

2012年3月5日 全4頁

代替投資、年金運用関係者の責務

資本市場調査部 金融調査課
菅野 泰夫

[要約]

- AIJ 投資顧問株式会社による年金基金への影響が明らかになりつつある。同社と契約を結んでいたのは、中小の総合型基金を中心に 84 基金、年金運用資産は 1852 億円であった。その他の投資家を含めると委託総額は 2000 億円を超え、その大半が年金運用資産といわれる。
- 従来の運用手法に限界を感じつつあった年金基金は、総幹事（信託銀行、生保）の意向とは別に、リスク性の高い商品を独自に選定しつつあった。ただし、年金特定信託を間接的に経由して採用していた経緯もあり、事前にチェックできなかったのが問題の焦点となる。
- 今後、年金運用関係者や、監督官庁等を、個別に責任追及することはあまり意味がない。むしろ、この問題を教訓に、新しい年金運用のフレームワークを策定できるかが、代替投資に関わる年金運用関係者の本当の責務であろう。

多くが年金運用資産

被害にあった大半が
年金運用資産

AIJ 投資顧問株式会社による年金基金への影響が徐々に明らかになっている。厚生労働省の発表によると、平成 22 年度末時点で同社と投資一任契約を結んでいた年金基金は、中小の総合型を中心に 84 基金、運用資産総額は 1852 億円に上った。その他の投資家も含めると委託総額は 2000 億円を超えているが、その大半が年金運用資産であることがわかる。

今回の問題において、同社を除けば責任の中心は、最終的な投資家である年金基金にあることに異論はないであろう。ただし商品として年金基金側にプロダクトの組み入れを容認していた信託銀行側のチェック機能を問う声もある。年金運用関係者である、総幹事、年金運用コンサルタント等も、ある程度認識していたと思われるにもかかわらず、なぜ、このような事態がこれまで発覚しなかったか疑問が残る。

信託銀行と投資顧問会社の関係

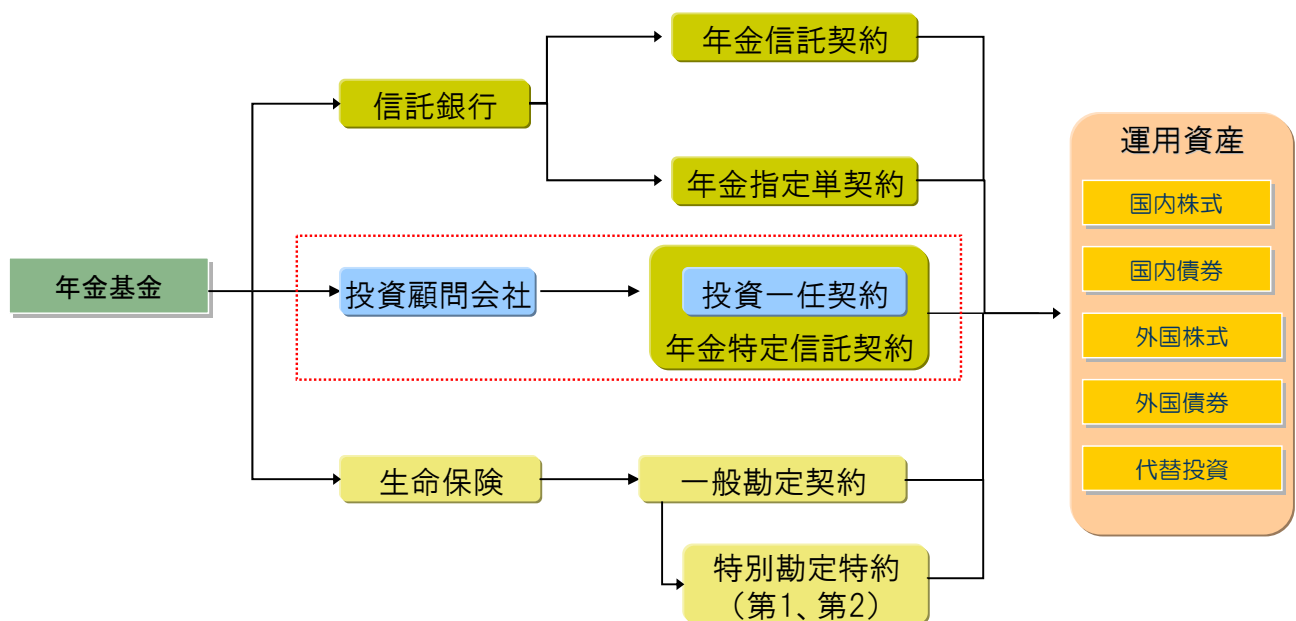
事実、運用資産規模が小さい総合型の年金基金は、総幹事が容認した資産は、恐らく大丈夫であろうという認識も少なからずあったはずだ。例えば、年金基金が信託銀行から運用商品を採用する方法は、年金信託契約（年金信託）、年金単独運用指定信託契約（年金指定単）、年金特定信託契約（年金特金）の 3 通りあ

