

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15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、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化を踏まえ、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、リスク管理を適切に行う必要がある。

(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(国内債券と外国債券では60%以上、国内株式と外国株式では70%以上)を定め、パッシブ運用を中心とする運用手法への移行に取り組んできたところである。

平成15年度のパッシブ運用の割合は、国内債券と外国債券が70%を超え、国内株式は77%、外国株式は81.6%となっている。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13年度末	平成14年度末	平成15年度末
資産全体	50.1%	65.5%	74.9%
国内債券	50.7%	61.4%	75.5%
国内株式	44.2%	70.8%	77.0%
外国債券	71.4%	76.9%	73.3%
外国株式	53.3%	79.0%	81.6%

3 運用受託機関の選定・評価

[運用の基本方針の規定] (第3の二の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の確保に努めている。

運用受託機関等の選定については、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現地調査も実施している。選定結果は速やかに公表し、選定手続きの透明性を確保するよう努めている。

運用受託機関への資金配分については、パッシブ運用では、超過収益率及びトラッキングエラーによる定量評価及び定性評価が一定水準以上の運用受託機関に対して資金配分することとしており、アクティブ運用では、総合評価の高い上位2分の1に該当する運用受託機関及び運用開始後3年未満の運用受託機関に対し資金配分することとしている。

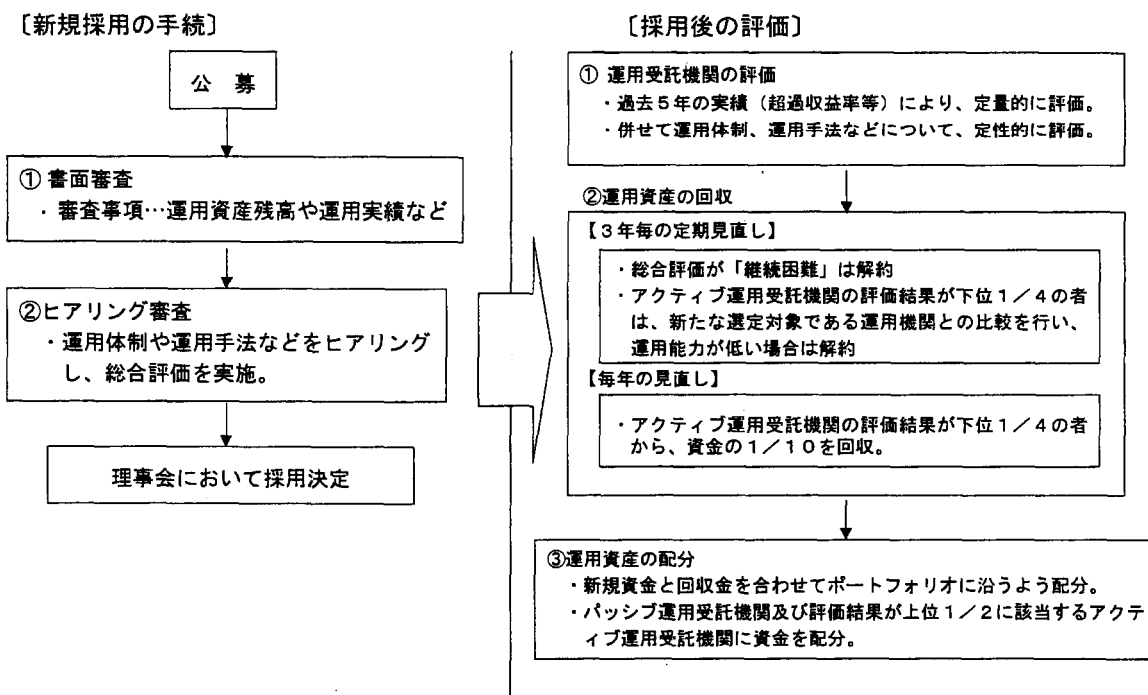
資金回収は、総合評価の低い下位4分の1に該当するアクティブ運用受託機関から資金を回収することとしている。

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、資金の一部回収や解約などの措置を講じることとしている。

平成15年度においては、上記のルールに基づき、すべてのパッシブ運用受託機関及び外国債券のアクティブ運用受託機関7ファンドに対し資金の配分を行った。また、国内株式において、総合評価の低い下位4分の1に該当した国内株式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、国内株式、外国株式において、アクティブ運用受託機関の一部を解約し、国内債券についてはアクティブ運用受託機関の一部の解約を決定した。

