

## 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11月9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、西出委員、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9月末）
  - ② 2019年度受託機関のステュワードシップ活動について
  - ③ ALM分析について
5. 議事要旨
  - ・2020年度9月末の運用状況について、資産残高と構成割合、パフォーマンス、リバランスと乖離状況、リスク管理状況など報告を行った。
  - ・国内株式の運用受託会社における株主議決権行使状況、利益相反管理、日本版ステュワードシップ・コード改訂への対応、ESGの取組み状況等、1年間のステュワードシップ活動について報告した。
  - ・基本年金等ポートフォリオを中心に、これまでの年金ALM分析による積立水準推計結果とその後の実績について振り返りを行うとともに、前回の当委員会での指摘を踏まえ、他の複数のポートフォリオとの比較検証結果について説明し意見を伺った。
6. 主な質問、意見等
  - ・代行債務をヘッジするためGPIFの資産構成割合を推計しているが、公表された第2四半期の資産構成割合と連合会の推計に乖離がありその影響について確認があった。  
今回、外国株式と外国債券で2%を超える推計誤差が生じたが、ここまでの誤差はこれまで生じたことはなかった。おそらくリバランスを行ったものと思われ、前回の公表数値にその後の市場変動を加味して推計している連合会の推計値と誤差が生じたと認識している。GPIFの資産構成割合は代行債務を計算し連合会の積立水準を推計するための計算過程にすぎず、積立水準の推計誤差にどの程度影響したかが重要となるが、積立水準の誤差は軽微であり、動的な資産配分管理には影響が生じていないことを説明した。

- ・ 受託機関の議決権行使結果に関し、反対が最も多い取締役選任議案の反対理由について確認があり、業績低迷企業の取締役再任に対する反対と、社外取締役の独立性を問題とした反対の2つが主な理由であることを説明した。

また、新型コロナウイルス感染症の影響により業績が悪化した企業について、議決権行使基準に従えば反対すべきところ個別事情を検討し今回は賛成票を投じたという運用会社や、キャッシュリッチ企業に対して代表権のある取締役選任に反対すべきところ、今回は新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して特別に反対しなかったという運用会社があったことを説明した。

- ・ 議決権行使助言会社の利用について、パッシブ運用で投資先企業が2,000社を超え議決権行使が大変だという理由で利用するというのなら理解できるが、アクティブ運用で議決権行使助言会社を利用するということは、投資行動の一部である議決権行使やアクティブ運用らしい効果的なエンゲージメントを実施していないことになるのではないかという指摘があった。

議決権行使助言会社を利用する目的は事務の委託で、各社が自身の議決権行使基準を議決権行使助言会社に提示し、その基準に基づいた賛否判定と行使指図までの事務を議決権行使助言会社にアウトソースすることで、スチュワードシップ活動の重要なコアな部分に専念しており、エンゲージメントは各社とも積極的に行っていることを説明した。

- ・ 運用会社におけるエンゲージメントについて、会社単位で実施しているのか、それとも運用プロダクトごとに各担当ファンドマネジャー等が個別に実施しているのか実態についての確認があり、運用会社により多少の違いはあるが、多くは運用会社の企業アナリストを中心にエンゲージメントを実施しており運用会社として実施している実態を説明。但し、TOPIX構成銘柄2,000社超について全て実施することは難しいので、例えば500社程度に絞って効率的なエンゲージメントを実施していること。また、アナリストと共に運用プロダクトの担当ポートフォリオマネジャーがエンゲージメントに同行する運用会社や、担当ポートフォリオマネジャーが別途単独でエンゲージメントする運用会社もあることを説明した。

- ・ 過去に実施したALM分析とその後の積立水準の推移に関する振り返りについて、実際の積立水準が過去の分析における上位の良い結果となった要因について確認があり、債務側では特に積立水準を改善させる大きな要因は無く、資産側の要因によるもので、大雑把に要因を分解してみると、代行部分における改善要因が約2割、加算部分で良好な投資環境により平均予定利率を上回ったことによる要因が約3割、残り5割がアクティブ運用等による超過リターン要因であることを説明した。

- ・加算部分に対応したポートフォリオについて、下方リスク最小化による最適化を行っているが、ALM分析では非達成確率を重視している。特定の指標だけでなく複数の指標を見ることが大事であるにしろ、非達成確率を目的関数として最適化を行った方がALM分析による判断基準と整合的ではないかとの指摘をいただいた。
- ・基本年金等ポートフォリオのALM分析について、代行部分がヘッジできている前提であれば、ポートフォリオ全体で分析するだけでなく、加算債務に対応したポートフォリオについて切り出して分析してみることで、課題の発見や効率性の検証などが可能になるのではないかとの示唆をいただいた。

以上