

万人のための年金運用入門（6）－ベンチマーク（上）

ベンチマークは、政策アセット・ミックスとともに年金基金の運用の基本方針を示し、また、運用機関のパフォーマンス評価やリスク管理の基準となります。一般的にベンチマークとして用いられる市場インデックスには、様々な問題点も指摘されており、カスタマイズド・インデックスの導入も含め、基金の資産運用においては、最適なベンチマークの設定が重要です。

年金基金の資産運用では、まず、運用の基本方針となる政策アセット・ミックスを策定します。運用対象とするアセットクラスとその配分比を決定した基本ポートフォリオが、年金運用の基準目標となります。その際、一般的には、各アセットクラスを代表する市場インデックスがベンチマークとして用いられます。

運用を委託される運用機関では、基金が示した運用方針に基づいて運用を行いますが、ベンチマークは運用機関のパフォーマンス評価やリスク管理を行う際の指標となります。たとえば、アクティブ運用の運用成績は、超過リターン（ベンチマークを上回るリターン）やインフォメーション・レシオ（超過リターン／トラッキング・エラー）などで評価され、また、リスク管理においては、ベンチマークからの乖離（トラッキング・エラー）を測定することによって、リスク許容範囲内にあるかどうかなどのチェックが行われます。

伝統的な運用資産としては、国内株式・国内債券・外国株式・外国債券の4種類があり、それぞれ、TOPIX（配当込み）、NOMURA-BPI、MSCI Kokusai Index、ソロモン・スミスバーニー世界国債インデックスが代表的なベンチマークとして用いられています（図表1）。パッシブ運用を行う場合には、ベンチマークと同等のリターンの確保が目標とされますが、ベンチマーク自体に様々な問題があるのならば、いくらベンチマークに追随しても、非効率な運用結果となってしまいます。

図表1 代表的なベンチマーク

株 式			債 券		
インデックス	TOPIX(配当込み)	MSCI Kokusai Index	インデックス	NOMURA-BPI	ソロモン・スミスバーニー世界国債インデックス
対象	東証1部上場全銘柄	主要国の上場株式 アメリカ、カナダ、オーストラリア、イギリス、スイス、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ加盟国	対象	残存1年以上、残存額面10億円以上の国内発行の円貨建公募利付債	残存1年以上の主要国の現 地通貨建固定利付国債 アメリカ、カナダ、オーストラリア、イギリス、スイス、スウェーデン、デンマーク、日本、ユーロ加盟国
配当の考慮	○	○	再投資	月末まで再投資運用なし	米国は国債残存1ヶ月利回り、その他はユーロ預金金利で運用
計算方法	時価総額加重平均	時価総額加重平均	評価時価	野村証券の 評価・算定時価	ソロモン・スミスバーニーの価格 (スイスは地元マーケットメーカー)
株式持合調整	×	○(2002年5月までに 移行予定)	最低格付	事業債・円建外債A格 以上(金融債はすべて)	Moody's Baa3または S&P BBB-以上
提供元	東証	MSCI	提供元	野村証券	ソロモン・スミスバーニー

注) 各種資料よりニッセイ基礎研究所で作成。

TOPIX についてみると、第1に、親子関係株式あるいは持ち合い株式などの影響があります。たとえば、NTT ドコモ株の時価総額は約15兆円、TOPIX に対するウェイトは4.7%（いずれも2001年8月28日時点）におよびますが、発行済株式数の64%は親会社であるNTTが保

有しています（2001年3月末時点）。この分は、頻繁に売買されないため、市場で流通する株数を発行済株式数の36%と仮定して計算すると、対TOPIXウェイト（修正後）は1.8%に減少します（図表2）。つまり、TOPIXをベンチマークとするインデックス運用の場合、市場で流通している株数に比べて超過需要が生じ、価格形成を歪める可能性があります（年金ストラテジー 2001年4月、5月号参照）。

こうした浮動株（市場で流通する株式）を考慮したインデックスの議論は、海外でも盛んに行われており、外国株式の代表的なインデックスであるMSCI Kokusai Indexは、2002年5月末までに浮動株をベースとしたインデックスに移行するとしています。

図表2 親会社等が保有する安定株を除いた場合の対TOPIXウェイト

銘柄名	時価総額 (億円)	対TOPIX ウェイト ①	安定保有 比率	対TOPIX ウェイト (修正後) ②	②-①
NTTドコモ	152,547	4.7%	64.0%	1.8%	-3.0%
セブン-イレブン・ジャパン	33,732	1.0%	50.7%	0.5%	-0.5%
日産自動車	28,637	0.9%	36.8%	0.6%	-0.3%
デンソー	18,286	0.6%	24.9%	0.4%	-0.1%
日本オラクル	14,101	0.4%	74.2%	0.1%	-0.3%
ファーストリテイリング	8,221	0.3%	43.6%	0.1%	-0.1%
松下通信工業	7,902	0.2%	56.3%	0.1%	-0.1%
伊藤忠テクノサイエンス	5,461	0.2%	44.6%	0.1%	-0.1%

注) 時価総額、対TOPIXウェイトは2001年8月28日時点のデータ。

安定保有比率は親会社、経営者個人などが保有する株数の比率（2000年度決算時点、データは四季報より）。

第2に、特定の業種・銘柄の影響が大きすぎるという問題があります。先般のITバブル相場では、電気機器・通信業の対TOPIXウェイトは36%におよびましたが（2000年2月末時点）、ITバブルの崩壊とともに、TOPIXの大幅下落に影響を及ぼしました。そこで、ベンチマークとしてTOPIXを用いる代わりに、東証2部や店頭登録銘柄も含めたインデックスをベンチマークとすることも考えられるでしょう。米国では、フランク・ラッセル社が21種類もの株式インデックスを提供しており、投資信託会社などの運用成績を評価するパフォーマンス基準として採用されているようです。

国内債券については、NOMURA-BPIが代表的なベンチマークとされますが、①銘柄入替が多いこと、②年金基金の評価基準である公社債店頭基準気配とインデックスの時価（野村証券の評価・算定時価）の違い、③低流動性銘柄の存在（インデックスでは残存額面10億円以上が対象）などの問題点が指摘されています。

将来の年金給付を目的とする年金基金にとって、最も効率的な債券運用は、負債とポートフォリオのデュレーションをマッチングさせて、価格変動リスクを小さくすることです。一般的に、基金の負債のデュレーションが長めなのに対してNOMURA-BPIは5.34年（2001年7月末時点）と短く、また、基金によって負債構造は異なるわけですから、基金毎に最適なベンチマークも異なることになるでしょう。

以上のとおり、ベンチマークの設定にあたっては、各インデックスの特徴を吟味して、個々の年金基金の運用内容に相応しいものを用いることが重要です。その場合、インデックス作成にかかるコスト負担をどうすべきかといった問題もありますが、債券運用などでは、基金の負債構造に合わせたカスタマイズド・インデックスを用いることも検討課題でしょう。

※次回は、年金運用におけるベンチマーク選択について具体的に考えてみたいと思います。