



図表1 B法人の資産構成とその比率の実績と目標とする資産配分比率（2016年8月末時点）

基本方針			内訳			内訳詳細			基本配分比率（安全資産70%・リスク資産30%）						
ポートフォリオ構成	金額	構成比	構成内訳	内訳金額	内訳構成比	構成詳細	詳細内訳	構成詳細比	インカム利用	配分比率	配分金額目安				
安全資産 （円債、短期資金）	1,425,135	66.62%	円建て債券	1,296,678	60.62%	国債・公債	1,072,277	50.1%	1.3%	安全資産	70.00%	1,497,387			
			短期資金	128,456	6.01%	社債	224,401	10.5%	1.6%						
リスク資産 （外債、不動産他）	713,989	33.38%	株式	110,742	5.18%	短期資金	128,456	6.0%	0.0%	#DIV/0!	先進国株式	2.50%	53,478		
			不動産	209,497	9.79%	先進国株	53,931	2.5%	2.2%	新興国株式	56,810	2.7%	2.0%		
						国内不動産	81,337	3.8%	3.1%	海外不動産	128,160	6.0%	3.4%		
			外債	393,750	18.41%	その他	0	0%	投資適格債(ヘッジ無)	75,295	3.5%	3.3%	国内不動産	3.50%	74,869
									投資適格債(ヘッジ有)	137,678	6.4%	2.5%	海外不動産	6.00%	128,347
									新興国公債	99,600	4.7%	6.0%	先進国適格債(ヘッジ無)	3.00%	64,174
									ハイイールド社債	81,177	3.8%	5.5%	先進国適格債(ヘッジ有)	3.50%	74,869
									ハイイールド債				新興国債	5.00%	106,956
			その他	0	0%	その他	0	0%	0.0%	ハイイールド債	4.00%	85,565			
			計	2,139,124	100%	計	2,139,124	100%	計	2,139,124	100%		100%	2,139,124	

(単位:万円)

\*配分金額は現在の時価ベース

B法人の資産運用管理の目的は、他の公益法人と何ら変わらない、当たり前の事項であることが分かる。ただ、運用目的を達成するための“手段”と“その手段の背景となる考え方”が他の多くの旧来の公益法人の資産運用とはちょっと異なるだけなのである。

第一に、国債・社債以外に、内外の株式、不動産（REIT）、外債にも分散投資している点である。これらの資産を取得する際は、個別銘柄での取得を禁じ、何十～何千の銘柄と通貨に分散投資が同時に出来るETF（上場投資信託）などパッシブ運用（各種資産を代表する金融市場と同じ内容の分散投資を原則とすることで、それら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）を主として採用している。

第二に、あらかじめ全体の資産構成比率を決めて運用管理している点である。B法人では価格変動の小さいと考えられる安全資産の比率を70%、それ以外の資産を30%としている。また、株式、不動産（REIT）、各種外債の細目の配分比率についても目安を決めている。

このような、資産構成と配分比率の背景となる考え方を簡単に説明すれば、次の通りである。

国債・社債以外に、内外の株式、不動産（REIT）、外債にも分散投資している理由は、  
①「法人の資産運用の特性、効果が各種資産の集合体としての世界経済のそれに模倣、トレースするように、可能な限り分散投資を行う」、また②「財産全体として、価格変動リスクが大きくなりすぎないように保守的な債券運用を多めに維持しながら、利子配当の源泉、元本リスクの源泉を可能な限り分散する」という意図がある。

また、あらかじめ目標とする資産配分比率を決定しておき、目標に対して実際の配分比率が多くなりすぎないか、少くなりすぎないか、という点に焦点を当てて運用モニター、リスク管理を行う。すなわち、あらかじめ資産配分比率を決め、それを基準に運用管理を実施することで、単に価格が上がったとか下がったとか、上がりそうだとかが下がりそうだとかいう運用担当の行き当たりばつりの相場観や能力に依存した無節操な売買運用とは一線を画すことが出来る。さらに、組織として資産配分比率という意思決定とその基準を明確にして、共有することができ、ガバナンスの向上や維持を図れるのである。

図表2 B法人の運用収入のH27年度実績とH28年度見込み（2016年8月末時点）

●平成27年度 運用収益実績（月別実績 単位：千円）

2015年4月	2015年5月	2015年6月	2015年7月	2015年8月	2015年9月	2015年10月	2015年11月	2015年12月	2016年1月	2016年2月	2016年3月
51,064	13,906	55,535	27,255	27,938	45,125	35,763	15,279	59,399	27,780	29,323	44,876
実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
2015年度推計収入		433,243									

●平成28年度 運用収益見込み（月別概算 単位：千円）

2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月
29,472	23,259	63,095	21,960	34,197	43,596	30,150	23,083	60,170	25,162	34,091	42,364
実績	実績	実績	実績	実績	見込み	見込み	見込み	見込み	見込み	見込み	見込み
2016年度推計		430,600									

◆B法人の資産運用の実態②

（運用収益の実績とその源泉、今後の見込み）

また、B法人における運用収益の実績は図表2の通りである。

実績は、H26年度4.4億円、H27年度4.3億円であった。また、H28年度も少なくとも4.3億円程度は見込めている（8月以降、一切の再投資を行わないと仮定しても）。また、H29年度以降についても急激な変動は起こりにくく、万が一の場合でも、再投資資金をどの資産に振り分けるかで微調整して、現在の水準を維持することは容易であると考えている。

なぜなら、これらの利子配当収入の源泉は、①保有する国債・社債の利子と、②内外の株式、不動産（REIT）、外債のETFに含まれる何十～何千銘柄に由来する利子配当収入との合計（≒世界の株式市場、不動産（REIT）市場、各種外債市場の平均利回りをB法人の資産配分比率で加重平均したもの）であり、将来の運用収益の推計は、さほど困難なことではない。

