

# 地銀の有価証券運用と リスクアペタイトフレームワーク

オールニッポン・アセットマネジメント

常務 永野 竜樹

## 運用会社の取組みを参考に高度化を図れ

グローバルな金融機関を中心に、リスクアペタイトフレームワーク（RAF）の構築が進んでいる。これは地域銀行にとっても他人事ではない。特に有価証券運用の分野において、経営体力を把握したうえでリタインの最大化を目指すには、リスクガバナンスの高度化を図ることが喫緊の課題となる。金融庁もRAFの活用を通じたリスクガバナンスの発揮に言及している。その際には、運用会社などの取組みが参考になるはずだ。

### モラルハザードを防ぐ リスクガバナンス

大きすぎてつぶせない銀行（Too big to fail）では、最終的に政府が救済へと乗り出すため、銀行は利益の極大化を目指して過剰にリスクテイクするインセンティブが起きるとされる。うまくいけば銀行と株主が利益を手にするものの、失敗して破綻すれば税金を通じた国民の負担となる。この銀行経営者によるモラルハザードをどれだけ防げ

るのか。リーマンショック以降、監督当局にとっても銀行自身にとっても大きなテーマとなった。監督当局は銀行に対して自己資本規制の強化とともにガバナンスの高度化を求めた。銀行は業務の見直しや自己資本のさらなる充実、収益を上げるためのリスクテイクが経営体力に見合うものかどうかをモニタリングできる態勢整備に迫られた。「ビジネスとして銀行はどのリスクをどの程度取るのか」という選好度合いをリスクアペタ

イトと呼び、リスクアペタイトに基づく収益とリスクのバランスを経営体力との観点でコントロールする経営管理の枠組みをリスクアペタイトフレームワーク（Risk Appetite Framework、RAF）と呼ぶ（注1）。RAFの構築とは、銀行のリスクアペタイトを起点として、経営計画や業務計画、リスク資本の配賦、リスク枠やリスクリミットを含むリスク管理方針、シミュレーションによるストレステスト、コンプライアンス方針、業

務規範、報酬制度など銀行組織全体の統制を再構築する作業といえる。

RAFにかかわる組織内の不確かなコミュニケーションの確保と、単なるお題目で終わることなく、組織内での実効性を担保していくためのプロセスが重要である。特に銀行内部で、ビジネスの判断基準に関する共通意識やカルチャーの醸成が必要であり、RAFの枠組みの存在を組織内外に明示的に知らしめることも求められる。

### RAFは攻守の 枠組みの一体化

RAFの枠組みは直感的にイメージしにくい。銀行の経営計



画や事業計画など利益追求行為とリスク管理の単なる組合せなのか。今までと何が違うのか。

これはスポーツチーム、特にアメリカンフットボールを例にとるとわかりやすい。オフフェンス（攻撃）とディフェンス（守備）に各専門のプレーヤーがいて、コーディネーター（指揮官）も異なる。幾多の戦術があり、試合相手を見ながら専門に分析するスタッフも存在する。総監督は試合に勝つために各プレーヤーの力量や両チームの分析結果などを考慮し、「どれだけの点数を取ればよいのか」「相手にどれだけ点数を許せるのか」を判断しながら、攻撃と守備をバランスよく指揮しなければならぬ。また、良いチームであるほどチーム内のさまざまなレベルでよく話し合いが行われており、チームとしての共通の価値観を共有している。

攻撃はリスクテイク、守備はリスクマネジメントと読み替えれば、銀行におけるRAFは、銀行業務の攻守を一つの枠組みのもとで考えていくことにほかならない。重要なポイントには、

どのようなビジネスカテゴリー（重要な場合は案件ベース）をどこまで行うのか、収益性とリスクとを整理して判断基準を明確文化（注2）し、社内においてその基準を共有することである。RAFの構築はボトムアップで始めるにせよ、当然、トップと経営陣がリーダーシップを発揮しなければならぬ。

## リスクガバナンスの高度化が喫緊の課題

RAFはもともと金融監督当局によるグローバルな金融機関、ないしシステム上重要な金融機関（SIFIs）の検査対象項目である。だが、銀行経営のガバナンス高度化の観点からすれば、どの金融機関にとっても重要なものだ。

RAFは銀行業務全般をカバーするが、ここ1～2年注目されたのは地域銀行の有価証券運用による損失だ。金融庁は7月13日に発表した「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」において、地域銀行の有価証券運用に関する問題意識として、RAFの活用を通じ

たリスクガバナンスの発揮に言及している。

実際のところ、海外を見回してもSIFIs以外に収益業務の一環として有価証券運用を実施している銀行は見掛けない。基本的に海外の銀行は預貸で収益を上げている。一方、日本ではバブル崩壊以降の低金利政策や国債の大量発行もあって、多くの銀行が有価証券運用による収益への依存度を高めており、外国債券や株式を保有することが一般的となっている。

