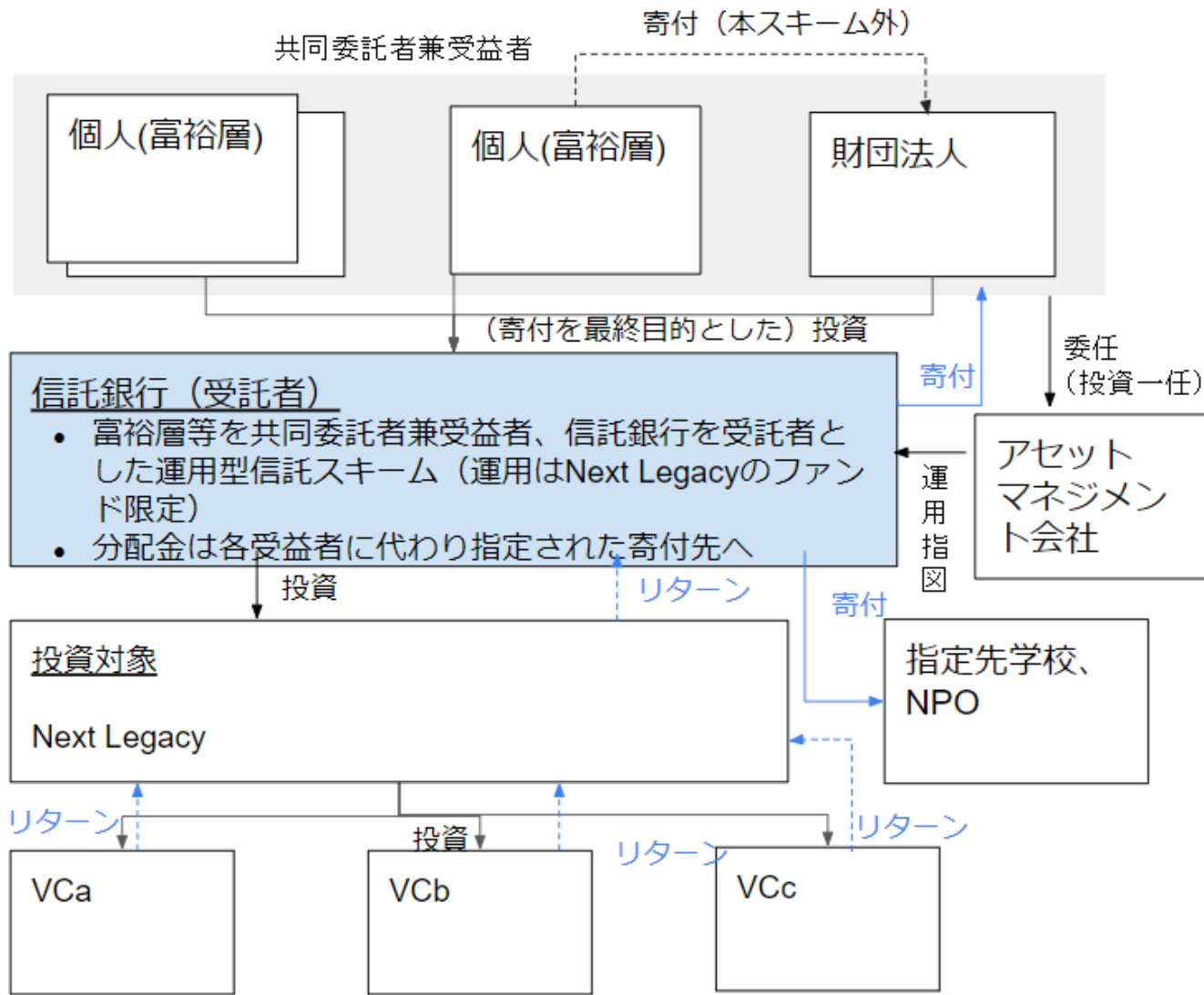
- Common Fund側で上場株式ETF,上場REIT等のポートフォリオ組み込み設計がどの程度可能かの確認（日本株含めた日本側でのポートフォリオ設計型ワンストップ信託の可能性含め）
- 本枠組みでのCommon Fund側の対応可能範囲合意形成
- 信託銀行側の最大限柔軟な対応範囲の確認

※同様のスキームイメージ（計4種）を提示
（詳細はappendixに掲載）

4. 調査結果詳細

④ 中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証

④-2 信託を活用したスキームイメージ（Next Legacy運用型）



スキーム設計のポイント

- 富裕層を共同委託者兼受益者、信託銀行を受託者とした運用型の信託スキーム
- 個人富裕層の他、財団や学校法人の活用も可能
- VC投資運用益により寄付額の最大化を目指す
- 運用益は全額指定先に寄付（譲渡益課税額を控除することはLV側と合意済み）

運用概要

- 投資は一口1M米ドル（1.5億円）以上がNL側条件（信託銀行側は1案件10億円程度の組成が目安か）
- 運用はNext Legacyを通じたVC投資限定
- 過去実績で運用益2.3~4.5x程度

メリット・デメリット評価

- 信託スキームにすることで投資額条件、海外投資のハードルを下げつつ寄付者にレバレッジ機会提供
- リターンを享受しない受益者が譲渡益課税される（投資額から控除する場合、事務手続きが煩雑）
- 為替リスク

実現に向けての留意事項

- 寄付控除を受けるために必要な措置の確認
- 委託者兼受益者が死亡した際の設計（信託受益権の継承者を寄付先団体にしておく、その団体が信託受益権受入れ可能であることの事前確認等）
- キャピタルゲインに対する米国・日本での二重課税のために寄付金が減少しないような改正が望まれる

4. 調査結果詳細 ④中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証

④-2 信託を活用したスキーム（Next Legacy運用型）における課題点

税務面での負担

- VC投資先からの配当やexitにおける譲渡益が発生した年に米国での納税義務が発生（NLが投資する先のVCの法人形態・属性によるが、判断や手続きに専門性が必要）
- NLから得る所得は日本では「配当所得」とみなされ、日米租税条約上米国で10%源泉され残りの90%がキャッシュとして信託に支払われる
- 委託者兼受益者は源泉前の100を課税所得に加算の上、総合課税される（税率は個々人による）

相続時の扱い

- 10年超の長期投資となることから委託者兼受益者の相続が投資期間中に発生する可能性がある。リターンを全額寄付するという商品設計上、信託受益権を寄付先に承継させることで相続人の納税申告や財産評価の負担を排除することを検討したが、それでも相続人に「被相続人が信託受益権を寄付した」旨を準確定申告する義務が残る
- （みなし譲渡税が相続人にかからないようにする為）租税特別措置法第40条の承認申請が必要となるが、申請書類に記載必要となる「遺贈した財産の価格」を算出する為には理論上、NVの投資先VCそれぞれの投資先企業の評価額が必要となる
- 寄付された信託受益権が譲渡所得等を非課税とされるためには、寄付先は租税特別措置法第40条の適用となる公益法人等に限定される

寄付前提の投資商品という特性

- リターンが増えても全額寄付される、という商品の特性上、投資家（委託者兼受益者）にはなるべく簡素で投資リターン以外のメリットが明確であることが望ましい（寄付のレバレッジ効果に加え、本人の所得全体に対する税効果等）
- 現状だと日米両国における課税により運用益から源泉される・別途納税義務がかかり運用益が圧縮される上、投資リターンのメリットを享受しない委託者兼受益者にかかる税務申告・事務手続きの負担が大きい
- これらの負担を許容しつつ一定額の投資をする投資家を見つけ、商品性を丁寧に説明し販売するまでの負担、約定後すべてのexitが終了するまでの期間における事務管理の負担等を考慮すると信託銀行にとり営利目的では受託のハードル高い

寄付前提の運用益（譲渡所得や配当所得）を非課税にする、寄付金控除の適用をしやすくする、相続時の手続きを簡素化する、などの政策面でのサポートや（信託）業界団体への働きかけなどがあると実装の可能性向上を期待

5. 調査結果詳細 ⑤結論のサマリー

- 調査により、大学のみならず小中高校も含めた教育費も賄うには、資産運用の活用が不可欠であり、また先進的な事例は進んでいることが明確となった。しかしながら、日本全体で進まない背景は、以下4点の課題（要素の欠如）と判明
- 先進事例に学びつつ、「新たな仕組み活用も含めた大きな流れ」とするためには、「民間による仕組み作り」（個々の取り組み）と併せ、それぞれの施策推進に対する「官民連携の動きとしての政府による音頭取り」（お墨付き）が重要

課題



1. 運用可能な資金原資（目安100億円～）の欠如
2. 教育機関の経営層における「運用に取り組む意思」の不在
3. 教育機関における、運用体制の不備、運用経験の不足
4. 寄付、資金調達しやすい制度、税制の欠如（詳細次頁）

求められる施策（結論）

1. 政策的誘導による雰囲気醸成	・ 政府の啓発施策（啓発イベント、インセンティブ資金支援、推進方策の明示等）
2. 初期の運用資金確保	・ 教育機関ごとの特徴に応じた初期運用資金確保手法や受け方の整理、共有
3. タイプ別の仕組みの必要性	・ 教育機関ごとの特徴に応じた最適な運用手法（独自運用、少額共同運用、寄付者運用型）の確立
4. 学習・知見共有コミュニティ	・ 資産運用について多様な機関同士で学び合い知見を高めるコミュニティが必要。

提言（政策、制度面）

1-1. 政府としての啓発による横展開
1-2. 社会インフラ
1-3. ファンドレイジング力の向上
1-4. 寄付募集の促進に向けた制度緩和

5. 調査結果詳細 ⑤-1. 課題

- 調査により、大学のみならず小中高校も含めた教育費も賄うには、資産運用の活用が不可欠であり、また先進的な事例は進んでいることが明確となった。しかしながら、日本全体で進まない背景は、以下4点の課題（要素の欠如）と判明
- 先進事例に学びつつ、「新たな仕組み活用も含めた大きな流れ」とするためには、「民間による仕組み作り」（個々の取り組み）と併せ、それぞれの施策推進に対する「官民連携の動きとしての政府による音頭取り」（お墨付き）が重要

課題

テーマ	ポイント
1. 資金原資	<ul style="list-style-type: none"> ● 教育機関に運用可能な資金原資（目安100億円～）が欠如している ● 内部留保がある場合も、会計上の「余裕資金」という分類でないと、運用できない制度になっている ● 対策として、「富裕層自身が資金を提供する仕組みの活用可能性」も挙げられる ● 例：Legacy Ventures活用モデル、神山まるごと高専モデル、など
2. 経営の意志	<ul style="list-style-type: none"> ● 教育機関の経営層において「運用に取り組む意思」がない ● 背景：インセンティブの欠如（少ないリターンのために大きなリスクは取れない） ● 対策：政府による資産運用への取り組みに対するお墨付き（※個人へのリスクや責任帰結を回避）
3. 体制、経験	<ul style="list-style-type: none"> ● 教育機関において体制も経験もない ● 背景：コストが見合うリターン見込みや仕組みが無いと、体制構築に必要な職員の雇用もできない ● 対策：「共同型の仕組み」があれば活用できる ※例：共同型CIO、など
4. 制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 寄付、資金調達がしやすくする制度設計、税制変更が必要 ● 公立学校においては、独自の口座が作成不可など、現行の制度による制限を受けている ● 対策：教育委員会と協力したロールモデルの実施

5. 調査結果詳細 ⑤-2：施策

- 教育機関における資産運用への取り組みによる持続的財源の確保は可能
- しかし教育機関が適切にバランスのとれた運用を実現するためには、各々のニーズに応じた社会的な仕組み創設が必要
- また初期財源獲得のために、①寄付モデル、②拠出金モデルの2パターンによる取り組み推進が必要

施策

テーマ	ポイント
1. 政策的誘導による雰囲気醸成	<p>官民連携による土壌づくりの一貫として、政府の啓発による教育機関の資産運用取り組み推進への推奨策</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 「寄付フォーラム型」の啓発イベント、学びや対話の場の創出支援、初期投資原資のマッチング支援等 ● 制度面の改善：公立学校における口座問題、税制的な緩和措置の検討の必要性
2. 初期の運用資金確保	<p>教育機関ごとの特徴に応じた初期運用資金の集め方と最適な運用手法を段階に応じて設計する必要がある</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 100億円以上の余裕資金のある教育機関にとっては次項（2.学習・知見共有コミュニティ）が重要（経営に明確な意図がある場合は「拠出金」モデルでの100億円規模の初期資金集めの方策もある） ● 数億円規模を積極運用する手間とコストを低減させることで運用のハードルを下げる ● 寄付者自身が自己リスクによる運用成果を寄付する仕組みの進化
3. タイプ別の仕組みの必要性	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託銀行、投資信託との連携における□教育機関向けポートフォリオ運用型共同信託商品開発、□寄付者向け収益寄付型商品開発（Legacy Ventures活用スキーム含む）の開始 ● コモンファンドモデルの共同CIO型モデル（独立した法人）の創出
4. 学習・知見共有コミュニティ	<p>教育機関における資産運用について教育機関同士で学び合い知見を高めるコミュニティが不在である。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 「資金を集める（ファンドレイジング）の相互学習のコミュニティは大学以外では不十分 ● 資産運用の相互学習コミュニティは無く、各法人が独自か金融機関との直接関係で運用を決めている

5. 調査結果詳細 ⑤-3：政策・制度面における提言

- 教育機関における資産運用の取り組みを効果的に促進するためには、民間主導による基金運用モデル構築等と並行して、官民連携によるファンドレイジング力向上施策や、政策的な誘導による「資産運用への取り組みが進みやすい環境整備」が重要

政策・制度面における提言

テーマ	ポイント
1. 政府としての啓発による横展開	<p>心理的抵抗感、特定個人への運用責任帰属を回避するガイドライン設定、啓発型研修の開催</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 心理的抵抗感の緩和：勉強会における成功事例の共有、可視化による横展開などで変えていく ● 時価簿価問題、公益法人における受託者責任の緩和に対する正確な認識アップデート
2. 社会インフラ	<p>資産運用への取り組みが進みやすい環境整備を政策的に誘導する</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公立学校における運用体制の改善（例：教育委員会連携による口座開設の実現など） ● 民間によるタイプ別モデル（信託銀行活用型、共同CIO型など）の創出支援と、利用促進に向けた周知
3. ファンドレイジング力の向上	<p>基金運用モデルの構築と併行した、官民連携による教育機関のファンドレイジング力向上の施策</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公立学校におけるファンドレイジング先進事例の共有、モデル事業の実施、寄付者向け説明方法共有（例：教育委員会・自治体と連携した資金集めの仕組み、ふるさと納税活用、など）
4. 寄付募集の促進に向けた制度緩和	<p>寄付募集を円滑にするその他の制度緩和</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公益信託制度の緩和の活用 ● 資産寄付推進の税制緩和（みなし譲渡課税）→遺贈寄付の調達時と、legacy vetnures活用時の譲渡益課税への算定 ※理想：寄付であるため譲渡益課税は免除（現状：寄付したにも関わらず課税分は持ち出し） ● キャピタルゲインに対する二重課税（海外、日本）による、寄附金の減少をしない税制の設計

5. 調査結果詳細 ⑤-4. 税制面における課題と背景

- 特に富裕層を中心に、教育機関等に対する寄付の潜在的ニーズは高い
- 一方で、税制面における負担が足枷となり、寄付の裾野が広がっていない側面もある
- 一層の寄付推進に向けては、税額控除が寄付のいち要因となっている米国も参考に、税制改正などが望まれる

資産寄付推進の税制緩和（みなし譲渡課税・キャピタルゲイン課税の緩和）

テーマ	ポイント
みなし譲渡課税の緩和	<ul style="list-style-type: none">● 現状、日本においては、みなし譲渡課税として、寄付したにも関わらず、寄付者が課税分を負担● 理想的には、寄付であるため譲渡益課税は免除されることが望まれる
キャピタルゲイン課税の緩和	<ul style="list-style-type: none">● 現状、日本人が海外における資産運用等により譲渡益が発生した場合、日米両国において課税義務が発生する● 理想的には、寄付前提の運用益（譲渡所得や配当所得）を非課税にする、寄付金控除の適用をしやすくするなど、キャピタルゲインに対する二重課税（海外、日本）による寄附金の減少を軽減する税制の設計が望まれる● 例：legacy vetnures活用時の譲渡益課税の負担への算定

5. 調査結果詳細 ⑤-5 : ロードマップ

- 国内の教育機関における資産運用への取り組みを具体的に進めていくための官民連携ロードマップ（3 - 5年）

Phase	具体的な取り組み	目指す姿
Phase 1	<p>モデルの実装化</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 寄付者運用後寄付信託・小規模機関のコレクティブ共同運用モデル信託の実装化 □ HNWIをターゲットとしたLegacy Venturesモデルの実装化 <p>緩やかな政策誘導</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 教育機関のファンドレイジング力向上施策（特に高校以下）→プロジェクト1 □ 運用経験を相互に共有する機会創出や、（緩やかな）政策的誘導策の検討 □ 日本ファンドレイジング協会による寄付運用勉強会（Endowment Management）開催 	<ul style="list-style-type: none"> 各教育機関が、自校の水準（予算計画、資産規模、リターン目標等）に則した運用方針を備え、 自校に適したスキーム選択、活用の上で資産運用に取り組み、 「自由な教育」に取り組むための財源確保が、進んでいる状態
Phase 2	<ul style="list-style-type: none"> 成功モデルの実現とともに、横展開で拡大／運用経験コミュニティの仕組み化（施策例：ガイドライン整備、研修実施、制度緩和、政策誘導、など） 社会的な仕組みとしてのコレクティブ運用（海外）モデル等に対する共通理解の醸成 	
Phase 3	<p>新たな仕組みの創出</p> <ul style="list-style-type: none"> 共同運用型の新たな仕組みの創出 人材マッチングの創出 	
Phase 4	<p>取り組みや成果の高度化</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本の教育機関の資産運用ポートフォリオ運用の運用成果平均の変化（現状：～1%→将来：～3%など） 独自のポートフォリオを組む教育機関の増加 	

最終報告書目次

1. 事業者
2. 背景と目指す姿
3. 実施体制・調査結果フィールド
4. 調査内容
5. 調査結果

Appendix

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ

【詳細編6.～9.】

- 6.委員会記録
- 7.主要ヒアリング要旨
- 8.各調査対象法人の詳細分析
- 9.ヒアリング一覧

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

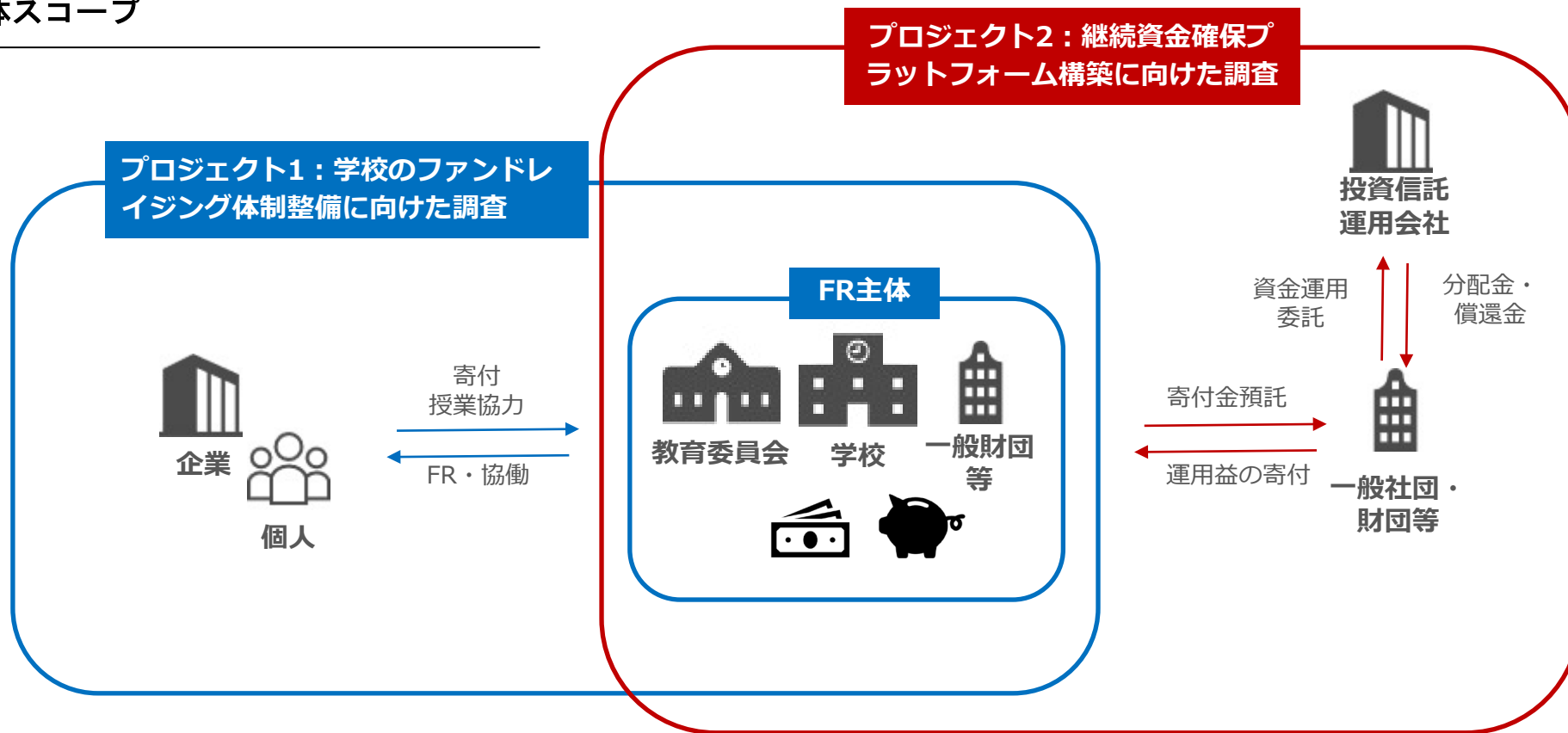
調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ

本件調査の概要

- ・本調査事業では、義務教育課程および中等教育課程の学校が独自で財源を確保し、教科学習だけではなく、さまざまなチャレンジな取り組みを行えるようにするためには、どのような点の改善と新たな仕組みが必要なのかを明らかにすることを目的とする。
- ・そのために、①財源となる資金調達に関する調査および、②取り組みを継続的に行えるための集めた資金の運用に関する調査の、2つの側面からの調査企画として行う。

調査の全体スコープ



1. 現状の国内教育機関等（小中高や教育支援財団・NPO）の資産運用の状況

- 今回の「教育機関における自由な教育のための資金確保」を実現するための調査の前提として、社会全体における課題の背景・構造には「財政構造上」「教育制度上」「教育機関の予算上」の3側面が挙げられる。

課題の背景、構造

テーマ	ポイント
1. 財政上の課題	<p>財政支出の内訳が、高齢者に偏重しており、教育費をはじめ若年層への割合が、諸外国比でも極端に少ない</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公財政教育支出（対GDP比・2020年）は、3.0%（OECD平均4.3%）であり、かつOECD37か国中36位 ● 日本の財政上、早期抜本的改善は困難が想定されるため、民間資金を元にした新たな枠組みや対応が必要
2. 教育制度上の課題	<p>現在の教育制度で対応しきれていない「現在の教育制度の外にいる子ども」に資金が回る制度や仕組みが必要</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 「多数の教育機会がない子ども」の存在（不登校70万人/900万人） ● 今後、フリースクール創設、少子化による塾や予備校の業態変更などの新たな動きにも資金が必要となる
3. 教育機関の予算上の課題	<p>「探求学習」など、教育機関で求められる新たな対応を可能とするための資金確保を可能とする仕組みが必要</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 探求学習に関するアンケート回答では、実施に向けた課題として「予算不足で十分な授業が行えない」（67.8%）ことが指摘された（探求学習白書）

出典：文教・科学技術（財務省・参考資料） https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_fiscal_system/proceedings/material/zaiseia20231011/03.pdf

探求学習白書 <https://esibla.or.jp/whitepaper2023/>

1. 現状の国内教育機関等（小中高や教育支援財団・NPO）の資産運用の状況

- 現状、日本国内では、大学においてさえも預金債券以外の運用を実施している教育機関は少数派であり、小中高校においては寄付募集、資産運用ともに低調である。
- 基金運用は、国内International Schoolでは一般的であり、他にも基金運用の事例が生まれつつある。

教育機関の基金運用の状況

主なテーマ	現状／課題	備考
大学の運用	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本の私立大学資産の87.2%が現金・債券のみ運用 ● 上位の一部大学はオルタナ投資含めたポートフォリオ設計 ● 平均運用益は1%前後で推移 	<ul style="list-style-type: none"> ● 米国大学平均では実物資産・債券23% ● 上場株35%、オルタナ43%で ● 運用益は5%から15%
小中高の運用	<ul style="list-style-type: none"> ● 全体として基金設置や運用は非常に限られている ● 神山まるごと高専、インターナショナルスクール、大学併設高校では積極運用実施例も 	<ul style="list-style-type: none"> ● 米国全寮制高校トップ30の基金平均額308M\$（約450億円） ● 生徒一人当たり基金額は比較サイトも
財団、NPO等	<ul style="list-style-type: none"> ● 内部留保等がある場合でも現預金・債券運用 ● 多くは比較的小規模の基金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 欧米財団はPayout Rule上も5%以上の運用益実現を基本的方針

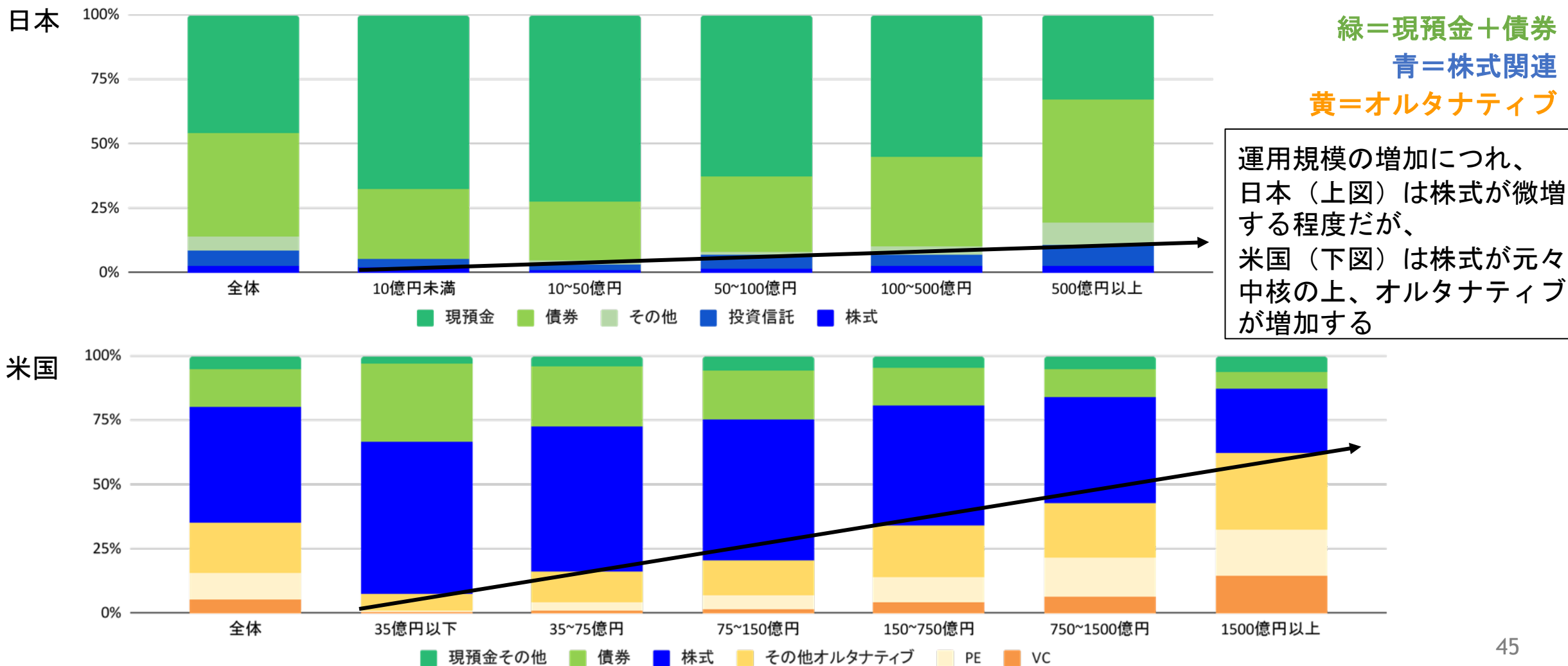
出典：Boarding School Review: <https://www.boardingschoolreview.com/top-twenty-schools-listing/largest-endowments>

1-1-2. 海外大学運用ポートフォリオ比較

	ハーバード	スタンフォード	コロンビア	ペンシルバニア	日本私立大学平均
運用資産（10億ドル）	39.2B	26.5B	10.9B	13.8B	N.A.
短期	11.0%	7.0%	2.0%	5.1%	87.2%
現金、預金	3.0%	7.0%	2.0%	5.1%	45.3%
債券	8.0%				41.9%
上場株式	31.0%	27.0%	22.0%	27.5%	2.5%
米国	13.0%	7.0%	22.0%	6.6%	2.5%
先進国	11.0%			11.8%	
発展途上国	7.0%	20.0%		9.1%	
オルタナティブ	58.0%	66.0%	76.0%	67.4%	10.4%
絶対リターン	21.0%	22.0%	36.0%	28.9%	5.8%
PE/ベンチャー	16.0%	27.0%	22.0%	25.5%	
不動産	13.0%	8.0%	18.0%	5.6%	
ナチュラルリソース	6.0%	9.0%		7.4%	4.6%
その他	2.0%				
長期運用成績					
20年リターン	N.A.	10.2%	N.A.	7.4%	N.A.
10年リターン	4.5%	6.3%	8.0%	6.3%	N.A.
5年リターン	7.3%	9.4%	9.2%	9.4%	0.63

