

## (年金運用)：リスク管理再考(1)

年金運用で“リスク”とは何だろうか？ どうしてリスクをとる必要があるのだろうか？ 誰のためにリスクをとるのだろうか？ どの程度のリスクが適切なのだろうか？ このように“リスク”に関して、いろいろ考え直すことも多いため、連載でリスク管理について再考する。

リスクといえば、現代投資理論で利用する“リターンの標準偏差”がすぐに思い浮かぶ。この標準偏差は、実際に起こりうるリターンが期待リターンに対してどの程度“ぶれ”るかを表す指標である。リスクと期待リターンの間にはトレード・オフが存在する。できるだけ高いリターンを追求すれば、その分リスクも増える。そこで、適切な目標と思われる“一定の期待リターン”の下で、“リスク(標準偏差)”が最小となるポートフォリオが提案される。

それでは、ある“一定の期待リターン”を達成すれば、基金の目標は達成されるのであろうか？ “一定の期待リターン”には、予定利率が用いられることも多いが、予定利率の達成が、基金の目標達成になるだろうか？あるいは、予定利率からの“ぶれ”が、基金のリスクを表すのだろうか？もう少し正確に言えば、予定利率からの“ぶれ”以外のリスクは、無視できるほど小さいのだろうか？

確かに、予定利率からの“ぶれ”は、年金運用のリスクを表す側面を持っているが、それが全てのリスクではないことも明らかであろう。例えば、年金運用で予定利率を達成していても、企業の破綻に備えて十分な積立金があるかどうかについて、何も答えてくれないからである。このようなアセットオンリー・アプローチが利用されるのは、理論が単純で、利用し易いからと思われるが、リターンの標準偏差が年金運用の“リスク”を表しているかと改めて考えると疑問点も多い。

リスク管理は銀行や証券会社などで始まった。“リスクを定義し、リスクを測定すること”がリスク管理の第一歩だとすれば、年金運用でも、そのリスクを明らかにして、計量化することが肝要である。“リスク”が目標に対する“ぶれ”の程度を表すならば、年金運用の目標に対して、その目標実現が、どの程度“ぶれ”る可能性があるかが、年金運用の“リスク”となる。もしそうなら、年金運用の“リスク”が何かを考える前に、年金運用の“目標”が何かを考える必要がある。何とも哲学的な話で恐縮だが、問題は、哲学的なだけでなく、話が複雑なことである。

それでは、年金運用の目標とは何であろうか？「将来の給付を確実にする」ことが、大きな目標の一つとも考えられる。その他にも、「株主価値の最大化」や、「企業の破綻に備えて最低給付を保証する」なども候補として考えられる。しかし、これらの目標がお互い整合的に繋がりを持たないことが問題である。具体的には、どの程度の“リスク”を取るのが適切なのかについて、目標が異なれば全く別の結論になる(図表1)。

例えば、「将来の給付を確実にする」ことを目標とすれば、サープラス（年金資産 - 年金負債）や積立比率（年金資産 / 年金負債）によるリスク管理や、キャッシュフロー・マッチングなどの手法が志向される。現代の年金運用実務と整合的な、最適資産配分やリスク管理の考え方に結びつけることができ、最も穏当な目標である。

これに対して、「株主価値の最大化」を目標とすれば、ウィリアム・シャープ等が古くに示したように、できる限りリスクを取るか、全くリスクを取らないか、のどちらかが株主にとり望ましいという結論になる。最適資産配分やリスク管理の考え方がない世界である。企業は一定の年金給付さえ行えばよく、企業が破綻した場合、十分な資産がなければ、年金が削減される。逆に、積立比率が高くなれば、コントリビューション・ホリデー（掛金の休日）などにより、株主は利益を享受できる。株主の損失は限定されている一方、年金運用の利益は十分大きい。株主はコール・オプションのロング（買い）と類似したポジションを持ち、年金運用でリスクをできるだけ追求した方が、株主価値を高められるからである。

また、「企業の破綻に備えて最低給付を保証する」のが目標であれば、年金資産の最低水準を維持できる“保険つき運用”が適切であろう。積立比率が高ければ、積極的にリスクを取り、逆に、積立金が最低積立水準に近くなれば、その水準を割り込むことを防ぐために、リスクを抑えた運用を行う。積立比率に応じて、取るべきリスクを変更していくことが適切なリスク管理となろう。あるいは、全てをリスクフリー運用するののも一つの手であろう。

図表 1：年金運用の目標とリスク管理

年金運用の目標	リスク管理
将来の給付を確実にする	サープラスや積立比率によるリスク管理、最適資産配分
株主価値の最大化	できる高いリスクで運用、あるいは、できるだけ低いリスクで運用
企業の破綻に備えて最低給付を保証	積立金の水準に応じてリスクを変化、あるいは、全てリスクフリー

これら3つは、どれをとっても、年金運用の目標として納得できるものであるが、全てを統合してリスク管理を説明できる考え方はないようである。中でも、適切なリスク管理を行うことと、「株主価値最大化」とを、うまく説明できる理論がないことが辛いところである。現在の年金運用の実務は、目標の間にもトレード・オフ関係があることを認識して、それぞれ別の結論を出す目標をうまく扱うために、適合してきた（あるいは避けてきた）のであろうか。

とりあえず現実的な、「将来の給付を確実にする」ことを基金の目標としよう。その場合、給付の確実性に対する“ぶれ”を、リスクと考えることができるだろう。問題は、このリスクをどのように計量化できるかである。「将来の給付を確実にする」ことに対する“ぶれ”では、あまりに抽象的すぎて取り扱えないので、この“ぶれ”をうまく表現し、管理できるような何かに置き換える必要がある（次号に続く）。

（北村 智紀）