

資 料

大学経営政策研究

第2号（2012年3月発行）：65-81

米国大学の債券発行に係る基礎的知識

川崎成一

米国大学の債券発行に係る基礎的知識

川崎成一*

Basic knowledge of the bond issuance in the American university

Shigekazu KAWASAKI

Abstract

The characteristic of the bond issuance in the American university is that it is based on the tax-exempt bond and smooth implementation of the tax-exempt bond is supported by various professional services. Tax-exempt bond issues are carried out not only by the simple reason of lack of funds but also by the university corporate strategy. For example, a university with many internal reserves adopts a leverage strategy through the means such as tax-exempt bonds. On the other hand, some universities issued tax-exempt bond positively to enhance recruitment of students and expand the facility of education and research. Furthermore, some universities made a choice of tax bond to secure the fluid fund after the financial crisis by the Lehman shock.

1. 大学の資金調達とは何か

大学はそもそも何のために資金調達を行うのであろうか。資金調達とは、一般的に企業や機関などが事業に必要な資金を外部から調達することを言う。しかし、株式会社立大学を除けば、非営利法人である大学は、資金調達の方法に制約がある¹⁾。企業（株式会社）であれば、株式を発行することにより、自己資本の拡充を図ることができるが、大学は、通常は非営利法人であることから、授業料収入といった本源的な収入や寄付金等による外部からの資金導入を除けば、他人資本、すなわち負債に頼らなくてはならない。負債とは、言い換えれば、金融機関からの借入や債券発行による資金調達である。そして、負債による資金調達は、通常、借入期間に応じて次の2つに分けて考えることができる。一つは短期資金の調達、もう一つは長期資金の調達である。短期資金の調達の代表的な例としては、経常的費用の一時的な資金の過不足を賄うために行う調達であり、運転資金とも呼ばれる。返済期間は6ヶ月以内、もしくは、長くても1年以内に返済を終えるべきものである。しかし、大学においては、その財務の特性上、平常時において運転資金見合いの資金調達を行

*東京大学大学院教育学研究科 博士課程

うことは稀であると考えられる²⁾。もう一つは長期資金の調達である。長期資金の調達の代表的なものとしては、大学で言えば教育研究施設の新築やリノベーション、新たな設備・情報機器の購入などのいわゆる設備投資資金が該当する。さらに近年増加しているものが、他の金融機関からの借入金を肩代わりするリプレイス（借換え）、またはリファイナンスと呼ばれるものである。リプレイスとは、例えば既存借入金の金利が、足元の金利水準に比べて相対的に高い場合、既存借入金を返済し、他の低利の借入金に切り替えることをいう。このような動きは、償還年数の長い債券を発行する米国の大学においてしばしば見られるケースであり、日本でも1980年代前後に日本私学振興財団の長期借入金を、金利の低い市中金融機関に切り替える動きが見られた（川崎 2011b）。このように、大学における資金調達とは、ほとんどの場合、教育研究施設に対する長期の設備投資資金のことを意味し、それゆえ大学の中長期の経営戦略として、いかにしてこの資金を有利に調達し、それを戦略に沿って効果的に活用するのが、問われているのである。

2. 大学の資金調達と内部留保との関係

このように、大学における資金調達とは、その実態として主に長期資金の借入を意味するが、負債は他人資本である限り、当然に返済とコスト（金利）を負担する必要がある。したがって、資金需要が生じた場合に、大学が外部から資金を調達するのか、それとも内部留保で賄うのか、それは意思決定の重要なテーマと成り得る。それは大学の経営や財務戦略に依存するとともに、大学のミッションや校風、社会経済環境、プロジェクト特性等に依存するものと考えられる。

そこで、ここでは、まず大学の資金調達と内部留保との関係を図1で簡単に整理しておこう。図1によれば、通常4つのパターンに分けることが可能となる。パターンIは、内部留保は多いものの資金調達を行うケース、パターンIIは内部留保が少ないので資金調達を行うケース、パターンIIIは内部留保が多いので資金調達は行わないケース、パターンIVは、内部留保は少ないが、資金調達も行わないケースである。一般的には、内部留保の多寡によって資金調達実施の有無を検討するのが基本的なパターンとなろう。その意味で、パターンIIとIIIは最も理解が容易なパターンである。日本の私立大学の例をとれば、1960年代から1970年代後半にかけてはパターンIIに該当し、その後、1980年代以降に入ると基本金制度も活かしながら、内部留保が拡充し、併せて日本の私立大学は負債を避ける傾向が強いことから、必然的にパターンIIIに移行するケースが多かったのではないかと考えられる。

一方、パターンIやIVといったゾーンに入るケースは、大学にとってどのような意味を有するのであろうか。パターンIVは自己資金もなく、資金調達もしない、おそらくは通常のキャッシュフローの範囲内で、静態的に、かつ粛々と大学経営を行っているケースが想定される。しかしながら、教育研究施設は時間の経過とともに劣化し、内部留保もなく、資金調達も行われない状況下で、教育研究施設の更新を怠れば、大学経営は縮小均衡に陥り、いずれは経営が破綻する可能性が高まることになるであろう。また、パターンIは内部留保が十分あるにも拘わらず、敢えて資金調達を行う行動をとることから、大学にとっては何らかの戦略性があると思われるパターンであると考えられる。内部留保を取り崩さずに、この資産を金融市場で運用を行った方が、外部から資金調達する

