

< 論 説 >

非営利法人の金融商品保有規制の検討

李 焱

第1章 はじめに

非営利法人¹は、その名称が示すとおり、営利を第一の目的としないながらも、金融商品²を取得・保有することが認められている。非営利法人が保有資金を預金として投資することと、それを株式や公社債等の金融商品へ投資することには、事業投資ではない金融投資という点で共通性が見られる。

しかし、預金はほとんどリスクを伴わないのに対し、金融商品への投資はリスクとそこから得られるリターンを天秤にかけて行うという点で違いがある。そのため、非営利法人がこのような投資を行うことが認められるべきか、そして認められるとするならばどの程度まで許容されるべきであるのかが問われることとなる。

本論文では、非営利法人が保有する金融商品に係る取引のあり方から考察し、その経済事象の本質を明らかにすることにより、そこから写像されるべき会計情報のあり方を検討する。

第2章 非営利法人における金融商品の取得・保有

(1) 公益法人等

2008（平成20）年の制度改正前、公益法人は指導監督基準により株式を保有することが制限されており、公開市場を通じて運用財産を管理運用する場合と財団法人における基本財産として寄附³された場合を除き、原則として営利企業の株式を取得・保有することができないこと

とされていた。

具体的には、公益法人の設立許可及び指導監督基準において、「運用財産の管理運用は、当該法人の健全な運営に必要な資産（現金、建物等）を除き、元本が回収できる可能性がなるべく高くかつなるべく運用益が得られる方法で行うこと」（公益法人の設立許可及び指導監督基準5-（5））としたうえで、株式の保有等について、つぎのように定めていた（公益法人の設立許可及び指導監督基準6）。

- (1) 公益法人は、原則、以下の場合を除き、営利企業の株式保有等を行ってはならない。
 - ① 上記5-（5）における財産の管理運用である場合。ただし、公開市場を通じる等ポートフォリオ運用であることが明らかな場合に限る。
 - ② 財団法人において、基本財産として寄附された場合。
- (2) 上記（1）により株式を保有する場合であっても、当該営利企業の全株式の2分の1を超える株式の保有を行ってはならない。
- (3) 上記（1）の理由により株式保有等を行っている場合（全株式の20%以上を保有している場合に限る。）については、毎事業年度の事業報告書に当該営利企業の概要を記載すること。

低金利により預金利息収入が極めて低い水準に抑えられる状況が続く中、非営利法人が事業資金を捻出するために、株式や仕組債等を取得・

1 非営利法人は非営利組織（体）とも称され、英語ではNon-Profit Organizationと表記されるが、本論文では公益法人関連法や社会福祉法人等、法人を前提とした非営利組織を対象とすることから、非営利法人を用いる。

2 有価証券は、株式や社債券、国債証券や地方債証券の公債証券、証券投資信託又は貸付信託の受益証券等を指す（金融商品取引法第2条第1項、第2項）。

3 本論文における「寄附」と「寄付」の使い分けについて、原則として「寄附」を用いる。なお、引用文献や法令、基準等において「寄付」が用いられている場合にはこれに従う。

保有することも多く、リスクの高い金融商品により多額の損失を抱える例が少なくない。

2008(平成20)年、いわゆる公益法人三法(一般社団法人及び一般財団法人に関する法律、公益社団法人及び公益財団法人の認定等に関する法律、一般社団法人及び一般財団法人に関する法律及び公益社団法人及び公益財団法人の認定等に関する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の三法をいい、以下、それぞれ、一般社団・財団法人法、公益法人認定法、関係法律整備法という)が施行されると、公益認定を受けていない一般社団法人・一般財団法人は、有価証券の保有に係る規制を受けることはなくなり、保有資金の運用は各法人の意思に委ねられることになった。

ただし、公益法人の設立許可及び指導監督基準と同適用指針は、2008(平成20)年の公益法人三法制定により、公益認定基準にその内容が踏襲された。具体的には、「投機的な取引、高利の融資その他の事業であって、公益法人の社会的信用を維持する上でふさわしくないものとして政令で定めるもの又は公の秩序若しくは善良の風俗を害するおそれのある事業を行わないものであること」(公益法人認定法第5条第5号)を認定条件の一つとしている。そして、公益法人の社会的信用を維持する上でふさわしくない事業として、投機的な取引を行う事業を挙げている(公益法人認定法施行令第3条)。

なお、公益認定等ガイドラインは、「投機的な取引を行う事業」に該当するかどうかは、取引の規模、内容等具体的事情によるが、例えばポートフォリオ運用の一環として行う公開市場等を通じる証券投資等はこれに該当しないとしている(公益認定等に関する運用について4)。

公益社団法人・公益財団法人においても、原則として議決権の半数までの株式を保有することができることとされた(公益法人認定法第5条第15号)。この「議決権の半数まで」という基準は、他の団体の意思決定に関与することを防ぐ趣旨によるものであるが、同ガイドラインによると、株式会社の議決権の過半数の株式を保有している場合でも、例えば無議決権株にす

るか議決権を含めて受託者に信託することにより、この基準を満たすことが可能とされている(公益認定等に関する運用について14)。

(2) 社会福祉法人

社会福祉法人が株式を保有することができるのは、原則として、以下の場合に限られる(社会福祉法人審査要領第2法人の資産(8))。

① 基本財産以外の資産の管理運用の場合。

ただし、管理運用であることを明確にするため、上場株や店頭公開株のように、証券会社の通常の取引を通じて取得できるものに限る。

② 基本財産として寄付された場合(設立後の寄付も含む)。

基本財産以外の資産としての有価証券には、社会福祉法人が営利企業を支配することを防ぐ観点から保有制限がかけられており、保有割合が50%を超えてはならず、保有割合20%以上を保有している営利企業については、その企業の概要を記載した書類を所轄庁に提出しなければならないとされている(社会福祉法人審査要領第2法人の資産(10)、(11))。

