

非営利組織の資産の運用に関するルール －大学の基金（endowment fund）を中心として－

松元暢子

一 はじめに

1. 検討の対象

本稿では、非営利組織、中でも、私立大学の資産運用をめぐる問題について検討を行う¹⁾。

日本の私立大学は多額の運用資産を有している場合がある。リーマンショックを背景として、私立大学がデリバティブ取引や通貨スワップ取引等によって多額の損失を出し、証券会社を提訴する事案が複数発生したが²⁾、そのうち、大阪産業大学が原告となった事案の判決では、同大学が運用資産として400億円を有し、被告の預かり資産がピーク時において195億円に達していたことが認定されている³⁾。私立大学が抱える運用資産の規模を考えるとその運用をどのように規律するかは重要な問題であるが、資産運用の体制のあり方や運用方法をめぐるルールについては、少なくとも法律学の文献では、これまでほとんど注目されてこなかった⁴⁾。

日本の大学においては、資産運用の体制整備が十分に行われておらず、このことと関連して、適切な体制の下で運用方針を十分に検討・決定した上で運用を行うということが行われていない可能性がある。そこで、本稿では、大学における資産の投資運用のあり方について検討を行う。

2. 問題意識

大学の資産運用を巡っては、法律学の先行研究はほとんど見当たらないものの、2007年から2008年にかけて文部科学省からの委託事業として行われた研究が、日本及びアメリカの大学の資産の投資運用の仕組みや実態について詳細に紹介・検討している（以下、「文科省委託事業報告書」とい

1) 本稿は、2016年5月26日に日本証券業協会「JSDA キャピタルマーケットフォーラム」において行った報告の原稿を基礎として、加筆修正を加えたものである。

2) 大阪地判平成24年2月24日判時2169号44頁（原告：学校法人大阪産業大学、被告：野村証券株式会社）、東京地判平成25年4月16日判時2186号46頁（原告：学校法人駒澤大学、被告：ドイツ証券株式会社）、東京地判平成27年1月30日資料版商事法務373号70頁（原告：学校法人駒澤大学、被告：ビー・エヌ・ビー・バリバ・エス・ジェイ・リミテッドほか）参照。

3) 大阪地判平成24年2月24日判例時報2169号44頁。

4) 国立大学法人の場合には、運用対象とできる金融商品が制限されている（国立大学法人法35条、独立行政法人通則法47条）。本稿では私立大学を念頭において検討を行うが、国立大学法人に対する上記の規制が適切であるかについても資産の効率的な運用の必要性という観点から検討の余地があることは指摘しておきたい。

う)⁵⁾。

(1) 問題となりうる点①：預貯金や債権を中心とした投資運用

日本の大学の資産運用について問題となりうる点として、第一に、預貯金や債権を中心とした投資運用が行われていることが挙げられる。

文科省委託事業報告書では、日本の大学の投資運用の問題点が指摘されている。具体的には、日本の大学の運用金融商品の中心は預貯金または債券であることや⁶⁾、「運用資産の元本割れを起こさないことが運用に係る責任を全うすることと受け止められていることが多」いことが指摘されている⁷⁾。また、日本の大学は「収益の源泉を単年度の利子・配当に求めて」おり、そのため、「単年度で元本割れを避けようとするために債権以外への投資に踏み出せず、中長期で得べかりし利益を喪失するだけでなく、分散投資を実現できないため相場の変動によってはかえって大きな投資損失を計上する結果につながってしまっている」ことも指摘されている⁸⁾。

このように大学の資産運用において元本が保証される預貯金や債権が好まれる背景には、公共的な役割を有する大学の資産運用について、安全性が求められてきたことが影響している可能性もある。この点について、2009年1月6日に文部科学省から発出された「学校法人における資産運用について」と題する通知が参考になる。ここでは運用の安全性を重視すべきことが強調されており、たとえば、「資産の効率的な運用を図ることが一般論としては求められるが、一方で、学校法人の資産は、その設置する学校の教育研究活動を安定的・継続的に支えるための大切な財産であるため、運用の安全性を重視することが求められることは言うまでもない。」「学校法人としては、現下の国際金融情勢等も十分に踏まえ、元本が保証されない金融商品による資産運用については、その必要性やリスクを十分に考慮し、特に慎重に取り扱うべきである。」といった指摘が行われている。この通知が発出されたのがリーマンショックにより大学が運用資産の損失を出していた時期であることを考慮すれば、特殊な時期、状況においてこのような考え方が採られたことは理解できなくはない。しかし、公的役割を果たしている学校法人においては安全性の高い運用が求められるとしても、そのことは、元本が保証されない金融商品による資産運用に消極的であるべきであるという結論に直ちに結びつくものではないと考えられる。

5) 「平成19-20年度・文部科学省先導的・大学改革推進委託事業『大学の資金調達・運用に関する学内ルール・学内体制等の在り方に関する調査研究』報告書」(平成20年9月30日)。

このほか、先行研究として、ルーシー・ラボフスキー著、片山英治ら訳「アメリカの大学における基金の活用」(東大-野村 大学経営ディスカッションペーパーNo. 3)。

6) 文科省委託事業報告書125、127頁。なお、日本の大学の資産の管理運用について調査したデータとして、特定非営利活動法人21世紀大学経営協会・財務戦略委員会「『第3回大学法人における資産運用状況調査』に関する各大学法人のアンケート回答状況」(2009年10月。http://www.u-ma21.com/file/091104_1.pdf (2016年8月30日最終閲覧))がある。

7) 文科省委託事業報告書128頁。

更に、リーマンショックを受けて、「運用商品の見直し(短期国債中心へ)を行った」「基本的に元本保証のものを考える」といった対応をとった大学が見られたと指摘される(特定非営利活動法人21世紀大学経営協会・財務戦略委員会「『経済・金融危機に伴う緊急アンケート』結果の概要」6頁。http://www.u-ma21.com/file/091104_3.pdf (2016年8月30日最終閲覧))。

8) 文科省委託事業報告書164頁。

(2) 問題となりうる点②：投資運用体制が整備されていないこと

日本の大学の資産運用について問題となりうる点として、第二に、投資運用体制が整備されていないことが挙げられる。

大阪産業大学がデリバティブ取引を行った結果多額の損失を出し、野村証券株式会社を提訴した事案において、大阪産業大学側は、「原告は、学校教育という公益を目的とする学校法人であり、本件取引のようなハイリスクで複雑かつ難解なデリバティブ商品について専門的リスク管理能力を有する投資家ではない。」として適合性原則違反を主張した⁹⁾。また、駒澤大学が通貨スワップ取引を行った結果多額の損失を出し、ビー・エヌ・ピー・パリバ・エス・ジェイ・リミテッドを提訴した事案において、駒澤大学側は、「原告は学校法人であり、税金の投入を受けて運営されている公益法人であるところ、本件各取引の複雑な内容…をおよそ理解できず、適切な投資決定及びリスク管理をすることができない」として、原告の属性を理由の一つとして、本件各取引が公序良俗に反すると主張した¹⁰⁾。こうした主張が行われること自体が、大学における投資運用体制の脆弱性を表しているといえる。

