

## 年金ポートフォリオのリスク管理 VaR (下)

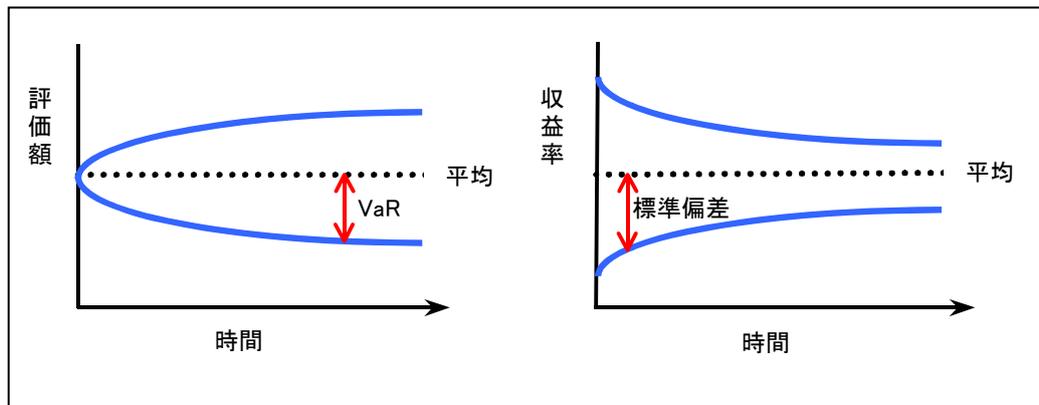
期間が長いほど大きくなる性質を持つ VaR を、年金のリスク管理に使う場合には、リスクの計測期間が大きな問題となる。また、実際のリスク管理にあたっては、資産・負債両サイドのバランスが重要で、一方に過度に精緻な技術を使っても、効果が減殺される恐れもある。

トレーディングのリスク指標として VaR を使う場合には、リスクの計測期間が短い（例えば、翌日の 5 パーセンタイル損失額の計測）ため、ポジションの圧縮といったリスク管理行動にも、直結させやすい。ところが、より長い期間を考える必要がある年金のリスク指標として VaR を使う場合には、難しい問題がある。

資産評価額が、単純にランダム・ウォーク<sup>(注)</sup> するとしよう。この場合、評価額のちらばり度合は、時間が経つほど大きくなっていく（4年で1年の2倍、9年で1年の3倍）。そこで、評価額の平均と p パーセンタイルとの差額である VaR も、時間が経つほど大きくなる。収益率（年率）の標準偏差が、時間が経つにつれて 0 に近づくのとは、全く逆である（図 1）。

(注) 上昇と下降をでたらめに繰り返して動いた軌跡。酔歩。

図 1 時間と評価額、時間と収益率

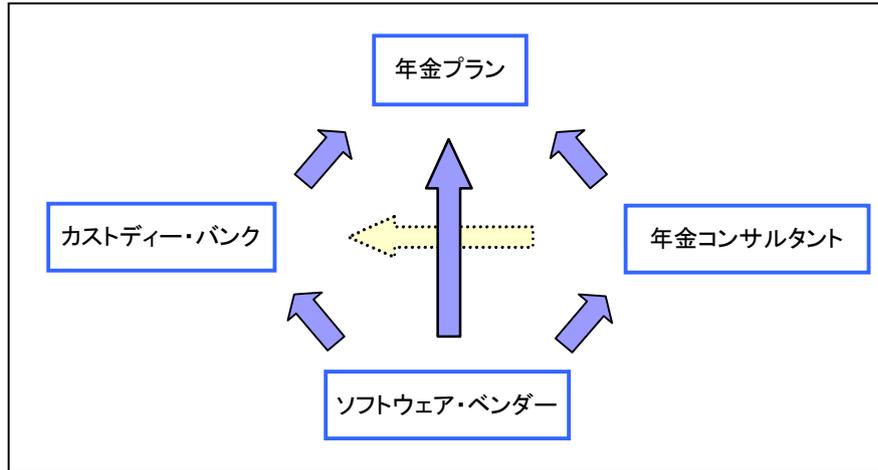


実際の市場では、資産価格の動きはもっと複雑なため、リスクの評価期間（例えば、1年後、3年後、など）に応じて、VaR の計算値（金額表示）が大きく変わり得る。そのために、年金プランのトップ・マネジメントは、これらの計算結果の解釈に苦しむだろう。特に、評価期間を長くして VaR の値が大きくなった場合に、どのようなリスク管理の方法があるのかにつき、解が見つからないことも考えられる。

前回述べた VaR そのものの問題（分布の裾の形状の影響を受けやすい、部分のリスク量の合計より全体のリスク量が増加することがある）に加え、今回説明した年金の特性（評価期間が長い）による問題が指摘されながらも、米国では、年金プランに VaR の計測を提供するサービスを、ビジネスとして立ち上げようという動きがある。

これは、米国「投資マネジャーや機関投資家のためのリスク基準」（1996）が、VaR に言及した影響が大きいだろう。VaR の計算に必要な価格データや、ポートフォリオに関するデータを持つ、カストディー・バンクや年金コンサルタントが、金融専門のソフトウェア・ベンダーのサポートを受けながら、ビジネスに参入を狙っているようである（図 2）。[投資マネジャーや機関投資家のためのリスク基準は、「年金ストラテジー」Vol. 39, 99 年 9 月号参照]

図 2 VaR 計測サービスの提供経路（米国）



さらに、米国では VaR を、リスク評価だけでなく、①パフォーマンス（リスク修正後収益率）評価、②ポートフォリオの最適化、③年金プランのリスク調整後付加価値評価、④サープラス（剰余＝資産－負債）評価、などにも使うことを考え始めている。

サープラスの VaR が把握できれば、給付金や積立、掛金の妥当性の判断に、大いに参考になるだろう。これを実現するには、多くの問題を解決しなければならないが、年金プラン側の需要が強ければ、カストディー・バンクや年金コンサルタントが、比較的早期にサービス提供する可能性もある。

さて、VaR もリスク管理に利用できる技術の一つであり、技術開発に伴い、精緻化・複雑化していこう。技術進歩自体は良いことであるが、リスク管理にはバランスが重要である。例えば、資産と負債、両方のリスクに着目すると、資産側のリスクを「ミリメートル」の精度で管理できるようになっても、負債側が「メートル」の精度のままでは、全体では「メートル」の精度のリスク管理に止まっていると言えるだろう。

また、本当に予期し得ないリスクに対しては、過度に複雑なリスク管理よりも、シンプルな方が効果的な場合がある。予期し得るリスクにうまく適応し過ぎると、状況の激変に対応できずに、「恐竜」のようになってしまう恐れがある点を、リスク管理関係者は忘れてならないだろう。