

資産運用アンケート 2023（ダイジェスト版） ―現状からの問題提起―

インディペンデント・フィデュシャリー株式会社

代表取締役 梅本 洋一

◆資産運用アンケート 2023 の概要

本アンケートは 2023 年 11 月 20 日~2023 年 12 月 15 日に実施した。任意抽出の（財団法人 451 件、社団法人 82 件、学校法人 1 件）を対象とし、計 239 件(回収率 44.8%)の有効回答を得た。質問項目は、①資産運用の現状、②運用管理体制・手続きの現状、③今後の資産運用に関連した対応、④今後の見通しと課題など、公益法人の資産運用の現状について幅広く聞いた。

回答は、(1)資産規模別、(2)運用収入依存度別、(3)運用内容の多様化度別のクロス集計を実施した。また、前回 2017 年の資産運用アンケート結果とも比較している。

本アンケートの目的は、公益法人の現状を把握すると共に、共有情報として、今後の資産運用に生かしていただく為の基礎資料の策定である。詳しい集計結果については公益法人協会より公表されている資産運用アンケート報告書 2023【資料編】、【詳細分析編】を参照いただきたい。

本レポートでは、特に顕著だった点についてダイジェストで紹介したい。最後に、資産運用の現状を踏まえ、問題提起をしてみたい。

◆公益法人の資産運用の現状

資産運用アンケートを通して見えてきたことは、事業・資産運用についてのポジティブなマインドの変化が、多くの法人で起こっていること、今後もこの変化は続きそうであることである。具体的には、①過去のデフレ時代から、今後のインフレ時代にも負けない事業の維持・拡大意識と意欲の高まり、②その為に必要な、より高い水準の運用収益追求、③それを支える為の運用内容と運用体制の改善、である。今回のアンケートからは、法人の具体的な投資行動、運用体制・運用手続きについてのポジティブな変化が随所にみられる。

しかしながら、同時に、これらの変化は始まったばかり、道半ばであり、未だ十分ではない。今後の課題もまだまだ多い。

◆法人資産運用にみられるポジティブな変化

(1) 投資行動にみられるポジティブな変化

①資産配分の変化

アンケートでは、預金、国債、社債、仕組債、外債、株式、ファンド(投資信託・ETF)など、どのような種類の金融商品で運用しているか？ また、それぞれの運用金額はいくらか？ を詳細に聞いた。

結果 174 法人(運用金額合計 2 兆 586 億円)から回答を得た。【図表 1】は金融資産ごとの金額を集計し、保有割合を求めている。尚、母体企業株式は法人の裁量で運用できる資産で

は無いと見なし、集計から除外している。

左の縦の列Ⅰは全ての合計である（金額の単位は億円）。残りの縦の列Ⅱ、Ⅲ、Ⅳは全体をグループに分けて集計したものである。預金、国債等以外での運用割合の大きさを基準して以下の様に区分した。

Ⅱ．短期資産（預貯金など）、公債（国債、政府保証債、地方債など）以外での運用比率 10%未満の法人＝**資産管理型法人（以下、管理法人）**

Ⅲ．短期資産（預貯金など）、公債（国債、政府保証債、地方債など）以外での運用比率 10%～70%の法人＝**準・資産運用型法人（以下、準運用法人）**

Ⅳ．短期資産（預貯金など）、公債（国債、政府保証債、地方債など）以外での運用比率 70%以上の法人＝**資産運用型法人（以下、運用法人）**

そして、全く同じ基準で集計した 2017 年のアンケート結果とも比較できる。最下段の円グラフおよび（ ）の数字は 2017 年の集計結果である。

Ⅱ．管理型法人の運用内容は短期資産（預金など）と公債（国債、地方債、その他）だけで殆どが構成される超消極的なものである。その構成比率は、短期資産が 88%から 67%に減り、公債が 12%から 31%まで増えている。しかしながら、前回調査までは決して含まれることの無かった仕組債・仕組み預金と外債（個別銘柄）が、ごく僅かではあるが、初めて登場したことは注目される。

一方、Ⅲ．準運用型法人、Ⅳ運用型法人では、社債、劣後債、仕組債は勿論だが、特に外債・株式・REIT（不動産投資信託）の個別銘柄と、ファンド（ETF/投資信託など）での運用割合が確実に増えている。例えば、Ⅲ．準運用型法人がそのような資産で運用する割合は 7.8%（2007 年 2%未満 2017 年 5%）。更に、Ⅳ運用型法人に至っては 47.3%にも及ぶ（2007 年 7.6% 2017 年 22%）。所謂“元本保証で無い”金融商品が全資産の約 50%を占めた。

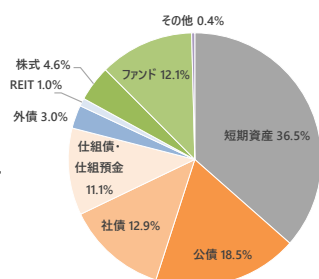
このうち、特に、ファンド（ETF/投資信託など）については目を見張るものがある。Ⅲ．準運用型法人においては、2017 年比較で、その他のリスク資産の増加率を上回った。Ⅳ運用型法人においては所謂“元本保証で無い”リスク資産の約 6 割を占めるまで増えている。

金額ベースの集計のみでは一部の大量にファンドを保有する法人の影響で歪みが生じている恐れがあるので、念の為、件数ベースの保有割合についても調べてみた。結果、運用型法人の 36%が何らかのファンドを保有していることが判った（その他、外債（個別）26%、REIT（個別）13%、株式（個別）35%となっている。また、準運用型法人でも外債（個別）29%、REIT（個別）15%、株式（個別）23%、ファンドは 15%となっていることが判った。ちなみに、管理型法人も、金額ベースの集計には表れないが、既に 8%の法人が外債（個別）と、5%の法人が株式（個別）を保有していることが判った）。

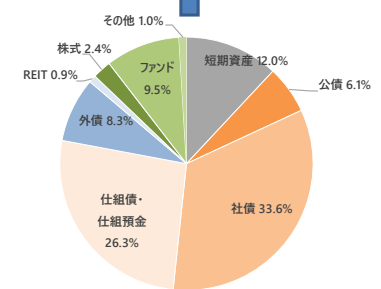
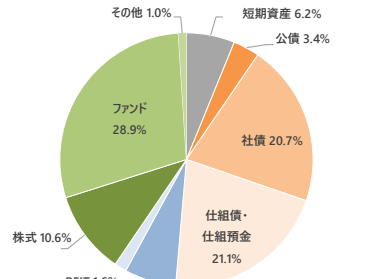
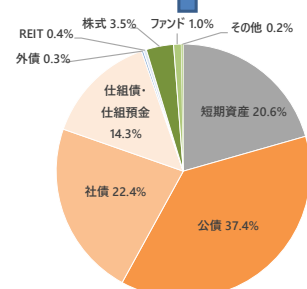
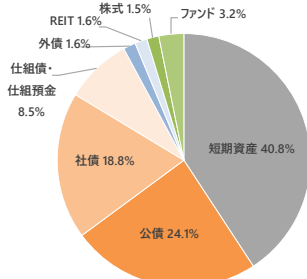
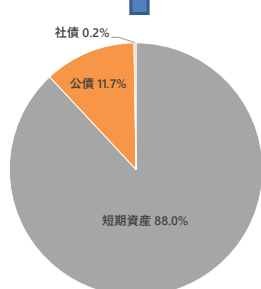
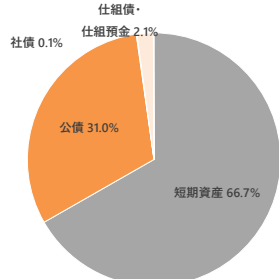
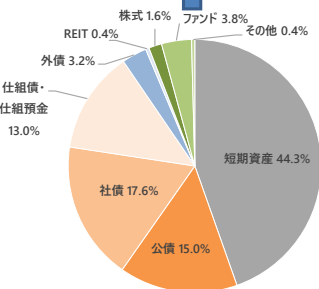
【図表 1】

