

## 論文の内容の要旨

論文題目 高等教育市場化における私立大学の財務に関する研究

氏 名 川 崎 成 一

本研究は、高等教育を取り巻く環境が大きく変化し、市場化が進展する中で生じる、日本の私立大学財務に係る課題とその変容を、個別大学の財務データを使った実証分析を通じて明らかにし、序章、第1章から第9章、および終章から構成されている。

まず、序章では、本研究の目的、先行研究、分析の枠組み、研究の方法などについて述べた。本研究の枠組みの視点は、私立大学の財務行動をより動的的に捉えるために、キャッシュ・フロー分析を取り入れたこと、そして、キャッシュ・フローの動きを貸借対照表の動きと関連付けて、財務分析を行ったことである。その際には、貸借対照表を資産サイドと負債サイドに分けて分析を行い、その総括として、競争環境下における市場からみた総合的な財務評価ともいえる格付け評価とデフォルト確率の推定を行った。

まず第1章では、高等教育市場化が始まる1960年代から1980年代にかけての私立大学の資金調達行動の変容を明らかにした。1960年代には長期資金の供給は市中金融機関が中心となって担ったが、その後、1970年代半ばになると、私立学校振興会、ないしは日本私学振興財団における融資比率が高まったこと、さらに、1970年代後半に入ると、私立大学の規模の差異によって、資金調達行動が異なることを明らかにした。特に、1980年代中頃には、一部の大規模な大学で未成熟ではあるが、市場指向型の新しい資金調達行動を見せ始めたことが明らかとなった。

第2章では、私立大学の財務行動の変化を、キャッシュ・フローの動きを通して明らかにした。まずは、高等教育市場化前夜の1986年度から2013年度までの動きをマクロの視

点から分析を行った。それによると、教育研究活動比率の趨勢的な低下の中で、投資活動比率が上昇をみせ、その収入と支出の内訳についても、2012年度以降は、投資活動収入比率が投資活動支出比率を上回った。また、ミクロの視点から、キャッシュ・フローの構造変化をみると、不芳大学では、学納金収入の減少を投資活動収入でカバーし、さらに、運用収入や配当といった投資の果実を求めるだけでなく、金融資産そのものを売却・取崩すという財務行動が増えていることが明らかとなった。

第3章では、第2章を踏まえて、個々の私立大学の財務行動をキャッシュ・フローパターンに関連付けて論じた。総じて、財務活動CFがプラスの大学、つまり、財務レバレッジの高い大学では学納金収入の増加率が大きく、逆に、財務レバレッジの低い大学では、学納金収入増加率がほぼ横這いに推移していることが明らかとなった。そして、キャッシュ・フローパターンと財務の安定性・継続性との関係を分析すると、教育研究活動CFがプラスのケースでは、積極的な負債調達行動をとった成長志向型・事業拡大型で、持続可能性の最も高い財務状況が実現され、また、該当大学数が最も多い安定型・成熟型では、文字通り大学経営は安定的に推移し、まさに成熟期に差し掛かった財務状況にあることが明らかとなった。一方、教育研究活動CFがマイナスのケースで、経営危機型の大学は、学生数の減少からフローに比してストックが相対的に過大となっており、また、縮小型・やや注意型では、金融資産の取崩しを行い、自己資本を食い潰す縮小過程に入っていることが明らかとなった。

このような結果を踏まえ、第4章では、ストックである資産サイドに着目し、とりわけ、資産運用に焦点を当てて分析を行った。それによると、日本の私立大学は元来持っている公共性や私的所有性といった特性を反映し、債券等の保守的な運用が多く、運用実績も低迷している。しかしながら、資産規模の大きな私立大学では総合利回りが高くなる傾向がみられ、日本においても規模の経済が相応に働いていることが推察された。一方で、資産規模の小さな大学では、直接利回り志向の高い運用がみられ（特に不芳大学）、仕組債の投資が多く行われていることがうかがわれた。しかし、一見、安全性が高いとみられていた仕組債も、金融危機の際には、それが裏目に出ていくつかの大学で減損処理、ないしは実現損の計上を余儀なくされるに至った。

そして、第5章では、私立大学の資産運用について、リスク管理という観点から再考を試みた。現在の日本の私立大学では、時価ベースのポートフォリオ運用が必ずしも根付いているとは言い難いが、VaRを一つのリスク指標として、それに基づく最適ポートフォリオの導出を行った。加えて、リスク管理手法の一つとしてストレステストの実例を示し、さらには、資産と負債サイドを考慮に入れたALM手法を、私立大学における資産運用のリスク管理に適用を試みた。それにより資産サイドの目標リターンの設定やリスクの取り方など、より具体的な運用指針を示すことが可能になる。そして、このリスク許容度を前提に、日本の私立大学でも、制度上の制約はあるものの、米国で広くみられるスペンディン

