

第 52 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 11 月 7 日(月)16:00～18:00

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 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

(1) リスク管理状況等について

(2) その他

●大江審議役 それでは、定刻より若干早いようですが、全員お揃いですので、第 52 回の運用委員会を開会いたします。

全委員御出席いただいておりますので、会議は成立していることをまず御報告申し上げます。

続きまして、資料確認ですが、議事次第、座席図のほか、委員限り 1～4 までの資料ということで、

委員限り 1 エマージング株式運用受託機関 第 3 次審査(案)について

委員限り 2 年金積立金管理運用独立行政法人について(案)

委員限り 3 運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況

委員限り 4 リスク管理状況等の報告(平成 23 年 8 月)

以上です。お手元へお揃いのございましょうか。

それでは、以後の進行については、植田委員長よろしく願いいたします。

○植田委員長 今日はお忙しいところ、どうもありがとうございます。

最初に、委員限り 1 エマージング株式運用受託機関 第 3 次審査(案)について、よろしく願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、私から御説明いたします。資料が 3 部構成になっております。クリップをお外しいたきまして、委員限り 1 の資料、別紙 1～6 までの綴りです。それから、最後に別添資料、縦型の紙ですが、運用能力の評価の詳細版ということで御用意をいたしました。

なお、この縦型別添資料については、委員会終了後に回収とさせていただきますので、テーブルに置いておいていただければと思います。よろしく願いいたします。

それでは、説明いたします。1. 基本的な考え方ですが、(1) 第 3 次審査、これは最終審査になりますが、運用手数料を含めた総合評価及び運用受託機関構成を勘案し、

運用機関を選定いたします。別紙1の第3次審査欄に記載してございますので、御参照ください。(2)総合評価については、運用能力の評価及び運用手数料の評価、併せまして総合的な判断を行うということで整理をいたします。(3)その上で、運用機関構成を勘案して、選定を行う。その際には、スタイル分散やファンド間の相関といった点で問題がないか留意をするという整理です。

次に2.第3次審査ですが、これについては、別添資料も併せてごらんをいただきたいと思います。なお、以降、各社に評価点を付しておりますが、この評価点については後ほど考え方を御説明いたします。

それでは、1ページ目の2.の(1)、①A社、評価点3.0です。ファンドの特徴としては成長株、評価のポイントということで2ページ目をごらんください。

この社については、

ユニークなリスク管理を行っている社です。

また、

ということで、3次においても、その内容について確認をしたところでは、

結論としては、運用手数料控除後でも、一定の超過リターンの確保が期待できるという評価をしたところでは、

②B社ですが、評価点2.5を付してございます。

こちらのファンドの特徴ですが、
ということでして、この社については、

視点で企業調査をすることに強みがある、こういう理解で2次通過といたしました。3次におきまして、現地調査をした結果ですが、この社が行う
の優位性の分析におきまして、実際に話を聞いてみますと、他社が行っているアナリスト分析と同程度の分析にとどまるということがミーティングの結果でわかりましたので、この調査・分析が他社に比べて卓越している結論には至らなかったということです。

結論としては、投資方針・運用プロセスにおいて独自性は見いだせず、投資方針・運用プロセスの評価については、やや劣るという評価をいたしましたところでは、

③C社、こちらは3.5という評価点です。

ファンドの特徴としては、
の投資スタイルです。

こちらは

をするというスタイルです。長期的な観点でポートフォリオを構築すること、売買回転率50%を下回る程度の比較的低い回転率

になっておりまして、規律ある運用が行われているという整理をしたところでは、

また、国あるいはセクター分散以外に、

そういった分散も図られておりま

して、各銘柄についても

投資判断の一つとしているところは評価ができるということとして、結論としては、運用手数料控除後でも一定の超過リターンの確保が期待できるという整理をしたところでは、

3 ページ目、D社です。こちらの評点は 3.0 とつけさせていただいております。

ファンドの特徴としては

です。

この社については、2次通過社の中で、唯一、

をする社ということでした。

運用プロセスにおきましては、

ファクターを用い、規律ある運用

がなされていると評価をしたところでは、

また、このプロダクトについては、運用責任者が今年の2月に交代をしてから間もないということでしたので、現地調査でその点についても影響度を確認させていただきましたが、結果としては、組織運用がなされているということとして、運用の継続性は相応にあるということでの判断をいたしました。