過大なリスクを取ると銀行の信認低下のみならず、金融システム全体へのリスクも招きかねない。海外金利、クレジット、為替、流動性などのリスクに収益源泉を求めるとすれば、銀行経営者は責任を持って、リスクテイクの範囲、リスクリミット、あるいは含み損の許容範囲について決めなければならない。

経営や企画部門が各部門に対して単に収益目標を割り当てる時代は終わった。RAFを導入することで、地域銀行も経営によるリスクガバナンスの高度化を図らなければならない。まし

て有価証券運用が収益の一つの柱であるならば、収益ありきの運用とそれに対峙するリスク管理ではなく、リスクテイクとリスクマネジメントの一体運営による運用の高度化が、地域銀行にとって喫緊の課題といえる。

## 経営体力の把握によるリタインの最大化

有価証券運用の分野におけるRAFの構築は、運用手法の高度化にはかならない。高いリターンを得るのであれば、リスクもそれなりに許容しなければならぬため、まずは銀行として許容されるリスク量を組織全体で認識することが重要だ。年間のコア業務純益の範囲内なのか、有価証券の含みなのか、あるいは自己資本比率を一定以上に保つために必要な部分を除いた自己資本なのか。また、経営は投資環境の中長期的な認識を持ち、投資対象資産の範囲を投資ポリシーとして定め、リスクを想定して具体的に何をどの程度パランスシートに乗せるべきかをきちんと検討しなければならない。対象資産のリターンとリスクに

加えて資産間の相関関係もしっかり予想して、資産配分（＝リスク配分）することになる。

仮に経営体力の範囲内であれば高いリターンを求めて高いリスクを取ることも可能だが、世界的な経済成長率の低下傾向により、投資リターンも低下傾向にある。特にリーマンショック以降、高いリターンを追求するよりは、むしろ損失をできるだけ抑えつつリターンの最大化を目指す方向で運用の高度化が図られてきた。リスク1単位当りの期待収益率を最大化していくことが重要になっている。

### 最適な資産配分を促す 有価証券運用を目指す

一つの試案ではあるが、リスク当りの期待収益率を最大化する資産配分、いわゆる最適アセットアロケーションの考え方を銀行の有価証券運用に取り入れたらどうだろうか。その際、従前からリスクテイクとリスクマネジメントを一体運営してきた大手アセットマネジメント会社やファンド会社、年金基金などに学ぶべき点が多い。例えば、

GPIFに代表される年金基金などは長期的な視点から資産構成（ポートフォリオ）を定め、これに基づき管理を行うことが国から要請されている。

もちろん銀行の場合、期間損益やリスク管理の観点から、どの資産もバイ&ホールドするわけにはいかない。また、年金のようにリスクの高い株式の比率を高めることもできない。しかし、少なくとも有価証券のコアとなるポートフォリオの構築には、独自の運用哲学と分散投資などの理論的なバックボーンが必要と考えられる。最近では、運用の世界でも「予兆管理」という言葉をよく耳にするようになったが、大きな相場変動を事前にキャッチするような手法の導入も重要となる。有価証券運用がトレーディングや機動的な運用だけでなくうまくいくならば、運用業界や年金基金も同じ運用スタイルに依存してきたはずだ。図表は、弊社で行っているファンドの運用・リスク管理態勢を銀行の有価証券運用に援用したものである。一つひとつの運用がRAFと同じ枠組みで管理

・運営されているといえる。

### 参考になる運用会社の 情報開示

運用会社では、運用に関する情報開示が進んでいることもRAFの考え方と一致する。運用商品である公募投信を個人や機関投資家に提供するために、委託会社である運用会社と受託会社である信託会社の間で信託約款が締結され、その内容は有価証券届出書として金融庁に提出される。一方、投資家は交付目論見書や請求目論見書というかたちで同じ内容を目にする事ができる。信託約款などには証券情報のほか、運用の基本方針、投資する株式などの範囲、信用取引・先物取引、スワップ取引など、運用目的や運用範囲を示すファンド情報が定められている。これらのドキュメントには、運用哲学や運用目的に加えて、どのようなリスクをどの程度取るのかも示されている。

また、ファンドの管理運営面では、「Plan→Do→See」ということで、例えば投資環境見通しの策定・中長期的な運用戦略

・運用計画の決定(Plan)、次にポートフォリオの構築とトレーディング(Do)、運用フロントとミドルセクションによるモニタリング(See)が明示されている。さらに機関投資家相手の私募投信になると、運用会社の営業資料には、ファンドの期待リターンやリスク量、シミュレーション結果などが示されるケースが多い。

