

きらめき

2012年5月号

日本個人投資家協会
理事 岡部 陽二

運用者リスクと流動性リスクが肝要

～AIJ 年金詐欺事件からの教訓～

4月13日と24日に衆参両院で行なわれた証人喚問などを通じて明らかとなってきたAIJ年金詐欺事件の構図の概要は、次の諸点に要約される。

①AIJ投資顧問は2002年にケイマンに設定した「エイム・ミレニアム・ファンド」ほか14本のヘッジ・ファンド（私募投信）を中小の厚生年金基金に販売、契約件数は11年9月末には127件に達した。受託資産額約2,000億円と報告されていたが、AIJの運用に疑念を抱いて解約された返還額も約700億円に達していた。

②ファンドの運用対象は、シンガポールや香港市場での国債先物・オプションを中心とする市場デリバティブ商品に集中、浅川社長主導でひたすら逆張りのポジションをとり続けた。その結果、06年に約300億円、08年に約200億円、リーマン・ショック後の10年には約500億円の損失を出したが、本年2月までその事実はずべて隠蔽して、投資家への報告ではコンスタントに年5～7%といった高利回りを装い続けた。

③運用成績の隠蔽・水増しは、海外の監査法人からアイティーエム証券に送られてきた監査報告書を開封せずに浅川社長に手渡すように指示し、同社長が知人の公認会計士に具体的な数字を示して改ざんするように依頼する方法で行なってきた。

④ファンドの売込みには、社保庁OBの石山勲氏が経営するコンサルティング会社の支援を得て、浅川社長が当たってきたが、販売はずべて10億円を投資して株式の90%を保有したアイティーエム証券を通して行なわれていた。同証券の株式もファンドに組入れている。

金融庁は、契約時の偽計、運用報告書の改ざん（虚偽報告）、新規資金を返還資金に充当した転売スキームについて刑事責任を追及する構えのようであるが、故意に顧客を欺いたとする詐欺罪立件の可否がポイントとなる。

運用受託者が果たすべき注意義務（プルードント・マン・ルール）を順守しているかどうかを見極めることなしに、証券会社の言いなりに運用者リスクや流動性リスクを無視して投資信託や社債を購入するのは「盲、蛇に怖じず」と言ったところである。

ところが、不思議なことに、証券会社が投信や債券を販売するに当たってのリスクについての説明事項（下掲）の中に、これらのリスクは含まれていない。

■投資信託及び債券などのお取引にあたってのリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等による基準価額の変動等により損失を生じるおそれがあります。また外貨建て外国投資信託の場合は、為替相場の変動により、分配金、償還時及び中途換金時の円貨での受取金額は変動し、投資元本を割り込む可能性があります。

投資信託は、個別の投資信託毎に、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては契約締結前交付書面や目論見書等をよくお読みください。

債券は、金利水準や債券市況により価格は変化するため満期前にご売却する場合には投資元本を割り込む可能性があります。また外貨建て債券の場合は、為替相場の変動により、利金、償還時及び中途売却時の円貨での受取金額は変動し、投資元本を割り込む可能性があります。ご投資にあたっては、契約締結前交付書面や目論見書・販売説明書等をよくお読みください。

出所：SMBCフレンド証券網の顧客向け「注意事項」より抜粋

AIJが行なったように外国籍のファンドで運用したり、レバレッジを効かせて時価

評価の難しい先物オプションなどのデリバティブで運用したりすることは、法令違反ではない。公募投信については外部監査が義務付けられているが、AIJの私募投信も外部監査を受けていながら、その数字を勝手に改ざんしていた。AIJはファンド販売のために証券会社を買収したが、公募投信の販売も野村証券が野村投信を販売するといったように多くは同一グループ内で一連の投信業務がすべて囲い込まれている。

したがって、運用者の能力や倫理観にかかるリスクをファンド購入時に確認しなければならないのは、年金運用者だけではなく、個人を含むすべての投資家にとって必須のステップであり、販売に当る証券会社の説明責任は重大である。

ところが、某証券が勧めてきたシンガポールのファンド・マネジメント会社が運用するアジア株投信につき、その運用会社の評価や過去のトラック・レコードの説明を求めたのに対し、そのような情報は提供していないと断られた経験が筆者にもある。

しかしながら、表1、表2に掲げたようにほぼ同時期に設定された公募投信でも、運用者の能力差ははっきりしている。たとえば、表1の3位にあるノムラ日本株戦略ファンドは運用開始後に一時残高が1兆円にまで膨れ上がったものの、今は1/10以下に縮小、時価は半分以下に落ち込んでいる。一方、2位のさわかみファンドは市場の環境変化にもかかわらずコンスタントに高い運用実績を挙げている。個人投資家が公募投信を購入する場合にも、運用者リスクの見極めが重要である所以である。

AIJ事件が提起したもう一つの問題は、流動性の欠如した不透明な金融商品への投資である。オプションなどの市場デリバティブの流動性は低いので、ファンド解約の申出があっても規模を縮小するのが難しいため、AIJは新規の投資資金が入るまで解約を引延ばして自転車操業していたものと見られる。アイティーエム証券の株式までファンドに入れていたのは論外である。

AIJと同様に、個人向けの公募投信にもデリバティブのみに投資するETFや流動性のない不動産に投資するREITなど投資対象の流動性に疑問のある投信も多い。ゆえに、金融商品の選択を運用者に一任する仕組みのファンドについては、その金融商品の仕組みと流動性について十分に理解し納得できなければ、購入すべきではない。

投信だけではなく、個人が投資する債券の流動性にも留意する必要がある。たとえば、National Australia Bankに年5%の利率で3年の豪ドル定期預金で預けた場合には中途解約しても豪ドルベースで元本割れすることはないが、同行発行の豪ドル債を期限前に売却すると、売却時期にもよるが、証券会社は通例5ポイントほど割引いた価格でしか買取ってくれず、豪ドルベースでは元本割れとなる。

金利が1%内外の円建て債券を途中で売却すると、市場金利や信用リスクが不変でも、金利込みでマイナスになることが多い。個人向け債券の売買市場はないので、証券会社が一方的に提示する買取り価格に従わざるを得ないからである。このような流動性リスクをカバーするには、債券の金利は定期預金の金利よりも年1%程度は高くしないと割が合わないが、発行時のプライシングがそうはなっていないのが問題である。

表1、純資産総額大型「日本株アクティブ投信」資産規模ベスト3ランキング

順位	投信名	設定年月	資産規模	設定来騰落率	10年騰落率	3年騰落率
1	フィデリティ日本成長株F	1998/3	2,592億円	3.2%	▲11.1%	20.9%
2	さわかみファンド	1999/8	2,422億円	20.7%	17.2%	24.7%
3	ノムラ日本株戦略F	2000/2	863億円	▲51.6%	▲9.6%	7.2%

表2、日経クイック海外債券（全般）ベスト3ランキング

順位	投信名	設定年月	資産規模	設定来騰落率	5年騰落率	3年騰落率
1	大和投信ボンドオープン	2001/3	9,185億円	57.0%	12.0%	40.8%
2	大和住銀短期豪ドル債F	2002/5	11,832億円	74.6%	12.5%	41.3%
3	三井住友豪ドル債F	2003/6	2,393億円	65.9%	n.a	53.8%

注；騰落率は2012年3月末現在の基準価格、出所；2012年4月18日付け日経新聞および日経クイック「投信実力ランキング」