1-1-3. 大学の資産運用の現状（規模別日米比較）

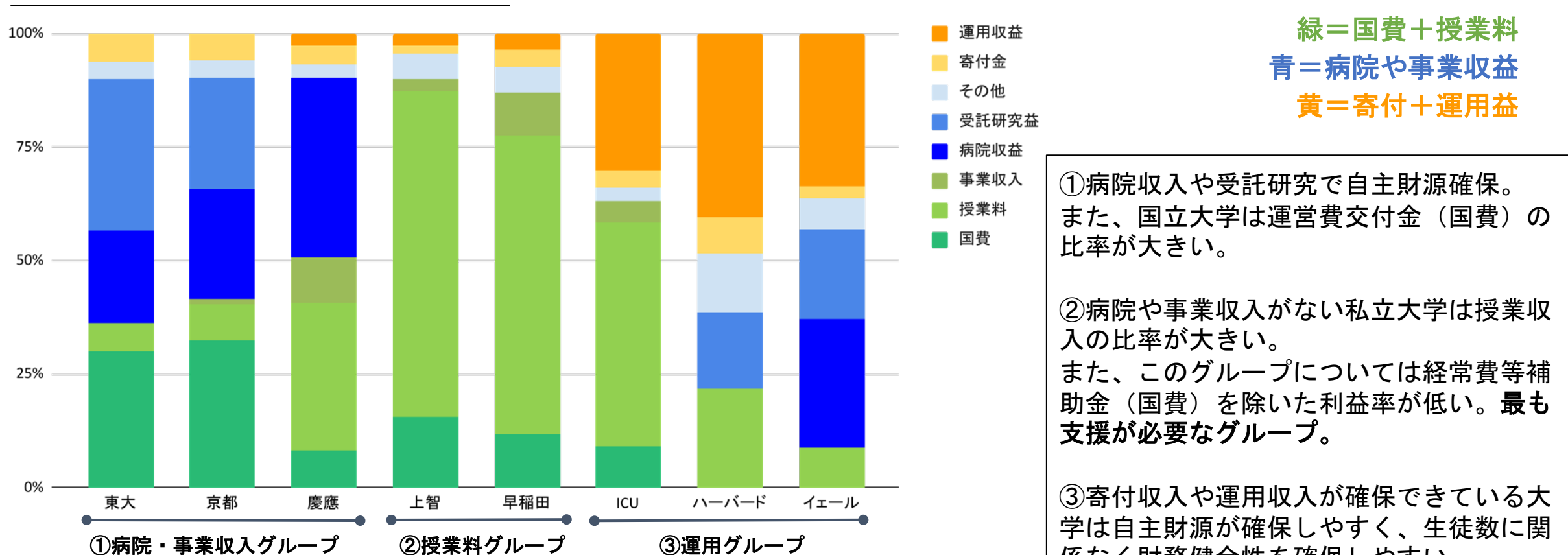
- 日米の大学を資産規模で比較した場合でも、日本の大学は現預金＋債券に偏っている状況が明確な傾向



1-1-4. 大学において、日本は私学も授業料・国費比率が高い

- 日本の大学においては、収入源の多様性が低く、伝統的な収入（交付金及び授業料）への依存度が高い

日米大学の収入内訳事例比較（％）



①病院収入や受託研究で自主財源確保。
また、国立大学は運営費交付金（国費）の比率が大きい。

②病院や事業収入がない私立大学は授業料の比率が大きい。
また、このグループについては経常費等補助金（国費）を除いた利益率が低い。最も支援が必要なグループ。

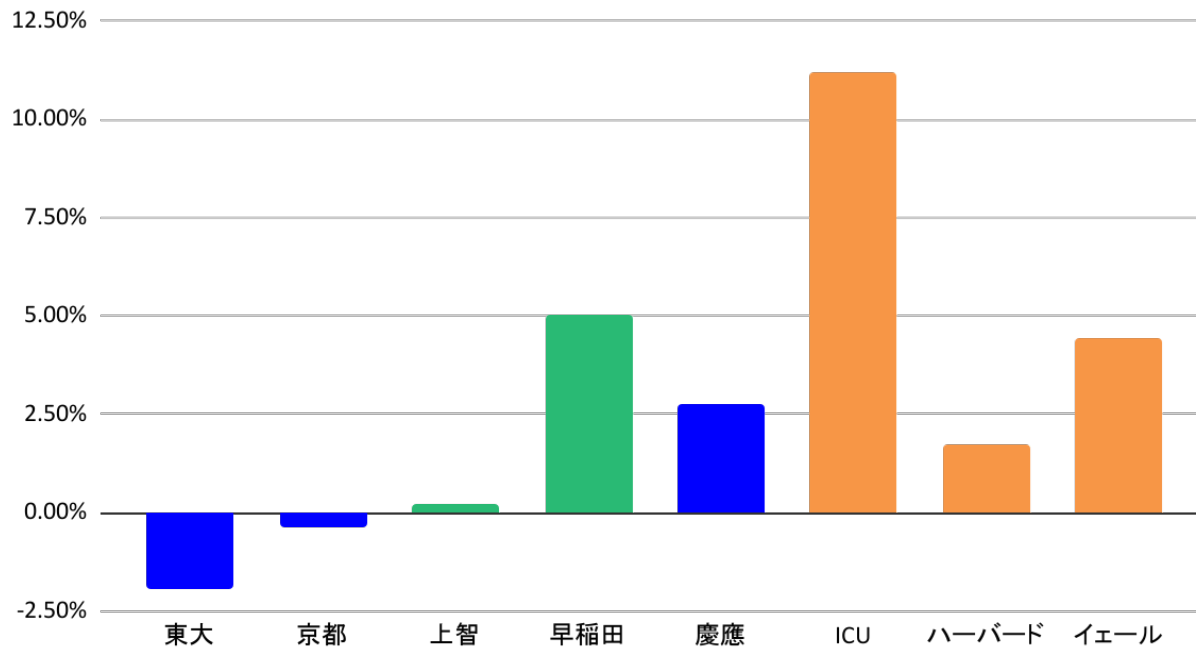
③寄付収入や運用収入が確保できている大学は自主財源が確保しやすく、生徒数に関係なく財務健全性を確保しやすい。

1-1-4. 大学において、日本は私学も授業料・国費比率が高い

- 交付金を取り除くと授業料<事業収入<運用収入の順で財務健全性が安定する

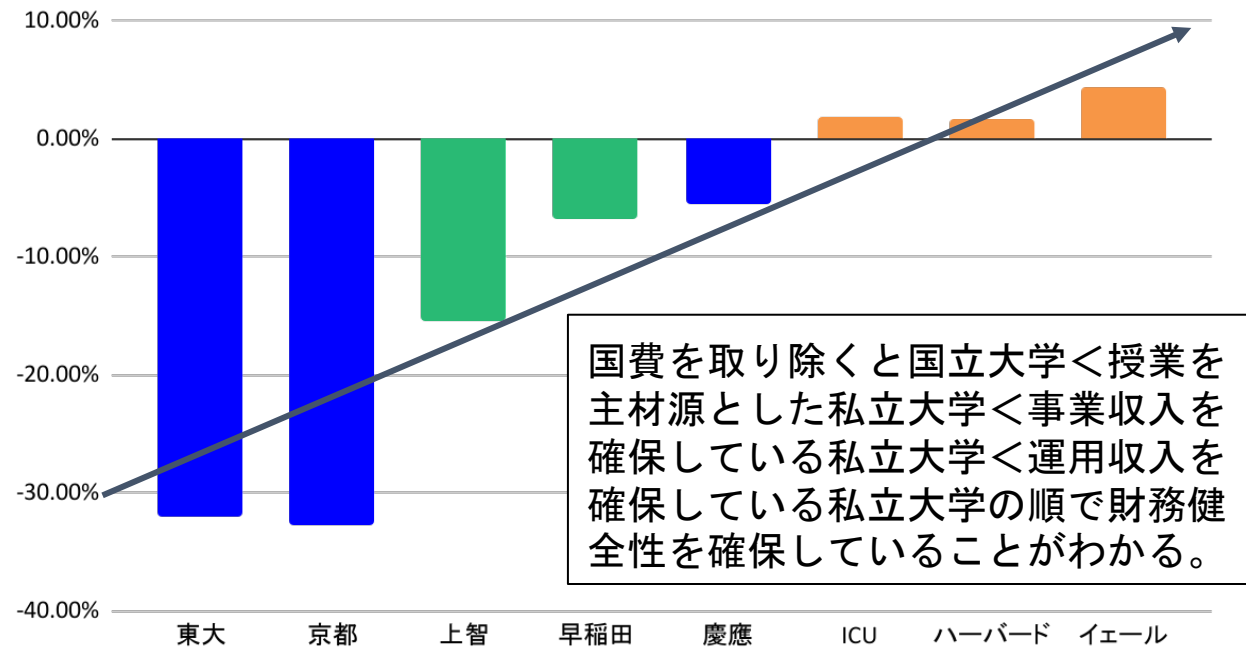
日米私立大学の経常利益率比較 (2022年度、%)

経常利益率



運営交付金及び経常費等補助金を取り除く調整後 (2022年度、%)

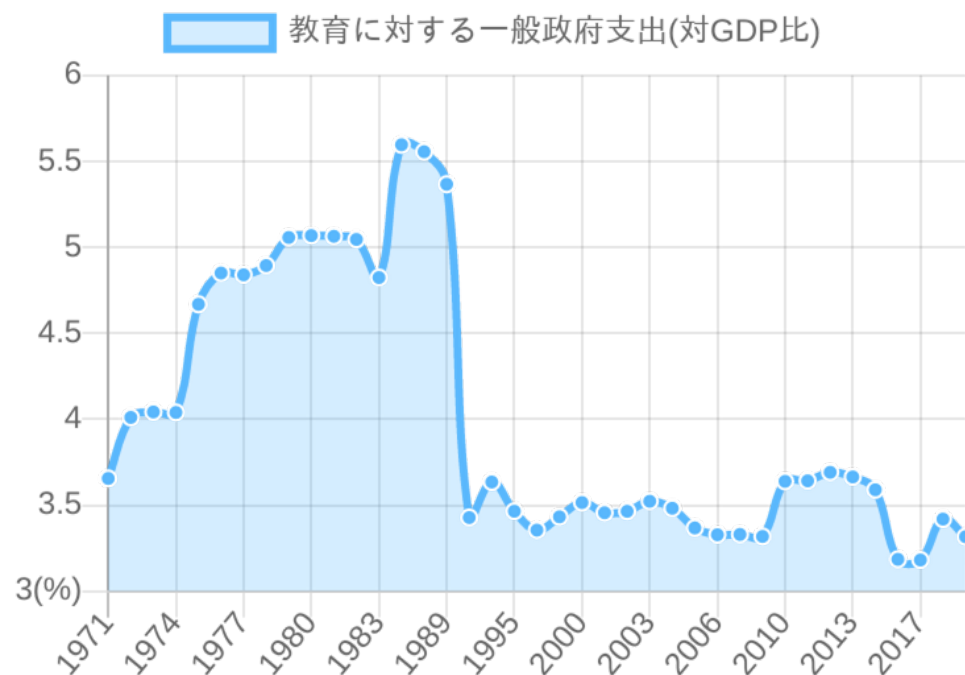
調整経常利益率



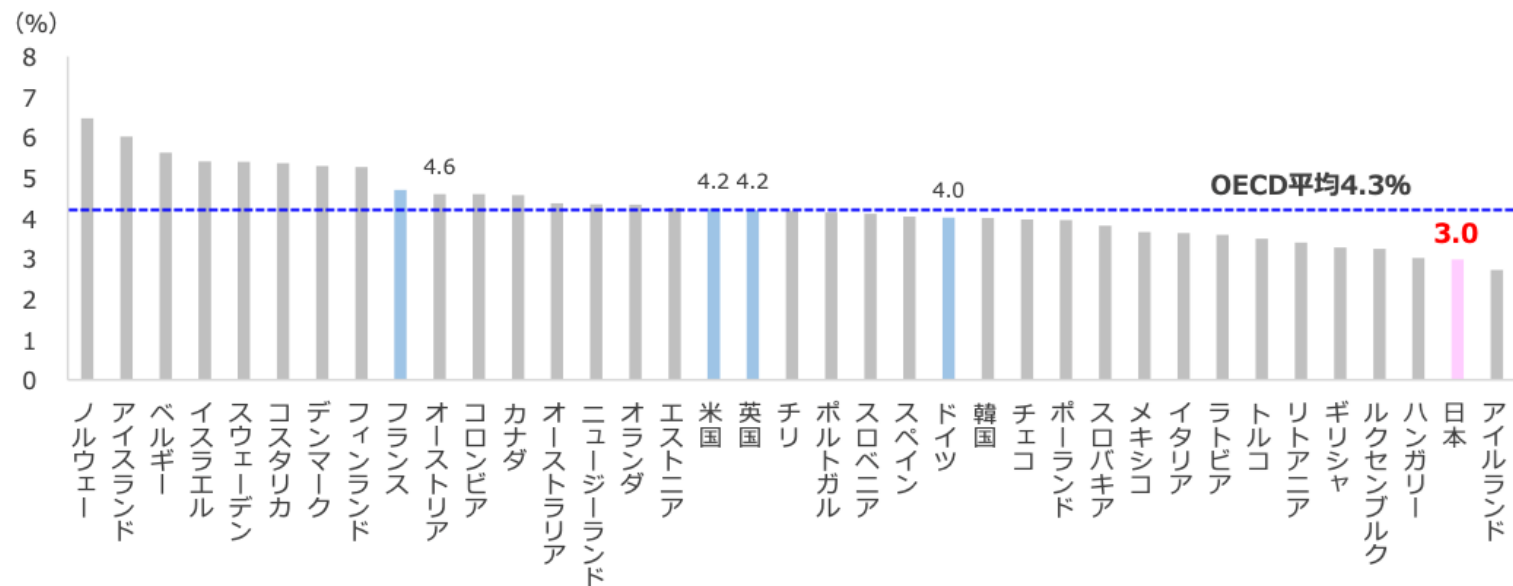
1. 現状の国内教育機関等（小中高や教育支援財団・NPO）の資産運用の状況

- 授業料および国費依存が高い中、少子化に伴う公財政教育支出の減少が進む

日本の教育に対する一般政府支出(GDP比)推移
(1971年-2021年)



公財政教育支出対GDP比（2020年）



1-2-1. 事例① 東大基金

- オルタナティブ投資を中心とした配分に変更（2023年1月～）。過去4年はグローバル株式等が寄与し、平均4.5%実現
- 抜本的な体制強化にも着手し、CFOオフィスも設置予定。

①運用資金（令和5年度期初時点）

- ・ 寄附金440億円（東大基金110億円、部局寄附金330億円）を原資として長期運用を実施
- ・ 東大基金110億円：高度化ポートフォリオに基づく委託運用（ファンド運用）を採用
（中長期的な観点でより高い収益性を目指し、平成30年11月から実施）

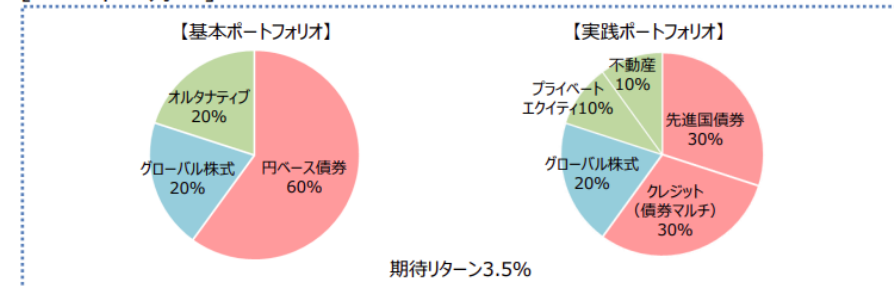
②運用方針の概要（令和5年1月～）

- ・ より積極的な資産運用にかじを切り、オルタナティブ（代替資産：未公開企業の株式や不動産など）への配分比率を、6割に引き上げる方針へ（従来：2割）
- ・ 期待収益率も年5%に引き上げ（従来：年3.5%）
- ・ 運用益のペイアウトを最小限に抑え、当面は東大基金拡充を最優先していく方針を決定
- ・ 部局寄附金の一部（126億円）の、高度化ポートフォリオ運用への組み入れも決定
- ・ 新設CIOに元ブラックロック・ジャパンCIOが就任（4月）、
CFOには元Asset Management One社長が就任（8月）
- ・ 財務経営の企画立案及び管理を手掛けるCFOオフィスも開設予定（2024年4月）

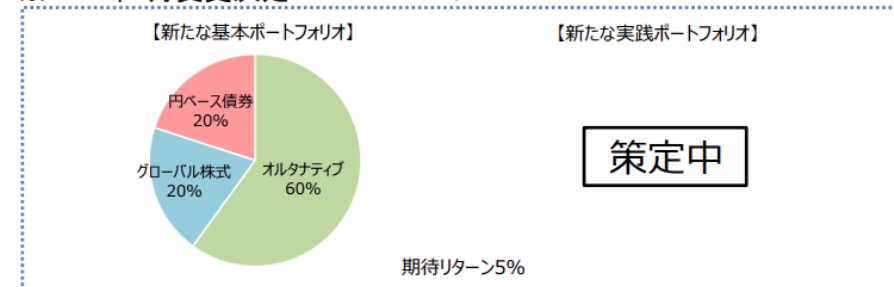
③運用成果

過去4年の平均：4.5%（グローバル株式のR2年+53%等が寄与）

[2018年11月～]



※2023年1月変更決定



出典：東京大学 資産運用状況（運用ポートフォリオ）
<https://www.u-tokyo.ac.jp/content/400211599.pdf>

1-2-1. 事例① 東大基金（ヒアリングまとめ）

- 専門人材が不足する大学において、高度な専門性が求められる投資哲学の議論、適切な意思決定、投資アクションを実現するには、専門家（運用の専門人材、運用コンサル等）の活用が必須（具体的な実施形態は運用規模など次第）
- 大学における「資産運用の取り組み高度化」における論点は、以下8つ

1. 運用にかかる基本方針（投資哲学）の整理、継続、変更

「大学の考え方」の根底として、初期段階で専門家も交えた議論、設定が重要。運用リテラシーが少ない運用未経験者にとっては、議論が困難。

2. 大学に相応しい運用スタイルの確立と継続性

大学における運用の特性（以下4点）の中で、運用の一貫性は保ちつつ、課題点は機動的に変更して行く際の意思決定の難しさ

①時間軸の長さ ②運用財源（寄付金）の特性 ③多様な構成員の意思統一（教員、職員、出向者、民間人など） ④定期的な人事ローテーション

3. 運用の意思決定、投資アクションの頻度とスピード感

長期運用にも複数ある戦略ごとに、ポートフォリオ見直しのタイミングや頻度、意思決定のスピード感も異なる中、その戦略の意思決定を行なうことも困難

4. 専門人材（キーマン）の受入れ、処遇

運用の成否を分ける鍵だが、招聘タイミング（一定の運用資産規模が整った段階）、相応しい報酬額の提供可否、大学との適正など、検討点は多い

5. 資金運用委員会メンバー選定（委員の交替含む）

大学の運用ポリシーの理解者で構成することが重要

6. 事務職員の育成、人事ローテーションとの整合

国立大学における短期間の人事ローテーション（2～3年）の中で、専門的な知見を備えた事務職員を育成する困難さ

7. 運用損益に関する国立大学の会計処理や予算管理との整合

大学の運用財源が寄附金であることから、会計処理、予算管理における整合性の整理が必要（予算管理上、損失時の損切、別資産によるカバーも容易には出来ない）

8. 大学全体（役員、幹部職員含む）の運用リテラシーの向上

大学全体の運用リテラシーの向上には、「高度な専門人材による継続的な役員会等への説明」が不可欠

必要な施策・他大学への学び

①「大学間における資産運用に関する情報共有の場」があると有益

→現状は少ない「大学における高度な資産運用の取り組み」を増加するには、行政による指導等もさることながら「大学間の情報共有」が有効

1-2-2. 事例② 国際基督教大学

- 中長期の財政見通しに基づいた、短中長期の資産区分による投資戦略設計。
- PE投資を増加（2023年6月時点）し、運用成果の向上を実現。
- 長期スパン（～過去10年）で安定運用益の確保を継続的に実現。

①現状

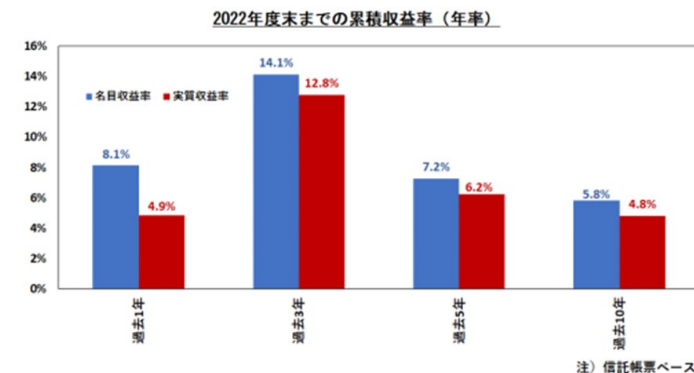
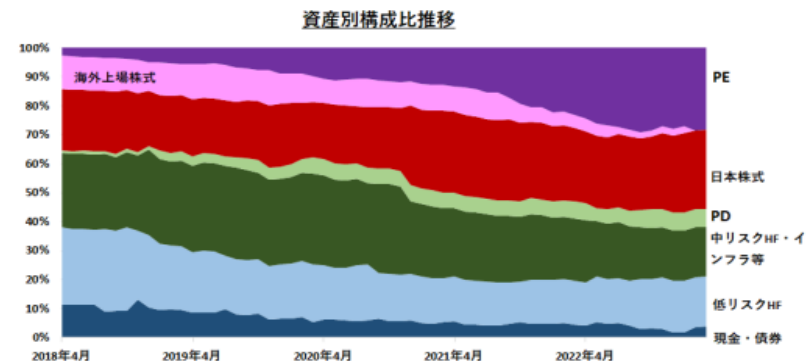
- 運用の総額（2023年3月末）：簿価：455億円、時価：593億円
- 評価損益：139億円
- 国内株式3割、PE約3割、ヘッジファンド4割（※内、外貨建て資産：約3割）

②運用方針

- 中期財政見通しに基づき、長期の資金需要（基金の取り崩しスケジュール）を推計し、基金の資産を3資産区分に分類した上で、それぞれに適合する金融商品を当てはめることにより資産配分を決定。（短期：5年以下、中期：6～10年、長期10年以上）
- 区分：短期（低リスクヘッジファンド等）、中期（上場REIT等）、長期（株式、PE等含む）
- 新井亮一CIO（元JPモルガンアセットマネジメントCIO）の下、コンサルタントとして野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社（NFRC）と契約
- 理事会（原則として毎月開催）に時価、収益率等の運用状況を報告
- 基金委員会（理事会の下部組織）に年度決算及び計画を報告

③運用成果（※運用目標：インフレ率＋4%）

- 出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.1,10） https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf
- 基金の収益率（長期：2020年度）は、過去3年、5年、10年とも、名目5.8%、実質（インフレ率を控除）で4%以上の収益率を達成。



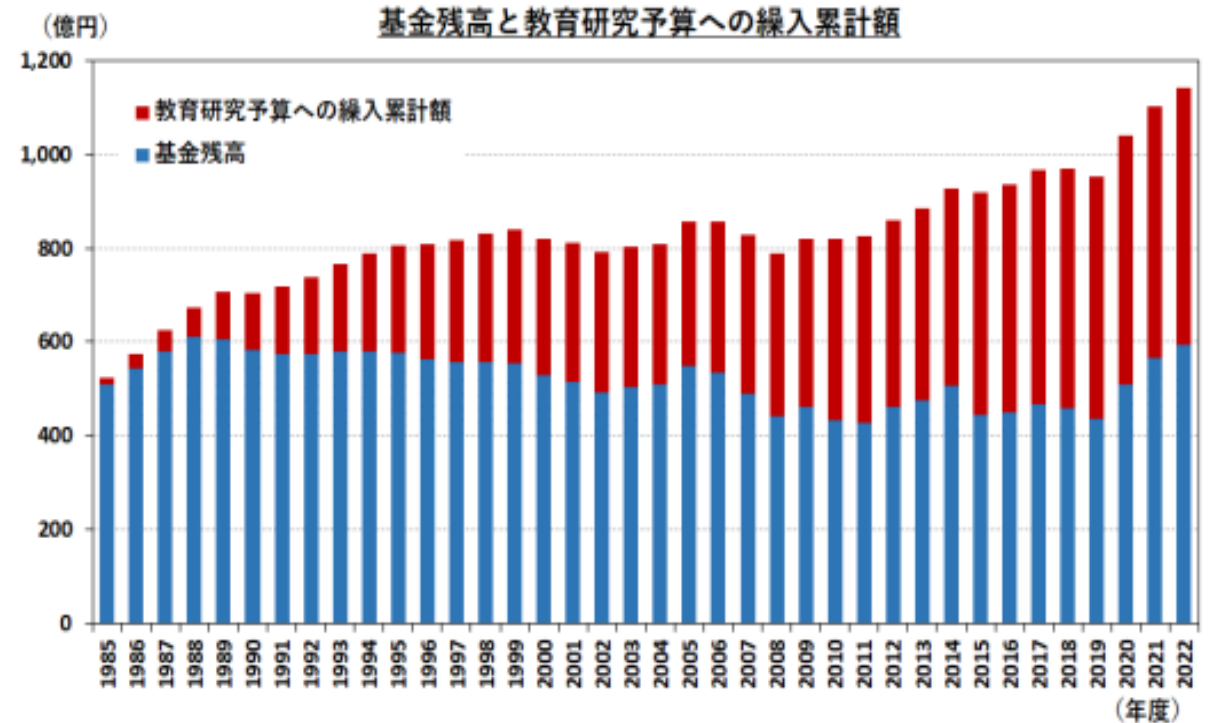
1-2-2. 事例② 国際基督教大学（参考資料）

- 教育研究予算への計画的な繰り入れを想定し、資産管理方針（短期、中期、長期）を策定

②運用商品の資産区分

商品別の資産区分は、以下のとおりである。

	短期資産	中期資産	長期資産
資産配分目標	概ね 5 年以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額以上	概ね 6 年目以降から 10 年目以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額。なお、短期資産の配分目標が優先する	10 年目以降に教育研究予算へ繰り入れ相当額以下
組入れ対象となる商品のリスク特性 ^(注)	市場環境が悪化した場合でも概ね 5 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境が悪化した場合でも概ね 10 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境によっては、元本の回復に 10 年以上かかる可能性がある商品
対象となる商品例	低リスク・ヘッジファンド（株式マーケット・ニュートラル、債券レラティブ・バリュー、その他ベータ非依存型ヘッジファンド）、低リスクマルチアセット、運用期間が 5 年未満の各種 Private 戦略等	中リスク・ヘッジファンド（株式ロング・ショート、マクロヘッジ、企業合併裁定）、内外債券、マルチアセット、私募 REIT、上場 REIT、不動産、ハイ・イールド社債、航空機リース、各種クレジット戦略、運用期間が 10 年未満の各種 Private 戦略	内外株式（アクティブ及びパッシブ、新興国を含む）、Private Equity（Primary、Secondary、共同投資等を含む）、その他運用期間が 10 年以上の Private 戦略

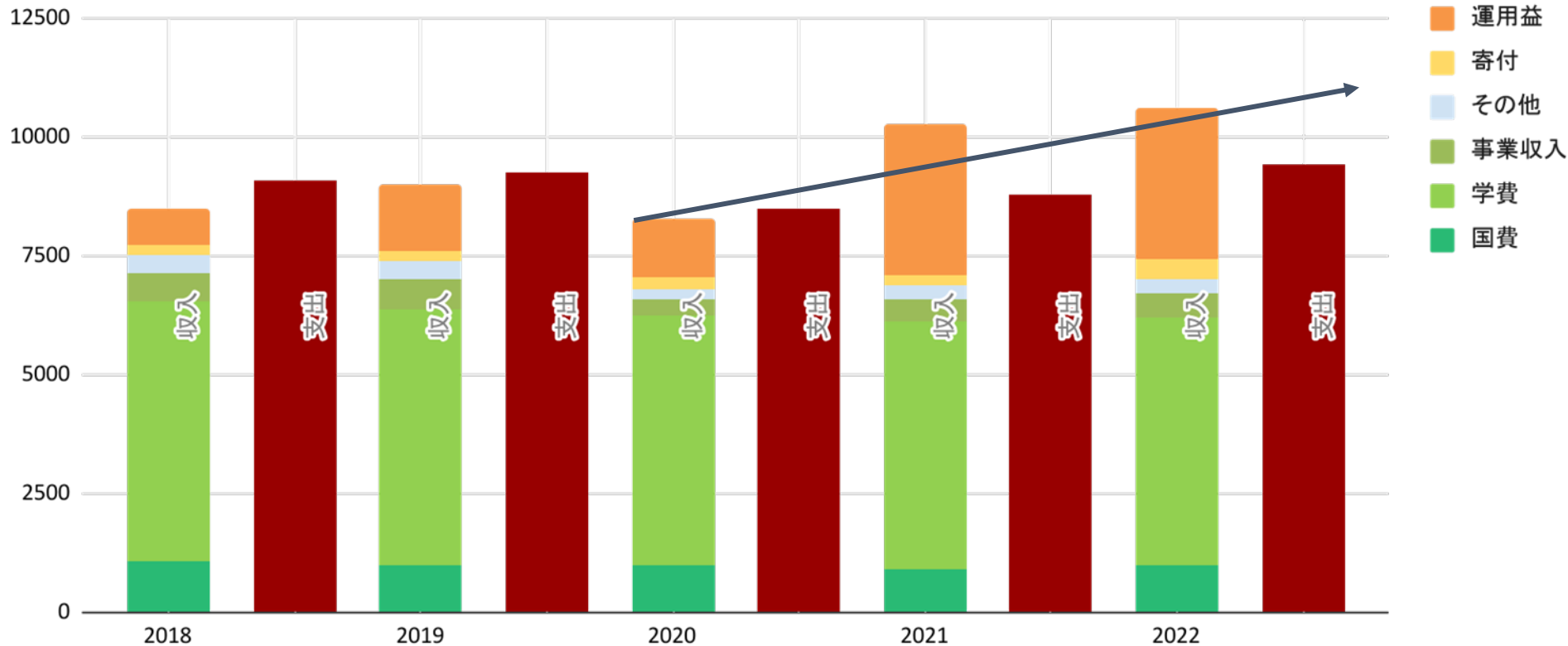


注) 1994年以前は簿価、1995年以降は時価

1-2-2. 事例② 国際基督教大学（参考資料）

- 運用収益は、今後低下する国費や授業収入を保管する上で必須
- ICUの過去の財務を振り返ると、支出が増える中、運用収益が経常利益を下支えしていることがわかる

ICUの過去5年間の経常収入と支出の推移（百万円）



運用残高を確保できると、たとえ授業収入や国費が変わらない中で支出が増加するような状況下でも（2020年度以降のようなシナリオ）、運用益の伸び次第では経常利益を出すことができる。

財務健全性が運用に左右されるリスクもあるが、国費や生徒数が伸び悩む今後においては運用収益を生み出すことは必須。

1-2-2. 事例② 国際基督教大学（ヒアリングまとめ）

学校法人における基金運用の積極化に必要な要素

1. マネジメント層における、基金運用に取り組む動機づけ（大学間における競争意識）
2. 寄付等による基金の拡大

1. マネジメント層における、基金運用に取り組む動機づけ（大学間における競争意識）

過去の損失経験（リーマンショックなど）や、短期的な評価損に対するレピュテーション、学部間の意見相違が、基金運用への取り組む足枷
→積極的に基金運用に取り組むマネジメント層を後押しする動機づけが必要

2. 寄付等による基金の拡大

「基金の規模」が小さい現状では、リスクの大きさ（損失発生時）に対し、期待リターンが小さいため、「経営上の重要課題」になりにくい
→まずは、「寄付などによる基金の拡大」により、「基金運用に取り組むインセンティブ」を上げることが重要