### 地銀でもRAFの 構築が進む

地域銀行でも上位行を主体にRAFの構築を進めている先が増えている。特に福岡銀行を中核とした福岡ファイナンスグループ(FG)は2015年から実質的にRAFの構築に取り組みはじめ、見直しを繰り返しながら営業店を含めた全行展開へと発展させている。

すでにふくおかFGはリスク管理部門が中心となり、貸出業務や有価証券運用業務で何をどれだけ行うのか、その期待収益やリスクがどの程度あるのかという点について、深度ある議論をフロントや経営陣と重ねて

〔図表〕 運用会社と銀行における運用とリスク管理

運用会社（弊社）のファンド運用とリスク管理	銀行の有価証券運用とリスク管理への援用
<p>経営</p> <p>投資ポリシーの策定 投資環境認識の把握 投資スタイルの決定 対象資産の承認 ポートフォリオ（期待リターンとリスク）の承認 制約条件、リスクリミットの設定 ロスカットなどアクションプランの実効性確保</p>	<p>経営（経営陣+企画部門）</p> <p>経営体力の確認（コア業務収益、有価証券含み、自己資本比率、IRRBB） 中期経営計画、年度事業計画における財務収益目標、総合損益目標の設定、それに伴う資本配賦の決定 投資ポリシーの策定 投資環境認識の把握 投資スタイルの承認（コア・ポートフォリオ、アクティブ、パッシブなど） 対象資産の承認 コア・ポートフォリオの承認 リスクリミットの設定 ロスカットなどアクションプランの実効性確保 フロント・ミドルとの円滑なコミュニケーション確保 ストレステスト（シミュレーションによる将来パフォーマンス予測含め）の検証</p>
<p>フロント（ファンドマネジャー）</p> <p>投資環境認識を持つ 期待リターンとリスクの推計 対象資産の決定 最適ポートフォリオの構築（運用モデル等による） シミュレーションによる将来パフォーマンス予測 バックテストによるパフォーマンスチェック マックス・ドローダウン（最大損失）のチェック ポートフォリオの定期的な見直し／リバランス</p> <p>&lt;以下、デイリーな管理&gt; 各資産クラス別騰落率 約款など各種制約条件によるトレーディングのチェック ・各種資産の組入れ比率 ・キャッシュ比率 ファンドの損益管理 Vol、BPV管理 リスクバジェット管理 予兆管理（リスクインディケーターの活用）</p>	<p>フロント（運用部門）</p> <p>投資環境認識を持つ 期待リターンとリスクの推計 投資スタイルの決定（コア・ポートフォリオ、アクティブ、パッシブなど） 対象資産の決定 コア・ポートフォリオの構築 シミュレーションによる将来パフォーマンス予測 バックテストによるパフォーマンスチェック マックス・ドローダウン（最大損失）のチェック ポートフォリオの定期的な見直し／リバランス</p> <p>&lt;以下、デイリーな管理&gt; 各資産クラス別騰落率 各種制約条件によるトレーディングのチェック ・キャッシュ比率（流動性確保） 損益管理（リスクリミット対比） Vol、BPV管理 予兆管理（リスクインディケーターの活用）</p>
<p>ミドル（リスクマネジャー）</p> <p>投資環境認識の検証（振り返ってみて） トレーディングのモニタリング 各種制約条件の遵守のモニタリング 価格変動幅管理 市場、為替、流動性リスク ファンド経理のモニタリング 運用モデルの検証</p>	<p>ミドル（リスク管理部門）</p> <p>フロントが構築／リバランスするコア・ポートフォリオの検証 投資環境認識の検証（振り返ってみて） トレーディングのモニタリング 各種制約条件の遵守のモニタリング 価格変動幅管理 市場、為替、流動性リスク</p>

ながの たつき  
83年慶應義塾大学商学部卒業、  
中央信託銀行（現三井住友信託  
銀行）入社。独立系運用会社を  
経て16年から現職。米国コロ  
ンビア大学経営学修士。

きたという。今後は、案件を判断する際にリスクアペタイトの観点でどうなのかという議論が自然に行われるような組織風土（の醸成）を目指している。ほかの多くの銀行も、ここ数年でRAFを構築し、精度と実効性を高めていくことに期待したい。

〔注〕1 金融庁は、2015事務年度金融行政方針の中で、リスクアペタイトフレームワークを「自社のビジネスモデルの個性を踏まえたうえで、事業計画達成のために進んで受け入れるべきリスクの種類と総量を「リスクアペタイト」として表現し、これを資本配分や収益最大化を含むリスクテイク方針全般に関する社内共通言語として用いる経営管理の枠組み」と規定する。

2 リスクアペタイトステートメント（Risk Appetite Statement）＝RAS）と呼ばれる。