図1 大学の資金調達と内部留保の関係

	内部留保	
		多い
		少ない
資金調達		
する	I	II
しない	III	IV

注) 内部留保の「多い」、「少ない」は相対的なものである。

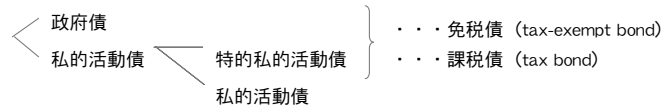
よりもメリットが大きい場合には、パターン I の戦略を採用する可能性が高くなるものと推測される。すなわち、期待運用収益率 > 借入金利であることが、一つの有力なメルクマールとなるであろう。

このように、大学の資金調達は、それぞれの大学にとって、意味するところが異なってくることから、何のために資金調達を行うのか、そしてそれが大学経営上どのような意味を持つのか、大学のキャッシュフローの裏にある大学の経営方針とその戦略を読み解くことが重要になるものと考えられる。なお、大学の資金調達と管理について基本的な解説を行ったものに Klein (2000) などがあるが、これは米国大学職員の有力な職能団体の一つである NACUBO (National Association of College and University Business Officers) が編集したアドミニストレーター向けの概説書の一節である。すなわち、債券や金融市場を概観した入門書レベルの内容であり、大学経営や戦略の中で資金調達の意味を問うものではない。そこで、本稿では、まずは、米国大学の債券発行に係る基本的メカニズムについて概観し、その後いくつかの米国大学の債券発行事例を紹介することにより、大学の経営戦略としての資金調達のあり方を考える一つの材料を示すことと致したい。なお、内部関係者以外の者が債券発行の背景にある、個別大学の経営戦略を読み解くことは、現実的には困難であることから、既に他の文献等で発表されている事例を援用させていただくことにより、その理解を深めていくこととする。

3. 米国大学の資金調達—借入と債券発行

米国大学の資金調達を論じる前に、まずは企業の資金調達を考えてみよう。これは、大きく2つに分けて考えることができる。一つは間接金融、もう一つは直接金融である。間接金融は、銀行を仲介して資金を融通するものであり、日本ではメインバンク制という言葉に代表されるように、戦後長らく間接金融を中心とした企業金融が発達してきた。中でも都市銀行は、主に運転資金等の短期金融機関としての役割を担い、長期設備資金は、長期信用銀行や信託銀行等が主にその役割を担ってきた。同時に、日本開発銀行(現 日本政策投資銀行)等の政府系金融機関もその政策目的に従って、長期の資金を貸し付けてきた。特に、私立学校においては、日本私立学校振興・共済事業団(旧称:私立学校振興会、日本私学振興財団)が低利・固定レートの長期性資金の貸出を行ってきた。その意味では、株式や債券の発行といった、資本市場に直接アクセスして資金を調達する

図2 米国地方債 (municipal bond) の分類



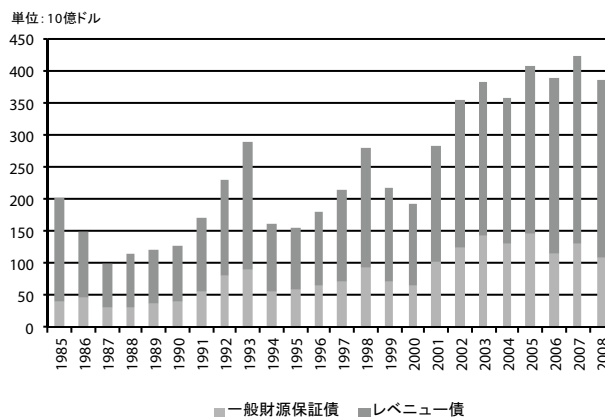
※返済原資の違いによる分類
 一般財源保証債 (general obligation bond)
 レベニュー債 (revenue bond)

注) 坂田 (2007) を参考に筆者作成。

というよりも、企業や私立大学も間接金融に依存した調達構造が定着してきたといえる。ところが、米国では、商業銀行の営業活動に地域的制限を設けてきたこともあり、銀行が主に運転資金等の短期金融機関としての役割を担い、長期資金は、株式や債券の発行といった資本市場から直接資金を調達する、いわゆる直接金融が主流を占めてきた。これは、公立大学に限らず、非営利機関である私立大学においても同様の傾向がみられ、米国大学では従来から債券を発行することにより、長期性資金を安定的に取り込んできたのである。

それでは、なぜ米国の私立大学は、債券を発行することにより長期資金を調達するのであろうか。その大きな理由は、私立大学を始めとする民間非営利機関が発行する債券は、連邦所得税における恩典が付与されているからである。ここで、民間非営利機関が発行する債券は、一般的に地方債に分類される。地方債 (municipal bond) とは、州や地方団体 (市町村・カウンティ・特別区)、公社が債券発行等のかたちで負う債務のことであり、このうち、私立学校等の民間非営利機関が発行する地方債は、特定私的活動債というカテゴリーに分類される。図2の通り、米国地方債は、大きく政府債と私的活動債に分かれ、私的活動債は、さらに特定私的活動債と私的活動債に分けることができる。このうち、特に政府債と特定私的活動債については、免税債 (tax-exempt bond) として、当該債券が内国歳入法第103条 a 項に基づき、利子に係る連邦所得税が免税とされ、逆に、私的活動債については、公共性が乏しいとの主な理由により課税債と見做され、課税対象とされている。また、返済原資の違いといった別の角度から債券を分類した場合、これは一般財源保証債 (general obligation bond) とレベニュー債 (revenue bond) に分けることができる。一般財源保証債とは、発行体の信用力によって元利支払いが保証されているものである。すなわち、発行体内の住民が収める税によって元利支払いが賄われるものである³⁾。また、レベニュー債 (revenue bond) は、発行体の信用力ではなく、ある特定の利用率や歳入を償還財源とする債券である。通常住民投票による承認が不要であることから、米国地方債の新規発行額の多くは、一般財源保証債ではなく、レベニュー債が中心となっており (図3)、州や地方団体、公社等が発行する。対象となる主な事業は、公益事業 (電力・ガス・水道等) や住宅・交通事業 (低・中所得者用住宅施設・空港・有料高速道路等)、産業開発 (地域の雇用創出や税収基盤に資する産業施設等)、そして、医療・教育機関・その他非営利事業である。特に、後者については、医療機関や美術館等に加えて、教育機関としての大学 (公立・私立) が含まれることになる。以上を総括すれば、推測ではあるが、