必要な施策

①学校法人の決算開示資料における、「有価証券の評価損益」の開示義務化

→行政（文科省など）による通達レベルの強力な指導、制度化などにより開示を義務化（貸借対照表の注記事項として）することで、学校法人別の運用成果が明示され、大学間の基金運用における競争、緊張感が生まれる

②「学校法人向けの寄付」に関し、「全額の税額控除」を認める（10年間などの時限的に）

→運用益による独自の取り組みを行なう学校（学費の削減、研究施設の新設など）の登場により「学校法人間の競争」を生み、「マネジメント層が基金運用に取り組むインセンティブ向上」に繋がる

1-2-3. 事例③ 上智学院（ヒアリングまとめ）

学校法人における基金運用の積極化に必要な要素

1. 自校のミッションに基づく「奨学金の重要性」や「建学の理念・教育精神とのアラインメント」への気づきが「資産運用の必要性」の認識の広がりにつながる
2. まずはマネジメント層で、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」を把握、理解した上での「基本方針の策定」が前提
3. マネジメント層による議論を前提に、外部知見も活用し、小規模でも運用を開始することがリテラシー向上につながる

1. 自校のミッションに基づく「奨学金の重要性」や「建学の理念・教育精神とのアラインメント」への気づきが、「資産運用の必要性」の認識の広がりにつながる
「奨学金の原資は原則的に運用収益」であることを前提に、今後の少子化や補助金等の減少を考慮すると、自校発展に向けて、優秀な学生を獲得するための奨学金の重要性を再認識することで、「資産運用の必要性」の認識が広がっていく。また建学の理念と整合した投資を行うことが基金運用の揺るぎない軸（投資哲学）を形成することに繋がる。
2. まずは、マネジメント層で、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」の把握、理解した上での「基本方針の策定」が前提
各大学ごとに、「資産全体の状況」は異なることから、「必要な運用」も異なってくる。まずはマネジメント層が、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」を把握、理解した上で、「基本方針の策定」をすることで、「自学に相応しい運用の選択」が可能になる
3. マネジメント層による議論を前提に、外部知見も活用し、小規模でも運用を開始することがリテラシー向上につながる
マネジメント層による議論や意思決定を前提にすれば、OCIOなどの外部専門家の活用も選択肢。また資産規模は小規模でも、成果を前向きに捉えて資産運用の取り組みを開始することが、内部で知見を蓄積し、運用リテラシーを向上させる上でも重要

必要な施策・他大学への学び

- ①中小規模の学校法人を中心に、プールファンド型の運用スキームに対するニーズは高い
→資産運用の取り組みを開始することが重要である一方、単独の少額資金では金融機関が取り合わないため、複数の学校法人が合同で活用可能なプールファンド型の運用スキームは、ニーズが高く重要（前提：学校毎の基本方針の決定、信頼できる運用先）
- ②簿価会計における「運用の外部委託」のメリット
→簿価会計では、決算上は単年度の評価損益は計上されないため、腰を据えた長期投資を行いやすいメリットがある。またファンド形式の投資であれば、株式も含めた分散投資や分配金による収益実現化が期待できるため、奨学金や教育研究資金の拡充に資する事が可能

1-2-4. 事例④ 神山まるごと高専

- 拠出・寄付を含めて100億円を奨学金基金として外資系投資会社で運用
- 高専の奨学金の長期安定共有モデルとして注目

①現状

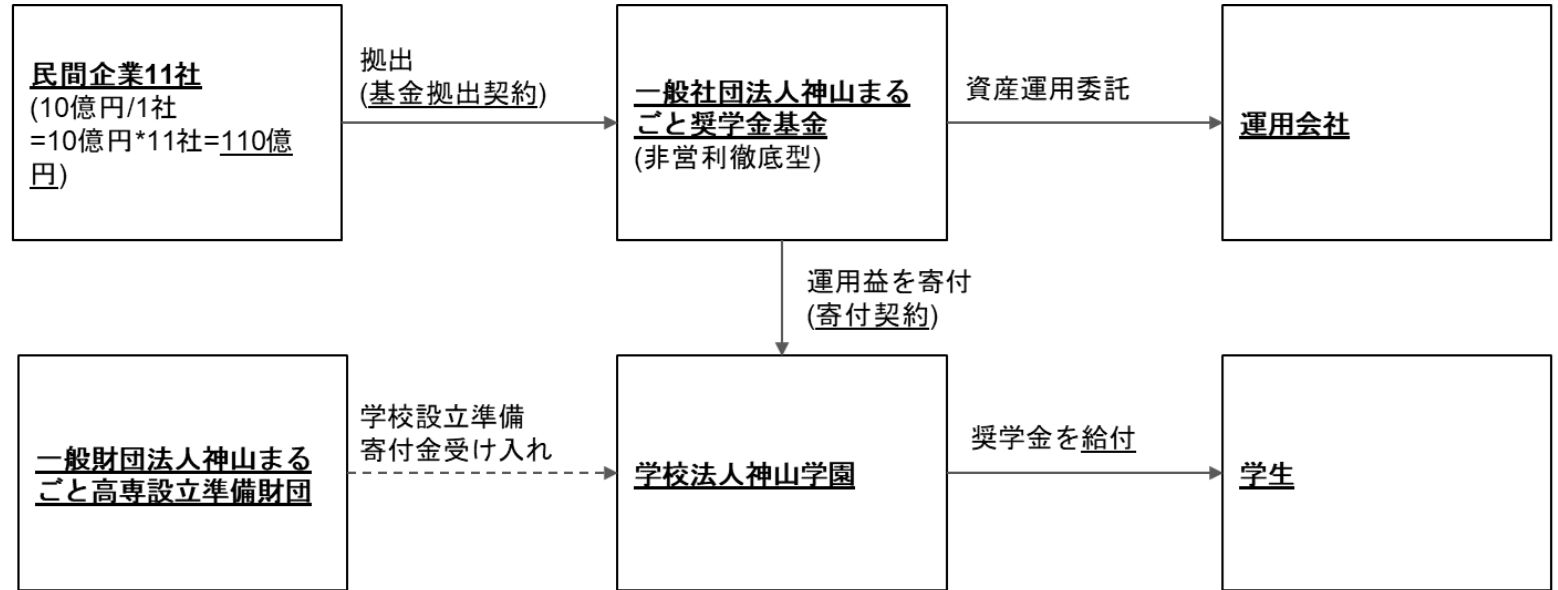
- ・ 1社10億円×11社を目標として100億円相当の基金を設置し、スイスの運用会社で運用。
- ・ 上場企業創業社長寺田氏の尽力により、基金参加の呼びかけ、運用会社の確保に至った経緯がある。
(デロイトトーマツコンサルティング、伊藤忠テクノソリューションズ、ソニー、ソフトバンク、ミクシィ、セプティニー、リコー、セコム、Sansan等が参加)
- ・ 「拠出（実質的に拠出者への金銭的な利益は生まない）」と「寄付」の両方を受付

②運用方針

- ・ スイスの老舗金融ロンバー・オディエと提携し運用
- ・ 目標は運用益5%

③運用結果

- ・ 未確認



[出典]*1 学校法人神山学園（神山まるごと高等専門学校）「神山まるごと高専の奨学金基金が完全学生を対象に、学費無償の私立学校が実現」(2022年3月19日) <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000056.000049229.html>

*2 学校法人神山学園（神山まるごと高等専門学校）「神山まるごと高専(仮称)が、日本初となる奨学金基金スキームを公開」(2022年3月15日) <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000029.000049229.html>

1-2-4. 事例④ 神山まるごと高専（補足説明資料）

- 基金拠出契約は原則、返還義務のある形で多様に設計が可能。

基金拠出契約は、一般社団法人と基金の引受者とで交わす契約。拠出された金銭や財産は寄付金とは異なり、原則返還義務がある。

拠出する金額	自由に設計が可能。
基金の返還方法	定款上で自由に設計が可能。 「基金拠出者と合意した期日までは返還しない」、「解散時まで返還しない」、具体的に「yy年mm月dd日まで基金を返還しない」などと規定できる。
拠出者からの返還請求	基金の拠出者は、拠出した金銭や財産を返還してもらう権利を有しているが、基金の返還は①社員総会決議 ②貸借対照表上の「純資産額」が基金の総額を超えている場合に限り、その超えている額を限度として基金の返還が可能。 = 一般社団の運営側に有利な資金調達手法
金利設定	金利の設定はできない。



- ・ 一般社団法人の運営が多少煩雑になるが、資金調達側(一般社団法人側)が有利な手法となっている。
- ・ 出資者との合意が得られれば、法人清算時に一括返済等の設計も可能である。
- ・ 出資者目線では、原則元本返済のみとなるため、寄付より資金提供がしやすい可能性がある。

1-2-4. 事例④ 神山まるごと高専（ヒアリングまとめ）

神山まるごと高専モデルの実現、継続に必要な要素

1. 資金の出し手（企業）のニーズを考慮しつつ、緻密な営業戦略を立てた上での、地道な営業（資金提供依頼）の継続
2. 資金の出し手（企業）ごとに則した、資金拠出契約の調整、締結
3. 運用に知見のある内部メンバーによる、運用委託先への明確なフィードバック

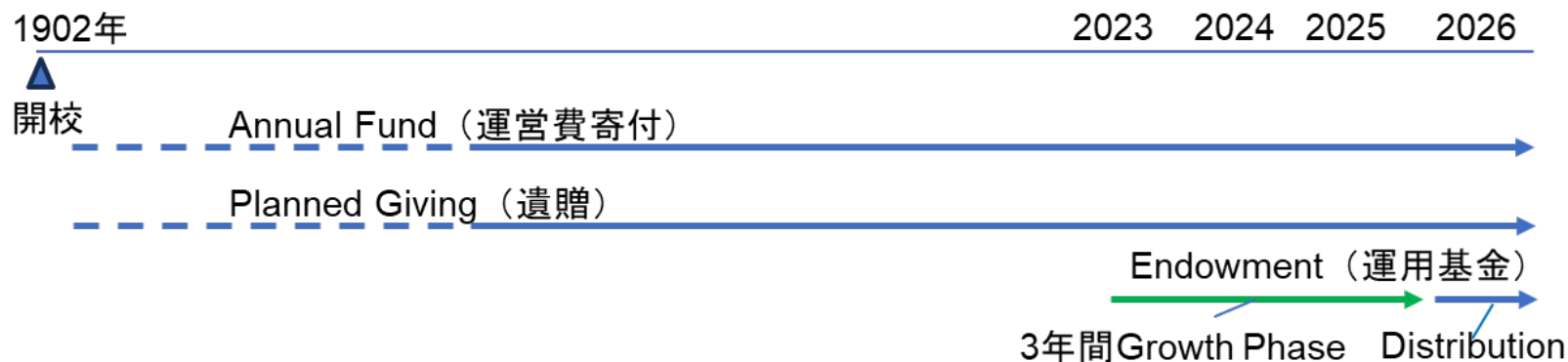
1. 資金の出し手（企業）のニーズを考慮しつつ、緻密な営業戦略を立てた上での、地道な営業（資金提供依頼）の継続
本スキームは、特殊なスキームであることから、営業力が求められる。資金の出し手（企業）側のニーズ（社会的な取り組みアピールが可能な資金の出し先を検討）を押さえた上で、戦略的に決定権限のあるトップ同士の会談に進めることが重要。
2. 資金の出し手（企業）ごとに則した、資金拠出契約の柔軟な調整、締結
資金の出し手（企業）ごとに、本スキーム活用の意図は異なるため、資金拠出契約の形態や内容（拠出契約、寄附契約、一括または分割、期間など）は、そのニーズ毎に柔軟な対応が必要
3. 運用に知見のある内部メンバーによる、運用委託先への明確なフィードバック
運用が必ずしも当初想定通りにはいかない場合もある中、出資者への説明責任の観点からも、財務担当やトップなどの内部メンバーが運用に関する知見を持ち、委託先に明確なフィードバックを実施していくことが重要

神山まるごと高専モデルが今後を目指す姿

- ・開校年度（5学年全てがあつまる4年後）に、体制等が整っていることを目指している
- ・ハーバード大学など、海外大学の基金を参考に、将来的には企業の力を借りない自立的な基金運営も目指している
- ・現在は5.5%を期待リターンとしている。将来的には、学生の起業資金を提供する別基金を構築することも構想

1-2-5. 事例⑤ American School In Japan

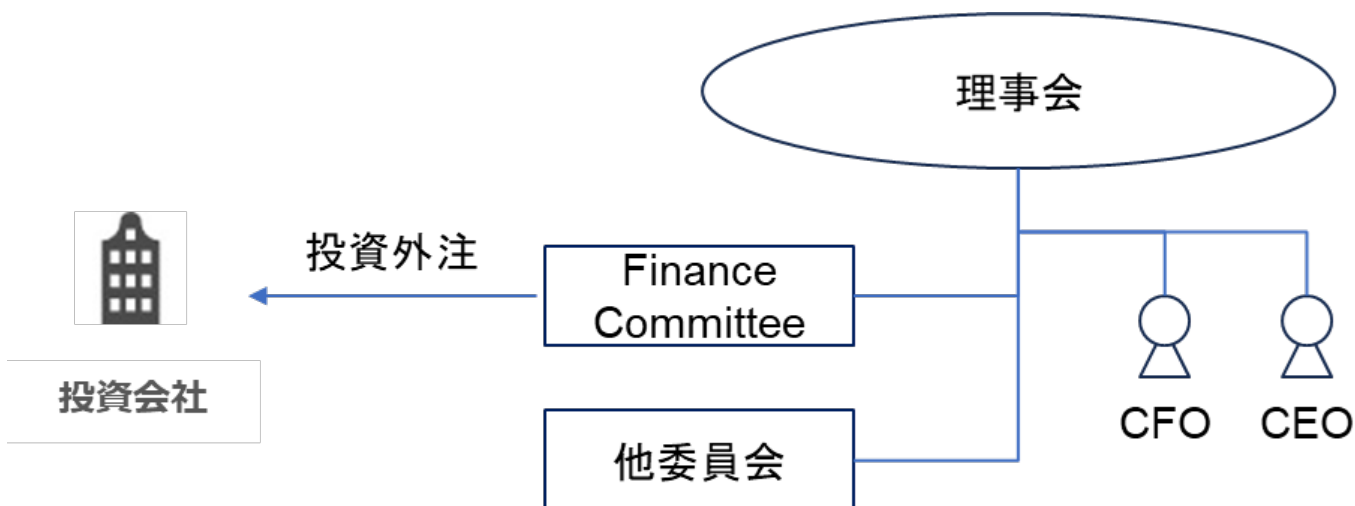
- 日本で学校法人を運営し、約120年の歴史を持つAmerican School in Japan（Kinderから高校3年生相当迄）はこれまで授業料と寄付で事業運営をしてきたが、2年程前よりEndowment Fundを構築



- Annual Fund (当年学校運営目的寄付)
 - 多くの寄付者が年間予算補填の寄付をする
 - 年間予算の5～6%を寄付金から拠出
 - 多額の寄付を受け取る場合もあり、蓄積もあるが、投資運用はしていない。これまで21の名前の付けられた基金がある
- Planned Giving (遺贈)
 - 8件の遺贈寄付がこれまでであった。また、21件の申し込みがある
 - 遺贈寄付もAnnual Fund同様、これまでは投資運用はされてこなかった
- Endowment Fund
 - 最初の3年間は「Growth Phase」とし、基金を積み上げる期間として設定してある。今年度が3年目であり、来年度から運用益の一部が費消されるようになる
 - 資産家や投資経験のある人はこの基金に寄付をしてくださる
 - なお、ASIJの担当者が以前勤めていた米国の学校法人でもEndowment Fundを設置し、運用により資産を拡大する取り組みは15～20年前頃から開始した模様

1-2-5. 事例⑤ ASIJ Endowment Fundの運営体制

- 理事会の委員会が外部投資マネージャーとして外資系投資会社を活用して運用を始めた



Endowment Fundの運営

- 運営責任は理事会にある
- 理事会傘下のFinance Committeeが担当している
- 外部の外資系投資会社にInvestment Managerの役割を依頼している
- Finance CommitteeにはCFOも参加し、実務を担う
- 初期から運用はするが、最初の3年間は「Growth Phase」と設定し、寄付と運用益の再投資により基金拡大に集中し、その期間は運用益は学校運営に使わない
- 数十億円規模の基金を構築すること目指している
- 年率5%以上の利回りでの運用を想定している

1-2-6. 事例⑥ 山形大学（ヒアリングまとめ）

- 平成28年度に山形大学基金を設立。山形大学ファンドレイジング戦略を元に、内部知見の高度化、ファンドレイジング活動強化に取り組んでいる。
- 資産運用の取り組み高度化には、運用原資となる基金拡大や、認定基準の向上が課題感であるが、大口寄付を契機に上位基準の認定獲得に向けた検討も始まっている。

■運用の方針、現状

- ・ 資金運用管理細則などに定められた内容に則り、基金の約半分ほどを預金、債券で運用
- ・ 低金利下でもあり、元本保全を重視し、着実に運用益を得る方針で商品選択などを実施し運用

■運用の前提

- ・ 国立大学法人法第三十四条の三（業務上の余裕金の運用にかかる文部科学大臣の認定基準）
- ・ 当該基準において、山形大学は「認定1」に該当。定められた運用範囲内の商品で運用を実施。

■課題感

- ・ 認定向上には追加的な体制整備などが求められることから、運用可能な「余裕資金」に該当する資金規模が小さい場合、コストや対応負荷などの観点からインセンティブが働きにくく、結果的に高度な資産運用の取り組みにも繋がりにくい

■今後の動き

- ・ 昨年、大口寄付を受けたことを契機に、認定基準2の獲得に向けた検討が学内でも始まっている。

出典：山形大学・資金運用管理細則 https://www.yamagata-u.ac.jp/reiki/reiki_int/reiki_honbun/w679RG00001582.html

望まれる施策や仕組み

- ・ 今後の基金拡大に伴う資産運用強化を見据え、内部体制の整備、知見高度化に加えて、恒常的に相談可能な仕組みなどがあると望ましい

1-2-7. 事例⑦ 大学経営協会（ヒアリングまとめ）

● 共同運用スキームを実現するためには複数の大学が協力関係を築くための枠組みが必要

- 当協会は設立以来、大学の教育研究能力を下支えする経営側面にスポットをあて、「ガバナンス委員会」「財務委員会」「100年委員会」を3本柱としながら、日本の大学運営の改善を図ってきた団体。宮内義彦氏（オリックス株式会社・シニアチェアマン）が理事長を務めるなど、営利セクターの視点や海外大学の事例を参考にしながら、日本の大学のあり方の変革に取り組んでいることが特徴。
- 今回ヒアリングを実施した「財務委員会」は、20年以上大学の資産運用についてアンケート調査やレポート発行を行なうなど、大学の資産運用に向けて提言を継続してきた。
- その活動の中で、大学の資産運用を妨げる要因として特定し得るのは①原資の不足、②運用ケイパビリティの不足、③（特に私立大学において）地理的に近接する大学の間には競合関係もあり、共同運用には踏み込みにくいこと、と想定
- ①、②についてはデスクトップ調査段階においても浮き彫りになっていた要因であり、①についてはファンドレイジング能力の拡充、②については投資助言などの運用サポートの仕組みや共同運用が打ち手として想定される
- 特に③については、大学間の関係性のダイナミクスを捉えた上で打ち手を提示することが、資産運用を浸透させるためのキーポイント。
- この点に対策については、文部科学省も「複数私立大学間の連携を推奨する方向」で大学の経営改革支援として取り組んでおり、令和6年度予算案で関連予算を新規計上している（複数大学等の連携による機能の共同化・高度化を通じた経営改革支援を通じ、本事業で得た知見を活用しつつ、各学校法人、大学が共同利用できる共通的なプラットフォームの在り方を検討）
- https://www.mext.go.jp/content/20230828-mxt_kouhou02-000031628_8.pdf
- また大学においては、資産運用のパートナー選定を行う際、『過去運用実績』は良くても未知のパートナーなどよりも、「大学OBOG在籍」の既知の団体を重視する傾向のあることが指摘されたことから、共同運用スキームなどの浸透においては、当該スキームを仲介する団体が、全国の大学のOBOGネットワークと関係性を保有している事の重要性が確認された

必要な施策

- ①複数大学が連携するための枠組み：文部科学省が進めている共同経営改革の支援など、大学間での協力を促すための施策が必要
- ②卒業生ネットワークの構築：大学への寄付の促進、資産運用の仕組みの導入には大学OBOGとの関係が必要

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ

2. 日本の教育機関における資産運用が進まない原因分析

- 1.投資体制が組めない中小教育機関、2.数十億円単位以上でないとは対応が困難な金融機関、3.また社会的にも「寄付原資の運用」についての理解が醸成されていない背景などから、教育機関における資産運用への取り組みが進んでいない

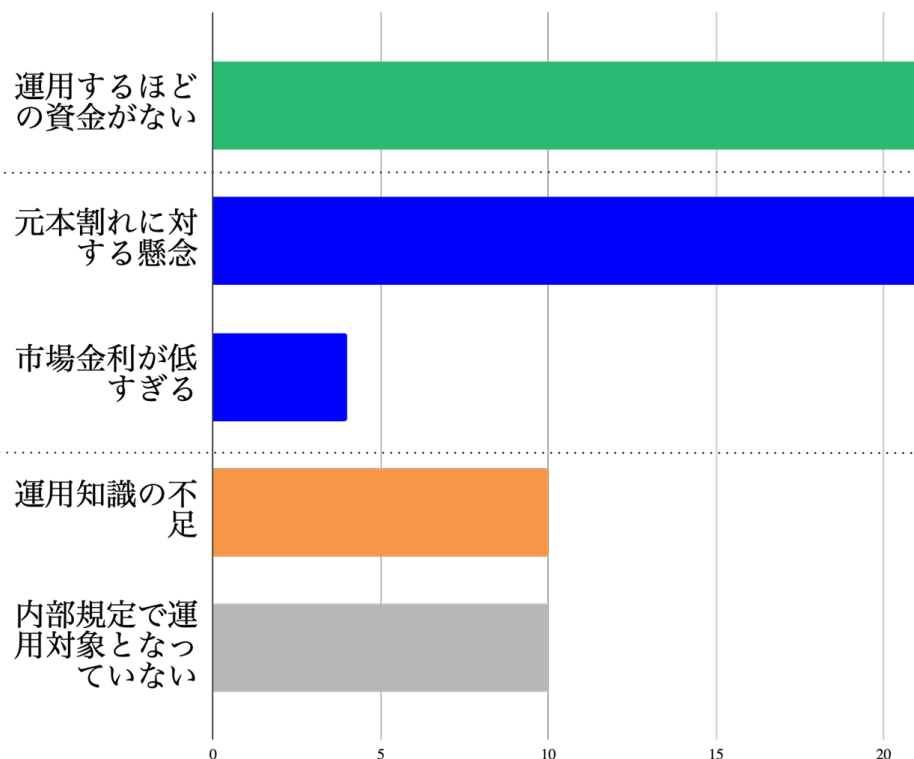
特に中小の教育機関（小中高校、教育系財団、教育NPO）の課題

主なテーマ	問題／課題	課題の要因
教育機関側の視点	<ul style="list-style-type: none"> ● 基金的に原資が少なく、独自運用体制を組むことが困難 ● 過去の失敗事例への恐れ、持続的成果が見込まれる信頼して託せる運用機関の不在（担当者の結果責任の重さ） ● リスク許容度が低く、中期財務戦略の不十分さやガバナンス不足の課題 	<ul style="list-style-type: none"> ● 複数法人で統一的運用が可能になる「誰でも使える」仕組みの不在 ● 過去実績から長期持続成果が見えない ● ファンドレイジング力強化の必要性
金融機関側の視点	<ul style="list-style-type: none"> ● 個々の学校等の運用規模が小さいため、コストパフォーマンス的な観点などから優先度が低い ● アセットマネジメント会社において、過去の財団・教育機関に関する実績を公開が困難 	<ul style="list-style-type: none"> ● 複数法人資産をまとめる機能や、海外で実績あるファンド連携の仕組みが存在しない
社会的な認識の視点	<ul style="list-style-type: none"> ● 寄付者に対する説明責任の確保 ● 公益法人等への過度な受託者責任（「安定運用」呪縛） 	<ul style="list-style-type: none"> ● ニューノーマルとしての「寄付基金の運用」の主流化に向けた、官民連携での発信、方向性の提示が不十分

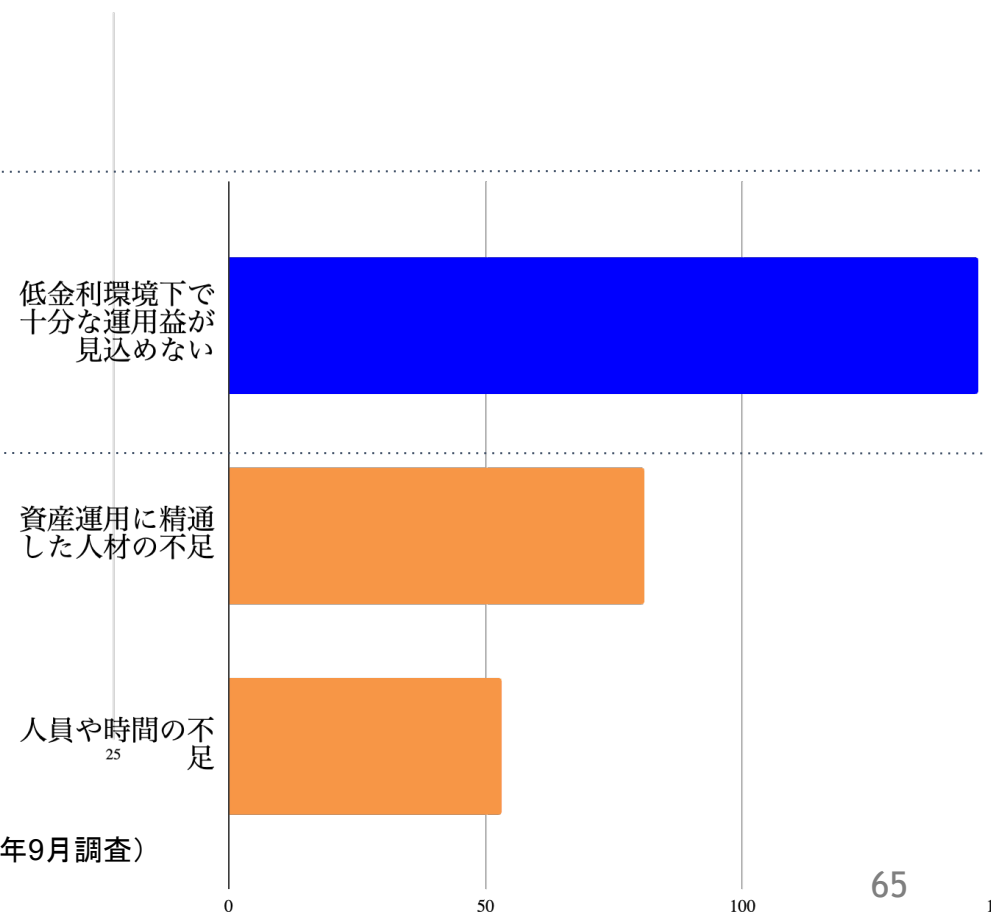
2-1-1. 教育機関の視点：過去調査から見えてくる理由

- 教育機関において運用が浸透していない理由は、以下の3点
- ①資金（基金規模）不足、②リスク許容度の低さ、③人材や能力の不足

大学が資産運用をしていない理由（回答数）



資産運用をしている大学が感じている課題（回答数）



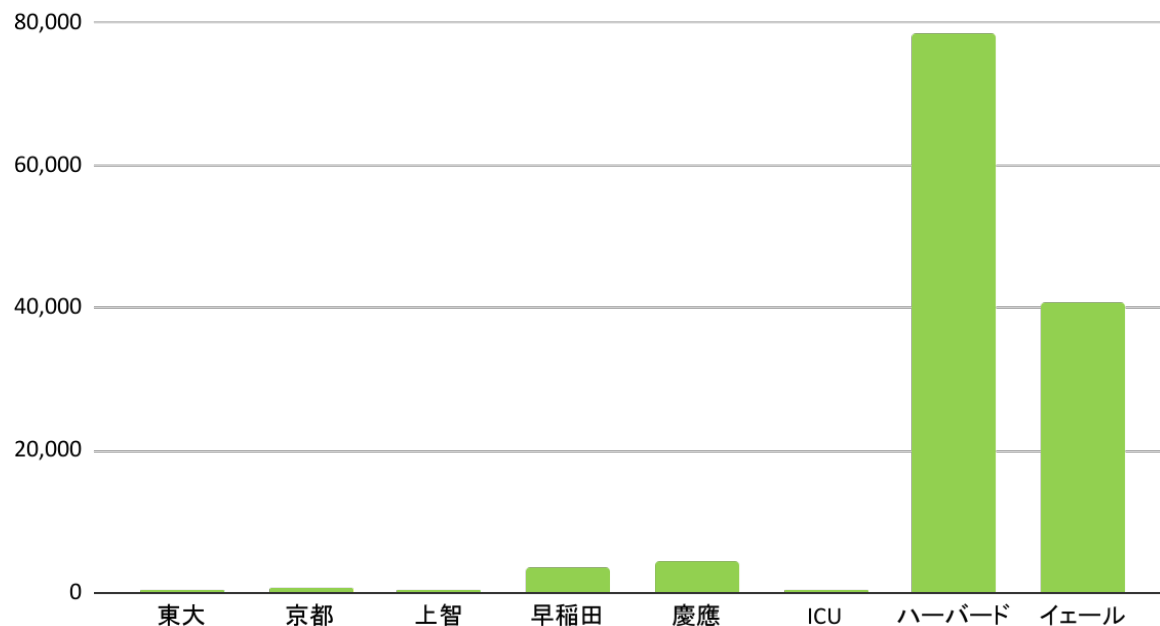
出典：特定非営利活動法人大学経営協会「第8回 大学法人における資産運用状況調査」（2020年9月調査）