基本財産(社会福祉施設を経営する法人にあっては、社会福祉施設の用に供する不動産を除く。)の管理運用は、安全、確実な方法、すなわち元本が確実に回収できるほか、固定資産としての常識的な運用益が得られ、又は利用価値を生ずる方法で行う必要があり、株式、株式投資信託等の価格の変動が著しい財産で管理運用することは、原則として適当ではないとされている(社会福祉法人審査基準第2法人の資産3資産の管理(1))。

基本財産以外の資産(その他財産、公益事業用財産、収益事業用財産)の管理運用にあたっては、安全、確実な方法で行うことが望ましいとされ、このほか、株式投資又は株式を含む投資信託等による管理運用も認められるが、子会社の保有のための株式の保有等は認められず、株式の取得は、原則として公開市場を通してのもの等に限られるといった制約がある(社会福祉法人審査基準第2法人の資産3資産の管理(1))。

(3) 学校法人

学校法人が収入増を図る手段の一つとして様々な資産運用が行われている。実際に、どのような金融商品や方法等で資産運用を行うかについては、各学校法人が寄附行為や関連諸規程等に基づき、自らの責任において決定するものであり、元本が保証されない金融商品による資産運用であっても否定されるべきものでないとされている（特定非営利活動法人大学経営協会財務委員会[2019]2頁）。

学校法人の資産運用については、預金や公共債（国債・地方債・政府保証債）等の保有のほか、近年、仕組債やデリバティブ（金融派生商品）取引などの新たな金融商品による運用も目立つようになってきている。特に、デリバティブ取引は、金融の自由化、国際化の流れの中で、金融・証券市場で大きく拡大し、市場における金利や為替の変動リスク回避の手段として利用されるほか、それ自体が投資目的としても利用され、少ない投資金額で多額の利益を得うる反面、多大の損失を被るリスクもあることを念頭に、一般に学校法人がどのような方法で資産の運用を行うかについては、各学校法人が寄附行為や関連諸規程等に従い、自らの責任において決定するものであるとしたうえで、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ものの、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が指摘されている⁴（学校法人運営調査委員会[2009]）。

しかし、学校法人でもリスクの高い投資を行った結果、100億円を超える損失を出した事例も数多く起きている⁵。前述の「自らの責任」とは何を意味するのであろうか。学校法人は自ら意思決定を行うわけではなく、多くの場合

それを行う立場にあるのは理事（会）であろう。学校法人と理事（会）は別人格であり、非営利法人には営利企業のような資本主義理論も合わないことから、この表現は学校法人と意思決定者を同一視している点で違和感を覚える。

(4) 宗教法人

宗教法人は、その目的に反しない限り、公益事業以外の事業を行うことができるとされており（宗教法人法第6条）、有価証券等の取得・保有に関する制限は設けられておらず、宗教法人がデリバティブ等の金融商品を保有する例もある。一例として、高野山真言宗がリスクの高い金融商品による資産運用を行った結果、多額の損失を出したことが明らかとなっている。この事例で興味深いのは、損失の事実が会計情報の開示からではなく、運用の責任を問うて裁判となったことから明るみになったという経緯である。このことは、宗教法人のみならず、前述の学校法人の例からもわかるとおり、非営利法人の金融商品投資におけるリスク管理が十分ではないということを示していると考えられる。

有価証券等の金融財産のうち、短期の所有を目的とした有価証券への投資は、本来の宗教活動とは言い難いため、宗教法人の基本財産に含まれていないものは、本来宗教法人の会計に含めるべきではないと考えられるという指摘がある（齊藤[2002]4頁）。

(5) NPO 法人

NPO 法人が金融商品を保有することに特段の制限は設けられていないため、NPO 法人としての活動資金を得るための資産運用の目的によって株式等を取得することは、特定非営利活動促進法に定める「営利を目的としない」という内容に抵触しないと解される（特定非営利活

4 文部科学省組織規則（平成13年文部科学省令第1号）第45号に規定する学校法人運営調査委員の会議である学校法人運営調査委員会によって、2009（平成21）年1月6日付けで取り纏められた意見書であり、当時の文部科学省高等教育局私学部参事官から、文部科学大臣所轄各学校法人理事長宛へ出された通知である。

5 学校法人において、資産規模やリスク許容度を十分に考慮せずに、資産運用が行われている問題を指摘した研究として川崎[2010]がある。

動促進法第2条第2項)。ただし、特定の者の利益を目的とした事業は禁止されているため、事業としての出資は認められない(特定非営利活動促進法第3条第1項)。

第3章 各会計基準における有価証券関連規定

(1) 金融商品会計基準

金融商品会計基準では、有価証券を、時価⁶のあるものと時価のないものに区別したうえで、時価がある有価証券は、さらに保有目的に応じて、売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式、その他有価証券の4種類に分類する(金融商品会計基準第15項-第18項)。

① 時価のある有価証券

イ 売買目的有価証券

売買目的有価証券は、時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券であり、時価をもって評価額とし、評価差額は当期の損益として処理する(金融商品会計基準第15項)。

ロ 満期保有目的の債券

満期保有目的の債券とは、満期まで所有する意図をもって保有する社債その他の債券であり、取得原価(償却原価法)をもって評価額とすることとされる(金融商品会計基準第16項)。

ハ 子会社株式及び関連会社株式

子会社株式及び関連会社株式は、それぞれ子会社の発行している株式と関連会社の発行している株式であり、取得原価をもって評価額とする(金融商品会計基準第17項)。

ニ その他有価証券

その他有価証券は、市場価格がある有価証券のうち売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券であり、時価をもって評価し、評価差額は洗替え