このように運用収益の比較的変動が小さく、予見性に優れていることは、法人の将来の事業計画の策定にあたってはメリットは大きい。

◆B法人の資産運用の実態③

（価格変動リスクの想定・許容とその実績）

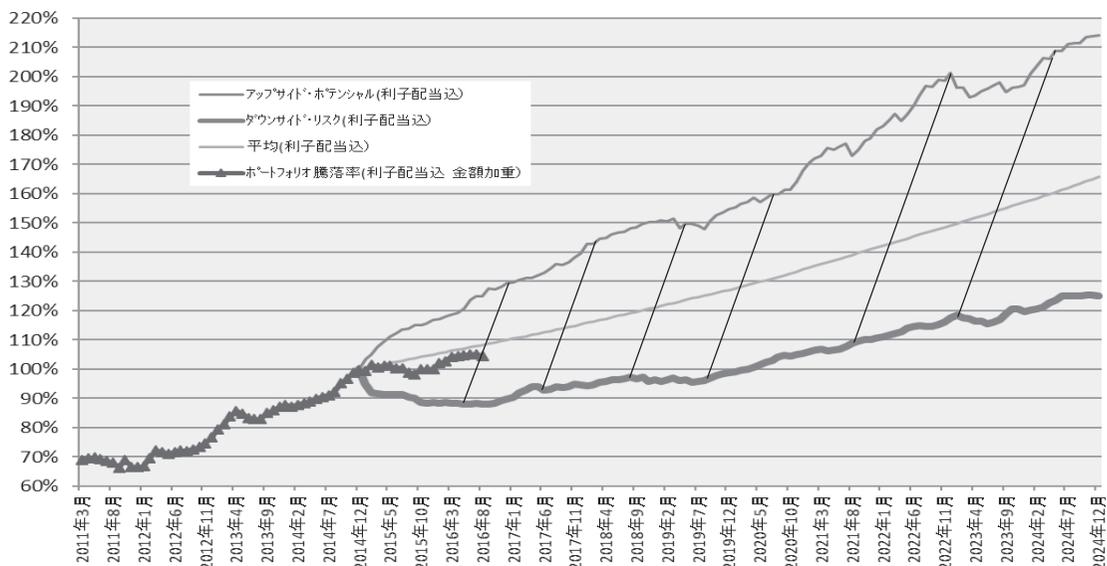
ここまではB法人の資産構成（比率）と運用内容、運用収益の実績とその源泉、今後の見込みについての詳細を紹介した。それでは資産運用の価格変動リスクについてはどのように考えればよいのだろうか？ つまり、いくら運用収益が有っても、非常にリスクの大きな運用では、公益法人の資産運用として相応しくないのではないかと。ということである。

図表3はB法人の財産運用において想定される価格変動の大きさを示したグラフ（斜線の範囲）であり、実際の運用実績値を▲印をつなげた折れ線とその想定範囲に重ねて毎月モニターしているものである。

ポイントは、内外の株式、不動産（REIT）、債券それぞれの各種金融市場の値動きを記録した統計データを遡れば、任意の資産配分比率のポートフォリオが、例えばリーマンショック時にどれぐらいの最大下落率だったか？ など、一定の運用期間での価格変動のばらつきがどの程度の範囲に分布していたかを把握できるということである。

つまり、実際に運用する任意の資産配分比率のポートフォリオの価格変動の大きさも、過去の統計データを一つの目安として、あらかじめ

図表3 B法人の財産価格の想定と実績（利子配当込、コスト控除後）の推移  
【2016年8月末時点】（\*リーマンショック前時点の投下元本を100%としている）



許容するリスクの大きさを可視化して判断することが可能になるのである。そして実際の資産運用の価格変動をモニター、評価する際の目安とすることもできるのである。

B法人の場合、資産配分比率（安全資産70%、その他の資産30%）と同じポートフォリオの過去の統計データによれば、リーマンショック級の金融危機時には最大▲10%程度の下落を記録したことが分かる（図表3下方の太い折れ線グラフ。B法人の現在の時価総額に当てはめると、万が一の場合、一時的ではあるが、215億円⇒193億円▲22億円相当の価格下落も覚悟しておいた方が良さそうだということになる）。

さて、B法人が安定収益を享受しつつ、一つの目安として許容している最大▲10%程度の価格変動リスクについて、読者の皆様はどのように受け止められたでしょうか？ 社債や国債のみで運用しても、金利上昇や信用リスクが高まれば、▲10%程度は十分起こりうる下落率であるとは言えないでしょうか？ ましてや、▲20%～▲50%の下落率も決して珍しいことではない仕組債や劣後債などの特殊な“債券”運用と比べて、果たして、どちらがリスクが小さな運用

と言えるだろうか？

確かに、一部の法人にとっては、▲10%さえ過大な価格変動リスクかもしれない。最大▲5%程度しか許容できないという法人あるだろう。他方で、最大▲15%～▲20%程度まで許容して構わないので運用収益を高めたいという法人もあるだろう。しかし、そうした場合には、先ほどの資産配分比率を変えることで、価格変動リスクの大きさと期待運用収益とのバランスを柔軟かつ容易に変更できるのである。

#### ◆次回のコラム

今回は今後在るべき公益法人の資産運用モデルの一つとして、B法人における資産運用の実態（運用目的、資産構成（比率）と運用内容、運用収益、運用リスク）の詳細について紹介した。

次回コラムではさらに、B法人における投資方針の策定を含む運用手続きとオペレーション、様々な金融市場平均指数/ベンチマークインデックスやそれらと同様の価格変動特性や利子配当利回りをトレースすることを目指すETF（上場投資信託）などパッシブ運用について詳しく触れたい。