

第 79 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2023 年 3 月 30 日 (木) 14:00~16:50
2. 場 所 : 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等 : ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・内田委員 ・逢見委員
・尾崎委員 ・加藤委員 ・小宮山委員 ・根本委員
・宮園理事長

※尾崎委員はWeb会議システムにより出席

4. 議事概要

【報告事項】

(1) 経営委員会規程について

2022 年度の経営委員会における議事事項のうち、明確に規程化されていない議決事項については該当がなかったことについて、経営委員会事務局より報告があった。質疑等はなかった。

(2) 2022 年度スチュワードシップ活動報告

2022/23 年の (1) 当法人のスチュワードシップ活動および (2) 株主義決権行使状況の概要 (2022 年 4 月~6 月) について、執行部より報告があった。質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A ESG や SDGs に関する様々な目標の中で、例えば女性活躍度などを見ると、日本は先進国の中でかなり遅れているということがあると思うが、並んで非常に遅れているのは資本効率だと思う。東証で PBR 1 倍を割り込んでいる企業が 4 割以上あるということで、非常に憂うべき事態だと思う。経営者の最も重要な責務というのは、投資家が要求する収益率以上の収益率を平均的に上げることだと思うが、ESG をエクスキューズのような形で使っておられるような経営者も中にはおられるのではないか。我々、投資家である GPIF としては、企業がより高い収益性を上げるように、資本効率をより重視するようということ運用受託機関に強く訴えるべきだと思う。それから、上げるために、どのような経営計画、戦略をお持ちなのかということをもっと強く質問していくような姿勢を打ち出すべきではないかと私は思う。

執行部 資本効率については、以前より日本企業の課題であり、国内株のアクティブ運用受託機関全社が日本企業にとっての重大な課題と提示し、パッシブ運用会社もその 83% が資本効率が課題と言っている。究極的な課題として、資本効率

に焦点が当たっているということは、御指摘のとおりだと思う。PBRを含めた資本効率が非常に重要なポイントとして、対話のテーマとして上がってくるのではないかと考えており、運用受託機関がどのように企業と対話をしていくかというの、継続的に確認をしていきたい。

理事 議決権行使原則を御覧いただくと、「運用受託機関は、長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針、ガイドライン等を定め、判断の根拠が明確になるよう公表する」ということで、既に我々としては運用受託機関に対して長期的な株主利益の最大化に資する議決権の行使というものを求めている。ESGについては、「運用受託機関は、ESG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」ということで、財務的要素だけではなくて、ESGもという形になっている。資本効率については、我々も勉強していきたい。

委員A 日本の運用受託機関も、もう少し収益性の改善について、より突っ込んだ形の要望を上げるべきだろうと思う。表面的かつきれいごと過ぎる感じがするので、しっかりした対応が求められると思う。

執行部 委員がおっしゃられた点について、どのように外に伝えられるかというのは検討する余地があると思うが、既に資本効率に関する対話も当然運用受託機関としてはやっているの、そういったものがきちんとメッセージとして外に伝わるようなやり方を考えたい。

委員B PBR 1 倍割れの企業が 4 割以上ということについて、相当アナウンス効果があるのかなという感じがしている。GPIFとして当然企業の経営に介入することはできないと思うが、アナウンスメントとか、ぜひ力を入れていただきたいと思う。

また、議決権行使の検証というところで、かなり開示が進み、理由を付すようになってきているが、議決権は行使されているものの、どういう考えで行われているのかがよく分からないということがあり、株主提案の賛成が増えているのか、まだまだのところもあるという気がしている。それから、企業が開示している議決権行使の方針で言っていることとやっていることが食い違うようなことも多少あるので、そこはぜひ、厳しく見ていただきたい。

効果測定というのは非常にいいと思うが、ただ、短期的には、なかなか効果は測りにくいので、長期的にも見ていく必要があると思う。

執行部 効果測定については、おっしゃるように、どうしても長期的に見ていかないといけないが、ちょうどESG指数への投資を始めたのが2017年ということで、5年ほど経ち、スチュワードシップ活動の効果測定という点でも、データの蓄積がある。5年強ぐらいのデータがたまってきたという、このタイミングで、次の施策を考える上で、効果測定を行ういいタイミングと考えている。

執行部 賛成の議案が増えているというお話があったが、私どもは賛成・反対の数や比率を見ているわけではない。例えば企業に対して強いメッセージを出すとい

うことで、会社提案に反対するという事は大事な事だとは思いますが、ただ、その裏側に、企業とどういう対話をしているかというのは、もっと重要なことであるので、そういったことを聞いて評価している。総数として増えたか減ったかということ強調するのは、あまりよろしくないと考えている。

