

<公益法人実務担当者のための資産運用入門⑭>

公益法人資産運用の新たな胎動

— 運用目的と制約の狭間で —

インディペンデント・フィデュシャリー(株)
法人資金運用管理コンサルタント

梅本 洋一

債券運用の本当の難しさ(1)~(4)
リスク・リターン判断能力を養う(1)(2)
運用管理体制について(1)~(4)
運用リスク管理(1)(2)
運用リスク管理(3)
●社債等のリスク別管理
●ロスカットを回避する方策の可能性
(以上、2011年4月号~2012年5月号に掲載)

●運用内容改善を断行するA公益財団

本誌2012年2月号「資産運用入門⑩」で投資方針書の策定でご紹介したA公益財団は、その後肅々と運用内容改善を断行されている。

小職 その後の状況はどうか？

運用担当者 この3月に年限をいくつかに分けて20年前後の日本国債を取得しました。

小職 社債などその他の債券は取得しなかったのですか？

運用担当者 信用リスク、それも長期の信用リスクにはこりごりしていますので、2、3年ぐらいの短期社債に限り、証券会社に要望は出していますが、条件に合うものは一件しかありませんでした。結果的に、まとまった金額のほとんどを国債にしましたが、今再び国債利回りが急低下していることを思えば、良かったと思っています。

小職 でも、超長期国債を買うことへの抵抗は？

運用担当者 全くないと言えばウソになります。定期預金金利が2%も出る世の中だったら出来るだけ定期か中期国債までで運用したいというのが本音です。でも今の時勢でそれをやったのでは公益事業の大幅縮小や財産の大幅取り崩しにつながり、法人の存在自体を危うくする。インカム収入を得るためにやむなく運用期間を延ばすことで妥協したと言えます。正直、より短い運用期間で、超長期国債と同等かそれ以上のインカム収入を獲得したい誘惑は無いわけではありませんが、年度投資方針書にもインカム収入と償還金の確実性⇒日本国債重視と記載していますので、以前ほどあれこれ悩みませんでした。

小職 なるほど。

運用担当者 それと4月には、将来性の怪しい資産や問題債券をいくつかロスカットしました。当時ちょうど市況が一時的に回復していましたので、今よりも回収額が多かったのは不幸中の幸いでした。この売却資金の方では、3月のように日本国債を矢継ぎ早に取得することはしないつもりです。当財団の年度投資方針書は、先ほどの国債のような安全資産の他に、制限された範囲で外債や不動産(REIT)ほかのリスク資産も保有できる旨になっているので、現在利回りが急低下している国債などは後回しにして、市況の悪化と共に利回りが上昇している外債や不動産(REIT)を優先的に取得する準備を進めています。そ

の際、個別銘柄で外債や不動産（REIT）などを取得するのはリスクなので、それら何十～何百銘柄のパッケージあるいはそれらを構成銘柄とする市場平均指数に連動するETF（上場投資信託）を使うこととなります。

小職 したたかですね。

運用担当者 ロスカットは、財産基盤をこれ以上毀損させてしまうリスクを考えての苦渋の決断でした。また、外債や不動産（REIT）などのリスク資産の保有も、将来の収支赤字見通し、取崩しによる財産減少などを少しでも緩和させる為でした。“やせ我慢”はできない一方、下手な“背伸び”もしたくない。そんな状況下での消去法的な選択でした。今後もステップ・バイ・ステップでしか進めませんが、機会ごとにポートフォリオの内容を改善してゆきたいと考えています。

資産運用の具体的なオペレーションが、とるべき運用施策・方針と、法人の置かれている現状認識と、運用目的とに上手く関連付けられ、ロジカルに整理され、実行されることは容易なことではない。

今現時点でも、資産運用の目的と制約の狭間で、「とるべき具体的な運用施策・方針や具体的な運用オペレーションとはどのようなものなのか」を問うている公益法人は少なくないと予想している。根本には、円滑な法人運営に欠かせない安定的なキャッシュフローの獲得、法人財産の保全という運用目的がある。

従来、これら運用目的達成の手段として預貯金、債券運用を行ってきたが、超低金利ではキャッシュフローの獲得は難しくなってきた。また、近年の経済・金融情勢における不確定要素の高まり、金融商品の複雑化などの環境下では預貯金、債券の銘柄選択等も以前より困難さを増してきた。判断を誤れば、預貯金、債券として分類できる金融商品であっても、安定的なキャッシュフローや財産の保全を必ずしも約束してくれないことが明

らかとなってきた。法人の収支見通しや他の財務見通しも決して明るいものではない。このような厳しい現状認識が増えている。

とは言え、預貯金、債券として分類できる金融商品には、キャッシュフロー（受取収入）や償還金額がカウントしやすいという大きなメリットがある（あくまで、“カウント”であり、実際は異なる場合が問題なのだが）。法人としてはこのメリットは無視できない。そこで、預貯金、債券運用として分類できる金融商品に出来るだけ留まって、最大限そのメリットを享受したいということが、公益法人資産運用における事実上の制約といえる。

