

企業年金連合会 資産運用諮問委員会 議事要旨

1. 日時：2021年6月16日（水） 13：30 ～ 16：00

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（2021年3月末）
- ② 議決権行使基準について

5. 議事要旨

- ・2020年度の運用状況に関する公表資料について説明し、パフォーマンス要因分析、積立水準の推移、リバランスの実施状況、リスク管理状況、マネジャーの採用状況などに加え加算部分の運用状況について報告した。
- ・通算企業年金について経理ごとの財政状況に応じた最適なりバランスを実施したこと、及びこれに伴い運用の基本方針及び実施戦略の一部を変更したことを報告した。
- ・企業年金連合会の株主議決権行使基準の改定案について、前回の議論を踏まえた修正箇所を説明したうえでご意見をいただいた。

6. 主な質問、意見等

- ・通算企業年金ポートフォリオにおける外国債券投資で為替ヘッジ比率が高い理由について確認があり、外国債券は、国内債券の代替として投資しており、他にもインカム重視のオルタナティブ投資も行っていること。これら代替投資における為替については、オルタナティブ投資ではフルヘッジを基本とし、外国債券についてはインハウスで判断して、為替リスクを取って内外金利差も取れるように債券運用のうち20%までを為替リスクの許容範囲としていること。実際には、運用を始めてから基本的にフルヘッジしており、現時点においては、数%の外貨エクスポージャーを取っていることを説明した。
- ・為替をヘッジした外国債券投資を国内債券投資の代替としている理由について確認があり、外国債券に投資して為替をフルヘッジすれば国内債券と同様の特性になるが、アクティブ運用が基本なのでグローバルに見て投資ユニバースを広げることができることと、各国で金利の方向性や金利の水準に違いがあることによる、投資機会の拡大を目的に為

替ヘッジした外国債券投資も対象としていることを説明した。

- ・国内株式で高い超過収益率が得られていることは良いことだが、一方でアクティブリスクを取り過ぎているのではないか、あるいは特定のスタイルに偏り過ぎているのではないか確認があった。
- ・個別の運用会社で見ると、アクティブリスクの高い運用会社が幾つかあるが、運用スタイルについては十分に分散を図っているため、アクティブ運用全体のトラッキングエラーは1%台と低く、アクティブリスクが高すぎるということはない。また、モデルによるリスクファクターを見ると以前からバリュウ寄りのポートフォリオではあるが、それほど大きな偏りがあるわけでは無く、各運用会社のボトムアップによる銘柄選択効果による超過リターンと考えていることを説明した。
- ・基本年金等ポートフォリオの加算部分について、全体から代行部分を控除した残りが加算部分の資産構成割合やリターンということになるが、その結果として、短期的にかなり大きく変動しているので、加算部分も1つのポートフォリオとして方針を定め運用することを考えたかどうかという意見があった。
- ・あえてポートフォリオ全体から加算部分だけを抜き取ってあたかも1つのポートフォリオとして見ると、短期的に大きく変動しているように見えるが、あくまでも会計は一緒に積立水準も合算して財政状況を管理する必要があり、また運用会社への委託については分けるより運用報酬を含め効率的であることや、代行部分を使ったポータブルアルファの効果など一体として運用することのメリットがある。分けて運用し合算することで、果たして適切な運用になっているのか疑問があり、今のところ、この方針が効率的だと考えていることを説明した。
- ・なお、実際の運用を別々に分ける必要はないが、結果的に加算部分にリスクがしわ寄せされることにもなるので、リスクをきちんと把握していくことが重要であるとのこと指摘をいただいた。
- ・株主議決権行使基準の改定案について、前文にコーポレートガバナンス・コードの原則にもあるように資本コストの把握について、及び取締役の能力構成（スキルマップ）が適正かどうかについて記述してはどうかという提案をいただき、検討することとした。
- ・業績基準について、他の運用会社では株価リターンを基準としているところがあるが、投資家の立場からすると業績基準として適当なのではないかとのこと意見をいただき、検討することとした。

以上