

年金資産運用に関する
実務ガイドライン

実務ガイドラインは、年金資産運用の基本方針及び各社に提示した運用ガイドラインの内容を補完するものとして策定したものである。年金資産運用の基本方針及び運用ガイドラインの内容について実務上必要な解説を加え内容を具体的にし、また、指示している内容、求める報告等についての理由や背景について理解を深めることを目的としている。

本実務ガイドラインは、当連合会にとっての基本原則について定めたものであり、個別の運用受託機関等の運用スタイル・手法、組織体制等により、実務ガイドラインの基本原則と異なる対応も可能である。その場合、当連合会と協議のうえ了承した場合に、各社との個別の運用ガイドラインにその内容を提示する。したがって、年金資産運用の基本方針及び各社に提示した運用ガイドラインの内容が優先され、どちらにも明示されていない内容や不明確な内容については、実務ガイドラインに従うものとする。

～．．．

年金資産運用に関する実務ガイドライン 目次

I． 有価証券等の売買発注に関する実務ガイドライン	……………P 2
II． デリバティブの利用に関する実務ガイドライン	……………P 6
III． 海外資産における現地源泉税の取扱いに関する実務ガイドライン	……………P10
IV． 株式投資に係る株主優待物の取扱いに関する実務ガイドライン	……………P12

I. 有価証券等の売買発注に関する実務ガイドライン

1. 最良執行について

有価証券等の売買に当たり、どの証券会社と取引を行うかについては基本的に運用受託機関の選択に任されているが、発注者の立場（売買手数料等、売買に伴って証券会社に生ずる有形無形のメリットの配分を決定できる立場）を利用して、自己若しくは第三者の利益を図ることは受託者責任の観点から許されない。あくまでも委託者たる連合会の利益にのみ忠実に、つまり当該ファンドのパフォーマンス（コストをも加味した実質的なパフォーマンス）の向上のみを目的に、種々の条件を比較考量した上で最も有利と思われる証券会社と取引を行うべきである。

最良執行とは、上記の観点を踏まえ委託者たる連合会にとって最も有利となるよう売買を執行することであり、取引執行に係る総コスト（総取引コスト）を最小にしつつ最大の投資効果をあげることである。最良執行の確保のため、運用受託機関は、証券会社の選定・評価にあたり、受託資産の種類等に応じた最良執行についての評価基準を明確にし、その評価結果に基づき証券会社に対して売買発注を行っていく体制を整備することを求める。

2. 証券会社への引き合いに関する取り扱いについて

相対取引においては、発注時間、発注方法が同じであったとしても、証券会社により約定値段、レート等の条件が異なるのが一般的であり、また、委託取引であっても取引条件に差が生じる場合がある。したがって、このような取引条件に差が生じる場合においては、3社以上の証券会社に引き合いを行なった上で、取引時点の市場実勢の中で最も有利な条件を提示した証券会社と取引を行うことを原則とする。

一方で、複数の証券会社に引き合いを行うことが、取引条件を有利にする上で必ずしも有効ではないと判断される場合、例えば流動性が乏しい場合、あるいは相場が急変した場合などは、他の合理的な方法による取引条件を選択することもできるが、その場合の対応方法については、事前取引証券会社選定基準の中で明確にしておくこと。

複数の証券会社に引き合いを行う場合は、通常の約定記録のみならず、条件提示を求めた複数の証券会社名、各社別の引合時刻、被提示条件、約定条件等、取引条件を決定した過程を示す帳票を社内記録として最低1年程度は保存しておくものとし、連合会の求めに応じ、いつでも開示できるようにしておくこと。

3. 系列証券会社等に対する発注について

親会社、親会社の系列又は自社の系列の証券会社（以下「系列証券会社等」という。）への発注を必ずしも禁止するものではないが、系列証券会社等への利益供与のために必要以上の売買取引を行うことも起こり得るため、それを防止するため系列証券会社等との取引については、原則として行わないこと。ただし、最良執行の観点から、連合会にとって最も有利となる売買執行であり、総取引コストを最小にしつつ最大の投資効果をあげると判断される場合に限り、系列証券会社等との取引を行うことができるものとする。しか

しこの場合であっても、系列証券会社等への売買発注比率が、例えば、系列証券会社等の市場全体に占める売買取引シェアを大きく上回るなど、過度な売買発注比率になってはならない。

