

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11月2日（火） 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9名

4. 議題：

- ① 運用状況について（2021年9月末）
- ② 政策アセットミックスについて
- ③ 連合会および受託機関のステュワードシップ活動について

5. 議事要旨

・2021年度上半期の年金資産運用の状況と共同運用事業の概況について報告を行い、運用方針に基づき管理運用されていることを確認いただいた。

・基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスについて議論するに当たり、これまでの運用結果についてのレビューを行い、以下の点について確認いただいた。

アクティブ運用による加算債務への効果と影響について

過去の市場暴落時（ストレス状態）における実際のポートフォリオの振る舞いについて

過去のALM分析による積立水準の推計と実際の積立水準の違いの要因について

この結果、政策アセットミックスの策定やALM分析では市場ベンチマークを前提としているが、実際の運用では、アクティブ運用による超過リターンが年金財政の改善に大きく寄与していることを確認いただいた。

・基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスについて、全体の分析に加え加算部分についても分析したうえで、資産構成割合を変更するための取引コストや必要なオペレーションに比して積立水準の安定性の改善は極わずかであり、基準値見直しの必要性は直ちに認められないとのご見解をいただいた。

・連合会が実施した協働エンゲージメントの状況、運用受託機関によるステュワードシップ活動に関するヒアリングの結果、および「株主議決権行使基準」改定の最終版について説明しご意見をいただいた。

6. 主な質問、意見等

- ・ A L M分析について、将来の資産額を計算する際に複利計算によることとなるが、期待リターンは算術平均によるデータを使っており、計算期間が長くないことからそれほどの影響ではないかもしれないが、複利で計算することで膨らんでしまう恐れがあるのではないかとの指摘があった。委員の協力も得ながらモデルの計算方法を確認のうえ影響を検証することとした。
- ・ 基本年金等ポートフォリオの政策アセットミックスについて、現在の積立水準が最適解に近いこと、基準値を変更するための取引に係るコストや事務手続きに比して財政上の効果が小さいことから、あえて変更する必要はないのではないかとのご意見であった。
- ・ 基本年金等ポートフォリオの管理について、運用の効率性の観点から代行と加算を合わせて運用するのは良いとしても、代行債務をヘッジしているのであれば、ヘッジできない加算部分の運用が重要になるので、加算部分だけの政策アセットミックスやポートフォリオ管理が必要なのではないかとの指摘があった。
- ・ 議決権行使結果について、委託先の運用機関の集計結果とインハウス運用の結果で反対比率が大きく異なる議案があるが、これは運用機関の基準の方が厳しいからということになるわけだが、連合会の議決権行使基準に問題はないか確認があった。運用機関の中でも議案によっては原則反対と非常に厳しい基準の運用機関もあれば、そうでない運用機関もあること、また基準の見直しに当たっては他の投資家の基準も確認したうえで検討していることを説明し、連合会の基準が特段緩い基準とは考えてないことを説明した。
- ・ 外部委託している協働エンゲージメントによる対話の内容を見ると、業績に関する話題がほとんどなく E S G や取締役構成に関する内容が多いが、エンゲージメントを委託している先の特徴として、このようなテーマが選ばれているのか確認があり、日本企業に対しては業績について対話する前にもっと対話しなければならないテーマがあると考えているようで、日本以外の企業に対しては業績に関するテーマも多いことを説明した。
- ・ エンゲージメントに関して、社外取締役との対話を希望する理由について確認があり、社外取締役は少数株主の立場で経営を担うことが期待されて選ばれていると考えており、実際に少数株主の立場で経営を監督しているのか、また投資家として社外取締役を支持していくためにも、直接社外取締役と対話して企業の実態を客観的に聞くことができれば大変有意義であると考えていることを説明した。

以上