(3) 投資運用体制を整備し、適切な投資方針を立てた上で効率的な投資運用を行う必要性

以上の(1)と(2)での指摘は、一見すると逆方向からの指摘であるようにも見える。(1)で指摘したのは、大学が元本が保証された預金や債券を中心とした資産運用を行っていることは望ましくないという指摘であり、(2)で紹介したのは、大学が高リスク商品であるデリバティブ商品等を利用した結果として損失が生じた事例であるためである。

しかし、両者の背景には共通の問題が存在すると理解することができる。学校法人において、十分な投資運用体制が整備されていないという点である。十分な投資運用体制が整備されておらず、投資運用の専門家がいなければ、投資運用の方法として、簡便であり、リスクの少ない預貯金や債権が選択されるのは自然なことである。そして、(2)で紹介した事例では、学校法人側は、学校法人は「専門的リスク管理能力を有する投資家ではない」といった主張を行っている。

大学が数百億円の運用資産を有する場合には、大学側は適切かつ十分な投資運用体制を整備することが必要であり、また、適切かつ十分な投資運用体制を整備することは、当該学校法人の理事の善管注意義務の内容であると考えられる。

具体的には、投資の方針を定めるための体制づくりや、決められた方針に従って実際に投資運用を行うための体制づくりが必要となろう。投資運用体制整備の際には、どのようにして投資運用の専門家の助言を得るかも検討する必要がある。こうした体制を整備し、そこでの検討を踏まえた結果として、当該学校法人においては元本を失わないことが何よりも重要だと判断してその資産を預貯金や債権で運用することはあり得ることかもしれない。しかし、投資運用体制を整備せず、投

9) 大阪地判平成24年2月24日判例時報2169号44頁。判決では適合性原則違反の主張は退けられた。

10) 東京地判平成27年1月30日資料版商事法務373号70頁。判決では公序良俗違反の主張は退けられた。

資目標についての検討も行わずに、全ての資産を預貯金及び債権で運用しているとすれば、これが望ましい資金運用であるとはいいがたい。

それでは、具体的に、どのような投資運用体制を整備することが考えられるか。また、投資運用の方法を決めるにあたってはどのような点が問題になるか。

3. 検討の方法：アメリカ法の検討

以下では、大学が多額の運用資産を有し、大学の資産運用をめぐる法ルールが発展しているアメリカを素材とした検討を行う。特に、アメリカの大学の基金（endowment fund）の運用の仕組みや、これをめぐる法ルールの変遷を分析する。

以下、二では、基金の説明を中心として、アメリカの大学における資産運用の仕組みを紹介する。アメリカの大学の投資運用においては、法人の理事会に直属の投資委員会を中心とした検討体制が整備されていることや、様々な方法で専門的な知識を有する者の助力を得ていることが注目される。

三では、アメリカの非営利組織における財産の投資運用について課されてきた制約について分析する。ここでの検討からは、非営利組織における財産の投資運用についてのルールは、効率的な資産運用を可能とするために、その制約を緩やかにする方向で変更が行われてきたことが明らかになる。

最後に四で日本の大学における資産運用のあり方について若干の考察を加える。

二 アメリカの大学における基金（endowment fund）の仕組み

1. 基金（endowment fund）の定義等

（1）基金（endowment fund）とは

本稿では、大学の有する資産の中でも、特に、基金（endowment fund）を中心として検討を行うため、まずはその定義を確認しておく。

公益組織の資産の管理運用について定めたモデル法である Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act（公益組織のファンドの思慮深い運用に関する統一州法。以下、「UPMIFA」と表記することもある。） §2（2）によれば、基金（endowment fund）は次のように定義される¹¹⁾。「『基金（endowment fund）』とは、〔公益を目的とする〕組織の資産またはその一部であって、寄附証書（gift instrument）に基づき、現時点で組織によって全てを費消されることはできないもの（not wholly expendable by the institution on a current basis）を意味する。」。

11) UPMIFA については後述三5を参照。

ここで特徴的なのは、「現時点で…全てを使用されることはできない」という点であり、基金はある時点でその全てが使用されることはできず、資産の価値の一部は使用せずに、将来の使用のために維持することが必要とされ、典型的には投資運用によって資産を増やしつつ資産の一部のみを使用して、永続的に存続することが想定される¹²⁾。

この点、伝統的には、基金とは、「元本 (principal)」は使用してはならず (intact)、投資運用によって上がった「収益 (income)」を使用するという仕組みとして理解されてきた¹³⁾。そのため、何が「元本」に当たり何が「収益」にあたるのかという、「元本」と「収益」の区別が重要な課題となり、「元本」と「収益」にそれぞれ何が含まれるのか、「元本」は全く使用することができないのかについての議論が行われてきた¹⁴⁾。

(2) 疑似基金 (quasi endowment) との違い

基金 (endowment fund) は、疑似基金 (quasi endowment) とは区別される。真正な基金とは、寄附証書によって特定の資産を基金とすることが指定されているものであるのに対して、疑似基金とは、大学等の組織自身が自主的に基金とすることを指定した財産である点で異なる¹⁵⁾。しかし、一般的な用語法としては、「基金」の用語は広い意味で利用されており、実際には、一般的に大学の「基金」と呼ばれるものの中には疑似基金も含まれていると指摘されている¹⁶⁾。

(3) 基金をめぐる状況の概要

アメリカの大学の基金が果たす役割は大きい。2008年に行われた調査によれば、基金からの投資収益が大学の経常予算に占める割合は平均9%であったとされる¹⁷⁾。単純には比較できないが、日本の私立大学の帰属収入に占める資産運用収入の割合についての調査では半数近い大学が1%以下であると回答し、75%以上の大学が3%以下であると回答していることと比べると¹⁸⁾、その重要性が分かる。

なお、アメリカにおいて大学が基金を保有しているという場合には大きく2通りあり、大学自身が基金を保有している場合と、税法上の「supporting organization」と呼ばれる別組織が基金を保有している場合とがある¹⁹⁾。

12) Rachel M. Williams, Transitioning from UMIFA to UPMIFA: How the Promulgation of the Uniform Prudent Management of Institutional Fund Act will Affect Donor-Initiated Lawsuits Brought Against Colleges and Universities, 37 J.C. & U.L. 201, 209 (2010). Bruce R. Hopkins et al., Nonprofit Law for Colleges and Universities (Wiley, 2011) at 260も参照。

13) 三で紹介する William L. Cary & Craig B. Bright, The Law and the Lore of Endowment Funds (Report to the Ford Foundation, 1969) の議論を参照。Uniform Management of Institutional Funds Act (後述三三を参照) 6頁も参照。

14) 後述三を参照。

15) UPMIFA § 2 (2) の第二文, UMIFA (後述三三を参照) 6-7頁, Henry Hansmann, Why Do Universities Have Endowments?, 19 J. Legal Stud. 3, 8 (1990), James J. Fishman, What Went Wrong: Prudent Management of Endowment Fund and Imprudent Endowment Investing Policies, 40 J.C. & U.L. 199, 200, note 1 (2014)。

16) Hansmann, supra note 15, at 8, Fishman, supra note 15, at 200, note 1.

