

2012年2月27日 全3頁

# 揺れる年金基金の代替投資

資本市場調査部 金融調査課  
菅野 泰夫

## グローバル金融危機以降のリスク管理強化の明暗

### [要約]

- 2月24日、金融庁は、国内独立系の投資顧問会社である、AIJ投資顧問株式会社に対する行政処分を発表した。投資一任契約に基づいて行う顧客資産の運用状況について疑義が生じており、多くの年金基金の運用資産に対する影響が懸念されている。
- 根本的に問題であるのは、グローバル金融危機以降、年金基金の代替投資（オルタナティブ投資）のリスク管理強化が思うように進まなかったことであろう。金融法人（特に銀行、信金等）では、バーゼル規制や金融検査等において運用資産のリスク管理強化が実施されており、地域金融機関を中心にヘッジファンド投資が大幅に減少していた事実がある。
- 一方、年金基金では、特段新しいリスク管理強化を実施しない形で、再度、代替投資を増加させていた背景がある。今後は年金基金においても、銀行等で実施されている個別資産精査（運用資産のルックスルー）の実施など新しいフレームワークの強化が求められる。

## 揺れる年金基金の代替投資

中小企業などで構成される総合型の厚生年金基金を中心に影響が拡大

年金基金の代替投資（オルタナティブ投資）が揺れている。金融庁等の発表によると国内独立系の投資顧問会社である、AIJ投資顧問が運用している顧客資産の運用状況に疑義が生じており、多くの年金基金の運用資産に対する影響が懸念されている。今回のケースでは、年金運用資産の大半を消失させた可能性があり、年金基金の多くに動揺が広がっていると思われる。

特に今回問題であるのは、顧客の多くは、中小企業などで構成される総合型の厚生年金基金が中心であったことだ。総合型の厚生年金基金では、高度な金融知識をもった人材は少なく、運用体制での専任者や意思決定スキームに少なからず課題があるとの指摘が存在する。年金基金の運用資産を検討する、資産運用委員会や代議員会等の意思決定においても、限られたメンバーが設計した投資方針にそのまま従うのが実情である。大手の企業年金等では、年金運用コンサルタント等を独自に採用しており、事前のチェック機能も働き、影響は軽微であったといわれる。しかし本来であれば、人材が少ない中小の年金基金ほど、受託者責任に則り、今回のような実態が把握しづらい（投資形態が複雑な）ファンドには、投資に慎重になる必要があったはずだろう。

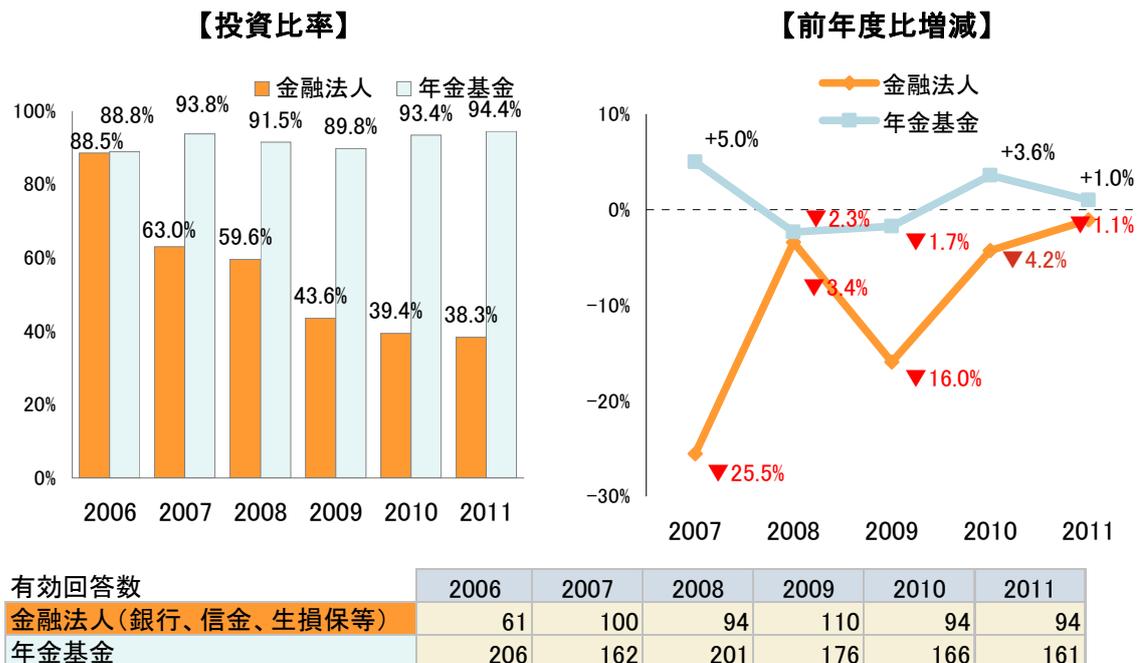
## グローバル金融危機以降、再度、代替投資に踏み切っていた年金基金

グローバル金融危機以降、金融法人（銀行、信金等）のヘッジファンド投資はリスク管理体制の強化により大幅に減少

しかしながら、近年の年金基金は運用成績の低迷を受け、様々な代替投資（オルタナティブ投資）へ資産を振り向けざるを得ない、苦しい事情があるのも事実だ。国内株式の運用成績の不振により、代行部分の原資を未だ保持している多くの総合型の年金基金にとって、高い予定利率を達成するために代替投資に頼らざるを得ない事情も見え隠れする。限定的な効果しか得られないと理解していても、今回のような見た目のボラティリティが低く高いリターンが期待できるヘッジファンド投資を、他の選択肢が無く消去法的に続けざるを得ないとの指摘も多い。