結論は、運用手数料控除でも一定の超過リターンの確保が期待できると整理したところでは、

次にE社、こちらは評価点を 2.5 と整理をしたところですが、ファンドの特徴としては

ということでは、

運用プロセスについては

という

ことでした。

現地でその内容について精査をしたところですが、当社の運用方針と整合性のとれない具体的な案件が見られたということで、内容的には、いわゆる

ということで話を受けていたところですが、全銘柄のポート

フォリオの内容を調べて見たところ、

ことがわかりまして、その説明も求め

たところですが、納得の得られるような説明はなかったということでした。

結論としては、当社の運用方針と整合性のとれない点が見られたことから、投資方針・運用プロセスの評価について、やや劣ると評価をしたところでは、

次にF社です。評価点 3.0 をつけた社ですが、ファンドの特徴としては

です。

運用のプロセスについては、

銘柄を厳選して投資をするスタイ

ルという内容です。

4 ページ目ですが、その部分について、現地の調査をさせていただいたところ、

であるという 2 次での内容の確認がとれていま

す。

結論といたしまして、過去のパフォーマンスの中で、マーケットの急回復局面では劣後をする傾向はありますが、長期的なパフォーマンスについては優れており、運用手数料控除後でも一定の超過リターンが期待できると整理をしたところです。

次にG社、2.0 という評価をつけた社です。ファンドの特徴は

というプロセスということ

でしたが、実際に運用の手法の詳細をヒアリングしたところ、一部のファンドで短期売買をして収益獲得といったような行動をとっていることが確認できたところです。

また、このファンドについては、その判断基準について確認をしたところ、といった話はいただいたわけですが、書き物に明確に書いてあるということではなくて、運用責任者の言葉だけのフォローというところでした。

それから、3 点目のところに書いてございますが、この社については、2 次の段階で運用責任者がこちらに来ておられませんでしたので、現地での面談をするなか運用責任者に与えられている裁量を確認させていただきました。この社については、運用責任者がほとんどの判断をしているということがわかりました。また書きのところですが、当運用チームについては社内の他の部門とのコミュニケーションがとれているとは言えずに、会社からのバックアップやコミットメントの点で疑問があるとしました。実態としては、

結論としまして、過去のパフォーマンスは良好ではございますが、投信方針・運用プロセス、組織・人材について、やや劣るという評価をしたところです。

次にH社、評価点 3.0 ですが、ファンドの特徴としてはということ

す。
こちらは、

チーム運用

がなされていることが現地でも再確認されたところです。

こちらの結論ですが、運用手数料控除後でも一定の超過リターン確保が期待できると整理をしたところです。

5 ページ目、I 社、評価点 2.5 の社です。こちらのファンドの特徴は

ということでした。こちらについて

は、現地調査の結果、まさしくそういう説明に徹しており、

との優位性というところを見いだすことができなかった。特に特徴がないということです。

それから、2 点目ですが、この社については、

保有ということでした。そういうこと

で方針との整合性がとれておらず、判断の先送りといった印象が払拭できなかったところ

結論としては、としての優位性は認められなかったことに加えまして、保有比率の小さな銘柄が比較的多くて、適切なタイミングで適切な意思決定といったことがなされなかったなど、ポートフォリオ管理が合理的に行われているかについては疑問があり、投信方針・運用プロセスについて、やや劣ると評価をしたところです。

次に J 社、評価点 3.0 ですが、こちらのファンドの特徴は

という内容です。

評価のポイントとしては、

ウェイトに重点を置いた運用をしており、そういっ

たリスクテイクをしますと、そのリスクに見合ったプレミアムが長期的には提供される、こういう運用哲学を実践している社です。

に近い運

用と言えます。

結論としましては、運用手数料控除後でも一定の超過リターンが確保できるということでの評価をしたところです。

最後、K 社、3.0 という評価をしたところです。ファンドの特徴としましては、

におけるエマージング運用（ドル建てベース）におきまして高い水準となる 95%タイルの料率と比較をしまして整理したところです。

こちらについては、別紙 3 にありますとおり、マーサー社の調査結果ということで、右下に枠を示してございますが、日本円で 200 億円レベルの水準を 95%タイルで見ますと、1.01%、中央値で見まして 0.85%という表示をしてございますが、今般の 11 社については、この 95%タイルをすべて下回る社ということで、特に問題はないという整理をしたところです。

7 ページ目、(3) の総合評価ですが、運用手数料のネガティブチェックについて、特段の問題はなかったことから、運用能力の評価点を総合評価の評価点としたところです。これについては、別紙 4 に改めてその点数を記載しております。

この網かけの 7 社を相応に評価できるということで、3 点以上の社として選定対象としたところです。

最後に本編 7 ページの (4) ですが、この 7 社について、運用機関構成を見たところです。まず別紙 5 の運用スタイル分類で見ますと、左側の 11 社が選定後 7 社になってございますが、スタイルの分類の中でも相応に分散がされているということで格段の偏りは見られないという状況です。

次に別紙 6 は、超過リターンの相関を示したものです。データは 4 年間の月次超過リターンに基づいた相関を示しています。各社、各ファンド間では相関の高いものもありますが、一番下の表、7 社の平均という右側を見ていただきますと、0.10 となっており、極端な偏りは見られないということです。