17) 文科省委託事業報告書23-24頁が、2008年に行われた Commonfund Benchmark Study 08の数値を引用している。

18) 文科省委託事業報告書123-124頁が、21世紀大学経営協会「学校法人における資産運用状況調査」(2008年1月)の数値を引用している。

大学の基金の数および規模については、小規模大学の83%、中規模大学の88%、大規模大学の95%が基金を有しており、その資産の市場価値の平均値は、小規模大学の基金では74millionドル、中規模大学の基金では、293millionドル、大規模大学の基金では728millionドルであり、全米の756の大学の合計でみると基金の合計額は340billionドルに上るとされる²⁰⁾。また、基金は一部の大学に集中しており、20の大学が基金全体のほぼ半分にあたる金額を有しているとされる²¹⁾。

投資運用の対象について、若干古いデータではあるが、1997年時点での資産配分と2006年時点での資産配分の違いを指摘した先行研究がある。これによれば、1997年時点では、93%以上の資産が株式(63.4%)と債権及び現金(30.8%)に投資され、オルタナティブ投資(ヘッジファンド、不動産、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、天然資源)の割合は5.8%に過ぎなかったが、2006年までには資産配分が大幅に変化し、資産の19%がオルタナティブ投資にあてられていることが指摘される。特に、大規模な基金を有する大学ほどオルタナティブ投資を積極的に行っている傾向が見られ、2006年時点では、10億ドルを超える基金を有する大学では、資産の41.9%をオルタナティブ投資にあてていることが指摘されている²²⁾。

2. アメリカの大学における資産運用の体制

アメリカの大学における資産運用の体制について、特徴的な点を挙げる²³⁾。

(1) 投資方針の策定

アメリカの大学では、小規模・中規模大学の94%、大規模大学の96%で投資方針が策定されると説明される²⁴⁾。文部科学省委託事業報告書に掲載されているミズーリ大学の基金運用方針を見ると²⁵⁾、基金の運用管理体制について定められているだけでなく、リターンの目標や、目標アセット・ミックス、目標アセット・ミックスからの乖離の許容範囲について、具体的な数値が示されている。なお、日本の大学の資産運用規定においては、リターンやアセット・ミックスについて、具体的な数値目標は記載されないことが一般的であると思われる²⁶⁾。

19) Hopkins et al, supra note 12, at 263-264.

20) Hopkins et al, supra note 12, at 263.

21) Hopkins et al, supra note 12, at 264.

22) 本段落について、ラボフスキー・前掲注15・15頁がNACUBO, 2006 Endowment Studyの数値を引用している。なお、(2)で説明したように、「疑似基金」をも含めた資産についてのデータであると考えられる。

23) 以下の資産運用の体制の紹介について、全体として、文科省委託事業報告書30-36頁, Hopkins et al, supra note 12, at 266-270, ラボフスキー・前掲注5・21-28頁, Fishman, supra note 15, at 234-238を参照した。

24) Hopkins et al, supra note 12, at 267. Hopkins et al.中に示される数値は、IRS's Compliance Project Interim Reportの数値を引用している。以下同様。

25) 文科省委託事業報告書254頁以下。

26) 稲見和典「資産運用における新たなリスク管理—米国大学基金の運用実態をふまえて」(2006年5月30日。http://www.uma21.com/report/pdf/080723/or200705.pdf (2016年8月30日最終閲覧)) 19頁以下参照。

(2) 投資委員会 (investment committee) の設置と役割

アメリカの大学の基金の運営については、取締役会の下に「投資委員会 (investment committee)」が置かれていることも特徴的である。小規模大学の85%、中規模大学の93%、大規模大学の94%で投資委員会が設置されているとされる²⁷⁾。理事会のメンバーは投資の専門家ではないため、理事会の下に投資委員会を設置して投資に関するあらゆる意思決定がされることが多いと説明される²⁸⁾。

投資委員会には、小規模大学で平均7名、中規模大学で平均8名、大規模大学で平均12名の委員がいるとされ²⁹⁾、投資委員会のメンバーには、理事会のメンバーの他に、学外の基金運用管理の専門家（卒業生等）が加わることも多いとされる³⁰⁾。

投資委員会の役割は多岐にわたる。投資委員会は、投資方針に基づいて資産配分を決定し、また、運用の方法として、自家（インハウス）運用を行うか委託運用を行うかを決定した上で、委託運用を行う場合には、(3)で述べる運用機関 (investment manager) の採用を行うほか、基金全体及び投資機関ごとの実績を評価する³¹⁾。必要な場合には(4)で述べるコンサルタントを採用するのも投資委員会の役割である。

(3) 外部の運用機関 (investment manager) の起用

大学の資金を運用する方法としては、投資判断を外部の投資機関に委託する「委託運用」と、大学の運用担当者自らが個別の投資判断を行う「自家（インハウス）運用」があるところ、2007年当時のデータによれば運用資産の9割以上が委託運用で占められ、自家運用の対象は7.8%に過ぎないとされる³²⁾。また、採用する平均運用機関数は、2005年度から2007年度にかけて、13.0から15.4に増加したことが指摘されている³³⁾。

委託運用及び自家運用を利用している大学の割合（両方の方法を利用している大学もあると思われる）としては、委託運用の方法を活用しているのは小規模大学の79%、中規模大学の89%、大規模大学の83%であり、自家運用の方法を活用しているのは小規模大学の27%、中規模大学の29%、大規模大学の33%とされる³⁴⁾。

また、大学が利用することのできる運用機関として特徴的なものとして、大学等の非営利団体向けに特化した、Commonfund社がある³⁵⁾。Commonfund社の設立目的は、大学を対象に分散投資のメリットを提供し、投資に関する啓蒙を行うことにあったとされ、同社は運用を自ら手掛けず、

27) Hopkins et al., supra note 12, at 267.

28) 文科省委託事業報告書30頁。

29) Hopkins et al. supra note 12, at 267.

