

ポイント

資産配分規制の復活では問題を解決できず。運用担当者が関係者に直接語る機会も重要。取引関係機関による相互けん制の枠組みを

玉木 伸介 大妻女子大学短期大学部教授

年金消滅問題を起こしたA-IJ投資顧問はかつて、運用リターンの良さを売り物に顧客を増やしていた。顧客の中には、中小企業が集まってつくる「総合型厚生年金基金」が少なくなく、運用難に悩む中でわらをもつかむ思いで投資した基金もあった。しかし、結果は貴重な積立金が虚偽により失われるという衝撃的なものとなった。厚生基金の主たる目的は、加入者から掛け金を徴収し高齢者に年金給付をすることだ

経済教室

行き詰まる企業年金—A-IJ問題の教訓①

金融インフラ、質的向上を

年金消滅問題を起こしたA-IJ投資顧問はかつて、運用リターンの良さを売り物に顧客を増やしていた。顧客の中には、中小企業が集まってつくる「総合型厚生年金基金」が少なくなく、運用難に悩む中でわらをもつかむ思いで投資した基金もあった。しかし、結果は貴重な積立金が虚偽により失われるという衝撃的なものとなった。厚生基金の主たる目的は、加入者から掛け金を徴収し高齢者に年金給付をすることだ



の資産配分割合を直接縛る規制(債券投資は5割以上、株式投資は3割以下などとする「5・3・3・2規制」)が撤廃された。その結果、厚生基金が自己責任原則の下で、長期志向の機関投資家として成長していくことが期待された。厚生基金にとっては、自由を得たものの、運用体制に求められる水準も上がった。しかし、運用を担う人材の供給は旧態依然のままであった。

運用は複雑・難解だとして敬遠し運用担当者に任せきりにしがちな厚生基金の体質に関する「内科」治療を、併せて進めねばならないと考える。注意すべきなのは、求められる人材が3カ月後の株価や為替相場の予測に秀でた人ではなく、合理的な長期運用のプロセスを確立し機能させられる人であるということだ。新たな人材が入っても、直ちに運用利回りが改善するわけではない。新たな人材の主たる任務は、過去の運用を検証し、プロセスの改善に必要な措置を講じていくことだ。さらに、運用のプロセスと結果を一層可視化することも重要だ。可視化を通じて、例えば5・5%を目指す運用に伴うリスクをとる場合に、関係者(加入企業・従業員など)がリスクの内容に関する情報やリスクが顕在化した際に何が起こるのかについての認識

「運用の可視化」進めよ

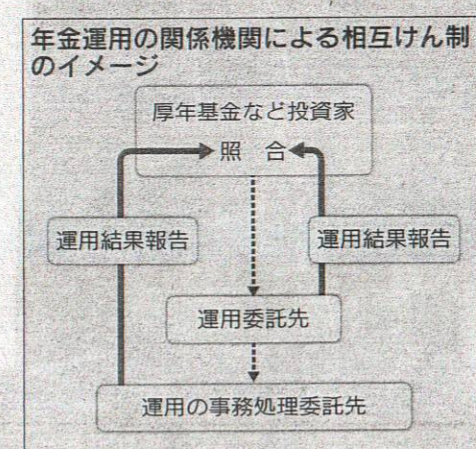
不正防止、相互けん制カギ

A-IJ問題を受け、資産配分規制の復活を求める声も出ている。しかし厚生基金の体制が変わらない状況で資産配分規制を復活させれば、規制を迂回する商品の開発が盛んになるだけでなく、厚生基金の運用の進歩もスローダウンしかねない。では今後、どのようにして求められる運用体制を構築していけばよいか。新たな人材を投入する「外科」治療と

を、共有できるようにする。厚生基金加入企業の経営者は本来、拠出者の立場から、問題があれば声を上げる責務がある。ただ、彼らは自社の経営だけでエネルギーの大半を使わざるを得ず、複雑な金融業務を自ら掘り下げるところまでは望めない。そこで、可視化に向けたベストプラクティスを提示するなど、側面からの手助けが必要となる。その際、行政の役割も重要である。例えば、運用担当者自らが加入企業や従業員に対し運用について直接語ることを基金の日常業務の一部とするよう求めるだけでも、可視化は促進されるだろう。ある