2-1-2. 教育機関の視点の詳細分析：要因①基金規模の不足

- 日本の大学とアメリカの大学を比較すると、寄付額の低さ、またそれと関連した運用残高の低さが伺える

大学基金への寄付額（2022年度、百万円）

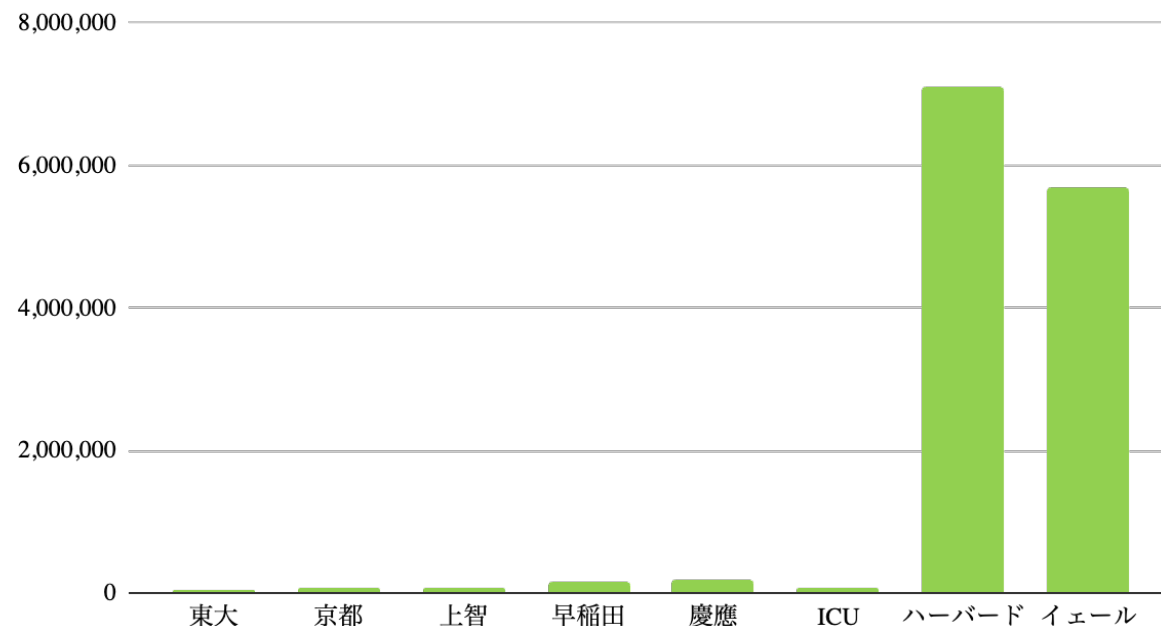
寄付額



出典：各大学財務諸表より、基金寄付がない場合は大学全体への寄付額

各大学の運用額（2022年度、百万円）

運用額

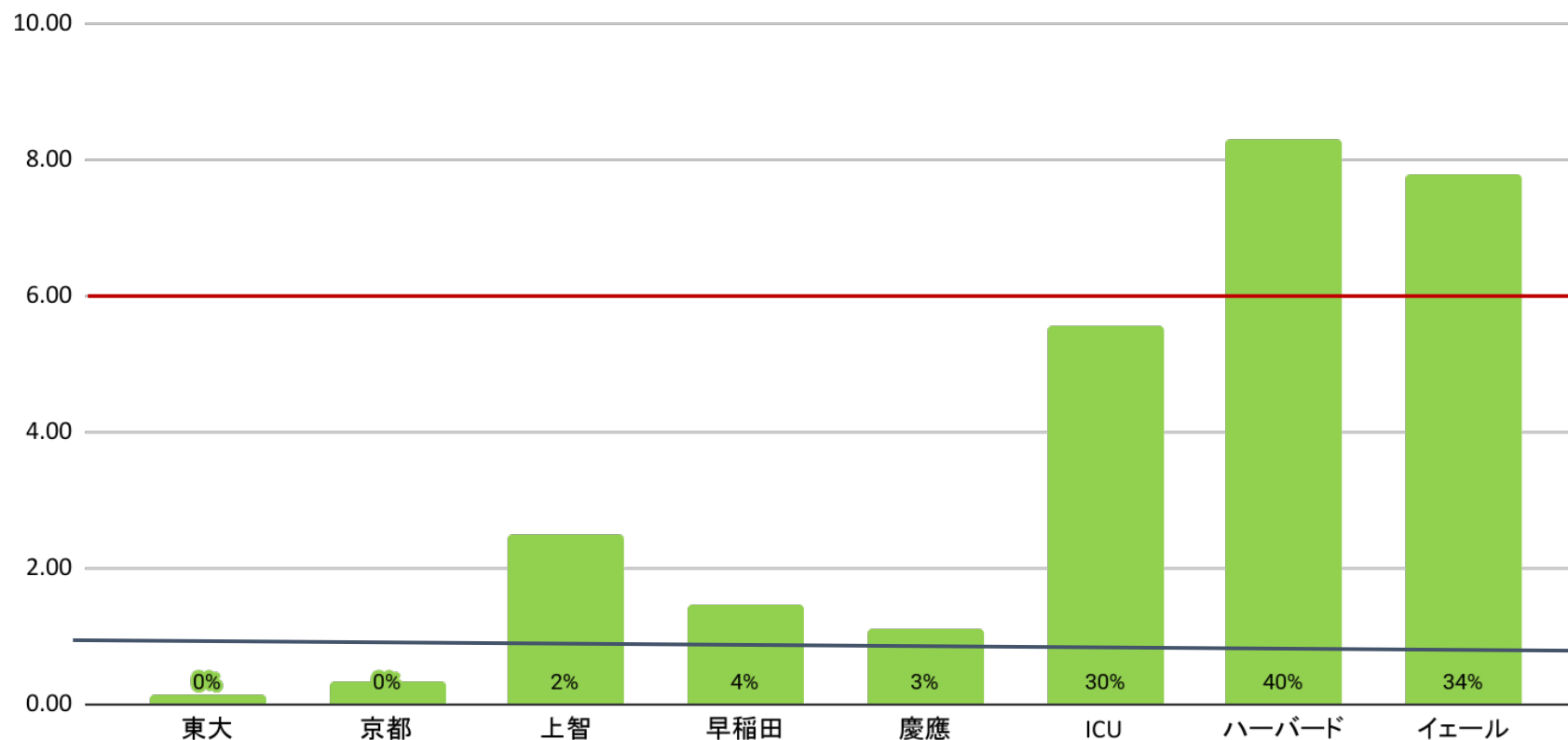


出典：各大学財務諸表、開示がない場合は週刊東洋経済「大学四季報」2020年度より

2-1-2. 教育機関の視点の詳細分析：要因①基金規模の不足（続き）

- 対経常収入の基金規模が少なくとも6倍程度ないと、海外大学のように収入の3割以上を運用収入で賄うことは難しい

各大学の経常収入に対する基金の大きさ（棒グラフ）、及び運用収益が経常収入に占める割合（%）（2022年度）



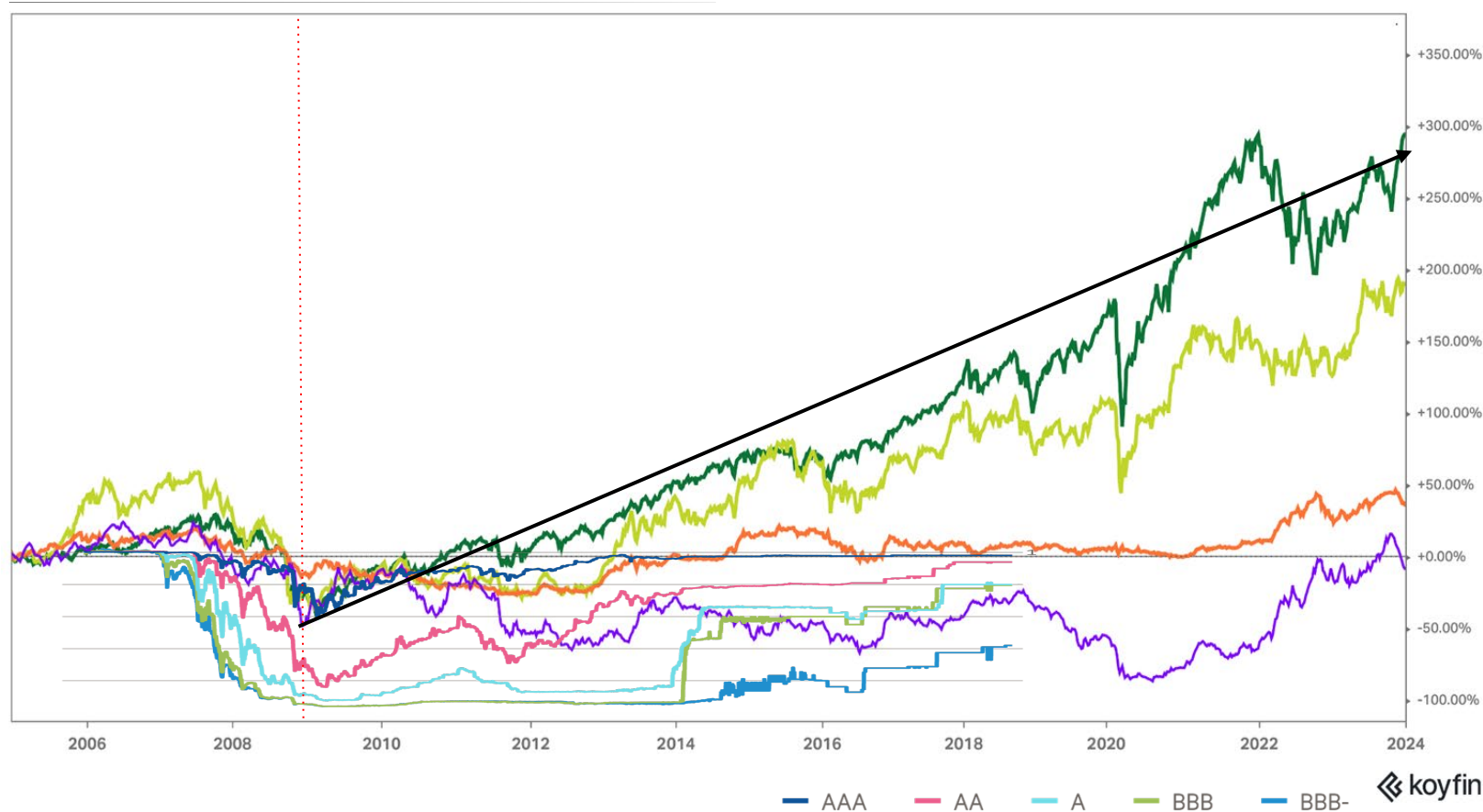
基金の取崩率（毎年基金の時価総額の何%を大学の運営に回すか）をハーバードなどが基準とする5%とし、また運用利回りをハーバードの10年リターンである4.5%と仮定してシミュレーションを行うと、ハーバードやイエールのように経常収入の30%以上を運用収益で賄うには、少なくとも経常収入に対して**6倍以上の基金残高**を持っている必要がある。

日本の多くの大学は、基金残高が経常収入を下回るか、もしくは同額程度にとどまっている。

2-1-3. 教育機関の視点の詳細分析：要因②リスク許容度の低さ

- 日本の教育機関はリーマンショック（2008）時に発生した一部金融商品のパフォーマンス悪化が、負の教訓になっている

リーマンショック（2008）以降の資産パフォーマンス（%）



株式

S&P500（濃緑）及び日経平均（黄緑）。リーマンショック時には下落したものの、それ以降2009年3月の底値と比較するとS&Pは+548.88%（年率+13.34%）、日経平均は+340.09%（年率+10.51%）となっている。一般的にPEやVCなどの非上場株式は振れ幅はより大きくなるものの、全体としての動きは上場株式市場に連動する。

通貨及び債券

ドル円（オレンジ）及びアメリカ10年国債（紫）。株式などよりは振れ幅が少ないものの、リーマンショック時には一部の大学がこれらの値動きにレバレッジをかけたスワップの取引をしていたため問題になった。

MBS

リーマンショックの引き金となったサブプライムローンの指標（ABX.HE Index、レーティングはチャート下）。これらと連動した仕組債を保有していたことが日本の一部の法人で問題になった。

2-1-3. 教育機関の視点の詳細分析：要因②リスク許容度の低さ（続き）

- リーマンショックの経験を、運用アレルギーの原因で終わらせず、正しい運用のあり方を学ぶ機会と捉える

各年度の大学が運用をしていない理由 No. 1と運用をしている学校の割合

2005：リスクがネック	84%
2007：運用する資金がない	82%
2009：リスクがネック	83%
2011：理事会の許可がおりない	81%
2013：理事会の許可がおりない	83%
2015：理事会の許可がおりない	78%
2018：元本割れに対する懸念	75%
2020：運用する資金がない	78%
2022：運用する資金がない	81%

リーマンショック後は資産運用に対するアレルギー反応が続いていた

リーマンショックから学べる教訓

テーマ

長期運用が基本

運用体制とリスク
テイクをマッチ

仕組債やレバレッジ
は慎重に

問題と学び

損を出した大学は仕組債やレバレッジ取引など長期保有に適していない資産を持っていたためマーケットの底で損失を確定する必要があった。長期保有を前提とした資産の選定が必要。

失敗した大学は取得した商品への理解がないまま証券会社に一任したことに問題があったと振り返っていた。担当者の運用に関する金融知識、それを監査するガバナンス体制、そしてそれらのレベルと投資対象をマッチさせる必要がある。

複雑性の高い商品は短期的に見るとローリスク高リターンのように見えても、長期スパンで損をする場合が多い。基本はETFなど長期投資に適した資産でポートフォリオを編成し、特殊な商品はリスクヘッジなど特殊なニーズがある時に適している。

2-1-4. 教育機関の視点の詳細分析：要因③人材や能力の不足

- 教育機関の運用が高度化するライフサイクルを可視化すると、大きく分けて4つのレベルがある

国内大学 運用体制例

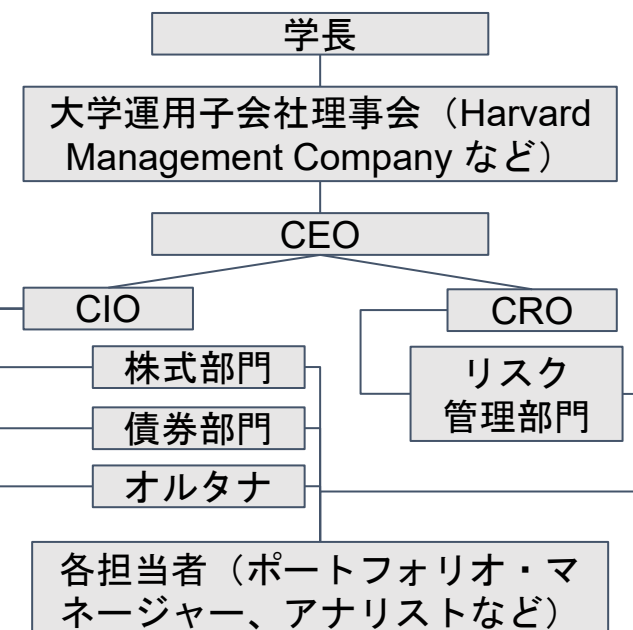
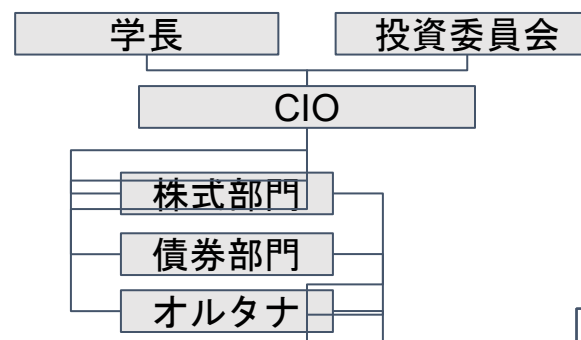
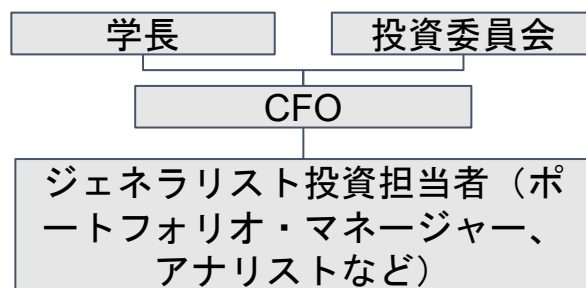
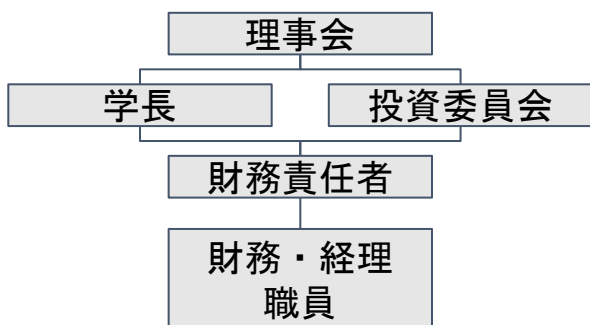
海外大学 運用体制例

レベル1（財務担当者が兼任）

レベル2（投資専門部署）

レベル3（学内CIO在籍）

レベル4（独立運用会社）



運用体制のレベルが上がるにつれ、財務担当者＞投資の専門家＞各資産の専門家＞投資の専門会社と、より専門的な人材が集まり、高度な管理体制を構築することで、更に幅広く多様な金融商品を扱えるようになる。

各担当者（ポートフォリオ・マネージャー、アナリストなど）

各担当者（ポートフォリオ・マネージャー、アナリストなど）

運用キャパシティ 低

高

1～2人

5～10人

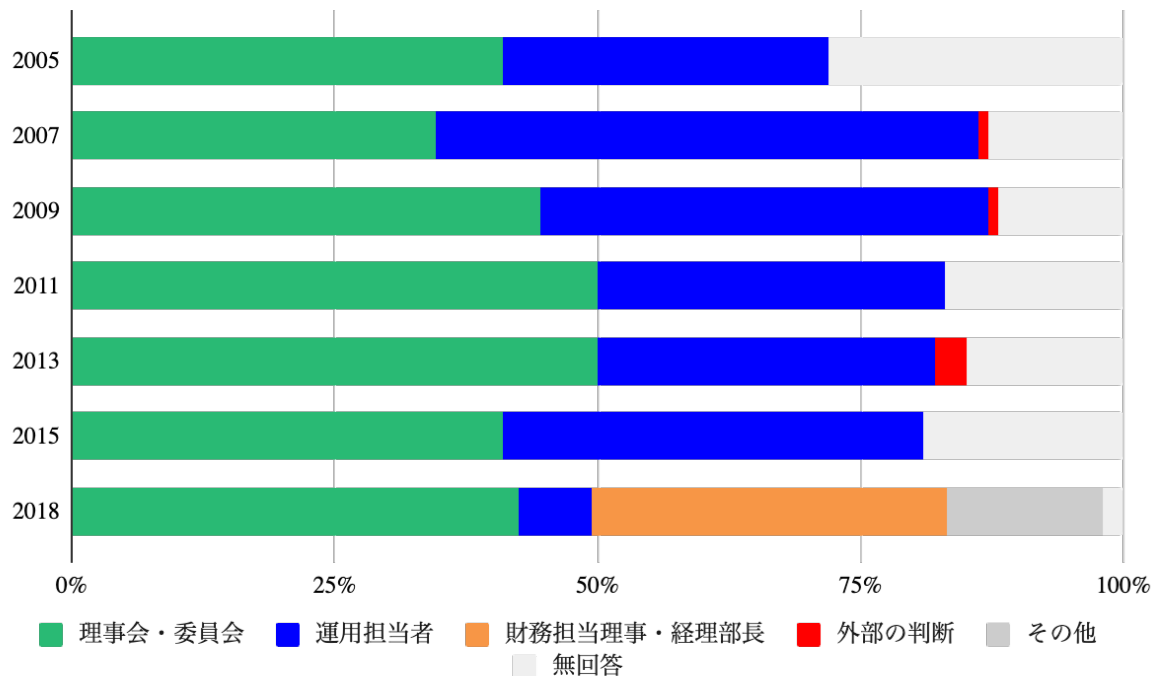
20～50人

150+人（ハーバード）

2-1-4. 教育機関の視点の詳細分析：要因③人材や能力の不足（続き）

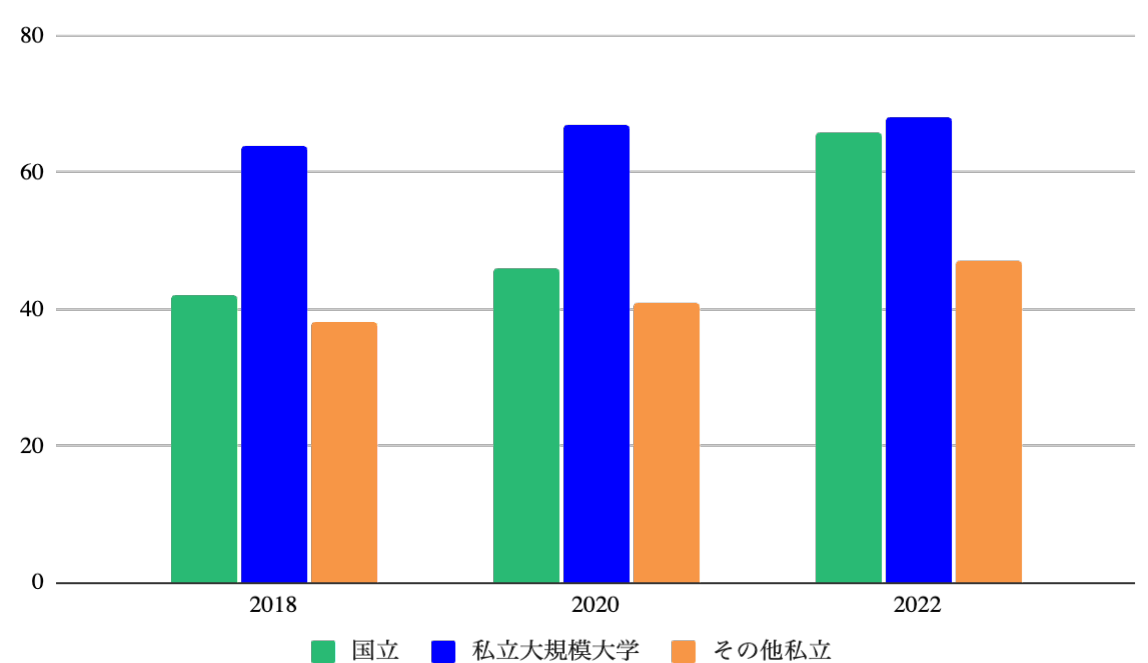
- 統計を見ると、多くの日本の大学が財務担当者兼任ステージ（レベル1）にいることが分かる

各年度における大学の投資意思決定の方法（%）



2018年の調査で純粋な運用担当者がある大学は7%に留まることがわかる。大多数の大学は、財務担当者が兼任の体制（レベル1）となっている。また、投資の意思決定を外部判断に任せているケースも見受けられる。

各年度におけ投資委員会の設置率（%）



投資委員会の設置率を見ると、ガバナンス機能は向上している。小中規模私立大学ではそこまで変化は見られないものの、国立大学は設置率が大幅に上昇しており、また私立は元々6割以上が設置済み。

2-2-1. 主要な法人別の運用とサポートの仕組み

- 1.投資体制が組めない中小教育機関、2.数十億単位以上でないと対応しづらい金融機関、3.社会的に「寄付原資運用」についての理解が醸成されていないこと等を要因に、教育機関等における資産運用の取り組みが進んでいない

特に中小の教育機関（小中高校、教育系財団、教育NPO）における課題

主体	運用状況	運用をサポートする仕組み
大学法人 （大手有名大学、 中堅以下大学）	<ul style="list-style-type: none"> 資産規模が大きな上位学校では体制整備と積極運用が増える（例東大、ICU、上智等） 多くの大学では規模も小さく、依然として預金と債権が中心 	<ul style="list-style-type: none"> 大学共同資産運用機構 大学を対象とした投資顧問会社も複数誕生 上位大学にはアドバイザーで大手金融機関系がサポートにはいるケースも
学校法人・専門学校 （小中高校、高専）	<ul style="list-style-type: none"> ほぼ預貯金・債券以外の資産運用がない 	<ul style="list-style-type: none"> 特にない
社会福祉法人・公益財団・社団	<ul style="list-style-type: none"> 行政指導的にも積極運用に対してこれまで消極的であり、資産はあっても積極的な資産運用は少ない。 	<ul style="list-style-type: none"> 特にない
NPO法人	<ul style="list-style-type: none"> 制度的制約は比較的少ないが、資産がこれまでなく運用少ない。他方で遺贈寄付等もあり、10億以上の資産を持つ団体も増える 	<ul style="list-style-type: none"> 特にない

この層をサポートする
ワンストップ的機能が
必要とされる

2-3-1. 教育機関の運用サポートの仕組み例① Commonfund

- 1971年にフォード財団の助成により、主に大学基金向け投資サービスを提供する非営利独立系運用会社として発足。
- 今日では、自家運用の困難な比較的小規模の大学、財団、病院、年金などが活用可能な運用プラットフォームとして成長



commonfund

1971年発足。比較的規模の小さい基金を有する大学が最良の投資マネジャーや多様なアセットクラスにアクセス可能とするために発足し、特に小規模な財団、大学、病院にとって、オルタナティブ投資へのアクセスを拡大した、非営利型独立運用会社。550以上の教育基金、380以上の財団、70以上の病院、28の年金基金の運用に携わる。投資ファンドでは220億ドルを運用する。



cf private equity

1988年発足。Commonfundを母体としてプライベートエクイティ投資を行う組織として発足。多くのCIOが必ずしも最適なベンチャーキャピタルにアクセスできない状況を踏まえ、長年のVCとの関係構築を行い、多くの財団や教育機関に最適なエクイティ投資の機会を創出することを目指す。投資ファンドでは220億ドルを運用する。

Commonfundの特徴

特徴①：長期運用に取り組む非営利基金・財団等（小規模基金を含む）へのサポートをミッションとした非営利運用会社

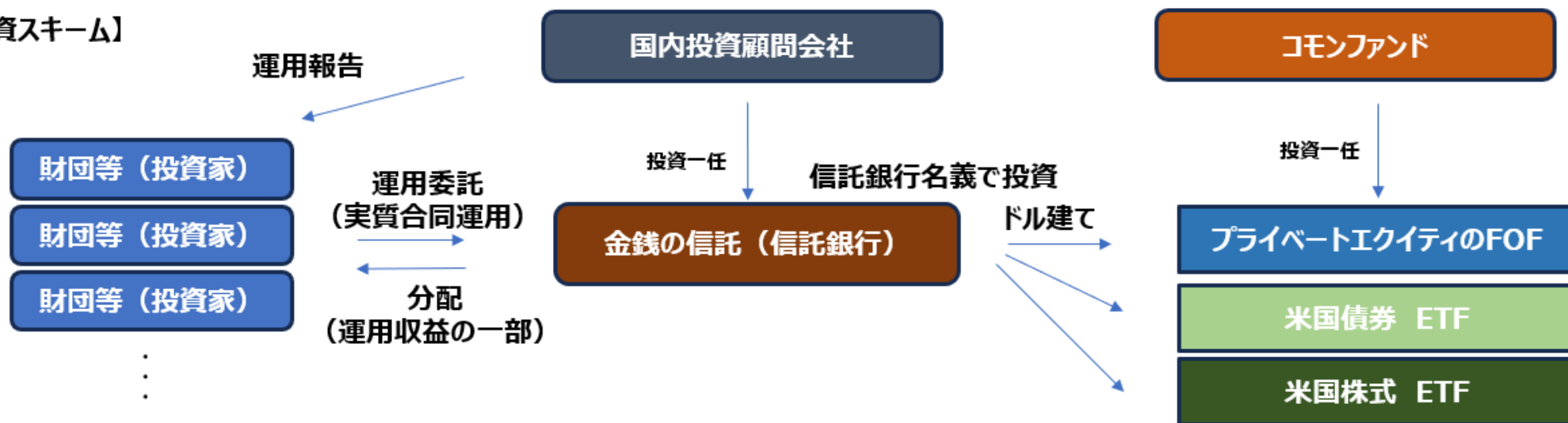
特徴②：OCIOとファンドの機能を両輪で併せ持ちオルタナティブ投資の可能性を小規模基金にも提供

特徴③：長年の関係性等から優秀なVCへのエクイティ投資アクセスが確保されており、全米でも高い評価。

2-3-1. (参考) Commonfundを日本から活用する場合

- オルタナティブ投資（プライベートエクイティ等）を含めたポートフォリオ（海外大学エンダウメントの資産構成を参考）による運用試算では、海外大学エンダウメントと同程度の運用成果も可能
- 長期に亘る分散投資でリスクをコントロールしつつ、コストも一定程度に抑えたオルタナティブ投資の枠組みを活用することにより収益期待も可能。「投資家のリテラシー向上」等を前提に、有力な選択肢と言える

【投資スキーム】



想定されるコモンファンドの活用方法・改善が望まれる課題点

- コスト低減の観点からは、コモンファンド活用時は「オルタナティブ投資部分のみを委託」が現実的な選択肢かとも想定
- オルタナティブ以外（株式や債券）はコスト低減観点から、統一方針のもと一定割合で、海外大学エンダウメント（ハーバード大学ETF）への投資も選択肢に想定
- 相応のリスクが想定されるオルタナティブ活用時には、投資家（教育機関など）にも一定のリテラシーが前提となり、理解、知見向上の機会が必要
- 同様に、「投資対象の会計処理（時価評価）」が足枷となるため、解釈ガイドラインの整備（簿価評価への変更）なども望まれる

2-3-1. 教育機関の運用サポートの仕組み例② GCIアセットマネジメント

- 教育機関には主に、大学共同基金、GCIエンダウメントファンド（成長型／安定型）の2種類を提供
- 学校法人における基金運用の積極化には、「学校法人、教育機関の双方における運用リテラシーの向上」が必要

1. 大学共同基金

- 形式：ファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ（募集：私募）※投資家を限定
- 主な対象、販売先：学校法人（大学含め）
- ポートフォリオ（7割オルタナティブ部分）：自社で機関投資家に提供するファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ（主に海外・10前後のヘッジファンド）から、学校法人（※アマに類する）に適したファンドを選定（開示の頻度や中身が分かりやすいものを、日本の投資要件に合わせて提供）

2. GCIエンダウメントファンド（成長型／安定型）

- ポートフォリオ内容、作り方、運用方針：米国有名エンダウメント（大学基金）のポートフォリオの方向性を参照
- 方針：期待リスクを設定したうえで、円建てによる安定的なリターンを狙う
- 投資先：国内外の株、債券、リート、ヘッジファンド（当社で運用しているもののみ）（※公募していることから、日次での解約等にも対応するため）
- 期待リスク：成長型（年率8%）、安定型（年率5%）
- 残高：双方併せて約40億円

