

2012年9月24日 全8頁

AIJ問題を踏まえた規制強化の流れ

厚生労働省、金融庁の年金運用改革のまとめ

金融調査部 菅野 泰夫

[要約]

- 今年2月に表面化した、AIJ投資顧問に運用委託した企業年金資産の大半が消失した問題（以下、AIJ問題）を契機に、年金制度や資産運用の在り方に関する様々な協議が、関係各省庁で行われてきた。本稿はその規制強化の内容に対して、特に年金運用における実務的な問題点等を指摘したい。
- 特に厚生労働省発表の「運用ガイドライン」の改正にある、“オルタナティブ投資のマネージャー投資の詳細調査（オペレーションリスクを含む）”には実務的な限界も指摘されている。現時点で年金基金が採用しているオルタナティブ投資の運用委託先の多くが海外籍（国外）であることを考えると、オフショアの複雑なストラクチャーの理解、カストディアンで保管されている現物証券や監査証明書の有無のチェックなど、相応の“知見”と“語学力”が必要となるためだ。
- 本年8月に大和総研が実施した年金基金への調査の中にも、今回の改正案を意識した回答がみられ、既に年金運用の現場に変化がみえつつある。今後は当該改正案を踏まえたパブリックコメントの発表等が待たれることとなるが、今回の規制変更の内容の大部分において、年金基金側に追加的にコストがかかる仕組みがあることには懸念があるといえるだろう。業界全体の精査が進むことは歓迎したいが、一回の年金資産消失問題のために、基金の加入員の負担が増加することに繋がることは極力避ける必要がある。規制変更の流れは今後も注目されているが、運用機関、年金基金とも良識的な対応に期待したい。

1. AIJ問題以降の規制変更の流れ

今年2月に表面化したAIJ投資顧問に運用委託した企業年金資産の大半が消失した問題（以下、AIJ問題）を契機に、年金制度や資産運用の在り方に関する様々な協議が、政府、関係各省庁で行われた。図表1は、厚生労働省や金融庁等により検討された再発防止策としてのこれまでの流れをまとめている。特に今回の焦点は、AIJ投資顧問に運用委託した顧客の多くであった、（同業者の中小企業などで構成される）総合型の厚生年金基金への対応だ。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。また、最終的には加入事業者の連帯責任が問われ

るスキームのため、代行部分の補填、基金解散要件の緩和等の制度変更が注目された。中でも厚生労働省の有識者会議から発表された様々な改正案は、過去数年くすぶり続けてきた厚生年金基金の議論が短期間で進められた内容といえよう。一方、金融庁からは、総幹事である信託銀行や投資一任業者へのモニタリング強化や、適格機関投資家（プロ私募）の要件強化などの改正案が示されている。双方ともに意見募集（パブリックコメント）が行われており、広く年金関係者からの意見が待たれている。

図表 1 AIJ問題を踏まえた規制見直しの流れ

2012年	発表事項
2月24日	金融庁が、年金資産巨額消失問題を受け「AIJ投資顧問」に対する行政処分を発表
3月1日	民主党が、厚生年金基金に関わる制度改善策を検討する「作業部会」を設置
4月6日	厚生労働省が、「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」を設置
7月6日	有識者会議が、「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議報告」を発表
7月13日	厚生労働省が、厚生年金基金規則、運用ガイドライン改正に関する意見募集（パブリックコメント）開始
7月27日	厚生労働省が、企業年金、財政運営の見直しに関する意見募集（パブリックコメント）開始
8月28日	金融庁が、平成24事務年度監督方針（金融商品取引業者等）を公表し、「投資一任業者に係る再発防止策への対応」を明記
9月4日	金融庁が、「AIJ投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」を公表、意見募集（パブリックコメント）開始。