法人グループ	Ⅰ. 全体				Ⅱ. 資産管理型法人 (預金・公債以外の運用割合10%未満)				Ⅲ. 準・資産運用型法人 (預金・公債以外の運用割合10%～70%未満)				Ⅳ. 資産運用型法人 (預金・公債以外の運用割合70%以上)			
回答法人 (件数)	174 (191)				37 (69)				52 (60)				85 (62)			
単位：億円 カテゴリー：前同(2017年)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリ	比率(カテゴリ別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリ	比率(カテゴリ別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリ	比率(カテゴリ別)	運用金額(商品別)	比率(商品別)	カテゴリ	比率(カテゴリ別)
預貯金	7,171 (4,678)	34.8% (43.8%)	短期資産	36.5% (44.3%)	4,763 (3,771)	65.1% (87.8%)	短期資産	66.7% (88.0%)	1,981 (457)	37.8% (20.0%)	短期資産	40.8% (20.6%)	427 (450)	5.3% (11.1%)	短期資産	6.2% (12.0%)
金銭信託他	342 (59)	1.7% (0.5%)			118 (12)	1.6% (0.3%)			157 (14)	3.0% (0.6%)			67 (33)	0.8% (0.8%)		
国債	1,237 (1,226)	6.0% (11.5%)	公債	18.5% (15.0%)	468 (319)	6.4% (7.4%)	公債	31.0% (11.7%)	564 (715)	10.8% (31.2%)	公債	24.1% (37.4%)	205 (193)	2.6% (4.8%)	公債	3.4% (6.1%)
地方債・その他公債	2,567 (380)	12.5% (3.6%)			1,800 (184)	24.6% (4.3%)			701 (142)	13.4% (6.2%)			66 (54)	0.8% (1.3%)		
普通社債	1,426 (1,386)	6.9% (13.0%)	社債	12.9% (17.6%)	2 (10)	0.0% (0.2%)	社債	0.1% (0.2%)	742 (449)	14.1% (19.6%)	社債	18.8% (22.4%)	682 (926)	8.5% (23.0%)	社債	20.7% (33.6%)
劣後債	1,231 (492)	6.0% (4.6%)			5 (0)	0.1% (0.0%)			242 (63)	4.6% (2.8%)			983 (429)	12.3% (10.6%)		
仕組債 為替	1,693 (1,025)	8.2% (9.6%)	仕組債・仕組預金	11.1% (13.0%)	0 (1)	0.0% (0.0%)	仕組債・仕組預金	2.1% (0.0%)	304 (244)	5.8% (10.7%)	仕組債・仕組預金	8.5% (14.3%)	1,389 (779)	17.3% (19.3%)	仕組債・仕組預金	21.1% (26.3%)
仕組債 金利	209 (141)	1.0% (1.3%)			1 (0)	0.0% (0.0%)			15 (19)	0.3% (0.8%)			193 (122)	2.4% (3.0%)		
仕組債 株債	48 (68)	0.2% (0.6%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			5 (19)	0.1% (0.8%)			42 (49)	0.5% (1.2%)		
仕組債 その他	339 (154)	1.6% (1.4%)			150 (0)	2.1% (0.0%)			120 (44)	2.3% (1.9%)			68 (109)	0.9% (2.7%)		
債権流動化商品	0 (69)	0.0% (0.6%)	外債	3.0% (3.2%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	外債	0.0% (0.0%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	外債	1.6% (0.3%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	外債	6.6% (8.3%)
外債(個別銘柄)	613 (339)	3.0% (3.2%)			1 (0)	0.0% (0.0%)			83 (6)	1.6% (0.3%)			528 (333)	6.6% (8.3%)		
REIT(個別銘柄)	208 (47)	1.0% (0.4%)	REIT	1.0% (0.4%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	REIT	0.0% (0.0%)	82 (9)	1.6% (0.4%)	REIT	1.6% (0.4%)	125 (38)	1.6% (0.9%)	REIT	1.6% (0.9%)
株式(個別銘柄)	938 (176)	4.6% (1.6%)			6 (0)	0.1% (0.0%)			81 (80)	1.5% (3.5%)			851 (96)	10.6% (2.4%)		
国内株式ファンド	465 (55)	2.3% (0.5%)	ファンド	12.1% (3.8%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	ファンド	0.0% (0.0%)	9 (1)	0.2% (0.0%)	ファンド	3.2% (1.0%)	457 (54)	5.7% (1.3%)	ファンド	28.9% (9.5%)
外国株式ファンド	758 (46)	3.7% (0.4%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			37 (0)	0.7% (0.0%)			721 (45)	9.0% (1.1%)		
外国債券ファンド	449 (105)	2.2% (1.0%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			53 (12)	1.0% (0.5%)			396 (94)	4.9% (2.3%)		
為替ヘッジ債ファンド	155 (0)	0.8% (0.0%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			29 (0)	0.6% (0.0%)			126 (0)	1.6% (0.0%)		
国内債券ファンド	146 (83)	0.7% (0.8%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			146 (83)	1.8% (2.1%)		
内外REITファンド	121 (60)	0.6% (0.6%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			24 (9)	0.5% (0.4%)			97 (51)	1.2% (1.3%)		
ファンドラップ・SMA・	385 (0)	1.9% (0.0%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			14 (0)	0.3% (0.0%)			371 (0)	4.6% (0.0%)		
その他ファンド	3 (57)	0.0% (0.5%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			0 (0)	0.0% (0.0%)			3 (57)	0.0% (1.4%)		
その他	83 (44)	0.4% (0.4%)	その他	0.4% (0.4%)	0 (0)	0.0% (0.0%)	その他	0.0% (0.0%)	0 (6)	0.0% (0.2%)	その他	0.0% (0.2%)	83 (38)	1.0% (1.0%)	その他	1.0% (1.0%)
合計	20,586 (10,690)	100% (100%)		100% (100%)	7,314 (4,297)	100% (100%)		100% (100%)	5,245 (2,291)	100% (100%)		100% (100%)	8,027 (4,033)	100% (100%)		100% (100%)

2023年



2017年

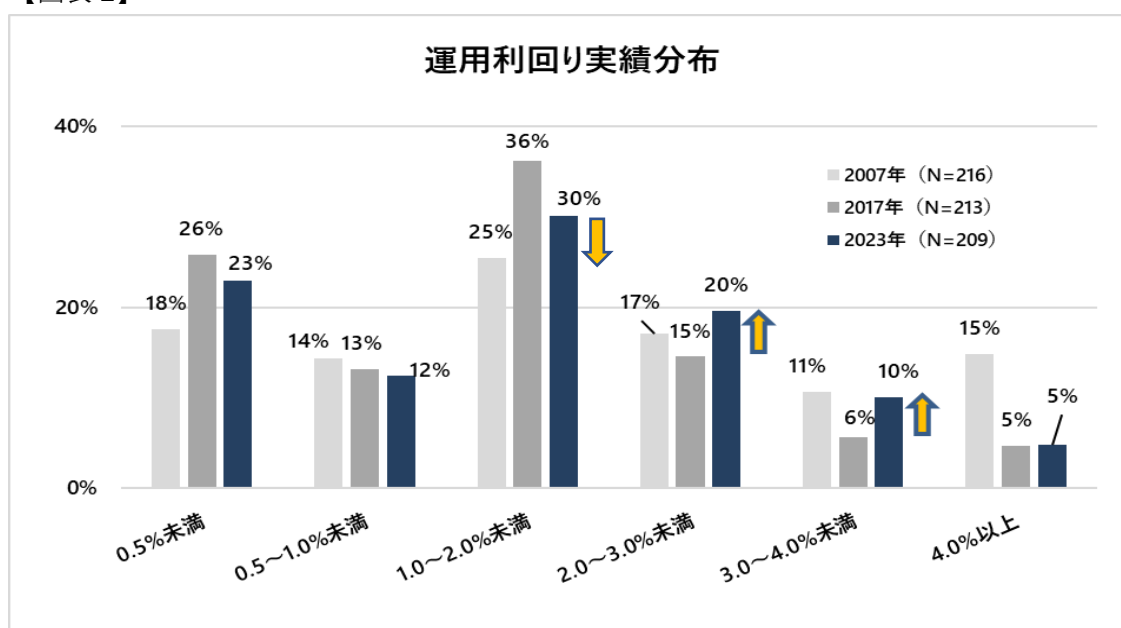


このように、①管理型＝「短期資産(預金など)と公債(国債、地方債、その他)からの分散投資の兆し」、あるいは、②準運用型＝「それらに社債(含む劣後債)、仕組債を含めた広義の債券運用からのその他のリスク資産へ分散投資」、更に、③運用型＝「リスク資産の中の分散投資の充実」が、観察される。保守的な法人から積極的な法人に至るまで随所に見られる。これは大きな変化である。

