



「第3回 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」概要

年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）は、一般社団法人日本経済団体連合会（以下、経団連）とともに、以下の通り、「第3回 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を開催しました。

当日は、以下の通り、アセットオーナーから各種取組みを説明し、意見交換を実施しました。

1. 開催日時 2025年9月30日（火）10：00～11：30

2. 開催場所 経団連会館2階 国際会議場

3. 参加メンバー

○ アセットオーナー側：

- ・ 年金積立金管理運用独立行政法人
- ・ 国家公務員共済組合連合会
- ・ 地方公務員共済組合連合会
- ・ 日本私立学校振興・共済事業団

○ 経団連側：

- ・ 金融・資本市場委員会メンバー企業等

4. 議事概要

（1）開会挨拶

高島 誠 経団連 副会長/金融・資本市場委員長

中田 誠司 経団連 審議委員会副議長/金融・資本市場委員長

内田 和人 GPIF 理事長

（2）アセットオーナーから「アセットオーナー・プリンシブルを踏まえた取組み等」の説明

（3）意見交換

(1) 開会挨拶

経団連 高島副会長／金融・資本市場委員長

- ・「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」は、企業と投資家との建設的対話を促進し、アセットオーナーと投資先企業の相互理解を一層深め、インベストメントチェーンの健全な発展を目指して2024年10月に創設。第一回及び第二回を振り返り、相互理解が着実に深まっている一方、企業の成長と投資家の期待する時間軸の目線の違いを指摘する声もあった。
- ・昨年8月のアセットオーナー・プリンシブル公表から一年経ち、受け入れ機関数は約300に達した。今年6月には日本版スチュワードシップ・コード（以下、スチュワードシップ・コード）も改訂され、実質株主の透明性向上（企業から依頼があった際の保有株数の投資先企業への開示）などが追加されており、企業と投資家の建設的な対応を受けた取り組みの機運が高まっていると感じている。

経団連 中田審議委員会副議長／金融・資本市場委員長

- ・本ラウンドテーブルは、昨年10月の創設以来、中長期的な企業価値向上に資する建設的な対話をを行う場として活用されてきた。課題認識の共有と改善に向けた率直かつ活発な議論が行われていることは大変心強い。一方で、企業の立場からするといわゆるアクティビストの台頭やショートターミズムへの懸念なども指摘されている。
- ・今年秋からコーポレートガバナンス・コード改訂に向けた検討が始まるが、企業は自社にとって最適な経営のあり方、つまりは経営資源の配分を自律的・主体的に選択し、その考え方を投資家に加え、多様なステークホルダーに説明する責任がある。企業の中長期的な成長に向けた取り組みを理解し、適正に評価した上で建設的な指摘を行い支える存在として、投資家の役割は欠かせない。特に、運用委託先のアセットマネージャーと企業とのエンゲージメントの状況を確認、評価・指導するアセットオーナーの役割は大きく、アセットマネージャーとの協働によるエンゲージメントの牽引役として強く期待している。

GPIF 内田理事長

- ・9月にパリで開催されたOECDのラウンドテーブルに招聘された。テーマは「資本市場の競争力向上に向けて、アセットオーナー、金融機関、金融当局者はどのような役割を果たすべきか」。パネルディスカッションで、本ラウンドテーブルの取組みを紹介。海外では、年金基金のようなアセットオーナーが企業と1対1ではない場で直接的に対話をする機会は珍しく、欧米の金融関係者や金融当局者に高い関心を持たれた。企業価値創造という共通の目的を持ち、きめ細かい丁寧な対話プロセスを向上させていくことは投資家、企業双方にとって大変意義深いものであると思っている。
- ・日本では、2014年のスチュワードシップ・コードと2015年のコーポレートガバナンス・コード策定を皮切りに、スチュワードシップ活動の強化や企業統治改革が重視され、約10年にわたり投資家・企業との建設的な対話を通じて、企業価値創造と投資リターンの改善が進みつつある。直近

