

第 43 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 22 年 11 月 26 日 (金) 10:00～12:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員 ・草野委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

- (1) 株主議決権行使状況の概要について
- (2) その他

●玉木審議役 それでは、お時間でございますので、ただいまより第 43 回運用委員会を開会いたします。

委員の出欠の状況でございますが、本日、佐藤委員につきましてはご都合により御欠席とのことでございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をいたします。

議事次第、座席図のほか、

委員限り 1、「リバランスについての論点整理とシミュレーションについて」

委員限り 2、「年金積立金管理運用独立行政法人 平成 22 年度第 2 四半期運用状況」

委員限り参考資料、「各資産の運用状況の補足説明(市場運用分)」

委員限り 3、「株主議決権行使状況の概要(平成 22 年 4 月～6 月)」

委員限り 4、「リスク管理状況等の報告(平成 22 年 9 月)」

以上でございます。よろしゅうございましょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 皆さん、お忙しいところ、ありがとうございます。

1 番目の議題ですが、「リバランスについて」、委員限り資料 1 に基づいて、事務局から御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私の方から「リバランスについての論点整理とシミュレーションについて御説明上げます。

前回、この委員会におきまして、リバランスにつきまして、事務局から論点を御提示させていただきまして、それに基づいて御議論いただきました。この資料でございますけれども、そのときの御議論いただいた意見をこのような形で整理をしたという趣旨でございます。

資料に沿って御説明いたします。

まず一つ目の箱、許容乖離幅の考え方でございますが、前回、事務局から、この乖離許容幅の内側におけるオペレーションにつきましては、当法人として主体的な運用管理として自由度があると考えることができるのではないかと、こういった論点でございます。

これに対しまして、投資行動の自由度があるという意見といたしまして、この乖離許容幅の中で戦略を考えて自由に動くべきという御意見をいただいたところでございます。

ただ、自由度があるとはいっても、乖離許容幅を活用して収益を稼ぐ、これは基本ポートフォリオから意図的にティルトをさせることによって収益を稼ぐ、いわゆる TAA と呼ばれているものでございますが、これにつきましては、方法論をしっかり検討する、慎重にといった御意見でございます。

また、議論の中で、このバンドにつきましては、リバランスには取引コストがつきものでございますので、あまり頻繁にリバランスをやってもコストばかりかかってしまうということで、一定の範囲以内では逆にリバランスを禁止すると、こういったプロヒビションバンドという考え方が一方であるわけでございまして、特にこれは企業年金で多く利用されているものでございます。一方で、私どもの乖離許容幅は、その範囲を超えたら必ずリバランスしなければいけないということで、これはプロヒビションバンドとは異なる考え方でありまして。そういった中で、現行の乖離幅につきましては、8、6、5、5 と若干広めにとということでございますけれども、そういう中で、企業年金の場合は、逆にかなり小さめ、1 とか 2 とか、そのぐらいが実は普通であると。そういった性格の違いをどう考えるのかといった点でございます。

あと、いずれにいたしましてもプロヒビションバンドという概念を検討するに当たっても、この取引コストをどう把握するかということが非常に重要であるということで、二つ目の四角でございますけれども、実際、私ども現行キャッシュアウトのために売却というオペレーションを行っているということでございますので、そういったデータの蓄積、あるいは何らかの方法による蓄積、こういうものを図るべきであるという御意見でございます。

2 点目は、コストを考える上でも、例えばリバランストリガーにひっかかって、リバランスをする場合、どのくらいのスピードで、1 か月で戻すのか、3 か月ぐらいかけるのか、そういったスピードによってもコストは随分異なってくる。これをよく考えた方がいいといったご指摘でございます。

さらには、キャッシュアウトとリバランスの関係、これにつきましては、前回キャッシュアウトとリバランス、これがある意味、整合的といいますか、例えばオーバーウエイトの資産を売却することによってキャッシュアウトに充てるというオペレーションを行えば、これは結果的にリバランスにつながるということになるわけでございますけれども、一方で、市況によってはなかなかそうはいかない状況もある。それはある意味、やむを得ないといった御意見が前回の大体の雰囲気だったと思っておりますが、理屈としては、例えば国内債券がアンダーであって、あるいは他の 3 資産がオーバーであったときに、他の 3 資産の市況が非常にボラタイルである。だから国内債券アンダーでもそれを売ると、こういった背後にある

のは、結局3資産については市場がボラタイルなので、取引コストはかなりかかる。だから国内債券を売るのだと、こういう理屈も成り立ち得るのではないか、こういった御指摘でありました。

あと3点目、現行の乖離許容幅の水準につきまして、現行の8、6、5、5、これが広すぎるのではないかと指摘されているところでございますが、それに対して、事務局から、乖離許容幅の中で、さらに狭いゾーンを設定して、それらを活用するといったことはどうかといったことではございません。

あと、2点目といたしましては、何もなければ基本ポートフォリオの中心で運用するのが基本である。すなわち私どもの運用のメルクマールとしては、毎月月末毎に基本ポートフォリオに戻した場合にどのくらいの収益率、あるいはリスクとなるのかが基本線になる。そういうことを考えますと、許容乖離幅を広く採ると、それはいわゆる複合ベンチマークとの乖離というものをある程度許容することになりますので、それによってプラスマイナスが出てくる。その影響というのは、この幅が広ければ広いほど大きく、いわゆる個別資産のアクティブ運用といいますか、そのアルファなどもほとんど吹き飛ばすぐらいの影響があるので、その辺り非常に重要である。こういうもとにシミュレーションを行って、どのくらいのラインがいいのか、検討すべきであるという御意見でございます。特にこれは、例えばある一つの時期にトリガーラインにひっかかっても、逆に市場の反動でまたもとに戻るケースも十分想定できるものですので、これを何らかの形でシミュレーションにより確認できないか、こういった御意見と受けとめた次第でございます。

あと、現行の乖離許容幅、これはここの括弧に書いてございますとおり、その範囲を超えたら必ずリバランスをする。それ以上の乖離は許容しないという意味でございますけれども、そういうようなトリガーを小さくすることについては、これは結局運用の自由度を狭めることにもつながるので、それは慎重に考えるべきであろうといった御意見でございます。

あと、そもそもリバランスルールと裁量というものがトレード・オフの関係にあるわけではございますけれども、事務局から、市場と対峙する立場からすると厳格、あるいは機械的なリバランスルールはなかなか難しい。どうしても市況、その都度の判断による意思決定が欠かせない、こういったことを申し上げた次第でございます。

これに対しまして、この許容乖離幅の範囲内で運用主体としての自由度を持つという観点から柔軟にリバランス戦略を考えればよいし、そういったことをルール化すると。ルールを厳格化をするとか、あるいは公表するといったことは、市場への影響等の観点からよろしくはないのではないかとといった御意見。

ただ、一方で、全くノンルールでいいのかというと、これは人間は直近の事象にはどうしても引きずられるということなので、何らかのルール化は必要ではないか、こういった御意見でございます。

最後、キャッシュアウトとの関係につきまして、これは先ほども申し上げましたけれども、キャッシュアウトとリバランス、これはオーバーウエイトの資産を売れば、両者は整合的になるわけですが、必ずしもそうとはならない。先ほど申し上げたようなケースが許容されるとしても、何らかのルールづくりが必要でないかといった御意見。

