

## 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17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17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。

また、運用受託機関とのミーティングを通じて行使内容の確認等を行っている。

平成17年度における各運用受託機関の議決権行使状況は、運用受託機関の全社（国内株式18社、外国株式20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。

なお、西武鉄道株式会社が、平成16年10月13日に有価証券報告書の虚偽記載の事

実などを公表し、同年11月16日に東京証券取引所が西武鉄道株の上場廃止を決定したことから、年金資金運用基金が委託者兼受益者である信託財産において保有していた西武鉄道株の売却を余儀なくされ、損害を被った。このため、平成17年10月7日付けで、受託者である信託銀行において損害賠償請求訴訟を提起した。

これらを踏まえると、株主議決権の行使については、適切な取組みが行われていると評価できる。

今後とも、株主議決権の行使については、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、分析を行い、定性評価に反映させることなどを通じて、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17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、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、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」に沿って適切に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、受託者責任を徹底する観点から、業務管理、業務執行における統制と監視の整備等について検討する必要がある。また、運用受託機関の受託業務に係る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広報など、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、運用資産の状況を的確かつ迅速に把握するため、資産統合管理システムを構築し、運用データの一元管理を行うとともに、リスク管理や収益の管理・分析に活用している。

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。また、管理運用システムについては、管理運用の目標を明確にする中で、これを効率的に達成する観点から、その在り方を検討する必要がある。

### 4 調査研究の充実

年金資金運用基金では、平成17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

### 各資産のリスク・リターンの5年間の実績値と基本ポートフォリオ策定時における推計値

基本ポートフォリオ（平成13年及び平成17年）策定時においては、数十年の長期にわたって運用を行うことを前提として、ポートフォリオ策定のため、資産ごとにリスク・リターン・相関係数の推計を行っている。

今回、平成13年4月に基本ポートフォリオに基づく市場運用を開始してから5年が経過したことを踏まえ、参考として、平成13年4月から平成18年3月までの5年間におけるリスク・リターンの実績値を算出した。

#### ○平成13年度から平成17年度までの5年間の実績値（年率） （単位：％）

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
年金資金 運用基金	リターン	0.77	7.25	8.97	5.17	0.04
	リスク	1.96	16.06	7.55	16.43	-
ベンチ マーク	リターン	0.81	7.38	9.42	5.48	0.04
	リスク	1.95	15.94	7.73	16.77	-

名目賃金上昇率	-0.41
---------	-------

物価上昇率	-0.44
-------	-------

#### ○平成13年基本ポートフォリオにおける推計値 （単位：％）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
名目リターン	4.0	6.5	4.5	7.0	2.5
リスク	5.45	21.62	14.67	20.30	3.38

名目賃金上昇率	2.5
---------	-----

物価上昇率	1.5
-------	-----

注：名目賃金上昇率及び物価上昇率は、平成11年財政再計算における経済前提。

#### ○平成17年基本ポートフォリオにおける推計値 （単位：％）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
名目リターン	3.0	4.8	3.5	5.0	2.0
リスク	5.42	22.27	14.05	20.45	3.63

名目賃金上昇率	2.1
---------	-----

物価上昇率	1.0
-------	-----

注：名目賃金上昇率及び物価上昇率は、平成16年財政再計算における経済前提。

リターンの実績値は、

- ・ 国内債券は、平成13年・平成17年ポートフォリオのいずれの推計値も下回った。しかし、短期資産の名目リターンが長期的には2%又は2.5%程度と推計されている。

るのに対し、この5年間における短期資産の名目リターンがほぼゼロ（0.04%）であったことを踏まえると、国内債券のリスクプレミアムは、平成17年ポートフォリオの推計値とほぼ同水準であった。

- ・ 国内株式・外国債券は、平成13年・平成17年ポートフォリオのいずれの推計値も上回った。
- ・ 外国株式は、平成17年ポートフォリオの推計値とほぼ同水準であった。

一方、リスクの実績値は、全資産について、推計値を大きく下回った。

なお、ポートフォリオにおいては、将来の数十年の長期間におけるリスク・リターンの推計を行っているのに対し、実績値は、5年間という短い期間の結果であり、かつ、平成13年度から平成17年度の運用環境特有の諸事情を反映したものであるため、推計値と実績値を比較して、基本ポートフォリオ策定時の各資産のリスク・リターンの推計方法について評価することは適当ではない。

## 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)

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

- 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)

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

- 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。

- 相乗平均  
相乗平均は、 $n$  個のデータを全て掛け合わせたものの  $n$  乗根。

(計算式)