図3 米国地方債の新規発行額の推移（一般財源保証債・レベニュー債）



(注) U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 2011より筆者作成。
http://www.census.gov/prod/www/abs/statab2011_2015.html

非営利機関である米国の私立大学が発行する債券とは、多くの場合、特定私的活動債に該当する免税債であると同時に、レベニュー債という特徴を併せ持つ債券ではないかと考えられる。

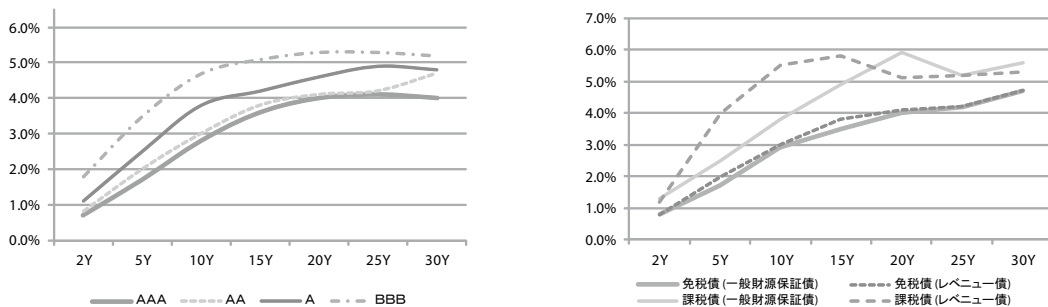
4. 米国大学の債券発行を支える制度的枠組み

このように、非営利の米国私立大学の発行する債券は、通常免税債として位置付けられる。しかし、公立大学を含め、その債券の発行が円滑に行われるためには、その制度的な枠組みが整えられている必要がある。高度な専門知識を持ち合わせていない大学の担当者のみで、債券の発行計画から販売までを行うことは事実上不可能である。従って、私立大学等の発行体は債券の発行を効率的に、かつ有利に行うために、外部の専門家を採用し、彼らの有する知識や情報を活用している。その役割を担うプレイヤー（外部の専門家）は、ファイナンシャル・アドバイザーや法律顧問、引受業者、格付機関等である⁴⁾。ファイナンシャル・アドバイザー（Financial Advisor）は、発行体の財政や債券市場に対する専門的知識を有し、起債から販売に至るまでの全面的な支援を実施する。必ずしも法律上義務付けられている訳ではないが、発行体に対して最適な資金調達とは何かという観点から、助言・分析業務を行う。法律顧問（Legal Counsel）は関連する法制等（米国証券取引委員会（SEC）、内国歳入庁（IRS）の規制、州法や自治体憲章、条例など）や判例に精通し、起債の妥当性や発行債券の税のステータスの確認、債券発行に係る必要書類の作成を行う。また、引受業者（Underwriter）は、債券の発行条件を決めると同時に、発行体に代わってリスクの一部を負担する。すなわち、発行体から債券を購入し、これを投資家に販売する役目を負うが、引受と販売のタイムラグによる価格変動リスクを負担する可能性がある。そして、最後は格付機関（Rating）の果たす役割である。格付けは、債券の信用力、債券の元利償還の安全性を測る方法として広く普及し、債券発行に当たり、格付会社から格付けを取得することがほぼ必要条件となっている。主な格付機関には、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社（Moody's Investors Service）、スタンダード&プアーズ社（Standard & Poor's）、フィッチ社（Fitch）等があり、実

質的にこの3社が独占している。初めて大学に格付を付与したのは、1960年代初頭と言われており、現在では600以上の大学に格付が付与されている。現在の米国大学の格付分布（公立・私立）を大まかに示せば、公立大学の3割がAA格、6割がA格、私立大学はAA格が2割、A格3割、BBB格が4割程度となっており、概して言えば、事業法人に比して大学の格付が高く、しかも公立大学が私立大学に比して高い格付を取得している（吉村 2006）。そして、格付が高い場合の最大のメリットは、資金調達コストが低くなる点にあることから、免税債で、かつ格付が高いことによるメリットは相応に高いものと考えられる（図4）。従って、格付が低い場合には、その発行体の信用を補完するために、より格付けの高い機関（保証会社）の信用力を活用し、発行体の格付けを引き上げる役割を果たすことがある。これが保証補完（credit enhancement）であり、実際、保証会社を活用することにより債券を発行する大学も存在する⁵⁾。

このように、米国では債券の発行が盛んであるが、実は債券発行にはこのような複数の関係機関が相互に機能し合うことにより、成立しているのである。しかし、留意すべきことは債券発行に係るコストである。債券発行に係るコストは、多くの場合、相対取引であり、実態は当事者でないと分からないが、表1によれば、平均で1.7%程度になるのではないかと推定される。しかし、債券の発行残高が僅少な場合には、発行コストは割高になる傾向がある。ちなみに、日本では、その開示例は多くないが、独立行政法人国立大学財務・経営センターが発行した債券（平成18年度第2回）を例にとれば、引受販売手数料や募集受託手数料、元利金支払手数料、新規記録手数料のみの合計で0.26%となっており⁶⁾、この他にも格付手数料等の諸費用を要することから、相応のコストを要

