

### Ⅲ 年金資金運用基金が年金資金の管理運用に関し遵守すべき事項について

#### 1 リスク管理

[運用の基本方針の規定] (第3の一の2 (1))

基金は、厚生労働大臣から寄託された資金を、民間運用機関への委託運用及び自家運用によって運用するとともに、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとにリスク管理を行う。

資産全体及び資産クラスごとのリスク管理指標（資産構成割合、トラッキングエラー（注1）、デュレーション（注2）など）については、資産統合管理システムやリスク分析ツールにより把握・分析し、リスク管理指標の状況に問題があれば、資産構成割合の変更など、リスク管理上必要な措置を講じることとしている。

また、各運用受託機関に対しては、リスク管理に関する事項をガイドラインに規定し、その徹底を図っており、また、毎月、各運用受託機関から、取引や残高に関する情報について報告を受け、これを基に分析ツールを利用して収益率の把握やリスクの分析を行っている。平成14年度は、リスク管理や運用受託機関の評価のため、各運用受託機関について定期ミーティングを2回実施し、そのほかにも投資行動や、その結果を把握するための個別のミーティングを随時行っている。

これらを踏まえると、資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとのリスク管理については、適切に管理されていると評価できるが、引き続き、資産統合管理システムやリスク分析ツールの充実及び効果的な活用等により、より精緻なリスク管理を行う必要がある。

なお、資産統合管理システムについては、リスク管理の高度化や運用状況の迅速な把握を行う必要性等を踏まえ、システムの基本的在り方の検討を行う必要がある。

（注1）ベンチマーク収益率からの収益率の乖離の大きさを表す指標

（注2）金利の変動が債券価格に与える影響を表す指標

#### 2 運用手法

[運用の基本方針の規定] (第3の二の1)

各資産クラスともパッシブ運用を中心とし、パッシブ運用とアクティブ運用の比率は、基金が各資産の特性を踏まえ定める。

年金資金運用基金では、資産ごとのパッシブ運用の割合について目標を定めており、平成14年度には、パッシブ運用の比率を引き上げるため、資金をパッシブ運用機関に対して重点的に配分するとともに、運用機関の総合評価に基づきアクティブ運用機関の一部を解約し、その資産をパッシブ運用機関へ移管している。その結果、パッシブ運用の割合の目標（国内債券と外国債券は60%以上、国内株式と外国株式は70%以上）を14年度末までに達成している。

これらを踏まえると、パッシブ運用を中心とする運用手法への移行が着実に進められていると評価できるが、引き続き、各資産のベンチマーク収益率を確保する観点から、運用受託機関の評価を踏まえつつ、パッシブ運用とアクティブ運用を適切に組み合わせる必要がある。

(参考) 年金資金運用基金のパッシブ比率の推移

	平成12年度末	平成13年度末	平成14年度末
資産全体	28.7%	50.1%	65.5%
国内債券	31.6%	50.7%	61.4%
国内株式	24.3%	44.2%	70.8%
外国債券	29.7%	71.4%	76.9%
外国株式	31.9%	53.3%	79.0%

### 3 運用受託機関の選定・評価

[運用の基本方針の規定] (第3の2)

基金は、運用受託機関の選定・評価基準を明確化するとともに、運用受託機関の採用、資金配分及び解約に関するルールを整備する。

年金資金運用基金では、運用受託機関や資産管理機関の選定・評価、運用受託機関に対する資金配分・回収について、管理運用方針の中で明確なルールを定め、これを公表することで透明性を確保するように努めている。

運用受託機関の選定の際には、原則としてインターネットなどを通じて広く運用機関を公募し、書類審査やヒアリングを通じて、あらかじめ定めた評価項目について、運用実績に関する定量データを踏まえ、慎重に評価を行い、その際には、運用機関や資産管理機関の実地調査も実施している。選定結果については速やかに公表し、選定手続きの透明性を確保するよう努めている。

