第９回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果

2024年5月

年金積立金管理運用独立行政法人
Government Pension Investment Fund

目次

本アンケート結果の概要 P.2

１．当法人の運用受託機関を含む機関投資家の現状・変化について P.8

２．貴社のIR及びESG活動について P.20

３．当法人の取組みについて（ESG指数） P.35

４．当法人の取組みについて（スチュワードシップ活動全般） P.41

本アンケート結果の概要

本アンケートについて　～目的・回答状況～

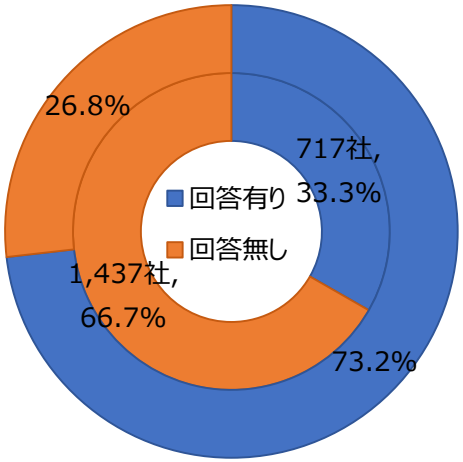
１．目的

- 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態およびここ１年間の変化の把握

２．対象など

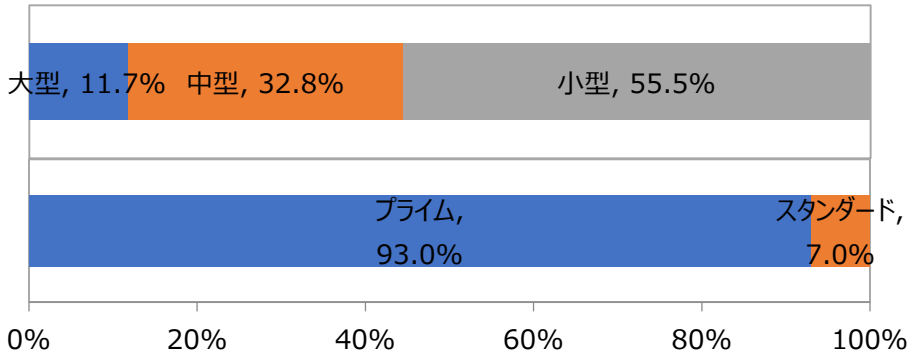
- TOPIX構成企業：2,154社（2023年12月18日現在）
- アンケート回答社数：717社（前年735社）
  回答率：33.3%（前年34.0%）回答期間：2024年1月18日～3月22日

＜回答カバー率＞

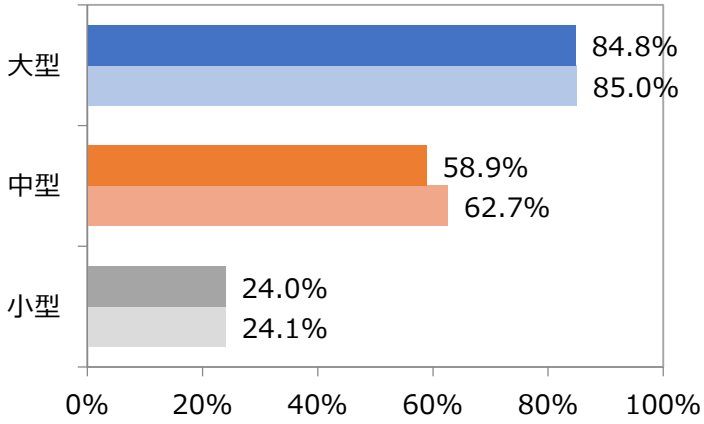


※内側：社数ベース
　外側：時価総額ベース

＜規模別・市場区分別 回答社数に占める割合＞



＜規模別 回答率＞



※各規模別の上段が今回数値、下段が前回数値

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

アンケート結果の概要①　当法人の運用受託機関を含む機関投資家の現状・変化について

- 過去1年間のIRミーティング等における機関投資家の変化について、4割以上の企業が好ましい変化が見られると回答。前回との比較では、「全体または多数の機関投資家の好ましい変化を感じる」という回答が再び増加基調に転じた。（P．９）

- 機関投資家との対話において、長期ビジョンが議題・テーマに挙がったと回答した企業は約9割で、機関投資家に具体的な長期ビジョンを示していると回答した企業も8割を超えた。長期ビジョンの想定期間を5年以上と回答した企業は8割超で、想定期間の設定に際して長期計画・ビジョンを基準とする割合が最も多い。（Ｐ．10、11）

- 機関投資家による開示資料の活用について、統合報告書の活用は約7割、コーポレート・ガバナンス報告書は3割以上の企業が「活用されている」と回答し、いずれも前回から上昇。東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請の影響も見られた。（P．12）

- 約3割の企業が直近１年間に機関投資家から社外役員との対話を要請されたことがある。そのうち、約3分の2の企業が実際に対話を実施。今回から対話内容についても確認したところ、対話内容を高評価している企業が多かった。（P．13、14）

- 約1割の企業が直近１年間に機関投資家から協働エンゲージメントを要請されたことがある。協働エンゲージメントの主なテーマとして、気候変動対応のほか、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」も多く挙げられた。（P．15）

- GPIFの国内株式運用受託機関に対する評価に関する質問に関して、「有益な議論や貢献をした運用機関」を挙げた企業の割合が上昇し6割を超えた。評価する対話項目は経営戦略が最も多い。また今回評価理由も新たに開示した。（P．16、17）

- 社債を発行する企業のうち約8割が債券投資家との対話を実施している。対話内容は、「財務状況・財務戦略について」、「事業戦略について」と回答した企業がいずれも約9割に上る。（Ｐ．18）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

アンケート結果の概要②　貴社のIR及びESG活動について

- ESGを含む非財務情報の任意開示（統合報告書等）は約9割の企業が実施。参考としているスタンダードやガイドラインとして最も多く挙げられたものは気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言報告書。（Ｐ．21）

- TCFDに沿った情報開示をしていると回答した企業は609社まで増加。TCFDに関して対話したことがあると回答した企業は56.0%。４つの項目（①ガバナンス②戦略③リスク管理④指標と目標）の開示状況について、十分開示できていると回答した企業の割合はいずれも上昇。（Ｐ．25、26）

- 今回、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）の質問を追加。TNFDに賛同している企業は96社、TNFDに沿った情報開示をしていると回答した企業は35社と限定的。一方、今後開示予定と回答した企業は376社に上り、そのうち160社が2025年までの開示を予定している。４つの項目では、③リスクとインパクト（影響）の管理の開示が相対的に進んでいることが窺える。（Ｐ．27、28）

- 今回、東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に関する質問を追加。当該要請について、社内での議論を行っていると回答した企業は96.6%。さらにそのうち取締役会で議論している企業も約8割であった。対応を検討するうえで感じている課題について幅広い回答があり、概ね①社内での浸透、②資本コストの算定、③開示内容、④具体的な施策、⑤投資家とのギャップに大別された。また、多くの企業から投資家への期待も示された。（Ｐ．29、30、31）

- 今回、取締役会でのESGやサステナビリティの議論状況について質問を追加。当該テーマについて、93.2%の企業が取締役会での議論をしていると回答した。議論の回数は1社当たり年平均3.6回だった。（Ｐ．33）

- ESG活動における主要テーマは、①気候変動 ②コーポレート・ガバナンス③ダイバーシティであり、前回に引き続き気候変動が最も多く挙げられた。前回より回答比率が大きく上昇したテーマは、資本効率（+5.9%）、リスクマネジメント（+5.9%）、サプライチェーン（+4.9%）となり、資本効率をはじめとして新しいテーマへの注目度が上昇した。（Ｐ．34）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