また、スタイルマップの状況についても見てはどうかという御意見をいただきましたので、その点についても 7 社の合計のスタイルマップ、いわゆるバリュース・グロース、ラージ・スモールといったところでの偏りぐあいについて、ツールを使いまして、シャープ分析で行ったところ、こちらについては資料は添付しておりませんが、バリュース・グロースで見ますと 10 分の 1 程度グロースに偏っている。また、ラージ・スモールで見ますと、スモールの方向に 10 分の 1 程度偏っているということで、ほぼベンチマークに近い位置にあることが確認できてございます。そういう意味でも、スタイルで分析をしましても、偏りはなかったのではないかと、このように整理をしたところです。

また、本編資料の 7 ページ目に戻っていただきまして、(4) の①ですが、総合評価 3.5 の C 社、総合評価 3.0 の A、D、F、H、J、K の 6 社、都合 7 社を、3 次審査通過として決定をしたいと思っております。私からの説明は以上です。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○佐藤委員 最後、選考を通られた会社は手数料を引いて 3 年で見ても 5 年で見ても大変素晴らしい運用実績で、これがもちろん将来も堅持されるかということが最も大切だと思うのですが、外国株式のマネジャーを新規採用されてからしばらくの間、投資環境が逆風ということで、パフォーマンスで苦戦された期間があるかと思えます。今度

のエマージング株式は、これだけきちんと分散したのだから、どんな環境、どんな年でも全戦全勝なのか、それともこんなことがあるとこの戦略は弱いと、そういったところの分析はどのようなのでしょうか。スタイルマップもいいのですけれども、例えば過去7社を並べて、単年度で全部勝っているのか、それともやはり偏りが出てしまうのか、そういったところはどのようなのでしょうか。

●橋谷田運用部長 過去のデータですが、各年度別に過去データを並べて見ているわけですが、各年度ともプラスの社、マイナスの社は実際に出ておまして、パフォーマンスとしてはすべてがプラスに偏る、すべてがマイナスに偏るという状況はございませんでした。それから、将来もという、今の佐藤委員の話は当然ですが、将来を保証するものではないということは重々承知をしておりますので、これからこの7社をどのように実際に資金の配分をしていくかという中で、一気にまた入れますと、株式の過去の痛い思いもありますので、徐々に資金を投入しながら、その部分については様子を見ながら、という形でさせていただければこう思っております。

○佐藤委員 是非、安定的な成績が出ることを願っています。

○山崎委員 今、資金配分の話が出たのですが、たしか規模としては1,000億円とか、2,000億円ということだったと思いますが。

●橋谷田運用部長 1,000から2,000億円位を想定したということで話はさせていただきました。

○山崎委員 7社となると、1社当たり、200億円以上ということになりますね。

それぞれについて投資残高が総てに書いてあるわけではないのですが、例えば

と読めるのですが、そこに200億円を預けても大丈夫という評価でよろしいのでしょうか。

●橋谷田運用部長 この社についても、現在の残高については一定程度ありますし、当初は、まず最低投資額はどのぐらいが可能か各社に確認をしておまして、大体30億円程度のところからスタートができるということは確認しておりますので、いきなり200億円という数字を投下するというのではなく、もう少し手前の方から徐々に、あるいは一度投下をしてみましても、本当にその状況で7社が揃ってうまく行っていただければよろしいのですけれども、その状況も考慮しつつ次の追加配分を考えていきたいと思っております。

○山崎委員 わかりました。

○村上委員 今、詳細版のD社を見ていて、かなり気になったことがありまして、1つは、売買回転率が80から90%ということは、1年強でほとんど銘柄が入れ替わるようなイメージですね。それで、これは にまず力点が置かれているはずなのですが、それだけ短期間で成長見通しを考えているところがあるのか。それとも恐らく

でもTEの方のプライスのところはかなり揺さぶられた戦略になっているのではないかと思います。このあたりが本当に安定的にきちんと超過収益の源泉が継続する

のかどうか、こういう戦略、これだけの回転率を持っていて。その辺の成長性の分析と保有期間ということの対応がどういう説明になっているのでしょうか。

もう一点が、運用手数料、報酬後の運用実績見ると3年ではプラス超過収益率とれているのですけれども、5年では3年より低いということは、その前の4年前、5年前は、恐らく合わせるとマイナスであったはずなので、その辺の安定性みたいなものも含めて、どのような観点なのか。

●橋谷田運用部長 今、おっしゃった、
ではございますが、
というスタイルですから、両方の性格を兼ね備えているということで、話のとおり、
というスタイルであると若干回転率が高いという話はそういうことだと思いますが、
といったところも加味しての部分ということであれば、話を聞いた中で、この程度の回転率についてはあるのではないかとということで、我々は特にここについて問題にしたということとはございませんでした。

