

付加価値追求の年金運用戦略（後編）

目次

- I. 付加価値追求への処方箋
- II. 従来型の運用ストラクチャー
- III. α - β 型ストラクチャー：収益源泉の把握
- IV. リスク・バジェットティング：収益源泉のリスク分散
- V. まとめ：経営戦略としての年金運用

年金運用部 シニア運用コンサルタント 岡本 卓万

I. 付加価値追求への処方箋

アルファ戦略の活用による付加価値追求

前回のこのコラムでは、年金運用が母体企業財務に与えるインパクトの大きさを確認したうえで、母体企業の価値向上に資する（少なくとも企業にとってのお荷物にならない）年金運用を目指すべきとの観点から議論を展開した。米国の企業年金において、母体の財務と一体化した年金運営が行われていることを示し、日本の企業年金も母体企業財務に貢献できる余地があることを示した。

母体企業に付加価値をもたらす年金運用とは、とどのつまり年金運用で安定的に高い収益率を実現することにある。右肩上がりの相場の継続が期待しにくい昨今の市場状況から考えると、市場にベットするベータ戦略だけに頼るのではなく、マネジャーのスキルを収益源泉として利用するアルファ戦略を積極的に利用していくことが必要なことも述べた。

攻めのリスク管理

この（後編）では、母体企業に付加価値をもたらす年金運用を実現するための、リスク管理の枠組みについて議論していきたい。ここで言うリスク管理は、必要なリターンをより少ないリスクで効率良く達成するという意味での攻めのリスク管理である。（これとは別に、損失発生を抑えるという意味での守りのリスク管理がある。これも重要な概念だが、今回は議論しない。）

本稿で紹介する、 α - β 型ストラクチャーやリスク・バジェットティングについては、拙著、『年金基金・財務担当者のための 企業年金のリスク管理術』（中央経済社、¥2400円＋税）により詳しい解説がある。

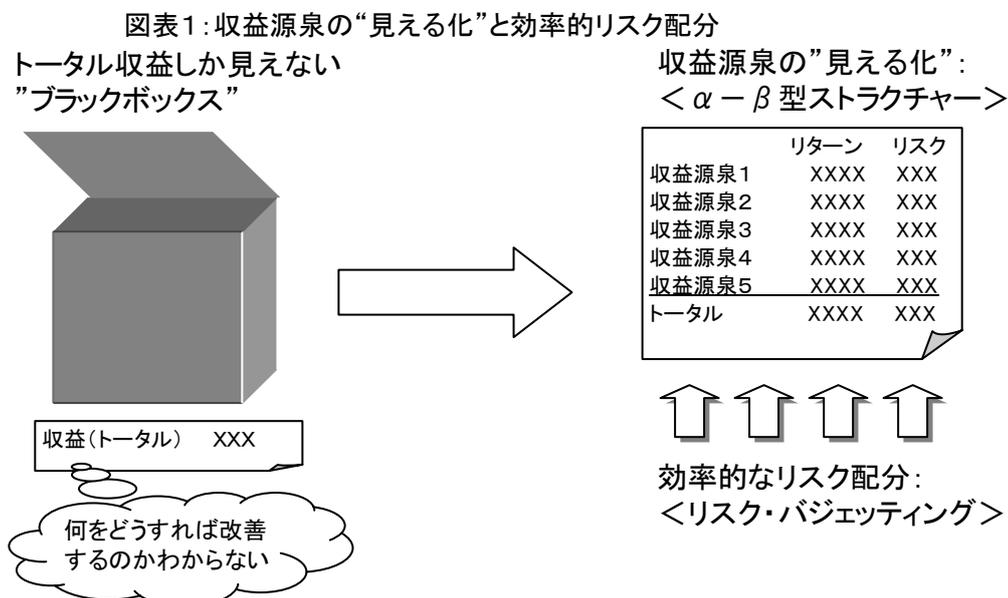
年金運用を一つの収益部門にとらえると、収益獲得のためにどんな資源配分をすればよいかという議論に帰着する。年金の場合、実際に運用するのは年金自身でなく個々のマネジャーであるのだから、資源配分というのは各マネジャーへの資産配分にとらえることができるわけだ。

