

年金の巨額損失問題から学ぶこと

公益社団法人 日本経済研究センター 主任研究員 **前田 昌孝**

全国の厚生年金基金や確定給付企業年金のお金を預かって運用していたAIJ投資顧問（東京都中央区、浅川和彦社長）が、運用資産の大部分を失ったことが大きな問題になっている。当事者の責任は大きいですが、運用ビジネスを成立させるインフラが充実していれば、避けられた事件のようにも見える。多くの生活者に代わって資産運用をしている年金基金を保護する仕組みが、貧弱すぎるのではないだろうか。制度の枠組みを支えるゲートキーパーのあり方を考えるきっかけにしたい。

昨年来、オリンパス、大王製紙、AIJと巨額損失をめぐる話題が相次いだ。実際に問題を引き起こした当事者の責任が大きいことは論を待たないが、一部からは「リスク管理体制はどうなっているのか」という声も出ている。ほとんどは本来、ダブルチェック体制になっているはずで、それが機能していれば防げていた。制度を成り立たせ、秩序を守る役目であるゲートキーパーが責任を果たしていないように見える。

ゲートキーパーは日本語に訳せば門番だが、ただ黙って突っ立って、門を出入りする人をチェックしていればいいのではない。監査法人、格付会社、銀行、機関投資家などは資本主義経済が円滑に機能するように、それぞれの専門性を最大限に発揮して、トラブルの種を見張っていなければならない。門番が自らの責務を忘れて、おごりな仕事をしているところに、信じられないような不祥事が起きていることは、投資家だけでなく、一般の生活者にとって大きなリスクだ。

AIJ事件を高齢者がよく犠牲になる未公開株詐欺と比較してみよう。筆者の知るケースでは、高齢者宅に電話をかけたり、訪問したりするのは、どこにでもいるような若い会社員だった。話しぶりは「いまどきこんな若者がいるのか」と思わせるぐらい、極めて誠実

でていねいだったという。株式投資の経験がある高齢者も「この人は株式市場をよく理解している」などと感じて、すっかり騙されてしまうのだ。

最初から多額のお金を引き出すのは難しい。このため、まずは実際に上場を予定している企業の公募株を「当社は特別のルートで入手できるので買いませんか」などと勧めてきたという。代金を渡すとすぐに預かり証を持ってきた。しっかりした厚手の紙にきれいに印刷してあるから、高齢者は確かなものだ勘違いしてしまった。実際にその企業が取引所に上場して株価が上がると、若い社員はさっそく「うまく高値で売れました。今日お持ちしたのはもうけの一部です」と、現金を持ってやってきた。

顧客からの信頼をいったん勝ち取れば、あとはお金を引き出すのはたやすい。実際に株式などは買っていない

のだが、購入代金の一部を「もうけの一部だ」と言って返すだけで、次にはより大きな金額での投資に引きずり込むことができる。息子や娘とも疎遠になり、さびしい思いをしている高齢者は、下手をすると何の疑いも持たないままに、業者が雲隠れし、連絡がとれなくなるまで、お金を渡し続けてしまうかもしれない。

さらに悪いことに、未公開株の販売のために顧客に直接接する若い社員は、業者が裏で何をしているのか知らないままに、「投資会社」の看板に引かれて就職し、高齢者の資産運用を手助けしていると信じて勧誘活動をしていることも多い。悪徳業者は顧客を騙すだけでなく、身内である若い社員に対しても、本当のことを伏せている可能性がある。