しかしながら前述した通り、そのようなメリットに固執するあまり、かえってキャッシュフローを不安定にしたり、法人財産を損なってしまったりする危険を冒すような預貯金、債券運用に陥ることも珍しくなくなってきた。これでは運用目的に照らして、本末転倒な話である。

A公益財団で始まった新しい取り組み、（長期）国債を中心とした債券運用、制限された外債（ETF）・REIT（ETF）などによる債券運用の補完、は安定的なキャッシュフローの獲得と法人財産の保全という運用目的への原点回帰を模索する動きの一つといえる。厳しい現状認識、制約と運用目的の狭間で、公益法人資産運用としてギリギリのバランスを図ろうとしている様子が伺える。また、目的達成に向けたその具体的な手段（投資方針や実際の運用オペレーション）などは、専門家から見ても理にかなっていきそうである。何年か後、この法人のポートフォリオが理想のかたちに近づいていることを期待したい。

●運用方針を模索するB公益財団

本誌2011年11月号「資産運用入門⑧」の中で、リーマンショックから欧州ソブリン危機に至る経済・金融情勢の流れから読み取ることのできる公益法人の財政・資産運用への影響として、①超低金利が今後相当長く続く可能性②信用不

安も今後相当長く続く可能性③債券運用の難易度が増す。長期にわたる運用収益の低迷・漸減も避けられない可能性④資産の取り崩しや事業の縮小を常に視野に入れなければいけない可能性、この①～④の可能性について、代表理事の皆様は既にお気づきでしょうか？また、すでに覚悟を決めていらっしゃるでしょうか？、という旨をその理由と共に述べた。

先般、このコラムを読まれたある法人からご連絡をいただいた。偶然にも、このB公益財団は運用方針について、正に議論を重ねていらっしゃる最中だったのである。

運用担当者 現在の債券運用を続けた場合の収支見通しでは、恒常的な財産大幅取り崩しが避けられない状況です。そういう状況に陥ってしまう前に、一旦、代表理事をはじめとする役員に資産運用の現状と見通し、対策案をお示し、そこで出た結論を正規の運用方針として作成したいと考えています。

小職 重要です。法人としての方針が曖昧なまま、なし崩しに進むのは大変良くない。

運用担当者 運用方針には、そこで出た結論だけではなく、なぜその結論に至ったのかなどの議論のプロセスも盛り込みたいと考えています。なぜなら、いずれ担当も役員も交代します。財団の状況や経済・金融環境も変化します。後の人々がそれまで行われてきた資産運用を点検したり、見直したり出来るためには、結論だけの運用方針では不十分だと考えているからです。

このB公益財団の当面の運用内容が今後どうなるかは別として、運用方針の考え方は非常に洗練されたものである。小職も全く同意見である。どのような運用方針書を策定されることになるのか楽しみである。

公益法人資産運用が様々な困難に直面する時期だからこそ、運用担当の皆さんにとっても、

これを契機に取り組み始められる事柄もあるのではないだろうか。

例えば、今後の資産運用について、代表理事はじめ役員を交えた議論を持ちかける、運用方針の策定・見直し（本誌2012年2月号「資産運用入門⑩」参照）に着手する、等々にはむしろチャンスの時期と言えそうである。

●「困難な時期に何をしておくか」が次世代の資産運用、事業遂行能力を決める

残念ながら、運用環境は”試練の時期”が今後もしばらく続くともっている。超低金利や信用不安を嘆いたところでそれらには抵抗しがたい力が働いていると思った方が良い。資産運用の世界に身を置いた者の経験から言えば、こんな時期に「安全かつ好利回り」を無理に探し回ったり、そのような「うまい話」に耳を傾けたりするよりは、現在の状況を受け入れて、「生き残り」の方策を模索した方が賢いと思う。

将来にわたって公益法人として生き残ってゆくため、この試練の時期には、「資産運用と事業をどこでバランスさせることが出来るか」、「運用の目的と制約をどこでバランスさせることが出来るか」、について考えをまとめ、粛々と実行に移してゆく時ではなからうか。運用内容の再考は勿論、運用方針や運用管理体制などの点検、再構築も必要となろう。これらについて内部議論を重ね、試行錯誤しながら、次世代の事業の遂行能力を高めておく（あるいは事業遂行能力の劣化を予防しておく）ことこそ最重要課題なのではないだろうか。

そのために必要と思われる普遍的なエッセンスは、これまでの本コラム「資産運用入門①～⑭」に盛り込んだつもりである。今いくつかの新しい胎動も感じられる公益法人資産運用の今後の益々のご健闘に期待したい。最後に、太田理事長はじめ長沼編集長、青山様、公益法人協会様には、長きにわたりコラム連載という機会を頂戴したことへの謝意と共に結びとしたい。