最後の論点でございますが、これは事務局として、前回論点として挙げなかった部分ですが、前回の議論の中で、一つの論点として浮かび上がったものとしてここに掲げさせていただいたところでございます。具体的には、キャッシュアウト等に対して円滑な対応を図る。こういう観点から、多めにキャッシュポジションを積み上げていくことも検討すべきではないか、こういった御意見、論点だったかなということでございます。

具体的には、例えば年末にキャッシュが必要というスケジュール、このときに、まず普通に考えれば3か月、2か月、1か月ぐらい前から売却をしていくといったことが考えられるわけでございますが、それより前、半年とか、もっと前にキャッシュを積み上げた上で、そこで市場に応じて柔軟に対応していく。時間軸の中での柔軟性を確保していくことも必要ではないかといった御意見でございます。

いずれにいたしましても、前回の委員会で、なかなか定性的な議論だけでは済まないといいますか、何らかのシミュレーションなり数字をもとに議論すべきであろうという御意見が強かったと受けとめたわけございまして、3ページ目以降でございますが、一つの試算ではございますが、取引コストを考慮したリバランスシミュレーションを実際行いまして、これを資料としてまとめさせていただいたところでございます。

この取引コストを考える上で、結局はあるトリガーを設定したときに、そのトリガーに何回ぐらいひっかかるのかというリバランスの回数と、あとはひっかかったときに、どこまで戻すのかというその取引額、これによってトータルのコストは決まってくる。例えばトリガーが非常に広ければ、リバランスのトリガーにひっかかることはない。一方で、そういう場合に中心値まで戻すと、1回当たりのリバランスの額自体がかなり多くなるので、当然マーケットインパクトというものが大きくなってくる。

具体的には、いわゆるバックテストということでございまして、1971年4月から40年間、

この初期にちょうど 120 兆円の資産規模があると仮定して、それがインデックスで動かしたときに、それぞれのルールを設定した場合にどのようなことになっていたのか。こういうことをシミュレーションしてみたということでございます。

この際、取引コストをどうセットするかということが非常に重要になってくるわけですが、これにつきましては、別紙 1 でございます。これがシミュレーションの詳細資料でございますが、1 枚めくっていただきました裏でございます。「参考：取引コストと取引完了までの日数について」と書いてございますけれども、ここに御覧のような設定をしたということでございます。

まず外国債券につきましては、

一方で、株式については、

外国株式の場合には、

さらに国内株式につきましては、

一方で国内債券、これが非常に難しい課題であるわけでございます。これにつきましては、この委員会でも御報告したように、今年度の調査研究テーマとして、国内債券のマーケットインパクト、コスト、これを調査研究のテーマ設定しているわけですが、

こういったコストをシミュレーションした結果が、本体資料の 3 ページの下の方でございます。

この 3 ページの表でございますけれども、

いずれにいたしましても、このシミュレーションにつきましては、一つには取引コストをどうセットするかということが、この結果に重要な影響を及ぼしてきますし、また、これはあくまでもバックテストということでございますので、将来を保証するということもないということなので、あくまでも参考として見ていただくことになると思いますが、とりあえずこういう形のシミュレーション結果であったということを御報告させていただきます。

次に 3. 市場の急変時における資産構成割合の変化ということで、過去、これまで私どもが経験してきた市場の急変。こういったときに、現行の 8、6、5、5

がどのくらいひっかかるかというか、機能してきたのか、こういったことをバックテストによって検証しようという趣旨でございます。

具体的には、①ブラックマンデー、②バブル経済崩壊、③アジア通貨危機、④IT バブル崩壊。⑤2005～2006 年の景気回復、これはちょうど小泉改革等によって国内株式がぐっと上が

った時期。あとは⑥サブプライムショック、この六つの期間を想定して、当初基本ポートどおりだったとして、それから2年間、そのまま放置したときに、果たして8、6、5、5

にひっかかったのか、ひっかからなかったのか、こういうことを検証したということでございます。

その結果が別紙2でございまして、見ていただきますと、例えばブラックマンデーのとき、これにつきましては、見ていただくとおり、このケースでは、8、6、5、5にひっかかることはなかった
こういった様子が見てとれます。

実は②からバブル崩壊、③アジア通貨危機、④ITバブル、あと⑤の部分まで、結果的には現行の8、6、5、5にはひっかからなかった。

こういった結果となっていたということでございます。

ただ、最後のサブプライムショックのときでございますけれども、最後のページでございますけれども、このときには、国内株式と外国株式、これがずっと下がったわけでございます、
さらに国内株式と外国株式が下がって、反射的なものとして国内債券の割合がずっと急上昇して、まずは国内債券がトリガーにぶつかって、現行の8、6、5、5にぶつかってリバランスが発動されていたと、こういうことでございます。

ただ実際、私もこの時期は、かなりの大量のニューマネー、これをこのときには、国内株式と外国株式に重点配分することによってリバランスをある意味行っていたということでございますので、結果的にはこういったルールにひっかかることはなかったのですけれども、あのときに仮にニューマネーがなかったとすると、あのときには、この8、6、5、5が発動されていたと、こういった結果でございます。

以上、今回、前回の論点を整理させていただいたということと、そのときに御指摘いただいたいくつかのシミュレーションを実施したということでございますので、これをもとに今日、御自由に御議論いただければということでございます。

以上でございます。

○植田委員長　ありがとうございました。

それでは、御自由に御意見、御質問等、お願いします。

○宇野委員長代理　今回シミュレーションの結果を示していただいて、適切なリバランスをやることに効果があるということが示されたように思います。

金

融危機のときは、多くの場合に非常に大きく下げて、翌日にはそれと同じぐらいの幅の価格変動が戻るということがしばしば観察されていますので、たまたま設定したリバランスのタイミングがショックと重なってしまうというようなことも十分に考えられるわけで、前回の佐藤さんの話のように、杓子定規に、ある程度きちんと決めておくことも必要であるし、そういった瞬間的な乖離許容幅を打ち出すというものに対して、どれぐらいのモニタリングの期間を置いてデシジョンするのかみたいなところまで少し踏み込んで検討しておく方がいいのかなというふうに思います。

○植田委員長　せっかくですので、このシミュレーションに関係した論点おありでしたら、今、続けて出していただきたらと思いますけど。

○臼杵委員　示していただいたのは非常に参考になりました。

リバランスの

目的というのは、基本ポートフォリオに戻すことにあるという意味では基本ポートフォリオからのトラッキングエラーが小さいことも評価の対象になると思うのですね。トラッキングエラーは当然しょっちゅうリバランスをやって、バンドを小さくした方が小さくなるわけですが、そことの、ただ、それではコストがかかって、アルファもとりにくくなるという、そのトレード・オフというのですか、そこを見ていくと、例えばインフォメーションレシオのようなものを計算することもあると思うのです。

あと、作業的には、これは1971～2010年までの、清水さんもおっしゃったようにバックテストですので、全然そういう相場つきを関係なく見るという意味では、例えばモンテカルロ・シミュレーションのように、この基本ポートフォリオをつくったときのリスクとリターンとの相関の想定の下でどういうことがそれぞれのリバランスルールで発生し得るかというようなことは検討してみてもいいのかなという気がします。

それから、これは質問なのですが、今の8、6、5、5という乖離許容幅の、もちろん根拠というのですか、特に私知りたいのは、例えば外国債券と外国株式がなぜ同じなのかというようなところをちょっと伺いたかったのですが、