出典：株式会社GCIアセット・マネジメントWebサイト（<https://www.gci.jp/jp/funds/>）、ヒアリングなどよりJFRA作成

必要な施策

- ・ 運用リテラシーの向上：

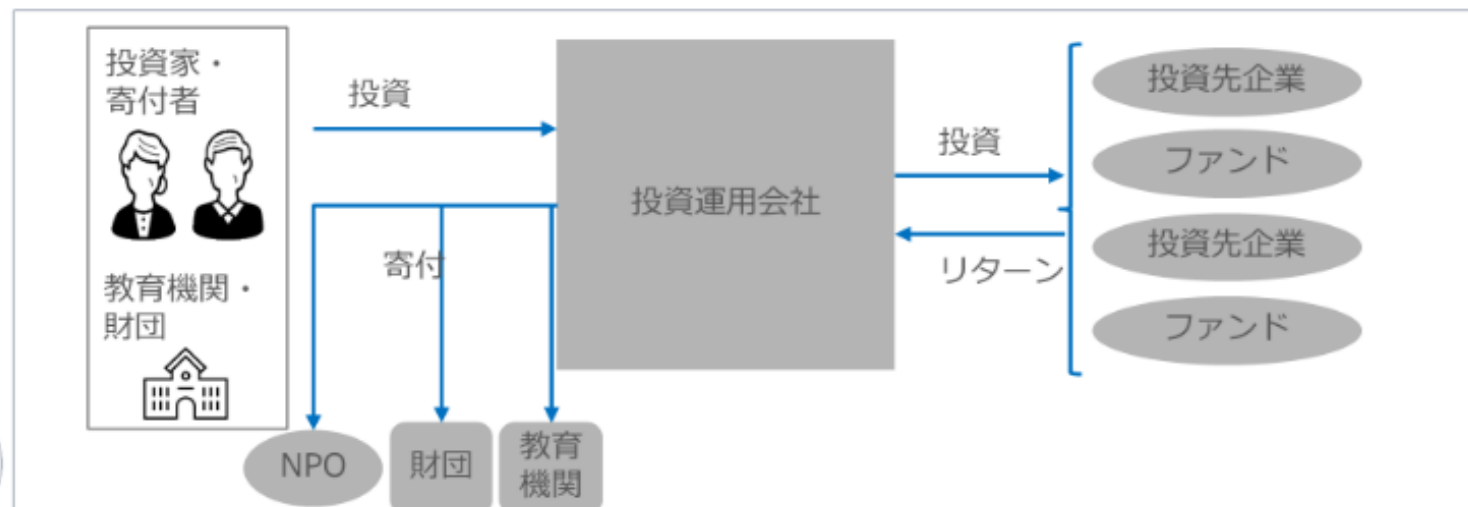
主に地方金融機関などでは運用レベル向上が困難な状況だが、京都ラボ（GCIアセットマネジメントが主導で作った一般社団法人：<https://www.kyoto-lab.net/>）では、プレイヤー毎に勉強会を実施しており、将来的に学校法人も対象とした運用の勉強会も選択肢

2-3-2. 資金供給者がレバレッジをかける仕組み

- 教育機関、財団などによる基金の拡大に加え、寄付者としての効果をも高める資産運用の手法もある



- 教育機関・財団が運用をして財源確保することにフォーカスしてきた
- 寄付者側で財源拡大する方法やメリットもある



特徴①：寄付者にレバレッジ

- 寄付者の資産を増やし、金額増・支援期間増の可能性
- 教育機関・財団も活用可能

特徴②：社会貢献の「約束」

- 元本とリターンを合わせて寄付する「約束」をする

特徴③：投資先へのアクセス拡大

- 通常資金を受け入れない人気VCやファンドも社会的意義を理解し、投資受入

特徴④：税制優遇

- 投資後に寄付し、リターン倍率によっては元本を上回る税制優遇の可能性

2-3-2. 資金供給者がレバレッジをかける仕組み—事例 Next Legacy

- 1999年に設立されたNext Legacyは投資の元本とリターンは全て社会貢献に使う、寄付を目的とした画期的な投資ファンド。社会貢献性イメージを活かして成長し、20億ドル以上をフィランソロピーに提供



設立経緯

Legacy Venture

- ベンチャー投資による資産拡大を、フィランソロピーや財団にも使われる仕組みづくり
- 1999年からの運営実績、\$2bnを社会貢献に供給した実績

Next Player Capital

- ベンチャー投資へのアクセスは一部の人たちに限られていた
- スポーツ選手、アーティストなどへ、VC投資機会の民主化

Next Legacy

- ポートフォリオ拡大、運営効率、若返りを目的に合併

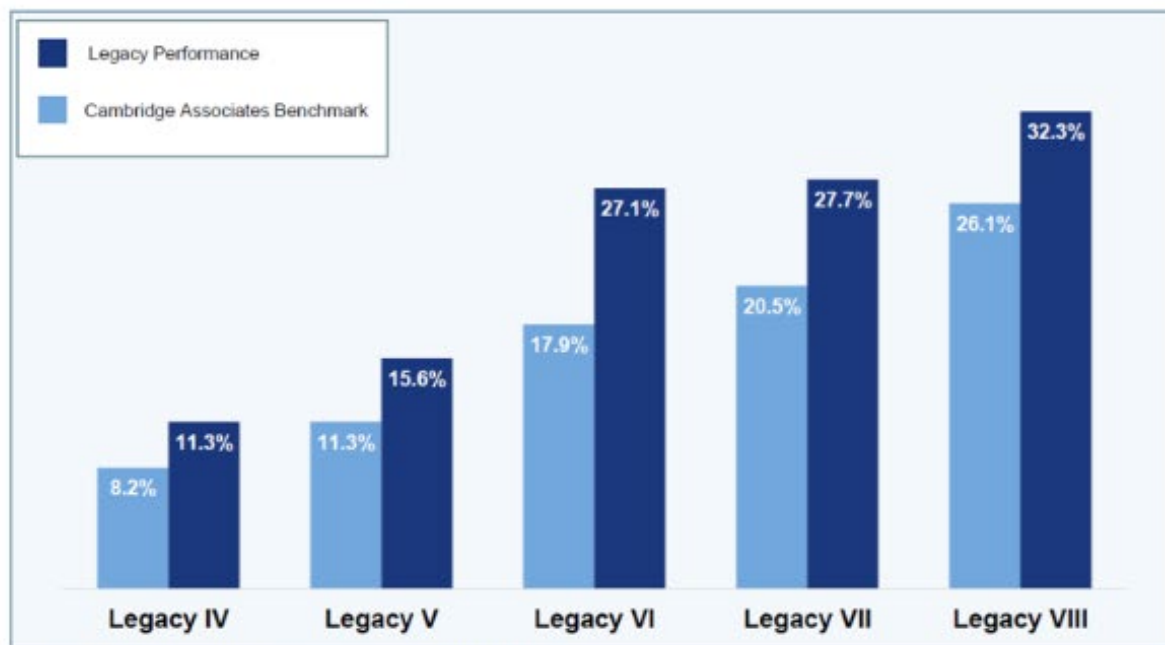
特徴

- 投資ファンドへのアクセス：フィランソロピーや投資機会の民主化などの意義に賛同したVCファンドなどへ、通常アクセスの無いVCファンドへアクセス可
- フィランソロピー：元本とリターンの全額を寄付することを「約束」として投資。寄付金額を数倍にすることを目指す
- 財団、基金なども運用のために活用
- アスリート、アーティストなどと、共同投資

2-3-2. 資金供給者がレバレッジをかける仕組み—事例 Legacy Venture実績

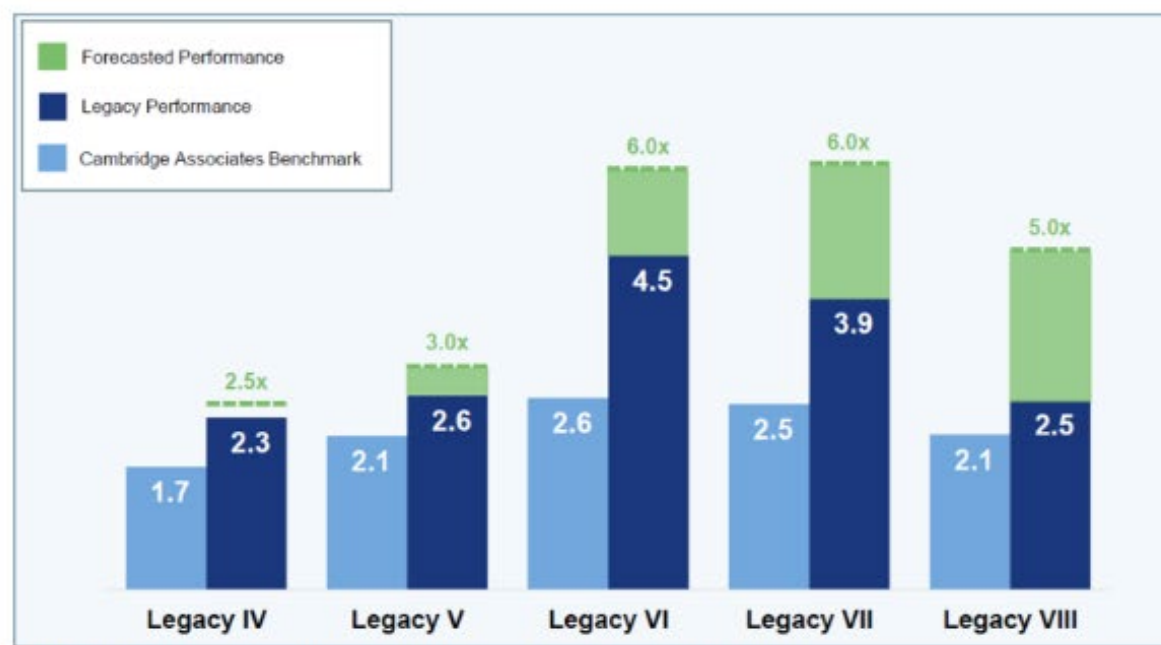
- 厳選されたVCによる資金受け入れは、平均的VCの運用実績を上回る結果へにつながっている

Legacy IRR Performance



VC Firms Pooled IRR as of September 30, 2022, weighted by commitment
 Source: Cambridge Associates Global Venture Capital – September 30, 2022 Benchmark. Please see important disclosures at the end of the presentation.
 Past performance is not indicative of future performance.

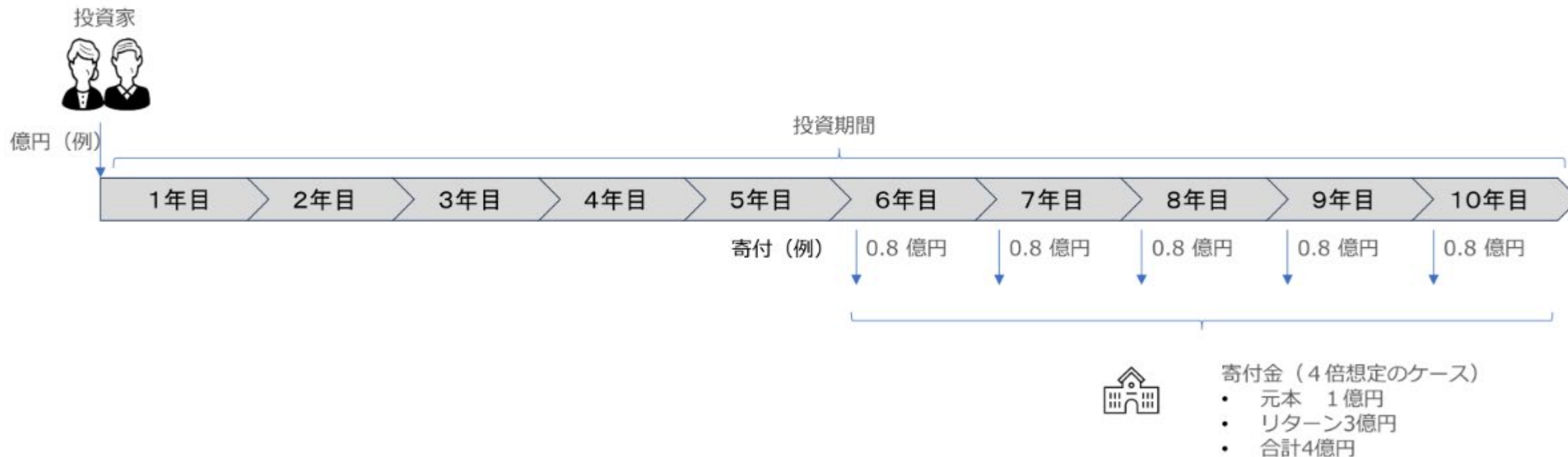
Legacy TVPI Performance



VC Firms Pooled Total Value to Paid in Capital (TVPI) as of September 30, 2022, weighted by commitment
 Source: Cambridge Associates Global Venture Capital – September 30, 2022 Benchmark. Please see important disclosures at the end of the presentation.
 Past performance is not indicative of future performance.

2-3-2. 資金供給者がレバレッジをかける仕組み

- 寄付者による資金運用により、より多くの金額を長きにわたって提供することも可能となる
- 基金による運用ハードルがある中、初期は寄付者による運用により、効果を得ることが可能



学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ

3-1. 民間資金の可能性

- 富裕層の社会貢献意識、遺贈寄付の増加、公益法人改革の動き、公益信託制度の緩和などの外部環境が、前向きに変化してきている。

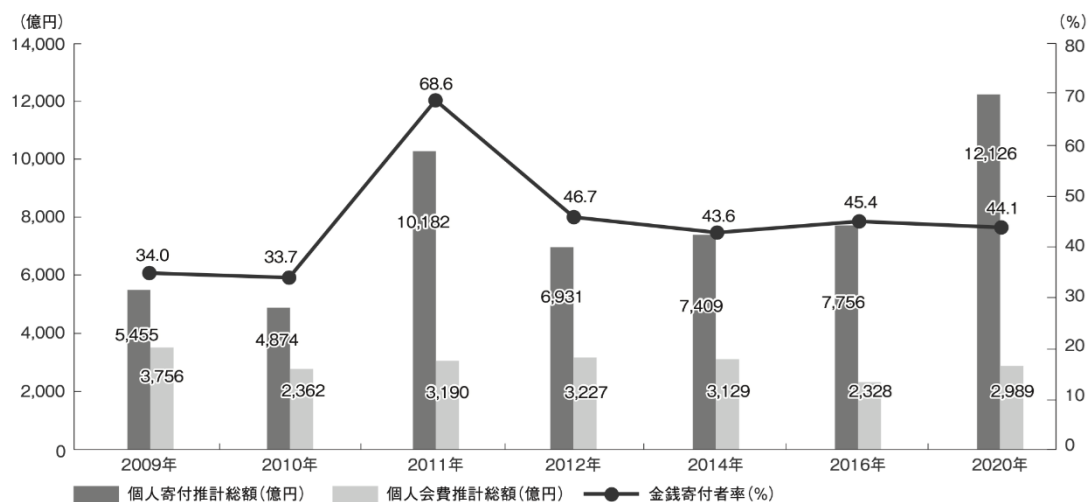
主な民間資金に関連する動き

主なテーマ	重要な動き	基金運用へのインプリケーション
富裕層・経営者	<ul style="list-style-type: none"> ● 多くの大手金融機関のウェルスマネージャーが、近年の富裕層顧客の社会貢献意識の変化を指摘。 ● 新たに発足した富裕層寄付プラットフォームの日本フィランソロピック財団にも多くの富裕層から相談が発生。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 富裕層にとって運用型の寄付の仕組みは寄付行動を後押しする可能性がある。
遺贈寄付	<ul style="list-style-type: none"> ● 相続税法改正後、多くの教育機関、NPO等で遺贈寄付が増加。寄付白書調査では41%が遺贈寄付に関心あり。 ● 年間相続額は37兆円～62兆円と推計。更なる成長可能性もあり。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 遺贈寄付は一般的に金額が大きく、かつ寄付者意思としても、運用することへの心理的抵抗感が少ない。
公益法人・公益信託改革	<ul style="list-style-type: none"> ● 「新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議」提言における資産運用基準の明確化の実現の可能性 ● 公益信託法の改正による運営基準緩和の可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ● 今後の運用の緩和にとって、公益法人制度や公益信託制度の運営基準緩和は非常に重要。

3-2. 日本の寄付のトレンド

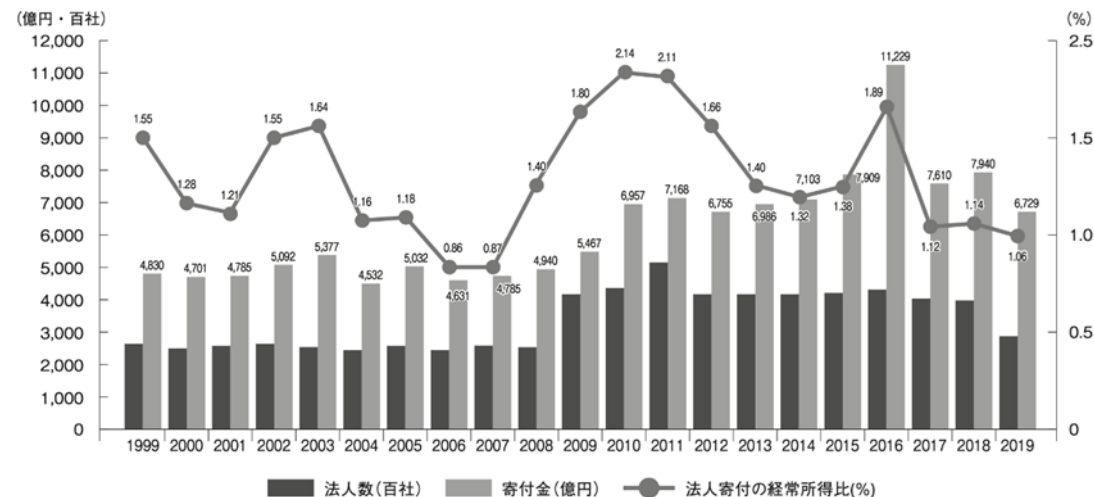
- 個人寄付は東日本震災を経て寄付者率が10%程度増加。法人寄付も約7000億円程度で推移。
- これらの寄付資金は多くがフローで使われており、ストックで運用されることは少ないのが現状

図1-5 個人寄付推計総額・個人会費推計総額・金銭寄付者率の推移



注：2011年は震災関係の寄付(5,000億円)を含み、金銭寄付者率も震災関係以外の寄付者率(29.4%)を含む。
2012年以降、本調査は隔年実施、また2016年以降は4年に一度実施へと変更になった。

図1-18 法人寄付の推移



出所：国税庁 website をもとに筆者作成

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ

4. 中小教育機関等でも活用可能な持続的運用の仕組みの可能性

- 募集視点（学校側、寄付者側にとっての関わりやすさ）、運用成果の過去エビデンス、コスト面を総合的に勘案すると、特にLegacy Ventureモデル、（オルタナ投資を含む）基金運用モデルともに「信託銀行活用モデル」が最有力。
- 次いで外資AM、日本AM。証券会社は自由度高いがなじみにくいと想定。
- 初期は私募想定で、実績が大きくなった段階で公募も可能性がある。

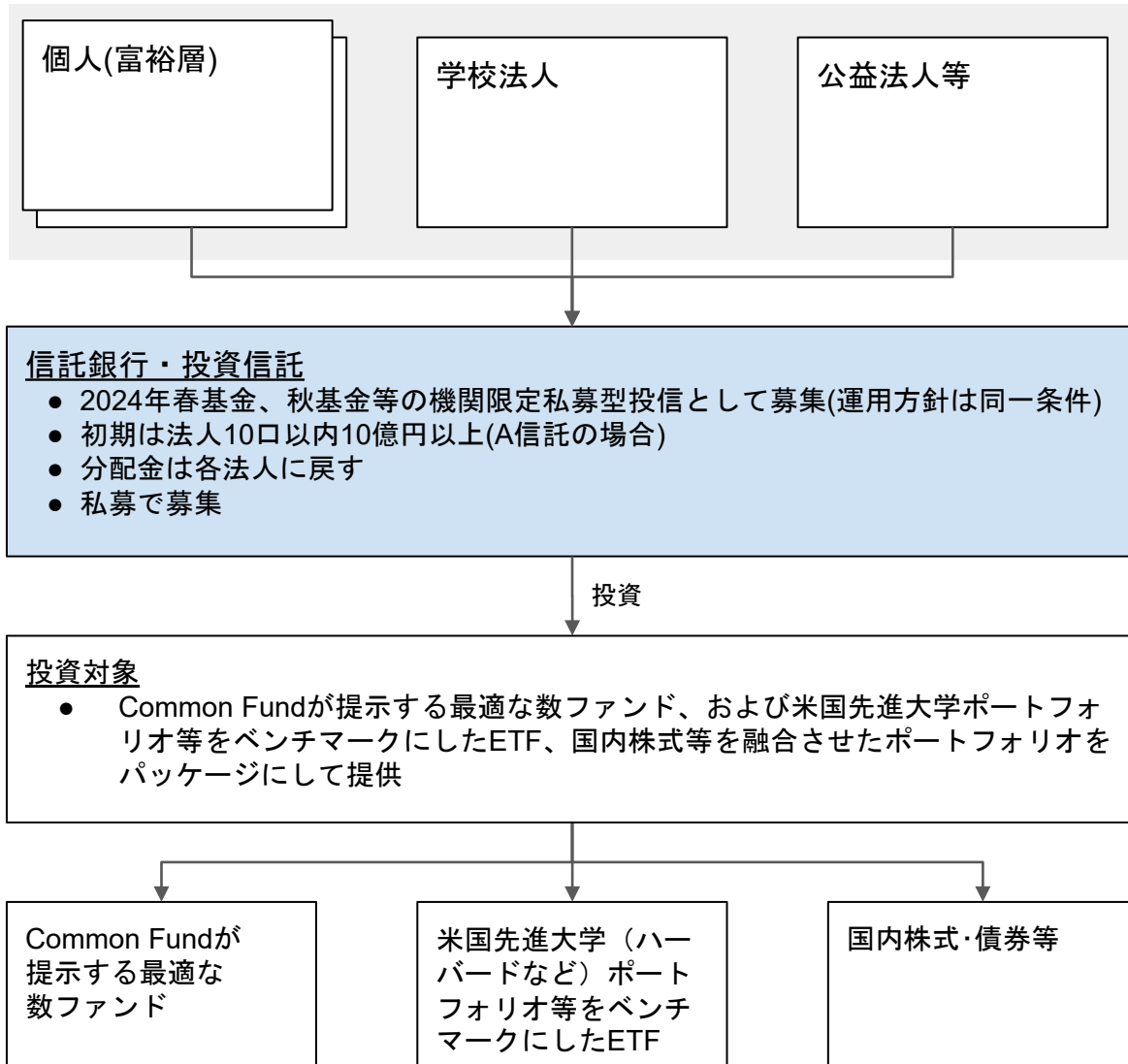
主要金融機関による対応可能性の主な論点

主なオプション	募集視点	運用成果視点	コスト視点
日本のアセットマネジメント会社活用	<ul style="list-style-type: none"> ● 大手は国内認知度がある ● 小規模多数は最低50～100億円は必要（大手のキャピタルコール事例少ない） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 教育機関運用実績の少なさが懸念。国内株等ポートフォリオに含まれる利点はある。 	<ul style="list-style-type: none"> ● AM会社で1%程度 ● 証券は取次初期3.5%、年次1%
外資のアセットマネジメント会社活用	<ul style="list-style-type: none"> ● 外資としての馴染みのなさ ● 柔軟性は相対的には高くない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 本社で運用実績成果が示せる ● ETF財団ポートフォリオを有名大学でベンチマークする商品もあり 	<ul style="list-style-type: none"> ● 基本は手数料ビジネスでアロケーションを実施する前提（指定ファンド投資事務手数料では収まらない）
海外のファンド活用（日本信託銀行）	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託銀行としての信用 ● 10法人以内かつ10億円以上/法人との初期設定が課題 	<ul style="list-style-type: none"> ● コモンファンド等海外で実績あるファンドの活用 ● 為替リスクの影響は受けやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託銀行0.5～0.7%+海外ファンド手数料

検討に際しての重要な前提：

公募はコストが高いため、初期は私募（2024年春、秋のように小分けで各回49法人まで）とする必要がある。

4-1. 信託を活用したスキームイメージ（基金運用モデル）



スキーム設計のポイント

- 原則海外で実績のある最適な数ファンド（Common Fundと協議）、米国先進大学ポートフォリオ等をベンチマークにしたETF、国内株式等を融合させたポートフォリオをパッケージにした、長期投資用の信託商品の設計
- 日本側で期間限定・私募型のプールファンド化
- 募集は金融機関。大卒の紹介はJFRA/SIP等が金融機関を招へいするセミナー型で行う等工夫。

運用概要

- 東大型のポートフォリオ設計した信託パッケージ。Common Fund等と協議し、オルタナ投資で最適な数ファンドを指定するとともに、株式ではベンチマークしたETFを組み込む。
- 各期10億円以上、1年100～300億円以上のAUM目標
- 同時期設定、解約時期自由の設定
- 年次分配方針を统一的に事前に定める
- 想定ドルベース期待収益5～7%

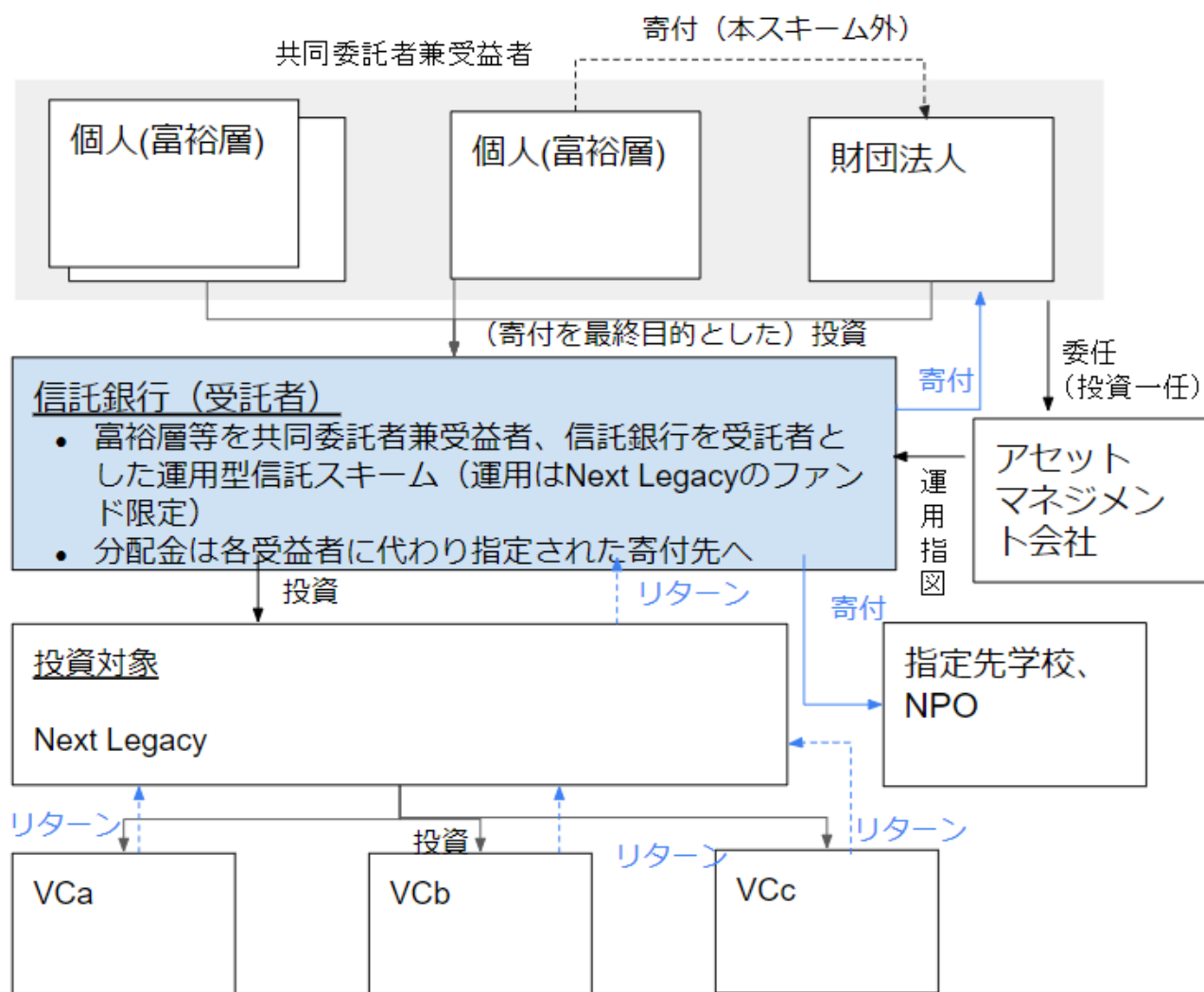
メリット・デメリット評価

- 事務手数料の最小化、顧客からみた信頼性等高評価
- 口数の上限、受託者責任からくる厳密性が懸念点
→相対的に実現可能性が高いオプションと評価

実現に向けての留意事項

- Common Fund側で上場株式ETF,上場REIT等のポートフォリオ組み込み設計がどの程度可能かの確認（日本株含めた日本側でのポートフォリオ設計型ワンストップ信託の可能性含め）
- 本枠組みでのCommon Fund側の対応可能範囲合意形成
- 信託銀行側の最大限柔軟な対応範囲の確認

4-2. 信託を活用したスキームイメージ (Next Legacy運用型)



スキーム設計のポイント

- 富裕層を共同委託者兼受益者、信託銀行を受託者とした運用型の信託スキーム
- 個人富裕層の他、財団や学校法人の活用も可能
- VC投資運用益により寄付額の最大化を目指す
- 運用益は全額指定先に寄付（譲渡益課税額を控除することはLV側と合意済み）

運用概要

- 投資は一口1M米ドル（1.5億円）以上がNL側条件（信託銀行側は1案件10億円程度の組成が目安か）
- 運用はNext Legacyを通じたVC投資限定
- 過去実績で運用益2.3~4.5x程度

メリット・デメリット評価

- 信託スキームにすることで投資額条件、海外投資のハードルを下げつつ寄付者にレバレッジ機会提供
- リターンを享受しない受益者が譲渡益課税される（投資額から控除する場合、事務手続きが煩雑）
- 為替リスク

実現に向けての留意事項

- 寄付控除を受けるために必要な措置の確認
- 委託者兼受益者が死亡した際の設計（信託受益権の継承者を寄付先団体にしておく、その団体が信託受益権受入れ可能であることの事前確認等）
- キャピタルゲインに対する米国・日本での二重課税のために寄付金が減少しないような改正が望まれる

4-2. 信託を活用したスキーム（Next Legacy運用型）における課題点

税務面での負担

- VC投資先からの配当やexitにおける譲渡益が発生した年に米国での納税義務が発生（NLが投資する先のVCの法人形態・属性によるが、判断や手続きに専門性が必要）
- NLから得る所得は日本では「配当所得」とみなされ、日米租税条約上米国で10%源泉され残りの90%がキャッシュとして信託に支払われる
- 委託者兼受益者は源泉前の100を課税所得に加算の上、総合課税される（税率は個々人による）