例えば3年平均の利回り

$\{(1 + (1\text{年目の利回り}) \times (1 + (2\text{年目の利回り}) \times (1 + (3\text{年目の利回り}))\}$   
の3乗根 - 1

- 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。

- \* NOMURA-BPI総合

野村証券金融経済研究所が作成・発表している国内債券市場のベンチマーク。国内債券の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

- \* TOPIX(配当込み)

東京証券取引所が日々計算して発表している指数。東証第一部の基準時の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したもの。国内株式の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

- \* シティグループ世界国債インデックス(除く日本、円貨換算、ヘッジなし)

日興シティグループ証券株式会社が作成・発表している世界国債のベンチマーク。時価総額につき一定基準を満たす国の国債について、投資収益率を指数化したもの。国際債券投資の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

- \* MSCI-KOKUSAI(配当込み)

モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)・KOKUSAI(円貨換算、配当込み、グロス)

モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社が作成・発表している日本を除く先進国で構成された世界株指数。対象国の包括性、切り口の多様性等の点で国際株式投資の代表的なベンチマークの1つであり、基金もベンチマークとして採用。

- \* TB現先

TB(Treasury Bills)とは、割引短期国債をいう。

TB現先とは、割引短期国債を一定期間後に一定価格で買い戻す(売り戻す)ことを予め約束して行う売買取引をいう。TB現先1ヶ月の利回りをもとに指数化したものを基金の短期資産のベンチマークとしている。



○ 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。

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基に計算された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 図表データ

### (参考1) 平成17年度の年金資金運用基金の資金運用結果

#### ○ 平成17年度の損益合計額について（単年度）

1 損益合計 (①～④)	8兆6,811億円				
①市場運用分の総合収益額	8兆6,795億円	}	8兆9,348億円		
・修正総合収益率	14.37%				
②運用手数料等	△271億円				
③引受財投債の収益額	2,824億円				
④承継資金運用勘定借入利息	△2,537億円				
2 各勘定の損益					
厚生年金勘定	7兆3,606億円	}	7兆8,777億円	}	
国民年金勘定	5,171億円				
承継資金運用勘定	10,571億円	}	8,034億円		8兆9,348億円
承継資金運用勘定借入利息	△2,537億円				

#### ○ 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）

運用上の累積損益 9兆2,952億円

※特別会計への納付金（平成4年度及び平成17年）を控除する前の運用上の累積損益

（平成16年度末累積損益6,008億円 + 特別会計への平成4年度納付金133億円 + 平成17年度単年度損益8兆6,811億円）

累積損益合計額 8兆4,697億円

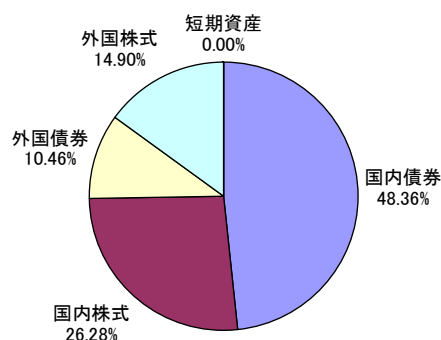
（平成16年度末累積損益6,008億円 + 平成17年度単年度損益合計額8兆6,811億円 - 特別会計への平成17年度納付金8,122億円）

(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17年度末）

	時価総額(億円)	構成比
国内債券	349,242	48.36%
国内株式	189,789	26.28%
外国債券	75,515	10.46%
外国株式	107,617	14.90%
短期資産	13	0.00%
合計	722,176	100.00%

財投債(簿価)	306,538
---------	---------



(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17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	-1.40%		0.00%
(アクティブ)	-1.38%	-1.40%	0.02%
(パッシブ)	-1.40%		-0.01%
国内株式	50.14%		2.29%
(アクティブ)	54.05%	47.85%	6.21%
(パッシブ)	49.02%		1.17%
外国債券	7.71%		-0.02%
(アクティブ)	7.74%	7.73%	0.01%
(パッシブ)	7.70%		-0.03%
外国株式	28.20%		-0.31%
(アクティブ)	27.46%	28.52%	-1.06%
(パッシブ)	28.38%		-0.14%
短期資産	0.02%	0.00%	0.02%
合 計	14.37%	13.13%	1.24%
		14.01%	0.35%

(注) 合計欄のベンチマーク収益率は、上の段が移行ポートフォリオを基に計算された資産構成割合で、下の段が毎月の実際の資産構成割合で加重して求めた複合市場収益率。

(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
16年度	1,376,619	96,991	1,473,610
17年度	1,324,020	91,514	1,415,534

- (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) 預託金利子収入見込み額

(単位：億円)

