

2012年3月14日 全4頁

# 代替投資、年金運用規制への3つの論点

資本市場調査部 金融調査課  
菅野 泰夫

## 年金基金を含めた金融規制のグランドデザインへの再考

### [要約]

- 民主党は3月7日、AIJ投資顧問株式会社（以下、AIJ投資顧問）による、企業年金消失問題を受けて、厚生年金基金に関わる制度改善策を検討する作業部会（座長・蓮舫前行政刷新担当相）の初会合を開催した。当該会合の論点は3つあり、①運用機関への監督・規制強化（直接規制）、②年金スポンサー側の運用態勢の改善（間接規制）、③年金運用制度の抜本的な改革に絞られて協議された。
- 運用規制（特にヘッジファンド規制）に関しては、米国ドッド・フランク法や、G20カンヌサミットで協議されたシャドーバンキング規制等が挙げられる。年金運用での代行部分への補填として公的資金導入の議論をするならば、現在進行中の国際的な規制議論との歩調を合わせる必要がある。
- 総合型の年金基金を一刀両断に“アマチュア”と判断した形での一方的な規制適用には懸念も多い。各国の運用規制の潮流を捉え、年金基金を含めた金融規制のグランドデザインを描けるかが、当該作業部会で求められる視点であろう。

### 3月7日の民主党会合

当該問題を契機に、我が国ヘッジファンド規制の議論がスタート

民主党は3月7日、AIJ投資顧問による、企業年金消失問題を受けて、厚生年金基金に関わる制度改善策を検討する作業部会（座長・蓮舫前行政刷新担当相）の初会合を開催した。当該会合の論点は3つあり、①運用機関への監督・規制強化、②年金スポンサー側の運用態勢の改善、③年金運用制度の抜本的な改革に絞られて協議された。

問題提起として非常にバランスの取れた構成であり、特に①と②は他国で議論されてきた、ヘッジファンド規制にもつながる内容となっている。また③に関しては、年金基金が過去から引きずってきた予定利率（達成すべきリターン）に関する制度に、再度、抜本的なメスが入る可能性も期待できる。負債側の制度改定ばかり議論になっていた年金改革に関して、遂に運用側の問題提起が出てきたことは十分注目される内容といえるだろう。ただし、年金運用制度改革により辿り着く先は、公的資金導入も視野にいれた、痛みを伴う改革には変わりはない。

### ヘッジファンドの①直接規制と②間接規制の流れ

作業部会で議論される具体的な内容はこれからとの事ではあるが、その中でも①と②に関しては、どこまで実務的な対応が可能かは十分協議する必要がある。

なぜならば、他の先進諸国（特に米国、英国等）ですら長年議論された中で、ようやく明確な規制改革の結論に至った背景があるからだ。

各国でのヘッジファンド規制は様々な議論があり、昨今、ようやく規制改革に至った背景がある

事実、ヘッジファンド等の運用の規制強化には大きく分けて2つの論点がある。①運用機関側（ヘッジファンド等）への情報開示の義務付けや投資ポジション（運用内容、レバレッジ）等の制限を主に意図する“直接規制”と、②投資家側（銀行、年金スポンサー）へ投資抑制を促す“間接規制”に分類される。直接規制で代表的なものとしては、2005年に米国証券取引委員会（SEC）で個別運用機関への登録制を義務付けることが可決された事例がある<sup>1</sup>。また米国のドッド・フランク法やEUのAIFM（Alternative Investment Fund Managers）Directiveでは一定程度の資産規模の運用機関に関しては、情報開示を厚くすることや、募集を制限するといった、直接業務に関与する規制も盛り込まれている<sup>2</sup>。一方、間接規制で代表的なものは、米国で適用予定である、銀行のヘッジファンドやプライベートエクイティファンドでの中核的自己資本（Tier1）の3%以内の投資制約（所謂、ボルカールール）や、英国のリングフェンス等が存在する。これらはいずれも米国、欧州等を中心にしたリスク性商品に対する規制強化の一環であるが、過去、国際会議の場でも幾度も協議された中、グローバル金融危機を契機によりやく導入にこぎつけた背景がある。