る。このうち今回のように投資顧問会社から、投資一任契約を受ける形式は、年金特定信託契約が挙げられる。現在の制度では、投資顧問会社は金融商品取引法上、資金の受入れ、有価証券の保管等が禁止されているため、年金基金が投資顧問会社と投資一任契約を締結する場合、信託銀行が有価証券の受渡し、配当金・利息の受入れ、現物の保管等の資産管理を実施する。要するに信託銀行の口座を通して今回の商品を採用することで、わずかではあるが一定の手数料が信託銀行へ支払われていたことになる（図表1参照）。

オフショア拠点からの報告で、どこに歪曲する箇所があったかが焦点

では、信託銀行は受け取っていた手数料分の機能を十分に果たせていたのだろうか。今回のケースでは、海外籍（ケイマン等）の私募形式のユニットトラスト（私募投信）における基準価格（NAV）は、海外の受託銀行（オフショア銀行：HSBCバミューダ）が算出し、国内の信託銀行は、私募投信国内販売会社（アイティーエム証券株式会社）経由で報告を受けていた可能性が高い。当然問題であるのは、私募投信国内販売会社が正確な報告を行っていたかではあるが、信託銀行側も、正式な監査証明書が付された基準価格を十分にチェックできていたかは疑問が残る¹。

図表1 年金基金の運用資産契約体系



（出所）大和総研作成

リスク性商品に投資せざる得ない年金基金の事情

従来の年金運用に限界を感じていた総合型年金基金

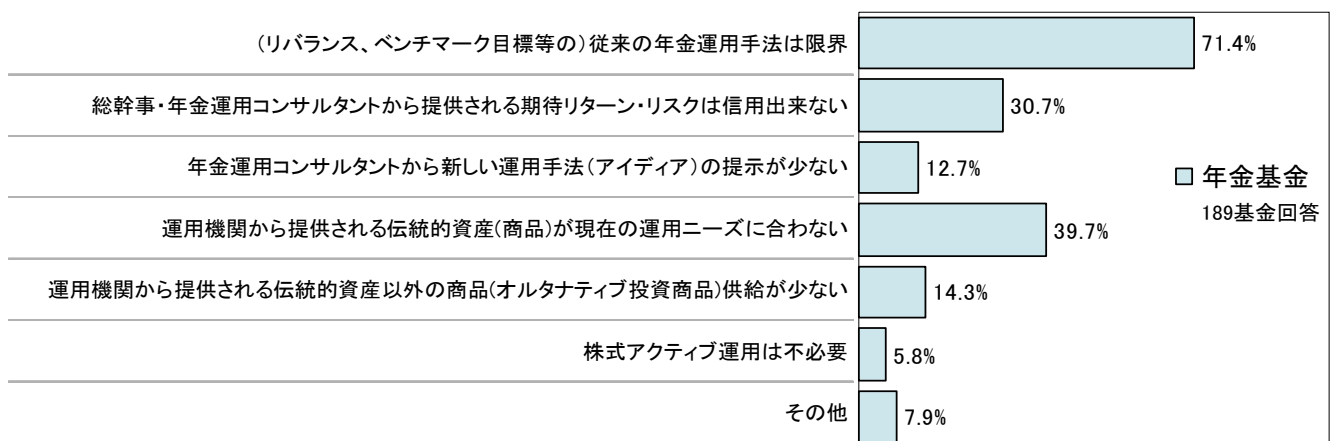
近年、信託銀行から提供される代替投資（ヘッジファンド等）は、一度、信託銀行自身での詳細調査（デューデリジェンス）をしたものが大半であり、自ら積極的に取り扱うもの以外はあまり容認しないのが実情だと思われる。ただし、多くの年金基金が伝統的な資産を中心とした政策資産配分には限界を感じつつあるため、代替投資のラインナップの少なさに不満をもつ年金基金が多かったのも事