方式に基づき、純資産直入法又は部分純資産直入法により処理する(金融商品会計基準第18項)。

② 市場価格のない株式等⁷の取扱い

市場価格のない株式等は、取得原価をもって貸借対照表価額とする(金融商品会計基準第19項)。

(2) 公益法人会計基準

公益法人会計基準では、満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式については取得原価により評価され、それ以外の有価証券のうち市場価格のあるものについては、時価により評価される(公益法人会計基準第2・3(3))。すなわち、公益法人会計基準において、有価証券は満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式とそれ以外の有価証券との二区分に集約される。したがって、企業会計における売買目的有価証券とその他有価証券は、満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券に該当するものとなる。

この有価証券に関する公益法人会計基準の内容は、金融商品会計基準によく似たものとなっているが、関連会社株式という語はまだしも、子会社株式という語を用いるのは適切ではないよう思える。子会社は親会社に対するもので、親子共に会社であることを前提としているが、公益法人は会社ではない。

金融商品会計基準と公益法人会計基準との間の最大の相違は、その他有価証券の時価評価差額を純資産直入するか否かという違いにある。公益法人会計基準は、その他有価証券の時価評価差額を正味財産増減計算書に計上することを定めており、当期の損益としているのである。

6 金融資産及び金融負債の「時価」の定義は、時価算定会計基準第5項に従い、算定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われると想定した場合の、当該取引における資産の売却によって受け取る価格又は負債の移転のために支払う価格とする(金融商品会計基準第6項)。なお、本論文における「市場価格」と「時価」の使い分けについて、原則として「時価」を用いることとし、引用文献や法令、基準等において「市場価格」が用いられている場合にはこれに従う。

7 出資金など株式と同様に持分の請求権を生じさせるものを含む(金融商品会計基準第19項)。

〔図表1〕有価証券の評価方法に関する比較

金融商品会計基準			公益法人会計基準		
区 分	評 価	評価差額	区 分	評 価	評価差額
満期保有目的の債券	取得原価 (償却原価法)	—	満期保有目的の債券	取得価額 (償却原価法)	—
子会社株式及び関連会社株式	取得原価	—	子会社株式及び関連会社株式	取得価額	—
売買目的有価証券	時 価	純利益	満期保有目的の債券並びに 子会社株式及び関連会社株式 以 外 の 有 価 証 券	時 価	正味財産 増減額
そ の 他 有 価 証 券	時 価	純資産			

売買目的で保有する有価証券に係る評価損益及び売却損益は、正味財産増減計算書の一般正味財産増減の部において、経常収益の雑収益又は経常費用の事業費として科目の例示がされており、投資有価証券に時価法を適用した場合における評価損益、売却損益及び為替差損益は、経常費用の投資有価証券評価損益等としての科目の例示がされている（公益法人会計基準運用指針12(2)）。

有価証券の貸借対照表上の表示については、基本財産、特定財産に含まれるものであれば該当科目に表示し、それ以外のもので売買目的有価証券や1年以内に満期の到来する社債その他の債券は流動資産の有価証券、それ以外の有価証券についてはその他固定資産の投資有価証券に区分表示される（公益法人会計基準運用指針12(1)）。

なお、満期保有目的の債券の評価について、満期保有目的の債券を債券金額より低い価額又は高い価額で取得した場合、取得価額と債券金額との差額の性格が金利の調整と認められるときは、償却原価法に基づいて算定された価額をもって貸借対照表価額としなければならない（公益法人会計基準(注9)）。

満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券のうち市場価格のあるものについては、時価評価に伴って生じる評価差額は、当期の正味財産増減額として処理するものとする（公益法人会計基準(注10)）。

指定正味財産に区分される寄附によって受け入れた有価証券を時価又は償却原価で評価する場合、従前の帳簿価額との差額は、正味財産増減計算書上、指定正味財産増減の部に記載す

る（公益法人会計基準(注11)）。指定正味財産として受け入れた資産の時価評価や償却原価による価額の増減は、当該資産に対する指定の解除ではなく、資産の評価損益等の計上にすぎないため、このような場合の資産の増減額は指定正味財産増減の部に記載するものとされている（公益法人会計実務指針Q17）。したがって、償却原価法を適用した満期保有目的の債券の場合、満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券のうち、市場価格のあるものについて時価が下落した場合には、指定正味財産増減の部において評価損等を計上することになる。

なお、金融商品の運用により法人の運営にリスクをもたらすおそれがある場合には、金融商品の状況に関する事項の注記が必要となる。注記例として、金融商品に対する取組方針、金融商品の内容及びそのリスク、金融商品のリスクに係る管理体制（資産運用規程に基づく取引、信用リスクの管理、市場リスクの管理）が掲げられている（公益法人会計実務指針Q30）。

（3）社会福祉法人会計基準

社会福祉法人会計基準において、満期保有目的の債券以外の有価証券で、市場性のあるものは、時価により評価する（社会福祉法人会計基準第4条第5項）。満期保有目的の債券については、取得価額をもって貸借対照表価額とするが（社会福祉法人会計基準第4条第1項）、債券を債券金額より低い価額又は高い価額で取得した場合において、取得価額と債券金額との差額の性格が金利の調整と認められるときは、償却原価法に基づいて算定された価額をもって貸借対

照表価額としなければならない(社会福祉法人会計基準の運用上の取り扱い15)。なお、取得価額と債券金額との差額について重要性が乏しい満期保有目的の債券については、償却原価法を適用しないことができる(社会福祉法人会計基準の運用上の取り扱い1(4))。