リスク管理のポイント

効率の良いリターン獲得のためのリスク管理実現のポイントは2つある。第1のポイントは年金運用をブラックボックス化せず、“見える化”をはかることである。前編で年金運用の収益をベータとアルファに分解して説明したが、ポートフォリオ全体として、ベータ（市場）とアルファ（マネジャーのスキル）のどちらで稼いでいるのかという収益源泉を認識するフレームワークによって年金運用の“見える化”がはかれる。このためのポートフォリオ構成の概念である $\alpha - \beta$ 型ストラクチャーを本コラムでは紹介する。

第2のポイントはベータとアルファの各収益源泉へ適切にリスク配分を行うプロセスの確立である。リターンを獲得するには何らかのリスクをとらなければならないのが投資の原理だが、全体でとれるリスク量（＝リターンの源泉）は限られているため、リターンを効率よく獲得するには、限られた資源であるリスクをあたかも予算配分するがごとくベータやアルファの各戦略に配分することが必要になる。こうした考え方は、リスク・バジェットティングと呼ばれ、先端的な年金スポンサーを中心に普及しつつある。

通常のビジネスの世界であれば、より利益が上がりそうな分野に集中して資源配分するという観点でよく議論されていることだろう。リスク・バジェットティングの議論も資源配分という意味では似ているが、投資の世界の話だけに常にリスク中心に議論される部分が異なっている。



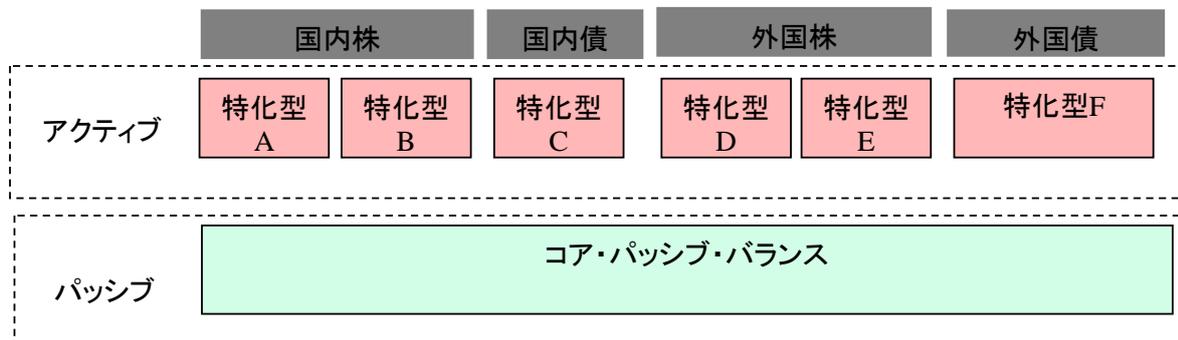
Ⅱ. 従来型の運用ストラクチャー

“役割分担型”ストラクチャー

運用ストラクチャー（マネジャー・ストラクチャーともいう）とは、「運用目標の達成を検討するために、さまざまな運用対象、運用手法のマネジャーを組合せたポートフォリオを構造化したチャート」だといえる。

従来から使われている運用ストラクチャーの一例を図表2に示す。これを“役割分担型”の運用ストラクチャーと名づけることにする。“役割分担型”では、マネジャーを資産別、アクティブ/パッシブ別、などに分類する。コア・パッシブ・バランスマネジャーは、複数資産を管理するとともに各資産のパッシブ運用を行うマネジャーであり、ポートフォリオの資産構成割合の調整の役割を担うとともに、パフォーマンスを政策アセット・ミックスからあまり外れないようにリスクを抑制するのが役割である。また、特化型マネジャーは、ベンチマークに対する超過収益を獲得するのが役割である。