②運用実績の変化

また、資産配分の変化は、徐々にではあるが、運用実績にも表れ始めている。【図表 2】

【図表 2】



今回はこれまでと異なり、利回り実績 1~2%未満の最大グループが▲6%減少となる一方、より高い利回り 2~3%未満グループ+5%増加、3~4%未満グループ+4%増加している。つまり、比較的低い利回りのグループの割合が減少する一方、高い利回りのグループの割合が増加している結果となった。

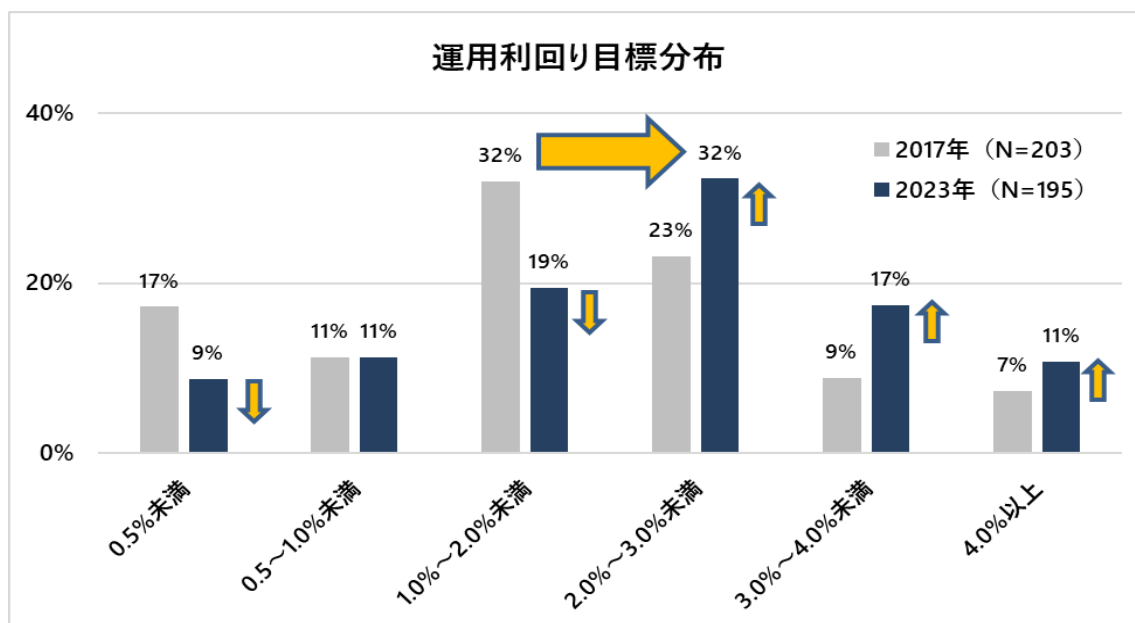
そうなった要因として、自由記述には円安や増配などの要因を示唆するものが多い。①為替系債券での円安や母体企業株式の増配などで予期せぬカタチで運用益増収がもたらされた法人と、②予め円安や増配の恩恵も享受できるよう意図的に(国際)分散投資ポートフォリオで運用を続けてきた洗練された法人とに区別される(ただし、後者タイプは未だ少数)。

また、同じ自由記述の中には、「利回りが低い」「もう少し引き上げたい」「物価上昇インフレに負けない水準を目指す」などの記述が多数あった。このような記述は実績利回りの高い法人から低い法人までの全体に見られた。

③運用目標の変化

また、現時点あるいは将来の利回り目標についても多くの法人はポジティブな姿勢をとっている。【図表 3】

【図表 3】



利回り目標についても、2017 調査よりも分布の山が上方にシフトしている（ボリュームゾーン 2017 年目標 1～2%⇒2023 年目標 2～3%）。同時に 0.5%未満、0.5～1%未満という低い利回りの分布が減り(合計▲8%減)、3～4%未満、4%以上という高い利回りへの分布が増加(合計+12%増)している。

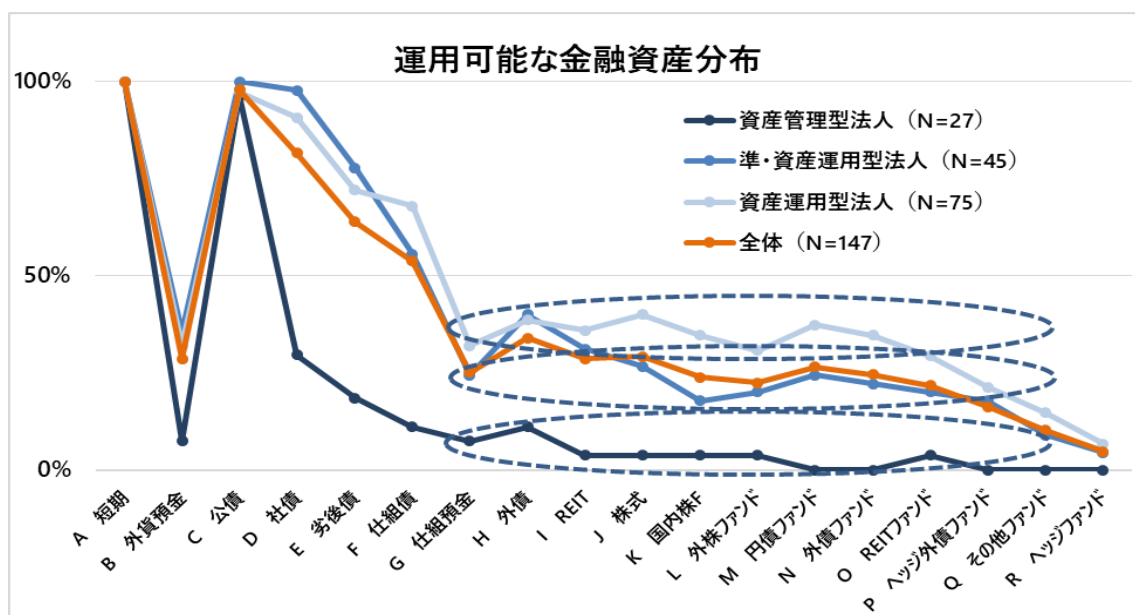
利回り目標 2～3%未満(全体の 32%)のボリュームゾーンの中には、様々な資産規模、運用収入依存度、運用多様化度(管理型法人も含む)、利回り実績(実績 1%未満の法人も少なくない)の法人が含まれる。ちなみに、利回り目標 3～4%未満(全体の 17%)のゾーンでも様々なタイプの法人、管理型法人や利回り実績 2%未満の法人などが結構含まれる。