相続時の扱い

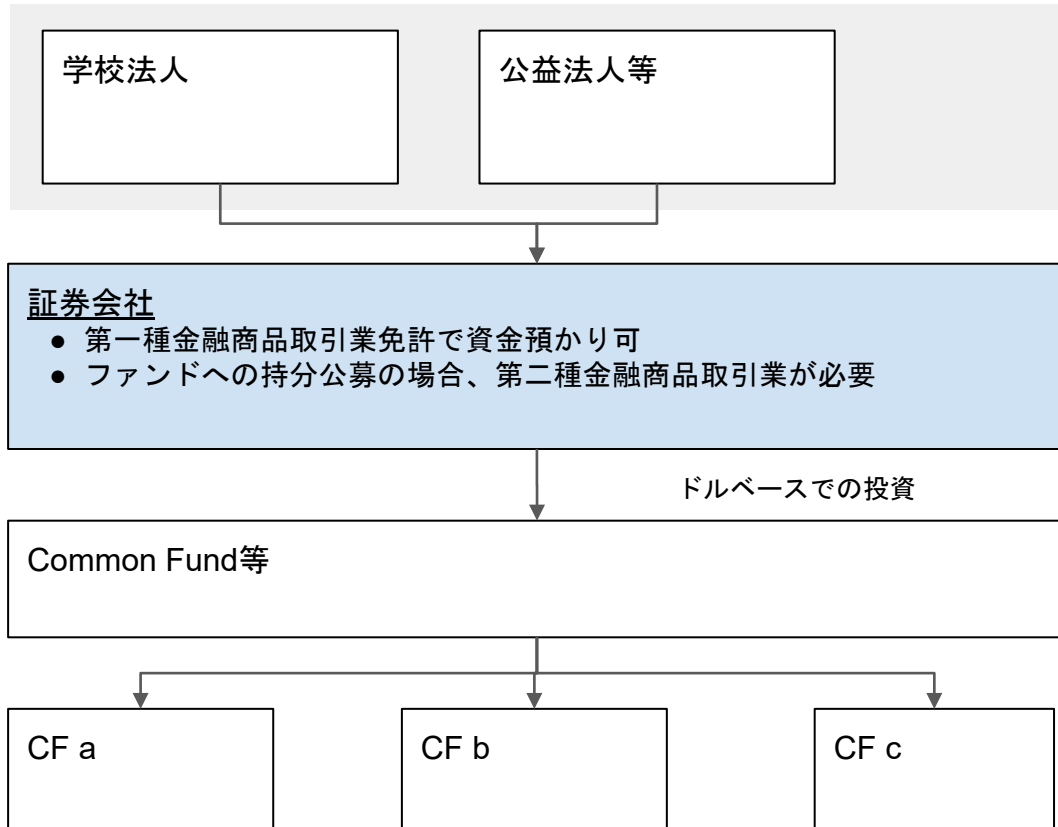
- 10年超の長期投資となることから委託者兼受益者の相続が投資期間中に発生する可能性がある。リターンを全額寄付するという商品設計上、信託受益権を寄付先に承継させることで相続人の納税申告や財産評価の負担を排除することを検討したが、それでも相続人に「被相続人が信託受益権を寄付した」旨を準確定申告する義務が残る
- （みなし譲渡税が相続人にかからないようにする為）租税特別措置法第40条の承認申請が必要となるが、申請書類に記載必要となる「遺贈した財産の価格」を算出する為には理論上、NVの投資先VCそれぞれの投資先企業の評価額が必要となる
- 寄付された信託受益権が譲渡所得等を非課税とされるためには、寄付先は租税特別措置法第40条の適用となる公益法人等に限定される

寄付前提の投資商品という特性

- リターンが増えても全額寄付される、という商品の特性上、投資家（委託者兼受益者）にはなるべく簡素で投資リターン以外のメリットが明確であることが望ましい（寄付のレバレッジ効果に加え、本人の所得全体に対する税効果等）
- 現状だと日米両国における課税により運用益から源泉される・別途納税義務がかかり運用益が圧縮される上、投資リターンのメリットを享受しない委託者兼受益者にかかる税務申告・事務手続きの負担が大きい
- これらの負担を許容しつつ一定額の投資をする投資家を見つけ、商品性を丁寧に説明し販売するまでの負担、約定後すべてのexitが終了するまでの期間における事務管理の負担等を考慮すると信託銀行にとり営利目的では受託のハードル高い

寄付前提の運用益（譲渡所得や配当所得）を非課税にする、寄付金控除の適用をしやすくする、相続時の手続きを簡素化する、などの政策面でのサポートや（信託）業界団体への働きかけなどがあると実装の可能性向上を期待

4-3. 証券会社スキームイメージ（基金運用モデル）



スキーム設計のポイント

- ・ 海外ファンドを取次紹介することは可能だが、運用報酬が得にくいためインセンティブは働きにくい
- ・ 私募形式想定
- ・ Legacy Venturesは適用なじまないため検討対象外

運用概要

- ・ コモンファンド指定の場合は取次初期手数料3.5%と年次管理1%程度必要

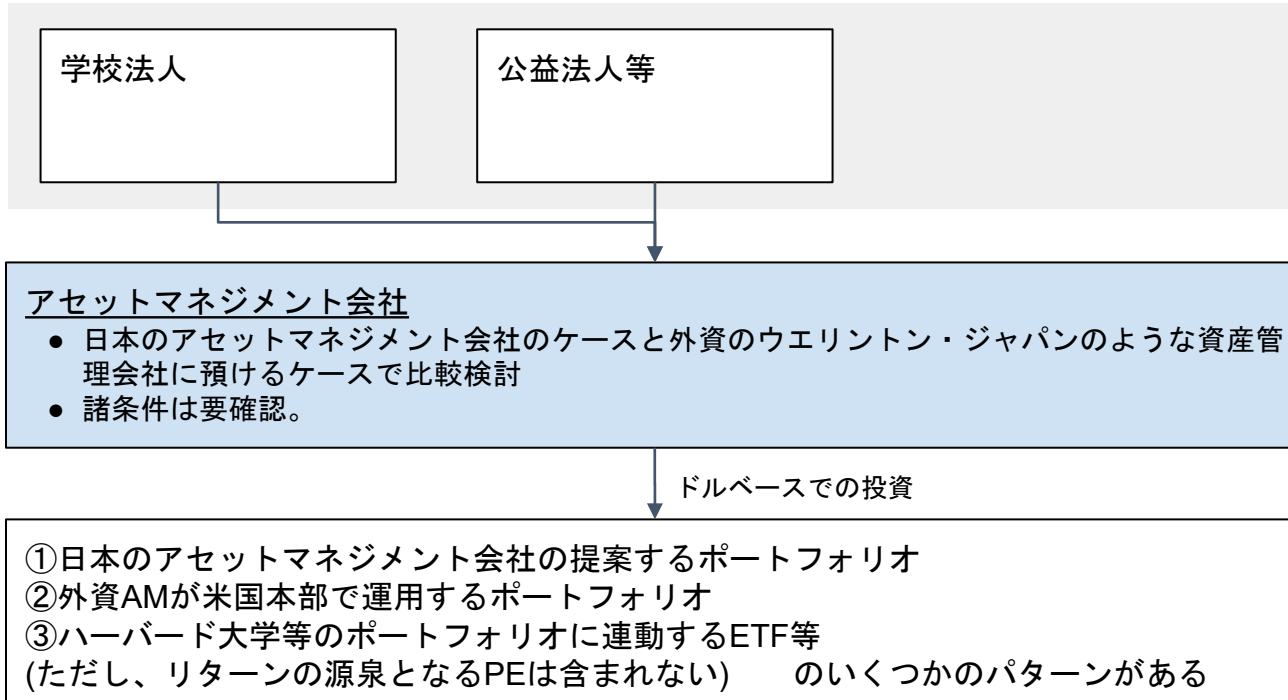
メリット・デメリット評価

- ・ 受託者責任が信託ほど重くないので柔軟性はある。
- ・ 証券会社としてのインセンティブは低い恐れも
- ・ 手数料は総額では信託よりは高くなる。
- ・ 大手証券なら100億は必要。

実現に向けての留意事項

- ・ （今回のスキーム想定ではないが）仮に、証券会社で教育機関向けポートフォリオを組む場合はSellサイドの商品ありきにならないアロケーションがポイントであり、また過去実績を確認する必要がある（特にオルタナティブ部分）

4-4. アセットマネジメント会社（日本及び外資の基金運用モデル）



スキーム設計のポイント

- ①外資は米国での実績あるポートフォリオベンチマークした設計（私募想定。小口多数の場合に信託設計必要か？）
- ②日本AMは実績確認し同上
- ③外国大学連動ETFの販売

運用概要

- ・ 50億円程度を集めることを想定して初期私募で発足。
- ・ 運用報酬 1%程度

メリット・デメリット評価

- ・ 外資の場合、顧客の不安感がある反面、運用実績は明確に可視化させやすい。
- ・ 日本AMの場合、信頼は得やすい反面、運用実績が少ないのが課題。
- ・ いずれも運用規模は大きいことが前提。野村アセットなら50億円規模は必要

実現に向けての留意事項

- ・ 投資信託にする場合、AMによってはディストリビューターが必要となる場合も（組成と運用が別ライセンス）
- ・ 日本AMと外資AMの違いをより具体的に検証する必要がある。

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

調査のアプローチ

- 1.現状の国内教育機関・教育支援機関の資産運用の状況
- 2.国内教育機関等の資産運用が進まない原因分析
- 3.我が国における民間資金の可能性
- 4.中小規模機関等でも活用可能なスキームの検証
- 5.考察・提言と今後のロードマップ
→ 5.調査結果詳細 (P.33-38) に掲載すみのため割愛

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録

7. 主要ヒアリング要旨

8. 各調査対象法人の詳細分析

9. ヒアリング一覧

推進委員会の主なコメント

＜推進委員＞（6名）※五十音順

- ・石崎浩二（三菱UFJ信託銀行エグゼクティブアドバイザー）
- ・今村久美（認定NPO法人カタリバ 代表理事）
- ・岸本和久（公益財団法人日本フィランソロピック財団 代表理事）
- ・白井智子（Study in Americaディレクター(認定NPO法人
ピース・ウィンズ・ジャパン))
- ・塚本いづみ（慶應義塾高校同窓会事務局）
- ・樽本哲（弁護士, 一般社団法人全国レガシーギフト協会 共同代表）

＜質問項目＞（5点）

- ・調査の方向性
- ・新たな仕組みのニーズや可能性
- ・調査で確認すべき論点
- ・その他の留意事項
- ・調査結果を受けて ※第3回のみ

推進委員会（第1回）の主なコメント①

【調査の方向性】

（樽本氏）

- 公益法人の「収支相償の呪縛」が心理的ブロックになっている。公益認定法の改正による変化を期待している。運用で短期的に損失がでた際の拙速な責任論を回避し得る環境作りが必要（そこに安心感と期待感を与える仕組みの創出を目指す必要性）

（今村氏）

- NPOの立場からも、教育に関わる機関が集合し運用することで、チャレンジングな取り組みを行っていくことの重要性には賛同している。
- ゆくゆくは海外の資産運用機関から、日本の教育セクターに魅力があると見られるようになっていく必要あり。

（岸本氏）

- 「ガバナンスと運用の一致」の観点を含めた調査を進める必要あり（損失発生時の責任の観点）

（塚本氏）

- 小中高校の調査は、附属「以外」が望ましい（※大学の意向が主になってしまうため）

（白井氏）

- 公教育の予算が貧しい中、用途自由な資金がないと、教育格差に繋がり、子どもたちへの悪影響が広がるので、誰でも自分に合った教育へアクセス可能になるための仕組みが望ましい

（石崎氏）

- 寄付は富裕層でも大々的には浸透しておらず、税制控除など実利面とセットで検討する必要あり
- 寄付リテラシー向上には「参加した醍醐味の体感」が重要であり、仕組み検討時には、寄附先の選定など「1人1人が主役になれる巻き込み方、コンセプト」を考慮できると良い

推進委員会（第1回）の主なコメント②

【新たな仕組みのニーズや可能性】

（樽本氏）

- 次世代に継承したいという遺贈寄付にとって「永続性」という価値訴求が刺さるかどうかという論点と、この仕組みが遺贈寄付の地産地消的な側面につながると良いという印象
- 運用型ができることで選択肢が増えることと、広く利用されることが重要（サイズの大きい寄付・遺贈寄付は大手団体に集中しているが、運用型なら受益団体が長期に多様化する）
- 全国レガシーギフト協会で「新たな遺贈寄付の枠組み構築」を検討中であり、当該仕組みと、この新仕組みを接続できるかもしれない。

（岸本氏）

- 「学校への寄付者」から（学校からではなく）財団が寄付を預かり運用する座組も選択肢
- 行政サイドの巻き込みも重要（ある程度のレピュテーションが必要なため）
- 米国ドル等、海外資産は高金利の半面、為替含め高リスクな点は留意したポートフォリオ必要
- 投信業界から社会貢献的に人材を派遣してもらい、教育基金運用会社や専門の一般社団などを設立し、受け皿とすることも選択肢（※個々のアセットマネジメント会社ではコスト高額になる）
- 公益財団が、特定の学校に寄付を出せるような制度変更も望ましい（現状は団体指定が不可）

推進委員会（第1回）の主なコメント③

【新たな仕組みのニーズや可能性】

（塚本氏）

- 慶應義塾出身者で、自身のお金を生徒に還元するために寄附する人はいると想定

（白井氏）

- 自身も、新しくフリースクール形式の学校の立ち上げを検討しており、どんな環境に生まれた子どもでも入校可能にすることを目指す中、受益者負担のみでは困難なため、活用しやすい基金スキーム等を期待

（石崎氏）

- 高齢者優遇の政策に偏重し、国家予算に占める教育費の割合の削減が年々進む中、教育機関における継続的な資金を生み出す仕組みのニーズは高い

（今村氏）

- 「一口1億円の寄付」は少なくない金額だが、例えば遺贈寄付という文脈の中で、ご自身の資産を未来につなげる・投資するという選択をご検討いただく寄付者の方もいらっしゃる。
- カタリバとしても、数億円などを目安に投資を検討するなど、できる限り貢献したい。

推進委員会（第1回）の主なコメント④

【調査で確認すべき論点】

（樽本氏）

- この場合の、「最終的な課税がどこにかかるのか」の検討も必要。

（今村氏）

- 寄付者コミュニケーションを丁寧にする必要あり（寄付者の視点、寄付文化との相性）
- 「損失」の総会での説明、財務諸表への掲載方法を要検討（単年ではマイナスもあり得るため）
- 教育機関等における「ファンドレイジング担当の配置」を検討する必要がある。

（岸本氏）

- GPIFのポートフォリオ運用は参考になる。

（塚本氏）

- 大学行政管理学会（大学職員の学会）に登録している大学へのコンタクト有用では

（白井氏）

- 運用の必要性の一方、先進事例、失敗事例も考慮に入れる必要あり例：松下政経塾（70億の基金）の歩んできた道のりなど
- （石崎氏）スキーム実現に向けては「想定されるメイン顧客の特定、発掘」が重要

推進委員会（第1回）の主なコメント⑤

【その他の留意事項】

（今村氏）

- 同様の仕組みは今後、教育機関に限らず、こども支援や災害支援にも有効と考えられる
- 教育の課題に絞っても、その課題は徐々に変化していくので、その段階に応じた使い方ができる様に、目的を随時考えていける仕組みになると良い。

（岸本氏）

- パブリックリソース財団の公募助成（ギブワン：プログラム公募）も参考になる
（出典：<https://giveone.net/>）

（石崎氏）

- 少子高齢化の中、現状は教育分野への企業投資も少ないが、同分野への投資による裾野拡大が、「上の世代から大切に育てられた」感覚を若者に醸成し、将来的な投資回帰に繋がる

推進委員会（第2回）の主なコメント①

【調査の方向性】

（石崎氏）

- 将来的な、資産運用への取り組み促進、スキーム実装に向けては、大きな2軸（①総論：政策提言など官民連携を前提とした政府主導の動き②各論：先進モデル事例の地方への共有と模倣事例の増加の動き）を念頭に、優先順位を考慮しつつ調査、実装に向けた動きを進めることが望ましい
- スキームの活用と、そのメリット享受において、機会平等、公平性を考慮した設計にする必要がある（特に、元々の予算が少なく、また寄付が集まりにくい公立の小中高校などを念頭に）

（樽本氏）

- 各学校カテゴリーの特徴毎に、寄付の集め方、スキーム活用の実現可能性を要検討（特に中小規模の大学、公立の小中高校など）
- 調査において国別比較をする際には、各国固有の背景を考慮に入れる必要あり（例：日本は大学数は米国に次いで多いが、特に中小規模の資金的に困難を抱える大学が多い）
- 寄付を原資とした運用がスキームの前提であることから寄付者への説明責任を念頭に、「情報公開の基準」についても検討が必要

（岸本氏）

- 各学校の単体、カテゴリー（私学、公立ごとの小中高大学）ごとの特色（特に寄付の集めやすさなど）を考慮した上で、タイムラインとプライオリティを検討すべき

推進委員会（第2回）の主なコメント②

【調査で確認すべき論点】

（石崎氏）

- 大規模な相場変動による損失発生時のリスクコントロール方法、コンティンジェンシープランの検討（寄付者、教育機関への説明責任、教育機関の予算計画の変動など）も必要
- その観点から、先進的な好事例のみならず、失敗事例も調査対象に含めることが望ましい

【その他の留意事項】

（塚本氏）

- 小中高校の正確な実態把握のためには、調査先は附属「以外」が望ましい（※附属：大学の意向が主になってしまうため）
- 特に公立校に対しては、省庁からの示唆等による影響力が強いので、仕組み構築と併せて、官民で連携した動きも検討できると良い（例：文科省により高等教育へのファンドレイジングの重要性が示唆されるなど）

推進委員会（第3回）の主なコメント①

【調査結果を受けて】

（石崎氏）

- マクロ観点で「高齢者施策に偏重する日本の財政支出」への言及も重要。
- 「寄付募集の促進」の観点で、「譲渡益課税の控除」を実現する重要性は、日米対比も含め強調すべき
- 高齢者の「教育資金への寄付ニーズ」は高く「凍結口座の資金活用」など新たな仕組み活用による「世代間の資金移動」の観点も重要（背景：高齢化による認知症の高齢者の増加、類似例：休眠預金制度）
- 公益信託制度の緩和の議論において、「寄付における適切な範囲での手数料徴収の許可」が可決されれば、金融機関によるスキーム提供の敷居は低くなる可能性もある（例：1億円程度から利用可能、など）
- 寄付文化の醸成、寄付リテラシー向上には「参加した醍醐味の実体験」（寄付のおかげで救われた、役立てた）が重要であり、持続性の観点からも「ギフトの循環、ペイフォワード」などをキーワードに「1人1人が主役になれる巻き込み方、コンセプト」を考慮できると良い。「国の成長にとっての教育投資の重要性」の理解者を増やす必要があり、国単位での意識変革には数十年単位を要することからも、少しでも早い段階で周知し、転換することが必要（例：デンマーク、スウェーデンなどの循環型社会）

（白井氏）

- OECD諸国と比しての「日本の財政における教育支出割合の低さ」は言及が必要
- 「いかに資金を集め、運用し、増やすか」と併行して、「どこに資金を回すか」も重要な観点。現在の教育制度で「教育機会が失われている子ども」（不登校+長期欠席70万人/小中学生900万人）が存在する背景から、「本当に資金を必要とする、現在の教育制度の外にいる子ども」に資金が回る制度設計も検討が必要（例：少子化を背景とした塾や専門学校等によるフリースクールへの業態変更）

推進委員会（第3回）の主なコメント②

【調査結果を受けて】

（岸本氏）

- ファンドレイジング観点では、「集めた資金が何に使われるか」を明示することが重要
- 特に富裕層では、「先進的な教育」（例：小学校における起業家教育）に寄付したい一方で、「一般の学校教育は税金で賄われるべき」という考え方も多い。
- メッセージの打ち出し方として、「減らした国の補助金を賄うための寄付」ではなく、「有効な変化を生むための寄付である」という方向性が重要
- 資金の集め方は、休眠預金的に「無意識的に薄く広く」が効果的と想定。少額であれば、過大な説明責任を求められにくく、また教育というテーマからも共感を得られやすい（例：ふるさと納税の返礼一部を充当、ポイント寄付など）

（塚本氏）

- 「資産運用への取り組みの広がり」の観点から、「学び合いの場」を「学校」に限定しない、「教育に関わる幅広い主体」を含めた方々が集い、知見、経験等の情報交換などが出来る場となることが重要

（樽本氏）

- 理解促進のためにもビジュアル的な「全体像の提示」が必要
- 例：各学校カテゴリー毎に、どのくらいの資金拠出の単位で、何校が集まればこのスキームを活用した運用が始められ、それによって全体的なボリュームはどのくらいになり、何年後にいくらかの期待リターンが想定され、どれほどのインパクトがあるのか、など

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録
7. 主要ヒアリング要旨
8. 各調査対象法人の詳細分析
9. ヒアリング一覧

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録

7. 主要ヒアリング要旨

8. 各調査対象法人の詳細分析（1 - 1 - 1：東大基金）

9. ヒアリング一覧

1-2-1. 事例① 東大基金

- オルタナティブ投資を中心とした配分に変更（2023年1月～）。過去4年はグローバル株式等が寄与し、平均4.5%実現
- 抜本的な体制強化にも着手し、CFOオフィスも設置予定。

①運用資金（令和5年度期初時点）

- ・ 寄附金440億円（東大基金110億円、部局寄附金330億円）を原資として長期運用を実施
- ・ 東大基金110億円：高度化ポートフォリオに基づく委託運用（ファンド運用）を採用
（中長期的な観点でより高い収益性を目指し、平成30年11月から実施）

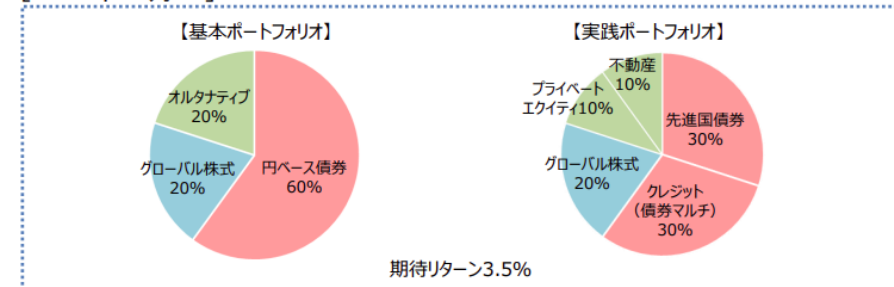
②運用方針の概要（令和5年1月～）

- ・ より積極的な資産運用にかじを切り、オルタナティブ（代替資産：未公開企業の株式や不動産など）への配分比率を、6割に引き上げる方針へ（従来：2割）
- ・ 期待収益率も年5%に引き上げ（従来：年3.5%）
- ・ 運用益のペイアウトを最小限に抑え、当面は東大基金拡充を最優先していく方針を決定
- ・ 部局寄附金の一部（126億円）の、高度化ポートフォリオ運用への組み入れも決定
- ・ 新設CIOに元ブラックロック・ジャパンCIOが就任（4月）、
CFOには元Asset Management One社長が就任（8月）
- ・ 財務経営の企画立案及び管理を手掛けるCFOオフィスも開設予定（2024年4月）

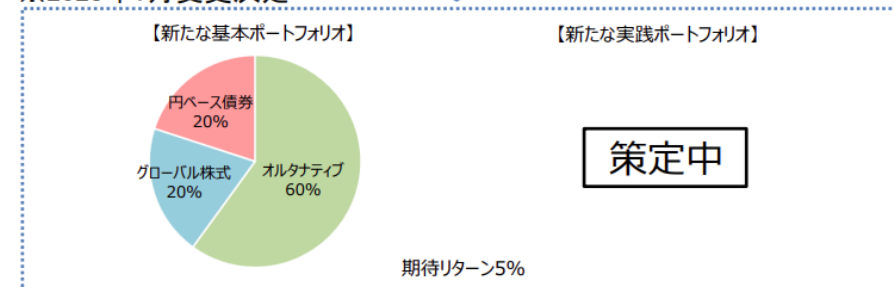
③運用成果

過去4年の平均：4.5%（グローバル株式のR2年+53%等が寄与）

[2018年11月～]



※2023年1月変更決定



出典：東京大学 資産運用状況（運用ポートフォリオ）
<https://www.u-tokyo.ac.jp/content/400211599.pdf>

1-2-1. 事例① 東大基金（ヒアリングまとめ）

- 専門人材が不足する大学において、高度な専門性が求められる投資哲学の議論、適切な意思決定、投資アクションを実現するには、専門家（運用の専門人材、運用コンサル等）の活用が必須（具体的な実施形態は運用規模など次第）
- 大学における「資産運用の取り組み高度化」における論点は、以下8つ

1. 運用にかかる基本方針（投資哲学）の整理、継続、変更

「大学の考え方」の根底として、初期段階で専門家も交えた議論、設定が重要。運用リテラシーが少ない運用未経験者にとっては、議論が困難。

2. 大学に相応しい運用スタイルの確立と継続性

大学における運用の特性（以下4点）の中で、運用の一貫性は保ちつつ、課題点は機動的に変更して行く際の意思決定の難しさ

①時間軸の長さ ②運用財源（寄付金）の特性 ③多様な構成員の意思統一（教員、職員、出向者、民間人など） ④定期的な人事ローテーション

3. 運用の意思決定、投資アクションの頻度とスピード感

長期運用にも複数ある戦略ごとに、ポートフォリオ見直しのタイミングや頻度、意思決定のスピード感も異なる中、その戦略の意思決定を行なうことも困難

4. 専門人材（キーマン）の受入れ、処遇

運用の成否を分ける鍵だが、招聘タイミング（一定の運用資産規模が整った段階）、相応しい報酬額の提供可否、大学との適正など、検討点は多い

5. 資金運用委員会メンバー選定（委員の交替含む）

大学の運用ポリシーの理解者で構成することが重要

6. 事務職員の育成、人事ローテーションとの整合

国立大学における短期間の人事ローテーション（2～3年）の中で、専門的な知見を備えた事務職員を育成する困難さ

7. 運用損益に関する国立大学の会計処理や予算管理との整合

大学の運用財源が寄附金であることから、会計処理、予算管理における整合性の整理が必要（予算管理上、損失時の損切、別資産によるカバーも容易には出来ない）

8. 大学全体（役員、幹部職員含む）の運用リテラシーの向上

大学全体の運用リテラシーの向上には、「高度な専門人材による継続的な役員会等への説明」が不可欠

必要な施策・他大学への学び

①「大学間における資産運用に関する情報共有の場」があると有益

→現状は少ない「大学における高度な資産運用の取り組み」を増加するには、行政による指導等もさることながら「大学間の情報共有」が有効

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-1：東大基金）

自主財源拡大に向けた、基金ポートフォリオ変更（代替資産割合の引き上げ）

●狙い

自主財源の拡大に向けた運用規模の早期拡充

大学の国際競争力を高めるために必要な研究活動などに使う資金を増やす目的

●構成（従来）

・債券：60%、グローバル株式：20%、代替資産：20%

●構成（変更後）

・債券：20%、グローバル株式：20%、代替資産：60%（中長期で増加）、
※代替資産の内訳（投資対象）：今後決定（現状：未公開株と不動産が各50%）

●期待収益率

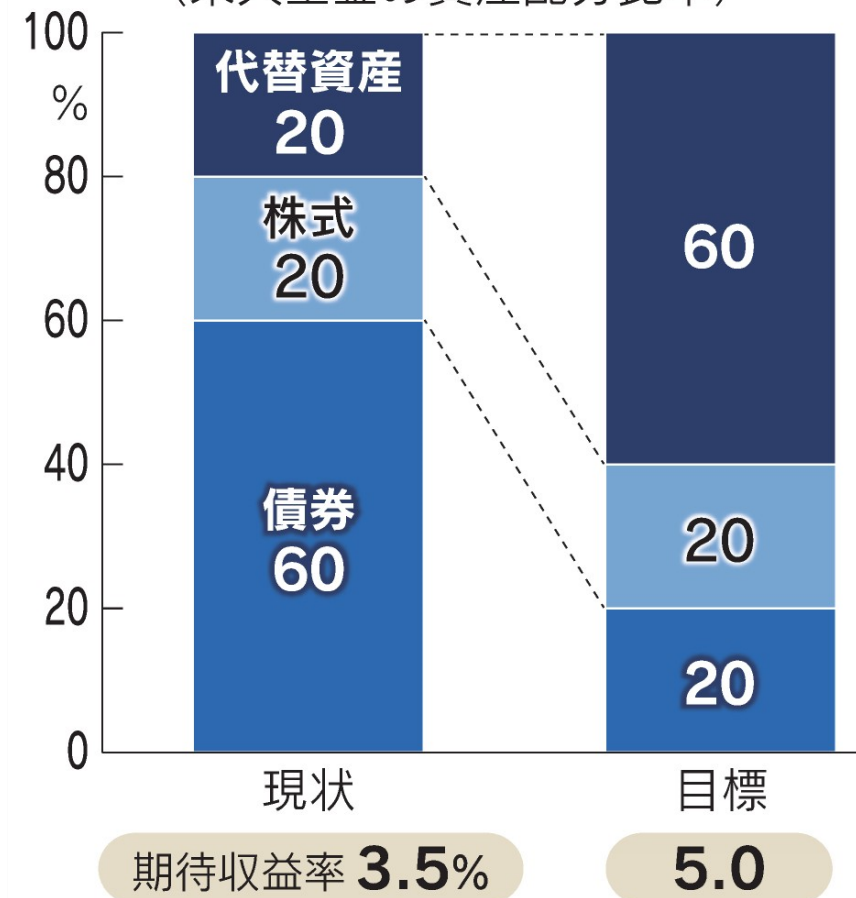
・従来：年3.5%

・変更後：年5%（引き上げ）

出典：日本経済新聞 2023年3月31日付記事

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB288FI0Y3A320C2000000/>

代替資産の構成比を3倍に （東大基金の資産配分比率）



運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-1：東大基金）

運用方針・ガイドライン

■運用体制、運用権限に関する規定

→以下3規定などを設定

- ・ 東京大学会計規程
- ・ 東京大学資金管理規定
- ・ 東京大学寄附金等資金運用管理要領

〔参考資料4〕運用体制・運用権限に関する規定

東京大学会計規程

（資金管理事務の委任）

第41条 資金管理は総長が行う。

2 総長は、資金管理事務を資金運用担当理事、資金調達担当理事又は財務部長に行わせることができる。

東京大学資金管理規程

（寄附金等の運用）

第10条 資金運用担当理事は、国立大学法人法第34条の3第2項に規定する業務上の余裕金について、同項に定める方法により、資金運用を行うものとする。

2 前項により寄附金等の資金運用を行う場合、その運用方針について、経営協議会の審議及び役員会の議決を経なければならない。

3 前2項に定めるもののほか、寄附金等の資金運用について必要な事項は、別に定める。

東京大学寄附金等資金運用管理要領（※資金運用担当理事裁定）

（資金運用管理委員会）

第15条 本学に、適切な資金運用管理に資するため、資金運用管理委員会を置く。

2 資金運用管理委員会に関し必要な事項は、別に定める。

（運用方針に基づく運用）

第16条 資金運用担当理事は、資金運用管理委員会の審議及び役員会の議決を経た運用方針に基づき、運用を行うものとする。

（運用報告）

第18条 資金運用担当理事は、四半期毎に、資金運用管理委員会に、次に掲げる事項について運用報告を行う。

（※(1)～(5)省略）

2 資金運用担当理事は、前項の報告について、経営協議会及び役員会に報告するものとする。

出典：東京大学ヒアリング資料よりJFRA作成

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-1：東大基金）

運用方針・ガイドライン

■東京大学寄附金等資金運用管理要領

→以下5項目などを設定

- ・基本方針
- ・運用資産構成
- ・自家運用
- ・委託引用
- ・運用管理体制

3. 運用体制

文部科学大臣の認定基準4において求められている要件と同等の体制を構築

資金運用 管理要領	基本方針	・運用の目的 ・運用の目標 ・運用の基本方針
	運用資産構成	・基本ポートフォリオ
	自家運用	・運用の範囲 ・集中投資の回避 ・投資信託の取得時における留意事項 ・取得債券等格下げ時の対応 ・デリバティブ取引の留意事項
	委託運用	・受託者責任 ・運用ガイドラインの提示と遵守 ・運用の対象 ・運用状況の報告
	運用管理体制	・資金運用管理委員会 ・運用方針に基づく運用 ・倫理の保持 ・運用報告
資金運用 管理委員会	<ul style="list-style-type: none"> ・委員長は、執行役(CIO) ・学外委員4名、学内委員2名 ・開催は、四半期毎 ・委員会の任務 運用方針の策定及び見直し／運用状況のモニタリング／受託機関の評価／運用管理体制 運用実績等の公表／資金運用管理要領の改廃／その他運用管理にかかる重要事項 	
担当役員	資金運用担当理事	
事務体制	担当部署：財務部経理課 課長、副課長 資金運用チーム 係長1、係員1	
情報公開	運用実績及び資金運用管理委員会の開催状況をWEBサイトにて半年毎に公開	
監査	会計監査人及び監事の監査	

