

第 54 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 2 月 20 日(月)16:00～17:30

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
・佐藤委員 ・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

●大江審議役 それでは、定刻より前でございますが、全員お揃いでございますので、第 54 回運用委員会を開会いたしたいと思えます。

まず、委員の出席状況でございますが、本日は草野委員におかれましては御都合により欠席ということでございます。ほかの委員は全て御出席ということで過半数を超えておりますので、会議は成立してございます。

次に資料の確認でございますが、議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1－1 独立行政法人改革等について

委員限り 1－2 年金交付国債について

委員限り 2 平成 23 年度 資産管理機関の総合評価結果について

委員限り 3 株主議決権行使状況の概要（平成 23 年 4 月～6 月）

委員限り 4 平成 23 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し

委員限り 5 リバランスの検討及び実施について

委員限り 6 リスク管理状況等の報告（平成 23 年 11 月・12 月）

委員限り 4 及び 5 につきましては、委員会終了後回収とさせていただきますので、よろしく願いいたします。お揃いでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 よろしく願いします。

最初に、独立行政法人改革等について、資料 1－1 と 1－2 に基づいて、厚生労働省より御説明をお願いいたします。

●原口大臣官房参事官 私から御説明させていただきます。まず委員限り資料 1－1 とある図をごらんいただきたいと思えます。

今年の 1 月 19 日に行政刷新会議、内閣府に設けられまして、総理がトップを務めて

おります組織に報告された資料でございまして、独立行政法人につきましては、御案内のとおり、独立行政法人通則法に基づいて1つの制度の下で運用されてきた法人制度でございすけれども、この法人について種々課題があるという認識の下で、行政刷新会議の下に独立行政法人改革分科会というものが昨年秋に設置されまして議論を行っておりましたところ、1月19日、刷新会議の方で方針が固められて、これに基づき基本的な方向が閣議決定されているということでございます。

この1枚目のペーパーで、まず結論、全体像を御説明してまいりますと、上の横に書いてある細長い枠のところでございますが、我が国の成長に資する政策実施機能の強化に向けて、全法人一律の現行制度と組織を抜本的かつ一体的に見直し、事務・事業の特性に着目して類型化するとともに、最適なガバナンスを構築ということで、複数の類型、もっと法人の事業に着目した適切な類型に分けていこうという考え方をとられたということでございます。

その下のところでございますが、まず、左側縦長で廃止と書いてございます。幾つかの法人につきましては、既にこの事業は法人として実施する必要がないということで廃止することになった類型のものがございます。3法人書かれておりますほか、将来、事業が民間に移管されるという方向が出されたものがあります。

その1つ右側でございますが、民営化あるいは他の法人制度に移行するという方針になった類型のものがございます。特殊会社化される法人及び医療法人関係の法人について、独自の方向とする。それから、個別法により設立されるという類型がございまして、この2つ目に、国民の財産の保全・運用等の重要な業務を行い、運営費交付金等に依存しない法人について、ガバナンスを強化するという類型で、他の法人制度という方向になりましたのが、こちら年金積立金管理運用独立行政法人でございます。

そのほか、民間法人化。後は法律等により、既にあり方の見直しが予定されている法人があるという形で整理されております。

それから、真ん中のところでございますが、事務・事業の特性を踏まえた最適なガバナンスの構築。独立行政法人という類型自体、名称を含めて見直されることになりましたけれども、そのように見直しました上で、更に幾つかの類型に分けていくことになった法人がございす。基本的に独立行政法人として残るものについても、このような類型に更に移行していくということでございます。

真ん中のところでは、成果目標達成法人というのがあり、右側に行政執行法人とございます。大きなこの2つに分けました上で、成果目標達成法人につきましては、左側に研究開発型、真ん中のところに7つ、文化振興型、大学連携型、金融業務型、国際業務型、人材育成型、行政事業型、その他という形になっております。これらそれぞれ類型をつくりまして、通則法を改正した上で、それぞれの類型毎にガバナンスのあり方を規定していく。そして、これに基づいて、更に個別法で規定する形で、今の独立行政法人を変えた新しい法人類型に移行する、こういう類型でございす。そして、あと行政執

行法人という類型がある。

最後に、一番右側には、国に移管するという事で、国において事務事業を実施することが適当な法人については国へ移管する。こういうことになっております。

この1枚の図の裏面の方には、それぞれ該当する法人名が全て整理されております。

ごらんいただきますとおりでございます。年金積立金管理運用法人に關しましては、左側から2つ目の民営化・他の法人制度を活用の3つ目、個別法により設立される法人というタイプの2つ目のところに該当する、このようにするという方向となっているわけでございます。

それで、次のページをごらんいただければと思います。参考資料2と付いているペーパーでございますけれども、これが1月20日に行われました閣議決定のうちの年金積立金管理運用独立行政法人にかかわる部分でございます。

1点目ですが、固有の根拠法に基づき設立される法人とするということでございまして、先ほど申し上げましたとおり、通則法の下でという形でない他の法人制度ということに移行するという方向になっております。

次ですが、法人の業務は、貴重な国民の財産である年金資産の管理・運用であり、運用により損失は国の負担に直結することから、適切な監督権限を設け、国の関与を強化する。また、このような業務の特性を踏まえ、その業務運営における中立性を確保しつつ、本法人のガバナンスは新たな法人制度に比較し厳格なものとするということで、今回の独立行政法人の改革の考え方としては、独立行政法人全体についてもっとガバナンスを強化するということが大きな柱になっていたのですが、管理運用法人が移行する法人については、特に新たな法人制度に比較し、厳格なものにする。趣旨としては、貴重な国民の財産である年金資産の管理・運用であり、運用による損失は国の負担に直結するという位置づけになっております。