アンケート結果の概要③　当法人の取組みについて（ESG指数）

- 各指数の評価について、各ESG指数間で目立った評価の違いは確認されなかった。前年対比では、中小型の企業がけん引する形で各指数とも「高く評価する」の割合が上昇。（Ｐ．36、37、38）

- 今回から、2022年度に新たに採用した「Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT）（GenDiJ）」を質問対象に追加。ティルト型の指数のため、同じ女性活躍がテーマでベストインクラス型のWINに比べて構成銘柄が多い。現時点では、他の指数と比較すると認知度は低いが、企業からの評価は他の指数と同様の傾向。（Ｐ．38）

- 指数会社が開示しているメソドロジーを見たことがあると回答した企業は、中小型の企業で上昇し、全体で6割を超えている。また、中小型の企業で指数に組み入れられたいと回答した割合が上昇。（Ｐ．39）

- 指数会社に対する意見として、引き続き、情報開示や企業とのコミュニケーションに改善が見られる旨のコメントも見られたが、さらなる評価基準・スケジュールの明確化や、迅速なレスポンス、日本語対応、説明会開催等、コミュニケーションの充実を求める回答が多い。（Ｐ．40）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

アンケート結果の概要④　当法人の取組みについて（スチュワードシップ活動全般）

- GPIFのスチュワードシップ活動全般への取組みについて、4分の3以上の企業が、「高く評価する」、「評価する」と回答。引き続き、長期的視野に立った運用機関との対話や、運用機関と企業双方の意見を聞く姿勢、ESGの推進や優れた開示シリーズ等情報発信を通じた市場全体の持続的成長を促す取組みを評価する企業が多く見られた。（Ｐ．42）

- GPIFの取組みのうち、「企業向けアンケート」、「ESG指数に基づく投資」、「スチュワードシップ活動原則および議決権行使原則」、「優れた開示シリーズの公表」などの認知度が高い。それぞれの取組みに対する評価については、概ね「高く評価する」、「評価する」の回答が多いが、その中でも優れた開示シリーズの評価が最も高い。（Ｐ．43）

- GPIFの広報活動のうち、ご覧いただいているものとしてはホームページが最も多く、次いでESG活動報告が多い。（Ｐ．44）

- アセットオーナーとしてのスチュワードシップ活動に関する期待事項として「中長期的な企業価値向上に向けたアセットマネージャーと投資先企業との対話の促進」が最も多く挙げられた。（Ｐ．45）

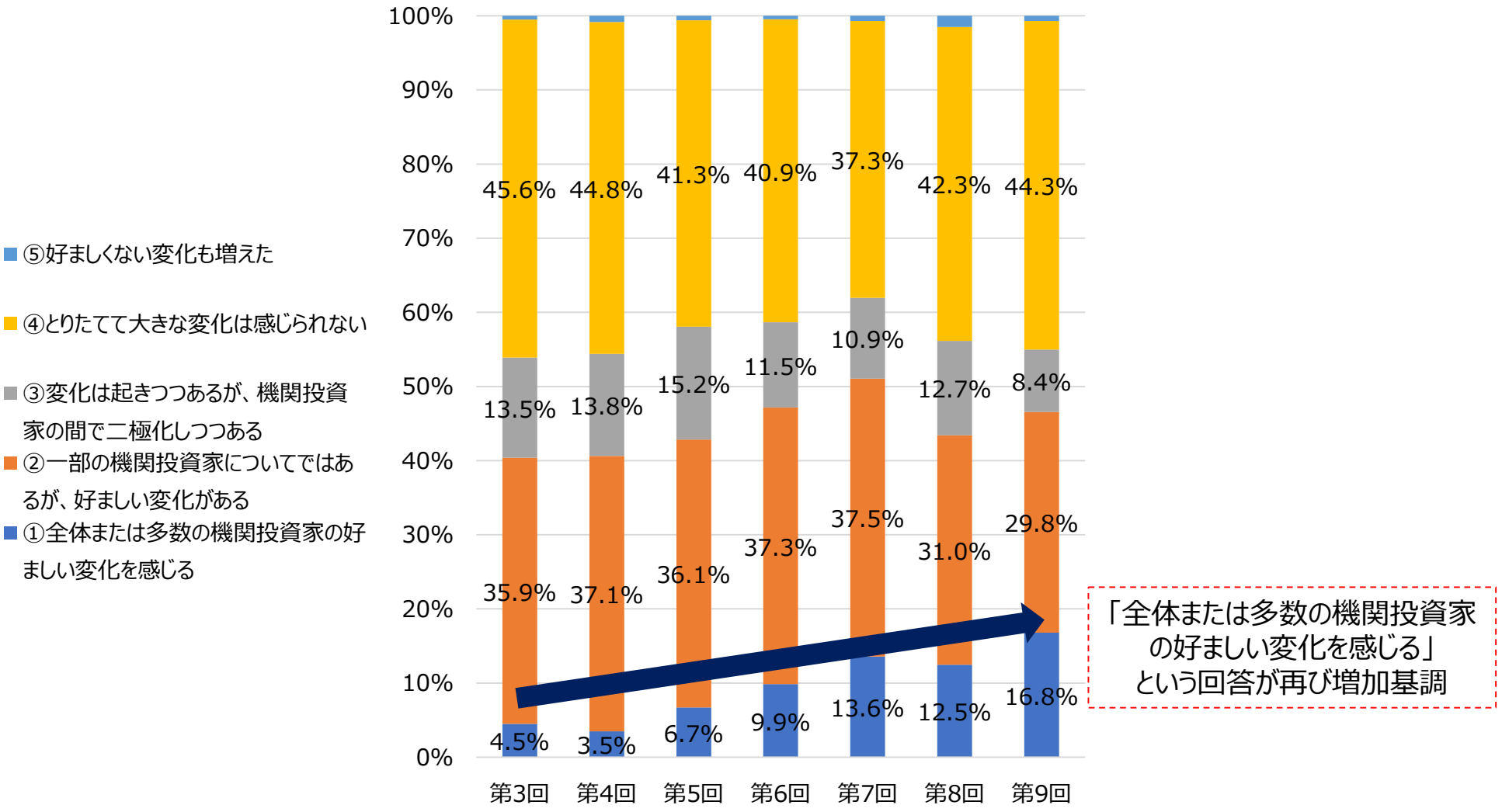
- 今回新たに、本アンケートに限らず、当法人の運用受託機関が実施する対話の実態把握に向けてヒアリング等にご協力いただけるかについて質問。約4割の企業からご協力いただける旨の回答があった。（Ｐ．45）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

１．当法人の運用受託機関を含む機関投資家の現状･変化について

＜当法人の運用受託機関を含む機関投資家について＞

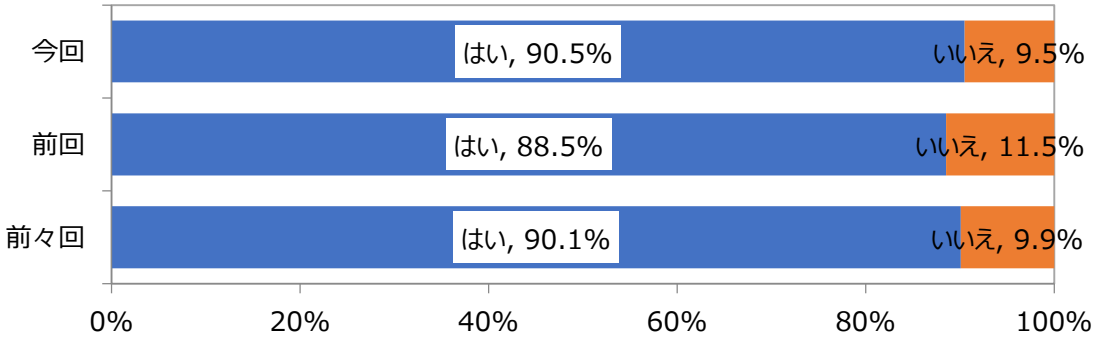
質問1：機関投資家全般について、ここ１年で、IRミーティング等において変化はありましたか？