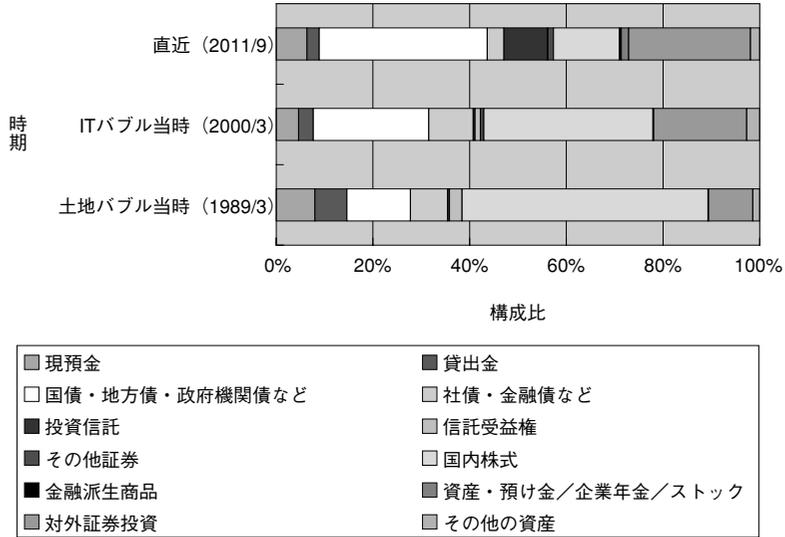
AIJ事件も全国84の年金基金は、運用成績を粉飾したウソの運用報告書を信じ込んで、ケイマン籍の私募投信を購入するための資金を投じてしまった。途中で解約した年金基金もあるが、米国で起きた巨額運用詐欺の「マドフ事件」の日本版ではないかと感じて資金を引き揚げたところだけでなく、定期的なりバランス（運用資産の構成を元の比率に戻すこと）の一環として、運用成績が良かった分、部分解約したところも多いと聞く。

世界には先物やオプションを駆使して安定した高収益を上げるヘッジファンドやCTA（商品投資顧問）も実際に多い。「リーマン・ショック時でもプラスのリターンは不思議だ」などと報じられているが、AIJもここ数年間は平均で年に10%にも満たないプラスのリターンを報告していた。ありえないというほどの高成績でもなく、年金基金側が疑わなかつ



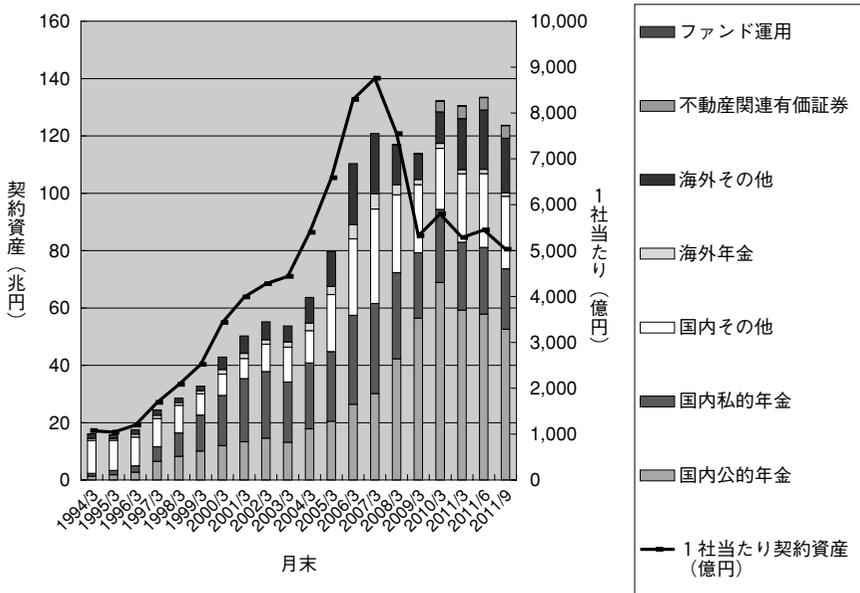
前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年4月から日本経済研究セ
ンターに出向。

(図表 1) 企業年金の運用の変化



(出所) 日銀・資金循環統計のデータをもとに作成

(図表 2) 投資運用会社の契約資産



(出所) 日本証券投資顧問業協会統計資料 (平成23年9月末) をもとに作成、投資助言契約は除く

たとしても、無理はないだろう。

結局、運用資産の大半が失われたことが発覚するまで、資産はきちんと管理されていると信じていた年金基金がほとんどだった。事件発覚後に「なぜこんな運用会社に騙されたのか」と加入者から非難されている年金基金の常務理事らは、未公開株詐欺に騙され、息子や娘から「なんでそんな人を信じたのか」と問い詰められている高齢者とよく似ている。

