



する仕組債投資に踏み切っても良いのだろうか？ 少しでも高い利回りを求めて（永久）劣後債や格付けの低い社債へと傾倒して大丈夫なのだろうか？ 安易に外債、不動産投資信託（REIT）、高配当株式に飛び乗って、後の管理がきちんと出来るのだろうか？ そもそも仕組債、（永久）劣後債、格付け債、見切り発車的な外債やREITなど価格変動の大きな資産の取得は、予見可能な安定収益確保と財産保全、公益事業の安定遂行という公益法人の資産運用の本分に適合するものだろうか？ 公益法人の資産運用はいよいよ大きな分岐点に至ってしまったとは言えないだろうか。

#### ◆旧来型の資産運用の公益法人A ～環境の変化に対して脆弱な資産運用～

財産規模200億円の公益法人Aは旧来型の積極的資産運用の典型である。仕組債が60%以上を占め、その他はREITや外貨建て永久劣後債の個別銘柄、個別発行体ではほぼ全ての資産が構成されている。

利子配当の収益実績は、2014年度8億円、2015年度7億円超であった。非常に高い収益実績の源泉は、仕組債を中心とする為替レートの変動リスクと、永久劣後債やREITなど個別の信用リスクとを引き受けた見返りであるといえる。

保守的な債券運用という建前ではあるが、保有する仕組債の実態は為替レートに連動する外債に酷似している。円安進行時は良かったが、昨今、為替レートが▲10%～▲20%円高に振れてしまったので、利子配当同様、元本の時価も著しく下落している。そして、それらは通常の債券に比べても非常に下落率が高い。一部の仕組債は、大不況時の株式やREIT並みの▲30%～▲40%も下落している。

つまり、法人Aの資産運用は高い運用益を追

及することと引き換えに、大きな為替変動リスクや個別の信用リスクを引き受けているのである。結果、去年から今年にかけての環境変化の中で、運用収益はもちろん、時価についてもその影響を少なからず被っているのである。

本年度の収益見通しについては、6億円程（米ドル100円想定）ということであるが、万が一、想定よりも10円円高が進めば、さらに1億円近く減収になり、時価も一段の下落にさらされることになる。

すなわち、運用収益の予見性、安定性に乏しいという意味では、公益法人の資産運用の本分とは矛盾した状況に陥ってしまっているのである。さらに、一段の経済環境の悪化時において顕在化しやすい発行体の信用リスクについても、個別銘柄投資によって直接引き受けている。万が一の場合、公益事業を永続的に遂行するために保全していくべき原資の取り扱い方として適切とは言い難いのである。

法人Aのように積極的な資産運用の場合だけでなく、より保守的な運用を行っているという他の法人も含めて旧来型の公益法人資産運用に共通することがある。それは、超低金利、為替変動、その他の資産価格の変動、信用リスクの顕在化などの環境変化によって、運用収益や財産内容の状況、公益事業そのものが、非常に大きく、かつ想定外の影響をいとも簡単に被ってしまうような資産運用を行っているということである。

#### ◆対照的な資産運用を実施する公益法人B ～環境の変化に対して より強固な資産運用～

一方、法人Bの資産運用は、運用環境の変化による運用収益や財産内容の状況への影響は、法人Aや他の旧来型の公益法人の場合と比べて

表：法人Aと法人Bの資産運用比較

公益法人を取り巻く運用環境、法人Aと法人Bの資産運用比較		
◆公益法人を取り巻く運用環境 ①世界的な超低金利の定着 ②為替レートを含む資産価格の変動性の増大 ③実体経済、発行体信用リスクの不確実性の増大		
◆法人Aと法人Bの資産運用比較		
	法人A (旧来型)	法人B
運用内容	仕組債、永久劣後債、外債、REITなどの個別銘柄投資	国債、その他の株式、REIT、外債についてはETFを通じた分散投資
インカム収入の源泉	個別銘柄の信用リスク、特定為替の価格変動リスクを直接引き受けていることに対する見返り	債券、株式、REIT、外債の各市場全体から生じる平均利子配当利回り
収入の予見性・安定性	予見困難かつ変動が大きくなりやすい(個別の信用リスク、価格変動の要因大)	推計が比較的容易(取得時利回り、各市場全体の平均利子配当利回りの変動性は比較的小さい)
価格変動の大きさとその予見性	予見困難かつ変動が大きくなりやすい(個別の信用リスク、価格変動の要因大)	推計、想定が比較的容易(各市場の過去の統計データから概ねの価格変動の大きさを知ることができる)
財産の保全	予見が難しく、復元困難な大ダメージも被る場合有り(個別の信用リスクの影響大)	分散投資によって運用と財産の永続性は個別銘柄投資に勝る。(ただし、市場価格と同程度の価格変動は避けられないので、許容する)
運用管理ポリシー	①財産全体のデザイン意識は希薄 ②個別銘柄投資 ③個別銘柄、商品ごとの選別を重視 ④表面的な利回り、格付け、元本保証の有無(必ずしも将来の収益の安定性や財産の安全性を約束しているわけではない)などの商品条件を重視	①財産全体のデザイン、資産配分比率を重視 ②分散投資 ③国債やETFの選別に労力は割かない(市場平均と同等の資産内容、利回りであれば良い) ④中長期的な収入の安定性、価格変動の予見性、運用と財産の継続性を重視(各金融市場平均と同じ程度の分散投資がなされているか、同程度の利子配当利回りが享受できそうかを重視)

