

年金資産の運用方法について

Q - 1 年金給付等積立金の運用方法として、どのような方法がありますか。

年金給付等積立金は、信託会社への信託（運用方法を特定するものを除く）、生命保険会社又は農業協同組合連合会への保険料又は共済掛金の払込み、金融商品取引業者との投資一任契約、自家運用（インハウス運用）、のいずれかの方法により運用しなければなりません。

なお、自家運用を行なうためには、運用の基本方針に自家運用の役割等を規定することが義務づけられているとともに、運用対象資産によっては、運用の専門知識と経験を有する者の設置等が義務づけられています。

ただし、規約型企業年金は自主運用を行うことができません。

Q - 2 信託会社への信託とは、具体的にどういうことですか。また、信託会社では、どのような運用が行われるのですか。

信託会社への信託とは、基金と信託会社との間で、基金が支給する年金たる給付及び一時金たる給付に要する費用に充てることをその目的とする信託契約を締結し、信託会社が受託者として資産の管理・運用の業務を行います。基金は委託者兼受益者となります。

信託会社の運用には、年金信託と年金特定信託契約（いわゆる「特金」）の2つの契約があります。

年金信託契約では、その大部分を他の年金基金の資産と合同で運用しています。合同運用ファンドは資産タイプ別に合同運用口があり、資産タイプによってはさらに複数のファンドから構成されています。合同運用のほかに、各基金の資産によって直接に有価証券などの購入、売却が行なわれる直接投資があります。

合同運用ファンドを含めてどの資産でどのくらいの割合で投資するかについては、信託会社と協議して決めることになります。

年金特定信託契約は、金融商品取引業者と投資一任契約を締結した際に、その資産の管理を行う、いわば「受け皿」としての契約です。

Q - 3 生命保険会社への保険料の払込みとは、具体的にどういう事ですか。また、生命保険会社では、どのような運用が行われるのですか。

生命保険会社への保険料の払込みとは、基金と生命保険会社との間で、基金が年金たる給付及び一時金たる給付に要する費用に充てることをその目的とする生命保険契約を締結し、基金は保険料を生命保険会社に払込み、その保険金を受取ります。

生命保険会社の運用には、一般勘定と第一特約及び第二特約の3つがあります。

一般勘定は元本と最低利率の保証があり、更に運用状況に応じた配当が上乘せされる仕組みとなっています。

第一特約は、資産を一般勘定から分離して特別勘定で他の基金等の資産と合同で運用する商品（総合口）と資産別の合同運用商品（債券口、株式口、外国債口、外国株式等）があります。

第二特約は、資産を一般勘定から分離して特別勘定で基金の資産を単独で運用をする商品ですが、資産配分について生命保険会社との協議に基づき指示することができます。

なお、平成14年4月から農業協同組合連合会への共済掛金の払込みが、新たな運用先として追加されました。

Q - 4 金融商品取引業者との投資一任契約とは、具体的にどのような内容の契約ですか。

投資一任契約とは、基金が金融商品取引業者に対して金融商品の価値等の分析に基づく投資判断を一任するとともに、その投資判断に基づき基金のために投資を行うのに必要な権限を委任する内容の契約となっています。なお、金融商品取引業者は、基金などの顧客から資金の預託を受けることができないとされているため、資金管理については、確定給付企業年金法により信託会社の年金特定信託（Q - 2を参照）を利用することが義務づけられています。

Q - 5 自家運用を行うための要件は何ですか。また、投資対象資産としてどのような資産があるか教えてください。

自家運用を大別すると、投信の自己購入など運用の専門家の設置が義務づけられていないタイプのもの、株式のインデックス運用など専門家の設置が義務づけられているタイプのものの2つに分けられています。

運用に関する基本方針に、自家運用の役割、位置付け、管理運用の体制、運用対象及び運用実績の評価方法を規定する、政策的資産構成割合（政策アセット・ミクス）その他必要な事項（以下「自家運用に関する事項」という）を規定する基金においては、投資信託の受益証券等の売買、貸付信託の受益証券の売買、預金又は貯金、コール資金の貸付、手形の割引、の方法による自家運用を行うことができます。