また、系列証券会社等との売買発注について、以下の取引は事前に連合会と協議のうえ了承された場合を除き禁止する。

- ・株式に関するいわゆるプリンシパル取引。
- ・系列証券会社等が引受幹事証券会社となる有価証券について、系列証券会社等からの新規募集への応募。
- ・上記有価証券について、新規発行日から3ヶ月以内の系列証券会社等からの購入（国債除く）。

○系列証券会社等の範囲

親会社とは、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行令」第8条第3号イの（4）の基準に準拠し、運用受託機関の経営を実質的に支配している法人、又は当該法人の経営を実質的に支配している別の法人をいう。

また、系列証券会社とは、資本面又は資金的・人的側面において親会社若しくは自社を含めた特定の株主グループ（特定株主グループ）と密接な関係を有する証券会社をいい、具体的には、「特定株主グループの持株比率の合計が15%以上である証券会社若しくは代表権のある取締役の中に特定株主の出身者がいる証券会社等」を指す。

ここでいう特定株主グループとは、「株主（当該グループの中核と判断される株主。「特定株主」という。）及びその者の特別利害関係者等である株主並びにそれらに準ずる株主で構成されるグループ」とする。また、「それらに準ずる株主」には、特定株主に属する社長会メンバーの会社及びその子会社並びにそれらの会社により発行済株式数の過半数が保有されている会社を含み、特定株主が出資する会社で、その設立経緯、資金的、人的関係からみて、特定グループと緊密な関係を有する会社を含む。

4. ソフト・ダラー取引について

ソフト・ダラー（ソフト・コミッション）とは、証券会社への有価証券の売買発注と引き換えに、当該証券会社又は第三者から提供される有価証券の売買以外のサービスをいう。ただし、調査レポート等、投資意思決定を行うために必要なリサーチサービスであって、証券会社又は第三者により提供され、当該サービスについて商品化（別途料金を定めて不特定多数の者に販売されることをいう。以下同じ）されていないものについては、売買発注と分離して別途料金を支払って提供を受ける途が現実には存在していないことからソフト・ダラーとは定義しない。リサーチサービスの例として、文書による調査レポート、アナリスト等による情報提供・分析・相談、セミナー・勉強会、企業調査（訪問、職員との会談、IR活動を含む）、などがある。

このようなソフト・ダラーを伴う取引（以下「ソフト・ダラー取引」という）については、執行コストの的確な管理やソフト・ダラー取引を用いる利害得失の把握が困難である

上、運用受託機関における利益相反の恐れもあることから原則として行わないものとする。ただし、最良執行が確保されると認められる場合であって、かつ、対象となるサービス等の主たる用途が明確であり、当連合会ファンドの直接的な利益になることが認められる場合にはソフト・ダラー取引を行うことも認められるが、この場合には事前に当連合会の了承を得る必要があり、事後速やかに報告することを求める。了承した場合は、その内容を運用ガイドラインに明記のうえ提示する。

また、ソフト・ダラーとは見なさないリサーチサービスの提供を受ける場合であっても、リサーチサービスに要する費用は潜在的に売買委託手数料に含まれていることから、運用受託機関は、売買委託手数料の額が、売買執行サービスとリサーチサービスを合わせた利用価値に見合ったものかどうか、最良執行の確保の観点から十分検討を行うこと。

5. 売買発注に関する方針の明確化と体制の整備

最良執行を確保するため、運用受託機関は売買発注に関する執行プロセスの体制を整備構築するとともに、相手先となる証券会社の選定及び評価についての基準を明確にすること。

取引証券会社の選定にあたっては、運用受託機関において運用受託資産の種類等に応じた評価基準を明確にし（取引証券会社選定基準）、その評価結果に基づき証券会社に対して売買発注を行うこと。

相対取引においては、証券会社の利益分が価格の中に含まれている場合が通常であるため、最良執行の確保の観点から、取引コストの把握方法については特段の配慮が必要である。また、複数の取引を同時に行う場合（バスケット取引等）、必ずしも個々の取引の条件の優劣ではなく、一連の取引全体として最も有利な条件を選択すること。

執行コストは、売買委託手数料のような容易に把握できるコストのほか、マーケットインパクトコスト（自らの売買により不利な値動きが生じるコスト）、タイミングコスト（投資判断から発注までの間に値動きが生ずるコスト）、機会損失コスト（投資判断したが約定できなかったコスト）等の見えにくいコストも含めて考える必要がある。しかし、具体的なコストの把握方法については、運用受託資産の種類等により異なるものであるため、運用受託機関においてその把握方法を定めるとともに、より適切にコストを把握するように努めること。