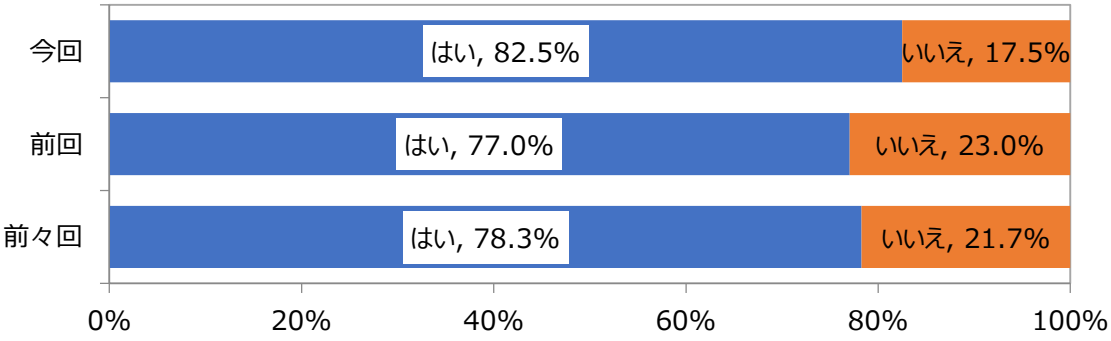
※アンケート対象企業をJPX400から東証１部上場企業に変更した第3回以降の推移。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

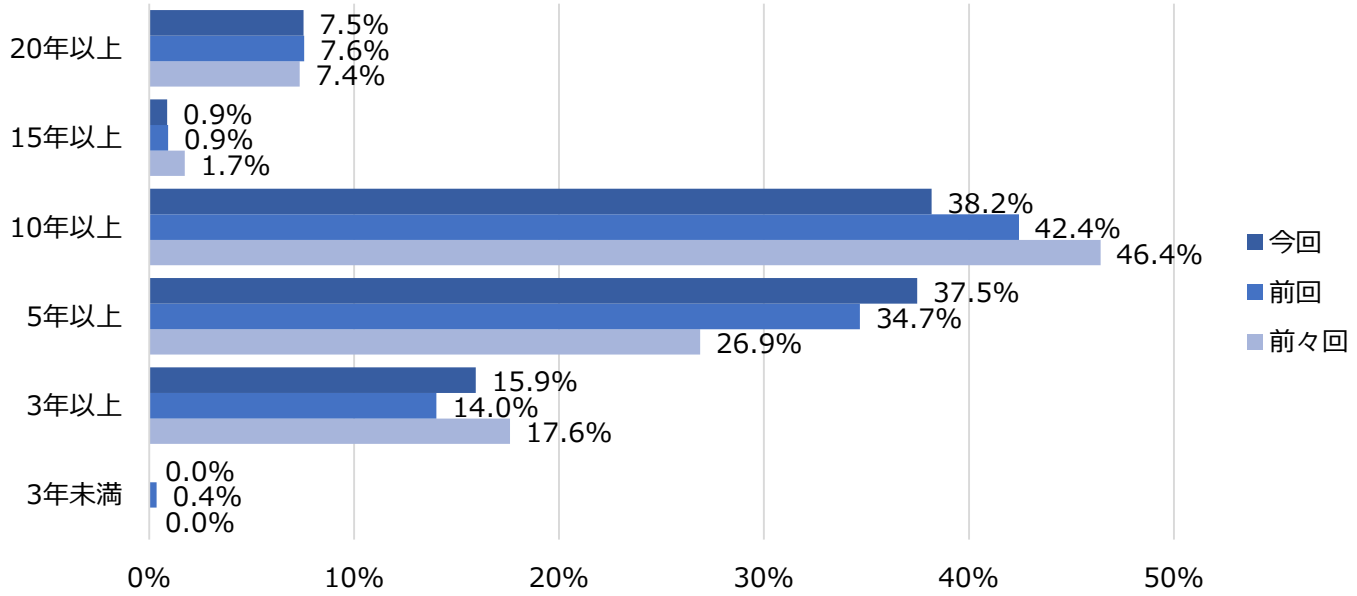
質問2:貴社の長期ビジョンが機関投資家との対話の議題・テーマに上がったことはありますか？



2-1：機関投資家に対して、具体的な長期ビジョンを示されていますか？



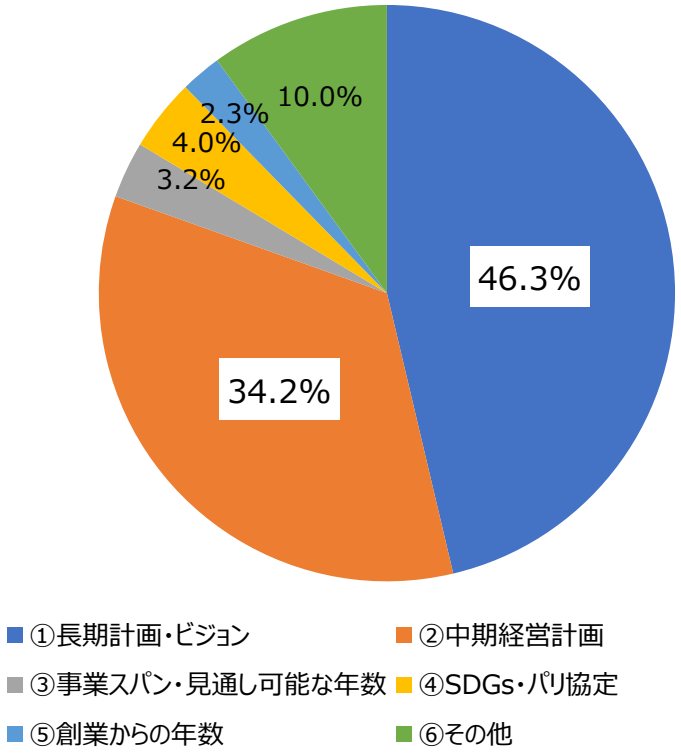
2-2: 示されている場合、長期ビジョンで想定されている年数をお教えください。



※期間をレンジで示している回答についてはレンジの下限で集計。また、具体的な期間を示していないという趣旨の回答については集計対象外。今年の有効回答は571社。（前回は同542社）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