図表1は金融危機前後の年金基金と金融法人（銀行、信金、生損保等）のヘッジファンド投資比率（投資していると回答した主体の比率）の過去6年間の推移を示している。金融法人のヘッジファンド投資では、グローバル金融危機以降の2006年度における88.5%をピークに低下の一途をたどり、2011年度には38.3%まで比率が低下した。その一方で、年金基金は、リーマン・ショック直後（2008年度）に若干比率が低下したが、2010年度以降すぐにプラスに転じており、現在もなお投資比率は9割近いままで推移していることがわかる。この理由として金融法人では、金融危機以降、大幅なポートフォリオの損失をきっかけに、リスク管理の高度化を目指していた背景がある。特に預金取扱金融機関（銀行、信金等）は、バーゼル規制等の多くの運用規制が強化され、一時期流行の兆しを見せた証券化商品やオルタナティブ投資といったリスク性資産の投資が大幅に手控えられたといわれる。一方で、年金基金に対しては特段と新しい規制強化が進まず、国内株式の運用成績の不振も手伝って結果的に代替投資が再度拡大したといわれる。

図表1 金融法人と年金基金のヘッジファンド投資比率の推移



(出所) D I Rオルタナティブ投資サーベイ 2011年度

また年金基金の運用の高度化が進まない理由の一つとして、厚生労働省所管にて運用検査等の体制が不十分との意見も少なからずある。銀行等は、金融庁のリスク管理規定の遵守、検査等を受けることにより、より強固なリスク管理ガイドラインが機能すると同時に、金融に精通した人材をリスク管理部門へ配置する必要が出てくる。年金基金もそうすることにより、新規商品の検討の際、よりリスク管理体制が精査されるとの見方も強い。少なくともある程度金融機関の知識が豊富な人材からの検査が実施される時は、現在よりも明確に金融商品に対する認識をより多く求められ、事前準備等で金融知識の習得向上に寄与する可能性も高いであろう。

## 今後の年金基金の代替投資におけるインプリケーション

### 運用資産のルックスルー（詳細検査）を厳格化すべき

今回の出来事を境に年金基金の代替投資において大きく変化する必要があるのは、年金基金への検査体制もさることながら、新しいリスク管理規制のフレームワーク策定であろう。ただし、過去実施していた5. 3. 3. 2規制<sup>1</sup>のように、資産配分を制限する規制への回帰は、あまり意味を持たないと思量される。なぜならば、現在の多くの年金基金にとって代替資産への配分は全体の1割程度に満たないため、効果は限定的と思われるからだ。よって代替資産に関しては、委託運用といえども中身の個別エクスポージャーを把握する、真のリスク管理を実践する必要がある。

そこで、運用委託している資産に対して銀行等がバーゼル規制で実施しているルックスルー<sup>2</sup>（リスクエクスポージャーの詳細検査）のフレームワークを取り入れることも一案である。積極的な情報開示体制が無い投資顧問業者には、リスクが高いことを定量的に明示する枠組みを応用する試みだ。銀行ではヘッジファンド等で運用開示に消極的な投資顧問業者は信用リスクが増加し、規制資本比率の減少につながることを意味する。情報開示体制が整えられない投資顧問業者は、金融機関から解約の対象となるリスクが大きく高まり、結果として銀行とのビジネスから手を引かざるを得ないのではないか。“高い収益を上げれば問題無い”といった運用姿勢の投資顧問業者に対して投資を抑制する効果も期待できるであろう。またここで重要なのが、規制当局側から簡易的な計測手法を作成することが求められる点であろう<sup>3</sup>。今回影響があったといわれる中小の年金基金には、コストをかけたくても掛けられないという事情を考慮する必要がある。

いずれにしろ現在の年金基金の代替投資に関しては、規制フレームワークを刷新することが求められるであろう。しかしながら、管轄当局からの定期的な検査等に関しては限界があるのも事実である。当然のことながら個々の年金基金から、自主的なチェック体制の向上は不可欠であり、ひいてはそれが今後の年金基金の代替投資の信頼回復の鍵となるであろう。

<sup>1</sup> 安全性資産（国内債券、短期金融資産）5割以上、国内株式3割以下、外貨建資産3割以下、不動産2割以下の資産配分規制。

<sup>2</sup> ファンド等の中に証券化商品などリスクが高い資産がないかチェックする手法。もし投資顧問業者にポジションの開示が無ければ、その程度に応じてリスク量が上昇する。

<sup>3</sup> 銀行では地域金融機関（地銀、信金、信組等）向けに標準的手法という簡易的なリスク計測指標が用意されている。