

企業年金連合会 資産運用諮問委員会 議事要旨

1. 日時：2020年7月6日（月） 13：30～16：30
2. 場所：Web会議
3. 出席者：
明田委員、臼杵委員、内山委員、鮫島理事長、中村運用執行理事
他7名
4. 議題：
 - ① 運用状況について（2020年6月末）
 - ② 政策アセットミックスの検証結果について
 - ③ 「スチュワードシップ責任を果たすための方針」改定について
 - ④ 2019年度スチュワードシップ活動報告
5. 議事要旨
 - ・2020年度6月末の運用状況について、資産残高、資産構成割合、パフォーマンス、二元化ポートフォリオ管理、リバランス実施状況、リスク管理状況、積立水準の推移、マネージャーストラクチャーについて報告を行った。
 - ・政策アセットミックスの検証について、ALM分析及びストレステストの結果を報告し、現行の政策アセットミックスの継続について確認いただいた。
 - ・「スチュワードシップ責任を果たすための方針」について、6月の当委員会（書面審議）で各委員から頂いたご意見も踏まえ修正のうえ改定したことを報告した。
 - ・2019年度のスチュワードシップ活動について、協働エンゲージメントを委託しているHermes EOSによる投資先企業との対話状況、連合会が参加している機関投資家協同対話フォーラムによる活動状況、その他連合会が加入しているスチュワードシップ関連団体における活動状況について報告を行った。
6. 主な質問、意見等
 - ・通算企業年金ポートフォリオにおいて、今年に入ってからリバランスによる株式の売買の頻度が高かったが、現物取引ではなく先物を利用した方が効率的ではないかという指摘があった。通算企業年金では毎月ニューマネーがあり、普段はその配分で調整できることから先物によるポートフォリオ・オーバーレイは活用していないことを説明。今回は、想定を超える市場の大きな変動があったため、これまでより短期間でリバランスを

行う必要が生じ結果的に取引が増えたことを説明した。

- ・加算部分の年金債務の時価評価について確認があり、企業年金では長期金利の平均を使って債務を計算する非継続基準による検証も行われているが、連合会は継続基準による債務認識となるため、予定利率で加算債務を評価していることを説明。現状の金利水準を前提に債務を評価すれば積立状況は低下することとなり、それを運用の期待リターンでカバーすることになるが、低金利下における期待リターンの達成が課題ではないかといった意見があった。
- ・ヘッジファンドのリスク管理について確認があり、資産全体のトータル・リスク管理では、ヘッジファンドの個別のポジションが開示されていないことから、過去のリターンを使って推計しリスク分解していること、また別途リスク管理会社との契約によりポジションベースのリスクレポートを入手し、ヘッジファンドのリスク管理を行っていることを説明。そもそもヘッジファンドは債券代替の位置付けなので、流動性の確保やテールリスクヘッジ戦略も入れて金融市場の大きな暴落時でも大きなマイナスとならないようなポートフォリオとしており、デューデリの際もレバレッジに頼りすぎるファンドや流動性の乏しい資産を対象とするようなファンドは避けていることを説明した。
- ・政策アセットミックスの検証については、他のポートフォリオとの比較も必要ではないかとの指摘があった。将来の積立水準の分布については、95 パーセントイル値や非達成確率をできるだけ低く抑えて、中位値をできるだけ高くするというトレードオフの関係にあるので、横軸に95 パーセントイル値や非達成確率を、縦軸に中位値を取って他のポートフォリオと比較し、現在の政策アセットミックスが効率的かどうか確認するといった検証方法について提案がなされた。
- ・ESGインデックスやグリーンボンドに対する投資について確認があり、グリーンボンドは実際に投資しており投資対象としていること、株式投資については、アクティブ運用を重視しておりESGインデックスのパッシブ運用は行っていないことを説明。ESGも考慮したリサーチ能力の高いアクティブ・マネジャーの採用を重視しており、ESGインテグレーションによるアクティブ運用を中心に株式運用を行っていることを説明した。
- ・エンゲージメントの有効性について、その測定方法や効果をどのようにして判断しているのか確認があった。どこまでがエンゲージメントの効果でどこが経営能力による効果かという線引きが困難。ただ、最近では企業側でも投資家サイドとの対話を求めており投

資家の意見に耳を傾け、その中で何らかの気付きが得られることが企業経営にとって重要だと考えている。具体的な効果を示すことはできないが、効果があるものと考えて取り組んでいることを説明。

- ・カルパースなどがガバナンス活動の効果を分析していたのではないかと思うが、Hermesではそのような分析をしていないのか。あるいは分析を求める顧客はいないのか確認があった。Hermesの顧客には海外の公的年金も多いので、分析をさせているという話は聞くが、連合会ではそこまで委託していない。具体的な分析方法までは承知していないが、効果を測定している部門はあると聞いている旨回答した。
- ・株主優待について、日本特有の世界でも珍しい制度で機関投資家の立場から問題視する動きなどは無いのか確認があり、連合会が1990年代後半に当初に取組んだ問題が株主優待で、現在では株主優待のうち現金化できるものについてはすべて現金化しファンドに還元している。株主優待廃止についての目立った動きはないが、常に株主平等の原則に基づいて対話していることを説明した。

以上