(管理運用方針に定めた選定の際の評価項目)

- ・運用受託機関
  - 投資方針、運用プロセス、組織・人材等
- ・資産管理機関
  - 組織体制、事務体制、監査等

運用受託機関への資金配分は、運用受託機関の総合評価を行い、総合評価の高い上位2分の1に該当するアクティブ運用受託機関や、超過収益率及びトラッキングエラーが良好で定性評価の高いパッシブ運用受託機関に対して資金を配分することとしており、資金回収は総合評価の低い下位4分の1に該当するアクティブ運用機関から資金を回収することとしている。

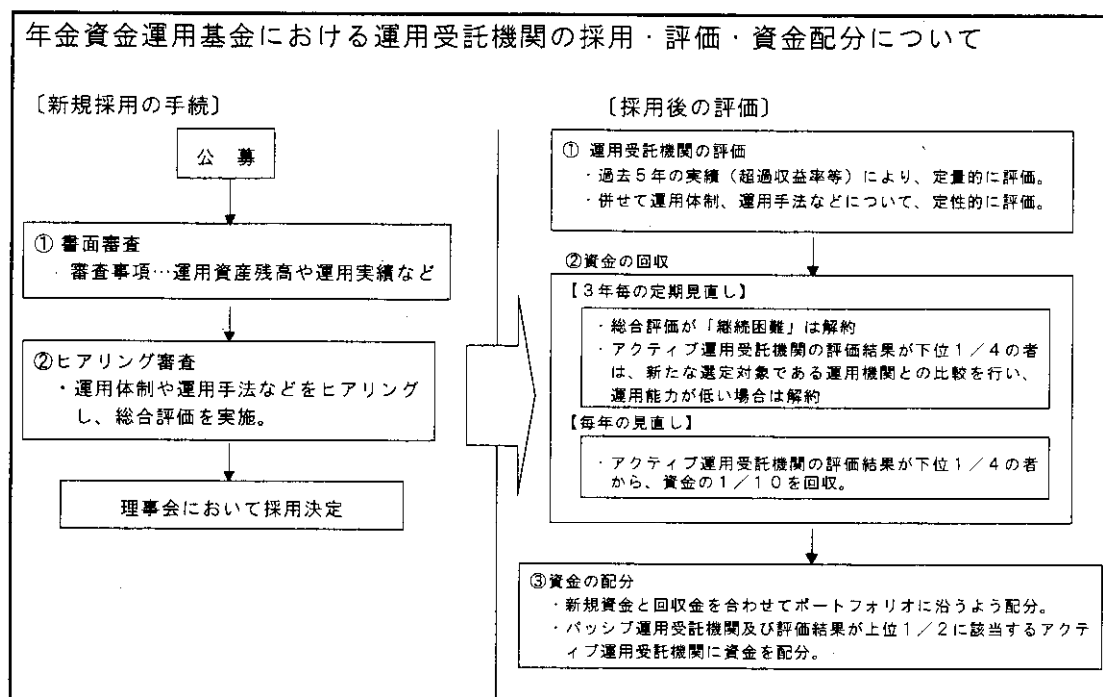
また、3年ごとに行う定期的な見直しの際には、新たに運用機関を公募し、応募があった運用機関より運用能力が低いと判断した運用受託機関は解約することとしている。

さらに、ガイドラインに違反した場合や、運用能力に問題が生じたと判断される場合などについても、資金の回収や解約などの措置を講じることとしている。

これらのルールに基づき、平成14年度においては、総合評価の低い下位4分の1に該当した国内債券のアクティブ運用受託機関から資金の一部の回収を行うとともに、総合評価の結果を踏まえ、各資産においてアクティブ運用受託機関の一部の解約を行った。

