

3. 意見

監査の結果、資産運用に関して、財団の規定への違反や財団の長期的安定的な運営に支障をきたすような重要な問題はなかった。今後の財団の運営上で、検討の余地があると考える事項を列挙する。

(1) 運用資産の種類について

運用資産の明細は図表6-7の通りである。この表から、運用資産約59億円のうち、仕組み債が約29億円で49%の割合を占めている(平成18年9月26日現在、60%弱に上昇している)。これら仕組み債を保有することで、低金利時代であるにもかかわらず、財団は過去3年間3%前後の運用利回りを得ているが、これには次のようなリスクや追加的なコストもある。

- ① 財団が保有している仕組み債には為替のオプションなどが組み込まれている。スキーム上元本割れのリスクはないようであるが、クーポン部分に為替変動リスクを有している。これにより為替レート次第でクーポンがゼロになる可能性がある。
- ② 財団が保有している仕組み債には期限前償還オプションが組み込まれている。これにより財団にとって為替レートが有利な場合に発行体から期限前償還が行われ、為替変動のメリットが十分に得られない可能性がある。
- ③ 仕組み債は投資家向けにカスタムメイドされており、市場の流動性が著しく低いのが一般的であるから、売却して換金する場合には、購入業者を相手方として相当のディスカウント価格による処分を覚悟する必要がある。
- ④ 仕組み債は普通社債に各種のデリバティブがカスタムメイドされ組み込まれているので、複雑になりがちで専門家以外の者が適正な価格を算出することは一般的に困難であり、また、市場流動性が低いことから市場価格は入手不可能なのが通常であり、購入する際の価格が妥当である保証はない。この点、財団では複数の業者から類似する仕組み債の提案を受け、条件の良いものを購入しており一定の篩い分けは行っている。しかしながら、仕組み債の性格上、僅かにスキームが異なるだけで価格が大きく異なるものであり、また、同じスキームであっても市場は常に変化しているのでタイミングにより価格は大きく異なるものである。従って、自らプライシング・モデルを持たない限り購入価格の妥当性は判断できないといえ、通常取引される適正価格よりも高い価格で購入する可能性は否定できない。

そこで、財団では正式な社内手続きで、適宜、仕組み債の運用限度額を決めている。しかしながら、以上のようなリスクを有していることや、資産運用上の重要性を鑑みると、資産運用規定にて限度額を明記することが望ましいと思料する。

(2) 運用資産の満期構成について

図表6-8の運用資産の償還テーブル(発行体からの期限前償還条項は考慮外)をみると、5年程度先の短期と30年程度先の長期に償還時期が偏っているのがわかる。これにより次のようなリスクを有している。

- ① 今後5年程度で償還となる債券は主に5%超の高クーポン国債である。償還時には再投資することになるが、その時期の市場金利水準によっては償還された債券よりも低クーポン債を購入することになる可能性がある。すなわち、再投資時期(償還時期)によってその後の運用利回りが低くなるリスクがある。
- ② 償還期限まで30年程度ある債券については金利上昇による価格感応度が高いことから、金利上昇時には大きな含み損が発生する可能性がある。この損は、金利上昇を享受出来ない機会損失としての含み損であり、決算書上の損としては表出せず、年々計上する利息収入が市場金利より低いという形で後々現れてくる隠れ損である。決算書上は計上されないので、認識されにくく責任の所在も明確にし難いものであるが、長期的な財団運営にとって望ましいとはいえない損である。すなわち、長期債の比率を高めることは金利変動リスクを大きく負うことになる。(長期債はほとんど仕組み債であり、金利変動リスクの他に為替変動リスクを受けるが、ここでは考慮外である。)

以上のように再投資リスクや金利上昇リスクを有していることから、今後は意図的に債券の償還期日が偏在しないように分散してリスクのバランスを検討する必要があると考える。例えば、年々の償還金額を均等化することも一案であると考え。

(3) 運用資産の管理について

財団では、決算時に証券会社などから残高証明を入手し資産保全を図っているが、時価情報までは入手しておらず、市場リスクや債券発行体の信用リスクから生じる含み損益の管理は特に行っていない。これは、そもそも財団では償還前の売却を想定しておらず、満期まで保有する目的の債券が多いことから時価の変動に特に関心がなく、また、高格付けの債券しか保有していないことからデフォルトなどの発生確率が低いことに起因していると思われる。

しかしながら、総務省より「公益法人会計基準の改正等について」(平成16年10月14日)が公表され、改正された会計基準を平成18年4月1日以後開始する事業年度からできるだけ速やかに実施するものとされている。この会計基準によれば、時価会計が導入され、また、「満期まで所有する意思をもって保有する社債その他の債券(満期保有目的の債券)は取得価額をもって貸借対照表価額と

し、その内訳並びに帳簿価額、時価及び評価損益を注記する」旨の記述がある。

従って、今後は満期保有目的の債券に区分する場合であっても、証券会社等から時価情報の入手が必要となり、これを機に時価情報の活用を図ることが望ましいと考える。例えば、以下のような活用が考えられる。

① 時価情報を早期アラームに活用

時価が一定限度下落した場合に原因調査を速やかに行い対応する。また、原因別の対処方法を規定として整備する。例えば、時価の下落を調査した結果、発行体の信用状況の悪化が主な原因である場合は、売却が望ましいと考える。

② 時価情報を運用評価に活用

時価変動分を加味した運用利回りを算出して運用結果を評価する。時価変動分を加味しなければ、全ての運用資産を売却又は償還するまで最終的な利回りがどうなるか不明であるが、加味することで最終的な利回りの近似値を得ることが出来る。例えば、発行体がデフォルトしそうな場合を考えると、時価変動を加味すればデフォルトが発生する前に利回りを実質的なものに近づけることが出来る。

公益法人会計基準の抜粋

公益法人会計基準 第2貸借対照表 3資産の貸借対照表価額 (3)

満期まで所有する意思をもって保有する社債その他の債券(以下「満期保有目的の債券」という。)並びに子会社株式及び関連会社株式については、取得価額をもって貸借対照表価額とする。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、時価をもって貸借対照表価額とする。(注7)(注8)(注9)

公益法人会計基準 第4財務諸表の注記 (9)

満期保有目的の債券の内訳並びに帳簿価額、時価及び評価損益

公益法人会計基準注解 (注7)

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。

図表6-7 運用資産明細(平成18年3月31日現在)

(単位:千円)

種類	クーポンリスク	コール条項	金額
利付国債	-	-	780,347
地方債	-	-	1,638,212
政府保証債	-	-	598,400
円建外債(仕組み債)	米\$	有	1,000,000
円建外債(仕組み債)	ユーロ	有	950,000
円建外債(仕組み債)	豪\$	有	900,000
銀行定期預金	-	-	3,043
		合計	5,870,003

図表6-8 運用資産の償還テーブル(発行体からの期限前償還条項は考慮外)