これらを踏まえると、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、ルールに則して運用受託機関の採用、解約及び資金配分・回収を行うとともに、これらの実施の際には、運用受託機関の評価が基本になることから、総合評価を適切に実施する必要がある。

年金資金運用基金における運用受託機関の採用・評価・資産配分について



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15年度における毎月の資金の投入及び回収状況については、平成15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を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、市場への投入等が行われている。

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他の運用受託機関への移管を行うなど、市場への影響や資産の売却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、株主議決権行使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。

平成15年度におけ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の全社（21社）が、また、外国株式については平成16年3月に新規採用した運用受託機関を除く全社（14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た。また、運用受託機関の定性評価項目に株主議決権行使の取組みを加え、ミーティングを通じて行使内容の確認等を行った。

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使しているか、その行使内容の確認、分析等を行うことにより、運用受託機関の一層適切な取組みを推進する必要がある。

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。

年金資金運用基金では、「運用の基本方針」を踏まえ、同一企業発行銘柄への投資の制限について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。

平成15年度においては、国内株式については、いくつかの運用受託機関において一時的に、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等から、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、法令や管理運用方針に違反した場合などにおける制裁処分の内容や手続きを定めた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、受託者責任に関して事例研究を行うとともに、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、運用に関わる役職員は、受託者責任を重く認識し、必要な知識、技術の修得等に引き続き最善を尽くすとともに、今後、運用受託機関の内部統制状況の確認を行うなど、より一層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、「運用の基本方針」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・評価及び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や、四半期ごとの時価による資産額や収益の状況及び年度分の業務概況書、運用機関の公募に関する情報や新たに採用した運用受託機関について、年金資金運用基金のホームページに掲載するなど情報公開に努めている。

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。今後とも、公表内容の充実とともに、分かりやすい情報公開や適切な広報活動など、更に工夫を行い、国民の一層の理解と協力が得られるよう努める必要がある。

3 運用管理体制の充実

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ために必修となっている通信教育の受講など、各種研修を実施している。また、運用受託機関の運用スタイルの多様化やリスク管理の高度化に対応する必要性から運用受託機関の管理や総合評価を行う体制を強化するなど運用管理体制の見直しを実施している。

今後とも、年金資金運用基金においては、研修の充実等による基金職員の専門性の確保や体制の整備等を通じて、管理運用能力の向上に努めるとともに、民間部門からの人材採用等についても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15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基礎的な課題に加え実務的な課題も整理する観点から、調査研究を行っている。また、主要な年金基金により組織される内外の協議会などの会合に積極的に参加し、年金資金運用に関する意見交換や情報収集に取り組んでいる。

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することから、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)

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

○ 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)

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

○ 修正総合収益率

運用成果を測定する尺度の1つ。

総合収益率では、収益に時価の概念を導入しているが、これに加え、運用元本に時価の概念を導入して算定した収益率である。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用いられる。

(計算式)

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

○ 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る。運用機関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となる。

年金資金運用基金では、時間加重収益率とベンチマーク収益率との対比で超過収益率を測定し、資産全体や個々の運用受託機関の定量評価に使用している。

○ 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。市場の動きを代表する指数を使用している。

○ ベンチマーク収益率

ベンチマークの騰落率。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の騰落率に対してどの程度収益率が上回ったか（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となる。

ただし、ベンチマーク収益率は、市場平均収益率を示す理論値であるため、取引にかかる売買手数料などの取引コストは考慮されていない。

○ 複合市場収益率（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、移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重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、これらの差額を償還期までに毎期、一定の方法で収益又は費用に加減する評価方法。

II 株式を含む分散投資の是非について

1 社会保障審議会年金資金運用分科会における検討

厚生労働大臣から寄託された年金積立金は、年金資金運用基金において、厚生労働大臣の定める「運用の基本方針」において示されたポートフォリオに基づき、国内債券を中心としつつ、国内外の株式等を一定程度組み入れた分散投資を行っているところである。

しかし、平成12年度から約3年間に及ぶ株式市場の低迷などにより、市場運用において厳しい運用状況が続いていることなどを背景として、株式投資について見直しを行うべきではないかとの指摘がなされた。