これらを踏まえると、管理運用方針に選定基準及び評価方法、評価項目などを明確に定め、選定・評価基準に沿った取組みが行われていると評価できる。引き続き、選

定・評価基準等について検討し、さらに改善を図るとともに、運用受託機関等の評価に際しては、ルールに基づいた適切な総合評価を実施する必要がある。



#### 4 市場への資金の投入及び回収の分散化

〔運用の基本方針の規定〕（第3の三）

基金は運用額の規模を考慮し、自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めるとともに、市場の価格形成等への影響に配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める。

年金資金運用基金では、各年度の移行ポートフォリオで示された資産構成割合の円滑な実現を図るため、市場に与える影響に十分留意しながら、特定の時期・資産に集中しないように、配分時期や各資産への分散を考慮し、資金の配分・回収を行っている。

平成14年度の毎月の投入及び回収状況については、平成14年度の移行ポートフォリオの実現に向けて、実際の資産構成割合と目標値の乖離が縮小するよう行われており、運用の基本方針どおり特定の時期に集中することなく、市場へ投入されている。

また、解約した運用受託機関からの資産の回収に当たっては、できる限り資産を売却せず証券など現物資産のままで他の運用受託機関へ移管を行うなど、市場への影響や資産の売買に伴う執行コストを抑えた効率的な資産の回収、移管を行っている。

これらを踏まえると、資金の投入及び回収については、市場への影響に配慮した適切な取組みが行われていると評価できる。

## 5 株主議決権の行使

### 〔運用の基本方針の規定〕（第3の四）

株主議決権の行使については、投資収益を目的とする株主として当然であるが、国が民間企業の経営に影響を与える等の懸念を生じさせるおそれがあるので、公的機関である基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。

この場合、基金は、運用受託機関への委託に際し、議決権行使の目的は長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示し、株主議決権に関する考え方を「管理運用方針」に定めるとともに、議決権の行使に関する運用受託機関の方針や行使状況について報告を求める。なお、企業に反社会的行為があった場合の運用受託機関の対応方針等についても基金は報告を求める。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」を踏まえ、株主議決権に関する考え方を管理運用方針に定めるとともに、運用受託機関に示すガイドラインで明確化している。各運用受託機関の議決権行使状況は、国内株式については運用受託機関21社、外国株式については運用受託機関15社の全社が、それぞれが定めた対応方針に従って株主議決権の行使を行っているところであるが、基金では、各運用受託機関に対し、一層適切な株主議決権行使の取組みを行うよう求めている。

引き続き、年金資金運用基金は、株主利益の最大化の観点から、運用受託機関が株主議決権を適切に行っているか、その行使内容の確認、分析等を行うなど、一層の取組みを行う必要がある。

## 6 同一企業発行銘柄への投資の制限

### 〔運用の基本方針の規定〕（第3の五）

運用受託機関ごとに、資産区分に従って受託資産に占める同一企業発行有価証券の割合を5%以下とし、この制限を超える場合には基金に報告すること。ただし、上の制限に依りがたい合理的な理由がある場合には、基金において対応を検討すること。

また、同一企業の株式の保有については、運用受託機関ごとに当該企業の発行済み株式総数の5%以下とすること。

国内株式については、株式ファンドの時価総額の5%を超えて保有していた銘柄があったが、基金において対応を検討したところ、いずれも、ベンチマークにおける1銘柄当たりの構成割合が5%に近い銘柄であることから、5%を超えて保有する合理的理由があり、ガイドライン上問題ないものであった。

また、国内債券、外国債券及び外国株式は、各ファンドの時価総額の5%を超えて保有していた銘柄はなかった。

なお、国内株式、外国株式とも、発行済み株式総数の5%を超えて保有していた銘柄はなかった。

これらを踏まえると、同一企業発行銘柄への投資の制限については、運用の基本方針に沿って管理されているものと認められる。

## IV その他

### 1 責任体制の明確化

[運用の基本方針の規定] (第1の四)

年金積立金の運用に当たっては、責任体制の明確化を図り、年金積立金の運用に関わるすべての者について、受託者責任(忠実義務及び善良なる管理者としての注意義務の遵守)を徹底する。