また、PBR 1 倍割れの話についてだが、我々、ESGは企業の持続可能性、長期的な企業価値向上を意識してやっているが、PBR 1 倍割れというのは、持続可能性を否定されている状況ではあると思うので、そういった企業に対しては、運用受託機関もG、資本効率に関するエンゲージメントを実際多くやっている和我々も理解しており、企業の大事な課題に応じて、しっかりやっていただけると考えている。そういったことを、これからもサポートしていきたい。

委員C エンゲージメントの成果や効果測定に関する外部との共同研究には非常に期待をしたいと思う。アカデミックの分野でも、なかなか決着の出ない議論ではあるが、世界的にも注目をされ、多くの研究が今なされているので、ぜひ期待したい。ただ、GPIFとして結論を出す際には、十分注意してアウトプットしていただきたい。ところで、効果測定はそれ自体としていいが、エンゲージメントにもかかわらずPBR 1 倍割れの企業が例外的に多い状況が長く続いているという日本独自の問題についての研究も、追加的に重要かと思っている。

それから、高いESG評価の会社でも、PBR 1 倍割れしている会社が少なからずある。ESGが高いということは、資本コストが低いので、本来企業価値が高めに出るはずだが、それでもPBRは1 倍割れしているということになる。この点も日本独自の問題であり、ESGやエンゲージメントと収益性との関係、これについてもぜひ検討して頂きたい。

委員D 債券のステュワードシップ責任のことで伺いたい。英国のステュワードシップ・コード改訂版では、全ての資産が対象になった。日本版ステュワードシップ・コードでは、日本の上場株式を対象としていたけれども、他の資産でも適用可能であるということで、今回、債券に対するステュワードシップの取組を組織・人材というところ限定して始めた。最終的にイギリスのように、債券についても全て対象とするという方向を見据えてやっているものなのか。それとも、どこかに限界はあるというような認識の下で、債券の中では可能な部分は探るという方向なのか。

執行部 GPIFの取組ということで、今回、社債を対象ということで、取り組めるところからまずはやっつけていこうと考えている。どのように対象を考えていくかというのはこれからの検討事項になるかと思うが、将来的にはどういったところにエンゲージメントしていくのが効果的なのかというところは考えていきたい。

理事 私どもは、全資産においてステュワードシップ活動をしていくことは間違いない。ただ、債券についてはどのようにすれば効果的かということもあるので、方針や体制に絞って評価開始している段階である。

委員E 発行体と日本企業の市場との対話、促進というのがかなり近年進んできた中

で、GPIFは限られたリソースの中で大変重要な役割を果たしてきている。この辺は物すごく、高く評価されていると思うので、ぜひこのまま頑張っていたきたい。この何年かノウハウ、定量面の双方のデータ、実績の蓄積ができてきたということで今回新しい取組をされ、今後、これをさらに活用して工夫をされていくと了解をした。

幾つかESGの目的で分けているが、通常は、エンゲージメントされる時はIRミーティングをやるときに、よっぽど何かあるとEだけとか、Sだけ、最近だと人的資本のを中心にとかはあるが、基本的には業績見通し、それから収益性、資本効率性を含めて、全てにわたって網羅されて対話がされるのが通常と思う。この中でESGに分けて聞くというやり方が適切なのかどうかというのは、分けないとある程度の分析もできないというところは現実にあると思うが、この辺、どう考えていけばいいのか。

また、エンゲージメント件数、社数で言うと、未実施の会社が6割になる。これはTOPIX型でいくと、ほとんど上場会社数が多くて、誰も拾えないところがこんなにあるということだと思う。時価総額ベースで見ると、確かに94%のカバー率だが、誰も結局見てない部分がこれだけある。日本市場全体を考えていくときには、この辺をどういうふうに位置づけていくのかとか、考えていくのかとかということは一面的、結構重要なところだと思う。

執行部 御指摘のとおりで、実際は企業とのエンゲージメントのレコードを運用受託機関から提出いただく際には、EとGとか、SとGとか、そういう回答が多い。それをばらばらにして集計し直しているの、重複カウント分を含めてやると、Gがこうなるという結果でして、実際分けられないと我々も思いながらも御理解のとおり分析の上で必要なことなのでやっている。

(3) 「足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について」

足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について、理事長及び理事から報告があった。

【その他事項】

- ・議事録の作成及び議事概要の公表（1月16日開催分）について承認を得た。

以上