●清水調査室長 これもある意味、経緯がございまして、そもそも乖離許容幅につきましては、私どもの前身の年金資金運用基金の時代には、厚生労働大臣が基本ポートフォリオを決めて、それでその基金に対しまして、許容乖離幅というのを厚生労働大臣の方から提示をして、その範囲内でオペレーションしなさいと、そういうルールがそもそも前身でありました。

そのときには、実際に厚生労働省の中の、そういう意味では参事官の方にお答えいただくのがいいのかもしれませんが、そのときにいろんなシミュレーションを行いまして、いわゆるプロヒビションバンドル、これについてのシミュレーションも一応行っております。それよりも若干広いというところで、そういう考え方として8、6、5、5というのが設定されていて、私どもの法人になって、それをある意味引き継いだと、こういう形でご理解いただきたい。

○臼杵委員 ナイーブな議論としては、例えば基本ポートフォリオのアロケーションにそれぞれのリターン²の標準偏差を掛けるとか、そういうのが全く相関がなければヒットする確率は同じですが、必ずしもそれがいいかどうかというのは全体のポートフォリオのバランスもあるので言えませんけれども、なかなかここも悩ましいところかと思います。

○能見委員

○村上委員

一つは、当法人の運用の目的からいくと、長期の金利に対して0.数%のプラスアルファを分散効果によってとろうというのが従来からの基本的な運用の目標で、ポートフォリオもそのような考え方にしつらえられていたということがあると思うのですが、それでこれ（＝リバランス）は何のためにやるか

といたら、例えば株式を 2%、経常的にアンダーウエイトかオーバーウエイトしていたとしたら、株式というのはしばしば年率で 20%ぐらいリターンが上下に振れますから、そうするとそこでもう 0.4%とかいうギャップがパフォーマンスに出てきてしまうのですね。ですから、プラスアルファを目指そうと思っていた部分が、もうそれだけで吹っ飛んでしまう可能性があるというリスクを踏まえた時にトラッキングエラーという数値は非常に重視されるべき数値なのではないかと思うのです。

このシミュレーションの目的としたら超過収益を獲ることが目的ではなくて、コストをかけてリバランスを行っても、パフォーマンスに大きな影響がなくトラッキングエラーが抑えられるかどうかというのを確認したいというのがシミュレーションの目的なのではないかと思われるわけです。

○山崎委員 資産構成割合をいつ把握できるのかというタイミングが問題で、どの時点で把握されておられるのですか。

●三谷理事長 デイリーの。

●大江審議役 デイリーで 3 営業日目にわかる。リアルタイムには。

●三谷理事長 リアルタイムにはわかりませんが。

○山崎委員 ということは 3 営業日目ということですね。

●三谷理事長 はい。

○村上委員

○宇野委員長代理

○小幡委員 村上委員がおっしゃったことはまさに一番重要なところで分かれ目だと思うのですね。基本的に当運用法人がリスクを抑えつつ、とにかく定められたリスクの範囲でリターンどれだけ頑張るかという考え方で貫くのか、それとも基本的には与えられたことをやると

いう考え方で、できるだけ沿うようにするかで、ルールの定め方によってリスクをすごくいっぱい取るわけではないので、コントロールの仕方によって、形式的な行動ルールは似てくる可能性あるのですけれども、考え方はその二つで、本質的に大分違うと思うので、それがこのリバランスの問題ですごくあらわれてくると思うのですね。

現実的には、私自身はリターンを追うという中で、ルールで事前にできるだけ決めていくということと、ケース毎に現場で、とにかくリスクを抑えながらリターンを追うという姿勢を貫いて、現場でそのときどき判断して、それを事後的に議論するということでいくしかないと思ってしまして、そのための今日の資料などは、ガイドラインというか、考え方としてお互いにすごく勉強して、どういう考えで臨むかというのをお互いに考え方の一致をみとくための道具だと考えています。

○村上委員

●清水調査室長

○山崎委員

○植田委員長

○稲葉委員 私もあり短期に神経質にやるとよろしくないという声ははっきり出ているのではないかと思いますね。市場が一たん振れてももとへ戻す、そういう力を持っているということはある程度利用した方がいいと。問題は、そうでないにしても、どのぐらいの頻度にするかということなのですけど、あまり頻度というか、期間を長くすると、取引量が大きくなるということが致命的につらいところではないかと思うのですよね。

取引コストとの関係を見ても、国内株式のコストが本当にこのぐらいのことなのか、もう少し取引量を小さくしながら時間をかけると、もう少し調整コストが小さくできるのか、この辺のところのデータがあるともう少し、その辺の判断ができるのではないかと思うのですね。国内株式でももう少し時間をかけて売買するということであれば、このコストはかなり小さくなるのではないか。逆に言うと、物すごく小さくすれば、コストを小さくできるということですから、どの辺がよろしいところなのか。もう少し実験データというか、それがあ

ると判断がしやすい。

- 三谷理事長　あまりいろんなシミュレーションさせられても困るところがあるのですが、今回のシミュレーションは、

それともう一つ、実際の実務の運用としては、リバランスしましょうと、2兆円やりましょうと言って、そこで決定して、そのままずっと何も考えずに2兆円やるわけではなくて、先程申し上げたように、一応デイリーに若干遅れますけれども、数字はわかりますので、その数字と実際のこれまでやった取引の動きを考えながら、もちろん市場の動きもあるでしょうからこれらを勘案しつつ、もっと機動的にやっていくことができると。これはシミュレーションですから、一定のルールをつくらなければいけないので、四半期末とか月末とかに一定のルールの下で一応全部やり尽くすのですという形でやっていますから、実際の実務からすると、かなり極端な数字が出ているのかなという感じも私はしているのです。

- 能見委員　シミュレーションはそんなにいくつもやるというよりは、こういう中でどう考えるかという、今、理事長のお話したようなこと。それから、取引コストも、市場がワンサイドに行っているときには、意外と大量に買ってもマーケットは、逆にそんなに動かない。

先ほど戦

略的にと言ったのは、そういうイベントのときに、非常に大きく動いても、意外と取引コストはかからないでできると。その辺のニュアンスは残しておいた方がいいというのが、私の考え方なのです。

- 臼杵委員　今のお話ともちょっと関係するのですが、ここではシミュレーションで毎月月次で0.5兆円のネット資金流出というのが想定されているわけですが、具体的に今でも、ある

いは今後キャッシュアウトをする場合に、運用機関にどういうふうにタイミングというのですか、今、実際にやっておられるのですか。言い方。

●玉木審議役 従来、キャッシュアウトで具体的にはパッシブファンドに対して回収をお願いしているわけですが、その際には、現金にする日、私どもの手に現金の入る日を指定するというやり方です。その範囲内で、投資一任しておるわけですが、当然パッシブファンドでございますので、現実のファンドマネジャー、投資顧問会社の行動はなるべくトラッキングエラーが小さくなるようにという行動を執るわけですが。例えば今日 26 日に、12 月 5 日に返してくれといった指示をしたとしても、26 日から 12 月 5 日の間の一番いいところで売ろうというふうにするか、あるいはその間のトラッキングエラーが一番少なくなるようにするかといったことについては一任してございます。

○臼杵委員 それは大体どのぐらいの時間をあげるというか、金額にもよるのかもしれませんが、どのぐらい前にそれを言うのですか。

●玉木審議役

○臼杵委員 その辺は、だからある程度競争は働いているという、取引コストを抑えたり、トラッキングエラーを小さくする競争は働いていると理解して良いでしょうか。

●玉木審議役

●三谷理事長

●玉木審議役

●三谷理事長

○小幡委員

○臼杵委員

●玉木審議役

○小幡委員

●玉木審議役

○小幡委員

●玉木審議役

●三谷理事長 結局我々は資金をいつまでに返してくれというふうに向こうに指示をして、返ってきたところまでの運用成績をベンチマークと比較するということになりますから。