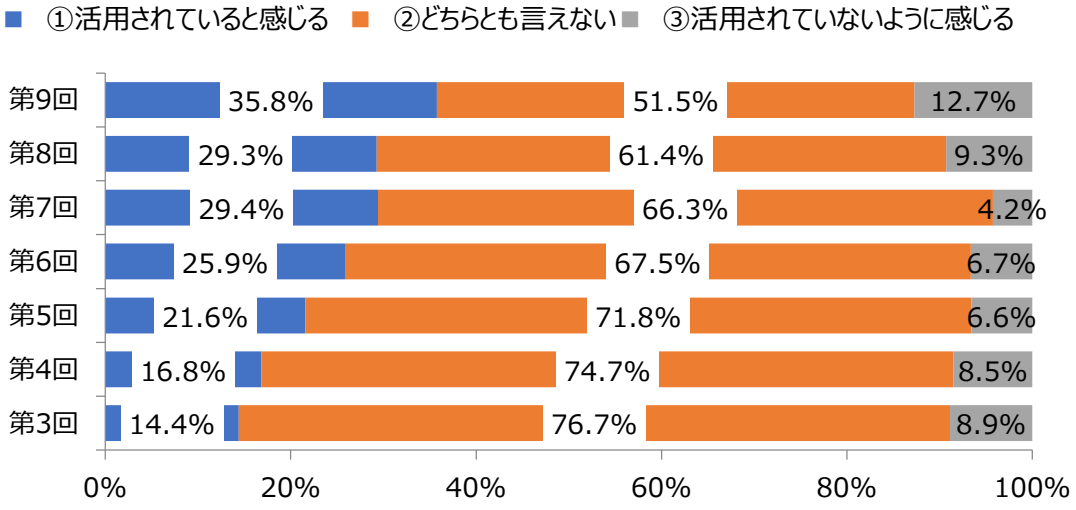
2-3:2-2でご記載の年数は何を基準に設定されたものですか？



※今回から選択形式。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問3:機関投資家によってコーポレート・ガバナンス報告書が活用されていると感じますか？

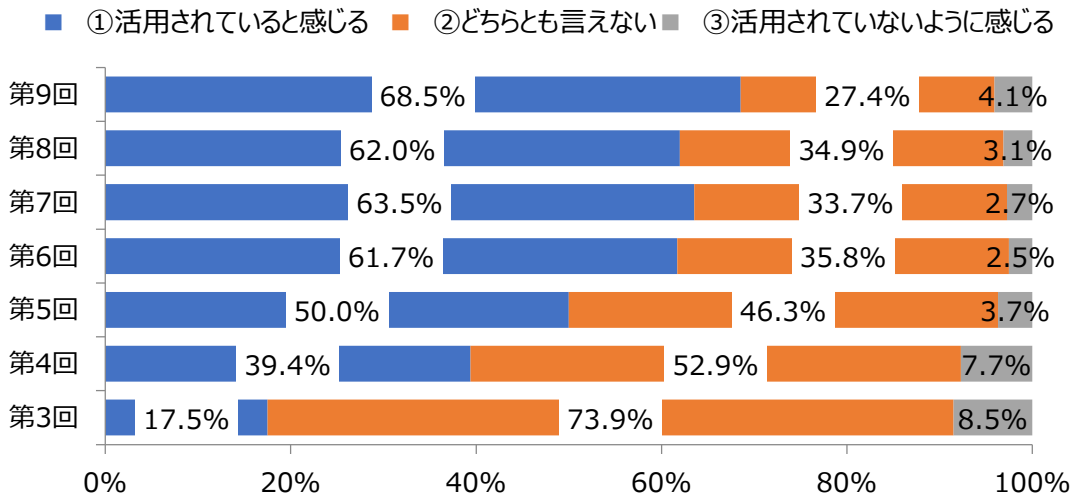


※アンケート対象企業をJPX400から東証１部上場企業に変更した第3回以降の推移。

＜①を選択した企業のコメント抜粋＞

- ・投資家との面談時に「CG報告書に～という記載があるが～」などと言及される。
- ・本年は、東京証券取引所が、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を開示している企業をリスト化し公表。それに伴い、コーポレートガバナンス報告書の参照頻度が増加した、と感じた。
- ・「資本コストや株価を意識した経営」の開示状況の確認に活用している投資家も多いように感じられる。
- ・投資家との面談において、上場株式の政策保有や人材登用に関する方針、取締役・監査役の構成・スキルマトリクスを踏まえた議論の客観性の担保等、幅広いトピックが挙げられている。
- ・議決権行使担当者やESG担当者との面談において、事前に詳細を確認したうえで、他社事例など適切な改善案を提示いただけたため。

質問4:機関投資家によって統合報告書が活用されていると感じますか？　（作成企業のみ）



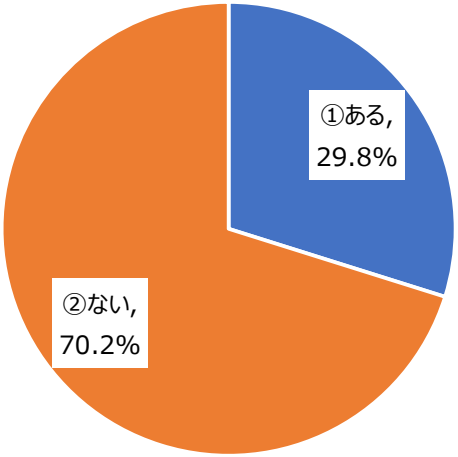
※アンケート対象企業をJPX400から東証１部上場企業に変更した第3回以降の推移。

＜①を選択した企業のコメント抜粋＞

- ・統合報告書の内容をベースとした質問を受けるケースが増加している。また他社（異業種含む）と比較して、過不足ある点を指摘頂くケースもある。
- ・価値創造ストーリーや経営戦略、ESGに関する内容について対話ができた。初見の方のほとんどが統合報告書で基礎的情報は把握されており、限られた時間の中で深掘りした内容の対話となりやすい。
- ・ビジネスモデルやESGホットトピックに対する当社の活動状況などの把握を通じ、長期成長性とレジリエンスの分析に活用していただいている。
- ・議決権行使担当者、IR担当者問わず、対話時に、統合報告書の記載内容にご質問をいただくことがある。特に、社外取締役や取締役会の女性比率、TCFD等気候変動に関するご質問が多く、読み込まれていると感じる。
- ・統合報告書を発行後、アナリスト・機関投資家向けにESG説明会を開催している。2023年度も10月に統合報告書発行、12月にESG説明会を開催し、CEOと社外取締役議長が登壇した。多くの市場関係者に参加いただき、ESG関連や中長期のビジョンなど質疑応答含めて多くの対話ができた。

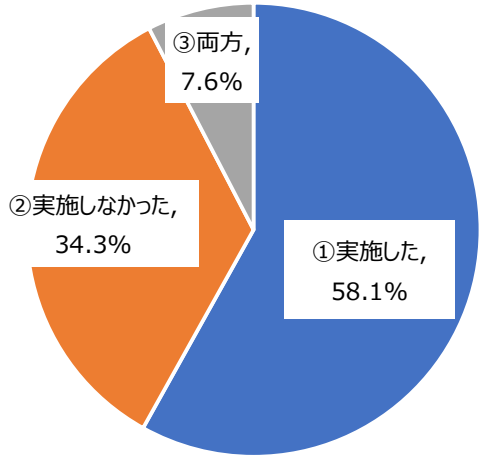
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問5:直近１年間で機関投資家から社外役員（社外取締役、社外監査役）との対話を要請されたことはありますか？



NEW

5-1: 質問5で①をお選びの場合、対話を行われましたか？

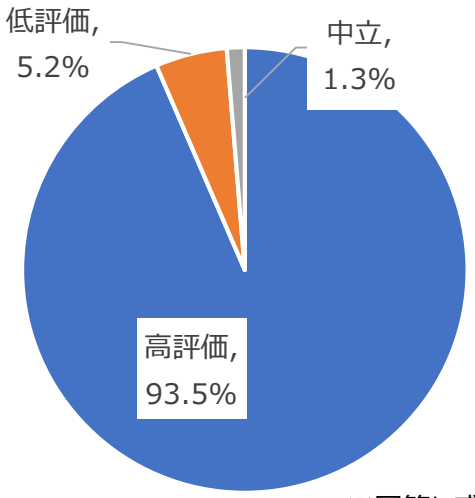


＜実施しなかった主な理由＞

- 今後実施予定
- スケジュールの都合
- 方針・対応検討中

5-2:5-1で①または③をお選びの場合、対話を実施した内容や感想をお教えください。

＜感想の分類＞



※回答に感想が含まれると判断できる内容に限定のうえ、GPIFが分類。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