図4 米国地方債のイールドカーブ（利回り曲線）



(注1) BOND DESK GROUP, Market Transparency Report, October, 2011.より筆者作成。

(注2) 左図は免税債（レベニュー債）における格付別イールドカーブを、右図はAA格債における免税債と課税債のイールドカーブを表す。

することになるものと推測される。

5. 米国大学の債券発行による資金調達事例

それでは、米国大学の債券発行による資金調達事例をみてみよう。その前に、まずは総論的な話を述べてみる。米国では、1980年代のレーガン政権・ブッシュ（父）政権時に、連邦政府の財政が大幅に悪化したことから、連邦政府における教育関連支出が削減された。しかも、この時期は、ベビーブーマー世代が大学に進学した1960年代に建設された教育研究施設に対する更新需要が高ま

表1 米国地方債の発行コスト

発行額 (百万ドル)	財務アドバイザー	法律顧問	発行に係る 助言・分析	支払代理人 (事務代行業者)	格付機関	発行費用計	引受業者 スプレッド	専門的サービスに 対する費用計
～\$1.0	0.639%	0.571%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
\$1.0～\$5.0	0.329%	0.524%	0.186%	0.054%	0.158%	1.251%	0.921%	2.172%
\$5.0～\$10.0	0.231%	0.332%	0.077%	0.015%	0.080%	0.735%	1.074%	1.809%
\$10.0～	0.126%	0.164%	0.081%	0.005%	0.073%	0.449%	0.663%	1.112%
平均	0.273%	0.357%	0.129%	0.025%	0.100%	0.884%	0.842%	1.726%

(注1) Gavin, Thomas J (2007) より筆者作成。

(注2) 入札方式によらないファイア水準(平均値)を掲載。一部データ修正。

り、また競争力を高めるためのシステム投資等も重なったことから、大学の資金需要は高まりを見せた。そして、1986年税制改革法(Tax Reform Act of 1986)により、民間非営利機関である私立大学が発行する免税債には起債上限額(1.5億ドル)が設定されたものの、その後も教育研究施設の新設やメンテナンス等に対する資金需要は強く、2008年のリーマンショック以降は、とりわけ流動性確保のための資金需要が増加した。また、より特徴的なのは、前記の資金調達と内部留保との関係でみた通り、債券発行残高の多い大学は、必ずしも内部留保が不足しているから債券を発行しているのではなく、むしろ、内部留保(基金)が豊富な大学であるほど、資金調達を積極的に行っている傾向がみられるということである(表2)。すなわち、前記のパターンⅡの大学よりもパターンⅠの大学の債券発行残高が上位を占めているのである。そして、パターンⅠの状態は、内部留保を取り崩さずに、免税債等の発行を通じて負債を増やし、大学の資産規模が実態以上に膨らんでいる可能性があることを示している。いわば事後的に、大学のバランスシートはレバレッジ(てこ)のかかった状況にあるといえる。より正確に言えば、債券発行残高の多い米国の大学は、無用に資産を膨張させているのではなく、自らのミッション実現と新たなポジション確立のために、債券発行に係るコスト(金利+諸費用等)と、内部留保を取り崩すことによる資産運用における機会損失を比較考量して、極めて意図的に、かつ戦略的に債券を発行しているのではないかと考えられる。しかし、これは、もちろん、米国大学の平均像を表しているのではない。むしろ、パターンⅠの大学は少数派であり、パターンⅡないしはⅢのケースがより普遍的な姿なのかもしれない。本来、米国大学の資金調達は極めて多様であり、その一部のみを紹介することは、却って誤解を与えてしまう可能性もあるが、以下では、限定的ではあるが米国大学の資金調達の一例を示すことにしたい。なお、いずれの事例もパターンⅠからⅣに必ずしも該当するものでないことにご留意をいただきたい。

(1) ニューヨーク州立大学(State University of New York)

ニューヨーク州立大学は、アルバニー、バッファロー、ビンガムトン、ストーンブルックを中心とした複数のキャンパスとコミュニティ・カレッジから成る公立高等教育システムである。よって、外部から資金調達をする場合には、各キャンパスやカレッジが個別に調達をするのではなく、システム全体として資金を調達することになる。ニューヨーク州の場合、一般財源保証債を

表2 米国大学の債券発行残高と基金残高

	債券発行体(主債務者)	①債券発行残高(千ドル)	②基金残高(千ドル)	①/②
1	HARVARD UNIVERSITY	4,064,145	25,662,055	15.8%
2	YALE UNIVERSITY	2,683,775	16,327,000	16.4%
3	PRINCETON UNIVERSITY	2,380,400	12,614,313	18.9%
4	DUKE UNIVERSITY	2,133,025	4,440,745	48.0%
5	UNIVERSITY OF CHICAGO	2,165,529	5,094,087	42.5%
6	NEW YORK UNIVERSITY	1,913,025	2,094,300	91.3%
7	EMORY UNIVERSITY	1,697,221	4,328,436	39.2%
8	STATE UNIVERSITY OF NY	1,566,880	NA	—
9	MASS INSTITUTE OF TECH	1,459,625	7,982,021	18.3%
10	CORNELL UNIVERSITY	1,451,540	3,966,041	36.6%
11	CITY UNIVERSITY OF NY	1,381,030	NA	—
12	WASHINGTON UNIVERSITY	1,326,305	4,080,554	32.5%
13	TRUSTEES OF COLUMBIA UNIVERSITY	1,240,545	5,892,798	21.1%
14	VANDERBILT UNIVERSITY	1,243,655	2,833,614	43.9%
15	UNIVERSITY OF SOUTHERN CA	1,065,465	2,671,426	39.9%
16	BOSTON UNIVERSITY	1,095,210	892,139	122.8%
17	STANFORD UNIVERSITY	1,016,150	12,619,094	8.1%
18	JOHNS HOPKINS UNIVERSITY	1,020,780	1,976,899	51.6%
19	NORTHWESTERN UNIVERSITY	926,000	5,445,260	17.0%
20	WILLIAM MARSH RICE UNIVERSITY	899,485	NA	—
	合計(上位20校)	32,729,790	118,920,782	27.5%