○小幡委員 それはもちろんわかるのですけど。

●玉木審議役 あともう一点、つけ加えさせていただきますと、我々のキャッシュアウトは大きい金額になりますので、ある程度月中を通して分散してもらいたいなという気持ちもございます。そうするとこの期間の間でよしなにというふうにやると、パッシブマネジャーたちの、今日はここが一番いいというふうな意識が一致しますと、ドーッと出るということがあり得ます。

○臼杵委員 そのときに、パッシブファンドそもそもの評価というのは、例えば月中にキャッシュアウトがあった場合は、基本的にはそこのキャッシュアウトを加味したデイリーでトラッキングエラーを見ているのですか。

●大江審議役 デイリーでトラッキングエラーを見ているかどうかというのは抜きにして、評価はもちろんキャッシュフローがあれば、そこは日次厳密法でやりますので。

○臼杵委員 時間加重ですか。

●大江審議役 時間加重の日次厳密法でやりますので、そういう影響はない。おっしゃっているのは、おそらく期間中、自分がキャッシュを置いてきたときに、好きなときにキャッシュアウトしていいかどうかという、そういう論点をおっしゃっているのでしょうか。

○臼杵委員 私はそこまでは考えていなかったのですけど。

○植田委員長 よろしいですか。ちょっと時間も押してきましたので。

●清水調査室長 ちょっと最後、よろしいでしょうか。先ほど臼杵委員から、モンテカルロ・シミュレーションの話なのですが、いろんなケースで複合ベンチマークからのアルファがとれている。これは何が原因かという、ある意味、自己相関といいますか、相場が上がっているタイミングのときに放っておくとか、その辺のものでございますので、もしモンテカルロをやる場合には、そういう自己相関モデルみたいなものある程度反映したものにしないと、シミュレーション自体に意味がでてこないということ、正規性あるいは独立性を仮定したシミュレーションだとほとんど差が出てこないという形にもなりますので、どこら辺まで工夫できるか、検討させていただきたい。

○臼杵委員 また、それは技術なことなので後で話をしましょう。

○植田委員長 そうですね。ずれている方がいいように見える部分もちょっとあるわけですね。

- 小幡委員 最後、確認なのですが、これを今日議論して、結局今後どうするというか、今まではどういうふうにやっていて、これを勉強して、今後どうするということに関しては、どういう理解ですか。
- 植田委員長 少なくとももう一回くらいはやるということですよ。
- 小幡委員 今まではどうやっているのですか。
- 清水調査室長 今まではニューマネーがあった中では、ニューマネーの範囲でリバランスをするというのが基本的な考え方だったということでございます。
- 小幡委員 タッチしてもやらないということですか。
- 清水調査室長 タッチしてはもちろんやるわけですので、タッチしたらやるということが一つと、ただ、結果としてタッチしたことがなかったと。というのは、かなりの大量のニューマネーをアンダーウエイトの資産に配分していたので、それ自体でリバランス効果というのがあった。結果的に触れることはなかった。これはキャッシュアウト局面になって、今現在まではまだ基本ポートがそんなに乖離する状況になってないので、そういう意味で早急にという話ではないのですけれども、そういう中で、この場でご議論いただきたいと、こういう趣旨でございます。
- 小幡委員 ただ、ニューマネーのときにどこに入れるかといったときに、タッチするまで待つわけじゃなくて、ニューマネーがあったときになるべく外れてきた順に入れていく。
- 清水調査室長 そうですね。
- 山崎委員 これからは状況が変わってしまうわけですよ。さっきの現金の入金と関係するのですが、結構大きな額をキャッシュアウトさせていかないといけないとすると、どのようにキャッシュ化していくかということについて議論をしておかないと、どういうタイミングで、どれだけのお金が要るのだということと、それを我々に教えていただけるものなのかどうなのかということがありますね。以前、伺ったときは、役所の方から指示されてというような感じだったのです。そうするとロングレンジで数字がわかるのかということもあるし、もちろんそうしたときに、いわゆるフルファンディングではなくて、キャッシュポジションをある程度政策的というか、持って柔軟に対応しないと、対応できないのではないかというおそれもあるし、もしくは借入金の枠を持っておられるとおっしゃっておられましたけど、それを活用して、マーケットがあまりよくないときに、アンダーウエイトの資産をさらに売るみたいなことは避けようとか、そういうことについての議論もしないと、ただリバランスだけを議論してもいけないのではないのかなと思うのですが。
- 三谷理事長 まずキャッシュアウトの全体像ですけれども、これは最終的には年金特会の収支に絡んできますので、それは今度の予算がある程度固まってくれば、来年度についても見えてくるだろうと。

それから、キャッシュをどういうふうに準備するかということですが、一時的借入については、これは基本的に例外措置だと私どもは考えております。キャッシュアウトに備えていろいろやっているわけですが、今日御議論いただいているようなリバランスというのもどこかで考えなくてはいけないケースもあるし、また、キャッシュアウトそのものに関連してでも、いろんなマーケットが一挙に荒れるということもあり得ないわけではないし、そうすると、例えば1〜2か月売却ができないということもあるかもしれないということで、比較的最近からですが、多少短期的なりザープを厚めに持つように、少しずつ短期資産を積み増してきているというのが現状です。どの辺まで積み増せばいいかというのは、来年のキャッシュアウトの全体像もわかっておりませんし、コストとの見合いを考えなくてはいけないということで、目途額を決めているわけではありませんけれども、今のところは少しずつ増やしていこうということで資産の売却を行っているということでもあります。

○小幡委員

●三谷理事長

○小幡委員

●三谷理事長

○小幡委員

●三谷理事長

○小幡委員

●三谷理事長

○植田委員長　それでは、もう一回くらい議論の機会があるということで、今日のところは、お話伺っていますと、取引コストを所与としてトラッキングエラーを最小にするという観点からのシミュレーションをしていただいたのですけど、

それで何か大まかに最適なりバランシングルールが、現在の乖離幅の中でできたとしても、それを機械的に直ちに毎回そのとおりにやるのがいいかどうかは必ずしもそうではないというご意見も多かったように思いますし、その上で、さらにもうちょっと大きな別のキャッシュアウト対策の問題とか、まだ積み残しの論点がございますので、次回以降、もうちょっと引き続き議論していただくということかなと思います。それから、そもそも基本ポートがずっと一定だという仮定の下でリバランスするわけですけど、それ自体、必ずしもという面もありますので、その辺も含めてと思いますが。

それでは、次のテーマに行きたいと思いますが、よろしいでしょうか。委員限り 2 の資料に基づきまして、G P I F の 22 年度第 2 四半期運用状況について、御説明をお願いします。

●玉木審議役　それでは、お手元横長の委員限り 2 の資料に基づきまして、7～9 月の運用状況につきまして御報告申し上げます。

資料 1 ページ目、四角で囲ってありますところにヘッドラインに相当する情報がございます。一つは、第 2 四半期(7～9 月)の収益率は、外国株式の上昇等によりプラス 1.53%。

これの実額はプラス 1 兆 7,725 億円でございますが、第 2 四半期末の運用資産額はこの間のキャッシュアウト等を差し引きしまして 117 兆 6,436 億円ということでございます。