30) 文科省委託事業報告書32頁。

31) ラボフスキー・前掲注5・22頁。

32) 文科省委託事業報告書33-34頁が NACUBO, 2007 Endowment Study の数値を引用している。

33) 文科省委託事業報告書34頁が Commonfund Benchmark Study 08の数値を引用している。

34) Hopkins et al., supra note 12, at 266.

35) 文科省委託事業報告書34頁、ラボフスキー・前掲注5・17頁。

他の運用機関に委託する形で合同投資ファンドを提供しているとされる³⁶⁾。

(2) で述べたように、こうした外部機関を採用するのは投資委員会の役割である³⁷⁾。

(4) 外部コンサルタントの利用

このほか、大学の多くは基金の運用について助言を行う外部コンサルタントを活用おり、外部コンサルタントは(3)の投資機関を兼ねて投資運用を行っている場合と、投資運用は行わずに助言に専念している場合があるとされる³⁸⁾。小規模大学では60%、中規模大学では74%、大規模大学では84%が、外部コンサルタントに対して投資についての助言を求めているとされる³⁹⁾。

この外部コンサルタントは、(2)の投資委員会によって採用され⁴⁰⁾、トータル・リターンや支出ルールの設定、運用機関の選択や評価を含め、投資プロセスのあらゆる面について助言を行う⁴¹⁾。

(5) 専任の職員及び最高投資責任者(CIO)

アメリカの大学において、基金の運用管理を主たる業務とする職員の数は少なく、小規模大学の場合で0人、中規模大学で1人、大規模大学で3人とされる⁴²⁾。ただし、10億ドル超の基金を有する大学においては、投資機能に関連する職務を行う職員が平均して10名以上いて、こうした大学の85%では、最高投資責任者(Chief Investment Officer。CIO)を置いているとされる⁴³⁾。

3. 小括

以上、アメリカの大学における基金の運用の仕組みを紹介してきた。多額の基金を保有しているアメリカの大学では、全学的な基金の投資運用体制が整備されていることが注目される。特に、①詳細な投資方針が策定されており、目標アセット・ミックスの数値を含めた具体的な投資方針が明確に策定されていること、②理事会の下に置かれた投資委員会を中心として投資運用が行われており、投資委員会には卒業生等から投資運用の専門家が加わる場合があること、③資金の運用の大部分は運用機関に委託されており、④運用機関の選定のプロセスにおいては、外部コンサルタントが投資委員会に助言を行っていること等、詳細な運用方針と資金運用体制を構築した上で、専門家を活用しながら投資運用を行っていることが注目される。

36) 文科省委託事業報告書34頁。

37) ラボフスキー・前掲注5・22頁、Hopkins et al., supra note 12, at 268.

38) ラボフスキー・前掲注5・23頁。

39) Hopkins et al., supra note 12, at 267-268.

40) ラボフスキー・前掲注5・22頁。

41) 文科省委託事業報告書35頁、ラボフスキー・前掲注5・24頁。

42) Hopkins et al. supra note 12, at 267. ラボフスキー・前掲注5・22-23頁も参照。

43) ラボフスキー・前掲注5・23頁がCommonfund Benchmark Study 2007の数値を引用している。

三 アメリカにおける基金 (endowment fund) の投資についての制約

次に、アメリカにおいて大学の基金 (endowment fund) を投資運用する際に、どのような制約が課されてきたのかについて、歴史的な経緯を含め、検討する。

1. 問題の所在

大学の基金の投資運用については、次の2つの視点から、その投資運用の方法が制約される可能性があった。

(1) 伝統的な「元本と収益の計算 (principal-and-income accounting)」についてのルールによる制約?

かつて、慈善組織の資産の投資については、信託法の規制に服すると解されていたところ、信託法における伝統的な「元本と収益の計算 (principal-and-income accounting)」についてのルールは、慈善組織の基金の効率的な投資運用を阻害する可能性があった。このルールの下では、収入を「収益 (income)」と「元本 (principal)」とに割当て、そのうち「収益 (income)」の部分のみを使用・支出することができることとされた⁴⁴⁾。そして、利息や配当は「収益 (income)」に含まれるが、株式の値上がり分であるキャピタル・ゲイン (appreciation) は「収益 (income)」には含まれず、「元本 (principal)」に割り当てられるものと理解されていた⁴⁵⁾。この場合、慈善組織の運営費用として一定の金額が必要なのであれば、運営費用に使用することができる資金を確保するために、「収益」に割り当てられる収入を確保することが必要となるため、[キャピタル・ゲインが出る株式よりも]確定額の収益が見込める債権 (bond) に投資することが好まれることになる。その結果、株式を含むバランスの取れたポートフォリオを組んだ場合よりも、トータル・リターンは少なくなる可能性がある⁴⁶⁾。

実際に、1970年代までは、大学基金は債券偏重型であって債券と高配当の国内株式に投資されていたと指摘されており⁴⁷⁾、また、支出の方法についても、1960年代後半までは、多くの大学におい

44) このように収益を「収益」と「元本」とに割り当てる考え方は、「収益」は収益受益者 (income beneficiary) に帰属し、「元本」は残余受益者 (remainderman) に帰属するという信託の仕組みを前提として形成されたものだと考えられる (Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, 62 N.Y.U. L. Rev. 52, 99(1987))。

45) キャピタル・ゲインが「元本」に組み入れられ、使用されることができないとされたことについて、これにより永続する基金の価値を増加させ、うまくいけば将来の収益を増加させると説明されている (Steven J. Riekes, *Is the Law Causing Charities to Drown Because their Endowment Funds are Now "Under Water"?*, 43 Creighton L. Rev. 529, 530(2010))。

46) 本段落について、Susan N. Gary, *Charities, Endowments, and Donor Intent: The Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act*, 41 Ga. L. Rev. 1277, 1283 (2007)。

「元本と収益の計算 (principal-and-income accounting)」については、第三次信託法リステイトメント第23章「元本と収益の計算 (Accounting for Principal and Income)」のIntroductory Noteとこれに対するReporter's Notes及びJeffrey N. Gordon, *supra* note 44, at 99-101 (1987)も参照。

47) ラボフスキー・前掲注5・14頁。当時の基金の運用が保守的だったことについて、Fishman, *supra* note 15, at 207-208, Riekes, *supra* note 45, at 530も参照。

て、利息や配当のみを支出し、キャピタル・ゲインは支出せずに積み立てる取り扱いをすることが通常であったと指摘されている⁴⁸⁾。

以下で紹介するように、その後の Cary & Bright の報告書や UMIFA, UPMIFA と続く流れは、伝統的な「元本と収益の計算」についてのルールによる制約からの解放の流れであるといえる。なお、今日では信託法のルール自体にも修正が加えられており、「収益」を一定のレベルにするためではなく、トータル・リターン (total return) のために投資を行うべきであるという考え方が確立している⁴⁹⁾。

