

わが国における学校債の発行・普及に向けた課題

わが国で、学校債による外部資金調達に対する関心が高まっている。本稿では、大学等による学校債の発行が既に定着している米国における現状と発行に関する考え方を紹介し、今後わが国で学校債が普及していく上で解決すべき課題について考察する。

1. 注目される学校債とその背景

最近、わが国の私立大学など学校法人関係者の間で学校債による外部からの資金調達が注目されている。

私立学校法人が発行する学校債は、施設整備事業や奨学事業を目的とし当該学校の卒業生や父兄との消費貸借契約に基づき発行され「借入金」の性格を有するものである¹。学生の入学時に無利息で預かり、一定額を資産運用の原資とし卒業時に返還するのが一般的とされ、引受け対象は同窓会会員やPTAなど内部関係者に限定されてきた²。制度上も、新規に学部を設置する際の資金調達を原則として自己資金で行うことが求められていること³等から、外部からの資金調達のニーズがそれほど高かったわけではなかった。

この学校債が改めて学校関係者の関心を喚起している背景として、次の三点があげられる。第一に、学校経営の自由化・弾力化策の一環として2001年6月に文部科学省の通達により内部関係者に限定されていた募集対象が一般人に広げられた⁴。第二に、少子化の進展で減少傾向にある学生を獲得すべく学校法人の間で教育関連の設備等を更新する動きが活発化している。第三に、外部向けに学校債を発行する上での前提となる財務格付けが第三者（格付け機関）によってなされることから、格付けを取得することで学校法人が対外的に財務の健全性をアピールできるとの見方がある⁵。

一方、債券市場など資本市場の発達している米国では、学校債は大学など学校にとっての有力な外部からの資金調達手段の一つとして定着しており、中長期的にみればわが国にとって参考に資する点もあると思われる。そこで、以下で米国における学校債発行の現状

¹ 「学校債について」（1954年10月13日文部省管理局振興課長通知）

² 松本雄一郎「学校法人の資金調達—学校債について考える—」『学校法人』2000年9月、2-7頁。

³ 「「学校法人の寄附行為及び寄附行為変更の認可に関する審査基準」の一部改正について」（1978年2月6日文部省管理局長通知）

⁴ 「学校債の発行について」（2001年6月8日文部科学省高等教育局私学部行政課長通知）

⁵ 法政大学は2003年2月6日付で(株)格付投資情報センターよりAA-の格付けを取得したと公表した。同大学は、格付け取得の趣旨として(a)学校法人として「開かれた大学」のイメージアップ、(b)第三者による学校の財務・経営分析的な側面の評価、(c)資金調達手段の多様化の三点をあげている。

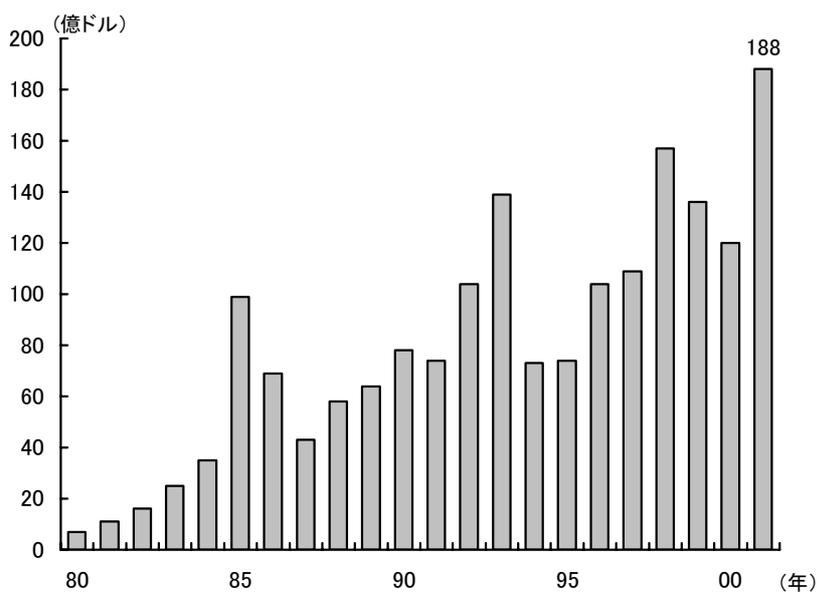
と考え方を紹介する。

2. 米国における学校債発行の現状と考え方

1) 米国における学校債の現状

米国では、我が国と同様に大学などの高等教育機関だけでなく初等教育機関などその他の機関でも学校債を発行することが可能であり、このうち高等教育機関債は全米約 3,600 の大学（私立、公立両方を含む）のうち 4 分の 1 にあたる約 900 の大学で発行されているといわれている。