6. 売買発注に係る登録事項及び報告事項について

（1）登録事項

運用受託機関は、予め以下の事項について連合会に登録し、登録内容に変更が生じた場合は、速やかに再登録を行うこと。

①売買発注における方針及び体制

・売買執行プロセス

売買発注の流れについて、流れ図などを併用してわかりやすく説明すること。

- ・売買発注における方針・体制についての特長
 - ・トレーダー制の有無
トレーダー制をとっている場合は、証券発注に係るファンドマネジャーとトレーダーの役割分担、トレーダーの氏名・人員・経験年数、トレーダーの評価方法などについて記載。
 - ・執行コストの定義及びその評価方法
- ②取引証券会社選定基準
- ・選定・評価基準としている項目（売買執行力、信用力、情報提供力、事務処理力等）
 - ・項目ごとのチェック事項
 - ・各項目のスコアリングや項目間のウエイトづけの方法等、評価の具体的方法
 - ・評価手続（評価機関及び人員構成、開催の頻度等）
 - ・評価結果のフィードバックの方法
- ③売買発注に関する基準
- ・委託取引と相対取引との選択基準（株式及び外貨建株式についてのみ）
 - ・バスケット取引を行う場合の基準（株式及び外貨建株式についてのみ）
- ④系列証券会社等の名称等

（2）売買発注状況についての報告

運用受託機関は、毎月、資産別に売買発注状況について、連合会に対し報告するものとする。

II. デリバティブの利用に関する実務ガイドライン

1. デリバティブ取引の位置付け

デリバティブの利用にあたっては、原資産への投資を補完するために利用することとし、原資産投資を行う上でのスムーズな取引執行、取引コスト削減又は取引条件の改善等において有効な場合にのみ利用し、かつ原資産投資のリスク・リターンから大幅に乖離しないこと（デリバティブを含めたポートフォリオ全体として、想定したリスク・リターンの範囲内に納まること）を原則とする。

なお、オーバーレイ戦略（ポートフォリオ・オーバーレイ、為替オーバーレイ）及びボータブル・アルファ戦略におけるデリバティブの利用に関しては、当実務ガイドラインに因らず当該戦略を委託した各運用受託機関に提示する運用ガイドラインに規程するものとする。

2. デリバティブの利用に当たっての留意事項

受託資産の管理運営上、デリバティブを利用するにあたっては、以下の点に十分留意すること。これらの留意事項はあくまでも基本的な原則であり、今後のデリバティブ商品及び運用技術の発達に伴い、解釈上の疑義又は運用スタイル・手法上の支障が生ずる場合には、運用受託機関は、連合会に対し個別に相談、協議を行うことができる。協議のうえ了承した場合は、その内容を運用ガイドラインに明記のうえ提示する。

(1) 利用目的について

デリバティブの利用は、効率的なリスク管理を目的とし投機的な取引は行わないこと。

効率的なリスク管理の観点から、典型的なデリバティブの利用目的は、ポートフォリオをヘッジする目的（ヘッジ目的）、原資産を代替する目的（代替目的）があり、具体的には以下のケースが考えられる。しかし、これ以外のケースであっても、原資産投資の補完という原則に沿った利用であれば、事前に連合会と協議のうえ了承した場合は利用することができる。了承した場合は、その内容を運用ガイドラインに明記のうえ提示する。

- ・ 資産価格の一時的かつ急激な変動を予想し、ポートフォリオの感応度（債券であればデュレーション、株式であればβ値）を調整する際、原資産の売買を行うとコスト負担（手数料、マーケットインパクト等）が大きいため、デリバティブを利用して一時的にポートフォリオの感応度を調整する。
- ・ 資金の流出入時等に一時に原資産を売買するとマーケットインパクトが大きいため、一時的にデリバティブを利用してエクスポージャーを調整し、マーケットインパクトを避けながら原資産あるいは現金に置き換える。
- ・ 将来の確定した資金流入に対し、事前にエクスポージャーを持つためデリバティブを利用する。
- ・ 待機資金について、実質的にフルインベストメントとなるよう、デリバティブを利用す

る。

なお、現資産の売却を有利にするために行う当該資産に見合ったコールオプションの売却、および原資産の購入条件を有利にするために行う当該資産に見合ったプットオプションの売却は広い意味での代替目的に該当するものとする。

デリバティブの利用目的としては、上記のヘッジ目的又は代替目的以外にも、裁定取引（アービトラージ）、投機（スペキュレーション）等が考えられるが、これらは原資産のリスクリターンから大幅に乖離する可能性があり、長期運用を旨とする年金資金の運用には不適當であり、原則認めない。

