

初の大学債となるか～東京大学が40年債発行を準備

東京大学が初めての大学債を発行する準備に入った。大和証券が主幹事となり、今年10月にも40年債で200億円発行される予定だが、格付けは格付投資情報センター（R&I）がAA+、日本格付研究所（JCR）がAAAとなる。この大学債発行の背景については、6月19日に閣議決定された改正国立大学法人法施行令により、大学債発行の資金使途が緩和されたことが影響している。これまで国立大学による大学債は、付属病院や学生寮など償還財源の裏付けがある施設整備に限られていたが、先端的な教育研究の施設や設備等のためにも使うことが可能となった。

私立学校法人などで発行している学校債は、施設整備事業などに利用されるが、学生の父母・親族や卒業生など内部関係者に限定した消費貸借契約に基づく借入金と見なされ、利払いや償還金が寄付されるようなケースもあり投資対象となる債券とは言い難い。大学債発行に向けた動きとしては、2001年6月の文部科学省通達で、学校債の募集対象が一般人に広げられ、2003年2月には法政大学が開かれた大学のイメージアップ戦略として学校法人として、初めての格付けAA-をR&Iから取得している。また、2007年9月施行の金融商品取引法においては、学校債は有価証券として定義されている。

東京大学が発行を予定する債券は大学債と呼称されており、格付機関が公表している格付理由の概要を次頁表に示した。基本的には、政府系機関（ソブリン）債としての格付手法に加えて、企業や学校法人の格付手法も加味され、公認会計士の監査済みである決算書類が利用されている。東京大学の2019年3月期貸借対照表（概要）を次頁に示したが、損益計算書の経常収益は2,344億円で、その主な内訳は、運営費交付金収益が762億円、付属病院収益が495億円、受託研究収益が373億円、事業料収益は139億円、共同研究収益が97億円などとなっている。なお、R&Iが公表している学校法人の格付方法（2018年6月）においては、財務リスクに加えて、学校法人として

の個別リスクとして重視している項目は以下のとおり。

- ①学校法人としての存続基盤（社会的評価や立地など）
- ②学生志願状況（併願の影響を除いた実志願者数）
- ③教育の中身と成果（学修成果に関するエビデンス、就職実績）
- ④経営力とガバナンス（全学的な立場、経営的な立場で改革を進める体制）

実際の発行にあたって今後注目されるのは、東京大学40年債の発行条件だが、日本国債の40年債利回りは8月末時点で0.6%を少し超えた程度で、30年債（利回り0.6%弱）と殆ど変わらない。格付けはソブリン物と同じで、当初は発行量が少なく流動性は国債などと明らかに異なるため、どの程度のスプレッド（国債利回りに対する上乗せ金利）が付くのか注目される。また、担保は国立大学法人法では新たな施設にしか付けられないため、現在の銀行借入と同様の無担保債と見られるが、何らかの財務制限条項（純資産の維持や負債比率等）が付加されるか否かが投資家にとって興味深い点だ。なお、海外事例では、オックスフォード大学が100年債を2017年に約1,000億円発行しており、社会的価値や知的財産などの無形資産をアピールすることで投資家の人気を集めたようだ。また、ケンブリッジ大学も2018年に約840億円発行している。

今回の東京大学債は、金融商品取引法上の有価証券である学校債の最初の発行となる。明治大学や近畿大学、九州大学など他に10校以上が既に格付けを取得しており、発行者である東京大学が投資家への情報開示や発行プロセスが範となることも期待されるところだ。

東京大学 格付け

格付機関	R&I	JCR
格付け	AA+ (安定的)	AAA
格付公表日	2019年9月19日	2020年7月31日
格付理由 (概略)	研究力に優れる大学院は国内最多の学生数を擁し、法人全体でみた資産、収益面では群を抜く存在	日本の高等教育・研究を牽引し、世界的にも高い競争力を有する
	政府と国立大学の緊密な関係は今後も揺るが政府系機関としての評価をベース	国立大学法人は国の高等教育政策を直接担う
	民間企業からの受託研究や受託事業の件数・金額はともに年々増加基調	年々国内外の産業界との連携規模や範囲を拡大させ、外部資金獲得力の強化が進んでいる。
	意思決定の透明化などガバナンス面での配慮	臨床研究中核病院や特定機能病院、さらには医師養成機関として重要な役割を担う。
		国による運営費交付金と自主財源を加えた範囲内で事業を実施するため、構造的に収支が保ちやすい

東京大学 2019年3月期 貸借対照表 (概略)

固定資産		固定負債	
有形固定資産	1兆2,499億円	資産見返負債	1,075億円
土地・建物・施設など		長期借入金	479億円
無形固定資産		長期PFI債務	147億円
特許など	15億円	その他	167億円
投資その他	333億円	流動負債	
流動資産		寄付金債務や未払金など	1,128億円
現預金など	1,398億円	純資産	
		資本金	1兆452億円
		政府出資金	
		資本剰余金	151億円
		利益剰余金	645億円