グポリシーを採用することが可能になることを示した。これにより、株式等への分散投資が可能となり、運用実績をこれまでよりも底上げすることが期待できることになる。但し、そのためには、資産運用におけるガバナンス強化が重要となる。

一方で、第6章では、負債サイドへ議論を移し、私立大学の外部負債調達について分析を行った。近年、日本の私立大学ではその依存度は低下傾向にあり、外部負債を積極的に調達しているのは一部の特定大学に集中している。一方で、今後、問題となるのは、長期借入金よりも、運転資金見合いとしての短期借入金である。実際、一定の前提条件のもと、第4号基本金の観点から分析を行うと、3割弱の大学で資金ショートを起こす可能性がある。また、外部負債と不動産担保との関係を分析すると、大学の所有する不動産にも相応の（根）抵当権が設定されており（特に不芳大学）、これだけをみると、表面的には経営上の信用不安を不動産の担保能力で補っているかのようにみえる。

そして、第7章では、各大学のキャッシュ・フロー情報をもとに、私立大学の負債調達行動の規定要因、そのメカニズムについて分析を行った。ここでは、各大学の持つ固有の基本特性だけではなく、それぞれの大学の経営状況や経営財務戦略が、どのように負債調達行動に影響を与えているのかを明らかにした。それによると、大規模大学や財務安定性の高い大学で、外部負債の調達にプラスの効果がみられるが、反対に、中長期計画の策定や第2号基本金を設定している大学では外部負債の調達を抑制する傾向がある。さらに、世代別では、第1世代の大規模大学で外部負債を増やす傾向がみられるものの、不芳大学の多い第2世代大学では中長期計画を策定した大学で外部負債を抑制している。偏差値では、偏差値55以上のグループで、私学事業団融資を利用した財務レバレッジを高めている財務行動が示唆されたが、逆に、偏差値40以上45未満の大学では、中長期計画の策定がマイナスに有意に働く結果となった。また、立地では、京阪神・名古屋で第2号基本金の設定大学で外部負債調達の抑制が強く、さらに、不動産担保の効果をみると、一部の地域を除いて、ほとんどの地域でその効果は認められなかった。つまり、大学設置基準による校地面積基準が、結果として外部負債調達の阻害要因にならなかったといえる。しかし、市場化が進展する中では、不動産担保のみで負債調達が可能となる時代は終焉を迎え、格付け評価がそれにとって代わろうとしつつあるのである。

そこで、第8章では、私立大学の格付け評価について、格付機関が行う外部格付評価と市中金融機関等が行う内部格付評価の二つの視点から論じた。外部格付評価は、現状では資金調達よりも格付け取得を通じたイメージアップ等がその主目的となっているとみられ、その取得は伸び悩みをみせている。一方、内部格付評価とは、端的に言えば、金融機関等の融資先に対するランク付けであり、これは私立大学の立場からみれば、自らの外部負債の調達能力を示すシグナルといえる。そこで、私立大学に対する内部格付け手法を推定し、それに基づいて各大学の内部格付けを行った。それによると、BBB格に相当する4格～6格の大学が概ね5割、BB格以下に相当する7格以下が4割弱となっていることが明らかと

なった。規模が低下し地方圏へいくにしたがって格付けは低下し、また、業歴が浅く、偏差値が低下すると格付けは悪化する。その意味で、市場化を迎えた日本において、最も影響を受ける私立大学は、主に地方圏の、設立年が浅く、偏差値が低位な7格以下の大学であると考えられる。但し、いずれの категорияでも二極化がみられることから、そのポジションは経営財務戦略などによって、変えられる可能性を示唆しているともいえる。

第9章では、第8章の格付け評価に基づいて、日本の私立大学のデフォルト確率の推定を行った。それによると、向こう10年間で、医歯学部設置のない376大学のうち28大学(7.4%)でデフォルトを起こす可能性がある。規模が小さく、地方圏に行くほどデフォルト確率は上昇し、業歴では、1975年以降に設立された第3世代大学を分岐点にデフォルト確率は高くなる傾向がみられた。また、偏差値は、45未満の大学でデフォルト確率の上昇は顕著となる。このように、第9章で分析を行ったデフォルト確率の推定モデルは、実際にデフォルトを起こした大学に対しても、概ね妥当な結果を示していることから、ここで用いた分析枠組みは、市場化を迎えた私立大学の総合的な財務評価を行う上で有用なツールに成り得るのではないかと考えられる。

そして、終章では、今後の主な研究課題として、国際的な比較研究、財務と教育研究活動の関係性、高等教育政策への拡張の必要性などを指摘した。