ヘッジファンド規制で効果が高いのは間接規制

特に当該作業部会にてその対応が注目されるのは②の間接規制であろう。なぜならば①の直接規制は、運用機関（特にヘッジファンド）への適用には、その効果的な手法の確立が困難との意見も多いからだ。現に、米国や英国でも具体的な運用機関へのモニタリング手法（どう監視して、どう規制するか）の確立はこれから更なる議論の余地がある。また今後、更なる議論が行われたとしても、どこまで効果的な施策を打ち出せるかは懐疑的な意見も多い。特に資本市場での流動性を確保し、運用の硬直化を避けたいロンドン、ニューヨークといった（金融ハブ）都市では、規制強化に消極的な意見が多いのも現実だ。よって、我が国において直接規制の流れだけ注力しても限定的な効果しか得られない可能性も高い。米国等でも先行的に実施が予定されている規制改革の状況を見ても結果的に効果が高いのは間接規制との声が多いのも肯ける<sup>3</sup>。

### ③年金運用制度改革に伴う、運用規制の論点

昨今ではG20カンヌサミットで協議されたシャドーバンキング規制が注目される

また金融危機を契機に、アジアも含めた国際的に広い範囲での規制変更を目指している内容としては、昨年11月にG20カンヌサミットで提言されたシャドーバンキング規制<sup>4</sup>の議論がある（図表1参照）。この提言には、ヘッジファンドや証券化商品等の運用業者への監視・管理権限の強化（直接規制）や、実際にヘッジファンド等のスポンサーとなりうる銀行への監視・規制強化（間接規制）が議論されている<sup>5</sup>。

ただし、ここまでの一連の規制改革の内容は、いずれも金融機関を対象として

<sup>1</sup> その後（2006年）、ヘッジファンド業界団体から訴訟を起こされ、規制自体が廃止された。

<sup>2</sup> 【参考文献】“我が国経済の活性化を担うファンドの有効活用に向けた事業環境整備に向けた基礎調査”、経済産業省、大和総研、2011年3月。

<sup>3</sup> たとえば、米国では、ボルカールール等の施行が予定されており、多くの銀行が、自己投資部門、オルタナティブ投資の売却に踏み切った経緯がある。

<sup>4</sup> シャドーバンキングとは、“銀行以外で銀行と同様な仲介業を行っているものを指す”。

<sup>5</sup> 【参考文献】“FSBのシャドーバンキング規制強化に関する報告書”、大和総研制度調査レポート、金本悠希、2011年12月。

おり、年金基金向けの規制強化という趣旨ではない。元々、銀行等に対し個人預金を使ってのリスクテイクを防止する背景での制度設計であることに留意する必要がある。しかしながら、公的資金注入を防止することを狙った昨今の金融機関への規制強化の意図を思料すると、我が国では既に年金基金も無視出来ない存在といえるだろう。なぜならば、これは③の年金運用制度の改革にも関わる問題であるが、最終的には年金運用の代行部分の補填に対して、公的資金を活用する議論に踏み込む可能性が高いからだ。現在の市場環境では、金融の“プロ”と呼ばれる、銀行や生損保ですら、（積み立て不足の解消を狙った）5.5%の予定利率は達成することが困難な数値と認識していれば尚のことだ。

公的資金を前提にした協議をするのであれば、議論を一步進めるために、既に提言されているシャドバンキング規制等の国際的な運用規制のフレームワークと歩調を合わせる意義は十分にある。年金基金への代替投資規制の議論をする前に、既存の規制内容の方向性を理解し、その活用を視野に入れることも一案であろう。