(2) 投資対象の制約？

かつての信託法のルールは、リスクの高い投資商品に対する投資を制約する可能性のあるものだった。1959年に採択された信託法第2次リステイメント §227は判例法で発展してきた「ブルーデント・マン・ルール (prudent man rule)」を採用したが、このブルーデント・マン・ルールは、今日のように、投資をポートフォリオ全体として評価するものではなく、個別の投資商品ごとにリスクの大きさを評価する仕組みであったために、ある投資商品を購入することが、「投機的 (speculative)」と評価される可能性があった⁵⁰⁾。

慈善組織による投資運用が信託法のルールに拘束されると解した場合には、こうしたルールによって投資対象が制限されてしまう可能性があった。

この問題については、以下で紹介するように、まず、信託法のルール自体について、1990年にブルーデント・インベスター・ルールが採用され、個別の投資商品ではなくポートフォリオ全体を見てリスクの適切性が判断されるモダン・ポートフォリオ・セオリーの考え方が採用された。その後制定された UPMIFA においても、モダン・ポートフォリオ・セオリーの考え方が取り入れられることとなった。

以下、上記の2つの視点を軸として、基金の投資運用をめぐるルールの変遷について検討する。

2. Cary & Bright の報告書 (1969年)

(1) 実現したキャピタル・ゲインの使用は認められるという主張

大学の基金を対象として、「元本と収益の計算」についてのルールから生じる懸念を正面から検討したのが、1969年の Cary & Bright の Ford 財団に対する報告書である。ここで、Cary & Bright は次のように問題提起した。

「投資される資金の安全性や維持と矛盾しない最高の全体のリターン (highest overall return) を目標として投資を行う際には、配当や利息だけでなくキャピタル・ゲインをも考慮に入れること

48) Hansmann, supra note 15, at 11.

49) 三の4を参照。

50) Gary, supra note 46, at 1282; Edward C. Halbach, Jr., Trust Investment Law in the Third Restatement, 77 Iowa L. Rev. 1151, 1152 (1992). このほか、州によっては、制定法によって、信託の受託者が投資を行うことができる投資商品についてのリストを作成している場合があるという制約もあった (id.)。

が、遥かに賢明である (far wiser) と指摘されてきた。仮に現在のリターン〔その年度に得られる配当や利息〕が組織のニーズに対して不足しているのであれば、そのリターンと、より制約的な方針〔その年度の配当や利息のみを考慮に入れた方針〕を採った場合に得られたであろうリターンとの差額は、キャピタル・ゲインの思慮深い一部 (prudent portion) の使用によって補充することができる。この提案に対しては、法律の問題として、基金 (endowment fund) の元本は無傷で (intact) 永遠に (in perpetuity) 維持されなければならない、また、キャピタル・ゲインはその元本を構成するものであるから、基金のキャピタル・ゲインを使用することは認められない、という反論が繰り返し行われてきた。

この報告書の本セクションは…このような反論の有効性と効力について分析するために捧げられる。」⁵¹⁾

この問題について Cary & Bright は、①確かに、私益信託については、〔当時の〕「元本と収益についての統一法 (Uniform Principal and Income Act)」によれば、キャピタル・ゲインは通常は元本を構成すると考えられるものの、「元本と収益についての統一法」は公益法人の基金には適用されず、また、公益信託にも適用されないこと⁵²⁾、②私益信託の場合には残余受益者 (remainderman) と収益受益者 (income beneficiary) を明確に区別することができ、両社の利害関係を調整する必要があるが、公益法人の基金については、残余受益者と収益受益者は明確に区別されないこと⁵³⁾、③私益信託法においてさえも、伝統的な元本と信託についての考え方には疑問が提示されるようになってきていること⁵⁴⁾、④もし教育機関がキャピタル・ゲインを収益として利用することを禁止されているのだとすれば、教育機関の多くは、将来の世代を犠牲にして、現時点での利益は高いが成長は低い (high yield-low growth) 投資を好み続けることになってしまうこと⁵⁵⁾、等を指摘した上で、現在の法には、基金の実現したキャピタル・ゲイン (realized gains) を元本として取り扱わなければならないという広く持たれている見方を支持する実質的な根拠はないと結論付け、実現したキャピタル・ゲイン (realized gain) を留保するか、その合理的な一部を支出するかについて、教育機関の柔軟性を否定すべきではないと主張した⁵⁶⁾。

(2) Cary & Bright の報告書の位置づけ

Cary & Bright による検討は、1960年代にインフレーションが生じ、債券の価値が下がるとともに株式の価値が増加して、大学が基金の投資運用について問題を抱えた時期に行われたものである⁵⁷⁾。

51) Cary & Bright, supra note 13, at 5-6.

52) Cary & Bright, supra note 13, at 13-14.

53) Cary & Bright, supra note 13, at 13-14, 30.

54) Cary & Bright, supra note 13, at 30.

55) Cary & Bright, supra note 13, at 32.

56) Cary & Bright, supra note 13, at 33, 60. なお、Cary & Bright の報告書は、検討の対象を、実現したキャピタル・ゲインに絞っている (id. at 35)。

この Cary & Bright の報告書が発表されたこともあり、また、株式市場の成長や、大学が拡大のための資金を調達する必要性があったこともあり、1960年代の終わりには、大学の基金 (endowment fund) の投資運用の方法の変化が加速したとされる。大学は従来の社債 (bond) や高配当の株式を中心とした投資方針を変更して、配当は少なくとも成長が見込まれる株式に投資を行うようになり、また、従来は利息や配当金からのみ支出を行っていたところ、キャピタル・ゲインからの支出も行うようになったと指摘される⁵⁸⁾。

3. UMIFA (1972年) : キャピタル・ゲインの使用の許容

大学をはじめとする公益組織による効率的な資金の運用の要望を受け、また Cary & Bright の報告書を受け⁵⁹⁾、統一州法委員会の全米会議 (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws。以下、「NCCUSL」という。) は、1972年に公益組織のファンド運営に関する統一州法 (Uniform Management of Institutional Funds Act。以下、「UMIFA」という。) を公表した。UMIFA は、公益を目的とする組織における資産の管理・運用について定めたモデル法であり、UMIFA が適用されるのは、カレッジ、大学、病院、宗教、その他の公益の性質を有する組織である⁶⁰⁾。

ここでは、キャピタル・ゲインを一定の範囲で使用することを明示的に認めた UMIFA §2 を紹介する。

UMIFA §2 は、「理事会 (governing board) は、キャピタル・ゲイン (net appreciation) を、それが実現していてもそうでなくても、基金の資産の公正な価額において寄付拠出累計額 (historic dollar value) を超える部分について、§6 に設定する基準 [筆者注：§6 は理事会の行為基準についての条文である。] の下で思慮深いように (as is prudent)、その基金が設定されたところの利用と目的のための支出 (expenditure) に充当する (appropriate) ことができる。[以下略]」と規定しており、Cary & Bright の指摘を受け、キャピタル・ゲイン (appreciation) を一定の範囲で使用することが明示的に認められた⁶¹⁾。

ただし、キャピタル・ゲインを使用するためには、基金の資産の公正な価額が寄付拠出累計額 (historic dollar value) を超えていなければならないという制限が付されていたことに留意する必

57) Gary, supra note 46, at 1284.