それから、過去の運用実績ということですが、実は過去データは6年ほど持っておりまして、その6年の中で4勝2敗ということで、過去6年のところについても、この社についてはプラスのリターンをとってございますので、リーマン・ショック時の部分で若干マイナスもございましたが、過去のベースでいきますとプラスをとっている機会が多かったというところではあります。

○村上委員 今の御説明を伺いますと、この戦略自体、ほかの
や
との相関見ると、かなり価格にチャレンジした戦略に思えるのですけれども、性格としては。

●橋谷田運用部長 F社との相関を見て0.33といったところで、こちらは
です。相関が近くなるかということとはございます。

○宇野委員長代理 これから具体的に7社に資産配分されるときに、どういう考え方で資産配分額を決定する予定ですか。

●橋谷田運用部長 とりあえず、この7社については、100億円程度ですか、小さく出まして、今の考え方は均等に配分をしたいと考えてございます。

○宇野委員長代理 その後については。

●橋谷田運用部長 そこはある程度の期間を見まして、パフォーマンスの状況、実際のものが出来てまいりますので、その辺で多少均等というよりも厚みを変えてみるということは検討していきたいと思っております。

○宇野委員長代理 均等ということ、今、お考えになっているのだとすると、先ほどの佐藤さんの質問ともつながるのですが、過去、例えば相関を計算した期間4年間を月次で均等にもし配分していたときに、この部分のトータルリターンはどんな感じなのでしょう、あるいはリスクはどれぐらい低下するのでしょうか。

●橋谷田運用部長 申し訳ありません、そのリスク・リターンについては算定してございません。

○宇野委員長代理 今、6ページの相関マトリックス、その前のスタイルとの関係などを見ると、必ずしもスタイルで分類されたもの同士の相関が高いということにも出てきていないし、隣り合っているスタイルの下で少し相関が高めに出ているケースもあるし、そうするとどれぐらいスタイル分類や相関係数が余り高くないということを信頼してよいかどうかかわからないような気がするのですね。そういう意味ではもう少しいろんな角度で具体的な配分方法によってどういう影響を受ける可能性があるのか。それが個々に見たファンドのリスク量に対してどれぐらい分散投資効果が出るのかというのはもう少しいろんな形で計算してみた方がいいのではないかと思います。

●橋谷田運用部長 その辺については、また配分する際に前提としていろいろ分析はさせていただきたいと思います。

○臼杵委員 今の話と少し重複すると思うのですが、私も必ずしも均等がいいのかどうかというのは若干、たまたまこの7社が通ったという感じもあるものですから、そういう意味では均等にするのがいいのかどうかということについてはもう少しよく検討された方がいいのではないかと思います。

もう一つ、伺いたかったのは、逆にお金はどこから持ってくるのでしょうか。

●橋谷田運用部長 これは外国株式のカテゴリーになりますので、基本的には外国株式の部分を回収するというのを。

○臼杵委員 その回収の基準は以前に御説明があったように一定の定量的なパフォーマンスにもとづくということでしたか。

●橋谷田運用部長 総合評価を踏まえましてところで。

先ほどのご質問の件ですが、相関の表の中、最適化ということは特にはないのですが、ここで出た数字だけ話しをいたしますと、フィー控除後で α が2.37%、TEについては2.97%、こういう数字です。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

●三谷理事長 去年の6月のこの委員会からエマージング株式の投資を御議論いただきまして1年半、途中で震災などもありましたので、ヒアリングが遅れることもありましたのですが、1年半かかってようやくここまでたどり着きまして、今後ですけれども、ここで御了承いただければ、私どもの内部手続を終えまして、個別の委託先とガイドラインの調整等を行います。それが終わりました後から資金、先ほど宇野先生のおっしゃっておられたことも考えました上で資金配分は行いますが、実際に何時から投資を開始するかということになりますと、これは国によっては口座をつくるのに何か月かかかるというところもありますので、何とか年度内ぐらいにはと考えておりますが、もう少し先になるかも知れません。もちろんその間の相場の動きなども見まして、1,000億円で行くのか、各社100億円ぐらい、ちょっと小さ目に出ていくのか、また均等にすることについても検討させていただければと考えておりますが、いずれにせよ、何とかここまでこぎ着けたことを皆様にお礼申し上げたいと思います。どうもありがと

うございました。

○宇野委員長代理 1つ、追加でよろしいですか。これから、もう少し詳細を検討されるときに、この選ばれた7つのファンド、あるいは7つを均等に配分した場合に、それらのファンドのリターンが、これまでの外国株式、運用している外国株式のリターンとどんな相関関係にあるのか、他のアセットとどういう関係にあるのか、それは確認した方がよろしいのではないかと思うのです。