(注1) 債券発行残高はBloombergデータ(2011年6月30日現在)より筆者作成。発行残高順に記載。

(注2) 基金残高はNACUBO Endowment Market Value (Fiscal Year 2009)を参照。

(http://www.nacubo.org/Documents/research/2009_NCSE_Public_Tables_Endowment_Market_Values.pdf)

(注3) 債券発行残高と基金残高は比較時点が異なるため、単純な比較には留意が必要。

発行する際には、前記の通り住民投票の実施が必要であり、その承認を得ることが憲法上義務付けられている。したがって、このような面倒な手続きを回避するために、ニューヨーク州大学寮公社(Dormitory Authority State of New York)などの機関を通じた借入が多く行われている。ニューヨーク州大学寮公社(以下、DASNYと表記)は、その名前の由来でもあるが、元々はニューヨーク州における教員養成大学に対する寮の建設資金を供与するため、1944年に設立された機関である。しかし、現在では、医療機関や高等教育機関等の非営利機関や公的機関向けに数多くのファイナンス・プログラムを用意しており、表3のように、高等教育機関に対しては、公立(州立・市立)、私立を問わず、積極的に免税債発行等を実施している⁷⁾。

そこで、ここではDASNYを介したニューヨーク州立大学の資金調達例をみてみよう。まずは、資金需要であるが、やはり一番多いのが教育研究施設の建設と更新である。ニューヨーク州立大学における建物状況評価調査(BCAS: Building Condition Assessment Survey)によれば、建物やインフラの状態は、素晴らしい10%、良い42%、まあまあ28%、劣る20%となっており(水田2008)、必ずしも満足のいく状態ではなく、施設設備の更新需要は相応に高いものと考えられる。

一方で、公立大学でありながらも中長期的な視点から、戦略的な資金調達も見られる⁸⁾。例えば、

表3 ニューヨーク州大学寮公社 (DASNY) 新規債券発行明細

発行	目的	発行日	金額 (\$)
VASSAR COLLEGE REVENUE BONDS	建物建設、リノベーション、備品購入	2010.04.29	50,000,000
CORNELL UNIVERSITY REVENUE BONDS	C P (コマmercial・ペーパー) の借換え、建設・リノベーション費用	2010.06.09	285,000,000
STATE PERSONAL INCOME TAX REVENUE BONDS (GENERAL PURPOSE) (BUILD AMERICA BONDS)	ニューヨーク州立大学の教育施設の資本コストを含む調達	2010.06.03	800,000,000
ST. JOSEPH'S COLLEGE REVENUE BONDS	ブルックリン・キャンパスとロングアイランド・キャンパスの建物建設等	2010.08.11	27,795,000
ST. FRANCIS COLLEGE REVENUE BONDS	建物建設、リノベーション	2010.08.20	25,000,000
THE ROCKEFELLER UNIVERSITY REVENUE BONDS	現存建物のリノベーション、建物の架け橋の建設等	2010.09.01	50,000,000
LEASE REVENUE BONDS (STATE UNIVERSITY DORMITORY FACILITIES ISSUE)	学生寮の建設	2010.09.29	128,340,000
CITY UNIVERSITY SYSTEM CONSOLIDATED FIFTH GENERAL RESOLUTION REVENUE BONDS	固定利付債券の借換え	2010.09.30	195,205,000
STATE PERSONAL INCOME TAX REVENUE BONDS (GENERAL PURPOSE)	州立大学や市立大学、コミュニティーカレッジ等の 教育研究施設・病院施設のプロジェクト資金	2010.10.14	1,316,860,000
ROCHESTER INSTITUTE OF TECHNOLOGY REVENUE BONDS	Kate Gleason College of Engineeringの校舎建設、 2002年発行債券の借換え	2010.10.21	78,085,000
MOUNT SINAI SCHOOL OF MEDICINE OF NEW YORK UNIVERSITY REVENUE BONDS	1999年発行のレベニュー債の借換え	2010.11.16	94,360,000
THE NEW SCHOOL REVENUE BONDS	学生寮 (608室) 建設、建物 (3階建) のリノベーション	2010.12.08	301,055,000
COLUMBIA UNIVERSITY REVENUE BONDS	コロンビア大学システムの建築資金・リノベーション	2011.02.16	300,000,000
SKIDMORE COLLEGE REVENUE BONDS	学生寮の建設、1998年発行のレベニュー債の借換え	2011.02.17	32,425,000

(注1) Dormitory Authority State of New York (DASNY) のホームページ (<http://www.dasny.org/>) より筆者作成。

(注2) 上記表は、2010年度における高等教育関係の新規発行明細のみ掲載。

(注3) 色付き部分は、ニューヨーク州立大学に関する債券発行案件。

表3における2010年9月29日に発行された免税債がその例である。これは、学生寮の整備を進めるために発行された債券であり、リース・レベニュー債の形態をとっている。この債券を発行した背景としては、リーマンショック後の景気減速で公立大学の入学者が増加するとともに、2011年度も予算のカットが続き（前年比4%減）、第2の有力な財源として学生寮使用料の増加を目指す戦略があったからである。事実、学生寮の稼働率は96.7%と高水準で安定しているという。また、学生寮の建設は、ニューヨーク州がある米国北東部の人口動態から考えて、今後他の地域に比べて人口の増加率が緩慢であり、大学間の競争も激しいことが予想されている。このような学生募集の観点からも学生寮建設は必要であり、今回の債券発行に踏み切ったものと考えられる。表3によれば、実はニューヨーク州立大学に限らず、その他の州内の私立大学（The New School、Skidmore College）も学生寮建設の名目で起債を行っている。中でもNew Schoolは、608室の学生寮建設と学生寮のリニューアルのために、301百万ドルもの債券発行を行っており、州内の大学間競争の激しさが窺われる⁹⁾。