また、運用の基本方針に自家運用に関する事項を規定しているとともに、自家運用に係る業

務を執行する運用執行理事や専門知識と経験を有する者を設置している一定の管理、及び運用の体制を整えた基金(体制要件についての自己認証と事前届出が必要となります)については、上記に加え、有価証券(株式等を除く)の売買、債券貸付、債券先物及び債券オプション、先物外国為替及び通貨オプション、株式のインデックス運用、株式指数先物及び株式指数オプション、の方法による自家運用を行うことができます。

なお、規約型企業年金は自主運用を行うことが認められていません。

Q - 6 年金資産を母体に預けて運用してもらうことができますか。また、基金が自家運用で個別株式を売買することができますか。

年金資産を運用する場合、契約の相手方は信託会社、生命保険会社、農業協同組合連合会、金融商品取引業者(投資一任契約)に限られております。

また、基金が自家運用できる株式の売買は厚生労働省令で定めるところにより金融商品取引法に規定する有価証券指標(厚生労働省令で定めるものに限る)その他政令で定めるものの変動と一致するように運用することとされておりますので、個別株式を売買することはできません。

Q - 7 当基金では、各信託銀行から提示されたバランス型ポートフォリオの合計値を基金の政策アセット・ミクスとしています。この方法による運用上の留意点は何ですか。

運用成果の多くは資産構成により決まるといわれており、基金の資産運用にとって政策アセット・ミクスの策定は非常に重要です(米国の実証分析では、政策アセット・ミクスによってリターンの変動の約9割が決まるといわれています)。

一般的に、政策アセット・ミクスは、投資対象資産のリターン・リスク特性、各資産間の相関関係(相関係数)、基金の年金債務構造、母体企業の掛金負担能力等の要素を総合的に勘案して策定されます。

法令上、政策アセット・ミクスの策定は、一部の例外を除き、任意となっていますが(自家運用を行っている基金並びに掛金を株式で拠出することを定めている基金は政策アセット・ミクスの策定が義務付けられています)ご質問のように、各信託銀行から提案されたバランス型ポートフォリオの合計値を政策アセット・ミクスとしている場合は、基金のリスク許容度等十分に反映されているとはいえないので、年金ALM等の分析を行って、政策アセット・ミクスを策定することをお勧めします。

Q - 8 国内の投資対象資産に魅力が感じられません。そんな中、政策アセット・ミクスの見直しを検討中です。一般的に、国内資産を海外資産よりも多く持つというバイアスをかけているようですが、それは何故でしょうか。

国際分散投資を前提とするものの、自国資産（自国通貨建て資産）への配分比率が、海外資産への配分比率よりも高くなっている状態のことを、ホームカントリー・バイアス、あるいはホームアセット・バイアスといいます。ホームカントリー・バイアスの考え方について、それが国際分散投資を考える上で合理的かそれとも非合理的かは、未だ解明されておりません。しかしながら、事実としてそのような現象が見られるということです。

このように、国内投資に偏りをかける理由は何かあるのかというご質問ですが、次のように整理できます。

- 1．ホームカントリー・バイアスの考えが発達してきた欧米において、もともと年金資金は自国経済の発展のために使われるべきであるという考えが主流にあったといわれていること
- 2．特に米国では、国内投資で十分期待される収益が稼げていたため、米国から見た海外投資の妙味は乏しかったこと
- 3．日本の年金運用という立場で考えると、法律上、年金の支払いは円となっているため、海外資産への投資をした場合に、想定されない急な事態で外貨建て資産までも売却して円通貨に為替交換しなければならないような支払いが生じたときには、突発的な為替交換のため、予測不可能な為替変動リスクを追わされることになること

もちろん、ホームカントリー・バイアスの考え方によって、それ以外の考え方が排斥されるものではありません。外貨建て資産をどれだけ保有するのかについては、政策アセット・ミクスを作成するときに決定されますが、外貨建て資産で運用するということは為替リスクもあるということ意識しておく必要があります。

Q - 9 国内債券投資の代替として、ヘッジ付き外債を検討しています。ヘッジ付き外債を検討する際の留意点等がございましたら、アドバイスをお願いします。なお、昨年度、基金の政策アセット・ミクスを見直したばかりなので、政策アセット・ミクス自体を変更するつもりはなく、また実際の国内債券のウェイトもこれ以上増やしたくはないと考えております。