流動資産の部に有価証券として計上している場合には、事業活動計算書上は、サービス活動外収益の部に有価証券評価益として、又はサービス活動外費用の部に有価証券評価損として計上し、資金収支計算書上は、事業活動による収入において有価証券評価益として、又は、事業活動による支出において有価証券評価損としてそれぞれ計上する(社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の留意事項について別添3「勘定科目説明」)。

固定資産の部に投資有価証券として計上している場合には、事業活動計算書上は、サービス活動外収益の部において投資有価証券評価益として、又はサービス活動外費用の部において投資有価証券評価損として計上する(社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の留意事項について別添3「勘定科目説明」)。

基本財産を構成するものとして、固定資産の部の基本財産に計上している場合には、事業活動計算書上は、サービス活動外収益の部において基本財産評価益として、又はサービス活動外費用の部において基本財産評価損として計上する(社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の留意事項について別添3「勘定科目説明」)。

償却原価法による評価差額は、事業活動計算書のサービス活動外収益の部において受取利息配当金収益(加算又は減算)として計上する(社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の留意事項について別添3「勘定科目説明」)。同時に、満期保有目的の債券については、内訳、帳簿価額、時価、評価損益を注記する(社会福祉法人会計基準第29条第1項十一)。

満期保有目的の債券及びその他の有価証券の

うち市場価格のあるものについて時価が著しく下落したときは、回復の見込みがあると認められる場合を除き、時価をもって貸借対照表価額としなければならないとする強制評価減の規程が設けられている(社会福祉法人会計基準第4条第3項)。

(4) 学校法人会計基準

学校法人会計基準では、有価証券の評価は、すべて取得価額で評価することとされており(学校法人会計基準第25条)、保有目的による分類は行われない。取得価額として時価を比較してその時価が著しく低くなった場合には、回復が可能と認められるときを除き、以下の判定基準に従い、時価によって評価することとされている(学校法人会計基準第27条)。

① 市場価格のある有価証券

市場価格を時価として次のとおりとする(学校法人委員会実務指針第45号「学校法人会計基準の一部改正に伴う計算書類の作成について(通知)」に関する実務指針4-3～4-7)。

イ 50%以上下落：特に合理的と認められる理由が示されない限り、回復可能とは認められない。

ロ 30%以上50%未満下落：著しく低くなったと判断するための合理的な基準を各学校法人の判断で設けて判断する。

ハ 30%未満の下落：著しく低くなった場合に該当せず、回復可能とする。

② 市場価格のない株式・債券等

当該株式の発行会社の実質価額(1株当たりの純資産額)を時価とみなし、これが取得価額に比べて50%以上下落した場合には、十分な証拠によって裏付けられない限り、回復可能なものは認められない。また、市場価格のない債券等は、金融機関等において合理的に算定した価額を時価として判定する。

(5) 宗教法人会計指針・NPO法人会計基準

宗教法人会計の指針において、資産は、①特別財産、②基本財産、③普通財産に区分され、①特別財産は仏像等の宗教法人に特有な資産で

あるので、金融商品がここに含まれることはない。金融商品が含まれる可能性があるのは、②基本財産又は③普通財産ということになるが、評価方法について特段の定めはない。NPO法人会計基準においても、金融商品に関する特段の定めはない。

(6) 小括

公益法人会計基準では、企業会計の手法が広く導入されており、金融商品についても例外ではない。一方、それ以外の非営利法人においては、そのような傾向は見られない。このことから、非営利法人の会計に企業会計の手法を導入するという点において、公益法人会計基準が他の非営利法人に先行しているともいえるが、一般社団法人・一般財団法人以外の非営利法人においては、金融商品を保有することについて、その重要性がさほど認識されていないことが背景にあるとも考えられる。

第4章 金融商品投資におけるリスクとリターンの関係性

公益法人が有価証券を保有することについては、現行規定のもとでは、公益認定を受けていない一般社団法人・一般財団法人であれば自由に取得・保有することが可能であり、公益認定を受けている法人であっても50%まではその取得・保有が可能となっている。一般社団法人・一般財団法人が準則主義により通常の営利企業と同様に設立可能となったことから、その点でこれらの法人と普通法人との間に差異はないため、有価証券の取得・保有にも制限がなくなったものと考えられる。

しかし、公益社団法人・公益財団法人については、依然として有価証券の取得・保有に制限がかけられている状況にある。これらの法人についてはなぜ有価証券の取得・保有に制約が課されるのであろうか。この制約の根底には、①有価証券の取得は営利追求の手段であるが、公益社団法人・公益財団法人は利益追求を第一としないこと、②有価証券の取得・保有はリスクを伴うものであり、非営利法人はこのようなリ

スクを負うべきではない、という2つの暗黙の前提が置かれていることが示唆される。

一方、公益法人の設立許可及び指導監督基準の運用指針では、「基本財産以外の資産、すなわち、運用財産の管理運用に当たっても、安全、確実な方法で行うことが望ましい。しかしながら、その時々々の経済・金融情勢に鑑み、一定のリスクはあるが、高い運用益の得られる可能性のある方法で管理運用し、公益事業の安定的・積極的な遂行に資することが望まれる。」（運用指針（1））とされており、一定のリスクテイキングを容認する記述がある。

以上のように、公益社団法人・公益財団法人が金融商品への投資を行うことは任意であるとしつつも、具体的な投資の道標が見えにくいことが、巨額損失を生み出す遠因となっている。そこで、金融商品の取得・保有について、リスクとリターンの関係を整理することにより、利益追求とリスクテイキングの関係を考察する。金融商品のリスクとリターンの関係について、Markowitz [1952] のポートフォリオ選択理論と、これを体系的に説明しているLuenberger [2014] に基づき、概要を見ていくことにする。