図表2：“役割分担型”運用ストラクチャー



“役割分担型”ストラクチャーの問題点

役割で分類する運用ストラクチャーは、わかりやすいというメリットから広範に使用されているが、問題もある。一つはアクティブ・マネジャー間のリスク水準の違いに配慮できない点である。例えば、国内株のマネジャー〈特化型 A〉と国内債のマネジャー〈特化型 C〉のリスク水準が異なるものであっても（往々にして国内債のマネジャーのリスク水準は低い）このストラクチャーを見る限り知ることはできない。もう一つは、マネジャーの収益源泉が明確ではないため、どのマネジャーがどれだけの収益を上げるのか、それはポートフォリオ全体に対しどの程度の影響度があるかがわからない点である。

つまり、この運用ストラクチャーは“役割”を整理するという意味はあるものの、定性的な分析にとどまってしまうという問題を抱えている。この運用ストラクチャーを見ているだけでは、各マネジャーへの具体的な資産配分比率を議論することはできないし、運用結果を

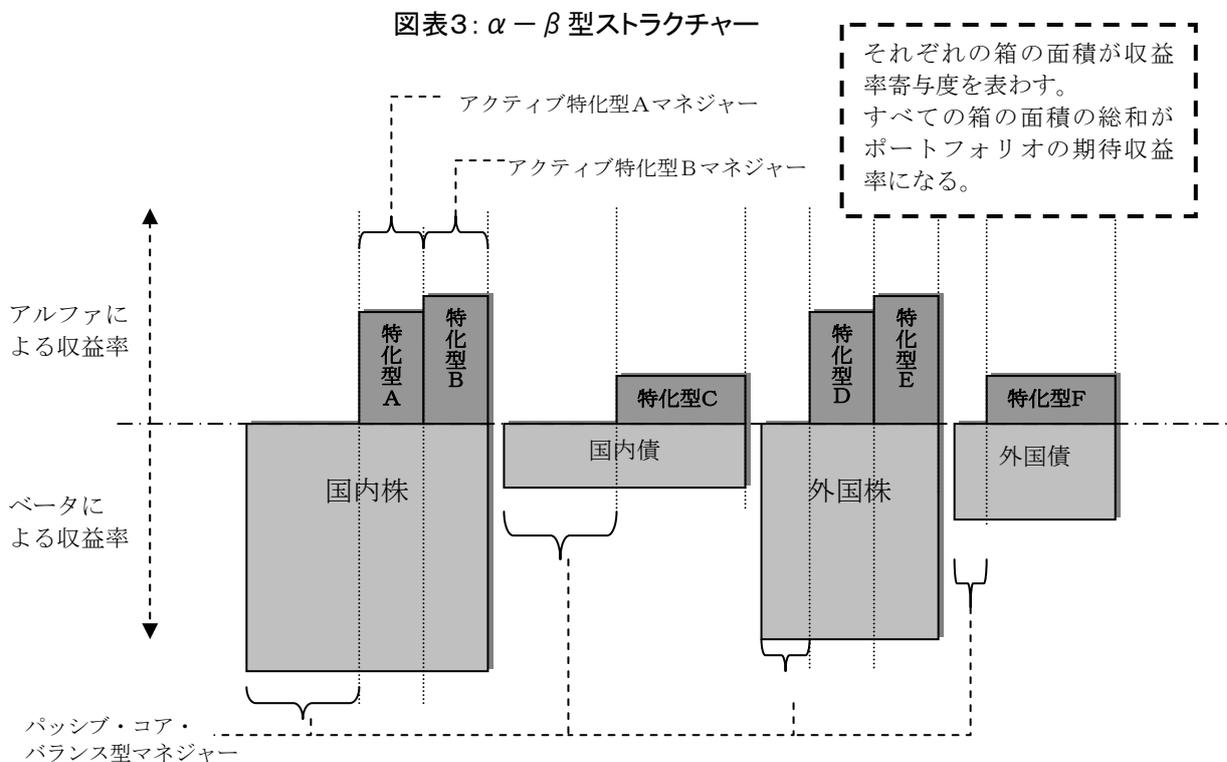
評価して資産配分を変更しようという議論も難しい。概念的な議論にとどまってしまうのが、“役割分担型”ストラクチャーの欠点といえる。