年金資金運用基金では、業務開始に際して、制裁規程を作成するなど、責任体制の明確化を図っている。このほか、法令や管理運用方針を含め、関係規程を全職員に配布するなど、受託者責任の徹底に努めている。

また、運用受託機関、資産管理機関については、慎重な専門家の注意義務と忠実義務を契約書に明記し、違反した場合には解約することもあり得るとされており、その内容を具体化したガイドラインを提示した上で、その遵守状況を管理するなどにより、受託者責任の徹底を図っている。

これらを踏まえると、責任体制の明確化及び受託者責任の徹底が図られていると評価できるが、上記の方策が着実に実施されているか、随時、確認・周知するなどにより、引き続き、受託者責任の徹底に努める必要がある。

### 2 情報公開の徹底

[運用の基本方針の規定] (第1の五)

運用の具体的な方針、運用結果、年金財政に与える影響等について、十分な情報公開を行い、年金積立金の自主運用に関して国民のより一層の理解と協力を得るよう努める。

年金資金運用基金では、基本方針に沿った運用の具体的な方針や運用受託機関や資産管理機関の選定・評価、運用受託機関に対する資金配分・回収の明確なルールなどを定めた管理運用方針を公表するとともに、運用結果については、四半期ごと、年度分の業務概況書の公表や新たに採用した運用受託機関のホームページへの掲載などを行っている。

これらを踏まえると、情報公開には積極的に取り組んでいると評価できるが、さらに、公表内容の充実とともに分かりやすい情報公開や広報活動の充実などにより、一層国民の理解と協力が得られるよう努める必要がある。

### 3 管理運用能力の向上

年金資金運用基金では、基金職員の運用能力の向上を図るため、国内長期研修や証券アナリスト資格の取得を目指した通信教育の受講など、各種研修を実施している。また、資産運用については、民間部門に専門性・経験の蓄積があることから、平成14年度に民間の人材を職員として公募し、1名の中途採用を決定している。

今後においても、年金資金運用基金は、管理運用能力の向上を図るため、研修の充実等により基金職員の専門性の確保に努めるとともに、民間部門の専門性等を活用するため、民間部門からの人材採用について、引き続き検討を行う必要がある。

#### 4 調査研究の充実

年金資金運用基金では、平成14年度においては、大規模な公的年金資金の運用という特性を踏まえた運用手法等の整理を行う観点から、調査研究を進めた。

今後、資金規模の増大に伴い、資金運用の効率化とリスク管理の高度化の必要性が高まることや、資金運用の手法は日々進歩していることから、常に最新の知見をフォローしながら、これを巨額の年金積立金の運用に応用していくための努力を継続的に行う必要がある。

## 参考資料

### I 資金運用に関する用語の解説

- 実現収益額  
売買損益や利息・配当金収入のように現金として実際に入金された収益。
- 総合収益額  
時価による収益額。  
売買損益及び利息・配当金収入という純粋に現金として期中に実現した収益に、当期において生じた将来確実に現金として得られる未収収益を加えるとともに、さらに、期中に増減した評価損益も運用の成果と捉えて収益に含めたものである。

(計算式)

$$\begin{aligned} \text{総合収益額} = & \text{売買損益} + \text{利息} \cdot \text{配当金収入} \\ & + \text{未収収益増減} (\text{当期末未収収益} - \text{前期末未収収益}) \\ & + \text{評価損益増減} (\text{当期末評価損益} - \text{前期末評価損益}) \end{aligned}$$

- 実現収益率  
実現収益額のみを収益と捉えた場合の収益率。

(計算式)

$$\text{実現収益率} = (\text{売買損益} + \text{利息} \cdot \text{配当金収入}) / \text{運用元本平均残高}$$