実はAIJ投資顧問でも問題が発覚する前日の2月23日、浅川社長が「証券検査の結果、数字に食い違いが見つかった」として、社内で状況を説明した。「刑事罰を受けることは絶対にないから安心してほしい」と語った後、寝耳に水の社員らに誰が主導していたのかを問い詰められ、本人と女性取締役と顧問会計士の3人の名前を挙げたという。

もちろん悪事を働いた張本人は摘発されて有罪となり、刑事罰を受けることもあろう。ただ、それで不注意だった被害者が救われるのだろうか。詐欺にあう可能性まで自己責任の名で片づけられるのならば、究極的には「他人を信用するから悪い」ということになってしまう。しかも、AIJ投資顧問のグループ会社であるアイティーエム証券（東京都中央区、西村秀昭社長）の営業担当者は運用報告書が大幅に改ざんされているとは知らずに、勧誘に当たっていた模様だ。

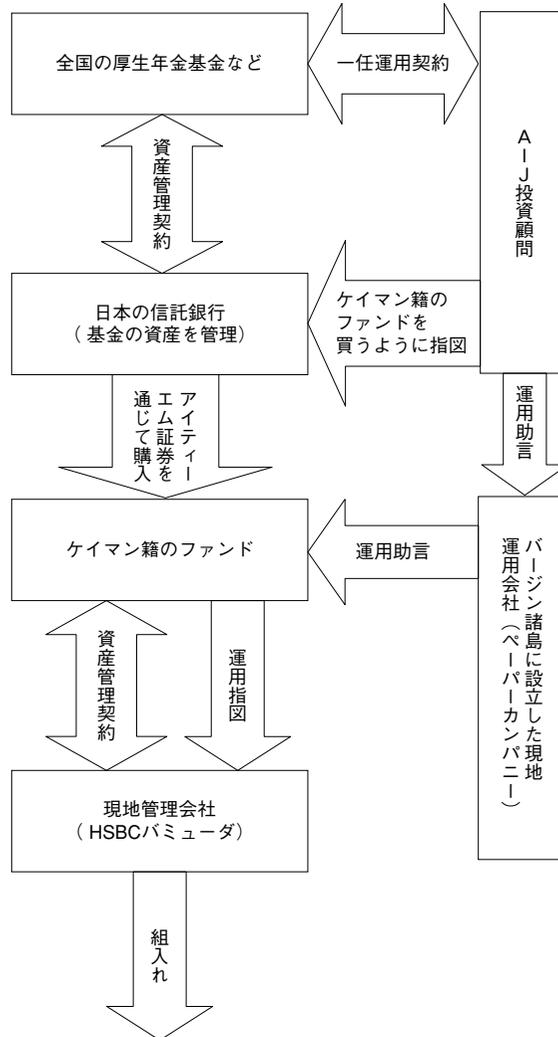
それにしても、なぜ大勢の人の退職後の生活がかかっている資金を預かっている年金基金が、ダブルチェック体制の機能していないところに、気楽に資金を預けてしまうのだろうか。もっと言えば、年金がこんな貧弱な仕組みのまま運用されている現実に対して、なぜ専門家は警告を発してこなかったのかが不思議である。

年金基金の運用でも、もちろんゲートキーパーは存在している。加入者や受給者にとっては、基金自体がゲートキーパーだが、基金から見ると真っ先にくるのが、信託銀行を中心とした総幹事会社だ。ここを通じて年金資産が各運用会社に配分されていくわけだから、金庫番と見張り機能の両方を果たしていく必要があるように思える。

金庫番といっても、金庫の前に黙って立っていればいいのではなく、中身の資産の価値を毎月、年金基金に報告する義務を負う。今回のAIJ投資顧問のようにケイマン籍の私募投信で運用する場合には、その投信を管理している会社（今回の場合はHSBCバミューダ）から情報を得る努力をしなければならないし、情報が得られないのならば、顧客にそのリスクの大きさを伝えなければならない。

ところが、現実にはAIJ投資顧問が英領バージン諸島に設立したペーパー会社、エイム・インベストメント・アドバイザーズが運用成績を計算し、日本の信託銀行はアイティーエム証券経由でその情報を受け取っていただけのようだ。ペーパー会社だから、実質は

(図表3) AIJ投資顧問による年金基金の運用の仕組み



[日本国債先物とオプション、日経平均先物とオプション]