それから、次の項でございますが、具体的な制度の在り方については、例えば、国としての責任が果たせる監督権限の導入、会社法を参考にした監査機能・リスク管理機能等の強化や経営に係る責任の明確化、透明性及び説明責任を確保するための積極的な情報公開、外部の目による徹底した評価の導入等の観点から検討を進めるということになっております。

独立行政法人全般につきまして、必ずしも十分な評価が行われていないと、そういう認識があったところでございますが、また、管理運用法人の移行する法人についても、この評価を、外部の目による徹底した評価を行うというふうに規定されたところでございます。

そして、この方向性につきまして、独立行政法人改革に関する分科会で出されましたまとめについて、その次に資料として付けてございます。これは大部なものになりますので、個別の説明は基本的に控えさせていただきたいと思っておりますけれども、1～2ページにかけまして、今回の独立行政法人の改革における基本的な考え方が掲げられている

ところでございます。

1 ページ目の真ん中あたりをごらんいただきますと、独立行政法人全般について課題として認識された事項が4点、①～④まで掲げられております。

- ① 法人の外部・内部のガバナンスが不十分ではないか。
- ② 運営費交付金の問題。
- ③ 目標設定が不明確、客観的な評価が困難。
- ④ 業務運営に対する第三者のチェックが不足している。

全体として、こういった問題認識があったということであり、2 ページをごらんいただきますと、どのような改革を行うかということが4点に整理されております。

- ① 国の政策実施機能の強化等の観点から、国や民間との関係も視野に入れて組織をゼロベースで見直す。
- ② 廃止又は民営化等を行うべき法人以外の法人については、各法人の事務・事業の特性に着目して類型化し、類型毎に最適なガバナンスを構築する。
- ③ 類型を踏まえつつ、政策実施機能の強化や効率性の観点から法人を再編する。個々の法人を再編していくという意味でございます。
- ④ 新たな法人制度に共通するルールを整備する。

こういう位置づけになってございます。

そして、この報告書の22 ページに表紙がありまして、各独立行政法人について講ずべき措置とあり、法人毎に、ずっとリストの形になっているわけですが、その中で、23 ページのところは、管理運用法人の部分だけを抜粋して添付いたしました。

1つ目の・あるいは2つ目の・は、閣議決定にある内容について、基本的にもう少し詳細に書かれているということでございます。

3点目でございますけれども、これは分科会で出た1つの意見という位置づけだと聞いてございますけれども、2行目あたりからごらんいただきますと、非市場性国債の保有により運用するか、あるいは市場運用とするかというそもそもの運用方針の基本的在り方についても慎重に再検討すべきとの意見があった。

この分科会の構成員は必ずしもファイナンスの専門の方々ということにはございませんので、ここまで踏み込んでまとめていただくかどうかということ、正直議論いたしましたけれども、強い意見があり、分科会全体の意見ではないというふうには聞いておりますが、この報告には盛り込まれたという経緯がございます。

また、その次のところには、合議制の導入に関する議論がございまして、会社法と同様のガバナンス又は経営に係る責任体制が明確化され、着実に機能する組織となることが前提であり、慎重な議論が必要、こういう形で独法分科会からは報告をいただいております。

これらの方針に基づいて、今後の対応でございますけれども、まず、今国会には独立行政法人法の通則法の改正が提案されるということになっております。独立行政法人と

いう名称を含めて改正すると。施行は翌年ということになります。そして、これによって、機械的に必要となる個別法での改正事項が出てまいりますので、併せて今国会に提案するという方針となっております。

また、各法人の在り方につきましては、今後、検討の上、法改正などを進めていくこととなりますが、これは今国会という対応はできませんので、例えば来年という時期をにらんで、今後検討していくことになると考えており、管理運用法人につきましては、どのように検討を進めさせていただくか、今後、私どもは検討させていただきたいと思っております。

新たな法人制度と比較してどのようにするというような方向が書かれているものもございますので、そもそも新たな法人制度ではどのようにするかということが決まりました上で、それを踏まえて具体化を図るといった必要があると考えておりますので、そういったものを見つつ、検討のやり方をこれから考えてまいりたいと思っております。

1つ目の独立行政法人の改革関係は以上でございます。

引き続き委員限り1-2という資料がございますので、こちらをごらんいただきたいと思えます。

これは報道等で御承知かと思えますけれども、今回、基礎年金国庫負担2分の1を維持する財政上の措置といたしまして、年金交付国債と仮称しております交付国債を発行しまして国庫負担2分の1を確保するという方向が出されておまして、そのための法律がこのように提案されているということで御報告をさせていただきたいと思えます。

この法律案の趣旨でございますが、資料の一番上でございますが、長期的な給付と負担の均衡を図り、年金制度を将来にわたって持続可能なものとするため、平成24年度以降の基礎年金国庫負担割合を2分の1とするともに、老齢基礎年金等の年金額の特例水準を解消する等の所要の措置を講ずる。年金関係での予算関連として提案する必要のある法律を一括した法律でございます。

この中で、法案の概要 (1) 基礎年金国庫負担2分の1関係とあり、①平成24年度について、国庫は、交付国債により、基礎年金国庫負担割合2分の1と36.5%の差額を負担することとする。36.5%部分については、現金により支出されますが、残りの2分の1との差額に関しましては、これはその差額分及び運用収入に相当する額、これを合わせた額面の交付国債を政府がGPIF、あるいは共済に対して発行いたしまして、これをもって24年度国庫負担2分の1を負担する。こういうことになったということでございます。