Ⅲ. $\alpha - \beta$ 型ストラクチャー：収益源泉の把握

$\alpha - \beta$ 型ストラクチャー

$\alpha - \beta$ 型ストラクチャーの特長は、ポートフォリオの収益源泉について、それがアルファなのかベータなのかを含めて明確にすることができることである。しかも、各収益源泉がポートフォリオ全体の収益に対してどのくらいの寄与度を持っているかを含めて、直感的に把握することができる。

図表3に $\alpha - \beta$ 型ストラクチャーを図示する。いくつかの箱のそれぞれが収益源泉である。下側の箱は、ベータ（市場）による収益を示す箱である。箱の高さは期待収益を表わすが、国内株、外国株などのリスク資産は期待収益が高く、債券は期待収益が低いことがわかる。箱の幅は資産配分である。すなわち、それぞれの箱の面積がポートフォリオ全体への当該資産の収益率寄与度を示し、すべての箱の面積の総和はポートフォリオ全体の期待収益率に一致することになる。



上側の濃い色の箱は、各アクティブ・マネジャーのアルファ戦略により獲得される収益を示す。箱の高さは当該マネジャーの期待超過収益、幅が資産配分である。それぞれの箱の面積が、各マネジャーのポートフォリオ全体への収益率寄与度を表わすことになる。

各マネジャーの収益寄与部分は、例えばアクティブ特化型 A マネジャーのようにアルファ、ベータにまたがる縦割りの部分で示される。これらのうち、ベータの箱のみがあり、アルファの箱がその上に乗っていない部分は、パッシブ運用されている部分である。

$\alpha - \beta$ 型ストラクチャーで表現することで、ポートフォリオ全体の収益を、ベータ（市場）からもたらされる収益とアルファ（マネジャーのスキル）からもたらされる収益に明示的に分けて見ることができる。それだけでなく、各マネジャーがもたらすアルファの大きさまで個別に観測できる。

ポートフォリオへのアルファによる収益率寄与度の大きいマネジャーは、ポートフォリオのパフォーマンス向上の鍵となるマネジャーともいえる。収益率寄与度が大きいマネジャーかどうかは、マネジャーへの資産配分だけでなく、アルファ水準の高さによっても変わってくる。資産配分がわずかであっても、アルファ水準の高いマネジャーはポートフォリオのパフォーマンスへの影響度が高い。

年金運用の世界においてはよく、「パフォーマンスの9割は資産配分によって決まる¹⁾」といわれてきた。実際、同じような資産配分比率をもつポートフォリオのパフォーマンスはあまり変わらないことが多い。これは、図表3の運用ストラクチャーで見て、ベータ部分の箱の面積が圧倒的に大きな部分を占め、アルファ部分の箱の面積は相対的に小さいという状況を表している。

アルファ戦略の台頭

数年前まで、年金スポンサーは内外の株式、債券といった伝統的資産のみでポートフォリオを構築するのが通常であり、収益のほとんどをベータから得ていた。収益源泉をベータに頼るということは、債券や株式の市場が右肩上がりであることを前提にしていることになる。

80年代（海外においては90年代）においてはこの戦略は奏功したが、2000年以降の市場の乱高下を見ていると、今後安定した市場の上昇が続くと言い切るのは難しいといえるだろう。例えば Arnott=Bernstein (2002)²⁾は、過去における株式市場の上昇が、ファンダメンタ

¹⁾ これを主張した論文としては、G. P. Brinson, B. D. Singer and G.I. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance II : An Update," Financial Analysts Journal, May/June 1991 などがある