（出所）各種発表資料より大和総研作成

2. 厚生労働省の対応（年金基金側への規制案）

本年7月6日にまとめられた「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議報告」の審議は、①資産運用規制の在り方、②財政運営の在り方、③厚生年金基金制度等の在り方の3つの大きな論点に沿って進められた。この審議を受けて、7月13日、27日に、年金運用、財政・制度に関する改正案の骨子がそれぞれ発表された。

図表2はその改正案の大枠をまとめてあるが、年金基金、運用委託先双方の現場で、特に注目されているのは「運用ガイドライン」の内容の大幅な見直しであろう。中でもガバナンス強化の一環として設けられた受託者責任の明確化では、現行では努力目標となっている政策資産配分（政策アセットミックス）の策定を義務化することや、分散投資の徹底、国家公務員倫理規程の遵守などを謳う内容などが盛り込まれている。基金運用の基本に立ち返り設けられた項目が列挙されているが、ある程度の規模を持つ一般的な基金であれば、そもそも過度な集中投資や、政策資産配分の策定を行わない事などは稀な方であろう。バランス運用等で総幹事に運用政策の殆どを一任している（資産規模が100億円以下の）小型基金や、AIJに資産の半分以上を投資していた一部の基金等に、再度ガバナンス遵守の徹底を促す内容となっている。また運用機関としては、委託先の集中投資比率等で、過去の5:3:3:2規制のような一律的な数値目標の設置が見送られたことは、ポジティブに捉えることが出来るであろう。

一方、今回の規制改革で多くの基金が問題視していると思われるのは、政策資産配分の策定時に関して「専門的知識及び経験を有する者から意見を聴取しなければならない」と専門家の参加が義務づけられたことだろう。更に3か月～半年に1度程度開催される資産運用委員会等においても有識者の参加を義務付けるとの記述もあり、多くの場面で基金側の追加的なコスト負担が予想される内容となっている。また実務的な面而言えば、投資商品を変更する際に、代議員等での規約の変更を伴うが、同一の運用委託先内での資産のリバランス（例えばパッシブからアクティブに変更等、同じ信託銀行の商品）や、いわゆる年金特金（運用委託先）を変更せず、投資一任契約の中身だけ変更するケース（所謂、箱貸し）などでは、資産運用委員会だけの承認等で済ますなど機動的な対応が可能であった。今後は、これらの簡易的なリバランスの度に有識者の招へい等、追加的な人員やコストが掛かる事となることが予想される。業界全体として改正当初から一律にコストが掛かる規制案には、反対意見が根強いのも事実であろう。

図表2 厚生労働省のAIJ問題を踏まえた制度見直しの一覧

<p>1. 資産運用規制の見直し(運用ガイドラインの修正)</p> <p>(1) 受託者責任の明確化</p> <ul style="list-style-type: none"> ①分散投資の徹底(集中投資に関する方針策定の義務付け) ②政策資産配分策定の義務化 ③国家公務員倫理規定に準拠した倫理規定を義務付け(運用機関からの特別な利益供与の禁止) <p>(2) 資産管理運用体制の強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ①オルタナティブ投資の運用基本方針の策定を義務化 ②オルタナティブ投資のマネージャーの選定の詳細調査の義務化(オペレーションリスク含む) ③代議員会での報告事項の追加(運用受託機関の詳細説明の義務化) ④役職員の資産運用業務に関する研修受講の義務付け <p>(3) 外部専門家等による支援体制や、行政、加入員等による事後チェックの強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ①資産運用委員会のメンバーに金融または経済の学識経験者や実務経験者を追加 ②資産運用委員会の議事録の作成保存と代議員会への報告の義務付け ③加入員等への情報開示強化 ④運用コンサルタントとの契約は、金商法に定める投資助言・代理業の登録者に限定 ⑤運用コンサルタントと運用受託機関との利益相反のチェックの義務付け <p>2. 財政運営基準、厚生年金基金制度の見直し</p> <p>(1) 予定利率の引き下げを容易にする措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ①予定利率引き下げによる積立不足の償却は20年→30年に延長し急激な掛け金引上げを抑制 <p>(2) 給付減額の手続きの明確化・簡素化</p> <ul style="list-style-type: none"> ①減額理由の「母体企業の経営悪化」、「掛金負担困難」を「掛金負担困難」に一本化 ②受給者減額時に支給する一時金について、複数の選択肢を設置する <p>3. AIJでの損失金額の取り扱い</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) AIJへの投資残高は一旦、全額損失として計上(現金除く)、返金分は来年度以降、特別利益で計上 (2) AIJでの損失額に当たる積立不足は、最大20年の償却期間を30年に延長 (3) 特別掛金の段階引上げの場合は最大5年を10年に延長
--