●橋谷田運用部長 ありがとうございます。

○植田委員長 それでは、よろしければ、次の議題、資料は委員限り2年金積立金管理運用独立行政法人について（案）についてお願いします。

●大江審議役 私の方から委員限り2の資料で御説明申し上げたいと思います。

この資料は、右肩に社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会について（第2回）と掲げておりますが、国の専門委員会の第2回目で、私どもの法人がヒアリングされる予定ということで、11月21日を予定しておりますが、案として作成した資料です。

1ページおめぐりいただきますと目次が出てまいります。非常に項目が多いのですが、一番最後の今後の運用に当たっての主要課題、これが実質的なポイントになる部分でして、それ以外は専門委員の方々に対して、私どもの法人の運用の概要・仕組みを御説明する資料になってございます。そういう意味では、重要なポイントは、一番最後のページ、真裏の部分になりますけれども、今後の運用に当たっての主要課題をまず御説明申し上げたいと思います。

ここに書かれておりますのは、前回10月14日の本運用委員会におきまして、論点という形で検討作業班での議論の結果を御報告させていただいて、本委員会でも御議論いただきましたけれども、その議論を踏まえてまたまとめたものです。

4つ挙げておりますが、1つ目が財政検証の経済前提です。足下から長期にわたって市場環境に立脚して設定することが必要ということで、前回の委員会でも各委員から、この2期の基本ポートフォリオを、最終的には1期どおりになりましたけれども、その検討の過程で財政検証の経済前提の数字がなかなか厳しいものがあつたと、そういったことを踏まえて、しっかり設定していただきたいということを専門委員会に申し上げるという趣旨で一番最初に持ってきております。

それから、次の運用利回り、リターンとリスクの考え方ですが、これはセットになるわけですが、まず運用利回りですが、1つ目の・にございますように、賃金上昇率+ α についてということで、これまでの金利+ α との比較でいうと、賃金上昇率+ α をヘッジする資産がなかなかないのではないかとということが国の検討会でも指摘ありましたが、下の表にありますように、ある程度長いスパンで賃金と債券、株式、こういった資産との相関を見ますと、国内債券を長くすると相関が出てくることもございました。そういった意味で賃金上昇率+ α を目標として与えられた場合もこういったものと整合

的な基本ポートの構築は可能であると、そういった事実関係をまずお伝えをします。

それから、一方、金利+ α については、これはどちらかというマーケットを見る立場からこちらの方がいいのではないかという検討会での御指摘もありましたけれども、金利変動と債券の時価は反比例する。金利は名目でマイナスにならない一方、債券リターンはマイナスになり得るといふことの留意が必要という事実を申し上げることにしております。

それから、リスクの方ですが、リターンとリスクの考え方を一体的に検討することが必要と。そういった観点から2つ目の・にありますように、賃金上昇率+ α が目標で与えられた場合はリスクもそれに沿った尺度、例としては名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつきとすることが必要ではないか。

それから、最後の○ですが、キャッシュアウトへの対応ということで、2つ目の・にありますように、当面の間、年間数兆円にも及ぶキャッシュアウトが見込まれる場合には、長期的観点からの効率的運用を確保しつつ、市場への影響を回避しキャッシュアウトが安定的に実施できるような仕組みを中期目標等において整備することが必要ということで、当面、私どもキャッシュアウト対応ファンドという形でやや変則に対応しておりますが、そういったものもしっかり勘案した目標等が必要ではないかといったことを意見として申し上げるということです。

あと、具体的な仕組みの問題で、念のため、1ページ目に戻っていただきまして、ごく簡単に御説明いたしますと、1ページ目は法人の概要、運用委員のお名前等も書かせていただいております。

2ページ目の概要、ここでは法人の中期計画で基本ポートフォリオをつくる。運用機関の選定／見直し、管理を行うという基本的な仕組み。

3ページ目は、現行の基本ポートフォリオは、長期目標が暫定的と言っていることを踏まえて、1期の基本ポートフォリオをそのまま2期のものとしてつくったという経緯。

4ページ目、5ページ目が基本ポートフォリオの策定の考え方ということで、4ページ目は分散投資の考え方、5ページ目におきましては、基本ポートフォリオの策定プロセス。期待収益率の推定はビルディングブロック、ポートフォリオ群の抽出、ポートフォリオの特定、こういった段階を経ていくということ。特に①のビルディングブロックのときの網かけ部分、こういったものは第1期のときには経済前提のデータを使った経緯があるということです。

それから、6ページ目からが運用機関のストラクチャーの関係ですが、6ページにあるのは運用機関の見直しと選定。

7ページ目は運用機関の管理、運用機関の総合評価を行って評価の低いところからの一部資金回収、こういったものを説明するということです。

それから、8ページ目、運用委託手数料ということで、当法人の手数料率が極めて低い水準であるということ。

9 ページ目以降からは、当法人の運用状況ですが、9 ページ目が直近平成 22 年度と 23 年度の第 1 四半期。10 ページ目が平成 13 年度自主運用以来の累積、11 ページ目が長期的な賃金上昇率+ α との比較、こういったものを説明してこようかというところです。説明は以上です。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○草野委員 12 ページの最後のキャッシュアウトのところですけども、今年度は基礎年金国庫負担 2 分の 1 に必要な財源 2.5 兆円が東日本大震災の復旧・復興財源に転用され、2.5 兆円余分なキャッシュアウトが必要な事態が生じました。こちらの運用に当たって、来年以降、そういう余分なことをやらないようにというのは言えるのですか。