²⁾ R. D. Arnott and P. L. Bernstein, "What Risk Premium Is Normal?" Financial Analysts Journal Mar/April 2002, Bernstein は「リスク 神々への反逆」の著者として有名

ルズによるものではなく主としてバリュエーション水準の上昇であったことを明らかにした上で、2000年時点での長期の株式予想リスク・プレミアムがゼロかことによるとマイナスかも知れないと主張して大きな話題となった。収益源泉をベータだけに頼った従来型の運用ストラクチャーでは、安定的な収益を望めない恐れが出てきている。

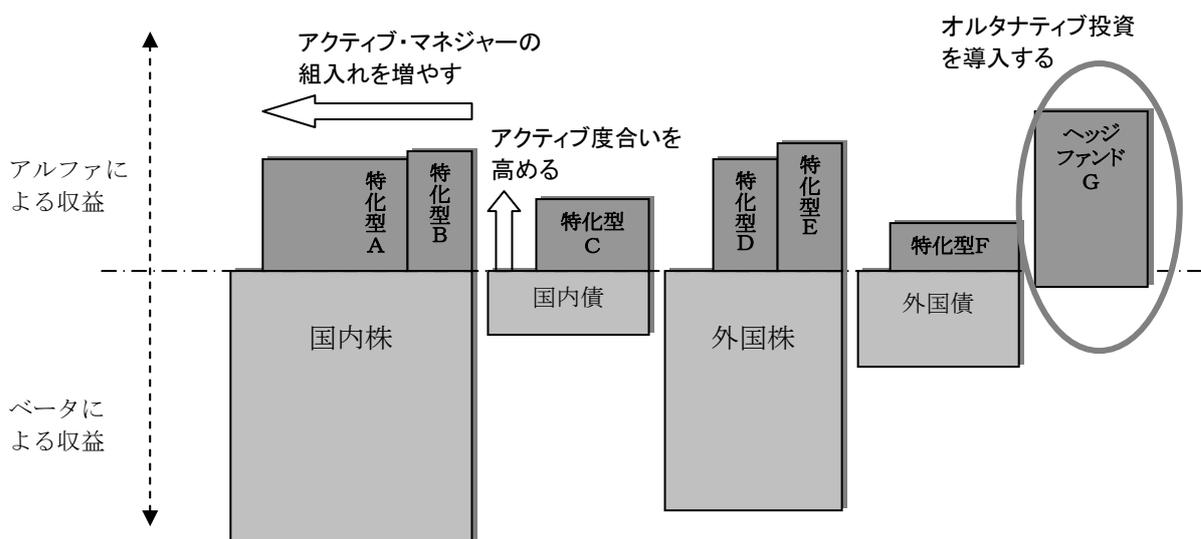
昨今、アルファ戦略の重要性が叫ばれているのには以上のような背景がある。収益源泉をアルファにも分散することで、市場の方向性によらず安定した収益獲得をはかることが求められるのである。

もちろん、アルファ戦略とベータ戦略の組合せはリスク分散の観点から見て非常に効率的であることも、アルファ戦略に注目が集まる理由である。収益源泉のほとんどがベータ戦略に集中しているような場合、アルファ戦略を追加的にとったとしてもトータルリスクの増加はわずかに過ぎないことは（前編）でご説明したとおりである。

アルファ追求型運用ストラクチャー

さて、ベータ戦略だけでなくアルファ戦略も収益源泉としてとらえた、「アルファ追求型」の運用ストラクチャーを構築するにはどのようにすれば良いだろうか。図表4にアルファ追求型の運用ストラクチャー構築のための具体的施策を図示した。

図表4: アルファ追求型の運用ストラクチャー



施策の1つはアクティブ・マネジャーの組み入れ割合を増やすことである。パッシブ運用は運用コストも低いことから、ポートフォリオのうち半分以上をパッシブ運用としている年金スポンサーも少なくないと思われる。しかし、アルファからの収益が運用コストの上昇分を上回る場合には、アクティブ運用の方がネットベースでも収益は向上する。また、リスク