このように、国庫負担2分の1について措置が講じられることになった経緯でございますけれども、36.5%と2分の1の差額につきまして、年金差額と呼んでおりますけれども、これにつきましては、政府の方針として、消費税の引上げを提案し、そして、その消費税の増税によるもので、今後、安定的に賄っていくと、こういう方針を出しております。そして、平成24年度から、この方針に沿った形で手当てをしていくというこ

とを行うために償還財源を消費税の増税分で賄うという、こういう国債を発行いたしました、これで負担していくことにすると、こういうことになったものでございます。

②のところは、このように、国庫負担が2分の1になることに伴う給付についての措置の規定でございます。

また(2)のところは、そのほかの予算関連で、年金給付額、物価スライドの適用が停止されていたものを、これを順次、乖離を解消していくという内容のものでございますので、年金交付国債の関係ではありませんので、説明は省略させていただきます。

裏面をごらんいただきたいと思います。年金交付国債の仕組みに関する資料でございます。

中身でございますけれども、平成24年度の基礎年金国庫負担は1/2とするということで、法律上、予算上、勿論明記をいたします。そして、具体的に36.5%分は、通常为国庫負担、1/2と36.5%の差額分は年金交付国債で負担する。これは年金差額に当たります額が2.6兆円。このうち、厚年と国年分が2.5兆円でございます。これと運用収入見込み分を額面として発行するというところでございます。この運用収入見込み分は、一般の国債の運用収入と同様になるよう設定するというようになっております。

『年金交付国債』の具体的な償還スケジュールにつきましては、消費税増税の具体案の決定に併せて別に法制化する。予算非関連法案を年度内に提案することになっておりますが、既にこの国会審議の過程で、償還期間については20年程度ということをお答弁しているところでございまして、この20年間、基本的に毎年同額程度ということで、1,500億円ずつ概ね償還するという形を考えているということでございます。

その下に、今説明しました内容を図にしております。一般会計から通常为国庫負担36.5%に加え、年金差額分13.5%が交付国債で交付をされる。通常为国庫負担は年金財政とありますが、特別会計において、基礎年金の給付に充てる。

この交付国債については、こちらの管理運用法人の方に交付しまして、こちらで積立金の一部として管理をいただく。そして、この積立金を受けて、交付国債の相当額を現金化していただきまして、特会の方に償還をしてもらい、これを基礎年金の財源として充てていくと、こういった形になるということでございます。

御報告となりましたけれども、このような内容で、この年金交付国債を発行して、基礎年金の国庫負担2分に1にするという法案を既に提案しているところでございます。

以上2点、御報告させていただきました。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、御質問等ありましたら、お願いいたします。

○臼杵委員 交付国債について確認させていただきたいのですけれども、運用収入分というのは、当法人としては債券ポートフォリオの中に当然組み入れざるを得ないということだと思うのですが、例えば、まず形式として利付き国債なのか、割引債なのか、キャッシュフロー的にどういうふうな、いつ、幾ら発生するとか、後は利回りが大体どの位

になるか、これがわからないと運用のしようもない。要するにほかの債券を調整せざるを得ないと思うのですけれども、そういうことは、いつごろ、どういう形で明らかになるのか。

- 原口大臣官房参事官 済みません、大分説明は不十分であったと思います。更に今の点を御説明させていただきますけれども、交付国債につきましては、これは譲渡禁止、無利子ということになっておりますが、発行当初に運用収入相当額を予め算定して、それも一緒にその額面で交付しようということになっております。そして償還につきましては、元利合わせて20年程度で均等で償還していくという考え方でございます。

運用収入の算定の方法でございますけれども、消費税の増税分をもって償還財源に充てるということになっておりますので、交付が24年度でございますが、償還は26年度に始まることとなります。それで26年度に20分の1程度、以降、毎年度その程度償還されるということですので、全体がいわば2年目に償還される割引国債、3年目に償還される割引国債、こういうのがずっと20枚1つのものになっているようなキャッシュフローを持つ債券でございますので、金利計算します場合にも、それらの償還までの期間毎に幾らの金額については幾らの金利を適用して計算をします。こういった形で全体を考える必要があると考えております。

そして、いつの金利を適用するかということに関しましては、それは交付時点の金利を考える必要があると考えておりますので、発行時期につきましては、これは何分償還財源がないと、このような発行できませんので、消費税の増税に関わる法案が成立してからの発行になると考えております。成立したところで、政省令の制定を行いました上で交付時期を決めて、その時点の金利で運用収入を決定して交付するということになると考えております。

- 臼杵委員 金利は、例えば2年のものは2年ものの国債から計算する、3年は3年もの。3年ものがあるのかどうか、よく知りませんが、そのときの利回り、流通市場化の利回りから計算すると、そういう理解でよろしいですか。

- 原口大臣官房参事官 基本的におっしゃるとおりでございます。後は現実に法律がこの通常国会で、まだ提案されていませんが、成立したといたしましても、6月に入ってから成立ということになれば、それから、政省令の制定、そして交付ということになると、年後半頃にはなるであろうと思います。

ですから保有期間については、きっちり何年というより、はしたが出てくるかと思えますけれども、それぞれに応じた保有期間で金利計算等を行っていくものと考えております。

- 臼杵委員 ありがとうございます。

- 稲葉委員 不思議な制度で、交付国債の償還は当然キャッシュで償還するのだけれども、それが税金でもって指定されているというのが、仮に消費税の具体的なスキームが、例えば法律として通らないといった場合に、交付国債自身も発行しないということになる

と理解していいのですか。

- 原口大臣官房参事官 微妙な御質問いただいたような気がいたします。その点に関しましては、大臣含めまして、社会保障に関して安定的な財源が是非必要であるから、こういう一体改革の中で消費税の増税を行い、それを社会保障にそれぞれ充てていくという方針を持っていますので、年金の2分の1にするための財源含めて、是非この法案を通していただいた上で充てていく必要があるという御説明をさせていただいているのが現状でございます。