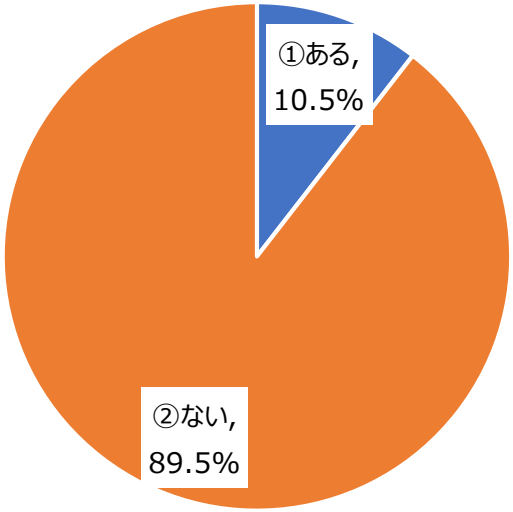
5-2 (続き) :5-1で①または③をお選びの場合、対話を実施した内容や感想をお教えください。

【コメント抜粋】

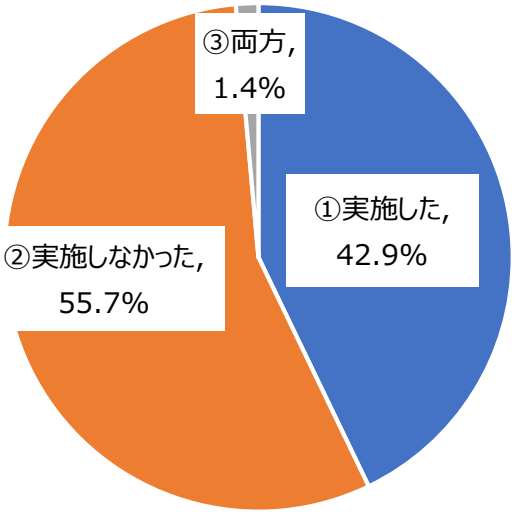
- 社外取締役議長との対話を実施し、ガバナンスや当社中長期経営計画に対する社外役の関わり方について説明を実施した。社外役が説明することにより納得度は高められたと感じている。
- 個別投資家の需要を受けた1on1形式の面談を実施。社外取からは「今後も外部の意見を聞きたい」との好感触。今回面談を実施した以外の機関投資家からも、社外取との面談orイベントを要求されることが想定される。
- 取締役会の状況や、今後の経営課題について対話を実施した。社外取締役から客観的に見た自社の現状や課題について、機関投資家とともに議論ができる貴重な機会だったと考えている。
- 様々なテーマについて対話。社外取締役就任後の、取締役会の変化および評価。現状の取締役会における社外取締役の役割、各人の発言視点についての評価、社外取締役間の意思疎通状況。中長期戦略の内容についてどのように評価し、戦略実行の際に社外取締役としてどのように関わっているか。株価評価(資本市場評価) に対して、どのような課題意識を取締役会で共有し、どんな視点で議論を行っているか、等。
- 女性社外取締役と機関投資家の面談を実施。社外取から見た執行役の執行状況、企業の体質などIR取材では得られない意見をいただいた。決算とは異なる内容だが、資本市場からの大切な意見として社内へフィードバックした。
- 社外取締役3名と複数の機関投資家による、経営構造改革や人事戦略・人材マネジメントおよびサクセッションプランなどをテーマにしたスモールＭＴＧを実施。全体的に、策定した戦略や計画に対する、ＫＰＩ設定や進捗報告・管理などのモニタリング強化を求める声が多かった。機関投資家からの声は取締役会や事業部門への共有を行ない、改善を図っていく。
- 23年9月にIR-Dayを実施。社外取締役が登壇し、当社の企業価値向上を支えるガバナンスの進化について説明。また、取締役会の実効性の高さをお伝えするべく、実際の取締役会の様子を動画で放映し、アナリスト・機関投資家の方々と対話を実施した。今後も定期的な対話の機会を創出していきたいと考える。
- 証券会社主催で社外取締役をスピーカーとしたスモールミーティングを実施。また、当社主催のESG説明会において、社外取締役による対談を実施。いずれも、社外取締役の立場から見た当社の課題や、今後の持続的成長に向けた戦略などについて投資家との意見交換を実施した。投資家から高評価をいただいたことに加えて、イベントでの投資家とのコミュニケーションや、社内での事前準備を通じて、社外取締役自身が様々な課題感を持ったり、多くの刺激を受けた様子であり、今後の取締役会の活性化に繋がることが期待できるイベントであった。
- 形式的な質問が多く、あまり実のある議論にはならなかった。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問6:直近１年間で協働エンゲージメントの要請を受けたことがありますか？



6-1: 質問6で①をお選びの場合、対話を行われましたか？



＜実施しなかった理由の主な事例＞

今後実施予定
レターのみで面談していない
運用機関個別と対話実施済

6-2:6-1で①または③をお選びの場合、対話の概要をお教えください（最大３つ）。

＜協働エンゲージメントの主なテーマ＞

気候変動対応（脱炭素戦略等）
資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて
政策保有株式
森林破壊
ESG全般

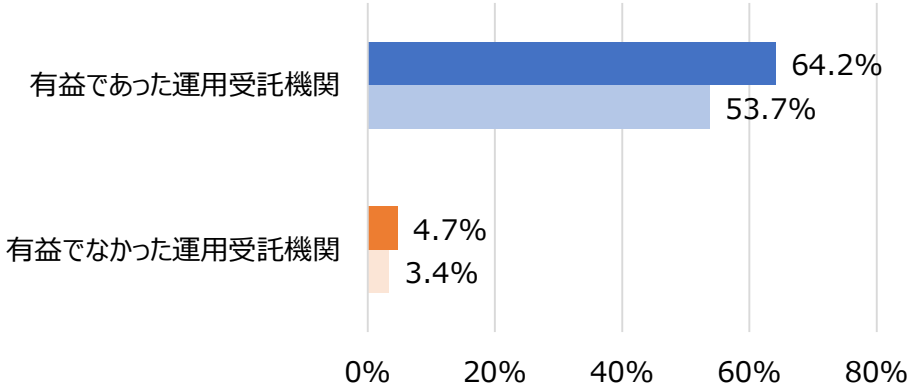
＜協働エンゲージメントを実施した主なイニシアティブ＞

一般社団法人　機関投資家協働対話フォーラム
Climate Action 100＋
ACGA（Asian Corporate Governance Association）
AIGCC（Asia Investor Group on Climate Change）
PRIのプラットフォーム

