

米国年金基金におけるリスク管理の現状

米国の代表的な年金基金や財団などの資産運用責任者が集まって、「投資マネジャーや機関投資家のためのリスク基準」(RS20)が作成され、リスク管理の重要性が広く再認識された。そして、一部の先端的な基金では、VaR(バリュー・アット・リスク)等、新しい手法を採用する動きも出てきている。

1996年に、CalPERS(カリフォルニア州公務員退職年金基金)、ニューヨーク市退職年金基金、GTE投資顧問会社、ロックフェラー財団などの資産運用責任者が、コンサルタント(Capital Market Risk Advisor社)の協力を得て、「投資マネジャーや機関投資家のためのリスク基準」を取りまとめた。

この「リスク基準」は、リスク管理、リスク測定、リスク監視、の大きく3つの分野に分類され、全部で20項目にわたっている(RS20と呼ぶ)が、特に法的強制力はない(表1)。

これに対し、「資産サイドのリスク基準で、負債サイドを包含していない」、「ERISA法で、すでに受託者責任が規定されているので、常識的な考え方にすぎない」といった見方もあるが、米国の年金基金関係者に、リスク管理の重要性を再認識させる結果になったようである。

表1 「リスク基準」(Risk Standard 20)の概要

○リスク管理 (Management) に関する事項	
1	受託者責任を、文書で定義及び認識。
2	受託者は、文書で、リスク政策、用語定義、投資ガイドライン等を承認。また、適宜検討。
3	リスク政策の遵守状況の監視は、文書で定めたリスク政策及び手続きに従って、投資の実行者とは独立した者が実施。
4	組織体制を明確に定義し、担当者及びその役割を特定。
5	受託者のリスク政策を、内部及び外部マネジャーの両方に適用し、類似の資産クラスや戦略に一貫して適用。
6	受託者は、リスク政策を実施・管理するために、担当者に適切な教育を行い、システムや資源を確保。 また、そのバックアップや災害時の復旧プランを策定。
7	主要なリスクの関連性を特定し、投資戦略及びその弱点を理解。
8	全体及び個別のポートフォリオについて、取り得るリスクの限度を設定。
9	受託者は、リスクに関する日常的な報告及び例外事項の報告、そして基準違反があった場合の手続きについて明確に規定。
○リスク測定 (Measurement) に関する事項	
10	投資対象は、市場価格のあるものについては毎日、その他のものについてはできる限りの頻度で評価。
11	投資対象の価格が、異なる関係者間で大きく異なった場合、文書で定めた方法でその不一致を調整。
12	受託者は、定期的にリスクを測定し、リスク・リターンを要因分析を実施。
13	全体及び個別のポートフォリオについて、リスク調整後のリターンを測定。
14	全体及び個別のポートフォリオについて、ストレス・テストを実施。
15	リスク・リターンの予測及びそのモデルの信頼性を評価するために、適宜バック・テストを実施。
16	評価、リスク測定及びリスク管理に関するモデルや前提条件の信頼性について、評価・モニターが必要。
○リスク監視 (Oversight) に関する事項	
17	受託者は、十分な慎重さをもって、リスク政策を遵守し、ガイドラインをモニター。
18	受託者は、マネジャーの報酬と実際の投資行動がその投資戦略と一致することを確認。
19	リスク管理のための方法、モデル及びシステムを、適宜、独立した立場から検討又は監査。
20	受託者は、新しい投資対象・戦略・資産クラスの採用を許可するプロセスを文書化。 新しい投資行動は、受託者のリスク・リターン目標に合致することが必要。

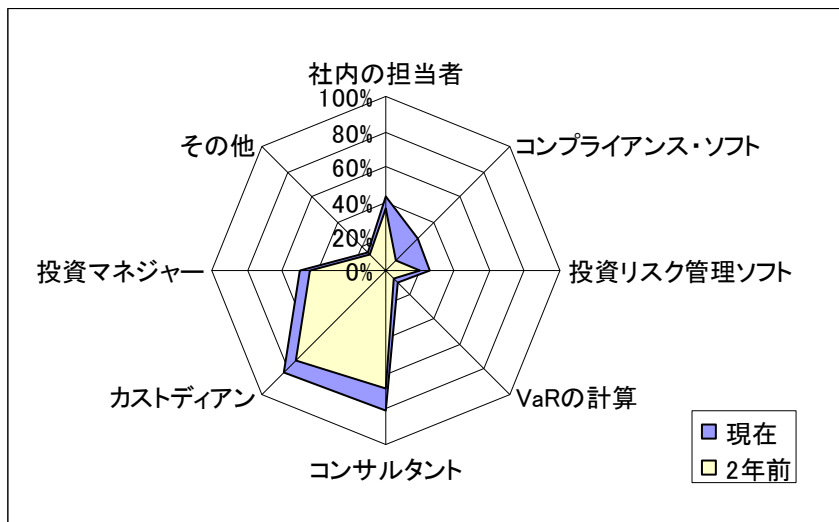
(資料)Risk Standards Working Group, "Risk Standards for Institutional Investment Managers and Institutional Investors". Capital Market Risk Advisor社のHomepage(<http://www.cmra.com>)より作成

例えば、Pensions&Investments 誌の調査（1998年6月29日号、米国の大手59の年金基金が回答）では、「リスク管理に、2年前より多くの時間（平均24%増）と費用（平均53%増）をかけている」との結果が得られている。

年金基金が直面している、最も注意すべきリスクとしては、回答基金の86%がマーケット・リスクを挙げている。それに続いて、27%が人的リスク（内部及び外部の担当者変更）、17%が資産・負債のミスマッチ・リスク、15%がカウンターパーティ・リスクやデリバティブ・リスク、14%がアセット・アロケーション関連のリスク、12%が金利リスクを挙げている。

では、どのような方法でリスク管理を実践しているのかについての調査結果（図1）からは、カストディアン（83%）やコンサルタント（81%）の利用が多いことが分かる。一方、最近関心が高まっているVaR（バリュー・アット・リスク）については、わずか10%しか使用していない。

図1 米国年金基金のリスク管理手段の調査結果（複数回答可）



(資料)Pensions&Investments 誌（1998年6月29日号）より作成。

金融機関がマーケット・リスク管理に一般に用いているVaRは、「通常の市場環境下で、一定期間（例えば1週間）に、一定の確率（例えば95%）で、保有ポートフォリオに生じ得る、最大損失額」のことである。

ところが、年金基金のリスク管理に相応しいVaRの計算方法や活用方法がそれほど確立していないため、現在のところ、リスク管理のインフラが十分に整っている大規模基金が、先駆的に使用する段階に止まっている。