図表 1 米国における高等教育機関債の発行額の推移



(注) 1985 年、93 年、98 年の発行額が急増しているのは税制改正の影響による。

(出所) NACUBO, *College & University Business Administration*, Sixth Edition, 2001 及び
The Bond Buyer 2002 Yearbook より野村総合研究所作成

高等教育機関債の発行規模は 2001 年実績で 188 億ドル（約 2.3 兆円、1 ドル 120 円換算）となっており（図表 1）、その大半が免税債とされる。学校法人は免税債の発行が認められており、投資家が受け取る利子に係る連邦税が原則として非課税（一部の州では州税等も課税されない）という優遇措置が適用されている。但し、免税債での発行は用途が教育関連施設への投資に限られるなどの制約がある。

また、私立大学による課税債の発行も可能とされている。課税債は税制優遇が適用され

ない代わりに使途が教育施設以外への投資でも認められるなど調達上の制約が免税債に比べ緩やかであるというメリットがある。

発行条件に関する詳細は不明であるが、20年物と30年物が中心といわれている。

2) 米国の大学における学校債⁶の発行に関する考え方と実際

(1) 学校債の発行に向けた考え方と実際

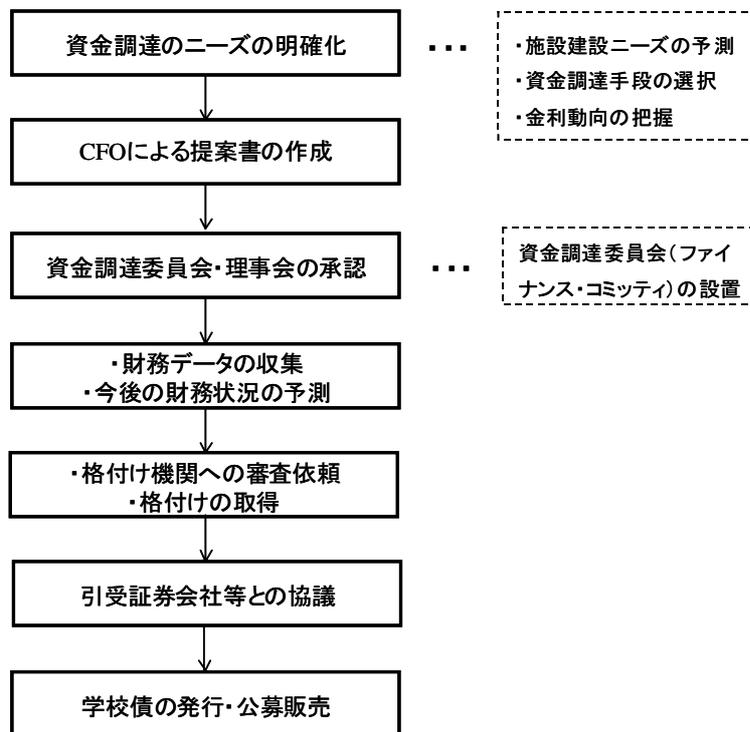
米国の大学が学校債を新規に発行する際には、一般に以下のようなプロセスを踏むとされる(次頁図表2)。まず、発行を検討する際の出発点として「資金調達のニーズの明確化」が重視されている。施設をいつ頃建設しどれだけの資金需要が発生するのかについて、なるべく正確に予測を行うこととされている。必要な資金額が明確になったら、学内の方針に基づき調達手段の選択を行う。必ずしも常に学校債に拠るとは限らず、金利動向や寄付金の運用実績等も勘案しつつ、運用資産や経常収入といった内部資金を活用するのか、寄付金集め(ファンド・レイジング)や学校債といった外部資金を活用するのかを選択する。なお、銀行からの借入れは通常短期資金の調達に限られ中長期資金の調達手段としてはあまり用いられていない。

学校債による調達が決まると、CFO⁷(最高財務担当責任者)が提案書を作成し、資金調達委員会や理事会で発行目的と計画を説明する。委員会は理事メンバーやCFOで構成され、発行債券の年限や発行形態、金利構造(変動金利か固定金利か)などが検討される。承認を受けた時点で、過去3~5年の財務データ等を取りまとめ格付機関に格付けの審査を依頼する。格付けを取得した後に引受証券会社等との協議を経て債券の発行、公募販売に至る。

⁶ 以下では、大学など高等教育機関の発行する債券の場合について述べる。

⁷ CFOは金融財務全般にわたり豊富な知識と経験を備え、財務部門の統括にとどまらず理事会と学長双方への財務状況の報告や委員会への出席を通じ、経営と現場のパイプ役として重要な役割を果たしている。米国において学校債による資金調達が普及している発行体側の要因として、CFOを中核とした充実した運営体制がある点も無視できない。