(出所) 各種発表資料より大和総研作成

さらにガバナンス強化の一環として、“国家公務員倫理規程に準拠した倫理規定の義務付け(接待等の利益供与の禁止)”などの改正も盛り込まれており、運用機関からの接待(過度な、食事、お土産付セミナーも含む)の抑制につながるか注目される。一方、多くの基金から懸念されていた、資格制度の導入に関しては、あくまでも研修に留めている配慮も見えた。現に役

員等に今から証券アナリスト資格取得等を強要する結果となることは非現実的だったのかもしれない。

3. オルタナティブ投資の修正ポイント

また改正案の中で示されている、オルタナティブ投資に関する修正内容に関しては、総合型の年金基金等が着実に履行できるかは疑問が残る。特に今回の制度改定の中にある、“オルタナティブ投資のマネージャー選定の詳細調査（オペレーションリスクを含む）”には実務的な限界も多く指摘される。現時点で日本の年金基金が採用しているオルタナティブ投資のマネージャーの多くが海外籍（国外）であることを考えると、特にオペレーションリスクである、オフショアの複雑なストラクチャーの理解、カストディアンに保管されている現物証券や、監査証明書の有無のチェックなどは、相当の“知見”と“語学力”が必要となることが予想されるからだ。総幹事等の信託銀行からの情報を期待するとはいえ、最終責任は基金自体が負う必要があるだろう。また自ら運用委託先への調査を依頼するとなると数百万円のコストがかかるため、信託銀行が取り扱わない独立系の投資顧問会社（こちらの方がパフォーマンス良好のケースも少なくない）の採用が事実上困難となるなど課題も多い（これはオルタナティブ投資に限らず、外国債券や外国株式でも同じであろう）。また採用以前に、適格機関投資家特例業者などが利用する、少人数私募（49人以下の募集）での商品（バイアウト・ベンチャーキャピタルファンドに多い）などは、本来は事前に募集案内資料を渡すことが出来ないため、自ら投資一任契約内の外国籍私募投信の名前を特定し、ファンド監査の有無をチェックすることは困難を極める。さらに詳細調査情報を使いまわしても良いのか、など実務的な対応は、実際の改正案の運用が実際に始まらないと分からないことも多いといえよう。

4. 改正案に対応する現実的な方法

以上の「運用ガイドライン」の多岐にわたる改正ポイントに対応する為の現実的な選択肢としては、年金運用コンサルタントと契約することが最も近道のように思う。専門家として年金運用コンサルタントを採用している基金は、第三者チェックの機能を有するため問題はないが、一般的に年間数百万円～2000万円程度かかるコンサルタントを採用できる年金基金は一部の大手に限られている。また年金運用コンサルタントも、個別のオペレーションリスクの調査等も、新規にコンサルメニューとして用意する必要が出てくるために、今後更なるコンサルタント料の上昇にもつながる可能性がある。今回 AIJ 問題で大きく問題視された、財政が苦しい小型～中型（一般的には資産規模が 200 億円以下）の総合型の厚生年金基金にその余裕は無いのが現状であろう。よって事実上、総幹事側からの情報やサポートが無い商品の採用はストップせざるを得ないことが予想される。しかしながら、AIJ 投資顧問を採用していた一部の基金は、コンサルタントの反対を押し切り、多額の投資を行っていた先もあったとされ、コンサルタントを採用している基金は万能であるという分別を欠く判断は注意が必要であろう。