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

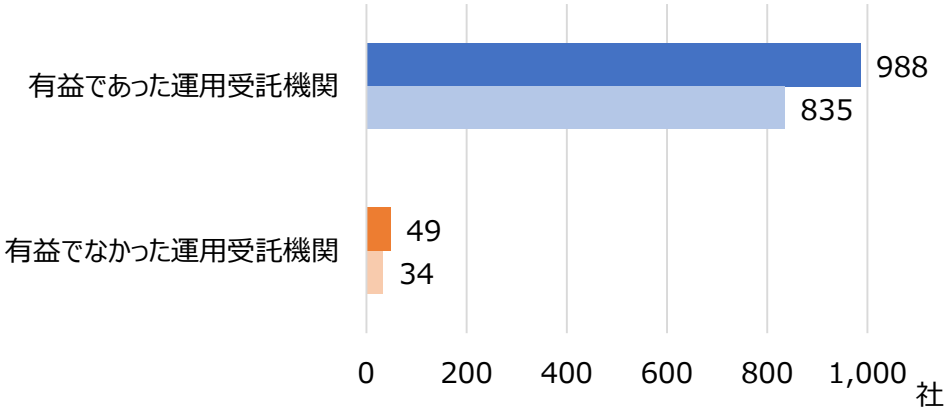
質問7:この１年間において、当法人の国内株式運用受託機関で、貴社の中長期の企業価値向上の観点から「有益な議論や貢献をした機関」とその機関を挙げた理由をご記入下さい。また、貴社にとって「有益ではないミーティングを行った機関」とその機関を挙げた理由をご記入下さい。（各最大３社）

＜回答企業の割合＞



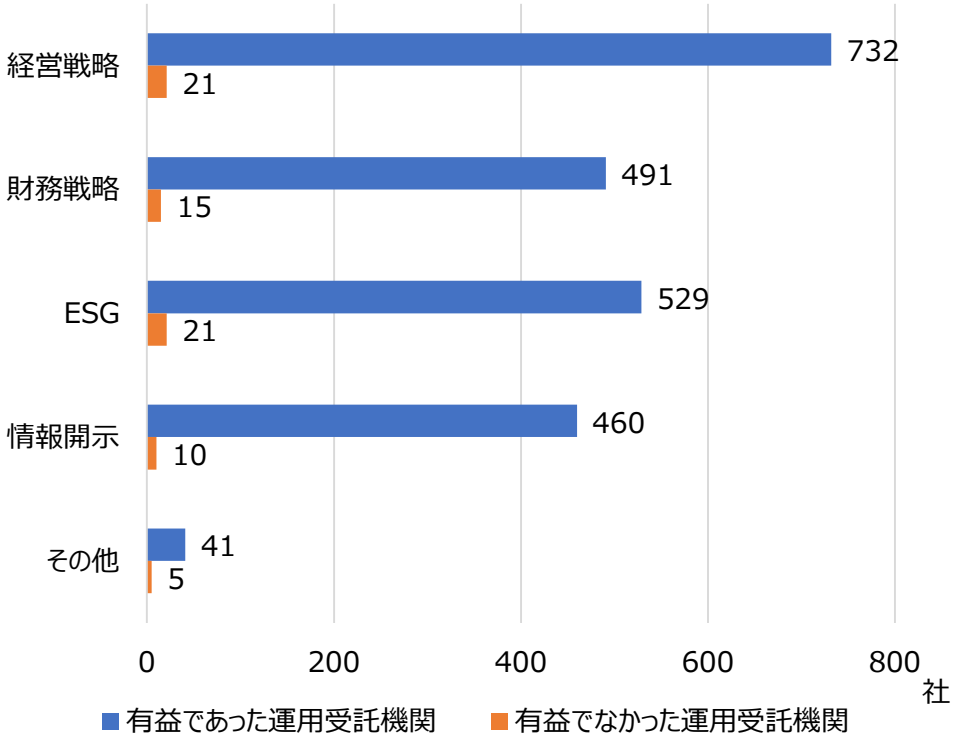
※それぞれの上段：今回数値、下段：前回数値。総回答社数（今回717社）に占める割合。今回有益であった運用受託機関を挙げた企業は460社、有益でなかった運用受託機関を挙げた企業は34社

＜回答で挙げられた運用受託機関数（延べ機関数）＞



※それぞれの上段：今回数値、下段：前回数値

＜「有益/有益でなかった議論や貢献」の内容＞



※複数回答可。分母はそれぞれの回答で挙げられた運用受託機関数(延べ機関数)

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

質問7(続き):「有益な議論や貢献をした機関」を挙げた理由

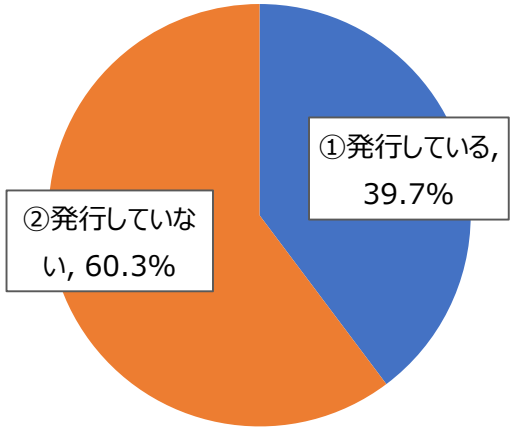
【コメント抜粋】

- 当社が展開するビジネスモデルを正しく理解し、それぞれの成長可能性と想定されるリスクについて適切な質問を投げかけて来られ、それに対応することで当社としても持続的な成長に向けての課題を再認識することができた。
- 事業理解のための質問というよりも「今後当社がどのようになってほしいか」また「現時点で当社が抱えている課題は何か」という観点で質問をいただくことが多く、IRのみならず経営戦略を考える上でも非常に有益になる意見をいただける。
- 対応が不十分であるものについては開示に消極的になりがちだが、対応が不十分であっても、現時点の課題として認識し、それに対して何に取り組んでいくか開示すれば良いとのアドバイスをいただき、会社としてマインドを変えていかなければならないと気付かされた。
- 当社について理解が深く、エンゲージメントで得られるアドバイスも有益。多くの投資家は経営陣に対して遠慮がちに意見表明をすることが多いが、社長やCFOに対しても直接厳しいご意見も言って頂けるため、経営陣が直接投資家の声を感じるミーティングとしては非常に有益である。そのようなことから当社CFOの信頼も厚い。
- 海外競合と当社との差異（P/L、R&D、製品ポートフォリオなど）を、投資家視点で分かりやすく示しながら、将来価値につながる対話を心掛けてくださっている。
- ESGの観点から当社の事業に関連する様々なリスクについて意見交換をしている。当社も事業環境を再認識するきっかけになり、有益な対話ができている。特に、同社がどのような考えのもとにESGを分析しているか、当社への評価はどうかを率直に語っていただけるため、「投資家の視点」を知る一助となっている。
- サステナビリティについての忌憚ない見解を意見交換できた。特にマテリアリティについては、機関投資家として何を希望されているかという意見を伺えたことが有益だった。
- 当社の経営戦略、事業戦略について詳細に分析した上で、長期的な視点に立った企業価値向上に資する提案を継続的に受けている。対話が大変有益であることから、継続的に代表取締役とのトップミーティングを実施。統合報告書については、当社の開示内容を定量分析し、具体的な改善点を示すなど、毎年の開示改善内容充実化に向けた支援を受けている。PBR1倍に向けた開示は、他社事例を踏まえて当社の開示案をともに検討していただくなどの支援もあり、ＨＰに専用サイトを新設。
- PPT資料を用いて、当社の株式市場からの見られ方や利益水準、PBR向上に向けた取り組みとして期待していることをプレゼンいただいた。数値データを用いた非常に説得性の高い内容だった。
- 議決権行使基準改定指針をメッセージ性をもって早期に明確に示していただけており、外部環境からの要請を社内に取り組むうえでの参考にしやすい。