このように、全般的に、2017 年調査時点での利回り目標、あるいは現時点での利回り実績に比べて、今後はもっと高い目標利回りを志向している法人が多いことが判った。

④運用可能な資産の変化

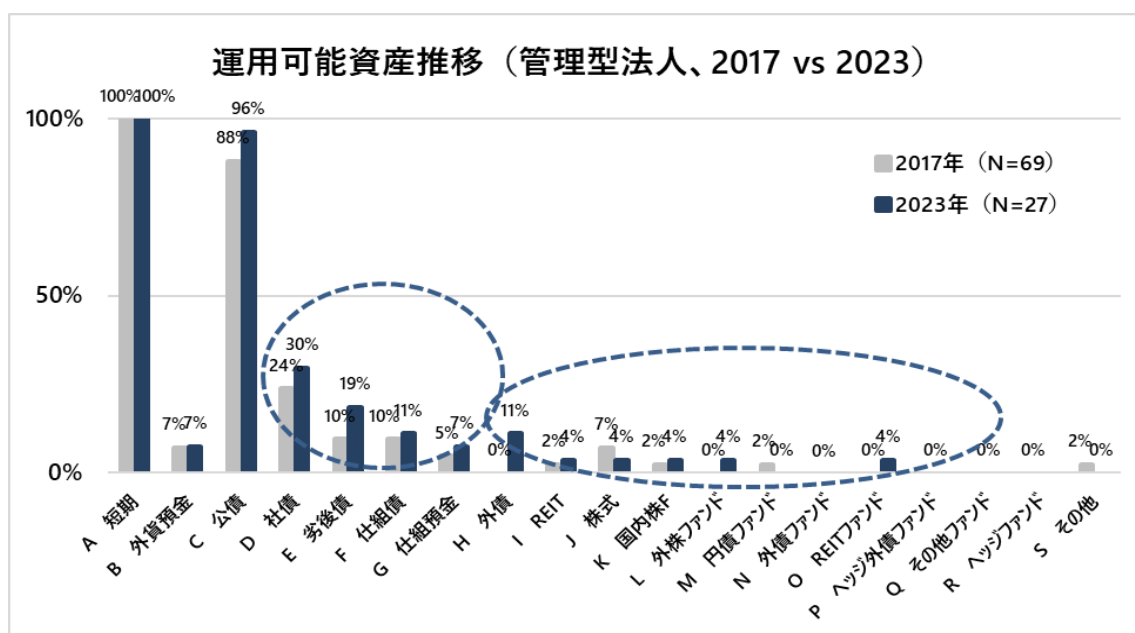
運用可能な資産とその変化にも同様の姿勢が伺われる【図表 4】【図表 5】【図表 6】【図表 7】。

【図表 4】



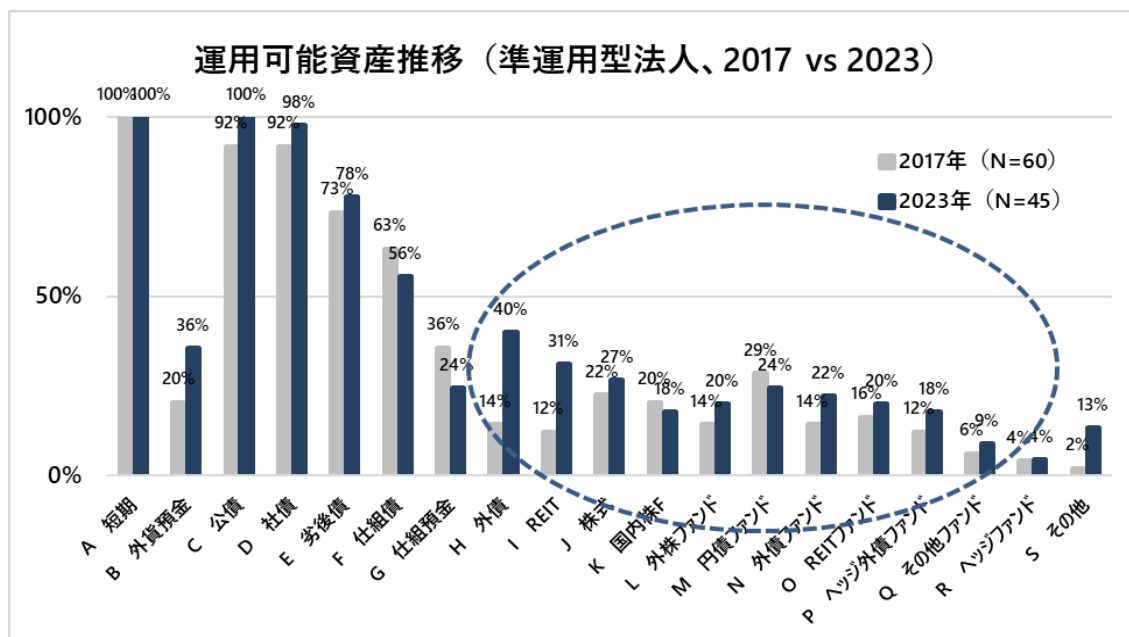
全体の 20%~30%の法人が株・外債・REIT の個別銘柄、ファンドでの運用可の状態になっている。(準・運用型では概ね 20%~30% 運用型では概ね 30%~40% 管理型では 5% 前後)

【図表 5】



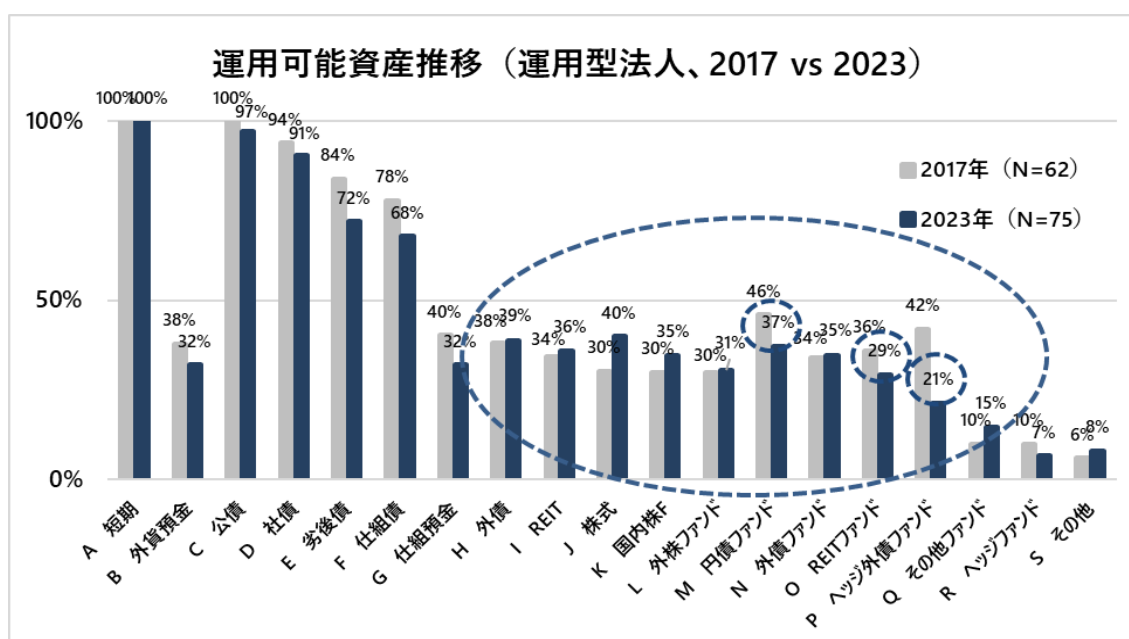
管理型法人において、(短期資産(預金)や公債以外の資産である)普通社債、劣後債、仕組債、株式(個別)、外債(個別)、REIT(個別)、ファンド(投資信託、ETF など)に注目して、前回 2017 年調査と比べると、僅かな変化ではあるが、普通社債、劣後債、仕組債、株式(個別)、外債(個別)、REIT(個別)、ファンド(投資信託、ETF など)は概ね漸増傾向である。特に、劣後債、外債(個別)を運用可とする法人は約 10%増えている。

【図表 6】



準運用型法人において、（短期資産（預金）や普通社債、劣後債、仕組債以外の）株式（個別）、外債（個別）、REIT（個別）、ファンド（投資信託、ETF など）注目してみると、やはり、株式（個別）、外債（個別）、REIT（個別）、ファンド（投資信託、ETF など）は概ね漸増傾向である。特に、外債（個別）、REIT（個別）で約 20～30%、外債ファンドやハッジ外債ファンドで約 10%増えている。