もしということになりますと、率直に申しまして、法律が制定されてからの発行と申し上げましたので、確かにその場合にはどうなるかという問題がございます、是非必要なものである、これらの制定をいただきたいというふうに説明させていただいております。

- 佐藤委員 交付国債というのは、財政の見通しはなかなか難しいと思うのですけれども、不測の事態が生じたときにきちんと現金で償還していただけるのですか。それとも借るかえで、また交付国債を交付するなどということにはならないのでしょうか。

- 原口大臣官房参事官 これは現金で償還いただく。財源含めて法律上明示することになるはずです。

- 佐藤委員 法律に明示されたものが通るとのことなのですね。

- 原口大臣官房参事官 そうした法案を提案し、御審議をいただくことにしております。

- 植田委員長 2分の1と36.5%の差が、現在、仮に2.6兆円だとしても、だんだん拡大していった場合はどうなるのですか。それはまた考えるということですか。

- 原口大臣官房参事官 御指摘のとおり、この年金差額はだんだん金額大きくなるわけですが、今回提案しましたのは、あくまで24年度における措置だということでございます。説明をはしょってしまいましたが、委員限り1-2の2.(1)①の下に※で書いてございまして、25年度はどうするのか。消費税はまだ上がっていないはずでございますが、そのことを書いてございまして、必要な税制上の措置を講じた上で、基礎年金国庫負担2分の1を実施するよう、法制上・財政上の措置を講ずると。このところをどうするかは、法案が既に提案され、既に25年度に関しては成立させていただけているという前提で改めて25年度の財源をどうするか、議論するというふうに考えてございます。

- 植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

- 山崎委員 まだ、これは発行されていませんので、今からは少し早いのですが、発行された時の扱いとしては、いわゆる内書きというか、金額が表示されることになるのでしょうか。

- 大江審議役 この点、私からお答えいたしますが、交付国債は私どもに直接財務省から交付されますので、私どものバランスシート上は、国内債券扱い、要するに国債という扱いです。したがって、今、国内債券の資産構成比は67%で、若干アンダーウェイトぎ

みということは毎回御報告していますが、ここに交付国債が組み込まれます。したがって、あくまでバランスシートのアセットに入ってくるものでございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続きまして、委員限り 2 の平成 23 年度資産管理機関の総合評価結果について、ご説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、私の方から平成 23 年度 資産管理機関の総合評価結果について、御説明いたします。

1. に記載のとおり、資産管理機関の総合評価につきましては、契約継続の是非の観点から評価を行っているところでございます。

平成 23 年度におきましては、12 月 22、27 日の両日ミーティングを実施いたしました。総合評価の結果、具体的な内容につきましては、3 ページ以降、後段 4. に記載しておりますが、4 資産管理機関とも契約を継続するとしたところでございます。

2. 資産管理機関にかかる評価の仕組みにつきましては、解約基準における総合評価として管理運用方針に規定されております。

①資産管理機関の総合評価は、定期的なミーティングを行い、組織・人材、業務体制、監査、資産管理システム、グローバルカストディ、付加価値サービスの評価項目により、総合評価を実施するとしておりまして、②総合評価を行い、継続困難と判断された資産管理機関は解約するとしております。

2 ページ目をごらんください。

3. 資産管理機関の総合評価方法でございます。(1) 解約基準における総合評価の評価項目につきましては、管理運用方針に規定されている組織・人材から、付加価値サービスまでの 6 項目を記載した内容でございます。

(2) 評価基準でございますが、上記に掲げました評価項目につきまして、総合的な判断により評価を行うものでございまして、表に記載してありますとおり、継続、あるいは継続困難かで評価を行うという仕組みでございます。

3 ページ目、4. 平成 23 年度 資産管理機関における総合評価の結果でございます。

いずれの信託銀行につきましても、基本的には昨年度と同様でありまして、特に継続困難となる事案はなかったことを確認してございます。

以下、ポイントを絞りました説明をしたいと思います。

A 信託銀行でございますけれども、組織・人材から付加価値サービスの点まで、特に状況が変わっているところはございませんでした。なお、一番下、最後の○のまた書きでございますが、昨年度におきましては、の体制が整ってないと評価したところでございますが、平成 23 年度に入りまして体制を整えたところでございます。この点、評価が高くなっているということでございます。

B 信託銀行でございますが、こちらにつきましては、内容的にも昨年度と同様の状況であることを確認してございます。特につけ足すコメントはございません。昨年度と同

様、継続としたところでございます。

4 ページ目でございます。C 信託銀行。こちらの信託銀行につきましても、内容的には昨年度と同様の状況であったことを確認して継続と評価したところでございます。

D 信託銀行でございますが、こちらの信託銀行につきましては、○の下から3つ目の2 段目、なお書きでございますが、平成 23 年度におきましては、事務過誤が発生をいたしました。ただ、当該事務過誤の再発防止策につきましては対応済みであるということでございますが、事務過誤が発生した事実がございますので評価を若干落としております。ただし、資産管理業務全般で見ますと、全体的には当該事務過誤の影響は大きくないということございまして、引き続き、継続と整理をしたところでございます。

委員限り2の資料につきましては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いします。よろしいですか。

では、次に行きまして、委員限り資料3 株主議決権行使状況の概要について、御説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 私の方から委員限り3 株主議決権行使状況の概要(平成 23 年 4 月～6 月)について御説明いたします。

クリップを外していただきますと、参考資料としまして参考1 は、平成 13 年度以降の過去からの会社提案に対する反対、株主提案に対する賛成の状況につきまして時系列に並べたもの、参考2 は、平成 23 年度の国内株式、外国株式の議決権行使の内容を数字でお示しをしており、参考3 は、前年度の内容を添付してございますので、併せてごらんいただければと思います。