- 修正総合収益率  
運用成果を測定する尺度の1つ。  
従来の簿価ベースでの運用元本に時価の概念を導入した収益率で、総合収益率よりさらに時価ベースにした収益率。算出が比較的容易なことから、運用の効率性を表す時価ベースの資産価値の変化を把握する指標として広く普及している。

(計算式)

$$\begin{aligned} \text{修正総合収益率} = & \{ \text{売買損益} + \text{利息} \cdot \text{配当金収入} \\ & + \text{未収収益増減} (\text{当期末未収収益} - \text{前期末未収収益}) \\ & + \text{評価損益増減} (\text{当期末評価損益} - \text{前期末評価損益}) \} \\ & / (\text{運用元本平均残高} + \text{前期末未収収益} + \text{前期末評価損益}) \end{aligned}$$

- 時間加重収益率  
運用機関が自ら決めることができない運用元本の流出入の影響を排除した時価に基づく運用収益率であり、その運用実績とベンチマーク収益率（市場平均収益率）との比較により、運用能力を評価することが可能。年金資金運用基金では、時間加重収益率の市場平均対比での超過収益率を測定し、運用行動の自己評価と、運用受託機関の定量評価に使用。

- ベンチマーク  
運用成果を評価する際に、相対比較の対象となる基準指標。
- ベンチマーク収益率  
各市場（国内債券、国内株式、外国株式等の市場）におけるベンチマーク騰落率。いわゆる市場平均収益率。運用収益率の絶対値の高低による評価は、投資環境の違いを反映せず、運用期間が異なる場合に横並びの比較が不可能である。しかし、投資環境を反映する基準指標（東証株価指数等）があれば、基準指標に対してどの程度上回る収益率を達成できたか（超過収益率）を算出することにより、運用期間の異なるものの横並び比較が可能。
- 複合ベンチマーク収益率  
各資産のベンチマーク収益率を、各資産のポートフォリオにおける資産構成割合で加重平均して算出した収益率。複合ベンチマーク収益率と、資産全体の収益率を比較することにより、資産全体で市場平均の収益率を確保できているかどうか分かる。
- 償却原価法  
債券を額面金額よりも低い金額又は高い金額で取得した場合、差額が発生するが、これらの差額を弁済期又は償還期までに每期、一定の方法で貸借対照表額に加減する方法。



## II 図表データ

(参考1) 平成14年度の年金資金運用基金の資金運用結果

○ 平成14年度の損益合計額について(単年度)

1 損益合計(①~④)	△3兆608億円		
①市場運用分の総合収益額	△2兆5,877億円	}	△2兆4,715億円
・修正総合収益率	△8.46%		
②運用手数料等	△184億円		
③引受財投債の収益額	1,347億円		
④承継資金運用勘定借入利息	△5,893億円		
2 各勘定の損益			
厚生年金勘定	△1兆2,891億円	}	△1兆4,044億円
国民年金勘定	△1,153億円		
承継資金運用勘定	△1兆671億円	}	△2兆4,715億円
承継資金運用勘定借入利息	△5,893億円		
			△1兆6,565億円

○ 年金資金運用基金の運用資産に係る損益合計額について(累積)

累積損失合計額 △6兆717億円

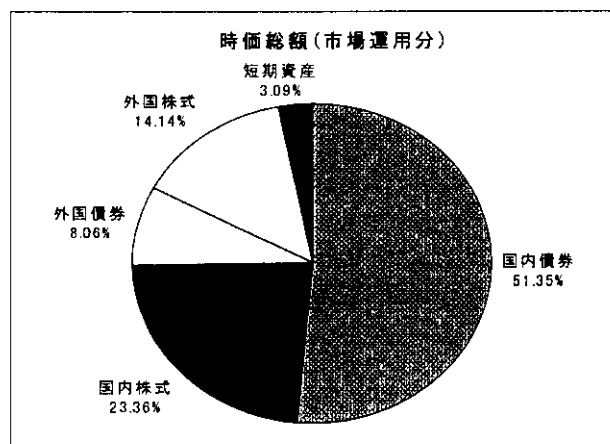
(平成14年度単年度損益合計額△3兆608億円 + 平成13年度末累積利差損△3兆109億円)