5. 金融庁の対応（運用機関側への規制案）

一方、金融庁から発表された「AIJ 投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」（9月4日）の内容を注目したい。特に信託銀行への年金特金（経由の投資一任業者）への監視強化や、運用報告等の追加などが主な改正の柱となっている（図表3参照）。

図表3 金融庁による AIJ 問題を踏まえた規制強化の一覧（資産運用に係る規制・監督の見直し）

1. 国内信託銀行等(第三者)のチェックが有効に機能する仕組みづくり
 - (1) 国内信託銀行によるファンドの「基準価額」、「監査報告書」の直接入手
 - ①「基準価額」を算出者(アドミニストレーター)から直接入手(投資一任業者から信託銀行への送付も義務化)
 - ②「監査報告書」の国内信託銀行への送付を義務化
 - (2) 国内信託銀行によるファンドの「基準価額」、「監査報告書」等の突き合せの義務化
2. 年金基金等(顧客)が問題を発見しやすくする仕組み
 - (1) 運用報告書の記載事項の拡充
 - ①投資一任業者が契約前の記載事項に、
a. ファンドスキーム構成、b. 基準価額の算出方法、c. 外部監査の有無、を追加
 - (2) 運用報告書等の交付頻度の引上げ
 - ①年金基金への運用報告書の交付頻度を四半期に一度に義務化
 - (3) 年金基金の「プロ成り」要件の限定
 - ①特定投資家(適格機関投資家等)になるための要件を限定
 - (4) 投資一任業者等の自主的なチェック体制
 - ①分散投資義務違反の恐れのある顧客に通達を義務付け
3. 不正行為に対するけん制の強化
 - (1) 「運用報告書」、「勧誘」、「投資一任契約」の虚偽、偽計の罰則強化
 - ①懲役期間、罰金の引上げ
4. 投資運用業者等に対する規制・監督・検査の見直し
 - (1) 事業報告書(当局宛て提出書類)の記載事項の拡充
 - ①組み入れファンドのスキーム構成、外部監査の有無、直近3年の契約件数、資産運用総額、運用受託報酬、等の追加
 - (2) 投資一任業者に対する監督強化
 - ①監督指針への追加、オフサイトモニタリングの強化
 - ②2次調査(直接検査)の強化
 - (3) 投資一任業者に対する検査の強化
 - ①年金運用ホットラインの開設
 - (4) 検査・監督の強化のための体制整備