面で見ても、リスク分散効果によりトータルリスクはほとんど増やさないとすれば、アルファ戦略の方が効率的な運用が実現することになる。

もう一つはマネジャーのリスク度合いを高めることである。これは、現在採用しているマネジャーを、よりリスク度合いの高いマネジャーと入れ替えることで達成可能である。しかし、入れ替えたマネジャーの能力が低くては元も子もないので注意が必要だ。

3番目の施策は、ヘッジファンドなどのオルタナティブ投資を導入することである。ヘッジファンドの多くは、収益の源泉としてアルファを主体としている（ベータへの感応度が高い戦略も中にはある）。したがって、ベータの動きにあまり左右されず、安定的な収益が達成できるのが特長である。伝統的資産のアクティブ戦略を採用するときは、その資産に対するベータも同時に増えてしまうが、ヘッジファンドを組入れる場合、アルファのみを増やすことが可能であるので、ポートフォリオ全体のリスク・コントロールの自由度を高めることができる。

上記の3つの戦略を組み合わせることで、ベータに集中した運用ストラクチャーから、アルファとベータでバランスよく収益を獲得する運用ストラクチャーに変えていくことができる。多くの年金スポンサーがヘッジファンドの組入れ比率を増やしているが、これはベータ一辺倒だった運用ストラクチャーから、アルファも含めてより収益源泉の分散をはかったポートフォリオを模索する動きだと言える。

IV. リスク・バジェットティング：収益源泉のリスク分散

アルファとベータへのリスク分散

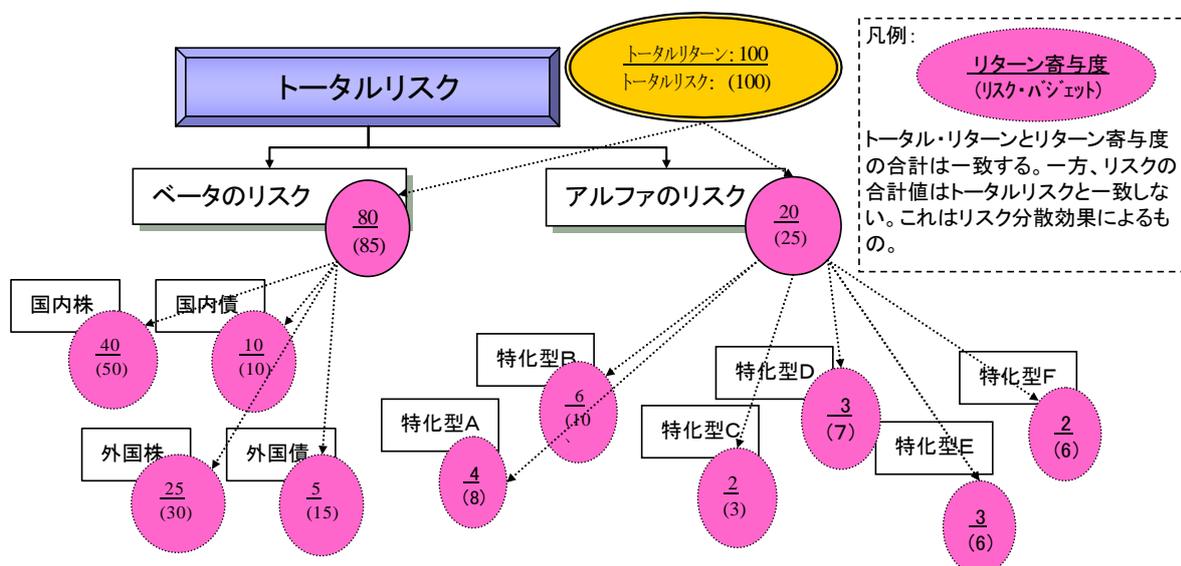
運用ストラクチャー構築を考える場合、リスク分散の観点が非常に重要であることはいうまでもない。これまでの資産運用理論の枠組みでは、資産構成（ベータリスクに相当する）の検討段階ではリスク分散を考慮するが、マネジャー構成（アルファに相当）を検討する段階ではリスク分散を明示的に考慮することはあまりなかった。図表2のような図を用いて定性的にアルファ段階でのリスク分散は検討されてはいたが、アルファ間でのリスク配分の実務はほとんど勘に頼って決定されていたといつてよい。