¹ ただし、代替投資（オルタナティブ投資）の時価の把握は困難なケースが多く、海外の私募投信のみの時価変動では、実際に取引が正しかったかを確認する方法も乏しかったものと考えられる。パイアウトファンドやベンチャーファンドのような未上場で時価情報が不十分で、基準価格の算出困難な金融商品の場合は特に、基準価格の変動が乏しく、商品の把握が困難なケースも多い。

実である。高いパフォーマンスを謳った商品を、運用難の年金基金からの強い要望もあり、信託銀行（特に総幹事）も取り扱わざるを得なかった可能性も考えられる。

その背景として、信託銀行や運用機関から提供される伝統的資産（特に国内株式等）の不振により、年金基金からは、従来の年金運用手法に不満が高かった傾向がある。図表2は年金運用の昨今の懸念点に関して意見を集約したアンケート結果を示している。この結果をみると、多くの年金基金が「（リバランス、ベンチマーク目標等の）従来の年金運用手法は限界」と回答している。また更に、「総幹事（信託銀行、生保等）・年金運用コンサルタントから提供される期待リターン・リスクは信用出来ない」との辛らつな意見が3割以上の基金から寄せられている。元々は、中小の総合型の年金基金は特に総幹事の運用手法や意向をそのまま採用する傾向にあるが、過去と同じ手法の継続で大きく運用資産の評価損を拡大させ、近年、信頼を失いつつあったケースもあったと推量される。従来の年金運用手法で思考停止していたのならば、それは年金運用関係者の過失とも受けとれる。

図表2 年金運用の懸念点



(出所) 金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資・パーゼルⅢ実態調査 DIR オルタナティブ投資サーベイ 2011年度

代替投資、年金運用関係者の責務

代替投資でオフショア拠点の活用は一般的

また長年、年金運用の世界は閉鎖的な面も指摘され、信託銀行や旧社会保険庁（現日本年金機構）等以外の出身者が、年金業界（基金、年金コンサル等）に参入するケースは少ないといわれる。比較的限られた関係者の中で業務が続けられると、一般的にはガバナンスが低下しやすくなる。結果的に外部チェック機能が乏しくなっていたことも発見が遅れた要因になった可能性もある。ただし、今回、問題視されている、海外オフショア拠点の責任追及に関してはやや疑問がある。現在、世界中で組成される多くの（ヘッジファンド等の）オルタナティブ商品は、取引の簡素化、租税回避等を理由に、海外のオフショアに運用拠点を設置することは一般的な対応である。この部分に規制をかけることは世界の金融関係者からも懐疑的な意見が出てくる可能性が高いであろう。従って、発想を少し転換して、今後、年金基金向けの代替投資（ヘッジファンド商品等）に関しては、国内にオフショア特区を新設し、ファンド拠点の設置を義務づけることも考えられる。特

に、沖縄県や、東日本大震災の被災地等、雇用減少が深刻化している地域に設置することも一案だ。こうすることにより、地理的にも監視が容易となり、地域経済の雇用活性化を図ることもできる。ひいては、金融ハブとして、世界中の金融機関から活用されれば、新しい我が国金融・資本市場の活性化の礎ともなりえる。

今後、年金運用関係者や、管轄省庁等を個別に責任追及することはあまり意味が無い。重要なのは今回の問題を教訓に、新しい年金運用のフレームワークを策定できるかが、代替投資に関わる年金運用関係者の本当の責務であろう。