●大江審議役 そう言わせていただいてよろしいでしょうか。

○草野委員 基礎年金国庫負担財源についてはきちんと政府の方で対応しなければいけないのを、GPIF でキャッシュアウトとしろといったら、積立金の運用に影響が生じます。そうした問題意識は GPIF としても言ってもいいではないかと思うのです。

●三谷理事長 あえて言えば、キャッシュアウトの金額はできるだけ予見可能性のあるものにしてほしいというぐらいのことは言ってもいいかなと思っていますけれども、今年度の 2.5 兆円は、また、いただけるようなことになりそうで、本来であれば、2.5 兆円分の資産を追加で売却しなくてはいけなかもしれなかったのですけれども、一応年度内に入ってきそうであるということで、今のところ、2.5 兆円分は基本的に影響がないという形での対応をしておりますので、今、草野先生がおっしゃったようなところまではちょっと言いにくいかなと。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、これで説明をお願いするということで。

続きまして、委員限り 3 「運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況」について、事務局からお願いします。

●橋谷田運用部長 私の方から御説明をいたします。

運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況ということで、対応のプロセス図を 3 枚にわたって書いてございますが、昨年度と同様の内容でして変更はございません。

まず、運用受託機関ですが、私どもはガイドラインを相手方に提示しております。

その中で、実際には法令違反になりますと、右の金融監督当局から勧告又は行政処分を受けるということで、これはホームページに公表されるわけですが、そういった勧告あるいは行政処分を受けたものについては、直ちに運用受託機関が我々にその内容について報告をすることを義務づけてございまして、その中身については、②、③、④、⑤ということで、行政処分の結論が出るまでやりとりをして完了するということです。平成 22 年度については、法令違反の該当はございませんでした。

また、ガイドライン違反及び事務過誤等への対応ということですが、こちらについて

は、ガイドライン等に抵触した際や事務の誤りが発生した時点で、運用受託機関から自発的に話をいただくということからスタートしてございますけれども、ここについても③、④、⑤、⑥というやりとりがございます。

ガイドライン違反や事務過誤等で損害等が発生すれば、相手の弁護士等の意見も添付をしてもらいまして、損害額について覚書を締結し、ファンドへ入れていただくと、このような手続をとっているところです。こちらについては、ガイドライン違反が3件、事務過誤が2件発生したところです。具体的には後ほど御説明いたします。

2ページ目ですが、資産管理機関について書かせていただいておりますが、運用受託機関と同様のプロセスを踏むということです。

資産管理機関については、ガイドライン違反、行政処分についてはなかったわけですが、事務過誤が2件ありました。

引き続きまして、3ページ、(3) 自家運用に係る有価証券の売買等の取引先、短期資産の運用先ということですが、こちらについては、きっかけというのは基本的に金融監督当局からの勧告、行政処分といったものがホームページに掲載され、その報告をいただくことから始まります。②、③、④という経過を経て整理をしていくということですが、こちらについては、行政処分がなされた場合については、我々の方で、売買停止期間を設ける等の措置を行い、きちんと報告がなされ、金融監督当局でもその内容を受理された、その段階までは取引停止が続くという整理をしてございます。

それでは、具体的な内容について、4ページ目、別紙1から御説明をいたします。

まず、運用受託機関です。ガイドライン違反が3件ございました。A社ですが、こちらは国内株式のパッシブ運用をしている社です。先物の買建ポジションがキャッシュ・ポジションを一時的に上回ったというガイドライン違反です。我々のガイドラインではキャッシュ・ポジションまでという制限をしてございます。こちらについて、先物の限月交代でロールオーバーをした際に翌月にロールオーバーをする際の先物の事務手数料を除かずにそのまま同額ロールオーバーしたということでの手数料分のオーバーヘッジといった内容でありましたので、即日先物を1枚売却しまして、オーバーヘッジを解消しております。なお、売却に当たりましては、売却益が生じたということで、実損はなかった内容でした。

B社、外国債券のアクティブ運用の機関ですが、投資対象銘柄以外の銘柄を購入していたものです。こちらについては即日売却をしまして、ガイドライン違反の状況は解消しております。こちらについても、結果的には売買の差益が生じてございまして、実損はなかった案件でした。

C社ですが、国内債券のアクティブです。デュレーションが管理レンジを逸脱したということの内容ですけれども、こちらについては、月末値、管理レンジが±5%ということで、我々がガイドラインを示しておりますし、また運用機関サイドからも、その数値で管理をするという資料をいただいているところです。月末になりまして債券の売買