(注)上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

(参考2) 年金資金運用基金の運用資産の構成状況(平成14年度末)

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	162,269	51.35%
国内株式	73,818	23.36%
外国債券	25,458	8.06%
外国株式	44,676	14.14%
短期資産	9,766	3.09%
合計	315,988	100.00%

財投債(簿価)	186,155
---------	---------



(注)上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

## (参考3) 各資産ごとの運用状況 (平成14年度)

資産	時間加重収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
国内債券	4.19%	4.26%	-0.07%
運用機関	4.17%	4.26%	-0.09%
自家運用	4.27%	4.26%	0.00%
国内株式	-25.41%	-24.83%	-0.58%
外国債券	15.23%	15.47%	-0.24%
外国株式	-32.23%	-32.37%	0.14%
短期資産	0.02%	0.08%	-0.07%

## (参考4) 年金積立金の額の推移 (年度末時点)

(単位: 億円)

年度	厚生年金	国民年金	合計
平成元年度	702,175	32,216	734,391
2年度	768,605	36,317	804,922
3年度	839,970	43,572	883,542
4年度	911,340	51,275	962,615
5年度	978,705	58,468	1,037,174
6年度	1,045,318	63,712	1,109,030
7年度	1,118,111	69,516	1,187,628
8年度	1,184,579	78,493	1,263,072
9年度	1,257,560	84,683	1,342,243
10年度	1,308,446	89,619	1,398,065
11年度	1,347,988	94,617	1,442,605
12年度	1,368,804	98,208	1,467,012
13年度	1,373,934	99,490	1,473,424
14年度	1,377,023	99,108	1,476,132

- (注) 1. 国民年金の積立金の残高は、基礎年金勘定分を除いた額である。  
 2. 厚生年金の積立金は特別会計の積立金であり、厚生年金基金の代行部分は含まれていない。  
 3. 平成13年度、平成14年度の積立金には年金資金運用基金への寄託分を含む。  
 4. 上記の数値は四捨五入のため、合算した数値は一致しない場合がある。

## (参考5) 預託金利子収入見込み額

(単位: 億円)

年度	厚生年金	国民年金	合計
平成14年度	31,071	1,897	32,968
15年度	22,885	1,523	24,408
16年度	16,965	1,066	18,031
17年度	12,016	779	12,795
18年度	7,992	570	8,562
19年度	4,543	256	4,799
20年度	1,403	26	1,429
合計	96,875	6,117	102,992

(注) 平成14年度は実績、平成15年度は実績見込み、平成16年度以降は推計。

## (参考6) 満期別預託償還額

(単位：億円)

満期年度	厚生年金勘定	国民年金勘定	合計
平成14年度	173,848	7,335	181,183
15年度	199,628	13,206	212,834
16年度	158,895	12,248	171,143
17年度	171,219	8,274	179,493
18年度	163,669	10,683	174,352
19年度	166,528	20,347	186,875
20年度	140,388	2,548	142,936
合計	1,174,175	74,641	1,248,816
15～20	1,000,327	67,306	1,067,633
16～20	800,700	54,100	854,799
17～20	641,804	41,852	683,656
18～20	470,585	33,578	504,163
19～20	306,916	22,895	329,811