金融商品Aと金融商品Bについて、具体的な数値と1年後の価格及びその確率を設定した設例を用いて、検討を行う。

〔設例〕

金融商品Aと金融商品Bの価格や収益率、さらにこの2つの金融商品の関係に関する資料は以下のとおりである。

項 目	1年後の価格	利益率	確 率
金融商品A (現在の価格：100)	120	20%	10%
	115	15%	80%
	95	-5%	10%
金融商品B (現在の価格：100)	110	10%	30%
	100	0%	40%
	105	5%	30%

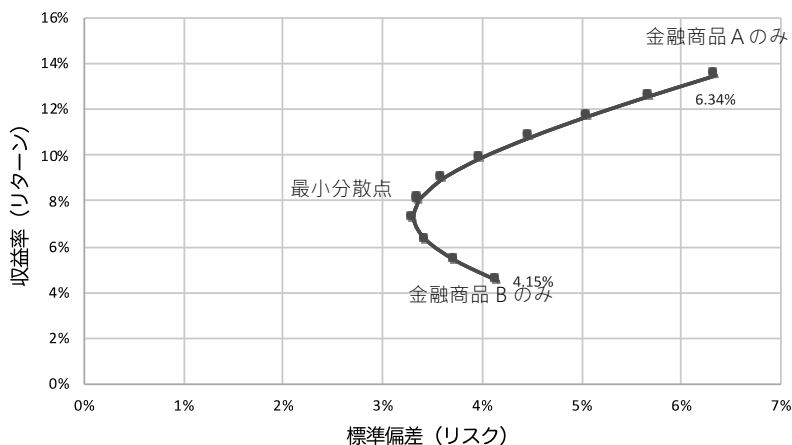
銘 柄	期待収益率	分 散	標準偏差	共分散	相関係数
金融商品A	13.5%	40.25	6.34%	-2.75	-0.10
金融商品B	4.50%	17.25	4.15%		

以上の情報をもとに、金融商品Aと金融商品Bの保有割合の決定について、保有比率を10%ずつ変化させて、期待収益率と標準偏差の関係

〔図表2〕金融商品Aと金融商品Bの保有比率とリターン、標準偏差の関係

Aの保有比率	Bの保有比率	期待収益率	標準偏差 (σ)	分散 (Var)
0%	100%	4.50%	4.15%	17.25
10%	90%	5.40%	3.73%	13.88
20%	80%	6.30%	3.43%	11.77
30%	70%	7.20%	3.30%	10.92
40%	60%	8.10%	3.37%	11.33
50%	50%	9.00%	3.61%	13.00
60%	40%	9.90%	3.99%	15.93
70%	30%	10.80%	4.49%	20.12
80%	20%	11.70%	5.06%	25.57
90%	10%	12.60%	5.68%	32.28
100%	0%	13.50%	6.34%	40.25
31.75%	68.25%	7.36%	3.30%	10.90

〔図表3〕標準偏差（リスク）と期待収益率（リターン）の関係



を一覧にするとつぎのとおりである（〔図表2〕）。

表中の標準偏差はリスクを表す数値であり、この値が大きいほどリスクが高いことを意味する。そして、一番下の行に示した金融商品Aを31.75%、金融商品Bを68.25%保有する組み合わせがリスクを最小化（3.30%）するポートフォリオということになる。

横軸を標準偏差、すなわちリスクとし、縦軸をリターン（収益率）としてプロットした点を線で滑らかに繋ぐと、つぎのような曲線を描く（〔図表3〕）。

一般に、単純なハイリスク・ハイリターンの関係が語られることが多いが、それぞれに固有のリスクとリターンを持つ2つの金融商品のリスクとリターンの関係において、必ずしもそのような単純な直線が描かれるわけではなく、〔図

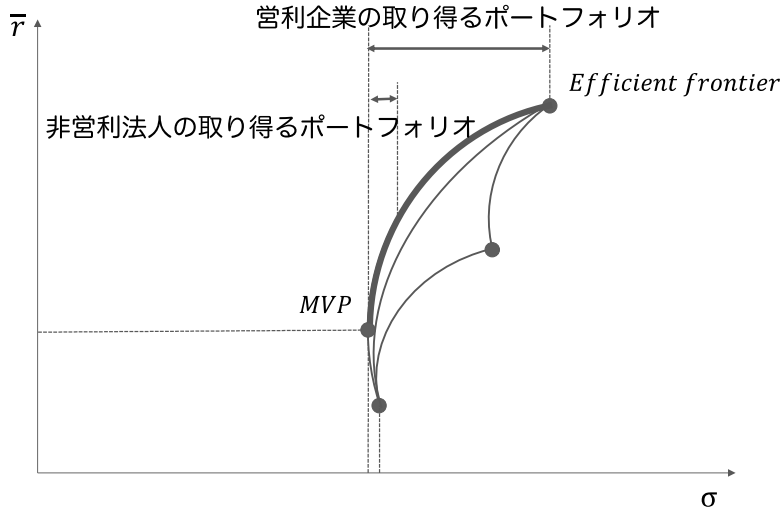
表3〕に示したような曲線となる。この曲線の左端の点が最小分散点（minimum variance point: MVP）であり、これはリスクが最小となる点である（Luenberger [2014] p.163）。

以上の事実は、1つの金融商品を保有するより、2つの金融商品を組み合わせることで、より少ないリスクでより多くのリターンを得ることが可能となる領域が存在するという事実を示している。ここでは、金融商品を2つ組み合わせる場合の理論を概観したが、組み合わせる数を3つ4つと増やしてもこの理論は成り立つ。