それでは、本編資料の説明に入らせていただきます。

1. 国内株式でございます。

アクティブ、パッシブ含めまして、14 社 27 ファンドでございます。

(1) 概況、今年度につきましても、全ての運用受託機関が株主議決権を行使している状況でございます。議案数でございますが、昨年度に比べますと、監査役の改選期を迎えるということで、改選議案が増えておりましたので、全体でも約1 万件強議案数が増えているというところでございます。

会社提案に対する反対の状況でございますが、件数が最も多かったものは取締役の選任でありました。また、反対の割合が高かった議案につきましては買収防衛策(ライツプラン)、退職後の退職慰労金の贈呈、社外取締役・社外監査役の選任、ストックオプションの付与といった内容でございました。

次に議案の項目毎に見てみますと、(2) 会社機関に関する議案としまして、取締役の選任につきましては、以上のような理由で反対ということございました。

ア 社外取締役等の員数、独立性に問題があると判断された場合。

イ 業績の悪化に経営責任があると判断された場合。

といった内容が多くございました。

(3) 役員報酬等に関する議案では、退職慰労金の贈呈に関しまして、議案数は先ほどお話したとおり、監査役の改選が多かったことから、この議案につきましても増えているということでございます。また、社外取締役、社外監査役への贈呈を含む議案につきましては反対する例が多く見られております。

ストックオプションの付与の件につきましても同様の反対の理由が見られているということでございます。

2 ページ目をごらんください。(4) 定款変更に関する議案でございます。

定款変更に関する議案につきましては、昨年度と比較して若干増加している状況でございました。

発行可能株式総数の拡大等に関しては反対する例が見られております。

(5) 買収防衛策に関する議案でございます。

議案数については、昨年度に引き続き増加をしている状況でした。これは、過去に採用した買収防衛策の多くが更新時期を迎えているということございまして、平成 23 年度の当該議案につきましては全て更新のもので、新規はございませんでした。

反対の理由としては、発動、解除を検討する独立委員会の独立性に疑義がある場合や、企業価値、株主価値の確保に疑義がある場合、こういったものに多くの反対が見られたという状況でございます。

(6) その他でございますが、株主提案につきましても、全ての運用受託機関が精査をしている状況でございました。

株主提案に賛成する割合は全体としては高くはございませんが、昨年度と同様、役員報酬等の個別開示に関する定款変更につきましては、賛成した例が見られております。

次に 2. 外国株式でございます。

アクティブ、パッシブ合わせまして 16 社 19 ファンドでございます。

(1) 概況でございますが、国内株式同様全ての運用受託機関が株主議決権を行使している状況でございます。

また、会社提案に対して反対件数が多いあるいは反対の割合が高い議案は、国内株式と同様、取締役の選任、退職慰労金の贈呈、買収防衛策（ライツプラン）、役員報酬という結果でございました。

次に、会社提案の役員報酬に関する件ですが、昨年度に引き続きまして議案が増えています。これは米国のドッド・フランク法が成立いたしまして、上場企業に対しては、セイ・オン・ペイ議案、役員報酬に関する議案の提案が義務づけられたこと、更にセイ・オン・フリークエンシー議案、これはセイ・オン・ペイ議案を 1 年に 1 回、あるいは 2 年に 1 回、3 年に 1 回という頻度を選択する議案ですが、これも併せて提案された関係から議案数が増えたという状況でした。

3 ページ目をごらんください。(2) 行使対象国でございます。一部の対象国につきまして議決権を行使していない運用機関が 7 社 8 ファンドでした。その理由としては、シ

ェアブロッキング制度を導入している国があるということをございまして、その規制により行使しなかったということをございます。ただし、シェアブロッキング制度につきましては、毎年度その対象国が減少しております、平成 23 年度当初は 2 か国でございましたものが、平成 24 年の 1 月に 1 か国解除しておりますので、平成 24 年度につきましては 1 か国のみということで、私どもとしましてはよい方向に進んでいると、このように考えております。

(3) 議決権行使コンサルタントの活用状況でございます。外国株式につきましては、全ての運用受託機関がコンサルタントを活用しております。利用形態としては、自社における行使の判断のために情報提供を受けるケースやガイドラインを示しまして行使そのものを委託するケース等内容はさまざまでした。

コンサルタント利用の理由でございますけれども、専門的能力の活用のほかに、利益相反を回避するための利用といったものの中にはございました。

3. 議決権行使に関する課題（各運用受託機関から挙げられたもの）」でございますが、(1) 国内株式においては、株主総会が集中することへの対応、企業とのコミュニケーションの向上といったものが挙げられております。(2) 外国株式については、各国の法制度・慣習等の把握、行使対象国を拡大するといった点が挙げられております。委員限り 3 の資料につきましては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いします。

○村上委員 議決権行使については、行使すること自体が目的ということではなくて、その先には企業価値の向上、株主利益の向上を目指すというのがあると思っておりますが、その点について、各社が今まで行っていることが非常に効果的だと評価しているのかどうかということですね。そこのところの目的に対する手段の評価というのがあると思うのですが、これはなかなか難しいのですけれども、各社が議決権行使してきていることが実感として最終目的に対してどのような成果を上げていると考えられるのか、という点をもう少しヒアリングしたほうがいいのではないかと感じています。さらに、最終目的に対してもっと効果的な方法があるのかどうかという点も、です。

●橋谷田運用部長 その点、御指摘のとおりかと思えます。効果を捕捉して、把握をするのは非常に難しい内容かと思えますが、私ども各運用受託機関から議決権行使に関するガイドラインを提示させているわけでございますけれども、その中で、私どもの考え方をきちんと捉えて、そのガイドラインの中にそういったものを明記して、村上委員がおっしゃるような目的の下に議決権を行使していただいているのかどうか。こちらにつきましては、各運用受託機関の姿勢につきまして把握に努めている状況でございます。