をした際に、乖離率がぎりぎり-4.97%になりましたけれども、月末に向けまして時価振れで-5%を超えたという事象が発生したところです。これについて、翌月にはベンチマーク指数も変わってございまして、レンジ内におさまっている状況ですが、ガイドラインのレンジの逸脱と、数日間この報告が遅れたことについてもガイドラインの違反に該当するという内容でした。11月の報告があった段階では、報告が遅いという旨も含めまして、口頭で嚴重注意を行ったところです。特に実損はございませんでした。

5ページ目、事務過誤の状況です。

D社、外国株式のアクティブについてですが、議決権行使をする際に、社内の伝達ミスで不行使となった銘柄が数件発生したものです。行使をする際には、社内のコーポレート・ガバナンス・オフィサーへリストを回付するという手順をとるところですが、リストの回付が漏れたものです。こちらについては、担当部門とコーポレート・ガバナンス・オフィサーでのリストの共有化を行うという対応策を講じてございます。特に実損という内容ではございませんでした。

E社、国内の株式、アクティブ運用ですが、売買執行を行っていただく証券会社のシステムトラブルにより、執行できる状況にはなかった証券会社にE社のトレーダーが誤って発注をして機会損失が発生をしたということです。当然にシステム障害があるということは、当該社の中でも、社内周知は徹底をしていたところですが、寄付きを含めたトレードを予定していたため、寄付きでの売買ができず機会損失が発生、数万円のロスがございました。こちらについては、損失額の確定、覚書を締結しましてファンドに入金していただいたという内容です。

次に6ページ目、資産管理機関です。(1)、(2)については該当なく、事務過誤が2件発生ということです。

F社です。議決権行使をする事務手続で誤りが発生。そのために行使が数銘柄できなかったという内容でした。当然に運用受託機関から行使の指図は受けていたわけですが、資産管理機関が、議決権行使サービスのアウトソーシング先を変更した際に、切り替え時に権利基準日と総会日をまたぐ数銘柄で不行使となったものでした。これについては、しょっちゅうアウトソーシング先を変えることはないかと思いますが、今後、そういうことが発生した際にはきちんとチェックリストを作成してコミュニケーションを図るといった対応策が提出されているところです。特に実損ということはありませんでした。

G社については、

という内容のものです。資産管理機関にとってはかなり重要な問題になる内容でした。データの内容については、顧客名称、所在地、保有残高等約1万3,000件が保管されているテープであったということです。これについては、即日、本件内容についてプレス発表したことと併せまして金融庁へも届出をしています。特にその後、金融庁から行政処分等の状況はない案件でした。

対応策としまして、部門毎に管理をしていたものを一元管理する部署を設けまして、

テープの購入から廃棄まで集中管理をする体制を整えるという内容のもの。また廃棄については、具体的に裁断、テープの内容を消去するといった項目を設けまして、立会社員、消去をする担当社員といった項目も追加して管理を徹底する内容でございました。実損ということはなかったわけですが、重大な案件ということで、担当部長より口頭で嚴重注意を行いました。

7ページ目ですが、H社、自家運用に係るところの証券会社の不祥事という内容でして、相手方は売買の取引先でございました。社員による顧客資産の不正出金ということで、証券取引等監視委員会が入りまして、その事実を確認し金融庁に対して勧告をしたもの。金融庁でも、業務改善命令という行政処分をした内容でした。私どももその内容についてヒアリングさせていただき、取引停止の処置をしたところでした。

また、10月13日には、この社が金融庁へ業務改善報告書を提出しまして受理され、私どももその内容について報告を受けまして、内容を確認し、その時点で取引停止処分の解除をした、このような内容でした。

法令違反等については以上でございます。

○植田委員長 御質問等おありでしたらお願いします。

○佐藤委員 1点教えていただきたいのですが、4ページ目のガイドライン違反のB社のケースなのですが、これは運用の委託を再委託している先ですか、そうではない先ですか。

●橋谷田運用部長 こちらについては、直接運用している先ですが、もう少し細かく申し上げますと、平成19年度に、アクティブについては世界国債インデックスから世界BIGインデックスにベンチマークを変えたということがございまして、その際にプログラムをきちんとつくっておけば問題がなかったわけですが、そこでのプログラムのミスがあったということです。平成22年になりまして、銘柄を買ったときにプログラム上エラーがかからなかったというものです。

○佐藤委員 単純な同一社内でのプログラム対応ということですか。

●橋谷田運用部長 プログラムの設定ミスという内容です。

○佐藤委員 わかりました。ちょっと気になりましたのは、再委託先の場合、そこが同じようにガイドラインの指示事項を理解しているかどうかという懸念があったものでお伺いした次第です。