第5章 非営利法人におけるリスクとポートフォリオ

非営利法人については、その名称ゆえ、しば

〔図表4〕非営利法人の取り得るポートフォリオ



しば営利を追求しないことが暗黙の前提とされる。その前提は、非営利法人そのもののあり方のみならず、非営利法人が所有する金融商品にも置かれる。すなわち、非営利法人は営利を目的とするものではないため、リスクのある金融商品を取得・保有することはまかりならないというのである。しかし、リスクとリターンとの関係を正確に考慮すれば、そのような理解は正しいものではないことはすでに示したとおりであり、この理論は営利企業と非営利法人との違いにかかわらず成り立つ。

ポートフォリオ理論の主たる内容は、ファイナンス論の分野における基礎的な理論であり、リスクとリターンの関係性を数式化することにより、最適分散投資を得ることができるというものである。本論文における問題の核心は、この「最適」をどのように捉えるかにある。営利企業であれば効率的フロンティア上のすべての集合が投資選択機会となるのであり、どの一点が選択されるかはもっぱら経営者の効用関数に依存する。この点に営利企業と非営利法人の違いがある。

非営利法人は営利を目的とするものではないとされるが、投資については、リターンを「最大化」することが主たる目的ではないというべきであろう。リスクとリターンの関係において、リターンの最大化よりもリスクの最小化を目指

すべきということである。このことは、元本の回収の可能性が高いことを要求する公益法人認定法第5条及びガイドラインの趣旨にも合致する。したがって、非営利法人におけるポートフォリオは、効率的フロンティア上のすべての点ということにはならず、最小分散点かそれに近い部分に絞られるべきであると考えられる。

公益法人における金融商品の取得・保有については、公益法人の設立許可及び指導監督基準が求めている「元本が回収できる可能性なるべく高くかつなるべく運用益が得られる方法で行うこと」(公益法人の設立許可及び指導監督基準5-(5))という表現に、営利企業と非営利法人とは異なるポートフォリオを組むべきであるという方向性が、抽象的ながらも示されている。

以上の理解に基づくならば、〔図表4〕に示したように、非営利法人の取り得るポートフォリオはMVPに接近する範囲のみということになる。ただし、最小分散点からどれだけ離れてよいかという限界点を理論的に導出することはできないため、その決定は何らかの数値基準によるしかない。

会計情報との関連において重要なことは、どのようなポートフォリオが組まれているのかを財務諸表において情報開示することである。非営利法人がどのようなポートフォリオを組んでいるのか、寄附者等の利害関係者はそれを知る

術がないためである。

第6章 その他有価証券評価差額

公益法人会計基準が、その他有価証券に係る時価評価差額を貸借対照表の正味財産直入とせず、正味財産増減額に含める理由を検討する必要があるだろう。

公益法人には資本主が存在しないため、資本主理論を前提とする企業会計における理論をそのまま適用することはできない。ただし、金融商品会計基準が要求しているのは資本直入ではなく純資産直入であり、これは評価換算差額として株主資本とは別枠であることには留意する必要がある。金融商品会計基準では、その他有価証券評価差額金は、株主資本には含まれず、評価・換算差額等に区分される。一方、公益法人会計基準等には、株主資本という概念は存在しない。公益法人会計基準における資産と負債の差額である正味財産と金融商品会計基準における資産と負債の差額である純資産はともに差額概念であり、その他有価証券評価差額金がそこに収容されるという点では、営利企業も非営利法人も同様である。

ここで重要となるのは、その他有価証券評価差額金のフロー計算上の取扱いである。その他有価証券評価差額金は未実現損益であることから、金融商品会計基準では純利益計算には含まれず、損益計算書には表示されない。これに対して、公益法人会計基準は、その他有価証券評価差額金を正味財産増減計算書に表示することを求めている。

このことから、正味財産増減額には必ずしも実現性は求められておらず、したがって、正味財産増減額は企業会計における純利益というよりもむしろ包括利益の性格を帯びていると考えられる。別言すれば、公益法人会計基準における正味財産増減計算書は正味財産増減の原因計算書であり、企業会計における損益計算書が、資産負債アプローチ中心とされる今日においてもなお純利益の原因計算を主要目的の一つとしていることとは、基盤となる考え方が異なることを裏付けている。

企業会計において実現主義が採用されるのは、利益は配当原資を構成するものという考え方と無関係ではない。しかし、公益法人は配当が予定されていないことから、この関係に縛られる必要はないことも、企業会計と公益法人会計のあり方が異なってしまうべきであることを示している。

なお、金融商品会計基準においては、その他有価証券について、その時価は投資者にとって有用な投資情報であることを認めたとうえで、事業遂行上等の必要性から直ちに売買・換金を行うことには制約を伴う要素もあることを理由として、評価差額を直ちに当期の損益として処理することは適切ではないとしている（金融商品会計基準第77項）。これに対して、公益法人はその他有価証券を直ちに売買・換金するという点について、事業遂行上の必要性からの制約はない。したがって、この点については、その他有価証券を損益とすることを妨げるものではないと考えられる。

公益法人会計における正味財産増減額は未実現損益をも含むことから、公益法人会計において収益の認識基準として実現主義を適用する必要性はないということになる。この点について、有価証券の評価とは別の観点から、対価性がないことを理由として、非営利法人には実現主義に代わる別の収益認識基準が必要との指摘がある（藤井[2017]23頁）。