非常に小さい。

200億円の資産規模を有する法人Bの資産構成の70%は、すこし前に構築した20年までの日本国債を中心としたラダー運用である。その他は世界株式5% (日本を含む先進国、新興国)、世界REIT10% (国内、海外)、各種外国債券15% (投資適格債、為替ヘッジ外債、ハイイールド債、新興国債) で構成され、全体を100%として概ねの資産配分比率はあらかじめ決められている。

また、ポートフォリオを構成する各資産は、日本国債以外は、世界株式、世界REIT、各種外国債券の各市場の連動する上場投資信託(ETF)を中心に組み込み、各市場と同等の銘柄分散、価格変動特性、利子配当利回りと限り

なく近似するように意図されている。

利子配当の収益実績は、2014年度4.4億円、2015年度4.3億円であった。収益実績の源泉は、国債の取得時の市場利回りと、世界株式、世界REIT、各種外国債券の各市場の利子配当利回りである。運用財産全体の利回りはポートフォリオでの各資産への資産配分比率に応じた加重平均利回りに等しい。上場投資信託(ETF)そのものが何十～何千の銘柄分散、あるいは何十種類もの通貨に分散しているので、運用収益を激変させる要因となる特定の銘柄の信用リスクや特定通貨の為替変動リスクを直接引き受けることなく、市場平均程度の利回りを安定的に享受することに成功している。

運用財産の時価の実績は、2015年3月204億

円、2016年3月204億円であった。昨今の世界的な株安など資産価格下落や円安などによって、世界株式、世界REIT、各種外国債券の連動するETFなども市場平均並みに下落したものの、日本国債の金利低下（債券価格の上昇）がそれを相殺して全体の時価は維持されている。

本年度の収益見通しも前年度並みの4.3億円程度の安定収益を見込んでいる。それは日本国債を中心としたラダー運用から生じる利息と、世界株式、世界REIT、各種外国債券の各市場の利子配当利回り（保有するETFなどの分配金の源泉）が、前年とさほど大きく変わらないことが予想できるからである。

一方、国債やETFが特定の銘柄の（民間）信用リスクや特定通貨の為替変動リスクを回避しているとしても、本年度も市場平均並みに価格変動することは避けることは出来ないの、それを許容している。ただし、その価格変動の大きさも、例えば現在の資産配分比率と同じポートフォリオがリーマンショック時に被った一時的な下落を目安とすれば、最大▲10%程度ではないかと、ある程度の見通し、最悪の想定は既にされている（もちろん、下落の如何にかかわらず、インカム収入については安定的に享受し続けることが大前提となる）。

すなわち、法人Bの方が、超低金利、為替変動、その他の資産価格の変動、信用リスクの顕在化などの運用環境変化に対して、運用収益や財産内容の状況、公益事業そのものが、大きなあるいは想定外の影響を被る度合いは、法人Aのような旧来型の資産運用に比べて非常に小さいと言える。

法人Bのようなスタイルこそ、運用収益の見通し、安定性という意味でも、運用財産本体の価格変動リスクや長期的な保全、公益事業を永続的に安定遂行するために保全していくべき原

資の取り扱い方としても、公益法人の資産運用の本分に沿うものであると言わざるを得ないのである。

#### ◆公益法人資産運用の現状と今後のあり方

今日の投資環境は、①世界的な超低金利の定着、②為替を含む資産価格の変動性の高まり、③実体経済、発行体信用リスクなどの不確実性の高まりという言葉に集約される。このような投資環境の中では、仕組債や劣後債、REIT、外債などの個別銘柄や商品の選別にいくら労力を割いても、運用収入や財産保全、運用や事業の継続性についての見通し、確からしさを確保するのは難しいのである。

なぜなら、そもそも、これらの個別銘柄の信用リスク、特定通貨やその他個別の資産における価格変動や利子配当収入は予想することが難しく、安定しないものだからである。だから、これらの要因に運用収入や財産保全、公益事業を依存する法人は少なからず立ち行かなくなっているのである。

このような旧来型の公益法人資金運用を打破し、見通し可能な安定収益と財産保全、公益事業の安定遂行に資すると考えられるひとつの方策が、法人Bで実施されているような国債あるいはETF（上場投資信託）などパッシブ運用（分散投資することで金融市場と同等の価格変動特性と利子配当利回りに運用内容を重ねる運用手法）の組み合わせによるポートフォリオの構築である。

さて今回は、法人Bの資産運用とリスク管理の実務の様子、個別銘柄投資⇒市場全体への分散投資、個別商品の選択重視⇒運用財産全体のデザイン・資産配分比率の重視、ポートフォリオ運用管理方針書の策定などの具体例を交えて詳しく紹介したい。