では、資産運用立国の議論やアセットオーナー・プリンシブルの策定などが進展し、インベストメントチェーンの好循環がさらに促進する環境が整ってきたと言える。

・今後はこれまで以上に実質的な議論に焦点が移っていくと思われる。もちろん、企業価値を創造し、実際に収益向上をもたらすまでには時間がかかるものも多くある。個別企業の事業リスクと収益機会は千差万別にわたることを考えると、企業の課題解決を市場全体のリターン向上につなげていくのは一筋縄にはいかない。しかし、本ラウンドテーブルなどを通じて、投資家、企業双方の意見を整理し、課題抽出と解決策の模索を繰り返していくことは極めて重要。アセットオーナーとしてインベストメントチェーンを着実に促進するための努力を積み重ねていきたい。

(2) アセットオーナーから「アセットオーナー・プリンシブルを踏まえた取組み等」の説明

GPIF（内田理事長）

- ・GPIFは、25年3月に「サステナビリティ投資方針」を策定した。(1) ESG（環境・社会・ガバナンス）インテグレーション (2) エンゲージメント、議決権行使 (3) ESG指数投資、ESGファンド投資 (4) インパクトを考慮した投資 (5) サステナビリティリスク分析 (6) 関係団体との協働—等を柱とし、全資産を対象としている。
- ・超長期投資家として、被保険者の利益のために投資収益を確保する観点から、ESGやインパクトを含むサステナビリティ投資を推進していく。
- ・25年に実施した上場企業向けアンケートの結果では、株主との対話(SR)や機関投資家と企業との対話の場で統合報告書が有用なエンゲージメント資料として活用されていることが示された。同アンケート結果も参考に、引き続きスチュワードシップ活動に注力していく。

KKR（小西 CIO）

- ・KKRは、25年4月に投資原則の策定や行動規範の改訂を進めたほか、運用担当責任者(CIO)を新設した。委託先運用会社のモニタリングも強化しており、毎年、スチュワードシップ活動報告を公表している。
- ・24年以来、メディア業界・舞台芸術界での人権問題を巡り、運用会社を通じて対象企業の対応状況を継続的に確認し、特にトップマネジメントや取締役会の関与の有無を注視するなど、形式的な対応にとどまらない改善を促している。議決権行使に関しては、事務過誤が起こっている運用会社に対し、原因分析や再発防止を求め、契約評価に反映している。

地共連（池田理事長）

- ・地共連では、24年9月に策定した運用力強化の取り組み方針を踏まえた取り組みの進捗状況を25年7月に取りまとめた。ESGファンドを積極的に活用しており、運用受託機関に対して取り組みの質に重点を置いたモニタリングを実施するため、スチュワードシップ活動では、毎年度、深掘りするテーマを設定している。
- ・24年度は、取締役会の実効性、資本政策、人的資本、気候変動、自然資本を重点テーマに設定し

た。

- ・このほか、CIO、独立リスク管理部門、ESG・スチュワードシップ推進室を設置し、運用力強化の基盤となる体制強化を図っている。

私学事業団（松尾 CIO）

- ・私学事業団では、25年3月に管理運用の方針を改定したほか、翌4月にはCIOを設置するとともに、運用リスク管理室を独立させてガバナンスを強化した。加えて、資産運用の従事者の増員や外部専門人材の登用等を通じて、運用力の底上げを図っている。25年末までにスチュワードシップ・コード第三次改訂版の受け入れ表明を目指している。
- ・議決権行使を巡っては、委託先運用会社に対してエンゲージメントを踏まえた判断を求めており、投資プロセスにESG情報が統合されていることを確認しているほか、インパクト投資に関する調査研究を進めている。