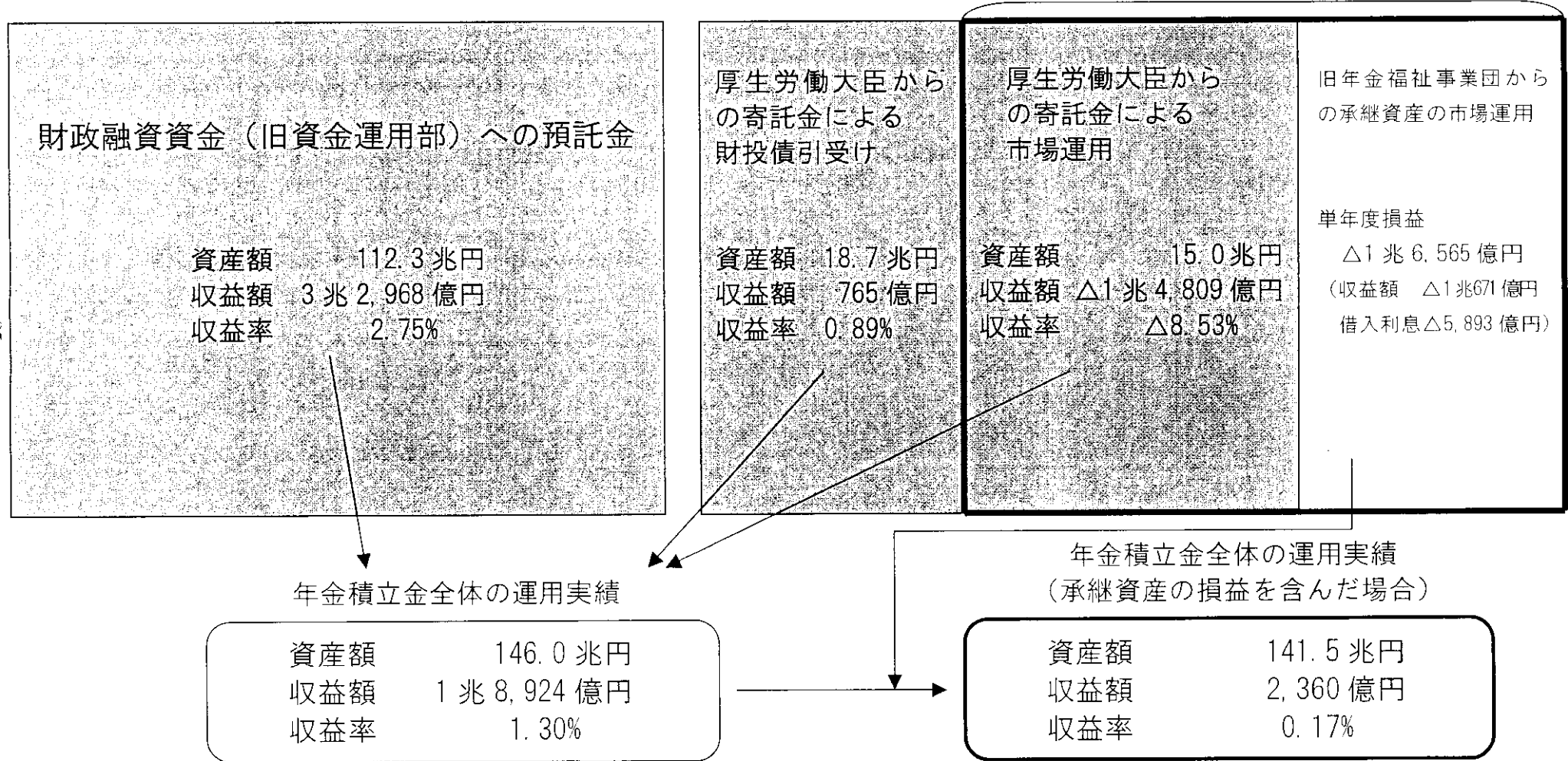
(参考7)

# 平成14年度 年金積立金の運用実績

## 年金積立金

## 年金資金運用基金の運用資産

### 市場運用部分



(注1) 資産額は平成14年度末の値。

(注2) 平成14年度末における市場運用部分の累積利差損は△6兆717億円。

(注3) 旧年金福祉事業団から承継した資産に係る借入利息相当額は、財政融資資金への預託金に係る利子収入額として還元されている。