【図表 7】



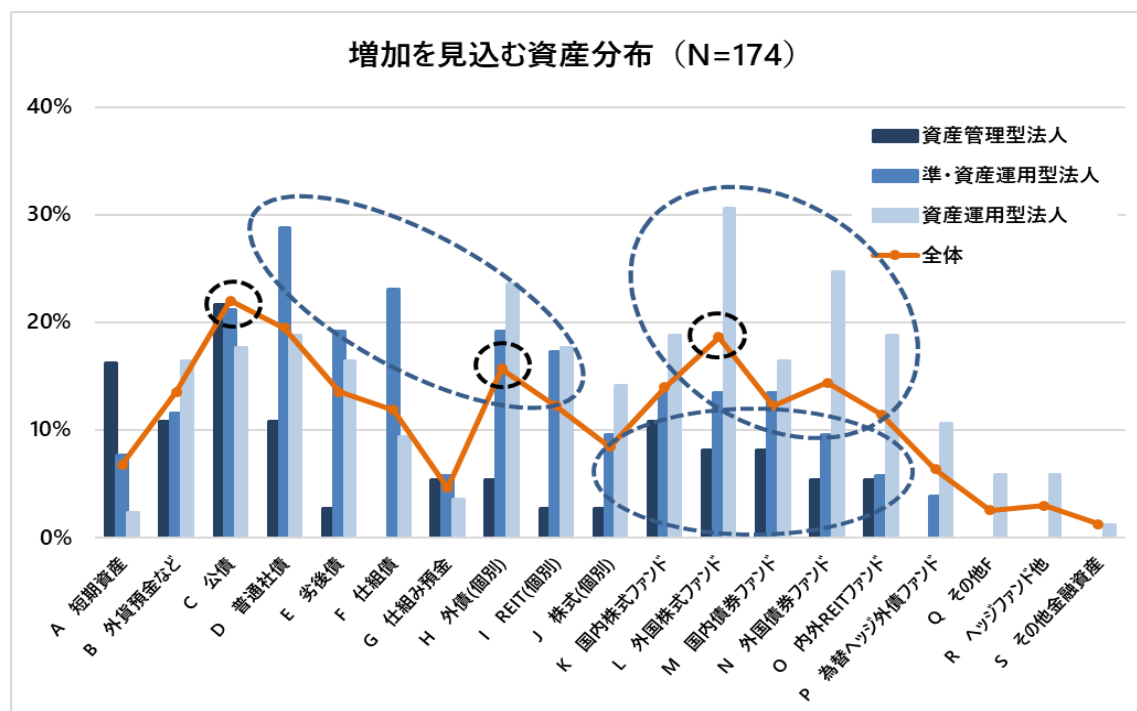
運用型法人においても、（短期資産（預金）や公債、普通社債、劣後債、仕組債等以外の）

株式(個別)、外債(個別)、REIT(個別)、ファンド(投資信託、ETFなど)に注目してみると、株式(個別)(前回比+10%)をのぞき、概ね横ばい傾向であるが、総じて高い割合で、所謂、元本保証で無い資産を取得できる状態を維持しているのが判る。

よく見ると、円債ファンド、ヘッジ外債ファンド、REITファンドについては漸減の結果となった。しかしながら、これらは規則上で運用不可となっているというより、回答当時の円債やヘッジ外債やREITの市況の不調が、回答者にバイアスを与えた可能性も考えられる。なぜなら、法人規則の多くでは運用可能資産を投資信託やETFと記載するまでのことが多く、投資信託やETFの中の運用対象までを規定していることは一般に珍しいからである。

⑤今後増えるとおもう資産の変化

このような取得可能な資産に見られるような変化は今後も続く可能性が高い。【図表8】
【図表8】



まず、全体を示した折れ線グラフで、今後の運用割合が「増えてゆくと思う」金融商品として多いのは公債、普通社債、外国株式ファンド、外債(個別)、外国債券ファンドの順に盛り上がっている。

管理型法人(濃青の棒グラフ)では、全体を示した折れ線グラフに対して、短期資産、公債の部分が突出しており、依然、保守的なスタンスである。

しかしながら、注目したいのは、全体平均は下回る中で、株式(個別)、外債(個別)等よりも、ファンドでの投資の方に関心が高い(ファンドの部分に2つ目の山が有る)ことである。前回2017年調査では預金と公債以外には殆ど関心が無かった。

一方、準運用型法人(青の棒グラフ)では、全体を示した折れ線グラフに対して、普通社

債、仕組債が突出しており、次いで公債、劣後債、外債(個別)、REIT(個別)が、全体を示した折れ線グラフをかなり上回っている。準運用型法人は、管理型法人と比べると幾分、収益志向である。

このグループは、ファンドでの投資よりも、個別の株式・外債等の方に関心が高い。しかしながら、内外株式ファンド等にも高い関心を持っている。

前回 2017 年調査では国内債券ファンドと為替ヘッジ外債ファンドの順に関心が高かったもので、今回は以前と異なる結果となっている。

更に、運用型法人（薄青の棒グラフ）では、全体を示した折れ線グラフに対して、外国株式ファンド、外国債券ファンドに非常に強い関心を持っているだけでなく、外債(個別)はもとより国内株式ファンド、内外 REIT ファンド、それ以外の種類のファンドにも幅広く関心を寄せている。

このグループは、個別の株式・外債等よりも、ファンドの方に関心が高い。

前回 2017 年調査では、現在の準運用法人のように、ファンドよりも個別の株式・REIT・外債等を選好していた。また、前回の調査では、仕組債、個別株式、個別 REIT、内外 REIT ファンドの順に関心が高かった。

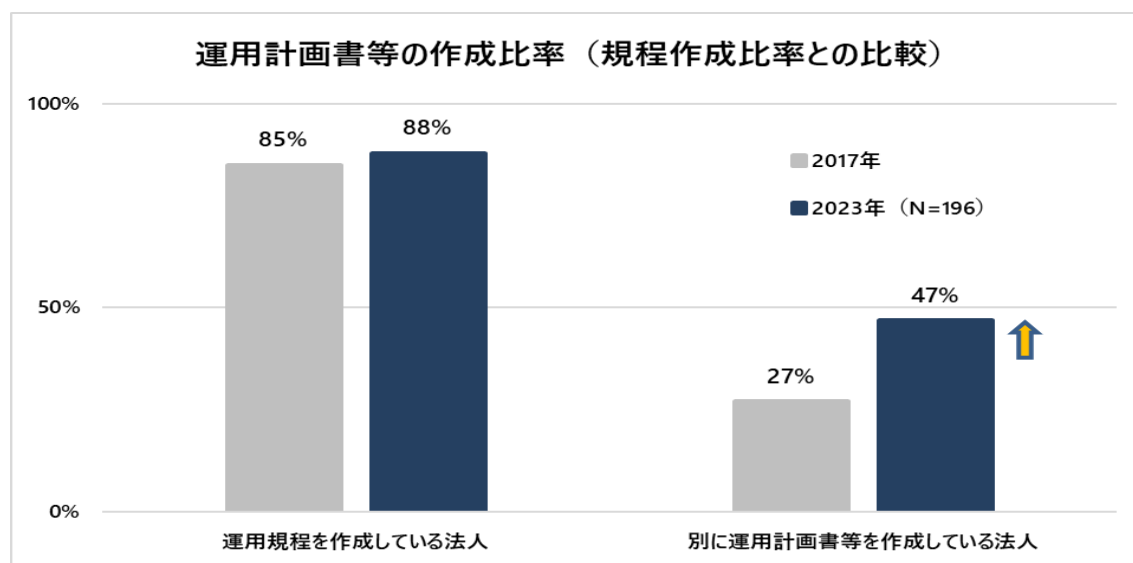
（２）運用体制・手続きにみられるポジティブな変化

ポジティブな変化は前述の投資行動（投資内容を含む）だけに留まらない。今回の調査では、運用体制・手続きの側面からもポジティブな変化が随所にみられる。

① 運用計画書等の変化

運用規程とは別に運用計画書等(基本方針書、ガイドライン、運用計画書など)を作成している法人の割合は、前回 2017 年調査の 27%⇒今回 2023 年調査の 47%と大幅に増加した【図表 9】。

【図表 9】



自由記述からも様々な資産規模、運用収入依存度、運用多様化度、運用利回りの法人が計画書等(基本方針書、ガイドライン、運用計画書など)を作成し、具体的に活用していることが判る。

また、前回 2017 年調査までは、殆どが法人の収入予算とリンクしたアバウトな年度計画のようなものを指していた。しかし、今回の自由記述では、毎年度の役員会等でより丁寧に資産運用について説明・報告にそれらを活用していることが伺われる。