(2) ノースイースタン大学 (Northeastern University)

ノースイースタン大学は、マサチューセッツ州ボストンにある1898年創立の私立大学である。現在、9学部 (College & Schools) を構成し、学部学生15,699名、大学院生3,539名、ロースクール618名、合計19,856名を擁する総合大学として発展している。しかし、ノースイースタン大学は

1990年代以降、度重なる改革を乗り越え、現在のポジションを築き上げた¹⁰⁾。そもそも、改革を始めた契機は、1980年代から1990年代初めにかけて学生数が大幅な減少に見舞われたことにある。これは、基金規模が小さく、授業料依存のノースイースタン大学にとっては、大打撃を与えるものであった。そこで、“smaller, but better”のスローガンのもと、1992年から大改革を実施、規模を縮小しながらも質を高める戦略に転換した。ここで採用された戦略は、主に次の3つであった。まず第一は、キャンパスを一新し、学生寮を整備、志願者をマサチューセッツ州以外からも呼び込む戦略である。第二は、選抜度を高めて威信を上げる戦略、具体的には大学ランクで100位以内を目指す戦略、そして、第三はコンピュータースクールから全米レベルの研究大学へ転換を図る戦略である。具体的には、教職員の削減と学術予算の大幅なカットを実施、授業料の引き上げを図ったことである（当初3年間：7%/年）。そして、同時に、1992年以降の新しい施設整備費用を、ほぼ全額、債券（免税債）発行により調達（580億円相当）を行ったことである。一方で、南カリフォルニア大学からは寄付募集担当副学長を招聘し、基金増加策を実施（近年の成果で170億円弱）、基金運用も積極化を図った（ハイリスク・ハイリターン型のポートフォリオ：株式50.6%、オルタナティブ37.4%）。このような一連の改革を行った結果、志願者は増加し、選抜度が上昇、SATは1309（1600scale）まで上昇を見せた。また、志願者数も2000年の1.4万人から近年は倍増し、授業料の引き上げも可能になった。実際、州外からの学生数も7割弱まで上昇し、卒業率引き上げによる増収効果もみられるようになったのである（1990年代初期は40%程度、現在66%）。その代わりに、同大学の長期債務は増加、負債に占める長期債務比率は80.5%（2006年時点）まで上昇したが、返済資金のかなりの部分は学生寮費でカバーされており、格付もA2（Moody's）を維持している。そして、足元ではマサチューセッツ州医療・教育施設公社（Massachusetts Health and Educational Facilities Authority）を介して、過去に発行した変動金利債のリファイナンスを進めるなど（表4）、積極的な財務戦略も採っている。その意味で、ノースイースタン大学は、一連の改革と大規模な債券発行による施設の整備を大胆に進めることにより、学生数の確保と威信向上に成功した好事例の一つと考えられる。

(3) 流動性確保のために債券発行を行う大学¹¹⁾

これまでの事例は免税債を発行することにより、教育研究施設の建設やリニューアルを進めることにより、大学経営上の戦略を遂行する例をみてきた。しかし、リーマンショックによる金融危機により、2008年12月から2009年11月の間に、ハーバード大学を始めとする15大学（公立・私立）と一部のアイビーリーグ（5大学）では、総額72億ドルの課税債を発行した。それでは、なぜ、免税債ではなく、課税債を発行したのであろうか。課税債を発行した理由は、足元、免税債による発行金利と遜色ない水準で課税債の発行が可能であったこと（図4）、そして、流動性に備えた資金調達を機動的に実行することが必要であったこと等が考えられる。特に、後者の背景については、主に以下の2点が上げられる。一つは、AAAとAA-の大学は、基金が大規模で経常的経費を運用収入に依存していたことから、金融危機の影響を大きく受ける可能性があったことである（Davis 2009）。これは金融危機による運用環境悪化で、基金の運用利回りが軒並みマイナスに転

表4 ノースイースタン大学 長期負債残高 (2010年6月30日現在)

マサチューセッツ州医療・教育施設公社 (HEFA) レベニュー債			(千ドル)	
債券名	金利	満期	2010	2009
Series G	5.50%	2013	6,275	7,645
Series I	4.00%-5.25%	2029	—	33,495
Series Q (1)	変動	2035	—	87,200
Series R	4.00%-5.00%	2033	87,080	88,955
Series S	3.50%-4.00%	2012	57,975	57,975
Series T-1	4.13%	2037	70,000	70,000
Series T-2	4.10%	2037	70,000	70,000
Series T	0.60%	2037	70,000	70,000
Series U (1)	変動	2022	—	72,200
Series W (1)	変動	2028	—	39,215
Series Y-1	3.00%-5.00%	2029	37,560	38,280
Series Y-2	3.00%-5.50%	2024	21,250	25,545
Series 2010A	2.00%-5.00%	2035	251,635	—
レベニュー債(課税債)			(千ドル)	
Series V (1)	変動	2030	—	29,550
Series X (1)	変動	2028	—	36,260
Series 2010B	3.35%-6.43%	2035	75,460	—
(計)			747,235	726,320

(注1) Northeastern University Consolidated Financial Statements June 30, 2010 and 2009より筆者作成
(<http://www.northeastern.edu/neuhome/pdfs/financials-FY2010.pdf>)

