

世界の年金ファンドで高まる リスクコントロールの重要性

金融危機によってリスク管理が年金ファンド運営の中心課題として再び注目を集めている。監督基準の厳正化などの環境変化や投資信念の明確化により、サープラスリスクをダイナミックにコントロールする年金ファンドも欧州を中心に現れている。

海外年金ファンドの サープラスリスク観測の現状

2010年10月に筆者は欧州、北米、アジア・パシフィックの年金ファンドが集まる2つの会議¹⁾に出席する機会を得た。会議の主要テーマは年金プランを如何に長期にわたって持続させるかという点であり、そのためにリスク管理手法の改善が不可欠である、というのが関係者間のコンセンサスである。

年金ファンドの重要な責務は、加入者に約束した給付を長期にわたり確実に支払うことである。支払うべき将来の給付額に対してどの程度年金資産が積み上がっているかは、その責務を果たすための重要な指標であり、積立比率と呼ばれている。積立比率が変動するリスクはサープラスリスクといわれている。このリスクが大きいと給付支払いに十分な年金資産が積み上がらない可能性が高くなるため、このサープラスリスクの管理は年金ファンドにとって重要である。

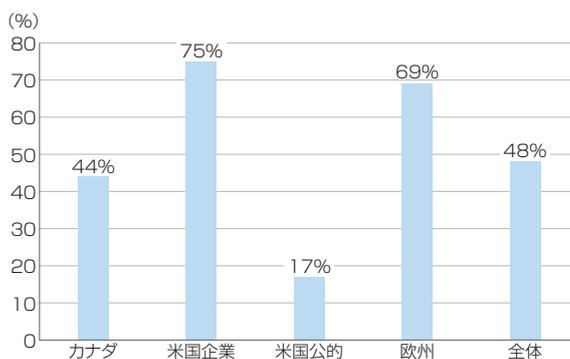
しかし、会議の中で発表されたデータ²⁾によると、世界の58大手年金ファンドのうち、このサープラスリスクを観測しているのは48%に過ぎなかった（図表の一番右）。一方、88%の年金ファンドが観測していたのが、年金資産のリターンとベンチマークの乖離を表すアクティブリスクである。アクティブリスクは資産サイドしか見ておらず、年金ファンド全体のリスクに対する影響度が相対的に小さい³⁾が、現状はアクティブリスクを観測している年金ファンドの方が圧倒的に多いのである。

図表を見ると、サープラスリスクを観測している比率は地域等によって大きな差があることが分かる。欧州や、米国でも企業年金では約7割が観測しているのに対

し、米国の公的年金では2割以下となっている。これは、年金の積立比率に関する監督基準が欧州や米国企業の方が厳しいことが影響していると考えられる⁴⁾。オランダ、スウェーデン、デンマークなど欧州の大陸国を中心に、負債を時価評価した上で、年金資産を負債よりも高い水準に維持することが求められている。しかも資産の価格変動を加味して一定幅以上の積み増しが必要になるなど、監督基準の厳しさがこのような差に表れているものと考えられる。米国企業年金でも、2006年に制定された年金保護法により、積立基準の厳格化が定められた。

サープラスリスクを観測している年金ファンドはどの程度の頻度で観測を行っているのだろうか。会議で発表された分析結果によると、長期投資家である年金ファンドとしてはかなり頻度が高いと思われる、週次以上という回答の割合が31%に達した。アクティブリスクを週次以上の頻度で観測している年金ファンドの割合は16%にすぎず、観測頻度ではサープラスリスクの方がかえって高い。頻度が高ければよいというものではないが、頻度の高さはリスク管理の水準をある程度表すものと考えられる。また、サープラスリスクの観測頻度でも

