

資産運用のリスク管理

金融研究部門 北村 智紀

1. リスク管理の重要性

資産運用においてリスク管理の重要性が認識されて久しい。機関投資家の運用にとどまらず、個人投資家においても重要なことは変わらない。本年10月から確定拠出年金が始まったが、確定拠出年金では、企業が掛金を拠出し、従業員が自分の責任で運用を行うことになる。従業員が自らリスクを負担し、運用結果は全て従業員に帰属することになるので、リスク管理はより身近で切実な問題となろう。

ただ、短期的なリスク管理が会社全体の存続に関わる、証券会社や銀行のディーリング部門などの場合を除き、投資信託や年金基金など、長期スタンスで運用を行う機関投資家でさえ、リスク管理体制の確立は難しいようだ。

その理由として、リスク自体の定義が広範囲であることや、運用期間が長期のため、どのようにリスク管理を行えば適正かの評価も長期になってしまい、リスク管理手法の確立が容易でないことなどがあげられる。

とは言うものの、資産運用では、経済や市場環境の変化による損失をコントロールするため、現時点で適切なリスク管理プロセスを構築することは、意義あることだと思われる。

2. リスク管理の前に

リスク管理の第一歩は、「何がリスクなのか」を考えるとところから始まる。しかし、何がリスクであるか考える前に、何が目標なのかをはっきりさせることが先決であろう。

機関投資家の場合、運用目標は年金基金などの委託者の「運用の基本方針」の中で明らかにされる。これは、投資目的、投資対象、基本となる資産配分、投資の方法などを記したものである。資本市場は常に変化していて、例えば、前年は最適と思われた投資方針が、翌年には最悪の結果を生むなど、環境は大きく変わるものである。このような中で、「運用の基本方針」は、コミュニケーション・ツールとして、あるいは判断の拠り所として大切な役割を果たす。

個人投資家の場合も、運用を行う資金の目的を明らかにすることが必要であろう。その手段として、「運用の基本方針」を記述することをお勧めする。株価の急落など、市場が大きく変化した場合には、狼狽売りをする前に、「運用の基本方針」に戻り、運用の目的や基本スタンスを再確認することが重要であろう。チャールズ・エリスは、「運用の基本方針は、最も強力なパニックの予防薬である」としている。

3. リスク管理のプロセス

リスク管理のプロセスは、「リスクの特定」、「リスクの計量化」、「リスクの分析評価と対策」、「リスクの処理」の4段階が考えられる。

第一段階の「リスクの特定」では、運用目標に対して、未知のリスクを発見し、リスクについて認識を深めることである。「運用目標」と「それが達成できなくなる可能性」を考えると、リスクの特定ができるだろう。

第二段階の「リスクの計量化」は、数値化できるリスクは可能な限り数値化し、運用目標と対比して検討できるようにすることである。株価急落や破綻など、抽象的な「痛み」を考えてもリスク管理にならない。「最悪の場合の損失額」などのように、「リスク」を計量化して、分析評価できるように準備すれば、リスクについて議論できるようになる。

第三段階の「リスクの分析評価と対策」では、リスクの所在とその影響を明らかにすることである。つまり、どのようなことがリスクを引き起こすのか、あるいは、その影響はどの程度のものかを分析評価することである。

例えば、自分のポートフォリオが、株価の影響を受けるのか、金利の影響を受けるのかを判断し、株価や金利が変化した場合に、どの程度の影響があるのか分析することであろう。

次に大事なことは、リスクへの対処方法を予め決めておくことである。リスクを認識し、計測しただけでは、リスク管理の効果は期待できない。発生が想定し得ることに対しては、予め、その対処方法を決めておくべきであろう。

対処方法がなく、その都度判断を行う場合には、問題の先送りをする可能性が大きくなる。また、対処が遅くなりがちのため、過大なリスクを負っていることを見逃し、結果的に、大き

な損失を被る可能性がある。

最後の段階の「リスクの処理」では、予め想定可能なリスクであれば、第三段階で策定したリスクへの対処方法に従ってリスクを処理することが可能であろう。しかし、ここで注意すべきことは、予め想定した対処方法に必ず従わなければいけないということではない。対処方法を策定した時と、現在の環境が異なるかもしれないからである。想定した対処方法は、ある種の判断基準を与えてくれるだろう。

4. リスク管理のありかた

資産運用にせよ、通常のビジネスにせよ、リスク管理には経営トップの関与が不可欠である。なぜなら、リスク管理は、企業の利潤に直接結びつかないので、収益の追求という眼前の目標のために、その重要性が疎かにされがちだからである。また、リスク管理の担当者や担当部門が社内で適切に評価されないことも起こりうる。それが頻繁になれば、リスク管理に対する動機が薄れがちとなり得る。

よく誤解されることであるが、たとえリスク管理をどんなに厳密に行っても、損失を全て回避することはできない。リスクのある資本市場へ投資している限り、常に損失を被る可能性がある。老後のための生活資金など、長期的スタンスで運用を行う場合には、リスクをとることによって、長期的なリターンを追及することが目的であるので、損失を恐れてリスクを回避し続けることは適当でないだろう。リスク管理の目的は、投資家にとって適正なリスク水準を維持することであり、予想外に大きな損失を被ることを回避することであろう。