ただ、村上委員がおっしゃったとおり、結果をどう評価するかといった部分につきましては、また、今後のミーティングの席等で確認していきたいと思っております。

○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、次の委員限り4平成23年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて、事務局からお願いいたします。

- 大江審議役 それでは、委員限り4平成23年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しという資料でございます。左肩に委員会終了後回収とございまして、後ほど回収をさせていただきたいと思っております。

まず1.平成23年度の実績というところで、下の表をごらんいただきますと、この表の下から2段落目、キャッシュアウト額、これが12月まで隔月、右端が合計でございます。右端の合計で見ますと、5兆8,000億円余のキャッシュアウト額、これが厚生労働省の方から、これだけ支払ってほしいという請求を受けた額でございます。

それから、一方、回収額のところの2段落目、財投債償還金・利金がございます。これは3か月に1回入ってくるわけでございます。12月までの合計で約4兆円ということでございます。

1行下の市場運用分国内債券というのが、市場で売却を進めていった国内債券でございます。それが2兆2,000億円余ということで、この回収額からキャッシュアウト額を差し引いた残りの部分が短期資産となりまして、12月末までの累積で3兆円となっているものでございます。

それから、裏でございますが、今後の対応を抽象的に書かせていただいておりますが、回収資金につきましては、今後とも売却をしなくて済む財投債の償還金・利金を活用して対応していく。不足する分については、市場運用分から平準的に回収を実施していく予定というものでございます。

説明としては以上でございます。

- 植田委員長 それでは、御質問等お願いします。特によろしいですか。

では、引き続いて、委員限り5リバランスの検討及び実施について、これも事務局からお願いします。

- 大江審議役 委員限り5リバランスの検討及び実施についてでございます。これも左肩に委員会終了後回収と書かせていただいております。

まず1.運用委員会での議論内容でございます。これはおさらいになりますが、①にございますように、管理運用法人は、一定期間毎 になりませんが、リバランス実施の是非について検討する。

③イベントリスク発生時には、この定期的な見直し時期と関わりなく、リバランスの検討を開始する。

ということが、この運用委員会で基本的な方針として御議論いただいた内容でございます。それを四半期毎にこういう形で御報告をさせていただいております。

1枚おめくりいただきまして2ページの3.リバランスの実施についてというところでございます。(1)、(2)、3ページにかけてございますが、(1)が一定期間毎のリバランスということで、これは でございますが、

①リバランスの概要にございますように、

一定期間毎の検討の結果リバランス

を実施しなかったというところがございます。

②リバランス実施に当たっての検討内容でございますが、•の1つ目でございますように、この時点での資産構成割合は、基本ポートフォリオに比べ、オーバーウェイトが国内株式、外国債券、これが若干、外国株式が1%ほどのオーバーウェイト、国内債券が-1%強のアンダーウェイトでございました。

市場動向を踏まえますと、

(2) イベント発生時のリバランスでございますが、

②具体的なリバランス実施に当たっての検討内容ですが、•の1つ目でございますように、その時点での資産構成割合は、

市場動向を踏まえますと、

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○臼杵委員 2点確認なのですが、1つは、2ページの③の GARCH モデル、SV モデルによる短期的リスクの動向等を考慮、これは

2点目は、先ほどのキャッシュアウトへの対応のところ、基本的に市場運用分は国内債券を売却されてきたわけですね。

ということにならざるを得ないのかというのが2点目です。

●大江審議役 まず、1点目で

こういったものにも注目しながらリバランスを検討しているところでございます。

それから、後段のキャッシュアウトにどの資産を充てるかということについて、勿論先のことは言えないわけでございますが、過去の状況からしますと、

リバランスを検討しているというところでございます。

○池田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○臼杵委員 御存じだと思うのですが、たまたま事前説明に来ていただいた日にちょっと見ていたら、財務省の方で物価連動国債の再発行に関するワーキングみたいなものが立ち上がったということで、2月に1回目があったようなのですが、その辺で、仮に物価連動国債がまた出るとなったら、当然、当法人としても非常に大きな関心を抱くべきものかなと思ひまして、例えばどこかできちんと意見を言う何かの機会はあるといいかなと思うのですが、いかがでしょうか。

●大江審議役 新聞等で、財務省が物価連動国債をそろそろ発行しようと考えているという報道はございましたが、私どものところに、今の時点でお話があるわけではございません。今後、いろいろな機会にお話があるのかどうかというのはあるのですけれども、いずれにしても、まだ、必ずしも確定的に動き始めてはいないということもございまして、情報として集めながら、必要があれば、この場でもご相談をしなければいけない場面も出てくるのかなというところなんです。まずは議論が始まったというところかなということを感じております。

●清水調査室長 補足しますと、1期のポートフォリオを、1期から2期にかけて継続したときの議論を若干御紹介するという観点から申し上げますと、現行の物価連動国債に

については、結構消却も進んでいたわけですがけれども、フロアといたしますか、元本保証がないというところで、その部分をどう考えるかというところが、論点としてあって、ここは定かではありませんけれども、今後、発行再開に当たっては、当然そういうフロアの部分というのが議論になるのか、ならないのかというところは1つ留意点としては押えておくことになるのだろうと思っています。