(出所) 各種発表資料より大和総研作成

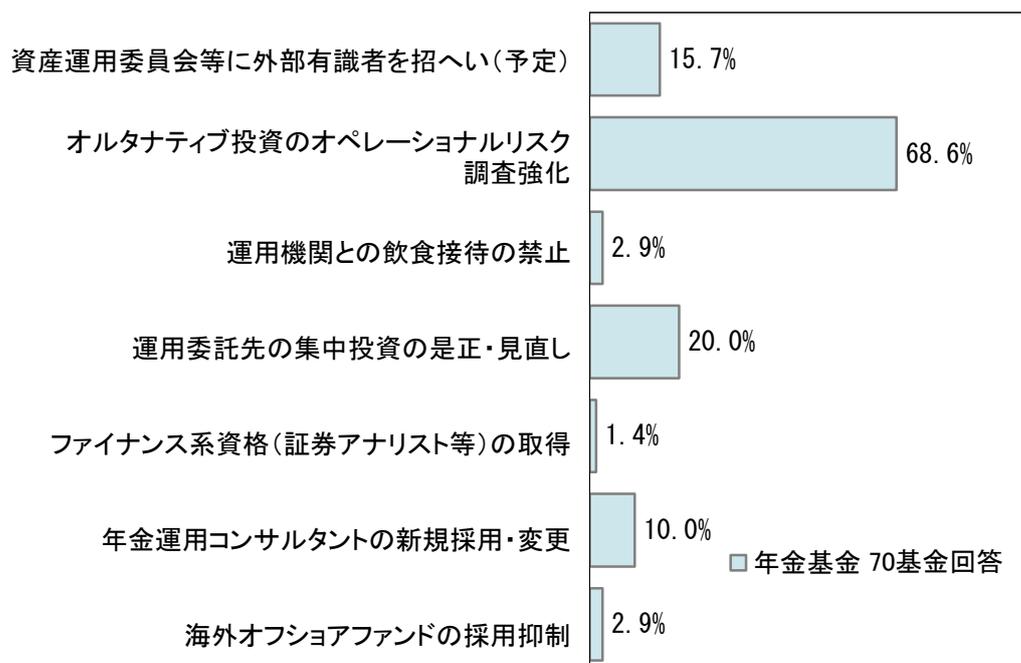
当該規制強化案では、マスタートラスト等で体系的に管理していた投資一任業者への監視コストや事務負担が予想されるため、信託銀行経由での年金特金のコストを誰が負担するかという批判も少なくない。但し、もともと信託業務としての監視機能が不十分であったにもかかわらず、少なくない手数料（0.10%～0.15%）を請求していたことにも留意する必要があるだろう。当初、年金関係者からは AIJ 問題の本質はチェックを怠った信託銀行側の過失であるという声が、基金やコンサルタントからも多かったことから、年金基金側に一定のコストを新規に上乗せして請求することに対しては相応の説明が求められるであろう。

また従前はあまり注力されてこなかった投資一任業者に対しても直接検査（2次検査）やオフサイトモニタリングの強化などが盛り込まれている。今回の AIJ 問題の検査においても、独立系運用機関だけでなく、大手金融機関系列の運用機関も含まれていたことなどから、殆ど全ての日本にある運用機関において、現在の管理体制を刷新する必要が求められ、相応のコスト負担が発生することが予想される。また、ここでもその追加コストを最終スポンサーである年金基金から一律に徴収することも考えられるため、今後の運用機関の動向は注視しておきたい。

6. AIJ問題以降の年金基金のリスク管理、今後の運営方針の変化

上記の厚生労働省、金融庁の規制強化の流れを受けて、年金基金側のリスク管理や年金基金運営での意識の変化はどのようになっているだろう。大和総研が、今年8月に実施したアンケート結果からも、その意識の変化を読み取ることができる。図表4は、AIJ問題以降、年金基金のリスク管理手法において、今後の変化を尋ねた設問への回答となっている。厚生労働省の改正案でもオルタナティブ投資での新たな調査項目としており、「オルタナティブ投資のオペレーショナルリスクの調査強化」が68.6%と最も高く関心の高さがうかがえる。また有識者会合会議の中で挙げられていた分散投資（集中投資是正）に関する内容として「運用委託先の集中投資の是正・見直し」が20.0%、「資産運用委員会等に外部有識者を招へい（予定）」が15.7%と、既に「運用ガイドライン」の見直しを見据えた意見も一定程度存在した。一方、基金側に、メリットが乏しいと思われる「運用機関との飲食接待の禁止」（2.9%）や「ファイナンス系資格（証券アナリスト等）の取得」（1.4%）といった意見は少数に留まっていることも分かる。