●橋谷田運用部長 我々ミーティングをする際には再委託先にもきちんとそういうものを伝えるということは常々申しております。そういったミスではなく、当初の設計ミスがあったということです。

○佐藤委員 わかりました。

○臼杵委員 今の話と少し関連するのかもしれませんが、これはある意味で正直に申告してきたと考えて良いのでしょうか。特にガイドライン違反については。

●橋谷田運用部長 ガイドライン違反、事務過誤というのは、相手の事象ということでは

ので、そこは当然に我々がガイドラインでこういうことをしたら必ず即日報告をしないということをしておりますので、そこは紳士協定であります。後ほどわかれば、そこは逆に重大なガイドライン違反ということで、その処分等はかなり。

○白杵委員 その点がある意味で隠さないインセンティブになっていると、そういう理解、後は日ごろのミーティングを通じてガイドラインを徹底している、そういうことですか。

●橋谷田運用部長 はい。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、リスク管理状況等の報告（8月）についてお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、委員限り4の資料です。ページ1ですが、まず、基本ポートフォリオ等からの乖離状況ということですが、8月については、市場の動向として、内外株とも大幅に下落をしたということです。それと逆の動きということで、内外債券については金利も低下をしたということで、債券の価格については上昇、株式の価格については下落といったもので、7月から8月に向けては、それぞれ債券はマイナスの乖離度が弱まってくる。株式は内外株ともオーバーウェイトの状況で、乖離の状況が逆に縮まる状況となりました。

次に3ページ目をごらんになっていただきたいと思います。一番上の枠の、推定相対リスクというCの欄をご覧になっていただきますと、7月から8月にかけては縮小しておりますが、ただいま申し上げた乖離状況が縮小傾向ということで、特に問題はないということです。

4ページ目、各資産毎のリスクの状況です。この中では1点、国内株式の推定トラッキングエラーが、ちょうど中ほどですが、7月0.23%が8月には0.27%と上昇してございます。8月の株価についてはボラティリティの高まった市場動向を受けまして、この数値が少し大きく出たところですが、他については、8月にかけてほとんど動いてない状況といった内容でした。

次に6ページに飛んでいただけますでしょうか。

こちらは、資産管理機関、インハウスの取引先のカウンターパーティーリスクの状況ですが、10月14日現在でインハウスの取引先で幾つかの変更点がございました。まず、三井住友銀行、りそな銀行でございますが、これはプラスの方向あるいは安定から強含みということで上方の修正です。上から3番目のシティグループ証券については見通しがマイナスから弱含みに、大和証券キャピタル・マーケット証券は1ノッチ下がってございます。野村証券については見通しのところで強含みが安定にと、下方修正となりましたが、特に現在の水準で問題になるということではございませんでした。

それから、7ページ目です。こちらについては、ILLIQの8月のところですが、株式の売買金額については高まったわけですが、個別銘柄の価格の変化幅が大きかったことから、ILLIQの数字で見ますと流動性は低い方向にシフトをしていると、こんな状況でございました。

8 ページ目、全体の収益の額ですが、②の収益額の 8 月を見ていただきますと、－1 兆 7,000 億円強ということですので、7 月、8 月の 2 か月の合計値で申しますと、－2 兆 8,000 億円強。通期のところでは、かなりのマイナスの状況になっているということです。

それから、11 ページまで飛んでいただけますでしょうか。

超過リターンの状況です。8 月の特にアクティブのところを御説明させていただきますが、国内債券については、＋0.04%という超過リターンをとっておりまして、8 月までの累積で＋0.11%という状況でした。

国内株については、単月で－0.78%ということで、累積でも－0.34。内容については、8 月は外国人が大型株や外需中心に売却をしているという状況がございまして、私どもそういった株を多く持っておりますので、その辺のマイナスが大きくなったという内容です。

外国債券ですけれども、8 月単月は－0.22%、累積でも残念ながら－0.16%ですが、特に欧州問題で金融セクターのスプレッドが拡大ということですので、その部分がオーバーウェイトの社がマイナスとなった状況でした。

外国株式ですが、こちらについても単月で－0.47%でして、累積ではぎりぎり＋0.14%、こちらも欧州株がオーバーウェイトの先が大きくマイナスとなってしまった内容でございました。

リスク管理の報告については以上です。

○植田委員長 それでは、御質問等ありましたら、お願いします。よろしいですか。

それでは、今日はこれまでにしたいと思いますが、事務局から何か連絡。

●大江審議役 まず、次回の日程ですが、今回は 12 月 19 日（月曜日）の 17 時 30 分から、この場所で開催をさせていただきます。なお、当初 17 時ということで御連絡をし、その後、17 時 30 分に変更しておりますので、御注意を願います。

それから、2 点目ですが、エマージングの別添資料、縦長の資料については回収ということですので、よろしく願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 どうもありがとうございました。