1 枚おめくりいただきまして 2 ページ目、上の方を御覧いただきますと、四半期別のパフォーマンスの概要が昨年度から並べてございます。前四半期、第 1 四半期におきましては、-2.94%、実額で-3 兆 5,898 億円ございましたけれども、これの大体半分ぐらいが第 2 四半期で戻ったという姿になっているところでございます。

その下のページでございますが、各アセットクラスの収益率が出てございます。これは半分より少し下のところでございますが、外国株式というところを御覧いただきますと、前四半期には-17.43%のところ、今四半期は 8.34%プラスということになってございまして、今四半期につきましては、このプラス 8.34%が大きくきいたということでございます。

あと、国内債券もプラス 1.10%と、アセットクラスとして大きな貢献をしているということでございます。

この点、実額で見たのが次のページでございまして、アセットクラス毎に並んでいるとこ

ろを御覧いただきますと、外国株式が第2四半期はプラス8,813億円、国内債券が6,889億円、こういう姿になっておるところでございます。

あとその下に財投債がございますが、こちらは満期保有でございますので、毎四半期7百億円弱の安定収益ということでございます。

その下のページに資産構成割合が出てございますけれども、この円グラフのすぐ左の縦の列、年金積立金全体の構成割合、これでご覧いただきますと、国内債券が67.44%、国内株式10.32%と、このように67%、11%、そういった基本ポートにかなり近いところで9月末は終わっております。

あと、次のページ、超過収益率でございますが、7～9月につきましては、外国債券におきまして、15bpsのプラスになってございまして、それ以外のものは1桁台のプラスマイナスでございます。

あと、先ほど外国株式が大きな貢献があったと申し上げましたけれども、7ページにございます左下隅の参考指標の計表を御覧いただきますと、外国株式の欄、6月末が例えばニューヨークダウであれば、9,774ドルであったところ、9月末には1千ドルほど上がった1万788ドルというふうなことでございまして、あと、その下の為替相場につきましても、ドル/円相場は88円台から83円台に下がってございますが、ユーロ/円は108円台から114円台ということで、この辺は食い合っているという姿になっておるところでございます。

7～9月の運用状況につきましては、かいつまんで申し上げれば、以上のようなことでございます。

○植田委員長 それでは御質問等おありでしたら。

○村上委員 2ページなのですが、半期の収益率の-1.50%に対して、基本ポートどおりの複合ベンチマークの収益率というのはどのくらいになっているのでしょうか。複合ベンチマークで、基本ポートどおり、市場どおりで運用した場合の収益率と比較分析することは、さっきのトラッキングエラーの議論とも関係してくるものと思いますので。

●清水調査室長 それは後ほど申し上げます。

○植田委員長 それでは、今の点は後ほどお答えいただくことにしまして、次によろしければ、株主議決権行使状況の概要を、資料3でお願いいたします。

●大江審議役 私から、委員限り3の資料で、議決権行使状況の概要を御説明を申し上げたいと思います。クリップ止めを外していただきまして、文章編と資料編でございます。まず資料編を1枚おめくりいただきまして2ページの国内株式の状況、文章編を右、左に置いていただきながらと思います。

文章編の方で申し上げますと、議決権行使状況、これは4～6月の株主総会の集中時期をにらみまして、いつもこの時期に運用委員会に御報告をし、最終的には一般にも公表するというようにしております。

まず国内株式の方でございますが、そこに記載のように、全部で15社28ファンド運用機関でございますが、概況としては、すべての運用機関が議決権を行使しているという状況でござい

ざいます。昨年度と比べると、昨年度はデータ編の方の資料の4ページにありまして、ちょっと見づらいですが、比較はできますが、昨年度に比べますと、全体の議案数は減少しております。今年度15万件ほどですが、昨年度は18万件弱ということで減少しておりますが、これは後ほど申し上げますように、定款変更の議案が減少しているからでございます。

会社提案でございますけれども、反対件数が最も多い議案は取締役の選任で、反対割合が高い議案はライツプラン、退職慰労金の贈呈等でございます。これは例年と同じ傾向になっております。

個別の中身を見ますと、(2)以下でございますけれども、会社機関に関する議案としては、取締役の選任につきましては、主に次のような場合に反対がなされているというところで、これも例年の傾向でございますが、ア 社外役員の員数や独立性に問題があると判断された場合。現在ガバナンスの問題で東証等いろんな動きがございますが、そういった観点でございます。それから、イ 業績の悪化に経営責任があると判断された場合でございます。

(3)役員報酬に関する議案ということでございます。

まず退職慰労金の贈呈議案でございます。これは制度自体を廃止する企業が増加をしたということで、議案数は減少してきておりますけれども、反対する例としては社外役員に対する贈呈の議案でございます。これは社外役員に期待されるという意味では、業績連動ではないだろうということで、こういったものに反対をする例がございます。

それから、ストックオプションの付与についても同様に、社外役員への付与に反対する例がございます。これも例年の傾向でございます。

それから、1枚おめくりいただきまして、(4)定款変更の議案でございます。

定款変更に関する議案については、先ほど申し上げたように、昨年度と比較して議案数減少ということで、昨年度は1万5千件ほどございましたが、今年は3千件ほど、1万件以上減っております。この理由は、昨年株券が廃止をされて電子化されるということがございまして、定款変更に株券の発行に関する具体的な規定がございましたので、それを削除するという形式的なものがございました。したがって、今年度は大幅に減っております。

反対する例としてはそこにございますような、発行可能株式総数の拡大、これはいわゆる株式の希薄化でございますが、そういった理由から反対している例がございます。

それから、(5)買収防衛策、ライツプランでございますけれども、これは昨年度と比較して増加をしております。新規導入そのものは減ったのですが、欄外の脚注の3番に書いておりますが、一たん採用されたものが更新時期を迎えている。要するに有期限で導入してございましたので、更新時期を迎えたということで、数そのものは増えております。

なお、反対理由としては、発動等に関与する独立委員会の独立性に疑義がある場合ということで、これも例年の傾向でございます。

それから、(6)その他、株主提案につきましては、これは一方、賛成割合ということでございますが、役員報酬等の個別開示に関する議案に賛成した例がございます。

それから、2. 外国株式でございます。

これはデータ編、3 ページに詳細なデータを付けさせていただいておりますので、それも併せて御参照いただきたいと思います。

外国株式の場合は、17 社 20 ファンド全体でございますが、すべての運用機関が議決権を行使しております。

会社提案の中で反対件数が多い議案が取締役の選任、反対割合が高い議案は退職慰労金の贈呈等ということで、国内株式と大体同じような状況でございます。それは例年の傾向どおりでございます。

今年度の特徴といたしましては、そこに書いておりますが、会社からの役員報酬議案が増えているということでございます。これは昨年も運用委員会に報告をちょっとさせていただいたのですが、いわゆるセイ・オン・ペイの導入ということが株主から要請がございます。セイ・オン・ペイというのは、そこに書いておりますが、役員報酬について、株主からイエスか、ノーかの意思表示をする。ただ、これは拘束力がないということになっております。脚注の 5 番にございますように、海外の欧米の場合、役員報酬は取締役会で決定されるのが一般で、株主総会は関与いたしません、それを賛否だけでも言わせてほしいというのが、このセイ・オン・ペイの動きでございます。