- 能見委員 この委員という立場ではなくて、大分たちますけれども、ヒアリングはありました。一般的に投資家として商品性とか、そういうことで、フロアの議論はありました。実際の売買のマーケットの中で、そういう商品が投資の対象になると、マーケットに別な市場ができるので、国債市場が広がることになる。そういう意味での商品性をターゲットにした商品というのもつくるということは、将来の国債市場の安定化につながるのか、いろいろディスカッションを当局の事務方の人としたことがあります。
- 臼杵委員 その辺は、ですから、一方で、利付き国債の方はどんどんデュレーションを今、長くしていて、NOMURA- BPI は7年越えていて、そういうものに本当にこの法人としてついていくのかどうかという問題もあります。

●清水調査室長 今、能見委員から話がありましたけれども、これまで議論されてきた一般論として申し上げますと、結局フロア付きの物価連動国債をつくると、結構そちらの方へ流れるというか、そうすると、今あるものの受け手はどうなるのだという、これは昔から議論されているところですが、論点の1つになるかもしれません。

○臼杵委員 今、ある物価連動国債です。

●清水調査室長 これまでも発行された、ある意味、政策的というか、その辺りの話というのは出てくると思います。

○佐藤委員 リバランスのところに話が戻るのですがけれども、3ページのところで、(1)と(2)の乖離幅を見ていくと、

●大江審議役

それから、これは全体の資産構成割合の相互関係で、

こういった経験を繰り返しながら、いろいろな場面で少しずつ考えていくのかなということ、その経過をこの場でもご報告させていただいているというところでございます。

○佐藤委員 総合的な見地からすると、リバランスを実施した方がよいであろうと、そういう判断であった。

●大江審議役 おっしゃるとおりです。なお、付言いたしますと、勿論、私どもこれで端的な

少なくとも今の状況に照らして言えば、それが一定の効果を生んでいると。ただ、勿論、はなからそういうねらいでやっているものではありませんが、そういう効果も生んでいるというふうには考えております。

○植田委員長 ちょっと大きな話ですけれども、2007年以降を振り返ってみますと、普通のリスク資産間の分散効果みたいのが折に触れてか、あるいは継続的に大分落ちてしまっていて、リスクオンになるとみんな上がるし、オフになるとみんな下がるという相場付きのようには見られなくもないわけですけれども、そうすると基本的な考え方は随分変わってきてしまうわけです。それが正しければ、そういうあたり、前も議論になったかもしれませんが、どれくらい深刻に考えていらっしゃいますか。

●清水調査室長 確かにリーマン・ショックのときには相関が崩れて、一斉に同じ方向に資産が移動したという部分で、そういう意味でリスク、初めてあのかのとき以降にリスクオン・オフみたいなターミノロジーが出てきたということだと思います。確かにリーマン・ショック後の分散効果といいますか、分散投資効果が効かないという状況があったわけですけれども、それは徐々に回復して、大体観察してみますと、1年ぐらいたったときにはほとんどリーマン・ショック前の水準に戻っていたことは一応確認しております。

す。

○植田委員長 それは日々の価格変化のデータで見てということですか。

●清水調査室長 日々ですね。デイリーのデータでの分析でそういうことは確認しています。この1年、振り返ってみますと、1つは震災のときに、後は8月ですか、いわゆる世界同時株安のときがあったわけでございますけれども、そのとき、この委員会で一部は御報告していますけれども、そんなに分散投資効果が効いていないというところまでは確認できていないというか、具体的には大震災のときは、日本株式だけがかなりリスクレベルが上がったのですが、外にはほとんど影響がなかったというのが、実際モデルを使った結果でした。また、8月の同時株安、その後のユーロの部分についても、そういった意味での部分というのはまだ観測はできない。ポートフォリオ全体に影響を及ぼすようなところには来てないという認識ではおります。

○植田委員長 いつも拝見しているSVで見ると。

●清水調査室長 例のSVで実際にそういうような形になっております。

●大江審議役 今、清水室長が申し上げたのはGARCH、SVで見た場合、特にSVがデイリーで、極めて敏感に反応しますので、それを見ると、リーマンのときはかなりSVでも大きく変動したのですが、それは数か月で結構戻ったと。ただ気になるとしたら、ヨーロッパ危機と言われているもので、分散はリーマンほど一方向にはないのだけれども、それが今、だんだんと長期間、リーマンのときだと一瞬起こって数か月戻っているのが、どちらかという、じわじわとそういう状態が継続しているのだろうと。そういう意味で、私どもは引き続きモニターして、そういう機会があったら、また御相談しなければいけないと思っております。大きさという意味ではリーマンほどではないと思うのですが、じわじわとこういう状態が続いているというところが、あの時とは違うのだろうというふうに考えています。

○植田委員長 ありがとうございます。

では、よろしければ、次の委員限り6に基づきましてリスク管理状況等の報告（平成21年11、12月）についてお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、私の方から御説明いたします。

委員限り6の資料1枚おめくりくださいませ、1ページ目をごらんください。

リスク管理、資産全体の乖離状況は、11月、12月につきましては、10月からの比較でございますが、乖離幅は全体的に縮小傾向といった状況でございます。特に11月につきましては、国内株式が大幅に下落した状況がございましたものですから、10月にプラス乖離であったものが11月には一転マイナスの乖離状況となりましたが、いずれにしましても、乖離許容幅の中での動きということでございました。

3ページをご覧ください。資産全体のリスクの状況でございます。一番上の表でございますが、Cの欄、推定相対リスクのところをごらんになっていただきたいと思いますけれども、ただいまの乖離状況等の影響がございまして、10月0.29%であったものが、