58) 本段落について、Hansmann, supra note 15, at 25. ラボフスキー・上掲注15・14-15頁も参照。

また、その後1970年代初めの景気の後退により各大学の基金の価値は急激に減少し、これによって大学の資産運用に対する保守的な態度が強まり、その状況は Hansmann の論文が執筆された1990年にも続いていると指摘される。株式への投資やキャピタル・ゲインからの支出は排除されなかったが、多くの大学は、支出が実際の収益を上回らないように制限したと説明される (Hansmann, supra note 15, at 25-26)。

59) UMIFA の Prefatory Note。

60) UMIFA §1 の comment。

61) UMIFA の Prefatory Note の Use of Appreciation の項。

なお、UMIFA のルールは、キャピタル・ゲインが実現しているかどうかを問題としない。すなわち、保有している株式が値上がりしていれば、実際に当該株式を売却して売却益を得ていなくても、キャピタル・ゲインの分を費消することが認められる (UMIFA の Prefatory Note の Use of Appreciation の項)。

要がある。寄付拠出累計額とは、基金に対して拠出された全ての資産の合計額を意味する⁶²⁾。寄付が現金で行われた場合には、その金額の合計額が寄付拠出累計額となる。寄付拠出累計額という制約を残したことにより、デフレ等によって基金に含まれる証券の価額が値下がりするなどした場合には、基金の資産の公正な価額が寄付拠出累計額を下回ることになり（いわゆる“under water”）、キャピタル・ゲインからの支出を行うことができないことになる⁶³⁾。

UMIFA §2 がキャピタル・ゲインの一部を使用することを認めたことにより、公益組織が従来の「収益」と「元本」の区分にとらわれず、トータル・リターンを最大化するための投資（total return investing）を行うことが可能になったとの評価もある⁶⁴⁾。しかし、この UMIFA も、キャピタル・ゲインを使用できる範囲について、寄付拠出累計額に関する制約を残したことから、従来の「元本と収益の計算」についてのルールによる弊害、すなわち、「収益」にあたる利息や配当を生み出す投資が好まれ、投資方針をゆがめるといふ弊害を完全に排除することにはならなかった⁶⁵⁾。なお、この寄付拠出累計額の仕組みは、その後2006年に UPMIFA が導入される際に放棄されることになる⁶⁶⁾。

〔年表：信託法のルールと公益組織の投資ルール〕

	信託法のルール	公益組織の投資ルール	その他
1959年	信託法第二次リステイメント		
1969年			Cary & Bright の報告書
1972年		UMIFA	
1990年	ブルーデント・インベスター・ルール（信託法第三次リステイメントの一部）		
1994年	統一ブルーデント・インベスター法（Uniform Prudent Investor Act）		
1997年	1997年元本と収益についての統一法（1997 Uniform Principal and Income Act）		
2006年		UPMIFA	

4. 信託法の世界での投資理論の発達

信託法第二次リステイメントが公表された1959年以降、信託法における投資理論に大きな進展がみられた⁶⁷⁾。信託法における投資理論の発展が、その後の公益組織における資産の投資のルール

62) UMIFA §1 (5), Fishman et al., Nonprofit Organizations 190 (Fifth Edition, Foundation Press, 2015).

63) Riekes, supra note 45, at 529.

64) UPMIFA の Prefatory Note of the Reasons for Revision の項は、「UMIFA による法の変更は、公益組織がトータル・リターンのための投資（total return investing）といった現代の投資テクニックを使用することを認め、また、「収益」とか「元本」の決定に依拠せずに、一定の支出レートに基づいて基金の支出を決めることを認めた。」と指摘する。

65) UPMIFA の Prefatory Note の Endowment Spending の項の 3。

66) 後述 5 参照。

の発展に影響を与えることになるため、ごく簡単に紹介しておく。

(1) ブルーデント・インベスター・ルール：1990年の「ブルーデント・ブルーデント・インベスター・ルール」と1994年の「統一ブルーデント・インベスター法」

既に指摘したように、信託法第二次リステイメントが採用していたブルーデント・マン・ルールの下では、投資対象が個別に判断されたため、このことは、ある投資対象に対して投資を行うことが、「投機的 (speculative)」と分類されることに繋がっていた⁶⁸⁾。

このような問題に対処するために、1990年に、信託法第三次リステイメントの一部として「ブルーデント・インベスター・ルール」が採択され⁶⁹⁾、1994年には統一州法委員会の全米会議 (NCCUSL) が、統一ブルーデント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act) を採択した⁷⁰⁾。

この二つは、いわゆるブルーデント・インベスター・ルールを採用したものであり、これらのルールの下では、特定の資産を保有することのリスクの適切性や合理性は、資産を個別に見て判断するのではなく、ポートフォリオ全体との関係で判断すべきであるとされ、また、受託者は、トータル・リターンを最大化することを目標にすべきであると考えられるようになった⁷¹⁾。

(2) 1997年元本と収益についての統一法 (1997 Uniform Principal and Income Act) と各州の「ユニトラストへの転換についての法 (unitrust-conversion statute)」

ブルーデント・インベスター・ルールが導入されると、ブルーデント・インベスター・ルールと、「元本と収益の計算」についてのルールが矛盾することが問題となった。すなわち、既に指摘したように、「元本と収益の計算」についてのルールの下では、受託者は一定の収益 (income) を得ることを目的として投資を行わざるを得ないところ、このことは、トータル・リターンを最大化することを目標として投資を行うことを要求するブルーデント・インベスター・ルールの考え方と矛盾していたのである⁷²⁾。

この問題に対応するために、2通りの対応が行われた。まず、1997年には、「1997年元本と収益についての統一法 (1997 Uniform Principal and Income Act)」が公表され、各州はこれを採用した。これにより、支出の金額を決定するのにあたって、元本の金額と収益の金額を「調整 (adjustment)」することが可能となった。ここで調整というのは、「収益」の額が必要な支出額に対して多すぎる、

67) ブルーデント・インベスター・ルールの内容については、新堂明子「アメリカ信託法におけるブルーデント・インベスター・ルールについて」北大法学論集52巻5号426-372頁に詳しい。

68) 注50とその本文を参照。

69) ブルーデント・インベスター・ルールの内容については、新堂明子「アメリカ信託法におけるブルーデント・インベスター・ルールについて－受託者が信託財産を投資する際の責任規定」北大法学論集52巻5号426-372頁に詳しい。

70) 同法のレポーターである Langbein の解説として、John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 *Iowa L. Rev.* 641 (1996) がある。

71) Halbach, *supra* note 50, at 1166, 信託法第三次リステイメント23章の introductory note.