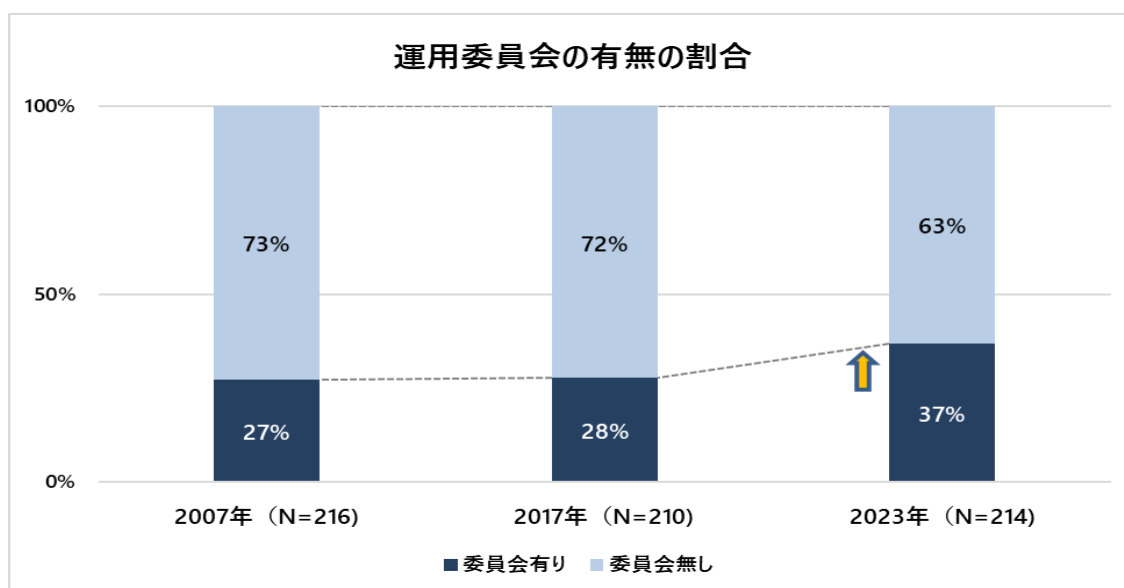
以前よりも、事務局⇄役員等の間での、資産運用コミュニケーション、ディスクロージャー、ガバナンス、リスクマネジメント意識が高まっているといえる。

同時に、このような背景として、①事務局⇄役員等の双方の説明責任、リスクヘッジ意識の高まり、②預金公債運用以外を運用対象とするより高度な運用の為に、運用業務の柔軟性、後任への引き継ぎも意識した継続性、業務オペレーション、判断基準の明確化の必要性、などに対するニーズが高まっていることを伺わせる自由記述も多かった。

② 運用委員会の変化

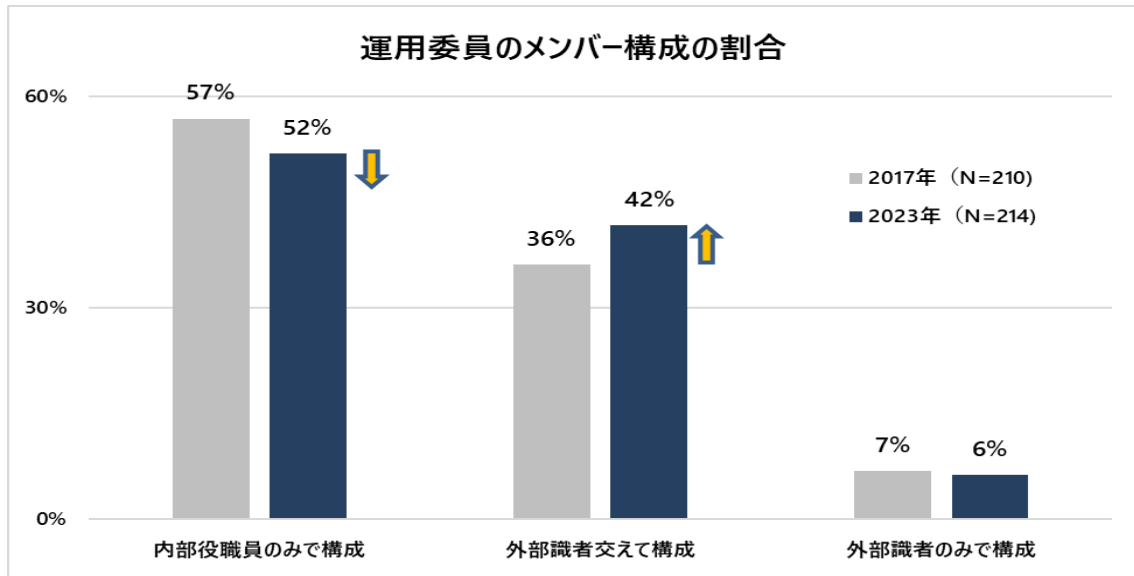
また、委員会有りという回答割合は 37%（前回調査では 28% +9%）。約 4 割の法人が運用委員会を設置している。このうち 3 割以上が、資産 50 億円未満の比較的規模の小さな法人であった。【図表 10】

【図表 10】



また、委員会メンバーの構成が、内部役職員のみであろうが、外部有識者であろうが、運用委員会の設置と資産運用の積極姿勢とは相関があることが判っている。特に、外部有識者が入る場合は、より強い相関がみられる。今回の調査では、内部役職員のみで構成は 2017 年 57%⇒2023 年 52%と▲5%減、一方、外部識者も交えて構成が 2017 年 36%⇒2023 年 42%と+6%増と、委員会に外部識者も交える割合が増えた【図表 11】。より積極的な法人の割合は増加傾向であることを示唆している。

【図表 11】

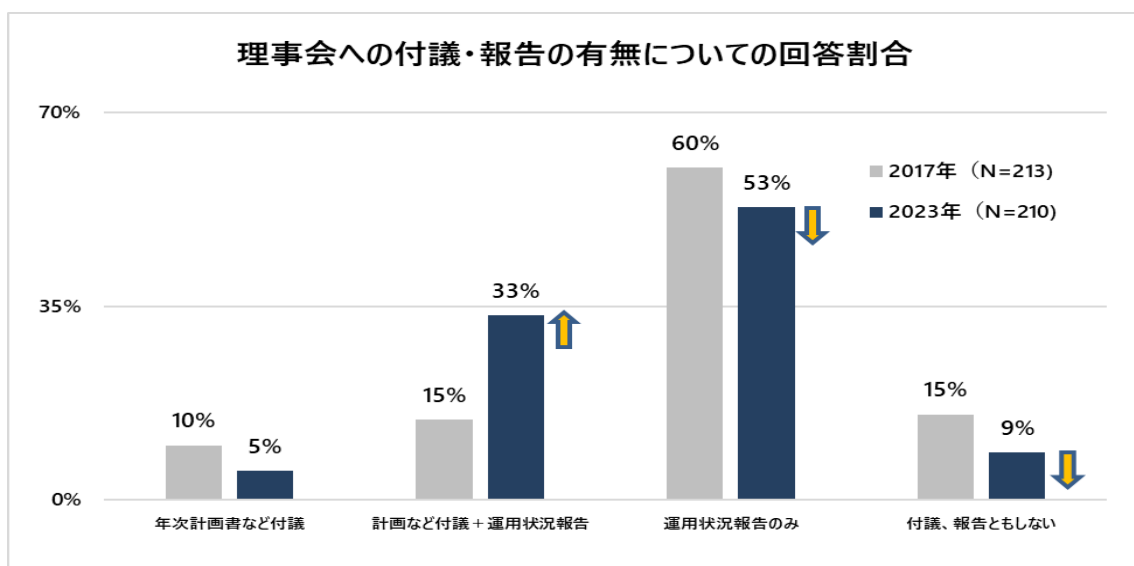


③ 理事会への付議・報告内容の変化

資産運用についての理事会への付議・報告内容についても改善がみられた【図表 12】。特に、より丁寧に「基本方針書、ガイドライン、運用計画書等を付議すると共に、運用状況を随時報告」すると回答した法人割合の増加が著しい（2017年 15%⇒2023年 33% +18%増）。このように回答した法人は、全ての資産規模、収入依存度、運用多様化度のセグメント全体に幅広く分布している（先の「運用規程とは別に、運用計画書等(基本方針書、ガイドライン、運用計画書など)を作成しているか？」という設問への回答とそこでの自由記述とも符合する）