また、アメリカにおきましては、この 7 月に成立いたしましたけれども、金融規制改革法案、この中で、例えば投資銀行に対する規制等導入されておりますが、その中に上場会社が株主総会に報酬議案を上程するということが義務付けをされておまして、ただ、これも拘束力のないいわばセイ・オン・ペイというものが義務化されております。成立は 7 月でございますが、今回調査した 4~6 月でも、海外でこういったものを先取りする形で会社提案が出てきております。

それから、文章編の 3 ページ、(2)行使対象国というところでございますけれども、一部の投資対象国について議決権を行使していない運用受託機関が 8 社 9 ファンドございます。この理由としては、シェアブロッキング制度、株主総会が終了するまでの一定期間、議決権を行使する株主の株式売却が凍結される制度、がございまして、ただ、これは昨年度御報告したところでは 11 社 12 ファンドございましたが、当法人でいろいろ各社にお話をさせていただく中で、こういったものが減ってきたということがございます。なお、このシェアブロッキング制度が導入されているのはヨーロッパの国がほとんどでございますけれども、EUにおいては、いわゆる EU 指令、EU ディレクティブでございますが、その中でこういうシェアブロッキングは廃止をしようという動きがございまして、かなり半数強ぐらいの国がこれを既に廃止をしてきたというのがございますので、来年はこの辺がもう少しまた改善する余地があるのかもしれないというのは感じております。

(3)議決権行使コンサルの活用でございます。ここは外国株式でございますが、1 社 1 ファンドを除くほとんどの運用機関が活用しているということで、その理由としては、専門的能力、グローバルな株式ですので、その専門的能力を活用しようということ。あるいは第三者性を利益相反を回避するということで活用するということでございます。

それから、脚注にありますように、7、国内株式の場合は、12社21ファンドということで、国内株式の場合、15社ございますので、3社ほどが活用しておりません。国内の場合は、ある程度姿が見えてくるということもございまして、活用してない社もあるといったところでございます。

それから、最後にデータ編の1ページ目、横長のデータでございますけれども、ここに経年比較を載せております。国内株式の会社提案に反対するというのが中心でございます。私どももちろん会社提案に反対しているから議決権をしっかりと行使しているというふうには見ておりませんが、そこについて注目も浴びているということで、こういうまとめ方をさせていただいています。データを見ていただきますと、古くは13年度辺り、ちょうど議決権を行使しようということが始まった1%もいかない時代から、近年は10%超えるぐらいまできております。

その中で、20～21年度、22年度とちょうど波を打っておりますが、昨年度の場合は、定款変更、先ほど申し上げたように、全体15万件とか、そういう議案数の中で、1万件超えるものが定款でございました。そこが実質的に、実質的といいますか、むしろ形式改正であったものですから、賛成に回ったということで、その分が一旦ぐっと減ってまた戻っている。今年度またさらに運用機関の中にはガイドラインを強化したようなところもありまして、その分が若干上積みをされているということで、波を打った状況でございます。

私どもとしては、基本的に個別の詳細のガイドラインをつくっておりませんので、各社にしっかりガイドラインをつくっていただいて行使していただくという立場から、こういうまとめ方をさせていただいているというところで、しっかりと行使をされているといった認識しております。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等おありでしたら、お願いします。

○村上委員 今ほどご説明いただいた最後の資料で、これは前の法人のときから通算すると、もう10年、この議決権行使を、受託機関を通して行っているということになっているわけですね。そもそも、この議決権行使の目的というのが何だったかというのを、当法人の基本方針のところを読んで確認していきますと、株主の利益の最大化のためにこれを行ってきているとなっています。株主としての権利・義務を受託機関を通じて果たすということが、(当法人の)受託者責任にも適っているということが書いてあるわけですが、果たしてこの10年間、このようなやり方でやってきて、それが特に国内の市場については、何かインパクトを与えることができるのかどうかというようなことについては、どのように考えていらっしゃるのでしょうか。

●大江審議役 なかなか難しい御質問なのですけれども、私どもがそもそも、特に国内株式でいきますと、今、後ほどのリスク管理資料にも出てまいります。東証一部を分母とすれば、7%ぐらいですけれども、私ども自身が何か決定的な役割を果たしているということまで特に思っているわけではないのですが、そもそも導入した理由としては、今、お話のあったよう

に、株主価値の向上。特に私どもが言われておりますように、パッシブ運用中心ですので、アクティブですと、いわゆるウォールストリートルールで、しっかりしている会社の銘柄持てばよいではないかということなのですけれども、パッシブ中心ですので、そういうことを思ってきたという経緯がございます。

そういった中で、私どもとしては、運用機関を通じてしっかり行使をしてきた経緯。それから、むしろ全般的には私どもだけではなくて、ほかの企業年金とか、最近では東証が特に社外役員の独立性についていろいろ基準をつくるとか、それから、金融庁の方もしっかりいろいろ乗り出してこられるということになって、全体としてこういうガバナンスについての機運も高まりしっかりやれるという方向になってきているのではないかと、そういうふうに考えております。

○村上委員 実は今年の経済財政白書を読んでいますと、日本企業の低収益性の要因として、資本コストが低いこと、すなわち株主の要求する利益水準が低いことが企業に利益率の低い投資プロジェクトを選択させているのではないかなというような指摘があるのです。考えてみますと、当法人が最大の国内株式の投資家かも知れないということになったときに、例えば長期的な方針として、長期金利プラスアルファのリターンが株式で得られていかなければ、この年金財政は成り立たないので、そのようなメルクマール、そのためには企業のROEとかEPSの成長率がある程度の水準、この水準以上はないと長期的にはこの年金というのは成り立っていかないのだというようなものが長期的な前提にあると思うのですね。そのようなことはメルクマールとしてもっと示していてもいいのではないかなと思うのですが、いかがなものでしょうか。

●大江審議役 例として挙げてよいかわかりませんが、企業年金連合会の場合ですと、ROE8%ということで、企業年金連合会の場合は自らインハウスでも行使しておりますし、運用機関にも同様のルールを示して、それに従うようにということをやっておりますけれども、当法人として、8%といった数字でお示しをするのがいいのか。あるいは基本的に私どもは運用機関に当然そういう経営状況、それに限らずこういう役員の選任等々いろいろ項目をお示しして、その中でそれぞれのお考えになる改善をつくっていただくのがいいのかということになりますけれども、むしろそういう数字上のルールをつくっていいのかどうか、どういうふうに皆さんがお考えになるかというようなところもあると、ちょっと思いますけれど。

○村上委員 これは長期的な運用の経済前提から逆算すると、国内株式ではどれだけのリターンが長期的には期待されているかというのが出てくる。そのようなことを、逆に受託機関が踏まえてちゃんと企業にメッセージを送っているかどうかというのを、見ていくということは、当法人の資金の受託の意味がきちんと受託機関に伝わっているかどうかということにも、評価上はなってくるのではなかろうかと思うのですが。当法人が直接示さないまでも、受託機関の中でそのような目を持ってやっていくことが必要であると。結構、形式的な基準が多いと思うのですね、この今までの議決権行使の内容については。

○臼杵委員 今も具体的にどうするかは別として、例えば企業年金などですと、日本株式をかなりウエイトを落とすというような動きがある中で、当法人は基本的に日本株式と外国株式であれば、日本株式を少なくとも外国株式以上に持つということですと来ているわけですから、そういう意味で、日本企業の収益率とか、株価に対しては大きな関心を持っていることは事実だし、その方針を維持するのであれば、そういうことを、具体的にどうするかは私もよくわからないのですが、考えていってもいいのかなという気はいたしますけれども。