図表 2 学校債発行のプロセス



(注) 学校債発行にあたってのプロセスの全体像を大まかに示したものであり、必ずしもプロセスの全てを網羅したものではない。発行主体によっても異なる可能性がある。

(出所) NACUBO, *College & University Business Administration (CUBA)*, Sixth Edition, 2001
及びインタビューをもとに野村総合研究所作成

(2) 学校債の格付け

学校債の主な購入層は、投資信託や年金基金などの機関投資家と各大学のOBとされる。これらの投資家が学校債を購入する上で判断材料として欠かせないのが財務格付けである。スタンダード&プアーズやムーディーズ、フィッチなどの大手格付機関はほとんどの学校債の格付けを行っており、その数は近年増加傾向にあるともいわれる。

学校債の格付けでは社債の格付けと同様に財務分析に基づいた財務の健全性が重視され、分析にあたってはどの格付機関もほぼ共通の財務比率を用いている(次頁図表3)。具体的には学生の需要や財務内容(寄付基金の規模や負債構造)などを中心に分析がなされる。私立大学の場合は授業料・手数料収入がどれだけ堅調かが重視されるのに対し、公立大学では州政府による交付金等の補助度合いが重視されるという若干の違いがある。

図表 3 学校債格付けにおける主要財務比率

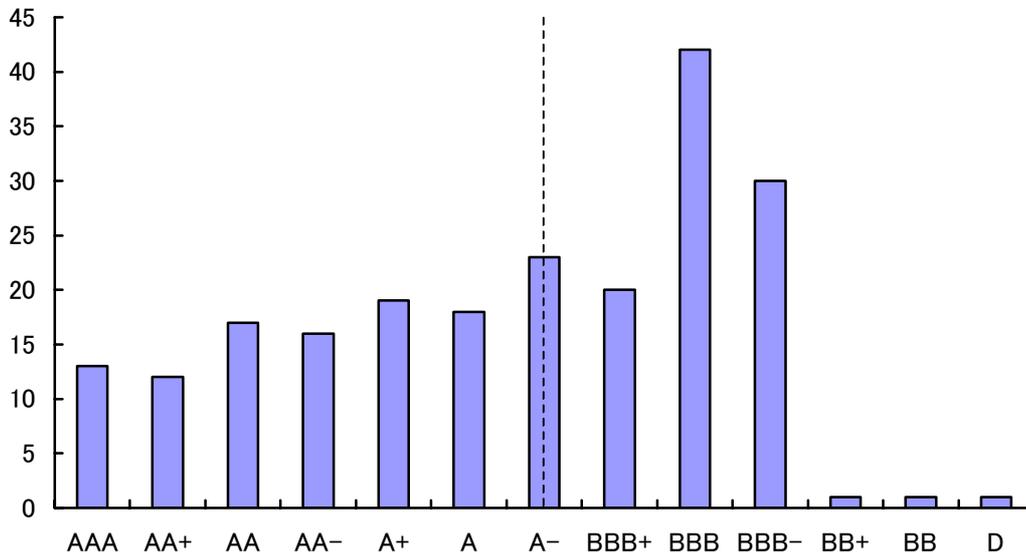
	私立大学	公立大学
需要	選抜率 入学許可率 学生一人当り純学費 学生一人当り教育支出 学費ディスカウント率 ^(注)	選抜率 入学許可率 学生一人当り純学費 学生一人当り州政府交付金 学生一人当り教育支出 学費ディスカウント率 ^(注)
資本	使途無制限資金収入対債務 支出可能資金収入対債務 総資金収入対直接債務 デットサービス(実質)対運営支出 ピーク時デットサービス対運営支出 設備使用年数	使途無制限資金収入対債務 支出可能資金収入対債務 総資金収入対直接債務 デットサービス(グロス)対運営支出 ピーク時デットサービス対運営支出
貸借対照表	使途無制限資金収入対運営支出 支出可能資金収入対運営支出 総資金収入対学生数 学生一人当たり負債	使途無制限資金収入対運営支出 支出可能資金収入対運営支出 総資金収入対学生数 学生一人当たり負債
運営	運営収支比率 デットサービス(実質)カバレッジレシオ ピーク時デットサービスカバレッジレシオ 純資産利益率 金融資産利益率	運営収支比率 デットサービス(グロス)カバレッジレシオ ピーク時デットサービスカバレッジレシオ 寄付金・資産運用依存度 財源利益率
財源構成	学費・授業料 関連事業 交付金・契約金 投資収益 寄付金	州政府交付金 純学費・授業料 関連事業 交付金・契約金 投資収益 寄付金

(注) 大学による学生向け金融支援額の学費・手数料収入に占める割合。金融支援が学生の実質的な授業料負担を軽減することから「ディスカウント」と呼ばれる。

(出所) NACUBO, *College & University Business Administration (CUBA)*, Sixth Edition, 2001.