ポートフォリオの収益源泉がほとんどベータによって占められており、アルファの果たす役割が限界的な部分に過ぎない場合はそれでも問題は少なかった。しかし、アルファとベータの双方で収益を獲得する戦略においては、これらリスクを同時に評価可能な枠組みを導入し、両リスクのバランスをとることが必要になってくる。

リスク・バジェットイング

リスク・バジェットイングはアルファとベータを統合したリスク管理を行う枠組みである。図表5に運用ストラクチャー策定時にリスク・バジェットイングの枠組みを適用した概念図を示す。従来、運用ストラクチャーの策定とは、各マネジャーに運用すべき資産額を配分するという作業であった。配分金額の決め方は結局のところ定性的な判断でなされていた。リスク・バジェットイングの枠組みでは、ポートフォリオ全体での総リスク量を最終的に各マネジャーがとるべきリスク量（リスク・バジェット）が分配することになる。リスク量が配分される際には、資産間およびマネジャー間のリスク分散効果も考慮され、より効率のよいリスク配分が検討される。

図表5: リスク・バジェットイングの枠組み



各マネジャーのリスク・バジェットは、リターン獲得のためにとるべき適正なリスク量といった意味合いを持つ。実際にとるリスクは、これより多すぎてもいけないが、少なすぎてもリターン獲得の機会を逃してしまうという意味で問題である。各マネジャーの責任は、配分されたリスク量を活用しながらそのリスクに見合った以上の運用収益を獲得することになる。

Plan-Do-See プロセスの支援

リスク・バジェットイングは単に運用ストラクチャーの策定支援のツールにとどまるのではない。運用における Plan-Do-See のプロセスを支援する枠組みであり、むしろこれが重要といえるかもしれない。

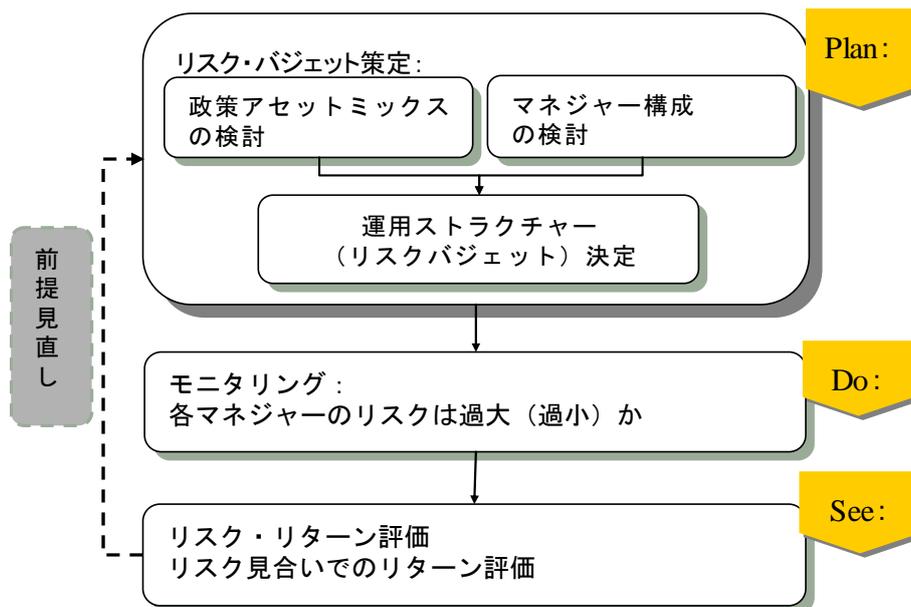
図表6に Plan-Do-See の各段階でリスク・バジェットイングがどう機能するかを示した。