いは、運用に関する質問集(FAQ)を厚生基金につくるよう求めたり、その質問項目のリストを明示したりすれば、質問する側も答える側もエネルギーの大幅な節約になるし、関係者の運用への関心も高まるだろう。厚生基金の中には、こうした治療の域を超えた「手術」、場合によっては給付減額などの苦痛を伴う措置が必要な事例もあるだろう。そうした措置には、老後の生活に影響が及ぶ中小企業従業員のインフォームドコンセント(十分な説明と同意)が不可欠だ。

も一つの課題は、金融インフラの質的向上である。厚生基金は様々な金融インフラのユーザーだ。年金給付の際には、受給者の預金口座へ送金するための金融インフラはうまく機能し、普及はその存在すら意識することがない。他方、資金運用に当たっては、投資顧問会社が運用の判断を、信託銀行が大量の取引の記帳事務をそれぞれ手掛けているなど、複数の主体が分業している。投資顧問会社は運用の頭脳部分であり、組織は小さく参加が容易である。このことは、インベション(技術革新)促進をもたらす一方で、不心得者の混じりリスクを高め、金融インフラの質を下げかねない。不心得者の排除による金融市場の質的向上は、厚生基金をはじめユーザーの利益でもある。情報開示の拡充などを、インベション促進とのバランスを取りつつ進めることが求められる。このほか、取引の事務処理に当たる主体を巻き込んだ相互けん制の枠組みも構築すべきであろう。銀行や証券会社では、外部と約定する部署をフロントオフィス、その事務



処理をする部署をバックオフィスと呼び、多くの場合、フロントオフィス間の約定の後、バックオフィス間でも約定を確認する。フロントが社内規定に反するなど不適切な取引をすれば直ちに判明するという、社内の相互けん制の体制ができていく。しかし、こうした体制は、運用がいくつもの主体の分業による場合には、構築するとしてもかなり複雑になる。今回のA-IJ問題の場合、A-IJの指図に基づく取引の事務処理をA-IJとの契約の下で行った主体は、厚生基金と直接の関係がなく、基金から手数料も受け取っていないだろう。従って厚生基金のために、「A-IJの取引の結果はこうなっている」と知らせる立場にはないし、そもそもA-IJの取引のすべての事務処理を自分が手掛けていると確信できない限り、基金に対しA-IJの不正に関する警告を発することは不可能だ。そうすると、分業に関わる多数の主体が互いに協力するよう工夫がない限り、完璧な相互けん制の仕組みをつくることは難しいだろう。しかし、規制・監督にせよ分業構成者間の新たな相互けん制の枠組みにせよ、金融インフラの品質が不正を防ぐ方向で改善されれば、厚生基金による投資の安全性が高まるなど、その恩恵は広く及ぶ。

今後、これらの問題に全方向で対処していかない限り、一年資金運用という高難度の金融業務「の能力を日本の社会全体として高めていくことはできないし、中小企業の勤労者の老後の備えを確実にすることもおぼつかない。厚生基金、年金行政および金融行政当局や金融・運用機関、学者・研究者などによる息の長い取り組みが求められる。たまき・のぶすけ 56年生まれ。ロンドン大経済学修士。専門は公的年金、資金運用

が、資金を長期間運用するという金融業務も手掛ける。この運用は、株式などリスク性資産への分散投資の効果を活用しつつ、長期的に目標利回りの達成を目指すもので、難度の高い金融業務といえる。今回のA-IJ問題では、厚生基金における運用担当者の知識・経験や意思決定の仕組みなど体制の不備に加え、高い運用利回りを追求せざるを得ないことの無理が露呈した。さらに、厚生基金がユーザーとして利用する金融インフラにも、投資顧問業者が投資家に対して運用結果をかなりの期間にわたって偽るといふ大きな問題があった。

まず、基金における現在の運用体制をみてみよう。多くの基金では、年5・5%の運

など相対的に安全な資産の利回りが高かったたので、5・5%を目指すのに必要な運用体制も比較的整えやすかった。しかし1990年代終盤以降、長期金利が2%以下で推移する状況下では、リスク性資産を含めた分散投資をよほどの確にしない限り、「5・5%」に近づくことすらできない。同時に、金融の自由化も大きな流れになった。金融派生商品(デリバティブ)など多種多様な金融商品が世の中にあふれるとともに、基金