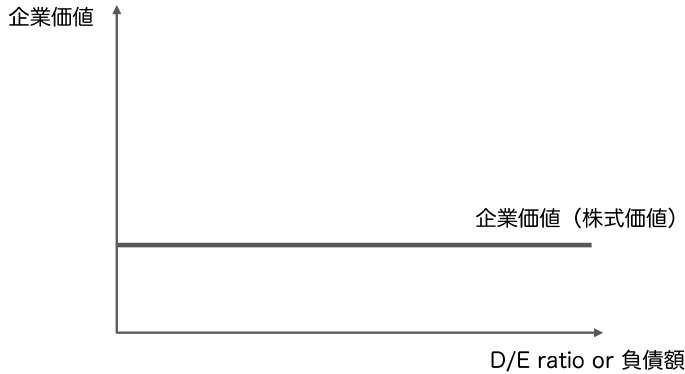
第7章 非営利法人の負債と純資産の構成

負債と正味財産の関係、すなわち資本構成の問題については、Modigliani and Miller によるMM理論がよく知られており、ここではごく簡単にMM理論を概観する。

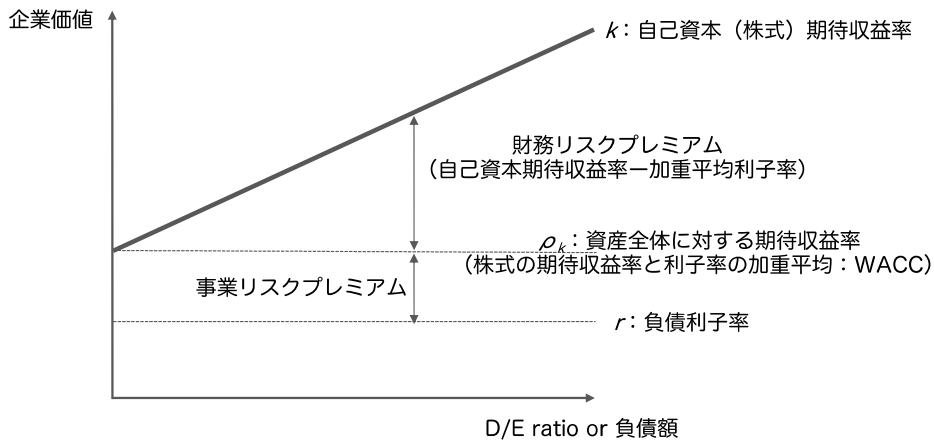
MM理論は、極めてシンプルな理論であるが、以下のような非現実的な仮定が置かれていることを予め理解しておくことが必要となる。

- ① 取引コストが存在しないこと。
- ② 倒産コストが存在しないこと。
- ③ 法人税等の税金が存在しないこと。
- ④ 企業と投資家との間には情報の非対称性がないこと。

〔図表5〕MM理論の第一命題



〔図表6〕MM理論の第二命題



⑤ 企業と投資家は、同コストでの資金調達が可能であること。

⑥ 負債は事業からのキャッシュ・フローの影響を受けないこと。

MM理論は、3つの命題 (proposition) から構成される。その第一命題 ([図表5]) は、企業の資本構成は企業価値に影響を及ぼさないというものである (Modigliani and Miller [1958] pp.268-269)。

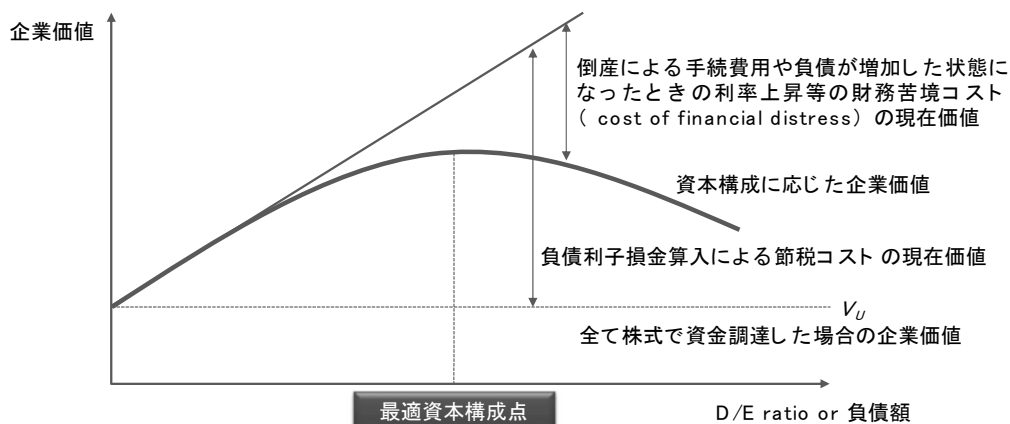
つぎに、負債比率を高めれば、より大きいリスクを負っている自己資本の期待収益率は上昇するため、企業価値を高めることができ、このときの WACC (Weighted Average Cost of Capital : 加重平均資本コスト) は負債の大小に左右されず一定となる。そして、投資政策に変更がないのであれば、企業価値は配当政策による影響を受けない、すなわち、資本コストの観点か

らは資本構成が変化しても加重平均コストが一定 (株主資本コストは負債／資本の財務レバレッジに比例して高くなる) であることとなり (Modigliani and Miller [1958] p.271)、これが MM理論の第二命題 ([図表6]) である。

そして、投資決定の条件となる cut off point (投資の期待収益率が満たすべき最低収益率であるハードルレートと同義) が、加重平均資本コストとなることを示すのが、MM理論の第三命題である (Modigliani and Miller [1958] p.288)。

MM理論に支払利子は損金算入されるが支払配当は損金算入されないという性質を持つ法人税の要素を加味したものが MM理論の修正命題 ([図表7]) である。まず、第一命題については、支払利子に係る節税効果により、その分だけ企業価値が上昇する。つぎに、第二命題については、負債の割合が増加すると、税金費用が減少する