72) 本段落について、信託法第三次リステイメント23条の introductory note.

または少なすぎる場合に、「収益」の金額を減少または増加させ、その分、「元本」の金額を増加させまたは減少させることをいう⁷³⁾。また、同様の目的を達成するために、多くの州が、ユニトラストの方法を用いて支出額を計算することを可能とする法 (unitrust-conversion statutes) を制定した。ユニトラストとは、信託資産の価額の一定のパーセンテージにあたる金額を支出に充てるタイプの信託を指す⁷⁴⁾。この方法によれば、支出額を決定するのにあたって「収益」の金額に拘束されることがなくなるため、「収益」にあたる利息や配当を得るために投資方針が歪められることはない⁷⁵⁾。

更に、その後、2012年に採択された第三次信託法リステイトメントの23章では、元本と収益の「調整」についてのルールやユニトラストの方法を用いるためのルールが導入された⁷⁶⁾。

5. UPMIFA (2006年)

このように投資理論が発達すると、UMIFAの一部は「時代遅れ (out of date)」であると評価されるようになった⁷⁷⁾。そこで、2006年に、UMIFAの改訂版である Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act (公益組織のファンドの思慮深い運用に関する統一州法。以下、「UPMIFA」という。) が採択された⁷⁸⁾。UMIFAを改訂してUPMIFAを制定する際には、4(1)で紹介した1994年の統一ブルーデント・インベスター法が多くの点でモデルとなったとされ、UPMIFAが採用した投資判断についての基準は、統一ブルーデント・インベスター法の基準に基づくものであると説明される⁷⁹⁾。このUPMIFAは、49州およびコロンビア特別区で採用されることになる⁸⁰⁾。

ここでは、投資運用の際の行為基準を定めた§3と基金の支出についてのルールを定めた§4のうち、本稿の検討課題と関連する点を紹介する。

(1) UPMIFA §3：組織の資金を管理し運用する際の行為の基準

UPMIFA §3では、1994年の統一ブルーデント・インベスター法を基礎とした行為基準が採用された⁸¹⁾。特に、UPMIFA §3(e)(2)は「個別の資産についての管理や運用の判断は、個別に行われるのではなく、むしろ、組織の資産の投資ポートフォリオ全体の文脈で、また、資産と組織に合理的に適切なりスクとリターンを有する全体の投資戦略の一部として、行われなければな

73) 信託法第三次リステイトメント §111の comment b.

74) 信託法第三次リステイトメント §111の comment c.

75) 本段落について、信託法第三次リステイトメント23章 introductory note.

76) 本段落について、信託法第三次リステイトメント23章 introductory note.

77) UPMIFAの Prefatory Note of the Reasons for Revisionの項。

78) Williams, supra note 12, at 203.

79) UPMIFAの Prefatory Note of the Reasons for Revisionの項と Prudent Management and Investmentの項。Gary, supra note 46, at 1299も参照。

80) Fishman et al, supra note 62, at 189.

81) UPMIFAの Prefatory Noteの Prudent Management and Investmentの項。Williams, supra note 78, at 208-209も参照。

らない。」と述べ、個別の金融商品ごとに判断を行うのではなく、ポートフォリオ全体との関係で判断しなければならないことが明確に示された。

なお、二1(3)で指摘したように、大規模な基金を有する大学では、オルタナティブ投資の割合が大きいことが指摘されている。

(2) UPMIFA §4 : 基金 (endowment fund) の支出への充当または留保

UPMIFA §4は、基金 (endowment fund) の一部を支出のために充てるか、それとも内部に留保するかについての規定であり、UPMIFA §4 (a) は、「寄附証書に示された寄付者の意図に従い、……組織は、そのために基金が設立されたところの利用、利益、目的及び組織にとって、思慮深い (prudent) と組織が判断した基金の部分を、支出のために充当し、または留保することができる。……〔支出のために〕 充当することや留保することを判断するのに際しては、組織は、誠実に (in good faith)、同様の立場にある通常の思慮深い者 (prudent person) が同様の状況の下で行使するであろう注意をもって、行動しなければなら」ないと規定している。

ここでは、UMIFAにおいて採用されていた寄付拠出累計額 (historic dollar value) の考え方が放棄されたことに着目しておきたい⁸²⁾。§4 (a) においては、公益組織が基金の一部を支出の為に充当するか、それとも留保するかを判断するに際して、UMIFAで採用されていた寄付拠出累計額によって制約を課す方法は採用されず、基金からの支出に関する判断は、思慮深さの基準 (prudence standard) で判断されることとなった⁸³⁾。これにより、基金の価額が寄付拠出累計額を下回っている場合に、「収益」にあたる利息や配当を生み出す投資が好まれることによって投資方針が歪められる可能性があるという問題は解消されることになった⁸⁴⁾。

以上に加え、各州が選択的に導入できる条項として、UPMIFA §4 (d) が設けられた。§4 (d) 本文は、「ある年において、基金の公正な市場価格の7%を超える金額を支出のために充てること (少なくとも四半期ごとに市場価格を基準にして計算され、支出のための充当が行われた年の直前の3年間以上の期間において平均されたもの) は、反証可能な、思慮深くないことの推定をもたらす (rebuttable presumption of imprudence)。〔以下略〕」と規定しており、いわゆるユニトラストのタイプの支出を前提とした規定である。なお、本文に続く §4 (d) (2) では、〔本条は〕「基金の公正な市場価格の7%以下の支出のための充当について、思慮深さ (prudence) の推定を与えるものではない」ことが規定されている。

なお、現在アメリカの大学の基金におけるもっとも一般的な支出方針は、前年度あるいは数年度分の基金残高に対する一定割合を支出する方法であると指摘されており⁸⁵⁾、ユニトラスト型の運用が広く採用されていることが伺われる。

82) UPMIFA の Prefatory Note の Endowment Spending の項、Fishman et al., supra note 62, at 190.