図表4 AIJ問題以降のリスク管理強化で検討している内容（2012年8月調査）

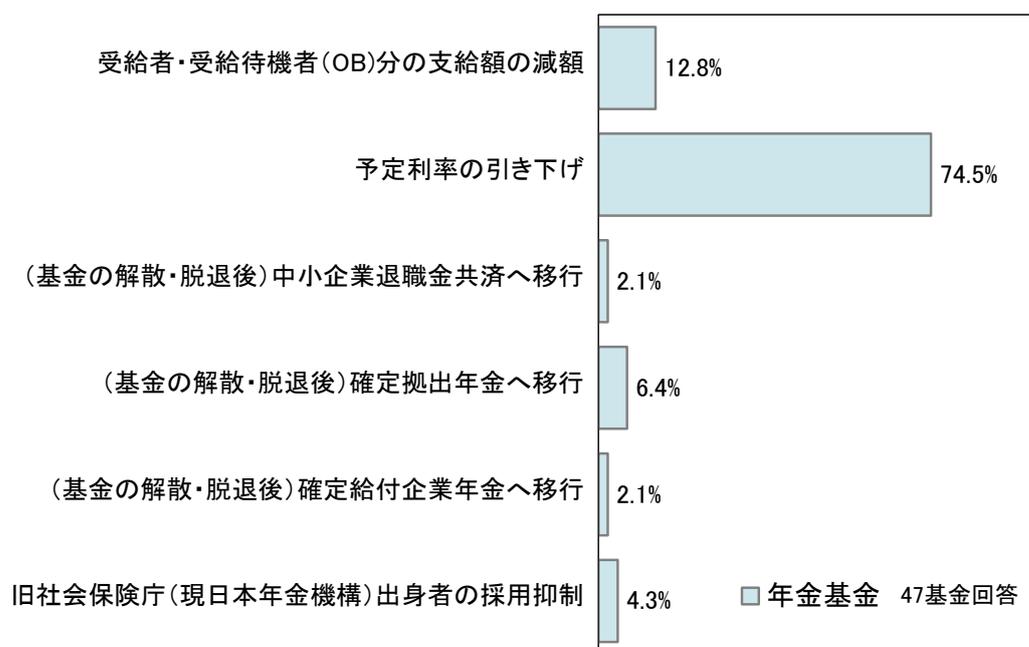


(出所)大和総研

更に図表 5 では、AIJ 問題以降の年金基金運営の方向性に関する調査結果を示している。やはり制度変更の中で言及された「予定利率の引き下げ」が 74.5%と最も高い比率となった。ただし“実務的に債務の繰り延べ期間が延びたとしても消えるわけではない”（厚生年金基金）といった意見や、“代行部分の補填に関する詳細な改正内容がほしい”（企業年金基金）などの意見も存在しており、現行の改正案だけでは物足りない様子も伺えた。

また「受給者・受給待機者（OB）分の支給額の減額」が 12.8%と続いており、財政運営基準の改正案を支持する声も一定程度存在していた。一方、代行返上後の解散を視野に入れた声は意外にも少なく「（基金の解散・脱退後）確定拠出年金へ移行」（6.4%）、「（基金の解散・脱退後）中小企業退職金共済へ移行」（2.1%）なども少数に留まった。また世論からも批判的となった「旧社会保険庁（現日本年金機構）出身者の採用抑制」も 4.3%に留まっていることがわかる。これには、“運用以上に年金制度が分かる人材がいらないためやむを得ない”（厚生年金基金）といった意見もあり、今後の年金運営の中での人材難を指摘する声も多く寄せられた。

図表 5 AIJ 問題以降の、年金基金運営で検討していること（2012 年 8 月調査）



(出所)大和総研

7. まとめにかえて

今後は厚生労働省、金融庁双方の改正案のパブリックコメントの発表が待たれるが、実務的にどう対応するかなど年金基金側の対応も急ピッチで進める必要がある。AIJ 問題以降のガバナンス強化の流れが、過去くすぶり続けてきた年金問題を前進させる契機となることに期待したい。ただし、今回の規制変更の内容の大部分において、追加的にコストがかかる仕組みがあることには懸念があるといえるだろう。業界全体の精査が進むことは歓迎したいが、一回の年金

資産消失問題のために、基金運営費用が上昇し加入員の負担が増加することに繋がることは極力避ける必要がある。AIJ 問題以降の規制変更の流れは今後も継続していくが、運用機関、年金基金ともに良識的な対応に期待したい。