出典：東京大学ヒアリング資料よりJFRA作成

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-1：東大基金）

体制（CIO、投資委員会など）

- 実質的な判断：CIO
- 執行権限：資金運用担当理事
- 投資助言：運用コンサルタント（NFRC）
- 事務部門：財務部経理課
- 審議：資金運用管理委員会

→令和5年度に新設したCIOが運用のハブとなり理事と連携することで、大学の特性と運用の専門性を踏まえた適切な意思決定と投資アクションが可能になった

3. 運用体制

文部科学大臣の認定基準4において求められている要件と同等の体制を構築

資金運用 管理要領	基本方針	・運用の目的 ・運用の目標 ・運用の基本方針
	運用資産構成	・基本ポートフォリオ
	自家運用	・運用の範囲 ・集中投資の回避 ・取得債券等格下げ時の対応
	委託運用	・投資信託の取得時における留意事項 ・デリバティブ取引の留意事項
	運用管理体制	・受託者責任 ・運用ガイドラインの提示と遵守 ・運用の対象 ・運用状況の報告
資金運用 管理委員会	・資金運用管理委員会 ・倫理の保持 ・運用方針に基づく運用 ・運用報告	
担当役員	委員長は、執行役(CIO) 学外委員4名、学内委員2名 開催は、四半期毎 ・委員会の任務 運用方針の策定及び見直し／運用状況のモニタリング／受託機関の評価／運用管理体制 運用実績等の公表／資金運用管理要領の改廃／その他運用管理にかかる重要事項	
事務体制	担当部署：財務部経理課 課長、副課長 資金運用チーム 係長1、係員1	
情報公開	運用実績及び資金運用管理委員会の開催状況をWEBサイトにて 半年毎に公開	
監査	会計監査人及び監事の監査	

出典：東京大学ヒアリング資料よりJFRA作成

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-1：東大基金）

独自基金の拡大に向けた、運用体制の強化

●運用体制

- ・運用体制も強化
- ・財務経営の企画立案及び管理を手掛けるCFOオフィスも開設予定（2024年4月）

●背景

- ・大学間の国際競争が激化する中、民間の経験や知見を研究資金の確保に生かす

●最高投資責任者（チーフ・インベストメント・オフィサー：CIO）職

- ・4/1付で新設し、福島毅氏（元ブラックロック・ジャパン取締役CIO）を起用
- ・投資判断を統括し、リスク管理や外部人材の採用なども担う）

●最高財務責任者（チーフ・ファイナンシャル・オフィサー：CFO）職

- ・8/1付で新設し、菅野暁氏（アセットマネジメントOne前社長）を起用
- ・CIOの上位職
- ・資金の管理や運用資産の決定など、財務戦略全般を統括

東大がCFO職を新設 アセマネOne前社長の菅野氏就任へ

アセットマネジメント [+フォローする](#)

2023年7月27日 2:00 [会員限定記事]

保存済み

Think! 多様な観点からニュースを考える

柳沢幸雄さん他1名の投稿



東京大学がCFO職を新設する（本郷キャンパスの安田講堂）

東京大学は最高財務責任者（CFO）職を8月1日付で新設し、アセットマネジメントOne前社長の菅野暁氏（64）を任命する。資金の管理や運用資産の決定など財務戦略全般を受け持つ。大学間の国際競争が激しくなるなか、民間で培ってきた経験や知見を研究資金の確保に生かしてもらおう。

出典：日本経済新聞 2023年7月27日付記事

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB2625V0W3A720C200000/>

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録

7. 主要ヒアリング要旨

8. 各調査対象法人の詳細分析（1 - 2 - 2：国際基督教大学）

9. ヒアリング一覧

1-2-2. 事例② 国際基督教大学

- 中長期の財政見通しに基づいた、短中長期の資産区分による投資戦略設計。
- PE投資を増加（2023年6月時点）し、運用成果の向上を実現。
- 長期スパン（～過去10年）で安定運用益の確保を継続的に実現。

①現状

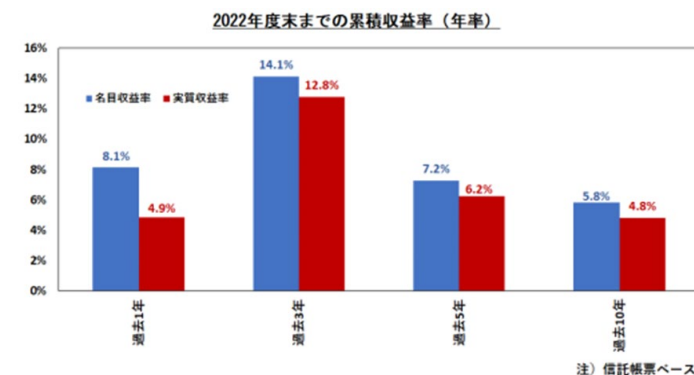
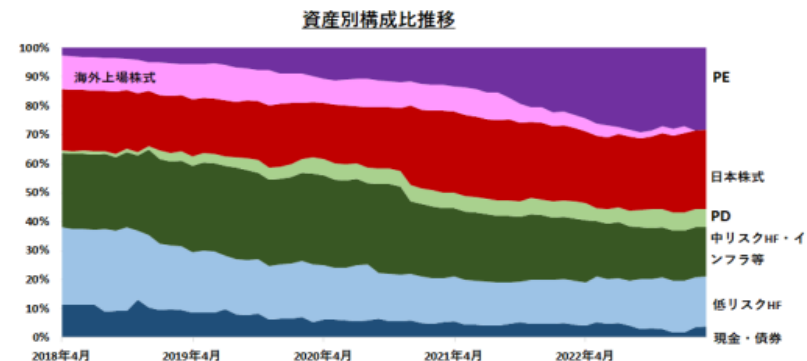
- 運用の総額（2023年3月末）：簿価：455億円、時価：593億円
- 評価損益：139億円
- 国内株式3割、PE約3割、ヘッジファンド4割（※内、外貨建て資産：約3割）

②運用方針

- 中期財政見通しに基づき、長期の資金需要（基金の取り崩しスケジュール）を推計し、基金の資産を3資産区分に分類した上で、それぞれに適合する金融商品を当てはめることにより資産配分を決定。（短期：5年以下、中期：6～10年、長期10年以上）
- 区分：短期（低リスクヘッジファンド等）、中期（上場REIT等）、長期（株式、PE等含む）
- 新井亮一CIO（元JPモルガンアセットマネジメントCIO）の下、コンサルタントとして野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社（NFRC）と契約
- 理事会（原則として毎月開催）に時価、収益率等の運用状況を報告
- 基金委員会（理事会の下部組織）に年度決算及び計画を報告

③運用成果（※運用目標：インフレ率＋4%）

- 出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.1,10） https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf
- 基金の収益率（長期：2020年度）は、過去3年、5年、10年とも、名目5.8%、実質（インフレ率を控除）で4%以上の収益率を達成。



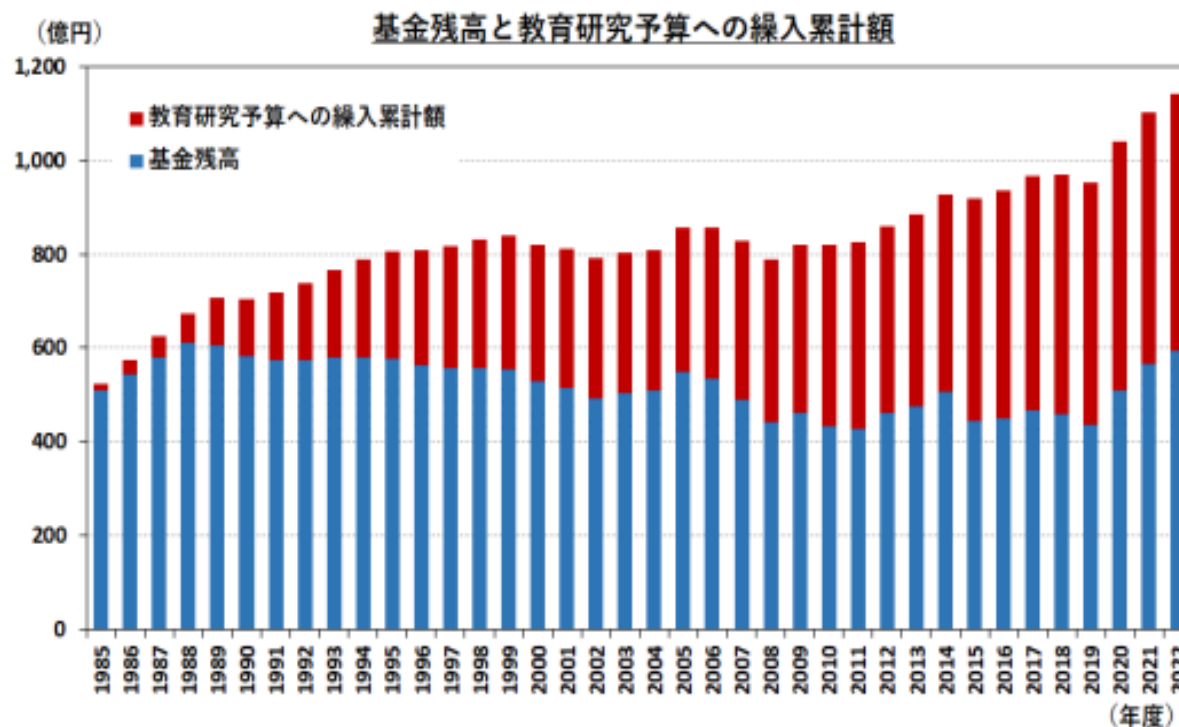
1-2-2. 事例② 国際基督教大学

- 教育研究予算への計画的な繰り入れを想定し、資産管理方針（短期、中期、長期）を策定

②運用商品の資産区分

商品別の資産区分は、以下のとおりである。

	短期資産	中期資産	長期資産
資産配分目標	概ね 5 年以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額以上	概ね 6 年目以降から 10 年目以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額。なお、短期資産の配分目標が優先する	10 年目以降に教育研究予算へ繰り入れ相当額以下
組入れ対象となる商品のリスク特性 ^(注)	市場環境が悪化した場合でも概ね 5 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境が悪化した場合でも概ね 10 年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境によっては、元本の回復に 10 年以上かかる可能性がある商品
対象となる商品例	低リスク・ヘッジファンド(株式マーケット・ニュートラル、債券レラティブ・バリュー、その他ベータ非依存型ヘッジファンド)、低リスクマルチアセット、運用期間が 5 年未満の各種 Private 戦略等	中リスク・ヘッジファンド(株式ロング・ショート、マクロヘッジ、企業合併裁定)、内外債券、マルチアセット、私募 REIT、上場 REIT、不動産、ハイ・イールド社債、航空機リース、各種クレジット戦略、運用期間が 10 年未満の各種 Private 戦略	内外株式(アクティブ及びパッシブ、新興国を含む)、Private Equity (Primary、Secondary、共同投資等を含む)、その他運用期間が 10 年以上の Private 戦略

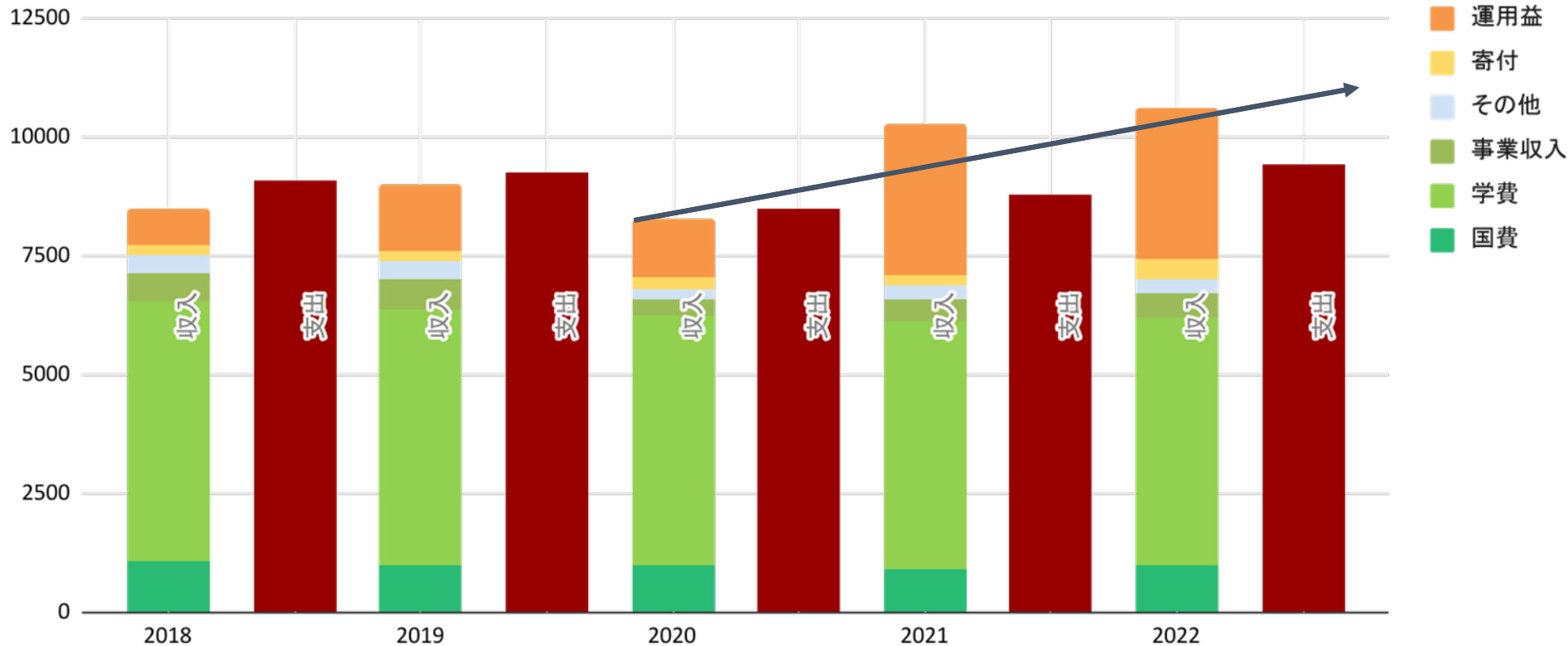


注) 1994年以前は簿価、1995年以降は時価

1-2-2. 事例② 国際基督教大学

- 運用収益は、今後低下する国費や授業収入を保管する上で必須
- ICUの過去の財務を振り返ると、支出が増える中、運用収益が経常利益を下支えしていることがわかる

ICUの過去5年間の経常収入と支出の推移（百万円）



運用残高を確保できると、たとえ授業収入や国費が変わらない中で支出が増加するような状況下でも（2020年度以降のようなシナリオ）、運用益の伸び次第では経常利益を出すことができる。

財務健全性が運用に左右されるリスクもあるが、国費や生徒数が伸び悩む今後においては運用収益を生み出すことは必須。

1-2-2. 事例② 国際基督教大学（ヒアリングまとめ）

国際基督教大学における資産運用の取り組みの背景、特徴

1. 教育費用（ICUに対する高い満足度の裏付け）の不足分を、寄付金・運用収入で補填（≡積極的な資産運用の必然性）
米国大学基金における株式市場への信頼や、キリスト教の教え（運用成果の他者との共有）も、取り組みの背景にある
2. 基金の原資（成立時）は、大学創設時の寄付により購入した保有地の売却資金
3. 効果的な基金運用の条件は、①全学的（特に理事会）における「基金運用の重要性」の認識、②運用担当者の経験、知見（株式等の長期的な収益率に対する確信）、③外部リソースを含めた真の専門家によるガバナンス
4. 寄付による基金拡大を重視し、卒業生からの「恩送り・Pay Forward」として理事長からの手紙で卒業生へ寄付を呼びかけ

必要な施策・他大学への学び

1. 今後の、少子化を背景とした大学間の競争激化を考慮すると、少なくとも「資産運用の必要性」は他大学も同様と言える
2. 限定的ではあるが、土地等の資産を保有する大学など、基金の原資を潜在的に保有する大学は一定数あると想定
3. 効果的な基金運用の条件として、①短期的な不振に左右されない「全学的な基金運用の重要性の認識」が前提として必要であり、同様に②専門的な経験、知見を持つ運用担当者による推進が重要であり、また③「資産運用の実務の専門性」から外部リソース活用が望ましい
4. 大学のガバナンス構造の特殊性（組織の目的が多様である一方、民間組織における株主のような強力なステークホルダーは不在）からも、大学におけるガバナンス向上が求められる中、「同窓生の寄付増加」による大学へのチェック機能向上の期待からも、寄付の呼びかけは重要

出典：（学校法人国際基督教大学）財政構造と基金運用（説明動画・2023年1月）よりJFRA作成

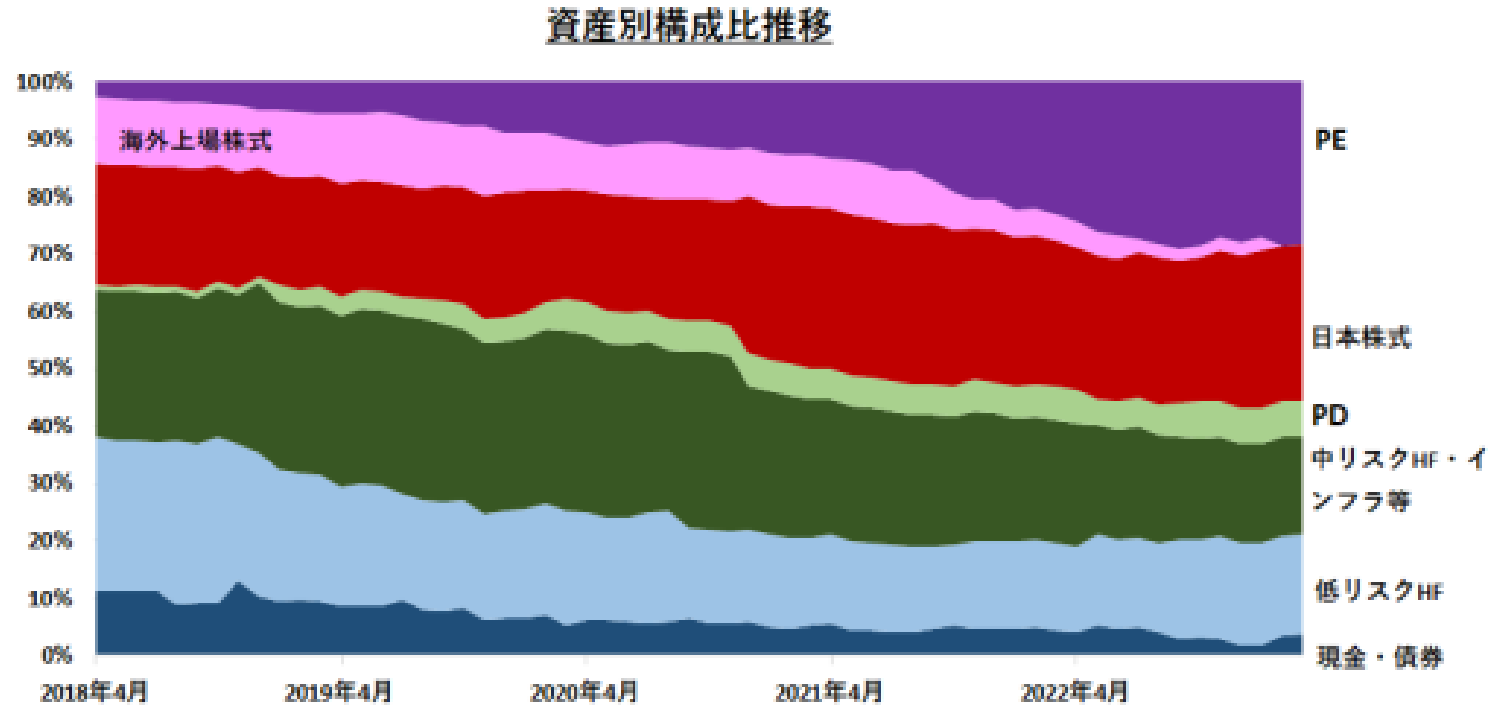
運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

- 基金の運用ポートフォリオ：オルタナティブ投資を含めた配分で設計（2023年6月時点）

①ポートフォリオ概況（2023年6月時点）

- ・国内株式：約3割
- ・PE：約3割
- ・ヘッジファンド：約4割

※上記の内、外貨建て資産：約3割



出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.1,10）

https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

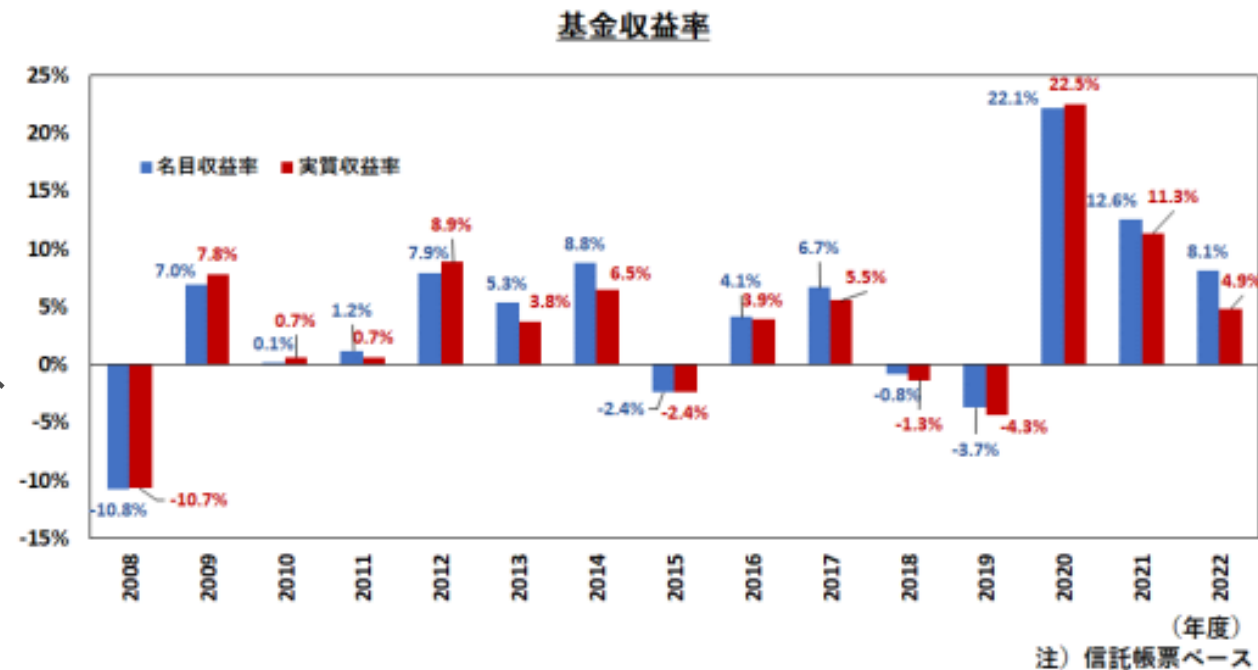
運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

- 基金の収益率（年度毎）：単年度では損失もあるが、大幅な利益実現の年度も含め、長期では堅調に推移

②年度毎の運用実績の推移（％）

（※運用目標：インフレ率＋4％）

- 基金の収益率（年度毎：2008年度以降）：
 - ・ 単年度では損失もあるが、大幅な利益実現の年度も含め、長期では堅調に推移
- 基金の収益率（2022年度） ※信託帳票ベース
 - ・ 名目：＋8.1%
 - ・ 実質：＋4.9%



出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.7）
https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

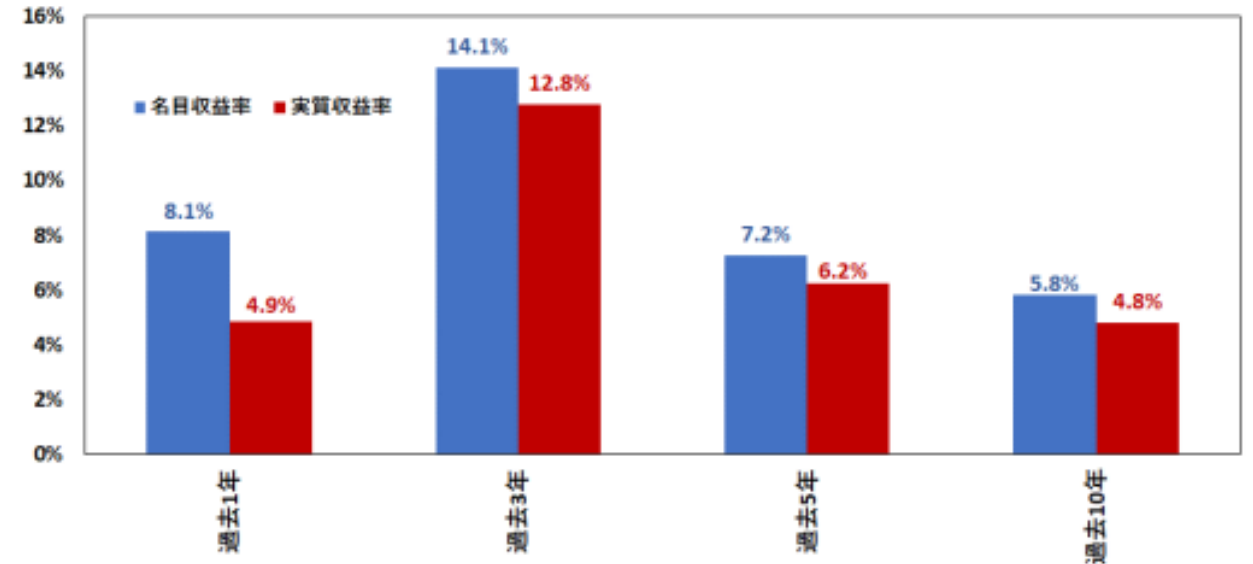
- 基金の収益率（年度毎）：単年度では損失もあるが、大幅な利益実現の年度も含め、長期では堅調に推移

②年度毎の運用実績の推移（％）

（※運用目標：インフレ率＋4％）

- 基金の収益率（長期：2020年度以降）：
 - ・ 過去3年、5年、10年とも、名目5.8%、
実質（インフレ率を控除）で4%以上の収益率を達成。

2022年度末までの累積収益率（年率）



注) 信託債票ベース

出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.1,7,10）

https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

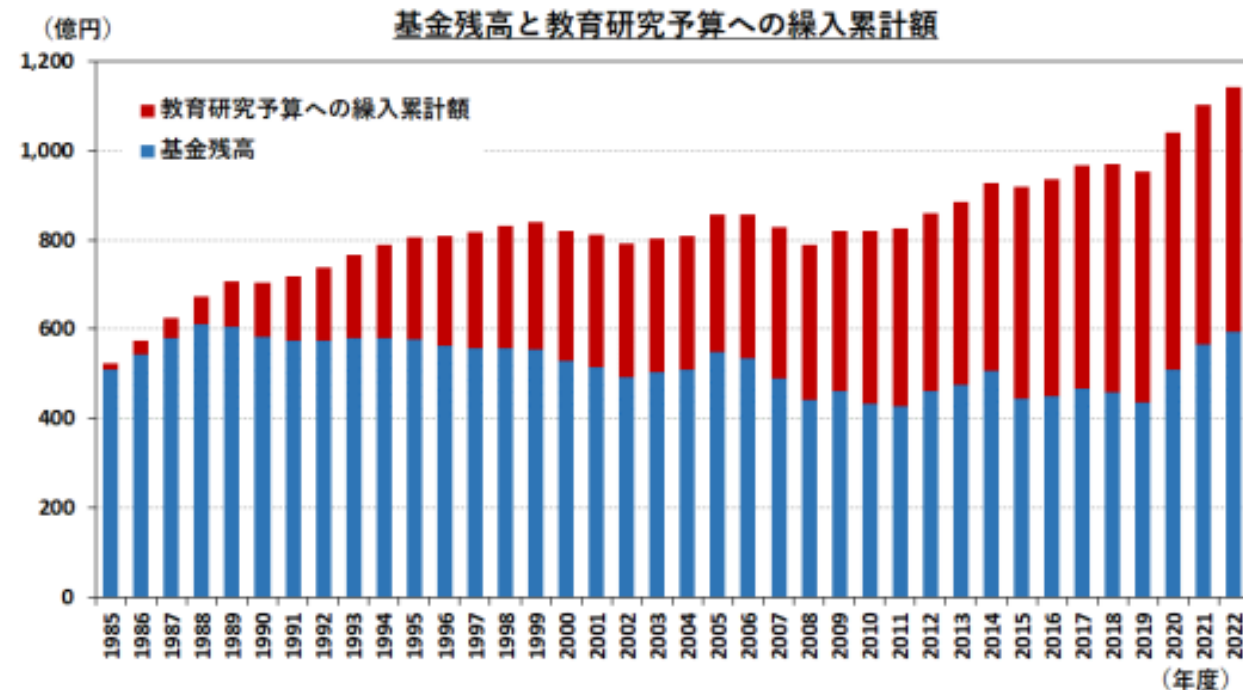
- 基金の残高：長期的に緩やかながら増加傾向であり、直近の数年は堅調に増加を継続

