

(年金運用)：リスク・バジェットिंग(リスク配分)再考

最近、「リスク・バジェットिंग(リスク配分)」という言葉は流行ではないが、年金運用を「リスク」の側面から見直すには興味深い考え方である。今回は、(1)ポートフォリオ全体のリスク配分、(2)個別運用商品へのリスク配分、の2つ視点から年金運用を再検討してみた。

(1)のポートフォリオ全体のリスク配分を再検討するという事は、そもそも、どうして年金運用でリスクをとる必要があるのか？リスクをとる場合に、その水準自体が適切かどうか？過剰あるいは過少なリスクとなっていないか？リスクが一部に集中していないか？という問題に対する答えを考えることとなる。何れも一筋縄ではいかない難しい問題である。

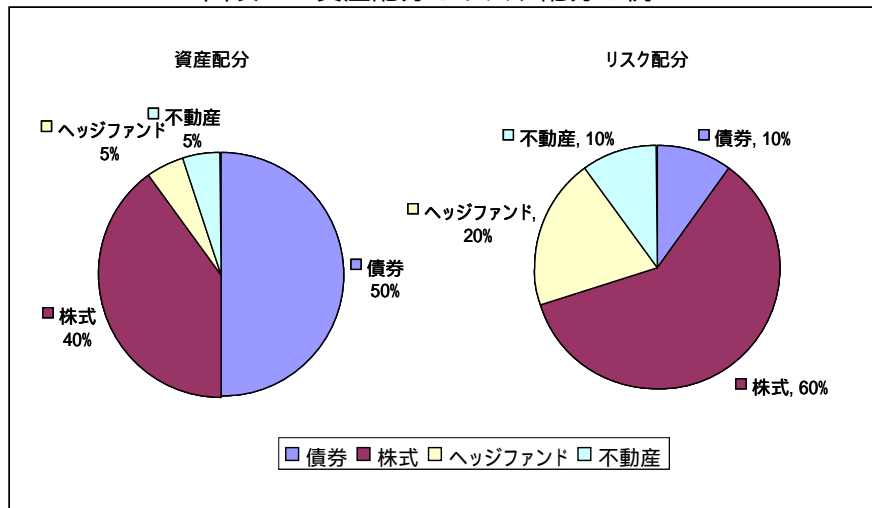
そもそも運用でリスクをとる必要があるかを検討するのは重要な出発点である。リスクフリー証券に投資すれば、当然「運用リスク」は無くなる。基金の目標利回りを、リスクフリー証券の利回りが下回っていけば、損失が固定され、将来、掛金で穴埋めせざるを得ない。つまり、この穴埋めのリスクは、「運用リスク」の代わりに、母体企業の「事業リスク」が負担することになる。現実にはどちらのリスクがこの不足部分を負担するのかについては、「市場」か「事業」かの二者択一の問題ではなく、「リスク配分」することになる。その配分にあたっては、どちらの期待リターンが高いか？どちらのリスク管理が容易か？基金の健全性を保てるのか？などの視点から行われる。

一般に、証券市場の期待リターンよりも、個別企業のそれの方が高いはずである。また、企業にとって、「市場」よりも「事業」リスクの管理の方が慣れているだろう。そこで、“運用はリスクフリー証券で行い、利回り不足分を全て「事業リスク」が負担し、掛金として拠出する”という考え方も成立する。しかしこの選択は、リスクフリー証券と自社株で基金の運用を行うのと同じリスクの源泉となるため、基金の「健全性」が保たれるか疑問が残ることになる。やはり「市場」と「事業」の適切なリスク配分が必要であろう。

運用リスクを負担する場合に、その水準が適切かどうか？という問題の検討については、別の機会に譲るとして、今回は、リスクが一部に集中していないか？を検討する。一つの方法として、資産クラスや運用商品別に、「資産配分」と「リスク配分」とを比較する。ここでのリスク配分とは、ポートフォリオ全体のリスクに占める、運用商品別のリスクの割合である。

基金は、通常、債券への資産配分が多く、次に株式、最近ではヘッジファンドなどのオルタナティブ投資と配分比率は続くだろう。ここで、一般には「資産配分」と「リスク配分」とは、配分比率が異なるものである(図表1)。資産配分では債券への配分が高かったが、リスク配分で見ると株式への配分が高くなるのが通常であろう。また、ヘッジファンドや不動産などの流動性が低く、リスクも大きい資産は、資産配分では小さな配分でも、リスク配分で見ると、比較的大きな配分比率となる。また、「リスク」の捉え方によっても、その配分は異なることになる。通常、標準偏差でリスクを考えることが多いが、下方リスクやVaRなどで「リスク」と捉えることも考えられる。

図表 1：資産配分とリスク配分の例



このリスク配分が適切であるかを検討する際、特に問題となるのは、「資産配分」が少なくても、ポートフォリオ全体から見て、一部のリスクへの配分が過剰となっている場合である。例えば、ヘッジファンドと株式は、上図では別々の資産として扱っているが、中身を見てみると、外国のテクノロジー関連企業への投資が大きい場合には、これらに関連するリスクが過大となっていたり、為替変動の影響を大きく受ける場合も考えられる。相場の急変があった場合に、予想以上の損失を被る可能性が大きくなる。この問題への対処法は、ポートフォリオ全体のリスク配分を、質と量の両視点から見直す以外に、定式化された方策があるわけではない。分析手法は専門的かもしれないが、判断にはビジネスの常識が生かされることになるだろう。

(2)の個別資産クラス・商品別のリスク配分は、「商品が持つリスクが基金に相応しいものか」というリスクの質を検討することである。例えば、ディーラーなど短期の市場参加者は、短期的な相場変動や、需給の歪み等がリターンの大きな源泉であり、目標収益の達成に必要なリスクをとっている。これに対して、長期の投資家である基金は、インフレ率や潜在成長率が変動するなか、長期に及ぶ給付と負担の安定性を確保することが目的であり、短期の市場参加者とは、とるべきリスクの質が大きく異なる。

短期的な投資家が負担できないようなリスクを、長期の投資家である基金が負担することによって、高い超過リターンの享受が可能となる。このようなリスクを持つ資産クラスや運用商品に適切にリスク配分が行われているかを検討することが重要である。例えば、不動産、プライベート・エクイティ、エマージング市場への投資などは、流動性が低い、価格評価が難しい、短期的には成果がわからない、などの特徴があるが、これらは長期投資家しか負担できないリスクであり、リスクとリターンを適切に評価することによって、高い超過リターンを得る可能性がでてくるのである。

債券や株式などの伝統的資産へ投資する運用商品の場合は、投資対象自体のリスクではなく、その運用手法がリスクをとるのに値するものなのか、アクティブ・リスクを検討することになる。銘柄選択能力が優れているのか？客観的でシステムチックなのか？あるいは優れたファンドマネージャーの直感なのか？といったリスクの質を見極めることによって、超過リターンを得る可能性を高めることができるのだ。

(北村 智紀)