この点でも、事務局⇄役員等の間での、資産運用コミュニケーション、ディスクロージャー、ガバナンス、リスクマネジメント意識の高まりが裏付けられる。

【図表 12】

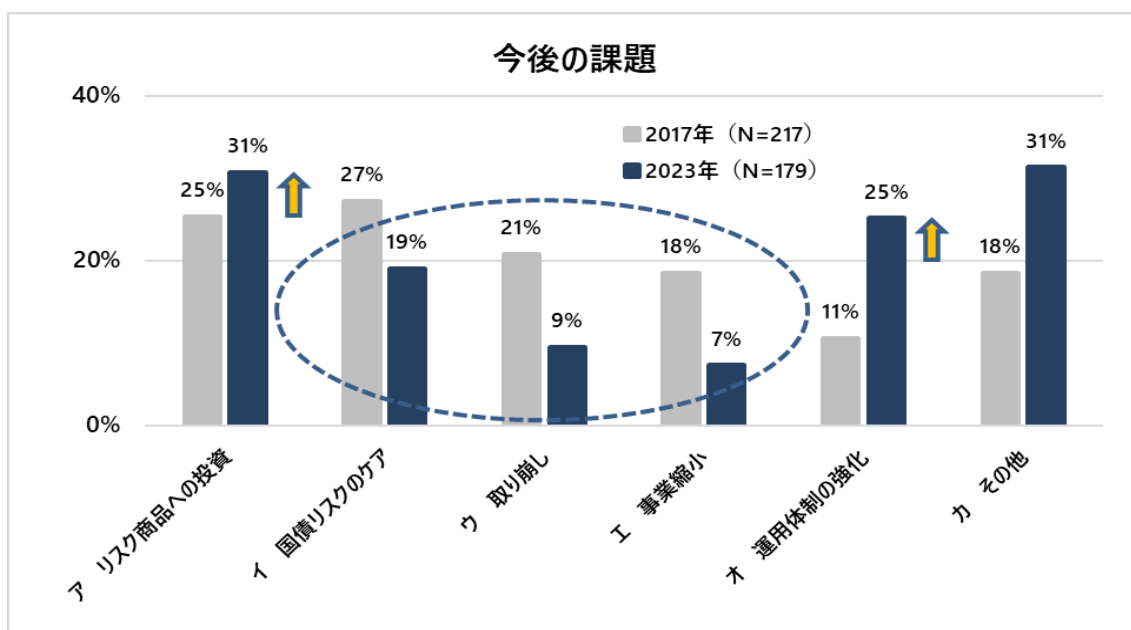


④ 今後の課題意識の変化

今後の課題として、「リスク商品への投資」「運用体制の強化」という前向きな課題を挙げる法人が大幅増加した。資産規模、運用収入依存度、運用多様化度、運用利回りの偏りなく、様々な法人が今後の課題として挙げている【図表 13】。

一方、2017 年調査では比較多かった「(財産) 取り崩し」や「事業縮小」というネガティブな課題を上げる法人は大幅に減少した。

【図表 13】

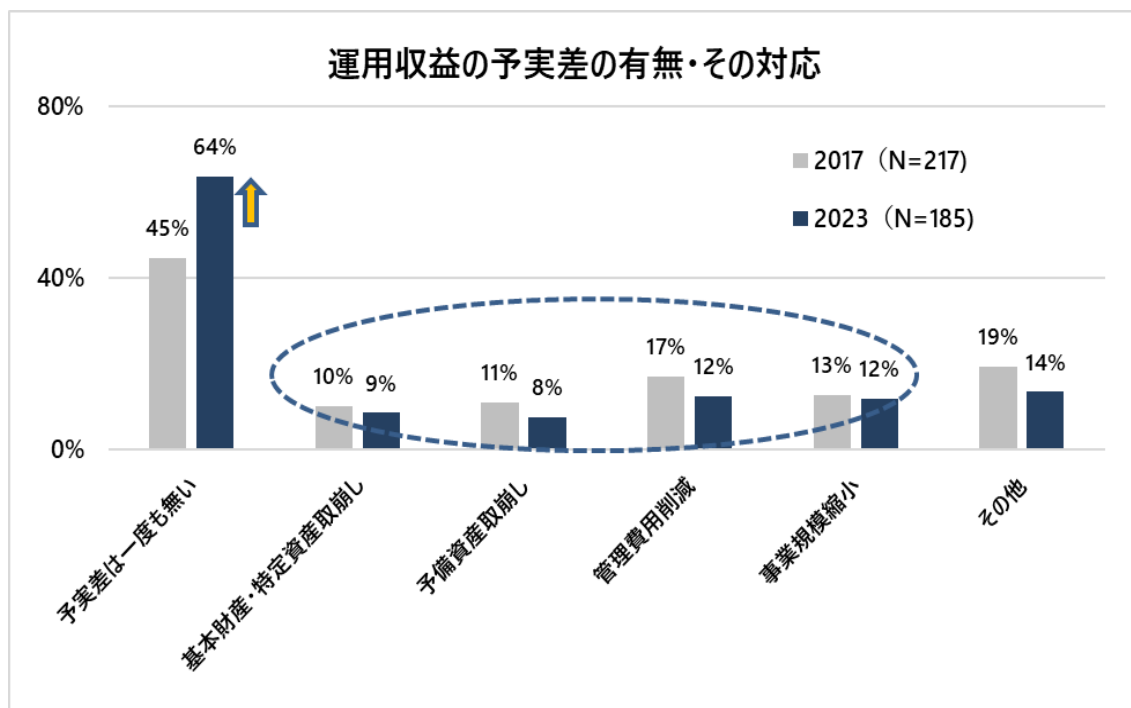


(3) その他のポジティブな変化

①運用収益の予実差とその対応（取り崩し、事業縮小）についての変化

前回調査に比べ、「予実差は一度も無い(運用収益が事業予算を下回ったことは無い)」と回答した法人が大幅増加した一方、「資産取り崩し」「費用削減・事業縮小」を上げる法人の割合は減少傾向だった【図表 14】。全体的には、資産運用の環境や法人運営の環境について、5 年前の苦しい状況と比べて、少なくとも、ネガティブでは無くなってきている。

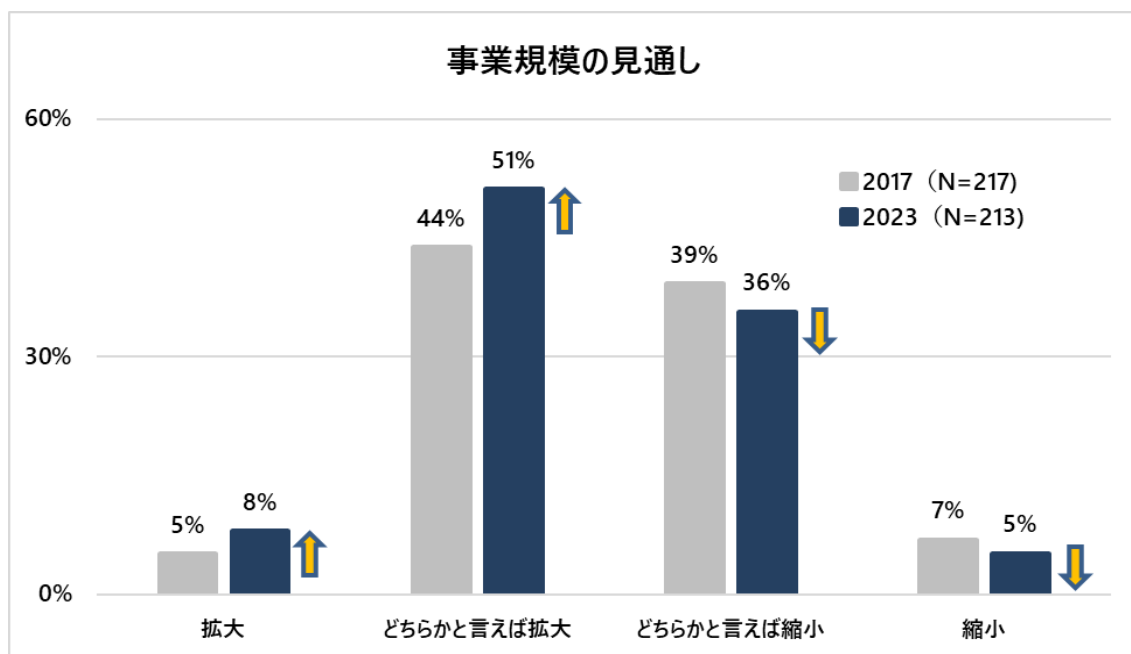
【図表 14】



②事業は拡大傾向か、縮小傾向か、という認識についての変化

前回調査に比べ、「拡大」「どちらかというと拡大」と答える法人が増えた【図表 15】。事業拡大グループでは、①法人が担う社会的ニーズに対して、インフレにも負けないような事業の維持拡大を志向するグループと、②株式配当の増配など予期せぬ収入増に見合う支出増をしないといけないので、事業拡大の必要性に迫られているという法人グループに分かれる。