これらを踏まえ、平成14年10月より半年間にわたり、社会保障審議会年金資金運用分科会において、その是非が検討され、平成15年3月に「株式を含む分散投資の是非に関する意見」が出された。

2 「株式を含む分散投資の是非に関する意見」の内容

意見書においては、

- ・ 年金積立金の運用の中心的な資産である債券と株式は、それぞれ異なるリスク・リターン特性を持っており、両者を組み合わせることにより、リスク分散効果が期待できること、
- ・ 年金積立金の運用は数十年にわたる長期の運用であり、その間様々な経済変動が予想されるが、そうした中で、長期的にみて最も安定した収益を上げることを目指すべきであり、短期的な市況予測に基づき、株式や債券などの資産構成割合を頻繁に変更するよりも、基本となる比率を定め、これを一定期間維持する方が、長期的に安定的に収益を確保するという目標を効果的に達成できると考えられること、
- ・ 全額国債運用を行った場合、今後の金利の動向によって損失が生じる可能性があり、債券の保有割合を高めることが必ずしも安全性を高めることにはならないと考えられること、
- ・ 年金積立金が我が国の株式市場に投入されることは、公的に集められた資金が市場を通じて民間の企業活動に還流し、我が国の経済活動に寄与するという意義が認められること、などから、今後とも、国内債券を中心としつつ、国内外の株式を一定程度組み入れるという考え方にに基づき、運用を行っていくことが適当とされた。

Ⅲ 図表データ等

(参考1) 平成15年度の年金資金運用基金の資金運用結果

○ 平成15年度の損益合計額について（単年度）

1 損益合計（①～④）	4兆4,306億円		
①市場運用分の総合収益額	4兆7,225億円	}	4兆8,724億円
・修正総合収益率	12.48%		
②運用手数料等	△193億円		
③引受財投債の収益額	1,691億円		
④承継資金運用勘定借入利息	△4,417億円		

2 各勘定の損益

厚生年金勘定	3兆3,351億円	}	3兆5,737億円	}	4兆8,724億円
国民年金勘定	2,386億円				
承継資金運用勘定	1兆2,986億円	}	8,569億円		
承継資金運用勘定借入利息	△4,417億円				

○ 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 △1兆6,411億円

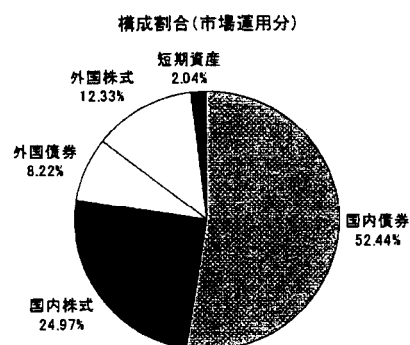
（平成15年度単年度損益合計額4兆4,306億円 + 平成14年度末累積利差損△6兆717億円）

（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15年度末）

	時価総額（億円）	構成比
国内債券	252,012	52.44%
国内株式	120,019	24.97%
外国債券	39,520	8.22%
外国株式	59,255	12.33%
短期資産	9,804	2.04%
合計	480,610	100.00%

財投債（簿価）	222,801
---------	---------



（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15年度)

	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	-1.82%		-0.07%
(アクティブ)	-1.76%	-1.74%	-0.01%
(パッシブ)	-1.84%		-0.10%
国内株式	50.30%		-0.83%
(アクティブ)	48.22%	51.13%	-2.91%
(パッシブ)	51.15%		0.02%
外国債券	0.20%		0.05%
(アクティブ)	0.39%	0.15%	0.24%
(パッシブ)	0.14%		-0.02%
外国株式	23.76%		-0.94%
(アクティブ)	21.83%	24.70%	-2.87%
(パッシブ)	24.27%		-0.42%
短期資産	0.01%	0.00%	0.01%
合 計	13.01%	12.59%	0.42%

(注) 合計欄のベンチマーク収益率は、各運用資産のベンチマーク収益率を、移行ポートフォリオを考慮した資産構成割合で加重したもの(複合ベンチマーク収益率)。

(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
15年度	1,374,110	98,612	1,472,722

- (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年度以降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) 預託金利息収入見込み額

(単位：億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計
平成15年度	22,884	1,523	24,407
16年度	16,913	1,162	18,075
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	65,751	4,316	70,067