図表 1 G20カンヌサミット最終宣言

### 金融セクターの規制と監督におけるギャップへの対処: Filling in the gaps in the regulation and supervision of the financial sector (抜粋)

**No30** 銀行類似の活動: シャドバンキング・システムは規制裁定の機会を生み出すとともに、規制されている銀行セクターの範囲外においてシステムリスクの蓄積を引き起こし得る。このため、我々はシャドバンキング・システムに対する規制・監視を強化することに合意し、FSBの最初の11の提言と2012年のうちにこれら提言を更に進展させるための作業計画を承認した。これらは、銀行を通じた**間接的なシャドバンキング規制**と、マネー・マーケット・ファンド(MMF)、証券化、証券貸借・レポ取引、及びその他のシャドバンキング主体(ヘッジファンド)を含む**シャドバンキングの活動に対する直接的な規制**の間のバランスを取ったアプローチに立脚している。我々は財務大臣と中央銀行総裁に対し、4月の会合でこの分野における進捗状況をレビューすることを求める。

(出所) 外務省HPより、大和総研作成

### 年金運用規制に対するインプリケーション（本当に総合型の年金基金が投資のアマチュアなのか？）

総合型の年金基金にも従来の年金運用手法に限界を感じて、チャレンジしていた先駆者も多い

年金基金への規制適用を議論する時に、往々にして、中小の総合型の年金基金の運用体制の脆弱さが批判的になりやすい。ただし、AIJ投資顧問を採用していた年金基金が投資の“アマチュア”であるとの意見には疑問が残る。たとえば、本当に運用の素人である年金基金であれば、総幹事の提案（バランス運用等）をそのまま受け入れていた可能性が高い。今回、AIJ投資顧問に投資していた多くの“総合型”の基金は、ある程度知識も豊富であり、従来の期待リターン、政策資産配分等に対する伝統的な年金運用に疑問を持ち、新しい道を“チャレンジ”していた先駆者も多い。

また、金融の“プロ”の人材が配置されていたところで今回の問題が完全に防げたのかは疑問が残る。例えば、銀行、生保、証券等の所謂、“プロ”の人材が

運用の“プロ”の人材でも、専門の領域は限られる

委託運用であるが故に現在の人員配置で年金運用が可能となっていたのも確か

入ったところで、専門の領域は限られる。逆に AIJ 投資顧問のプロダクトの様な、デリバティブの知識に長けた人材も、他の外債や株式の個別銘柄選定知識は未知数の部分が多い。たとえば、証券会社の債券部のディーラー等、日々、社債のAsked・ビッドスプレッドを見ていた金融の“プロ”の人間に対して、株式での個別株のバリエーションや、不動産投資の知識を求めることは困難だろう。逆にむしろ“プロ”であるが故に新しいチャレンジをする可能性も十分にありえるということだ。もし米国公的年金並みに人材の数が確保できれば個別精査することはできたかもしれないが、重要なのは、委託運用が殆どであるが故に、現在の人材で年金基金運営が可能となっていることであろう。もし、5.3.3.2 規制への回帰や、金融の“プロ”人材の配置等を最終的な“間接規制”とするのであれば、それは短絡すぎる結論であろう。“失敗が怖いから伝統的金融資産にしか投資出来ないようにする”という規制のスタンスであれば、我が国資本市場育成の観点からは危惧される事態である。現在、年金基金で求められている代替投資のプロダクトは、株式や債券以外のミドルリスク・ミドルリターン市場の育成が重要となるからだ。

今回、民主党が挙げた3つの論点に関しては、我が国初のヘッジファンド規制のフレームワーク策定として、十分注目される内容となるであろう。ただし、直接、間接問わず、年金基金を一刀両断に“アマチュア”とのレッテルを貼り、一方的な規制適用という結論にだけはしてほしくはない。3つの論点の結論を作成するためにも、各国の金融規制のグランドデザインを再考し、年金基金への最終的な提言につなげることが、当該作業部会に求められる視点であろう。