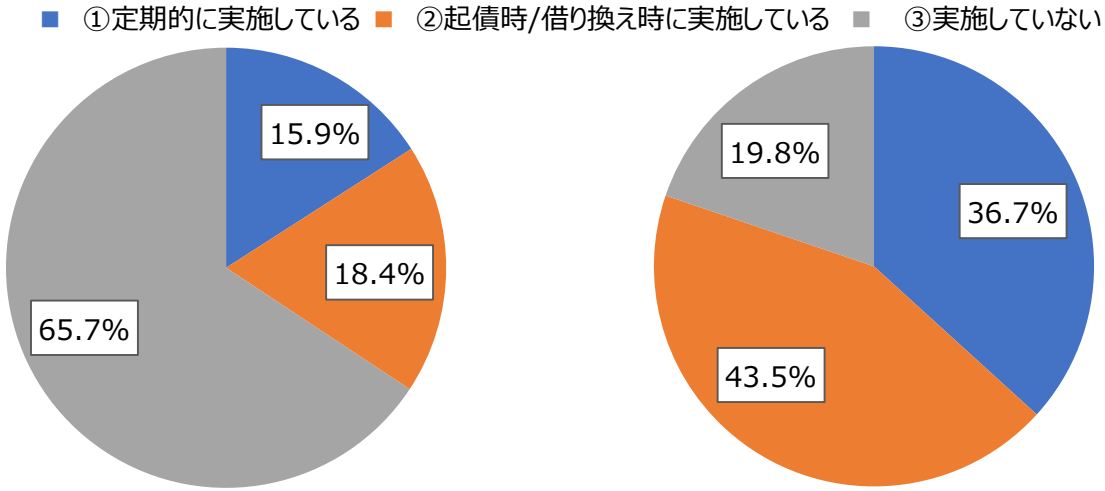
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

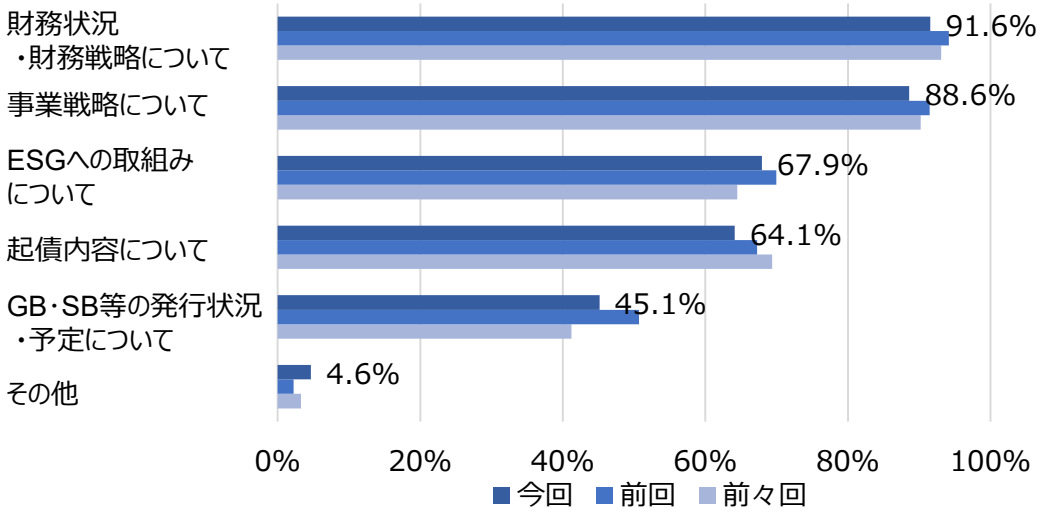
質問8:貴社は債券(社債)を発行されていますか？



8-1:債券投資家と対話をされていますか？



8-2:8-1で①または②をお選びの場合、債券投資家向けの対話内容についてお選びください（複数回答可）。



※GB:ｸﾞﾘｰﾝﾎﾞﾝﾄﾞ、SB:ｻｽﾃﾅﾋﾞﾘﾃｨﾎﾞﾝﾄﾞ

8-3:8-1で①または②をお選びの場合、債券投資家との対話で有益だと感じた事例があればその内容をお教えください（最大３つ）。

【コメント抜粋】

- 債券投資家に当社の事業戦略や財務戦略について理解を深めていただくことが出来た。
- 財務状況を確認していく中で今後の戦略についてご意見を頂いた。
- 当社の財務・非財務情報の開示における改善が必要な点を投資家の視点からアドバイスいただき、開示内容や開示方法の改善につなげることができた。
- 人的資本のポートフォリオの考え方など、当社の最新の取組みを細かく把握した上で、その背景にある考え方についての対話や生物多様性など、当社でフォローできていないトピックスの情報提供など。
- ポートフォリオ管理を重視するために、まずは、製品群別の営業利益の開示を依頼された。現時点で開示できていないが、この内容は取締役会に報告し、ここ数年の組織管理体制の変更に影響を与えてもらったと認識している。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問9：今後の貴社の中長期的な企業価値向上および持続的成長に向けて機関投資家全般に期待することをご記載ください。

【コメント抜粋】

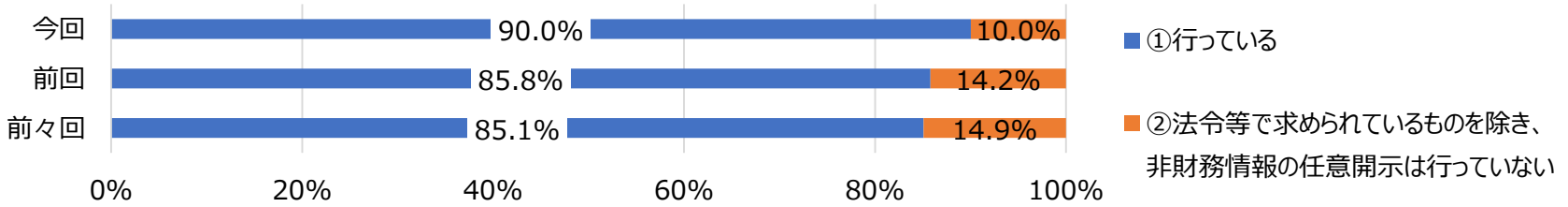
- 今後も、四半期決算の短期的な動向だけでなく、中長期視点のミーティングを行い、忌憚のないご意見をいただきながら建設的な対話を実施し、企業価値の向上につなげていきたいと考えている。
- 当社の中長期的な企業価値向上や持続的成長は、社内で議論を重ねるだけではなく、機関投資家や社外取締役などの外部の方々と積極的に議論を行うことで実現される。当社としては、これまで以上に対話機会の創出に取り組み、機関投資家の方々には当社を外部目線で俯瞰し、率直な意見や提案などをいただきたい。
- 機関投資家には中長期的な企業価値の向上を軸とした対話を、より一層心掛けていただきたい。中長期目線での当社への評価や当社の課題に関して忌憚のない意見を多くいただくことは、当社の中長期的な成長に必要な要素であり、経営判断に資するものと考えている。ショートターミズムを否定する訳ではないが、未だ多く存在する短期に特化した機関投資家との対話から得られるものは、長期目線のそれと比較して著しく少ないと感じており、有限なIRリソースを配分する上では優先順位を下げざるを得ない。
- 経営層に対して「企業価値向上」「持続的成長」への意識付けを促すような対話を期待する。
- 特に経営者とのミーティングでは、限られた時間でもあり、やや一方的質問や主張のみで、互いに有益な対話ができていないケースがあるように感じる。会社側の改善もあろうかとは思うが、例えば投資家側から、会社側にない視点（他社面談、経営分析比較から得られる示唆や、グローバルな投資家動向など）も織り交ぜ、いかに経営者にとっても「気づき」が残るかという点を意識していただけると面談価値が向上すると感じる。
- 対話において、当社に対する期待と懸念、課題認識と成長可能性につき忌憚のないご意見をいただきたい。対話の主目的が数値や短期動向のアップデートである場合でも、その確認をもってどのような考察を得たか、その先にどのような中長期展望が見えたか（あるいは見えなかったか）、投資対象としていかなる魅力を感じたか（あるいは感じなかったか）、都度コメントいただきたい。
- ESG等の非財務情報について、重視しているポイントや開示のベストプラクティスなどの情報提供、改善すべき点などの提言を引き続きお願いすると共に、非財務情報の開示が投資判断にどのように影響しているのかをお示しいただきたい。
- 議決権行使基準など形式的な判断基準に留まることなく、投資先企業それぞれの状況に応じて、中長期的な企業価値向上および持続的成長に向けた建設的な対話を行った上で議決権行使をしていただきたい。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