〔図表7〕MM理論の修正命題



ために、株主の要求利回り、すなわち株主資本コストは上昇するが、加重平均資本コストは低下する。

このMM理論の修正命題は、新たな問題を提起することとなった。その問題とは、負債利子の損金算入が認められる節税効果により、理論上は負債比率を100%に近づけることが最適資本構成ということになるが、このとき、資金提供者の要求利率が高まることから、一定の範囲までは節税効果が財務苦境コストの上昇を上回るので企業価値が高まるものの、そこを超えると関係が逆転するため、理論上の最適資本構成点が出現するはずというものである (Modigliani and Miller [1963] pp.433-443)。

現実の企業における最適資本構成点がどの点にあるのかという問題については、理論上の明確な解は得られていない。しかし、非営利法人の場合、配当という資本コストが生じないために、状況は異なる。すなわち、資本コストを伴う負債は少なければ少ないほどよいということであり、このことから、金融商品への投資は負債を増加させない範囲に止めることが望ましいとの結論が導かれる。

第8章 有価証券の保有制限の妥当性

非営利法人が有価証券、特に株式を保有することについて、様々な制約が課されていることは既に述べたとおりである。これらの制約は、営利を目的としないはずの非営利法人が営利企

業の株式を支配することにより、その非営利性あるいは公益性が損なわれることのないようにという趣旨のもとに設けられている。ここで、制約の判断基準となるのは、支配概念であり、具体的には保有割合である。

非営利法人は活動資金を獲得するため、自ら収益事業を行うことが認められている。もちろん、非営利法人が収益事業を無制限に行って良いというわけではない。例えば、公益法人認定法は、公益認定に際して、公益目的事業を行うことを主たる目的とすることを求めており、具体的な基準として公益目的事業比率が50%以上であることを要求している (公益法人認定法第5条第1号、同条第8号)。ただし、他の団体の意思決定に関与することができる株式その他の内閣府令で定める資産を保有していないものであることとし、当該財産の保有によって他の団体の事業活動を実質的に支配する恐れがない場合として政令で定める場合は、この限りではないとしている (公益法人認定法第5条第15項)。この点について、政令では、株主総会その他の団体の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関における議決権の過半数を有していない場合としている (公益法人認定法施行令第7条)。

しかし、非営利法人が収益事業を行うことは、非営利法人が収益事業を行う別法人の株式を100%保有することと同様のことと言える。他の営利企業の株式を保有することの制限とし

て、保有割合が基準となっているのに対し、非営利法人自らが収益事業に乗り出す場合には、100%の株式保有が前提となっているという矛盾が生じている。

この矛盾は一気呵成に解消させるべきものではなく、段階を追って対処することが求められるだろう。まず、非営利法人が自ら収益事業を行うことは、活動資金を自ら賄うことにより、補助金等の公的部門からの支出を抑制することに資するため、社会経済全体における合理性があると考えられる。そうであるならば、非営利法人が他の営利企業の株式を100%保有することもまた認められる余地が出てくる。

このことは、本論文における検討から導出された、非営利法人においてもリスクヘッジを目的とするポートフォリオ理論が適用されるべきであり、そのためには金融商品の組み合わせにおいて保有割合に制限をかけることは障碍となりうることから、そのような制限を設けるべきではないという知見とも矛盾しない。

第9章 おわりに

本論文では、非営利法人が金融商品を保有する場合の会計処理を考察するとともに、リスクテイキングの観点から考察した。営利性とはリスクを取るということと表裏一体であり、これが営利企業の特質といえる。資金提供者による委任という観点からは、非営利法人の経営者にどの程度、資金提供者からの委任があるかが重要になると考えられる。

営利企業であれば、どのような投資行動を取ったのかは財務諸表を通じて株主総会や証券市場の承認や評価が下されることになるが、非営利法人ではそのような評価の機会がないことから、野放図な投資行動が起きやすい。しかし、非営利法人の場合にはそのようなガバナンスが機能しないことを考えると、営利企業のように広範な委任を認めることには問題があると思われる。

〔参考文献〕

- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen[2011], *Principles of Corporate Finance Global Edition 10th ed.*, McGraw-Hill Irwin, Singapore.
- Luenberger, Dabid, G.[2014], *Investment Science 2nd ed.*, Oxford University Pres, New York（邦訳、今野浩、鈴木賢一、枇々木則雄[2015]『金融工学入門第2版』日本経済新聞出版社）。
- Markowitz, Harry[1952]“Portfolio Selection”, *Journal of Finance* vol.7, No.1, pp.77-91.
- Modigliani, Franco and Merton Howard Miller[1958]“The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol.48, No.3, pp.261-297.
- Modigliani, Franco and Merton Howard Miller[1963]“Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review*, Vol.53, No.3, pp.433-443.
- 学校法人運営調査委員会[2009]「学校法人の資産運用について」。
- 川崎成一[2010]「私立大学の資産運用とリスク管理」『大学財務経営研究』第7号、175-202頁。
- 厚生労働省[2016a]『「社会福祉法人の認可について」の一部改正について（社会福祉法人審査基準、社会福祉法人定款例）』。
- 厚生労働省[2016b]『「社会福祉法人の認可について」の一部改正について（社会福祉法人審査要領）』。
- 厚生労働省[2019a]『「社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の取扱いについて」の一部改正について』。
- 厚生労働省[2019b]『「社会福祉法人会計基準の制定に伴う会計処理等に関する運用上の留意事項について」の一部改正について』。
- 齊藤稔[2002]「宗教法人に対する税務調査の現状と宗教法人の会計」『宗教法』第21号、31-50頁。
- 特定非営利活動法人大学経営協会財務委員会[2019]「資産運用における管理体制等について」。

藤井秀樹 [2017] 「非営利組織の組織特性と収益認識」、非営利法人研究学会・公益法人会計研究委員会『最終報告書 非営利組織会計の研究』所収。