11 月には 0.21%、12 月に若干戻りましたが、0.23%と低い状況で推移をしているというところでございます。

次に 4 ページ目、資産毎のリスクでございます。10 月から 11 月、12 月にかけての動きでございますが、ほとんどの資産クラスで特に大きな動きはございませんが、この中で 1 点、外国債券の推定トラッキングエラーが、10 月から 11 月には 0.27 から 0.3% へ上昇、12 月にはそれが低下といった動きでございます。こちらにつきましては、11 月、欧州債務の問題でスプレッドの拡大傾向があったということで、10 月から 11 月にかけては、リスクが高まったということでございます。また、12 月にかけては、その点が若干縮小し、ボラティリティも若干低下したという動きがあったところでございます。

次に 5 ページ目でございます。幾つか運用受託機関のリスク管理状況につきまして文章を掲げてございますけれども、パッシブにつきましては月末のリバランスの一時的な要因等で、内容に問題になるものはございませんでした。

6 ページ目、カウンターパーティーリスクのところでございますが、②にインハウスの取引先で、大和証券が格付け等を下げたところでございますけれども、業績の悪化を要因としまして、格付け機関が格付けを下げたところでございます。

7 ページ目、流動性リスクでございます。市場規模につきましては、ここ数か月、余り大きな動きはございません。

また、市場の売買金額の推移でございますが、特に国内株式につきましては、12 月に入りまして、売買代金が 1 兆円を切り、非常に低くなっている状況でございます。

ILLIQ の 12 月につきましては、流動性が改善をしております。売買代金は減少しておりましたが、個々の株の値動きが縮小し、ボラティリティが非常に下がっているといったところが、この数字にあらわれているところでございます。

8 ページ目、運用状況でございます。本日は、12 月までの報告でございますけれども、12 月分の収益率、収益額、が抜けておりますが、現在第 3 四半期のディスクローズに向けまして、数値を精査中でございますので、本日のこの資料には記載してございません。

9 ページ目の時間加重収益率（累積）につきましても、同様の理由でございます。

ベンチマーク収益率、10 ページ目は飛ばしていただきまして、11 ページ目でございます。

各資産クラスの超過収益率の状況でございますけれども、12 月につきましては出ておりませんが、11 月をごらんになっていただきますと、国内債券、特にアクティブでは -0.02%、国内株式アクティブでは -0.02%、外国債券のアクティブでは -0.14%、外国株式のアクティブでは -0.01%と、11 月の超過リターンにつきましては若干マイナスの状況でございます。

私の方からは以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。よろしいですか。

○小幡委員 今後の運用委員会の見通しをお聞かせいただきたいのですが。

●大江審議役 3月は2回予定しておりますが、新年度の事業計画、管理運用方針の変更、これに加えて、今のところ予定しておりますのは、国内債券の運用受託機関の選定については、1次審査が終わりまして2次審査を行っておりますので、その御報告ができるのではないかと考えております。

その後何をどうしていくかというのは、私ども、今、考えておりますので、よく御相談をしながらと考えていますが、恐らく次回は1次審査のときも少し議論があったかと思いますが、2次審査でどういったものをどう選んで、それをどうするのかという議論は出ると思います。

○小幡委員 いつも丁寧で、慎重なのはよいのですけれども、3年後ですか、次の基本ポートフォリオに向けても、逆に余り詰めないような議論をして、基本ポートフォリオをどう考え直す必要があるのか、ないのかも含めて、アセットクラスいろいろあると思うので、早目に軽い議論を少しずつこなしていったほうがよいのではないかと考えております。

●大江審議役 勿論いろんな御議論があると思います。それから、国としても次の制度改正や、専門委員会での議論が一体次はどうなっていくのか、なかなか正直、私どもとしても読みづらいところもございますので、そういった流れもよく見ながら、どういうタイミングで何を議論していただくのがよいのかというのは、私どもでも考えてみますので、委員の皆様のお意見も聞きながら、また、そういう中で進めていけたらなと考えております。

○山崎委員 専門委員会の御意見がたくさん出ていますが、どのように反映され、またタイムフレームはどのようになるのですか。

●原口大臣官房参事官 専門委員会のほうでは、運用の在り方もそうですけれども、まずは、財政検証における経済前提を議論しているという、併せてそうしたことで議論を進めていただいておりますので、全体での制度改正を考える上で、必要なときには結論をまとめていただけるようにというスケジュールで行っております。

今、年金の改革につきましては、御承知のとおり、非常に多岐にわたる議論を、今、行っているところでございますので、現時点で明確に、いつまでに、どのようにまとめていただくというところまではまとまっておりませんが、そういう改革についてのこれからの進め方、具体化するのに合わせてスケジュールをはっきりさせていくことになろうかと考えております。

○小幡委員 リスクを、今よりとるとか、目標上げるとか、下げるとか、そういう議論を抜きにしても、先ほどリーマン・ショック後で一たん分散効果落ちて、また戻るといふ話ありますけれども、基本的にいろいろな資産クラスを、不用意にむやみにやることは必ずしもよいとは限らないのですけれども、分散効果は一般的には高まる可能性があると考えられるので、幅広く、余り現実味を帯びないうちにいろいろ議論しておくのは

よいことではないかと思うのですけれども。

○植田委員長 運用の考え方全体もいろいろ論点があると思いますけれども、その手はやらないということでもないと思うのですけれども。

●三谷理事長 こちらのほうでも、ある程度勉強をしながら、おいおいやらせていただくということで。

○植田委員長 なるべくやりましょうという意見があったということで、他はよろしいですか。

それでは、事務局から連絡事項等、お願いします。

●大江審議役 私から、次回の日程ですが、先ほども申し上げたとおり、3月に2回開催するうちの1回目、3月5日（月曜日）16時から、この場所でございます。よろしく願いいたします。

それから、本日の委員限り4、キャッシュアウトと5のリバランス、これは回収ということになりますので、机の上にそのまま置いてお帰りいただきますようによろしく願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 では、54回目の運用委員会はこれで終わりにいたします。どうもありがとうございました。