○山崎委員 私は会社にいるので違う発想になるのですが、ここはいわゆる国としての性格を持っているわけですね。企業のパフォーマンスというのは国の制度とすごく絡んでいるところがたくさんあるわけです。例えば税制にしようとか何にしようとか。そういう中で、企業のパフォーマンスというのはおのずと制限されていて、ただ単に日本企業にパフォーマンスだけ高くしろといったら、それは日本に投資しないで海外に投資しろと言っているのと同じようなことにつながっていくのだと思うのです。そういう意味からは、公的なところがそういうことを言うということは、国全体の政策のバランスがとれないことになるのではないのか。株のリターンは積極的に結果としてももちろん追求しなければいけないのだけど、それを表に出していくというのは、私はあまり賛成できないと思っているのですが。

○植田委員長 これは大問題ですよ。今、出ました公的年金としての性格をどう考えるかということとか、パッシブ運用中心の中で、何か言えるかという辺りも含めまして、継続的な課題ということにさせていただいてもよろしいでしょうか。ほかに、このテーマでよろしいですか。

それでは、最後の議題ですが、リスク管理状況につきまして、資料4に基づいてお願いします。

●大江審議役 私の方から、委員限り4の資料を御説明させていただきます。

基本的に先ほどの四半期の9月までのデータで一致する部分も多かろうと思います。1枚おめくりいただきまして、リスク管理、乖離状況でございます。その中で、各資産のそれぞれ3行目、(乖離)、括弧書きの中でございますが、8月～9月、この1か月にかけまして、国内債券のオーバーウエイト幅が縮小し、国内株式以下の資産のアンダーウエイト幅も縮小しているという状況でございます。8月～9月、1か月で見ますと、全資産のプラスのリターンを上げておりますが、特に内外株式のリターンが大きかったということで、こういうふうな状況が生まれているわけでございます。

それから、1枚飛んでいただいて、3ページ目、資産全体のリスクのところでございます。ここではいつもそれぞれの表のBの推定総リスクというのと、Cの推定相対リスクを御覧いただいているわけでございます。Bの財投債込みのという一番上の表の真ん中のB、推定総リスクを見ていただきますと、8月～9月にかけましては、5.94～6.04と若干増えまして、推定相対リスク、いわば基本ポートからの乖離リスクでございますが、これは縮小、小さくなっているということでございます。この状況は、先ほど申し上げましたが、国内債のオーバ

ーウエイト幅が縮小する等の状況で、リスク量そのものは増えてきておりますけれども、その分、基本ポートからの乖離が少なくなっておりますので、乖離のリスク、推定相対リスクは小さくなっていると。ただ、いずれもこういうのは問題のない水準であるというふうに考えております。

それから、4 ページ目でございますが、資産毎のリスクでございますが、それぞれの表の 3 行目に推定トラッキングエラーのデュレーション乖離ということで、アクティブリスクが書いてございますが、ここも大きな変動は 8 月～9 月にかけてなかったということでございます。

それから、1 枚おめくりいただきまして 5 ページ、運用機関のリスク管理状況・ガイドライン違反の状況でございますが、細かくは書いておりますが、特に今月も大きな問題はなかったということでございます。

6 ページ目、過去へのカウンターパーティーリスク、資産管理機関あるいはインハウスの取引先ということでございますけれども、りそな銀行につきまして、R&I が安定的→ポジティブとしておりますけれども、これはりそな銀行の公的資金返済、まだまだ残っておりますが、順調に来ているというようなことを高評価した結果でございます。

6 ページ目の下の右のところ、市場の売買代金の推移ということで、国内株式のところでございますが、8 月に 1 兆 1 千億円でありまして、9 月は 1 兆 3 千億円と戻っております。足下も日々振れてはおりますが、大体 1 兆 3 千～1 兆 4 千億円ぐらいで推移をしているかなというふうなことで、かなり流動性が落ちたものが少し回復はしてきているかなと思います。

それから、7 ページ以下の表は、これは四半期の公表資料、これに載っかっておるものでございますので省略をさせていただきます。

なお、最後に資料を特に用意しておりませんが、口頭によりまして、最近のアイルランド等の動きについて補足をさせていただきたいと思います。アイルランドにつきましては、新聞等でも随分載っておりますので、御承知のとおりでございますが、この 21 日に EU、IMF に対しまして財政支援の要請を行ったわけでございますが、その後、スダーランド&プアーズが格付けを引き下げてきております。もともと AA のマイナスでございましたが、A ということで、いわば 2 ノッチ下げたわけでございます。また、ムーディーズのレポートが公表されておりますが、それによりまして、ムーディーズの格付け AA でございますが、これも複数ノッチ格下げする可能性が高いというレポートは出してきております。

そういったことで、私どもギリシャの場合、運用委員会にも御報告をしておきましたが、そのときと同様でございますが、こういった格付けとか、ドイツ国債とヨーロッパの基軸の国債等のスプレッド、あるいは CDS、短期的な SV によるリスクモニター、こういったものをモニタリングしているところでございます。引き続き、私どもとしてはこういったモニタリングを行うことによりまして、適切なリスク管理に務めたいというふうに考えているというところでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 御質問等、いかがでしょうか。

●清水調査室長 先ほど村上委員からの数字なのですけれども、短期資産の扱いで込み入って
いまして、申し訳ないですけど、別途御用意させていただきます。

○村上委員 よろしくをお願いします。

○植田委員長 よろしいですか。それでは、議事はすべて終了しましたので……。

○小幡委員 議事録の公表について、事前説明を今日いただいたのですが、私、思っていた
のとちょっと違ったのは、すごく削除というか、公表できない部分、白い枠組みもすごく大
きいのですが、それをそのままというか、真っ白な、黒くぼこぼこあるのですが、どこ
を削ったかということをごくよくわかって透明でいいと思うのですが、万が一というか、
これを公表しますよね、7年後に。それで白がすごく多くて、そこに対して議論、我々の外
で議論になったときに、最悪何かの事態のときにそこを見せろと言われるのではないかと
思っていたのですが、事務局の方にお聞きしたところ、そのときは、これは完全に世の中か
ら抹殺するので、何にも残っていないということをお聞きして、それは私が想定していたのと
違うので、皆さんはそういう理解だったのかなとちょっとお聞きしたかったのですが。

●玉木審議役 申し上げますと、この5月、6月辺りに数回にわたって皆様に議事録の作成及
び公表につきまして御議論いただきまして、その際には作成及び公表要領という形で当委員
会においてルールをおつくりいただいたところでございます。そちらの議論の過程におきま
して、議事録というのは、全部書いたものを議事録として、それをあと公表の実務上、私ど
もの方で削除するのではなくて、削除したものを、今日皆様に御署名いただいたようなもの
を議事録として提示しているということでございます。議事録はそもそも公表するためにつ
くりますので、抜いたものが議事録、それを作成するための、あるいは公表するための要領
がございましたといったところは、これは数回の議論で、たしか6月の委員会で要領はお決め
いただいたかと思ってございます。

あと、削除の部分を含んだものをつくるための中間財として皆様にも御覧いただいております、
横線引っ張ったりしたものがあるわけでございますけれども、これにつきましては、
例えば7年後に公表をした際に、その部分を議論しようとしても、その時点では議論し
た人間はほとんどいないということもありまして、我々としたら、これは残らないのだろう
というふうに思っているところでございます。