格付機関は、財務データによる定量分析とあわせて教育の質などの定性面も考慮する。大学側が格付け審査を格付機関に依頼すると、格付機関の担当者は大学を訪問し、学長や学部長、財務担当者へのインタビューとあわせてキャンパス内をくまなく回り、教育設備だけでなくカフェテリアなどのアメニティ施設が学生にとって魅力的かどうかなどという点もチェックする。なお、2002年7月時点の学校債の格付け分布をみると、213の大学の中でシングルAが中央値に該当し、トリプルAを取得しているのは13と全体の1割程度にとどまっているようである(次頁図表4、スタンダード&プアーズ社の例)。

図表 4 米国の学校債価格付けの分布
(スタンダード&プアーズ社の例)



(注) 2002 年 7 月 15 日現在。点線は中央値 (メディアン) を示す。
(出所) スタンダード&プアーズ社資料

3. わが国での学校債の発行・普及に向けた課題

では、わが国において学校債の活用が米国並みに広がっていくためには、どのような課題を解決していく必要があるだろうか。

最大の問題は、学校法人の発行する債券が、証券取引法上の有価証券ではなく、多数の者から募集を行う場合であっても、有価証券届出書の作成や投資勧誘時における目論見書の交付など、投資家保護の観点から必要不可欠な規制に服さないという点である⁸。同窓会会員や PTA 会員等の学校関係者のみならず、広く一般の投資家へ向けて学校債を発行するのであれば、投資性と学校法人による買い戻しといった方法を含む一定の流通性を備えることにならざるを得ず、証券取引法の改正もしくは政令指定 (証取法 2 条 1 項 11 号に基づく) を通じて、有価証券としての規制を受ける必要がある。

もっとも、その場合、現行証取法の募集に関する規定を前提とすれば、従来通りに学生や父兄のみから学校債を募る場合にも、目論見書の交付といった手続きが新たに必要となる可能性があるという点には注意が必要である。50 名以上の投資家を相手方として新たに発行される有価証券の勧誘を行えば、募集に該当してしまうからである (証取法 2 条 3 項 1

⁸ このことに着目して、学校債を引受けた特別目的会社 (SPC) が債券を発行することで学校法人による資金調達手段を多様化するという考え方も提起されている。

号、施行令1条の4)。

こうした帰結に対しては、①学生や父兄といえども学校の財務状態については知識を有していないのが通例であり、投資家保護の観点から発行者である学校法人側の負担が増すのもやむを得ない、②新たな手続きが必要とならないよう適用除外などの工夫を凝らすべき、という二つの相反する見解が生まれるものと考えられる。

もちろん、投資性や流通性がなく有価証券の性質を有しない借入金としての「学校債」と投資性と一定の流通性を備えた有価証券としての「学校債券」とを区別することで、問題の解決を図ることも考えられる⁹。

証取法の枠外で学校債の「市場」が成長するという事態は決して好ましくない。学校法人の資金調達多様化という社会的ニーズに応えるべく、学校債をめぐる新たな制度設計へ向けての検討に早急に着手することが望まれる。

また、学校法人が、中長期の設備投資計画を策定し返済原資としてのキャッシュフローを正確に予測するなど、財務管理を高度化することが求められる。学校債を内部資金や銀行からの借入れといった従来の調達手段とどう組み合わせるか、金利動向や資産運用利回りなど発行の際に勘案すべき諸条件などを盛り込んだ方針を定めることも重要である。また、学校債の引き受け手（投資家）の理解を得る上では、財務格付けの取得などの手続きに加え財務情報の公開に対する積極的な姿勢をとることが望まれる。

さらに、現状では、学校法人会計は基本金の取扱いなど独特の解釈が求められる側面が多い。学校法人が公開する財務情報を投資家が評価しやすいようにすべく、財務諸表の整備や運用資産の時価評価といった投資家の視点に立った会計制度の見直しが必要であろう。

(片山 英治)

⁹ その場合、広く一般人を対象に募集を行う場合にはあくまで「学校債券」によるべきであり、「学校債」を特定の学校関係者の範囲を超えて募ることは、認められるべきではなかろう。なお、文部科学省は、学校債の募集が出資法に抵触する可能性があることをめぐって、「預かり金」と「借入金」は、前者が預け入れる者の利益のために行われ、後者は借り入れる者の利益のために行われる、といった区別があるとしているが、広く一般の投資家から学校債を募る場合には、学校、投資家の双方の利益になるような条件設定がされざるを得ず、そうした区別をすることは困難ではなかろうか。出資法との関係で問題を生じさせないためにも、広く一般から募集する学校債（学校債券）に証取法上の位置づけを与えることが重要である。