(注2) 表中の矢印は、複数の発行済債券を一括に纏めることにより、リファイナンスを行ったことを示すもの。

じたことから明らかである。また、二つ目は、格付けが低い大学は授業料依存度が相対的に大きく、学生が景気動向を睨み、授業料が低廉な大学へ逃げる傾向が強まることにより、大学経営に対する影響がより深刻になる可能性があったことである。すなわち、公立大学へ学生が流れる傾向が強まる中で将来の収入減を見据えて早目に資金確保に動いているのではないかということである。とりわけ、A-の大学は資金ポジションが厚めになっており、月次流動性による借入需要のカバー率は、2009年の1.9倍から2010年は2.5倍にも達した。しかし、一方で、格付けの高い一部の大学では、足元、課税債を買戻す動きが活発化している。例えば、デューク大学では、リーマンショック後、経常的経費の一部を賄うために課税債を発行したが、プレミアムを支払い、当該課税債を買戻した(償還は、2014年と2019年)。また、ハーバード大学も一部債券(金利5%)を買戻す動きをみせている(McDonald 2011)。

また、さらに、懸念されていることは、変動金利債のリファイナンスが困難を増していることである。これまで多くの大学では変動金利で資金を調達するとともに、金利スワップを利用することにより、金利リスクをヘッジしてきた。特に、2000年代の前半、固定金利の免税債は5%以下で調達可能であったが、変動金利の免税債(短期)であれば、3%以下で調達が可能であったことから、多くの大学では、固定金利ではなく変動金利で、資金を調達してきたのである。しかしながら、これらの契約の多くは2011年度中に期限を迎えることになり、この償還をどのように乗り越えるのが現在大きな問題となっている。リーマンショック後、金融環境が変化し、カウンターパーティリ

スクやコベナンツ契約の内容、銀行のバーゼルⅢなどの影響もあり、金利スワップを敬遠する動きが加速し、とりわけ格付けの低い大学（A格以下の大学）では、変動金利とスワップ取引の再構築が厳しさを増しており、リファイナンスが困難となりつつある。一方で、2009年2月には、米国再生・再投資法に基づく州政府等への支援策として、ビルド・アメリカ・ボンド・プログラム（The Build America Bond Program：BABプログラム）が開始されている。これは、地方債の資金調達コスト上昇に対する対策であり、ヴァージニア大学とミネソタ大学はこれを利用して債券の発行を行った（三宅 2009）。その意味では、大学の資金調達に対して、連邦政府の支援も一部見られ始めたが、厳しさが増す金融環境の中で、今後、米国大学がこの難局をいかにして乗り越えていくのか、また、これからの大学経営の中で、債券発行を含めた財務戦略をどのように構築していくのか、さらに興味深く注視していく必要がある。

※本稿は、2011年7月23日に開催された、国立大学財務・経営センター第56回高等教育財政・財務研究会「大学の資金調達—多様化の可能性と問題—」における筆者の口頭発表論文「大学の資金調達の日米比較」を一部削除・修正の上、記述したものである。

注

- 1) 日本における株式会社立大学の財務分析については、川崎（2011a）を参照。
- 2) 多くの大学では、年度当初に納入される授業料収入等を、徐々に取り崩すかたちで、当面の資金繰りを賄うケースがほとんどであると考えられる。しかし、1970年代の日本の私立大学においては、物価高騰等で財政が膨張したことから、経常費用を賄うために運転資金見合いの短期借入金が増加したことが明らかとなっている。詳細は、川崎（2011b）を参照。
- 3) それゆえ、一般財源保証債を発行するためには、事前に住民投票を行い、有権者に起債の承認を得ることが義務付けられている場合がある。財団法人自治体国際化協会（2006：25-6）掲載の表によれば、州憲法上において20州が住民投票による承認が必要とされている（1990年現在）。資金調達事例で紹介しているニューヨーク州（ニューヨーク州立大学）においても住民投票が必要とされている。
- 4) 地方債発行を担う外部専門家の役割については、沼田・三宅（2007）、坂田（2007）、財団法人自治体国際化協会（2011）を参照した。
- 5) 例えば、政府系の金融保証会社の一つとして、College Construction Loan Insurance Association（CONNIE LEE）の存在があげられる。CONNIE LEEは、1986年の高等教育法修正条項に基づき、連邦政府の関連企業体として、1987年2月に設立された機関である（但し、1997年の完全民営化後、金融保証会社であるアムバック・フィナンシャル・グループの傘下に入ったが、同グループは2010年11月に連邦破産法11条に基づく会社更生手続きの適用を申請した）。CONNIE LEEは、BBB格、もしくはそれ以下の格付けを有する高等教育機関（大学・カレッジ・教育研修病院）の発行する債券に対して信用補完を行うことにより、低格付け大学の資本市

場からの円滑な資金調達を支えた。詳細は、川崎（2011c）を参照。

6) 詳しくは、以下の文部科学省ホームページを参照。

(http://www.mext.go.jp/a_menu/koutou/houjin/08063005/002.htm)

7) ニューヨーク州大学寮公社 (Dormitory Authority State of New York) については、同公社ホームページを参照 (<http://www.dasny.org/>)。

8) 以下の記述については、Phillips (2010) を参照。

9) Barnes (2008) によれば、病院を除く内国歳入法第501条c項3号に該当する団体、すなわち私立大学を含む教育機関等が発行する私的活動債における新規発行額シェアの上位4州は、ニューヨーク州、カリフォルニア州、ペンシルバニア州、マサチューセッツ州であり、これら4州で全体の40.7%にも達している。この数字は大学間競争の激しさの裏返しとして債券発行額が盛んに行われていることの一つの証とも考えられる

10) ノースイースタン大学の改革事例等については、東京大学大学院教育学研究科大学経営政策コース (2007)、小林ほか (2008) を参照。

11) 以下の記述は、特段の注書きがない限り、主にMoody's Investors Service (2009・2010・2011a・2011b)、またはBass (2011) を参考にした。

参考文献

秋山義則, 2009, 『アメリカ州・地方債の研究』日本資産証券化センター.