国内債券投資の代替としてヘッジ付き外債で運用するということは、すなわち、為替リスクを予め回避するために、為替をフルヘッジした状態で外債運用をするということに他なりません。ただし、基金ではヘッジコストを負担しなければなりません。

ヘッジコストとは、日本の短期金利と外貨国の短期金利との金利差のことであり、外貨国の

短期金利が日本の短期金利と比べて高いときは金利差×期間分だけ支払うこと（マイナス）となり、逆に低いときは金利差×期間分だけ受け取ること（プラス）となります。

ヘッジコストが「支払い」の状態、国内債券投資の代替として「ヘッジ付き外債」に投資する場合、得られる収益率が国内債券投資で得られる収益率よりも高くなければなりません。

国内債券投資のリターン < 外債の現地通貨ベース・リターン - ヘッジコスト

言い換えると、国内債券投資収益率に短期金利差分を上乗せしたリターン以上に、海外の債券市場で高いリターンを上げ続けられない限り、国内債券投資の代替とする妙味はないこととなります。この点に留意した上で、国内債券投資の代替としてヘッジ付き外債を採用するかどうかを判断することとなります。

Q - 10 有価証券現物による移管はどのような場合にできますか。

すべての信託契約（年金信託契約、年金指定単契約及び年金特定信託契約）において金銭信託とする要件が撤廃され、法律上は証券現物を用いた資産移管（以下「現物移管」といいます）が可能です。

現物移管を実施するためには、財産の受入と交付において二種類以上（例えば金銭と有価証券）の財産で行える契約（以下「包括信託」といいます）に変更する必要があります。

なお、包括信託契約への変更の時期につきましては、シェア変更の有無にかかわらず、あらかじめ包括信託契約に変更しておくことも可能ですし、現実に現物移管を実施する場合に、その他の契約変更とあわせて包括信託契約に変更することもできます。

現物移管の対象となる資産の範囲、具体的な移管方法（例：契約書変更等の移管手続き・所要日数、資金決済方法、ポートフォリオ組替え手続き、約定未受渡取引の取扱い）など実務的なルールの整備については、信託協会において検討が進められてきましたが、当面、現物移管の対象となる資産の範囲は有価証券に限ることとされております。

また、有価証券でも合同運用の場合には、次の理由により、当面は現物移管ができません。

- 1．有価証券でも合同運用の場合には、基金は証券現物の「持ち分」権を有しているわけではなく、口数に応じた信託受益権を他行に現物移管しても運用者は移管前の信託銀行のままとなり、移管のメリットが生じないばかりか非常に奇妙な契約関係となってしまうこと。
- 2．口数に応じて現物を分割し移管することは、端株処理等実務的な問題を解決しなければならないこと。ただし、同一信託銀行内の年金信託契約と年金指定単契約を統合する場合には、以上の問題は生じないため、現物移管を行うことができます。

Q - 11 基金の理事と運用受託機関はどのような受託者責任を負っているのか教えてください。

基金の理事及び運用受託機関は、基金に対し受託者責任を負っています。

年金資産運用の受託者責任に関し、特に重要なのは、注意義務と忠実義務の2つです。

注意義務は、ある地位や職責にある者に求められる一般的な水準の知識に基づいて、十分な注意を職務遂行上払うということです。基金の理事等は、業務遂行上、理事等の地位にある者として要求される知識（例：投資理論）に基づき、十分な注意義務を果たすことが求められています。また、運用受託機関は、同様の状況であれば専門性を有するプルードント・インベスター（思慮深い投資家）の基準に照らし当然払うべき合理的な注意及び配慮をもって業務を遂行しなければなりません。

なお、受託者責任を全うしたかどうかは、その結果の良し悪し自体に対して判断されるものではなく、意思決定をどのような過程を踏んで行ったかによります。すなわち、受託者責任は結果責任ではなく、プロセス責任ということです。

忠実義務は、受託者の義務の中で最も重要で本質的な義務といわれるもので、受託者（理事、運用受託機関）は、もっぱら基金の利益を考え業務を遂行し、基金（加入者・受益者）の利益に反して自己の利益を追求してはならないというものです。

基金の理事等の受託者責任については、平成14年3月に厚生労働省から「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が通達として示されています。