○小幡委員 ですからルールとか、事務的に議事録の考え方はそれでいいと思うのですが、
例えば真っ白な部分があるということがわかった。出たときに、外部の方から、この真っ白
にしすぎじゃないかと。もともと我々はこの議論でやって、何の違反も何もないし、後
ろめたいことは何もないのですけれども、そのときに、外から何か変更があつて、何らかの形
でその議論、例えば公文書とかだと黒塗りで公表しますが、黒塗りでいいのかどう
かという議論があつたときに、誰かがそこをもう一度見直して判断し直すということは理論
上あり得るわけですので、そういう事態の場合に、議事録ではないのだけど、議事録をつく
るのに基になって、削除した部分が残ったものをどこかに保存しておかなくていいのかなと

いう疑問があつて、そのときに、我々は責任なくて、出せと言われて出して、市場がどうなっても知らないけど、そんなに出せというのだったら、出すというふうになるかどうか分からないのですけれど、誰が判断するかもわからないのだけど、そのときに、全くなくて抹殺しましたという、すごい何か責められそうな気がして、大丈夫かなという心配なのです。

皆さんがそれでいいというのであれば、全然私もとりたてて反対しないのですが、そこはどうか、大丈夫なですか。

○植田委員長　そこまで考えていなかったですね。

○草野委員　小幡さんは一番若いから、一番責められる可能性がある。

○小幡委員　いやいや、私は下っばですから、こういうふうに決まりましたという。

○山崎委員　もともと7年後というときに、すぐ出ると問題だけど、7年後なら出たところであまり大きく世の中で問題にならないという議論もあったのですが、これほどブラックアウトしないといけないのですか。確かに投資家の関心が高くてセンシティブということですが、7年後に出たって、それはどうということないのではないか、という感じもしないではないのですが。

●玉木審議役　その辺、実は7年後に皆様にもう一度フルのものをお示しして御覧いただくということが可能であれば、それが一番よろしいかと思うのですけれども、それにはあまりフィージビリティがないであろうということでございます。ということで、今行われておりますように、実際に御議論をなさった方々御自身に削除部分をどれぐらいまでするのかということについて御確認をいただくというプロセスを作成・公表ルールとして定めておるということでございます。

○草野委員　議論理由は確かにそうだったのですが、問題は二つあって、一つは、発言者が、これは削った方がいいという判断をした場合と、事務局がこれは7年後でもまずいからといって削ったのと2種類あると思うのですよね。事務局がこれは出たらまずいという判断を今の時点ですべて空白にした部分は、7年後に責任者の方が、それは別に今出しても構わないじゃないかというのは、これは発言者に調整しなくてもいい話だと思うのですよね。ただ、発言者が、これはちょっと削ってくれというやつは、これは本人に言わなければいけないので、私なんか死んでいると思うから、どうなるかわからないのだけれども。

●玉木審議役　そこは、私どもは実はこの枠組みを考える際に、どこを削除するかを事務局限りで決めるというのはいかなるものかという意識がございました。ということで、皆様にお示しする際には、当方としてはここを削った方がいいと思うけれども、削る前のものを含めたフルのものを皆様にまずお送りして、それについていただいたコメントを織り込んで、もう一度お送りする。2往復した上で、今日サインいただいたものはでき上がっておるわけでございますので、削除した部分につきましては、申し訳ございませんが、皆様の御確認いただいたものとして理解をしておるところでございますし、また、対外的にも作成公表要領は公表されておりますので、作成公表要領を読んだ方は、これは削除されたものについて委員会を確認しているというふうに御理解できるように作成公表要領は書いたつもりでございます。

す。

○植田委員長 削除は、議論の流れがわからなくなってしまうというのではなくて、固有名詞とか、個人情報的なところですよ。ですので、それはわからなくても、御覧いただく人に差し支えないだろうという線で突っ張るしかないように思いますけれども、批判が出たとしても、いかがでしょうか。

○山崎委員 発言の内容がそっくり白抜きになっていますね。抜いたことがわかるように1行あけるとか2行あけるぐらいで、実際にどれだけ削ったかというボリュームを示す必要があるのでしょうか。

●玉木審議役 そこは確かに若干私どもの裁量があったかもしれませんが、そこは例えば1行抜いたのか、それとも15行抜いたのかということをさらす方がいいか、さらさない方がいいかということでございまして、今のような流れからすれば、さらしますよということで今日サインをいただくということではないかと思っております。

○小幡委員 だから議事録はこれでいいと思うし、公表要領もそれでいいと思うんですけど、バックデータを一応保存しておく必要はあるのではないかという、やや疑問があって、本質的にいうと、7年後だからどっちでもいいし、そんなことをがたがた言われても、そういうふうにやりましたといえればそれでいいとは思いますが、逆にそういうところを、白いのを見てがたがた言われるのも面倒くさいので、持っていた方がいいかというのはちょっと議論した方がいいかなと、個人的にちょっと思ったので、もう時間もないのですが、皆さん基本的に問題ないということであれば、私もとりたてて強く反対するわけじゃない。

○草野委員 日銀なんかはどうなっているのですか。

○小幡委員 というのも聞きたかったのです。

○稲葉委員 ああいう形にはなってない。

●三谷理事長 日銀は公表直前に事務局の方で消していくという。

○小幡委員 もう一回、判断し直すのですか。

●三谷理事長 直前。

○小幡委員 そうですよ。それで消して、消さなかったバージョンもどこかに永久保存している。

●三谷理事長 ですから消さなかったバージョンがあり、それを消したものを公表するということですよ。

○草野委員 ご本人には確認はしない。

●三谷理事長 しない。

○草野委員 できないですね、10年ですからね。

●三谷理事長 できません。10年ですから、確認していません。

○稲葉委員 要するに議事録というのも最終的なものなのですよ。ああいうふうに抜けたものであっても、それを議事録というのだったら、それが議事録なので、それ以外に議事録はないですよ。

○小幡委員 保存も何もないと。

○稲葉委員 何もないです。これが議事録だといったら、だから何にも議事録をつくらないという議事録もあるわけですよね。議事録はありません。だから記録は一切ありません。こちらにメモが残っていてもそうですね。そういうものです。だからこの議事録はそういう個別で問題のところは削除してある議事録だと。しかし議事要旨を見てもらうと、そこで議論がどういうふうに出たかは、もう既に皆さんにお示してある。お示しの仕方は、こっちの議事録と照らし合わせて意図的な改ざんはしていませんねということをお示しする。そういう議事録として7年後公表するということで、ここが抜けているのはおかしいじゃないかという批判があったとしても、それは我々がそれは出せません、ありません、こういうふうに言うしかないのではないのでしょうか。

○小幡委員 同時に7年後にもう一度判断は一切しないという、我々の取り決めだということ。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、事務局から。

●玉木審議役 若干の事務連絡を申し上げます。まず本日、7～9月の運用状況の御説明を申し上げますけれども、こちらの記者説明は本日午後行う予定でございますので、資料等お取り扱いよろしく願いいたします。

それと議決権の行使状況につきましても、資料を整えまして、数日後。

●大江審議役 来週を予定しております。

●玉木審議役 その辺りで開示をいたしますので、こちらも資料のお取り扱いにつきましてはお含みをいただければと思っているところでございます。

あと次回の日程でございますけれども、第44回運用委員会は年を越えまして、1月21日(金曜日)の3時から、場所はこちらということでございます。

以上です。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにしたいと思います。