運用ストラクチャー策定（Plan）段階では、マネジャー毎にリスク・バジェットが割り当てられる。

次のモニタリング（Do）段階では、各マネジャーが割り当てられたリスク・バジェットを使っているかがモニタリングされる。リスクが過大であるのは問題だが、過小である場合もなぜ過小になっているのか、一時的なものなのかを確認する必要がある。恒常的にリスクが過小なマネジャーはリターン獲得の機会を失っているかもしれない。

評価（See）の段階では、運用結果がリスク＝リターンの両面から評価される。定められたリスクを使い切って期待以上のリターンをあげていれば理想的といえる。期待されていた収益が実現していても、リスクが過大になっていたならば、それは単に結果オーライだったにすぎない。

図表6:リスク・バジェットिंगの Plan-Do-See



V. まとめ：経営戦略としての年金運用

年金と母体企業の一体化

年金運用の巧拙が母体企業に影響してくるという事実は、企業年金がもともと持っていた性質であって、ここ数年で突然そうなったわけではない。2000年度の退職給付会計の導入に

よってそうした事実が、“見える”ようになったということにすぎない。1985年にいち早く現在のような退職給付会計が導入された米国では、この事実についての認識も早くから進み、今では年金のリスクが母体企業の財務と一体のものとして管理されることも多い。ただ、米国も一朝一夕にこうしたリスク管理体制を実現したわけではない、20年かけてしだいに今のような形になってきたのだ。

退職給付会計が導入されてまだ5、6年であるわが国の企業の年金リスク管理に対する対応がことさら遅れているとは思わないが、米国企業の対応も参考にしながら（手本にせよとはいわない。退職給付に対するそもそもの考え方が日米では異なる。）企業年金のあり方を見出していく必要がある。

母体の本業で十分リスクをとるので、年金でとるリスクは極力抑えたいという考え方もあるだろう。一方で、年金運用も収益の源泉として積極的に位置づけ母体の財務に貢献するという考え方もあって良い。どちらにしても、年金運用が経営戦略の一環として熟慮した結果であることが必要なのだ。年金運用を単なるお荷物だからどうしようもないとか、人事・労務の問題と片付けてしまっただけではいけない。

本コラムでは、母体財務に貢献する年金運用を行う場合に必要となるリスク管理のフレームワークを示した。最後に再び、付加価値を高める年金運用の実践の具体的なポイントを記しておく。

アルファ、ベータへの収益源泉の分散

伝統的資産を中心とした従来からの運用は、収益源泉のほとんどをベータに集中させている。アルファにも収益源泉を分散することで、より安定したリターンの獲得が期待できる。

収益源泉の“見える化”

年金運用の中身がさっぱりわからないという企業経営者は多い。特に最近、ヘッジファンドを代表とする、新たな運用商品が導入されることで、中身のブラックボックス化がますます進んでいる感がある。収益源泉をアルファ、ベータに分けて認識する $\alpha - \beta$ 型ストラクチャーを導入し、収益源泉の“見える化”をはかることが、経営戦略としての年金運用を実現する第一歩である。

効率的なリスク配分の支援ツール

リスク・バジェットティングの枠組みを用いて、アルファ、ベータに対して効率的なリスク配分を行うことで、より安定した収益を獲得する運用ストラクチャー構築が可能になる。ス

トラクチャー構築だけでなく、モニタリング、評価にもリスク・バジェットイングの枠組みを適用することで、運用の Plan-Do-See プロセスがより有効に機能するようになる。

以 上

(2006年3月10日 記)

- ◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
- ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）