③運用の総額（金額）（2023年3月末）

- ・ 簿価：455 億円
- ・ 時価：593 億円
- ・ 評価損益：139 億円

（内訳）

- ・ 短期資産：153 億円（目標配分：116 億円）
- ・ 中期資産：118 億円（目標配分：116 億円）
- ・ 長期資産：322 億円（配分限度額：362 億円）



注）1994年以前は簿価、1995年以降は時価

出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.2、10）

https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

- 運用方針：中期財政見通しに基づき、長期の資金需要（基金の取り崩しスケジュール）を推計し、基金の資産を3資産区分に分類した上で、それぞれに適合する金融商品を当てはめることにより資産配分を決定（短期：5年以下、中期：6～10年、長期10年以上）

④運用の基本方針

●目標資産配分策定の基本的な考え方

- ・ リスク管理の基準：長期的な元本棄損リスク
- ・ 教育研究予算への繰り入れ資金捻出のため、定期的に運用資産の取り崩しが必要（それに伴い保有有価証券の売却を実施）
- ・ 中期財政見通しに基づき、施設整備等の非経常的な資金需要を含めて長期の資金需要（基金の取り崩しスケジュール）を推計し、それに基づき基金の資産を3資産区分に分類した上で、それぞれに適合する金融商品を当てはめることにより資産配分を決定

●教育研究予算への繰り入れ額：

- ・ 「予算編成時の前年度末の時価残高に、過去10年間のインフレ控除後の平均運用利回りを乗じた額」を上限とすることで、直近相場の乱高下時に関わらず、安定的に財政

計画の立案が可能

出典：（学校法人国際基督教大学）2022年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.5）

https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

②運用商品の資産区分

商品別の資産区分は、以下のとおりである。

	短期資産	中期資産	長期資産
資産配分目標	概ね5年以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額以上	概ね6年目以降から10年目以内に教育研究予算へ繰り入れ相当額。なお、短期資産の配分目標が優先する	10年目以降に教育研究予算へ繰り入れ相当額以下
組入れ対象となる商品のリスク特性 ^(注)	市場環境が悪化した場合でも概ね5年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境が悪化した場合でも概ね10年以内に投資元本の回復が見込める商品	市場環境によっては、元本の回復に10年以上かかる可能性がある商品
対象となる商品例	低リスク・ヘッジファンド（株式マーケット・ニュートラル、債券レティブ・バリュー、その他ベータ非依存型ヘッジファンド）、低リスクマルチアセット、運用期間が5年未満の各種Private戦略等	中リスク・ヘッジファンド（株式ロング・ショート、マクロヘッジ、企業合併裁定）、内外債券、マルチアセット、私募REIT、上場REIT、不動産、ハイ・イールド社債、航空機リース、各種クレジット戦略、運用期間が10年未満の各種Private戦略	内外株式（アクティブ及びパッシブ、新興国を含む）、Private Equity（Primary、Secondary、共同投資等を含む）、その他運用期間が10年以上のPrivate戦略

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-2：国際基督教大学）

- 運用体制：CIOを置いた上で、外部コンサルタントを活用した体制

⑤運用体制

- ・ 運用担当者：基金担当理事1名（新井亮一氏：チーフ・インベストメント・オフィサー ※以下 CIO）、財務部職員1名
- ・ 外部コンサルタント：野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社（NFRC）
フィデューシャリー・マネジメント部に委託（※リスク管理）
- ・ 意思決定：組み入れ・解約商品及びその配分は、理事会が任命した CIO が起案し、運用コンサルタントの助言を参考に財務理事が承認する。
- ・ ガバナンス：理事会（5名体制。原則として毎月開催）に時価、収益率等の運用状況を報告（※新井理事が発案し、最終的な承認を得る場）
基金委員会（理事会の下部組織として直接所管）に年度決算及び計画を報告
- ・ 運用形態：全額を投資顧問会社・信託銀行に外部委託（自主運用なし）

出典：（学校法人国際基督教大学）2022 年度の引当資産の運用実績と今後の方針（P.2）
https://www.icu.ac.jp/about/images/InvestmentResults_ofReserveAssets_inFY2022.pdf

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録

7. 主要ヒアリング要旨

8. 各調査対象法人の詳細分析（1 - 2 - 3：上智学院）

9. ヒアリング一覧

1-2-3. 事例③ 上智学院（ヒアリングまとめ）

学校法人における基金運用の積極化に必要な要素

1. 自校のミッションに基づく「奨学金の重要性」や「建学の理念・教育精神とのアラインメント」への気づきが、「資産運用の必要性」の認識の広がりにつながる
2. まずはマネジメント層で、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」を把握、理解した上での「基本方針の策定」が前提
3. マネジメント層による議論を前提に、外部知見も活用し、小規模でも運用を開始することがリテラシー向上につながる

1. 自校のミッションに基づく「奨学金の重要性」や「建学の理念・教育精神とのアラインメント」への気づきが、「資産運用の必要性」の認識の広がりにつながる
「奨学金の原資は原則的に運用収益」であることを前提に、今後の少子化や補助金等の減少を考慮すると、自校発展に向けて、優秀な学生を獲得するための奨学金の重要性を再認識することで、「資産運用の必要性」の認識が広がっていく。また建学の理念と整合した投資を行うことが基金運用の揺るぎない軸（投資哲学）を形成することに繋がる。
2. まずは、マネジメント層で、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」の把握、理解した上での「基本方針の策定」が前提
各大学ごとに、「資産全体の状況」は異なることから、「必要な運用」も異なってくる。まずはマネジメント層が、各大学ごとに異なる「資産全体の性格」を把握、理解した上で、「基本方針の策定」をすることで、「自学に相応しい運用の選択」が可能になる
3. マネジメント層による議論を前提に、外部知見も活用し、小規模でも運用を開始することがリテラシー向上につながる
マネジメント層による議論や意思決定を前提にすれば、OCIOなどの外部専門家の活用も選択肢。また資産規模は小規模でも、成果を前向きに捉えて資産運用の取り組みを開始することが、内部で知見を蓄積し、運用リテラシーを向上させる上でも重要

必要な施策・他大学への学び

- ①中小規模の学校法人を中心に、プールファンド型の運用スキームに対するニーズは高い
→資産運用の取り組みを開始することが重要である一方、単独の少額資金では金融機関が取り合わないため、複数の学校法人が合同で活用可能なプールファンド型の運用スキームは、ニーズが高く重要（前提：学校毎の基本方針の決定、信頼できる運用先）
- ②簿価会計における「運用の外部委託」のメリット
→簿価会計では、決算上は単年度の評価損益は計上されないため、腰を据えた長期投資を行いやすいメリットがある。またファンド形式の投資であれば、株式も含めた分散投資や分配金による収益実現化が期待できるため、奨学金や教育研究資金の拡充に資する事が可能

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-3：上智学院）

- 基本資産配分（基本ポートフォリオ）

- 年次資産運用方針で定める。
- 年度ごとに見直しを行う。
- リスク目標の範囲内で、目標リターンを中長期で達成していくために最適と思われる資産の組み合わせを示す
- 原則、上下5%・ポイントの範囲内（許容変動幅）で維持する
- 資産の時価変動等でここから乖離する場合：許容変動幅内に戻すリバランスの実行を含む適切な対応を検討
- 短期的な資産配分の変更（戦術的資産配分）：原則行わない
- 期中に大幅な市場環境の変化があった場合：臨時の資産運用委員会を開催し、適宜基本資産配分の見直しを検討
- オルタナティブ投資：リスク分散を図りポートフォリオの効率性を高めるため、非伝統的な資産も投資対象とする

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-3：上智学院）

●運用の目的

学院の資金を**安全かつ効率的に運用**することにより、学院の中長期的な財政基盤の強化を図るとともに、将来の教育研究の発展に資することを目的とする。

●運用の目標

(1) 目標リターン

学院の設備投資等の購買力を将来にわたって維持するとともに、その財務的必要性を充足しうる適切な水準に設定しなければならない。従って、**毎年度の経常予算において期待される実現益の確保と、運用資産の中長期での実質価値の維持向上を踏まえた目標設定**を行う。

(2) リスク目標

目標リターンの実現可能性を高め、その変動性を抑制するために適切なリスク目標を設定し、管理しなければならない。さらに、運用資産のリスク・リターン目標は、各投資対象資産の中長期のリスク・リターン特性を十分検討した上で、それらと整合的なレベルに設定するものとする。

学校法人上智学院 投資ガイドライン

学校法人上智学院（以下、「学院」という。）は、学院が保有する資産の運用に関して、上智学院資産運用管理規程（以下、「規程」という。）において、必要な運用管理事項を規定するほか、中長期投資資産の運用におけるガイドラインを次のとおり定め、規程及び当該ガイドラインに基づき資産運用を行うこととする。

1. 運用の目的

学院の資金を安全かつ効率的に運用することにより、学院の中長期的な財政基盤の強化を図るとともに、将来の教育研究の発展に資することを目的とする。

2. 運用の目標

- (1) 目標リターンは、学院の設備投資等の購買力を将来にわたって維持するとともに、その財務的必要性を充足しうる適切な水準に設定しなければならない。従って、毎年度の経常予算において期待される実現益の確保と、運用資産の中長期での実質価値の維持向上を踏まえた目標設定を行うこととする。
- (2) 目標リターンの実現可能性を高め、その変動性を抑制するために適切なリスク目標を設定し、管理しなければならない。さらに、運用資産のリスク・リターン目標は、各投資対象資産の中長期のリスク・リターン特性を十分検討した上で、それらと整合的なレベルに設定するものとする。

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-3：上智学院）

●運用体制、運用対象とする有価証券

9. 自家運用（インハウス）

(1) 自家運用の位置付けと役割

外部委託運用を基本とするが、運用の効率化に資するため、中長期投資資産の一部について、自ら管理運用業務を担う。

(2) 運用体制

自家運用業務は、**年次資産運用方針**に基づき、**資産運用管理責任者の指示**のもと、**運用業務の執行に係る事務を的確に遂行することができる職員**が行うこと。

(3) 運用対象とする有価証券

別表1に定めるとおりとし、具体的な遵守事項については、別表2において明記する。

出典：学校法人上智学院 投資ガイドライン https://www.sophia-sc.jp/info/pdf/esg_guideline.pdf?20230901_01

別表1

自家運用の対象となる有価証券

1. 投資信託及び外国投資信託の受益証券又は投資証券及び外国投資証券
2. 貸付信託の受益証券
3. 預金又は貯金（譲渡性預金を含む。）
4. 金融商品取引法第2条第24項第56号に掲げるもののうち、有価証券に係る標準物（債券先物）
5. 金融商品取引法第2条第1項に掲げる次の有価証券
 - (1) 国債
 - (2) 地方債
 - (3) 特別の法律により法人の発行する債券（1及び（4）に掲げるものを除く。）
 - (4) 資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号）に基づく特定社債
 - (5) 社債（相互会社の社債券を含む）
 - (6) コマーシャルペーパー
 - (7) 外国又は外国法人の発行する証券又は証書で（1）から（6）までの性質を有するもの
6. 債券（標準物を含む。）上場オプション、債券店頭オプション（いずれも外国での取引を除く。）
7. 金利先物（金融商品取引法第2条第21項第2号に掲げるものをいう。）
8. 投資事業有限責任組合契約に関する法律第3条第1項に規定する投資事業有限責任組合契約に基づく出資
9. 国内株式
10. 外国株式
11. 株式指数先物又は株価指数オプション
12. コール資金の貸付け又は手形の割引
13. 外国先物為替及び通貨オプション
14. 学内発ベンチャー企業等への出資

別表2

自家運用における遵守事項

- 1 債券
 - (1) 中長期投資の対象とする債券は、別表1に定めるとおりとする。
 - (2) 収益性に加え、流動性（市場性）に留意した上で選択するものとする。
 - (3) 前項の信用リスク及び格付基準は、次に掲げるものとする。
 - ① 格付機関は次の機関を採用すること。
 - ・ ムーディーズ・インベスター・サービス (Moody's)
 - ・ スタンダード・アンド・プアーズ (S&P)
 - ・ 格付投資情報センター (R&I)
 - ・ 日本格付研究所 (JCR)

運用ポートフォリオの方針と実際（1-2-3：上智学院）

●国連－責任投資原則（PRI）の遵守

学院は、本学の建学の理念と統合的な投資方針を取り入れるコミットメントとして、また、上智大学が加入している国連グローバルコンパクトの原則を資産運用面で実践することを目的として、2015年11月に「国連-責任投資原則（PRI）（以下「PRI」という）に署名した。学院は、PRIについての取組み方針を策定し、この原則を遵守することとする。

●ESG投資の実践

- (1) 学院は、PRIに基づき、ESG（環境・社会・企業統治）要因の分析・評価を投資プロセス及び投資行動に組み込み、中長期的な投資パフォーマンス向上と社会的リターン向上の両立を目指すものとする。
- (2) **ESG投資及びサステナブル投資を具現化した高品質の運用商品を採用する。**
- (3) 外部委託先運用機関に対して、四半期毎の運用状況報告実施時に、ESG要因をどのように投資の意思決定に取り入れているかヒアリングを行い、継続的なモニタリングを実施する。
- (4) 外部委託先運用機関に対して、運用機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、ESGを考慮した「企業価値の向上や持続的成長」のための自主的な取組みを実施するように促す。
- (5) **持続可能な社会の実現に向けて、ポジティブなインパクトの創出を目指して取り組む。**
また、投資対象となる企業・政府等の事業活動やプロジェクトが、環境・社会・人権に与える影響に十分に配慮して取り組むこととし、法律や公序良俗に反する事業、非人道的兵器製造事業、気候変動・地域の環境や社会・人権に対し著しい負の影響やリスクがある事業等への投資は行わない。

出典：学校法人上智学院 投資ガイドライン https://www.sophia-sc.jp/info/pdf/esg_guideline.pdf?20230901_01

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録

7. 主要ヒアリング要旨

8. 各調査対象法人の詳細分析（1 - 3 - 1：10兆円ファンド）

9. ヒアリング一覧

運用ポートフォリオの方針と実際（1-3-1：10兆円ファンド）

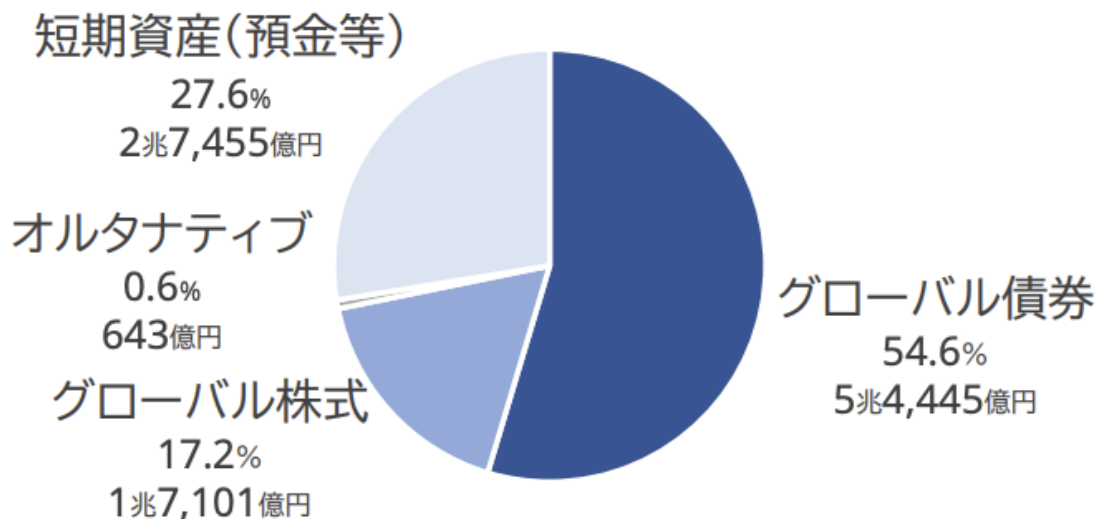
- 債券54%、株式17%、預金等28%によって構成されるポートフォリオ、2022年度パフォーマンスは-2.2%

①ポートフォリオ概況（2022年12月末時点）

[資産構成割合]

(2022(令和4)年度末時点)

運用資産額=9兆9,644億円



②年度毎の運用実績の推移（%）

[収益額]

(2022(令和4)年度)

資産	収益額*1
資産全体	-604 億円
グローバル債券*2,*3	-1,263 億円
グローバル株式*3	655 億円
オルタナティブ	5 億円

*1 収益額は総合収益額(運用手数料等控除前)です。
 *2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。
 *3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

[収益率]

(2022(令和4)年度)

資産	収益率*1
資産全体	-2.2%
グローバル債券*2,*3	-3.6%
グローバル株式*3	1.7%
オルタナティブ	-4.5%

*1 収益率は時間加重収益率(運用手数料等控除前)です。
 *2 グローバル債券は短期資産(預金等)を含みます。
 *3 グローバル債券およびグローバル株式はそれぞれ国内債券および国内株式を含みます。

ポートフォリオは債券+預金が82.2%を占める、2022年度は海外中銀の利上げ等を背景としてトータルで-2.2%の成績

出典：2022年度業務概況書https://www.jst.go.jp/fund/dl/jst_gaikyo_2022.pdf

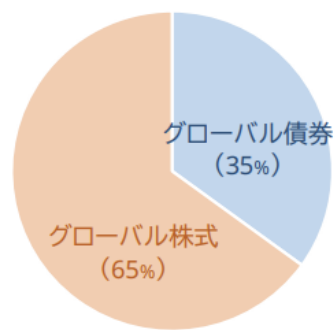
運用ポートフォリオの方針と実際（1-3-1：10兆円ファンド）

- グローバル株式65%とグローバル債券35%を想定したレファレンス・ポートフォリオをもとに基本ポートフォリオを構築する運用スタイル

④運用の基本方針

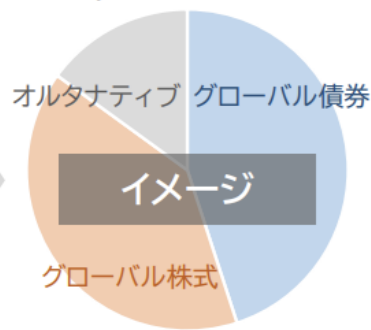
[レファレンス・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係]

<レファレンス・ポートフォリオ>



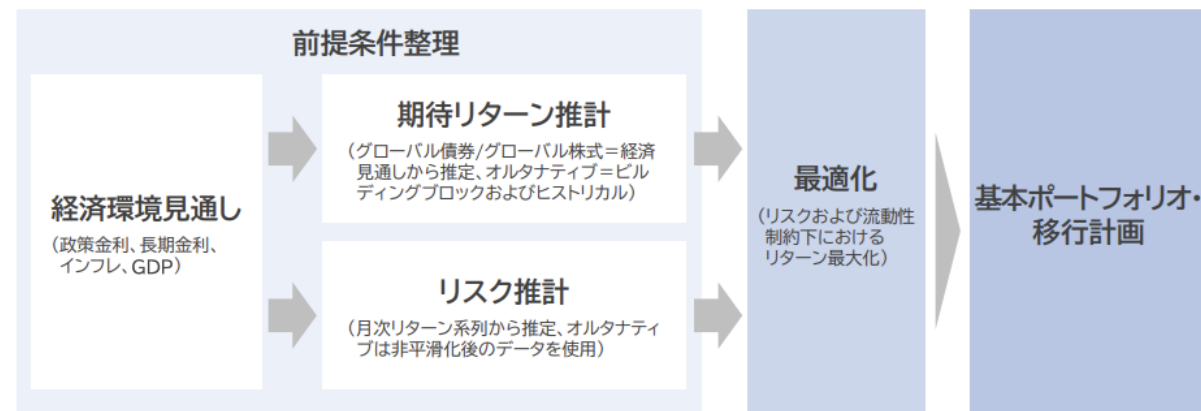
- レファレンス・ポートフォリオの許容リスクを算出
- 許容リスクの範囲内で運用収益率を最大化する基本ポートフォリオを設定

<基本ポートフォリオ>



対象資産・資産構成割合等はイメージです。実際の割合とは異なります。

[基本ポートフォリオ構築フロー]



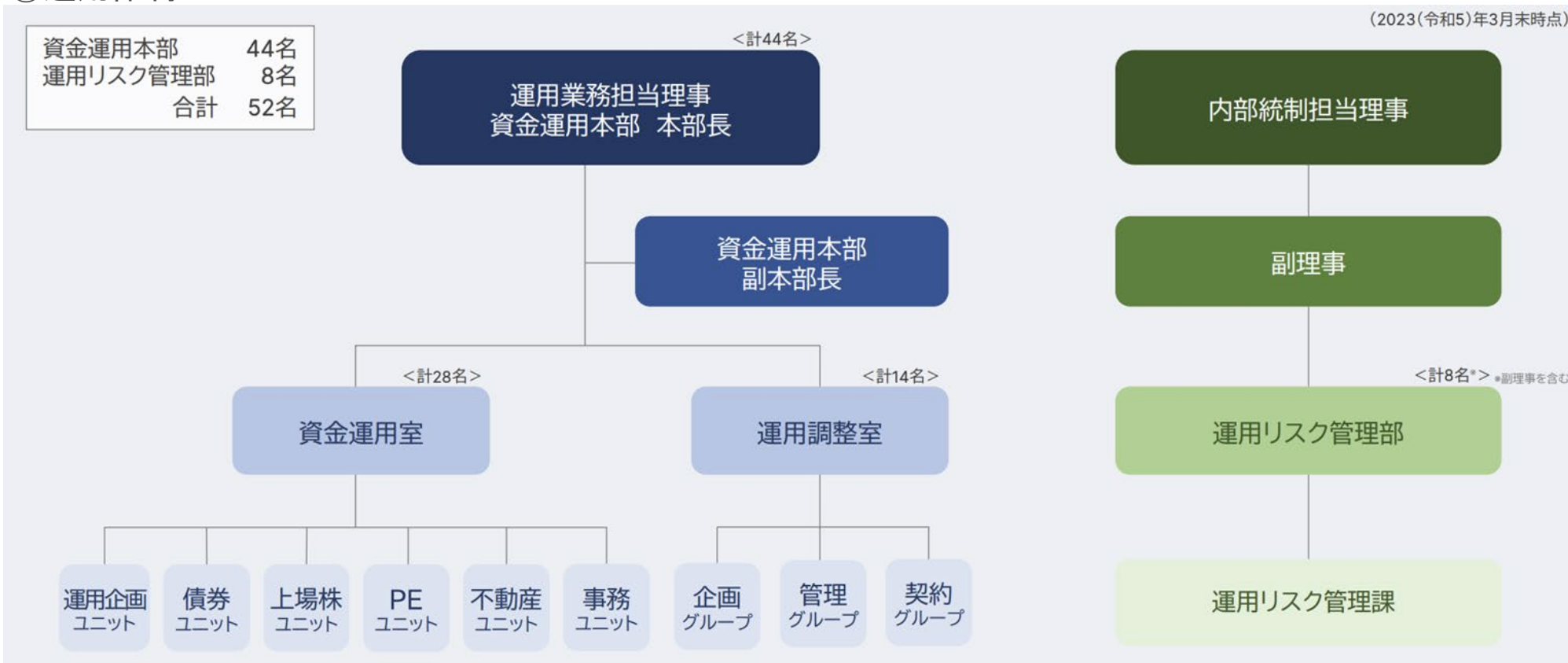
ポートフォリオ構築としてはグローバル株式65%：グローバル債券35%で構築したレファレンス・ポートフォリオを想定し、その過去25年の標準偏差をもとに「許容リスク」を算出、「許容リスク」の範囲内で可能な限り運用収益率を高めることを目指し基本ポートフォリオを構築するスタイルをとっている。また、運用対象としてはパッシブ運用とアクティブ運用を併用するほか、「伝統的な運用商品以外の投資対象や投資手法であるオルタナティブ投資についても、リスク分散や中長期的収益確保の観点から戦略的に推進します。」としている

出典：2022年度業務概況書 https://www.jst.go.jp/fund/dl/jst_gaikyo_2022.pdf

運用ポートフォリオの方針と実際（1-3-1：10兆円ファンド）

「資産運用本部」の下に「資金運用室」（運用担当）と「運用調整室」（バックオフィス機能）があり、「資金運用室」のもとに各アセットクラスごとの運用ユニットが存在している

⑤運用体制

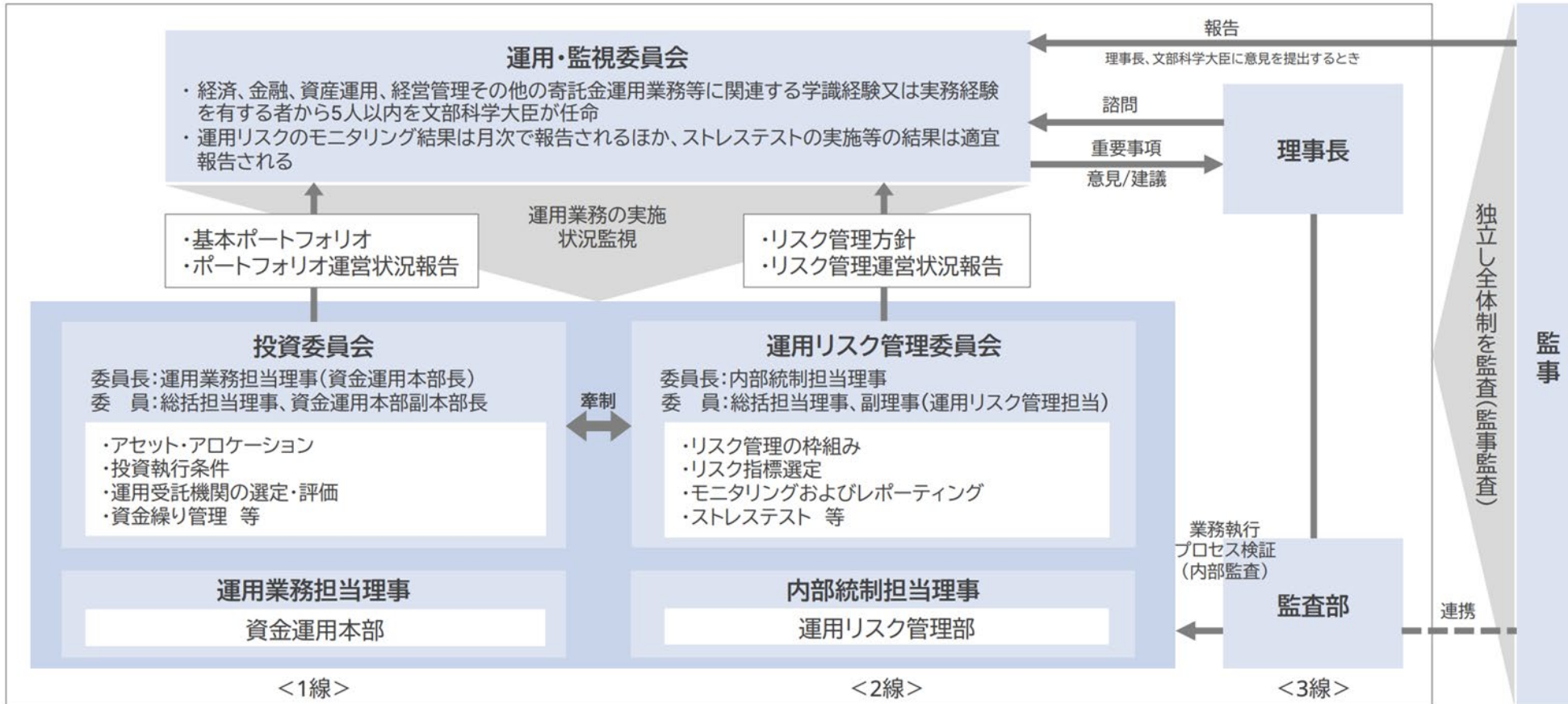


本部長は元ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント出身の杉本直也氏。各ユニットは基本的に担当アセットの外部委託運用を行っている。債券と上場株ユニットについてはETFや投資信託、直接投資によって構成される自家運用も行っている。

運用ポートフォリオの方針と実際（1-3-1：10兆円ファンド）

パフォーマンス追求のための「投資委員会」そしてリスク管理のための「運用リスク管理委員会」の両輪によって構成されるガバナンス体制

⑤運用体制（ガバナンス）



「投資委員会」の下に運用を担当する「資金運用本部」、「運用リスク管理委員会」の下に「運用リスク管理部」が存在し、互いを牽制しあうことによってパフォーマンスとリスク管理の追求を両立しうるガバナンス体制になっている。それぞれの組織は文部科学大臣が任命する外部の有識者によって構成された「運用・監視委員会」に業務状況を報告する。

学校独自の財源づくりのための資金調達・運用に関する調査企画 報告書

プロジェクト2:

日本初の継続資金確保プラットフォーム構築モデルに向けた実現可能性や課題の調査・分析事業

【詳細編】ヒアリング要旨・分析詳細・補足解説・データ集

6. 委員会記録
7. 主要ヒアリング要旨
8. 各調査対象法人の詳細分析
9. ヒアリング一覧

10. ヒアリング一覧

	組織名	氏名（所属・肩書）
1	（国立大学法人）東京大学	尾田史郎氏（財務部長）、平野智巳氏（経理課長）、塚本裕治氏（副課長）
2	学校法人国際基督教大学（ICU）	新井亮一氏（基金運用担当理事）
3	学校法人上智学院（上智大学）	引間雅史氏（特任教授・理事（経営企画・資産運用担当））
4	（国立大学法人）山形大学	鈴木貴子氏（財務部・財務企画担当・上席係長） 樋口浩朗氏（基金担当・認定ファンドレイザー）
5	神山まるごと高等専門学校（徳島・神山まるごと高専）	小池亮介氏 （神山まるごと高専 広報・パートナー担当／Sansan株式会社 社長室 室長）
6	American International School in Japan (ASIJ)	—

10. ヒアリング一覧

	組織名	氏名（所属・肩書）
1	三井住友信託銀行株式会社	水谷公彦氏（特別理事・プライベートバンキング企画推進部主管） 長屋忍氏（信託開発部主管）
2	三菱UFJ信託銀行株式会社	石崎浩二氏（フロンティア戦略企画部エグゼクティブアドバイザー） 大内誠氏（フロンティア戦略企画部）
3	MA Alternatives株式会社	川原淳次氏（代表取締役CEO兼CIO）
4	The Fish Family Foundation フィッシュファミリー財団	厚子・東光・フィッシュ氏、 ラリー・フィッシュ氏、 澤目梢氏
5	Next Legacy	Russ Hall氏
6	William Blair	Lih-Yann Tan氏 CFA, CEO of William Blair International (Singapore) Pte Ltd & Head of Asian Distribution Investment Management

10. ヒアリング一覧

	組織名	氏名（所属・肩書）
1	GIキャピタル・マネジメント株式会社	山岡 景司氏
2	GCIアセットマネジメント株式会社	村山 大介氏（執行役員、インベストメント・共同グループ長）、 山本 佳樹氏（クライアント・ソリューション・グループ）