

## 企業年金連合会 資産運用諮問委員会 議事要旨

1. 日時：2023 年 7 月 19 日（水） 13：30 ～ 16：00

2. 場所：A P 浜松町 H ルーム、および W e b 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 8 名

4. 議題：

- ① 運用状況について（2023 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 インハウス株主議決権行使について

5. 議事要旨

- ・ 2023 年度第 1 四半期の運用状況について、資産残高と資産構成割合、積立水準、パフォーマンス結果、リスク管理状況、リバランスの実施状況、マネジャーストラクチャーなど報告を行った。
- ・ 政策アセットミックスについて、A L M 分析及びストレステストの結果を報告のうえ、検証の結果、現行の政策アセットミックスについて見直しの必要性は認められず、これまで通り継続することとした。
- ・ インハウス運用（国内株式パッシブ運用）に係る、昨年 7 月から本年 6 月までの 1 年間における株主議決権行使結果について報告しご意見をいただいた。

6. 主な質問、意見等

- ・ プライベートエクイティ（PE）のパフォーマンスがベンチマークとの比較で劣後している要因について、時価評価のタイミングと関係しているのか確認があり、3 月末は昨年 9 月末時点の時価で、6 月末は 12 月末時点の時価となっており、9 月末から 12 月末にかけては株式相場がそれほど変化していなかったため、PE の評価額も為替評価以外はほとんど変化しなかった。一方、上場株式市場は 3 月末から 6 月末にかけて上昇したため、ベ

ンチマーク対比で PE のパフォーマンスが劣後したことを説明した。

- ・ 債券代替投資も含めた債券ポートフォリオ全体の運用目標について確認があり、基本年金等ポートフォリオでは、ベンチマーク収益率を上回ることを目標としているが、通算企業年金ポートフォリオでは、1.5%の絶対値を目標としており、債券代替投資も含めて期待リターン 1.5%を長期的に上回ることを目標としていることを説明した。
- ・ 国内株式市場では「月末に年金のリバランス売りが出る」と言われることがあるが、連合会ではどのようなタイミングでリバランスを行っているのか確認があり、月末に実施するといったようなタイミングに関するルールは定めておらず、政策アセットミックスとの乖離状況の他、年金給付などキャッシュフローの状況、マーケットの状況などを考慮したうえで、必要に応じてリバランスを実施していることを説明した。
- ・ 年金 ALM 分析を行う場合のオルタナティブ投資の扱いについて確認があり、オルタナティブ投資は、アクティブ運用におけるアルファ源泉の多様化を目的に、伝統的資産の代替として位置付けている。PE は株式投資の代替として、ヘッジファンド（HF）、インフラ・インカム、不動産は債券投資の代替として整理しているが、ALM 分析ではアルファは考慮しないので、PE のエクスポージャーは株式に含めて株式の期待収益率と標準偏差とし、HF、インフラ・インカム、不動産のそれぞれのエクスポージャーに関しても債券に含めて債券の期待収益率と標準偏差を前提として分析していることを説明した。
- ・ 基本年金等ポートフォリオでは、積立水準に応じて株式比率を変動させる動的管理の政策アセットミックスとしているが、ALM 分析ではどのように扱っているのか確認があり、積立水準に応じて動的に政策アセットミックスを変動させて計算する仕組みになっており、シミュレーションにおいても方針通りに変動させて検証できるようになっていることを説明した。
- ・ 国内株式委託運用における議決権行使結果の評価方法や、連合会の行使方針と異なる場合の対応について確認があり、年に一度、運用受託機関とはスチュワードシップ活動についてのミーティングを実施しており、その際に運用受託機関の行使状況を確認し、集計したうえで、その結果を公表している。委託運用は全てアクティブ運用であり、議決権行使は運用手法や運用スタイルの一部と考えており、それぞれのマネジャーの方針を尊重したうえで、議決権行使の方針も含めて総合的に評価している。連合会の方針と異なるというだけで直ちに問題だとは考えていないが、それぞれの方針についての考え方、運用手法や運用スタイルとの整合性について把握し理解したうえで、総合的に評価していることを説明した。

以上