秋山義則・前田高志・渋谷博史編, 2007, 『アメリカの州・地方債』日本経済評論社.

Bass Jeremy, 2011, "New Realities in the Bond Market", Matte June, and Townsley, Michael k., *Perspectives*, National Association of College and University Business Officers. (http://www.nacubo.org/Products/Online_Publications/Perspectives.html)

Barnes Aaron, 2008, "Tax-Exempt Bonds, 2008", *Statistics of Income Bulletin*, Winter 2011. (<http://www.irs.gov/pub/irs-soi/11ebtebondwinbull.pdf>)

BOND DESK GROUP, 2011, *Market Transparency Report*, October.

(http://www.bonddeskgroup.com/sites/all/themes/bonddesktheme/reports/MuniTransReport_Oct2011.pdf)

Davis Mitch, 2009, "College to issue over \$400 million in bonds", *The Dartmouth News*, May 26. (<http://thedartmouth.com/2009/05/26/news/bonds>)

Gavin, Thomas J, 2007, "The Cost of Selling Debt: IGFOA Debt Survey Results", *The Illinois Government Finance Officers Association*, March 22.

川崎成一, 2011a, 「日本における株式会社立大学の分析—財務分析の視点から—」『大学経営政策研究』第1号: 145-66頁.

川崎成一, 2011b, 「私立大学の財務構造と資金調達行動—1970年代を中心に—」『高等教育研究』第14号: 229-47頁.

- 川崎成一, 2011c, 「米国大学の債券発行とCONNIE LEE」『日本高等教育学会第14回大会発表要旨集録』日本高等教育学会: 124-5頁.
- 川崎成一, 2011d, 「大学の資金調達の日米比較」国立大学財務・経営センター第56回高等教育財政・財務研究会(2011年7月23日)発表資料.
- Klein Eva, 2000, “Debt Financing and Management” Augustine John H., *College and University Business Administration*, Six Edition: 10-01-10-80.
- 小林雅之・片山英治・芳賀敦・両角亜希子, 2008, 「アメリカの大学の財務戦略—4大学現地調査報告—」『東大—野村大学経営ディスカッションペーパーNo.05』東京大学 大学総合教育研究センター.
- McDonald Michael, 2011, “Duke Joins Harvard as Colleges Buy Back Credit-Crisis Debt” *Bloomberg*, May 6.
- 三宅裕樹, 2009a, 「わが国地方債市場へのレベニュー債導入に向けた提言」『資本市場クォーターリー』第13巻(1): 26-48頁.
- 三宅裕樹, 2009b, 「金融危機が米国地方債市場に及ぼす影響」『資本市場クォーターリー』2009秋号ウェブサイト版: 1-14頁.
(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut10web.pdf>)
- 水田健輔, 2008, 「米国州立大学における施設整備予算獲得に向けた取り組み」『第1回国立大学法人等の財産管理に関する研究協議会配付資料 資料4』国立大学財務・経営センター. (<http://www.zam.go.jp/p00/pdf/807/00000004.pdf>)
- Moody’s Investors Service, 2009, “U.S. Colleges and Universities Rating Roadmap: Focus on Special Risks During Recession & Credit Crisis” *Moody’s U. S. PUBLIC FINANCE*, April.
- Moody’s Investors Service, 2010, “Liquidity and Credit Risk at Endowed U.S. Universities and Not-for-Profits” *Moody’s U. S. PUBLIC FINANCE*, June 14.
- Moody’s Investors Service, 2011a, “2011 Outlook for U.S. Higher Education” *Moody’s U. S. PUBLIC FINANCE*, January 14.
- Moody’s Investors Service, 2011b, “U. S. Colleges and Universities Increase Liquidity as Credit Pressures Continue” May 12.
- 沼田優子・三宅裕樹, 2007, 「米国地方債の起債プロセス—わが国地方債に必要とされるインフラと専門的機能—」『資本市場クォーターリー』第10巻(4): 45-64頁.
- Phillips Ted, 2010, “DEAL IN FOCUS:DASNY Readies \$324Million in Two Issues for CUNY and SUNY” *The Bond Buyer*, September 20.
- 坂田和光, 2007, 「米国の地方債制度—免税債を中心に—」『レファレンス』第57巻: 55-76頁.
- Standard & Poor’s, 2011, “The Not-For-Profit Higher Education Sector’s Outlook Remains Mixed Despite A Gradual Recovery” *Global Credit Portal*, February 14.
- 東京大学大学院教育学研究科大学経営政策コース, 2007, 「ノースイースタン大学の事例分析」『2007年度夏学期「比較大学経営政策論(1)」報告書』.

(<http://ump.p.u-tokyo.ac.jp/resource/2007NU-Report.pdf>)

吉村真木子, 2006, 「アメリカの事例から見る大学格付け」『大学時報』第323号: 58-65頁.

財団法人自治体国際化協会, 2006, 「米国地方債の概要とその活用事例」『CLAIR REPORT』第287号.

財団法人自治体国際化協会, 2011, 「米国における地方債の市場性について」『CLAIR REPORT』第356号.

Zimmerman, Dennis, 1991, *The Private Use of Tax-Exempt Bonds: Controlling Public Subsidy of Private Activity*, Washington, D.C.: Urban Institute Press.