(注) 平成15年度は実績、平成16年度は予算額、平成17年度以降は推計。

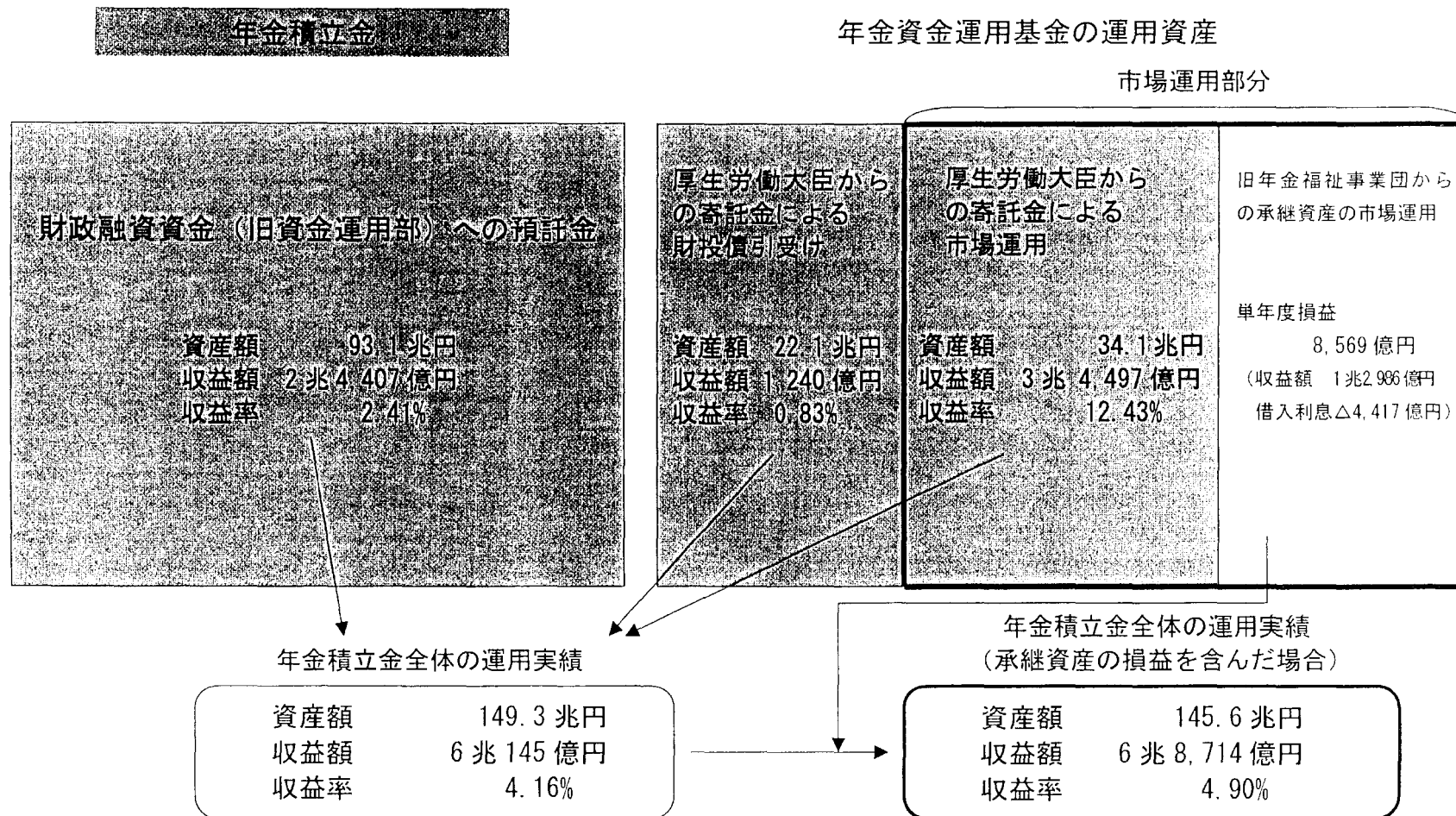
(参考6) 満期別預託償還額

(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	1,000,327	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15年度 年金積立金の運用実績



(注1) 資産額は平成15年度末の値。

(注2) 平成15年度末における市場運用部分の累積利差損は△1兆6,411億円。

(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。