また、デリバティブの利用により実質的に原資産とキャッシュの間のアロケーションを自由に変更することも可能であるが、運用ガイドラインで指定した投資対象について、フルインベストを原則としていることから、アロケーション目的でのデリバティブの利用は認めない。

（2）デリバティブの利用限度

デリバティブの利用にあたっては、いわゆるレバレッジ効果が効かないよう、売建と買建の差引建玉（ネットのデリバティブの想定元本）が、以下の範囲を超えないこと。

①売建が買建を上回る場合は、上回った売建の想定元本が現在保有する又は保有することが確定している原資産の範囲内であること。

②買建が売建を上回る場合は、上回った買建の想定元本が現在保有する余裕資金の範囲内であること。なお、確実と見込める未収収益、及び残存期間1年未満の債券は、余裕資金に含めるものとする。

また、将来の入金額を前提に余裕資金の範囲を超えて買建を行うことは可能であるが、この場合、事前に当連合会と協議を行うこと。

③上記①及び②の範囲内であっても、運用スタイル・手法から想定されるリスク・リターンと異なるポートフォリオとなるような利用、及びデリバティブを含むポートフォリオの実質的なデュレーションや β 値がマイナスとなるような利用は認めない。

（3）利用対象とするデリバティブの範囲

利用対象とするデリバティブについては、一般的に流動性があり、かつ価格が公示されている上場物（先物、オプション等）であれば特に制限は設けないが、相対で取引条件が決定される非上場物については、連合会として内容の把握が難しいことから、事前に協議のうえ、連合会が了承したものについてのみ投資することができる。この場合、取引相手方の信用力及び万一の場合の流動性（解約の可能性）について十分留意すること。了承した場合は、その内容を運用ガイドラインに明記のうえ提示する。

3. デリバティブ利用状況の報告及び確認

デリバティブの利用状況については、オフバランスであるため実際のエクスポージャー

が把握しにくいので、その報告にあたっては、原資産と明確に区別し、想定元本がわかるよう報告すること。

当該報告は、原則として月次の定期報告に併せて行うものとし、デリバティブの利用目的又は利用方法、想定元本及び評価損益額、デルタ値（できればガンマ値）、デリバティブも加味したポートフォリオのリスク管理指標（デュレーション等）、利用コスト等について報告すること。

連合会は、これらの報告内容を基に、デリバティブ利用のリスク管理のために必要な事項を随時又はミーティング等の機会を通じて適宜確認を行う。

Ⅲ. 海外資産における現地源泉税の取扱いに関する実務ガイドライン

海外資産に係る利息・配当については、当該国の国内法の税率により源泉課税される場合がある。この現地源泉税は、日本政府と当該国の間で二重課税の回避を目的として租税条約が締結されている場合、その一部または全部が免除される。免除の方法としては、租税条約締結国により、あらかじめ一定の書類を提出することにより、利息・配当の受取時点における課税額を、租税条約に定める制限税率により徴収する方法をとる国と、利息・配当の受取時点では当該国の国内法の税率で源泉徴収しておき、後日一定の手続きにより制限税率超過分を還付する方法をとる国がある。

海外資産に係る現地源泉税の還付は、相当程度の時間が掛かる場合があるが、源泉税の還付金といえども、投資の結果から生ずる利息・配当の一部であり、年金資産の一部に他ならないのであり、還付手続きに時間が掛かることで、再投資に係る機会逸失の可能性も否定できない。

年金資産を管理する受託機関においては、現地の税務関係に精通し、適正かつ迅速に源泉税還付の手続きを行うと共に、その還付状況を把握し、連合会に報告する必要がある。

1. 現地源泉税の還付請求にかかる留意事項

資産管理を行う受託機関（資産管理受託機関）は、海外資産にかかる現地源泉税の還付請求手続き等に関して、以下の事項に留意するものとする。

（1）現地の税制の把握

常に各国の税制について調査し、適正かつ迅速に対応できるよう体制を整え、情報収集の努力を行うこと。また、取得した情報は、速やかに運用指図者に提供すること。

（2）再保管先の選定

再保管先の選定にあたっては、税制に関する知識や当局に対する事前の手続き、還付請求手続き等が適正かつ迅速に行われるかも含め、事務管理能力について十分留意し選定すること。

（3）現地源泉税にかかる手続き

事前に税務当局へ届出が必要な場合は、投資行動に支障をきたすことの無いよう、速やかに手続きを取ること。その際に、連合会において必要な手続きがある場合は、内容を説明した書類と共に、手続き書類が外国語の場合は翻訳を添えて申し出ること。