AIJ側で計算していたのではないのだろうか。浅川社長自身が作っていたとの報道もある。これではダブルチェックが働くはずがない。こんなブラックボックスのなかで年金の資金を大量に運用するのをやめさせることも、ゲートキーパーの重要な仕事だ。

仮に年金基金側が「どうしても運用したい」と言ってきたとしても、信託銀行は「信託」の看板を掲げているのである。たとえ直ちに正確な情報を得られないとしても、「年金基金の

立場に立ってデータを突き合わせるのが、信託の役割だ」という姿勢を見せ、情報を得る努力を続けていれば、運用成績の改ざんといった不正行為をけん制できる。

信託銀行が委託者の資金をあたかも自分の資金のように管理し、詐欺的行為などがあれば、真っ先に把握する体制を整えていなければ、年金基金は安心して資産の管理など委ねられない。

高齢者が未公開株詐欺にあわないようにするには、高齢者の資金を預かる金融機関がゲートキーパーとしてしっかりするしかない。大勢が被害にあった振り込み詐欺でも、最初のころは顧客が勝手にお金を振り込むことに関して、金融機関は関与しない姿勢だった。防止策を講じるようになったのは、被害者が増え、金融機関の受け身の姿勢にも批判が高まったからだ。

オリンパスの問題でもゲートキーパーである監査法人がしっかりと役割を果たすべきだった。取締役会や監査役会があると言っても、日本企業の場合、経営トップの権限が大きすぎ、その他の役員はイエスマンになっていることが多い。監査法人の目が行き届いていれば、巨額の損失隠しは続けられなかったかもしれない。

公表された財務諸表にも不自然な点が散見されたと言われている。今や機関投資家の運用もベンチマークへの連動を目指すスタイルが多く、個別企業の財務諸表などにそれほど関心を持たないのかもしれないが、資本主義社会では機関投資家のファンドマネジャーやアナリストもゲートキーパーの役割を担っている。財務諸表を読み込む専門家がしっかり分析をしていれば、もっと早く問題点の警告ができたはずだ。

大王製紙の前会長の巨額借入れ問題も、問題を把握しながら、同社の監査役会に対して注意を喚起しなかった監査法人に責任の一端がありそうだ。外部弁護士らで作る特別調査委員会は昨年10月下旬に公表した調査報告書で「貸付の繰り返しを防げなかったことは問題で、適正な監査の実施を強く要求すべきだ」と指摘した。

実はゲートキーパーの機能への期待が高まっているのは、日本だけではないという。コーポレート・プラクティス・パートナーズの関孝哉代表取締役によると、企業の経営監視に向けては3段階で議論が進んできたが、企業の社内体制をいくら整備しても、不祥事は絶えないし、経済全体を脅かすような事態につながることもあるので、ゲートキーパーをどう規制し、どんな役割を担わせるかに議論の矛先が向かっているのだそうだ。

振り返れば、1990年代にはコーポレート・ガバナンス（企業統治）改革が大きな関心を集めた。1992年に英国で公表されたキャドバリー報告がきっかけだった。2000年代に入ると、米国でエンロンとワールドコムによる不正会計事件が発生し、規制当局の関心は内部

統制に移っていった。ところが、2008年にリーマン・ショックが起きるなど問題はますます拡散・巨大化し、新たな規制のありようをめぐる模索が始まっているわけだ。

残念ながら極東の孤島の日本では、コーポレート・ガバナンスも内部統制もほとんど議論の蓄積はなく、ゲートキーパーの役割に対する認識も薄いままだ。何か問題が起きても、資本主義を機能させ、経済成長と公正な分配を実現するにはどんな対策が必要か、という方向に議論が発展していくことはまれだ。臭いものには蓋とばかりに、行政で規制する方向にすぐに走ってしまう。

この点、海外、特に米国では民間部門の創意工夫や技術開発が経済成長の原動力だとの思想から、産業自治を重視し、行政の介入を極力排している。新たな規制を導入する場合には「費用便益分析」が義務付けられ、規制導入後も議会予算局や会計検査院が効果を厳しくチェックしている。そのなかで評価会社、助言会社などゲートキーパービジネスの多くが大きく育ってきた。