【図表 15】



一方、「縮小」「どちらかというと縮小」と答える法人は減少した。前回調査では多かった運用難による事業縮小を上げる自由記述は、今回あまり見られなかった。替わりに、少子高齢化による会費会員数の減少や、事業が対象とする業界の縮小などに伴う公益サービスの受益者の減少を構造的な事業縮小(収縮)の理由とする記述が非常に目立った。

しかしながら、法人運営や事業遂行の面でも、全体的に、かつてのネガティブさは薄れ、どちらかといえばポジティブ、前向きな法人が増えているという結果となった。

◆調査結果の総括と問題提起

最後に調査結果の総括と問題提起をしたい。

(1) 資産運用アンケート 2023 総括

我々は、長らく続いたデフレ時代から今後インフレ時代を迎えるかもしれない現在地に立っている。「インフレ」「物価上昇」などのキーワードが自由記述にも非常に数多く見られた。「インフレにも負けないで事業を維持拡大してゆかなくてはならない」「その為に必要な運用収益は確保してゆきたい」「その為に必要なのであれば、必要なリスクは取ってゆく」というような趣旨の自由記述が非常に多かった。「インフレにも負けない事業維持拡大を遂行する」という強い意思・使命感というものが感じられた調査だった。

同時に、そのような意思・使命感が具体的な投資行動や運用体制・手続きなどにポジティブな変化として現れ始めたことが判った調査でもあった。

しかしながら、このような変化は、ようやく始まったばかり、道半ばであり、未だ十分ではないし、まだまだ改善すべき課題も多いと考える。以下、4つほど問題提起したい。

(2) 問題提起① 分散投資は未だ不十分

そもそも、デフレ時代が来ようとインフレ時代が来ようと関係無く、事業の維持拡大に努めなくてはならないのが法人の本分である。そのような本分の法人が目指すべき資産運用とは、デフレ、インフレ、その他の環境変化にも左右されにくい全天候型のものでなくてはならない。

このような環境に左右されない全天候型の資産運用の為にキーワードが「分散投資」である。今回調査では、預金公債からそれ以外への分散投資【管理型法人】、債券運用からそれ以外への分散投資【準運用型法人】、分散投資の更なる充実【運用型法人】、というポジティブな変化の兆しは確認できた。しかしながら、全天候型の資産運用と言えるほどまだ十分に分散投資していない法人が殆どである(ごく僅かな例外法人を除けば)。資産配分(運用収入の源泉、運用元本の価値の源泉)はまだ充分には分散されていない。合理的に考えて、インフレや円高、減配、その他不測の事態にも対応できるような事業財源としては、多くの法人の財産状態はまだまだ不安定・未熟な状態であると言える。預金・債券中心の運用、個別銘柄投資への傾倒、昨今の円安・株高ブームなどの市況に大きく影響された投資行動では、まだまだ事業財源としての安定性を欠いている状態とはいえないだろうか。

(2) 問題提起① (許容)リスクの考え方、管理の仕方がまだまだ合理的でない

事業の維持拡大を法人として譲れない本分と考え、上記のような全天候型の分散投資を志向するのであれば、合理的なリスク許容やリスク管理は必須となる。今回調査でも、資産運用のリスク管理については、発展途上であり、未だ殆どの法人が手探り状態であるように思われる。つまり、簿価会計などの会計処理とは切り離し、全て時価ベースで投資成果を合理的かつ適正に評価しないとイケない(時間的なロス＝機会損失も考慮して)。前々回調査 2007 年、前回調査 2017 年、そして今回もあまり進歩していないとおもわれたのが、「債券運用だから、満期保有だから、元本保証だからリスクは幾らでも許容できる、時間的なロス＝機会損失も厭わない」という趣旨の自由記述が一向に減らないことである。本当の意味で、法人事業やその裏付けとなる財産を守ろうとするのであれば、更なる分散投資と併せて、時価ベース、時間的なロス＝機会損失も考慮した、合理的なリスク考え方・管理への更なる進化が期待される。

(3) 問題提起③ 上記(1)(2)を支える運用専門人材の不足(確保、育成の課題)

いかなる環境の中でも事業の維持拡大を法人として譲れない本分と考えるので有れば、上記の(1)(2)の方向に早晚向かわざるを得ないと考える((1)(2)の他にもっと合理的な良い方法が見つからないと言った方が正しいかもしれない)。その為には、(1)(2)の運用・管理体制に近づけてゆく、あるいは(1)(2)を運営してゆく、(1)(2)を支えられる合理的な運用知識を備え、その知識に基づいた実務経験を経た人材が必要となる。自由記述でも運用人材の確保、育成(業務引継ぎを含め)の困難さを指摘する声が、これまでの調査では無かったほど、多かった。

この人材問題は法人が(1)(2)に到達する為には、避けては通れないものであるので、時間をかけてでも取り組んでゆくしかない(繰り返すが、(1)(2)の方法が絶対的に一番良い方法だと言っている訳では無い。もっと良い合理的な方法が他に見つからないという相対的な事実である)。外部の専門家・有識者や、法人資産運用の関連記事、関連セミナーから知識やアドバイスを得る機会を活用するなどが有力であろう。また現在では、NISAなどを契機に合理的な(分散)投資の知識を勉強したり、それに基づいた投資を経験したり出来る機会が世の中に溢れている。このような社会的な環境変化もこの問題解決の一助になるかもしれない。個人的な投資で培った合理的な運用知識とその知識に基づいた投資経験を法人の資産運用実務に応用できる人材が現れるのも、そう遠くない将来かもしれない。

(4) 問題提起④ 最後に 単なる危惧にすぎないかもしれないが

今般の調査結果では、デフレからインフレへ、超低金利から金利上昇へ、横ばい為替からどちらかと言えば円安へ、回答者の認識がほぼ 180 度転換している。たった 5 年で、真逆の状態がずっと続くと認識していたのとは様変わりである。株式、為替、金利などマーケットの短期間での変化は良く起こる事であり、それ自体は良いものでも、悪いものでもない。ごくごく当たり前によく起こる現象である。

しかしながら、問題はそのようなマーケットの変化が、法人投資家にバイアス(先入観・相場観)を植え付け、それを元に偏った投資行動をさせることにならないか、少しだけ危惧

している。

具体的には、ある資産の過去これまでの価格変動(上がっている・下がっている)によって、法人投資家に増やしたい・買いたい(あるいは減らしたい・売りたい)という感情的なバイアス(先入観・相場観)が芽生え、それに基づいて合理的でない意思決定し、結果、偏った投資行動をしてしまうことである。

例えば、今回のケースでは、外貨預金、外債(個別)、外債ファンド、外国株式ファンド、国内株式ファンドが今後増加すると思うという声が非常に多かった(すべて近年価格が上がっている資産)。それに対して、為替ヘッジ外債や内外 REIT などは相対的に今後減少すると考えられているようである(どれも最近価格は下落している資産)。

繰り返すが、事業の維持拡大を法人として譲れない本分と考えるのであれば、デフレ、インフレ、その他の環境変化にも左右されにくい全天候型の資産運用が望ましい。その為のキーワードは「分散投資」以外により合理的な手段は見当たらない。つまり、時の好調な資産や好きな資産を追いかけるだけでは十分な「分散投資」にはたどり着けない。だから、くれぐれも、マーケットの短期的な上がり・下がりによって感情的で、偏った意思決定するのではなく、合理的な分散投資を貫けるよう志向していただきたい。

以上