（4）現地源泉税にかかる還付請求手続き

いったん現地源泉税が控除され、後日、租税条約に基づく還付請求が必要な場合は、速やかに手続きを取ること。その際に、連合会において必要な手続きがある場合は、上記（3）同様の扱いとする。

(5) 未還付の確認

還付請求後、一定期間（半年程度）を経過しても還付されない場合は、現地に確認しその事由を把握するとともに適切な対応を行うこと。

運用受託機関は、税還付も運用成果の一部である以上、効率的運用という観点から、資産管理受託機関が適正かつ迅速な処理手続きを行っているのかどうかについて把握するよう努めること。

また、海外資産に投資するにあたり、常に各国の税制について調査し、予期せぬコスト負担が発生しないよう税引き後の実質収益、税還付に要する時間等の把握に努め運用を行うこと。

2. 連合会への定期報告および報告事項

資産管理受託機関は、海外資産にかかる現地源泉税の状況を以下により定期的に報告するものとする。

(1) 月次報告

月次の報告書における、当該期間の現地源泉税にかかる状況を報告することとし、次の点に留意すること。

①利息・配当金明細

利息・配当金の入金明細には、還付不可能な現地源泉税と還付可能な現地源泉税が明確に分かるよう、それぞれ区分して計上すること。

②還付金受取明細

当該期間に還付金の受入があった場合の還付金受取明細には、還付金の入金日に加え、利息・配当金の入金日、還付請求日も記載すること。

(2) 年度報告

毎事業年度における海外資産にかかる現地源泉税の状況について、翌事業年度の4月末日までに以下の内容を報告すること。

①還付金受取明細

当該年度内における還付金の受け取りに関し、銘柄名、国、カストディアン名、配当金または利子総額、源泉税総額、還付請求額、還付請求日、還付入金日等について記載すること。

②未還付金明細

当該年度末現在、未還付となっている還付金に関し、銘柄名、当初還付請求日、再還付請求日（直近日）、未還付となっている理由および対応状況等を記載すること。

IV. 株式投資に係る株主優待物の取扱いに関する実務ガイドライン

1. 基本方針の趣旨

株主優待物は、株式投資の結果から生ずる果実であり、その経済的価値を考慮すると年金資産の一部に他ならない。したがって、資産管理受託機関は、一般に換金性の高い株主優待物に関して、できる限り換金しファンドに還元することを、年金資産の管理機関の責任として求める。

2. 株主優待物の換金性の判断基準

企業から送られてくる株主優待物は、利用割引券であったり、あるいは自社製品であったりとその形態が様々である。本来はそのすべてを換金してファンドに還元することが望ましいが、現実には換金が困難な場合が多いため、株主優待物が一般に流通している物であって、金券ショップなどオープンな市場が存在している換金可能な株主優待物を対象とする。ただし、その市場自体の社会的信用度に問題がある場合も考えられるため、予期せぬトラブルが生じないようにこの点については受託機関として十分留意すること。

資産管理機関は、株主優待物を換金するかしないかの判断基準、換金しなかった場合の保管等に関する取扱方法などについて、一定のルールを定めておくこと。

3. 株主優待物の換金に当たっての留意事項

株主優待物の換金については、マーケット自体の社会的信用度に十分留意しつつ、相対取引であるために、市場実勢を捉えるためにも複数の業者に引き合いを行い、最も有利な条件を提示した業者と取引を行うこと。

変更履歴

①有価証券等の売買発注に関する実務ガイドライン

策定：96/11/15 改定：00/6/12 改定：06/4/1

②デリバティブの利用に関する実務ガイドライン

策定：97/3/12 改定：00/4/1 改定：06/4/1 改定：11/11/2

③不動産の管理運用に関する実務ガイドライン

策定：98/3/19 改定：00/4/1 廃止：05/03/11

④株式投資に係る株主優待物の取扱いに関する実務ガイドライン

策定：98/3/19 改定：00/4/1 改定：06/4/1

⑤海外資産における現地源泉税の取扱いに関する実務ガイドライン

策定：99/4/8 改定：00/4/1 改定：06/4/1

⑥ソフトダラー取引に関する実務ガイドライン

策定：00/6/12 廃止：06/4/1（「有価証券等の売買発注に関する実務ガイドライン」へ統合）

⑦株主義決権行使に関する実務ガイドライン

策定：01/10/5 改定：06/4/1 廃止：14/05/22（「企業年金連合会スチュワードシップ責任を果たすための方針」の策定に伴い廃止）