話を今回の「消えた年金」事件に戻そう。金融庁や厚生労働省では①投資顧問会社に対するより頻繁な検査、②信託銀行によるホイスルブロー（警告）の義務付け、③年金基金による分散投資の義務付け、④運用会社に対する外部監査の導入、など規制強化に向けての検討が始まっている。社会保険庁のOBなどが就くことが多かった厚生年金基金の常務理事についても、もっと専門知識を持った人にすべきだとの声が出ている。

かつて年金基金の運用には、5・3・3・2規制があり、安全性の高い資産に5割以上、株式には3割以下、外貨建て資産には3割以下、不動産には2割以下というタガがはめられていた。1997年12月にこの規制が撤廃され、独自の運用ノウハウを持った内外の投資顧問会社などが、ビジネスを拡大させてきたのである。最近の議論はこの自由化の流れをまた元に戻そうと言わんばかりだ。

今回の問題をきっかけに、ヘッジファンドや不動産、商品、プライベート・エクイティなどオルタナティブ（代替金融商品）の運用に積極的に取り組んできた年金基金などへの評価が、これまでの「先進的」というイメージから、「危ない橋を渡っている」という方向に転換してしまうかもしれない。価格変動リスクを抑え、国債を中心に安定運用をするのが、年金運用の本来の姿だといった展開にならないとも限らない。

しかし、これまでの規制緩和が誤りだったと言わんばかりに、がんじがらめの規制を再導入すれば、日本の運用ビジネスの発展の芽が摘まれてしまう恐れもある。当局に提出する報告書の作成などコンプライアンス（法令順守）コストが高くなるだけでなく、新たな運用技術などを試す機会が減り、ただでさえ少ないと言われる金融ベンチャーがますます

育たなくなることも予想される。

日本でのビジネス機会が減れば、優れた運用ノウハウを持つ外資系運用会社の業務縮小や撤退につながる可能性もある。数年前にはアクティビスト系ヘッジファンドが運用の失敗から相次いで撤退し、日本は「アクティビストの墓場」と呼ばれることもあった。アクティビストだけでなく、もっと多種多様な運用ビジネスが「日本は期待できない」と感じるようになってしまえば、日本側が失うものも大きい。

高付加価値人材の働く場が減るということもあるだろう。プロの運用者と株式や債券などの運用対象商品との間の緊張関係が薄れることのマイナスも大きい。例えば、企業の経営姿勢に積極的に関心を持つ株主が減れば、企業も増配や自社株買いなどの株主配分へ後ろ向きになり、IR（投資家向け広報）活動にも手を抜くようになる。個々の企業経営にとっては手間が減ってメリットがありそうに見えても、日本経済全体のパフォーマンスが低下してしまう恐れがある。

実は運用業界がもっと力を付けることで、日本経済のパフォーマンスはもっと上がるのではないかと感じさせることもある。2007年には企業年金連合会が議決権行使指針のなかで、自己資本利益率が3年連続して8%を下回る場合には取締役の再任に原則反対という方針を打ち出し、株主の利益を守ることの重要性についての理解が各方面に広がった。

ところが、2010年にこの数値基準が撤回され、運用業界から企業経営にかける「圧力」は小さくなってしまった。「気に入らなければ売ればいい」というウォールストリート・ルールが残っているだけだ。今後予想される規制強化によって、日本の運用ビジネスがさらに弱体化すれば、金融センターとしての東京の機能が低下するだけでなく、企業と株主や投資家との建設的な関係まで損なわれてしまう。

時計の針を元に戻すような直接規制は極力減らし、米国のように、ゲートキーパーの役割を認めながら、適切な監視体制を整えるほうが、全体として経済の活力が高まるのではないか。大和総研の研究者、菅野泰夫氏は「発想を転換し、日本にオフショア特区を設けて監視の容易化と地域振興と市場活性化の一石三鳥を狙うという考え方があっていい」と訴えている。

もっと多種多様な運用ビジネスが日本でフェアに競争できるような金融インフラは構築できないのだろうか。コーポレート・ガバナンスが改善し、ゲートキーパービジネスも発展するように思える。市場が委縮する方向での議論ではなく、夢を持てる方向での対応を望みたい。