図表 サープラスリスクを観測している年金ファンドの割合



(出所) CEM Benchmarking Inc

NOTE

- 1) 一つはコペンハーゲンで開催されたトロント大学ICPM年金フォーラムであり、もう一つは、香港で開催されたPacific Pension Instituteが主催するアジア年金ファンドラウンドテーブルである。本項の発表は、ICPM年金フォーラムでのもの。
- 2) CEM Benchmarking社が北米・欧州・豪州の58の年金ファンド・SWFに対して2010年に行ったリスク管理に関するアンケート調査。58年金ファンドの平均資産額は320億米ドルと日本の平均的な年金ファンドの規模に比べかなり大型の母集団となっている。
- 3) 同じ発表の中で、アクティブリスクはサープラスリスクの10分の1程度の大きさであることも示されている。
- 4) 北米の公的年金が出席者の多数を占めた会議では、負債を意識するよりも、ベンチマークを何にするかという資産側のリスクに関心を寄せる年金ファンドが多かった。
- 5) プットオプションの場合、行使価格より市場価格のほうが高い状態を指す。
- 6) 株価水準より30%低い行使価格のプットオプションを購入したため、安い保険コストでヘッジが可能となったとしている。
- 7) 企業年金連合会のアンケート調査によると、43%の年金ファンドがポートフォリオの下方リスクへの対応に関心があると回答している。

地域格差が大きく、欧州や米国企業年金ファンドの観測頻度が高いことが明らかになった。

リスクコントロールには投資信念も重要

サープラスリスクのモニタリングを実施している年金ファンドは半分に満たなかったが、資産配分比率の変更等を通じてサープラスリスクを変更（コントロール）しているところとなると、その割合は全体の16%とさらに少なくなる。リスクコントロールは、年金資産の資金移動など実際の行動を伴い、リスク観測に比べ難しさが増すためである。

地域差が大きいことはリスク観測の場合と同じである。積立比率の監督基準が強化されている欧州と米国企業年金では、サープラスリスクをコントロールしている割合が25%以上になっているのに対して、カナダ・米国公的年金では11%以下と倍以上の開きが出ている。

世界でいち早くサープラスリスクをダイナミックに管理した年金ファンドとして有名なのが、デンマークの公的年金ATPである。ATPIは、サープラス額（実際の年金資産額が積み立てるべき金額に比べどのくらい余剰が発生しているかを示す額）の大きさに応じてダイナミックに資産配分比率を変更している。それに加え、株式市場の大幅下落に備えて2007年6月にプットオプションを購入し、低下幅を一定範囲に抑えるリスクコントロールにも成功した。これらのリスク管理手法を用いることで、ATPIは2008年のリターンを-3%程度の減少幅に抑え、2009年は+9%、2010年も6月までの半年間で+4.2%のリターンを確保するなど、株式市場の状況に左右されない安定したリターンを実現している。

監督基準の強化以外で、ATPのリスクコントロールに影響を与えたのが「投資信念」であった。金融危機前にこれらの対応をした理由の一つとして、ATPのCIOは会議で以下のように語っている。「金融危機をうまく乗り切れた理由の一つは、理に適った投資信念を我々が持っていたことにある。優れた予測モデルがあったわけではない。ATPIは、『予測はうまくできず、極端に悪いリターンが発生する確率は一定割合で存在する』という投資信念を持ち、破綻リスクを避ける措置をとった。2007年6月に株価の下落リスクに保険を掛けたのである。保険のポイントは、かなり極端なリターン低下に備えるため、プレミアムの安い『out-of-the-money⁵⁾』のプットオプションを購入したことにある⁶⁾。」

日本でも、政策資産配分をある一定期間維持するという従来からの方法に限界を感じる年金関係者も多く、リターンを向上させつつ下方リスクをどのように抑えるかというリスク管理手法について関心が高まっている⁷⁾。年金コンサルタントや資産運用会社からも様々なソリューションが提供されているが、そのソリューションを年金ファンドが活用するには、同じ投資信念を関係者間で共有した上で、リスクコントロールを行う手法の意義を理解することが不可欠である。リスクコントロールには保険を含め様々なコストが掛かる。コスト対効果の意味が年金ファンド内で共有されていることがリスクコントロールを成功に導く鍵ではないか。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie
 金融ITイノベーション研究部
 上席研究員
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
 focus@nri.co.jp