（3）意見交換

【運用会社の対話・議決権行使について】

<企業側>

- ・アセットオーナーの運用ではパッシブ運用が大宗を占めていることから、TOPIXといった多数銘柄をベンチマークとして用いることになる。そのため、運用会社もすべてに対応することが困難となり、結局、議決権行使においては助言会社を活用せざるを得ない状況と聞いている。このように自主的な対話や規律ある議決権行使を促進することが難しい状況に対し、アセットオーナー側で運用方針や運用比率の見直しなどを考えているか。
- ・アクティビストを含め株主・投資家は多様であり、建設的な対話もあればそうでないものなど、エンゲージメントにも様々な形がある。アセットオーナーはいわゆる「物言う株主」にどのくらい委託しているか。建設的な対話とそうでないものの線引きは難しいと思うが、アセットオーナーとしてどのように区別しているか。
- ・本日ご紹介いただいた事例のように、投資先企業で不祥事等があった際の議決権行使において、対話の余地を残す必要性について以前のラウンドテーブルでも指摘させていただいた。非常に改善傾向にあると認識しているが、過去の実績・結果だけで反対票を投じている事例も依然として見受けられる。全ての企業と対話をしたうえでの議決権行使を徹底するのは難しいと思うが、アセットオーナーとして、運用委託先とのエンゲージメントや議決権行使について、どのように対話やモニタリングを実施しているか、教えてほしい。

<アセットオーナー側>

- ・運用会社向けの議決権行使原則を作成、公表しており、「運用会社は、形式的な議決権行使とならないよう投資先企業とのコミュニケーションを重視すること」と定めている。議決権行使については本ラウンドテーブルでも何度か議論しているが、助言会社の基準や議決権ガイドラインは存

在するものの、最終的には投資家が企業の実態を把握し、コミュニケーションを重視するということが前提になっている。

- ・パッシブの報酬率はアクティブに比べて低いのは事実。一部では、エンゲージメント強化型パッシブを採用し通常のパッシブよりも高い報酬を払っているケースがあることも聞く。
- ・私達の組織に与えられている目標を考えると、パッシブ比率を下げてアクティブを増やせばよいという単純なものでもない。
- ・運用会社向けの「議決権行使原則」では、①長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針等を定め、判断の根拠が明確になるよう公表すること、②形式的な議決権行使とならないよう投資先企業とのコミュニケーションを重視すること、③ESGなどのサステナビリティを考慮することは中長期的な企業価値向上のために重要であると認識した上で適切に議決権行使することなどを定め、運用会社にはこれらを要請している。運用面では、ESGなどのサステナビリティの考慮を求めており、運用会社にESGインテグレーションを求めている。運用会社評価においては、ESGなどのサステナビリティの考慮は、スチュワードシップ責任の評価に加えて運用評価にも入っている。つまり、こうした評価も含めた総合評価をクリアできるかどうかが選定される条件となる。
- ・アセットマネージャーは幅広くエンゲージメントやヒアリングをしている。例えば、不祥事例にとると、当該企業だけでなくサプライチェーン等を含めてヒアリングし、トップがその不祥事に対してどのような対応を取っているかを踏まえて議決権の判断をしている。

【ESGデータの運用における使用、ESG評価会社とのエンゲージメント】

<企業側>

- ・最終的には企業価値向上を目的としてESG活動に取り組んでいるものの、人的資本や生物多様性などが、どの程度の時間軸で財務に反映され、企業価値向上に繋がっていくかを定量的に投資家に提示するのは難しいと実感。企業の非財務的施策・取組みに関する情報開示を投資判断材料として活用する際、取り組み内容に関する定性的な説明でも十分か。定量的な分析の必要度合いについて意見を伺いたい。
- ・各企業とも相応のリソースと時間を割いて非財務情報の開示に取り組んでいるが、それらの情報が投資判断や企業価値評価にどのように活用されているのか、企業側には見えづらい部分がある。開示の量だけでなく質をどう評価しているか、という点についてご意見を伺いたい。GPIFのESG指数を用いた投資の評価プロセスや評価基準については、企業側も強い関心を有している。指数会社の評価やフィードバックについては透明性が十分ではないと感じる部分もあるので、改善を期待している。ESG指数を採用しているGPIFは、こうした課題観の共有などを目的とした意見交換を指数会社やESG評価機関との間で実施しているか。

<アセットオーナー側>

- ・サステナビリティは個々の事業でリスク、機会が大きく異なる。短期的には財務コストがかかる

ものもあり、収益機会に繋げるのも時間がかかる。とはいえ、企業の努力の積み重ねが資本市場全体の収益性の向上につながると考えており、大変難しいということは理解しているが、出来る部分から定性、定量の両面で情報開示をお願いしたい。

- ・ESG 指数の評価機関とも定期的に対話している。ESG 評価の情報、評価基準などをヒアリングし、必要に応じて改善をお願いしている。

以上