年 度	厚生年金	国民年金	合 計
17年度	10,776	758	11,533
18年度	7,983	566	8,549
19年度	4,543	256	4,799
20年度	1,403	26	1,429
合 計	24,705	1,606	26,310

(注) 平成17年度は実績、平成18年度は予算額、平成19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	国民年金	合計
平成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	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) 基本ポートフォリオ

## &lt;基本ポートフォリオ&gt;

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

目標収益率	標準偏差(リスク)
3.37%	5.55%

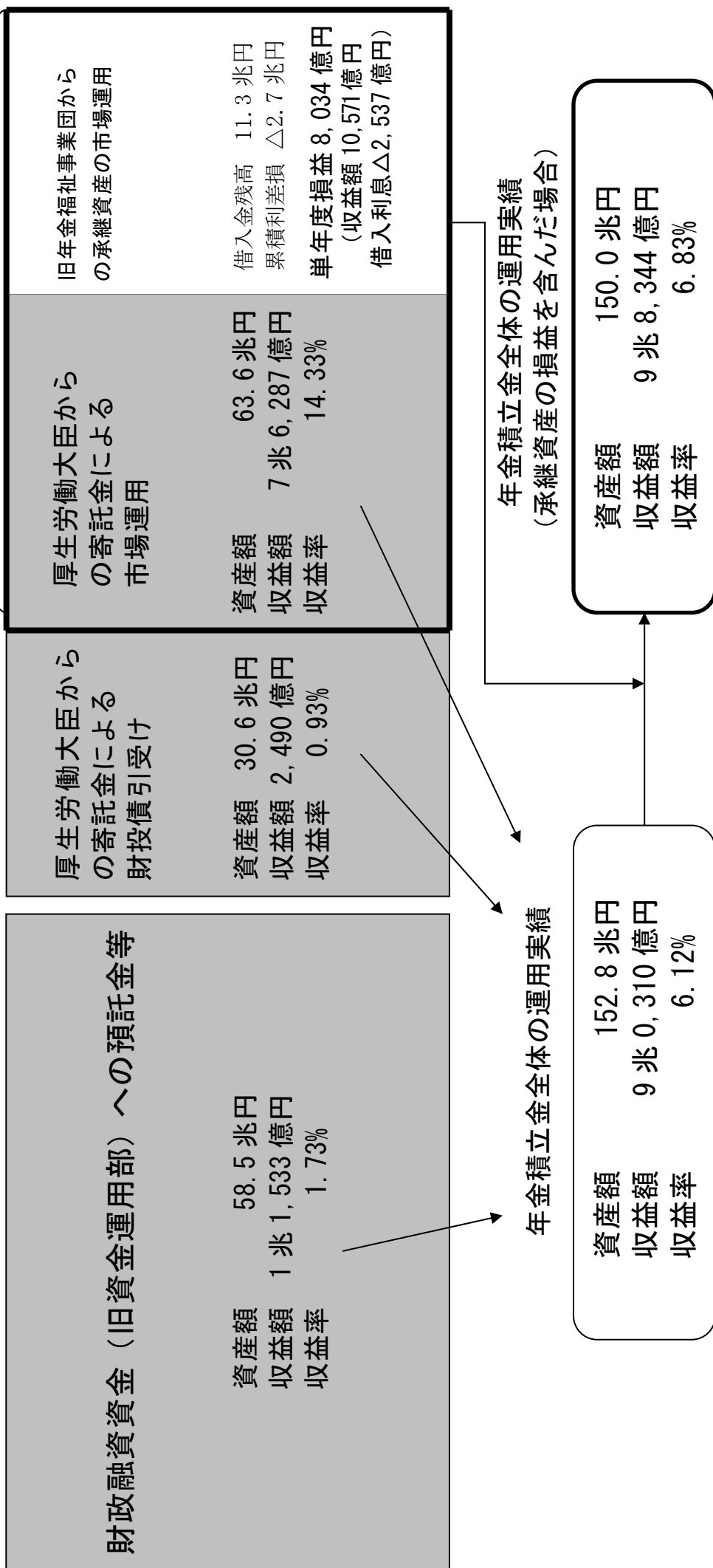
(注) このポートフォリオは、平成16年の財政再計算結果(予定運用利回り3.2%)に基づき、平成17年3月に策定したものの。

# 平成17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17年度末の値。

(注2) 平成17年度末における年金資金運用基金の年金特別会計への納付金控除後の累積損益は8兆4,697億円。

なお、運用上の累積損益は9兆2,952億円（年金特別会計への納付金（平成4年度及び平成17年度）控除前）。