

企業年金連合会 資産運用諮問委員会 議事要旨

1. 日時：2025年11月18日（火） 13：30～16：40

2. 場所：企業年金連合会 特別会議室、および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6名

4. 議題：

- ① 2025年9月末の運用状況について
- ② 運用受託機関のステュワードシップ活動について
- ③ 「ステュワードシップ責任を果たすための方針」の改定 及び
第三次改訂版の受入れについて

5. 議事要旨

- ・2025年度上半期の運用状況について、資産残高、資産構成割合、積立水準、パフォーマンス、各資産のポートフォリオ特性、リスク管理、リバランスの実施状況を報告した。加えて、プライベートエクイティ投資（PE投資）の現況について詳細を報告した。
- ・委託先運用機関（国内株式アクティブ・マネジャー）の2024年7月から2025年6月までの1年間における株主議決権行使を含むステュワードシップ活動について報告した。
- ・ステュワードシップ・コードの第三次改訂を受け、連合会「ステュワードシップ責任を果たすための方針」を改定すること、また2025年12月末までに金融庁へ第三次改訂版への対応を通知予定であることを説明のうえ意見を伺った。

6. 主な質問、意見等

- ・超過リターンの推移を示したグラフについて確認があり、累積超過リターンは複合ベンチマークとポートフォリオともに複利計算したリターンの差であり指数関数的に推移することとなるが、それだと単年度の超過リターンと併せて一つのグラフで表現した場合に視覚的にフィットしないため、片対数グラフとして指数関数的な累積超過リターンを直線的に表現している。そのため、時間の経過とともに伸びが鈍化しているように見えるかもしれないが、単年度の超過リターンをみれば、今年度上半期はマイナスだが過去9年連続

プラスであり、アルファの水準も鈍化しているわけではないことを説明した。

- ・ P E投資について、短期的には上場株式のパフォーマンスに劣後しているものの、長期的には上回っており、また、よく分散された投資プログラムにおいてポートフォリオは全体として健全な状況であることから、レバレッジ水準等に留意しながら引き続き現状の運営を継続することを確認した。
- ・ P E投資のパフォーマンス計算における運用報酬等の扱いについて確認があり、ファンドレベルでは成功報酬を含め運用報酬は控除されているが、直接運用を委託している信託銀行や投資顧問会社の運用報酬は控除されていないことを説明した。
- ・ 委託先運用機関の株主行議決権行使結果が、連合会のインハウス運用における議決権行使基準に必ずしも沿っていないことについて確認があり、委託先運用機関に対して、連合会の基準に従うことは求めていることを説明し、委託先は全てアクティブ運用なので、アルファ獲得のため各社の運用手法やスタイルに応じて投資先企業とのエンゲージメントや議決権の行使を行っていることを説明した。
- ・ 委託先運用機関における議決権行使助言会社の利用について確認があり、委託先の運用機関では独自の判断で議決権を行使しており、助言会社の推奨をそのまま利用することは基本的になく、助言会社の利用は事務の委託や、グループ会社の議決権を行使する場合など利益相反が問題となる場合に利用していることを説明した。

以上