83) UPMIFA §4 の comment の Purpose and Scope of Revisions の項。

84) UPMIFA の Prefatory Note の Endowment Spending の項の3参照。

85) ラボフスキー・前掲注5・28頁。

6. 小括

以上、アメリカの公益組織による資産の投資運用を規制するルールの変遷について検討してきた。アメリカのルールは、一貫して、投資方針を歪める可能性のある制限を排除し、効率的な投資運用を行うことを可能にするために修正されてきたと評価することができるだろう。

四 考察

1. 日本の状況：1960年代のアメリカ？

以上を踏まえ、日本における大学の資産運用の状況について、若干の考察を行いたい。

冒頭でも紹介したように、日本の大学の資産運用については、運用金融商品の中心が預貯金または債券であることや⁸⁶⁾、日本の大学は「収益の源泉を単年度の利子・配当に求めて」おり、そのため、「単年度で元本割れを避けようとするために債権以外への投資に踏み出せず、中長期で得べかりし利益を喪失するだけでなく、分散投資を実現できないため相場の変動によってはかえって大きな投資損失を計上する結果につながってしまっている」ことが指摘されている⁸⁷⁾。

この点、日本とアメリカにおいては大学の基金の性質やその規模が異なることから、単純に比較することはできないが、収益の源泉を単年度ごとの利子や配当に求め、債権を中心とした投資を行っているという点は、1960年代のアメリカの状況に類似しているということもできる。

アメリカ法が公益組織の資産運用を効率化するために変遷を重ね、大学がトータル・リターンを最大化することを目標とする投資を行うことができるルールを形成してきたこと、また、実際にアメリカの大学では、株式に対する投資のみならずオルタナティブ投資を含めた投資を行いリターンの最大化を目指していることに鑑みれば、日本の大学の資産運用の在り方を改めて見直すことが必要であろう。

2. 具体的な投資方針を定める必要があること

日本の大学においては、当該個別の大学が採用することができるリスクの検討が行われることもなく、また、具体的な投資目標や目標アセット・ミックスについて意思決定がされないままに資産運用が行われている可能性がある⁸⁸⁾。

投資目標や目標アセット・ミックスは各大学の運用資産の規模や想定される運用資産からの収益の用途等によってもそれぞれ異なるはずであり、まずは各大学において具体的な投資方針を定めることが必要であろう。

86) 文科省委託事業報告書125, 127頁。

87) 文科省委託事業報告書164頁。

88) 二2(1)を参照。

3. 投資運用体制の整備の必要性

そして、具体的な投資方針を決定する際、また、実際に投資方針に沿って投資運用を行う際には、専門家の助力を得ることを含めた、十分な投資運用体制を整備することが不可欠である。1996年に発表されたアメリカの論文では、1972年の UMIFA によって大学の基金の投資範囲が拡がり、よりリスクのある投資対象への投資が行われるようになったことを指摘した上で、リスクのある投資対象への投資を行う上では、大学において資金運用の体制を整える必要があるとして、理事会の下に investment committee を置くことが提案されていた⁸⁹⁾。日本の大学でも、今後預貯金や債権を中心とした運用方法を改め、投資目標を立てた上で、より効率的な運用を目指して複雑な金融商品への投資を含めた運用を行っていくのであれば、投資方針の設定や運用投資についての専門知識を有する者を組み込んだ資金運用体制を整えることが不可欠である。具体的には、日本の大学でも、アメリカにおける運用委員会と同様に、理事会の下に運用委員会を設置することが考えられるだろう。

なお、大阪産業大学が野村証券株式会社との間のデリバティブ取引を中途解約したことにより高額の解約料が発生し、大阪産業大学が野村証券株式会社を提訴した事案⁹⁰⁾において、裁判所は説明義務違反に基づく損害賠償請求を認めた上で、8割の過失相殺を行った。判旨は、大学側の過失を認める理由として、「本件解約料を支払った後の交渉過程においては、経済学部の教授も参加しており、原告〔大阪産業大学〕において、より慎重に検討するための人材を有していた」ことを指摘している。いくら専門知識を有するとはいえ、投資運用を監督する部署に配属されていない教員に大学資産の運用についての役割を果たすことを期待することは困難であることから、大学側には、専門的な知識を有する人材（それが教員である必要はない）を、投資運用を担当し、監督する部署に配置することが期待されると考えられる。

4. 役員の善管注意義務との関係

大学の運用資産の投資対象を拡大することは、より効率的な運用に繋がる可能性がある反面、これによって損失が発生した場合には、理事の善管注意義務違反が追及される可能性がある。この善管注意義務違反の判断にあたっては、投資資産の規模に応じた投資運用体制が整備されていたか、専門知識を有する者のアドバイスを受けていたか、理事会または理事会から委任を受けた機関において十分な検討を踏まえた意思決定が行われていたか、といった点が重視されるべきである。投資運用体制を構築した上で、専門家のアドバイスを踏まえ、適切な機関において検討が行われていたのであれば、結果的に発生した損失について理事の責任を問うことには慎重であるべきだろう。

このように解する理由は次の二点である。第一に、今後、各大学が投資対象を拡大していくこと

89) Douglas M. Salaway, UMIFA and a Model for Endowment Investing, 22 J.C. & U.L. 1045 (1996).

90) 大阪高判平成24年2月24日判例時報2169号44頁。

が望ましい可能性があるところ、理事が必要なリスクをとることを躊躇しないようにするためには、上記のように解することが有益である。第二に、投資対象を拡大するにあたっては各大学が投資運用体制を整備することが望ましいと考えられるところ、上記のような考え方が採用されることで、各大学が投資運用体制を整備する動機づけとなる可能性がある。

5. 残された課題

最後に、大学の資産をより効率的に運用するべきであると考えた場合に、日本の大学やその理事に、どのようにして資産を効率的に運用するインセンティブを与えるかは、本稿で積み残された重要な課題である。

本稿で指摘したように、アメリカでは「元本と収益の計算」のルールがあることによって、利子や配当を重視する投資方針を採らざるを得ない時代があった可能性がある。これに対して、日本の私立大学についてはこうした法的な制約はないのにも関わらず⁹¹⁾、大学やその理事が、自主的に、利子や配当を中心とした投資運用を行うことを選択していると考えられる。そして、このことの背景には、日本では「運用資産の元本割れを起こさないことが運用に係る責任を全うすることと受け止められていることが多」⁹²⁾いことがあると考えられる。

大学やその理事が資産を効率的に運用することについて何らかのインセンティブを有しなければ、現在の預貯金や債権を中心とした投資運用の状況が変わることは望めない。大学が投資運用体制を整備し資産を効率的に運用していることを正当に評価する仕組みが必要である。この点については今後の検討課題としたい。

91) 国立大学法人の場合には法律上運用対象とできる金融商品が制限されていることについては、前掲注4を参照。

92) 文科省委託事業報告書128頁。