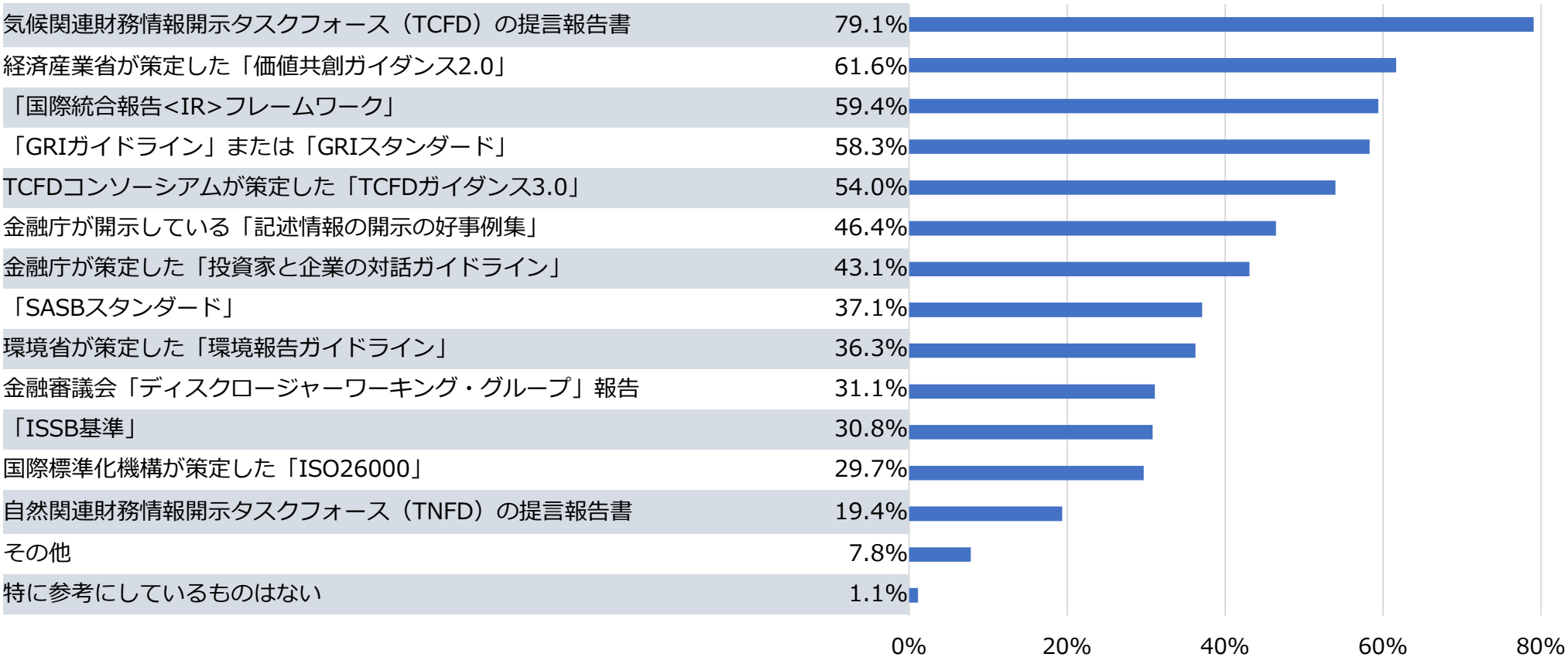
２．貴社のIR及びESG活動について

＜貴社のIR及びESG活動について＞

質問1：貴社ではESGを含む非財務情報の任意開示（CSR報告書、サステナビリティ報告書、統合報告書など）を行っていますか？



1-1：実施されている場合、以下のスタンダードやガイドラインのうち、参考にしているものはありますか？



※複数回答。総回答社数717社に占める割合。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

1-2:現在、日本のサステナビリティ基準委員会（SSBJ）を含め、ISSBや欧州CSRD、米国SEC等、グローバルに非財務情報の開示基準策定の議論が進んでいますが、関心事項、課題や難しさを感じることがあればお教え下さい。

【コメント抜粋】

・ISSBがグローバルな非財務情報の開示基準開発を目指しているため、国内のSSBJや欧州・米国における開示枠組みがISSBと連動するのか（interoperability）非常に関心が高い。連動しなければ、国・地域の法域ごとに開示内容が異なることとなり、開示する企業側の煩雑さが増すことに加えて、企業全体の価値を評価することが困難となる。また、開示とあわせ、開示内容の保証がどの程度の精緻さが求められるのかについても関心が高い。GHG排出量のスコープ３等、まだ計測手法が確立されていないものもあり、開示基準もこれらに合わせて進めてもらいたい。

・ISSB基準で求められる項目、投資家意見、格付機関の評価基準がそれぞれ異なっており、投資家意見を最重要視しつつも、例えばセクターとしてリスクが限定的な項目に対してどこまで開示が必要かが悩ましい（例：生物多様性）。

・日本企業である当社にとってはSSBJ基準への準拠が最も優先される。その一方でCSRDやISSBなどのグローバルベースラインとSSBJ基準の間に差があると、海外投資家にとって比較可能性が保てなくなるため、SSBJ基準に準拠している企業が海外投資家のポートフォリオに入らなくなるのではないかと懸念している。

・諸法令（日本の場合、地球温暖化対策推進法、女性活躍推進法、育児介護休業法など）と開示基準との整合。

・サステナビリティに関する情報は変化がスピーディーであり、新しい技術や環境への対応が必要である。そのため、開示基準がこれらの変化に対応できるよう柔軟性をもたせる必要があると考えられる。

・非財務情報の開示の重要性について、自社の経営層及び担当部門の理解や、取り組みの推進、開示の充実に向けた協力を得ることが課題と感じる。

・開示基準策定の議論と合わせてどこまで開示が義務化されていくか、またそれに対応するための内部統制のあり方について関心を持っている。また、これらに対応していくための知見の習得や、社内体制の整備に課題を感じている。

・これまで財務情報は法定開示対応を行ってきたのに対し、非財務情報は任意開示の枠組みのなかで対応してきたため、財務の所管部署と非財務の所管部署はこれまでコミュニケーションを取る機会があまり多くなかった。今後は財務情報と非財務情報のコネクティビティを図るため、両部署間の協力体制を構築する必要があると考えている。また、財務情報開示の過程では内部統制が浸透しているが、非財務情報開示に関しては、業務の文書化やデータ集計のシステム化、意思決定のプロセス強化など、開示ガバナンスの体制がまだ整っていない。そのため、財務報告と非財務報告の同時開示を目指すISSB基準を視野に入れ、こうした組織的な体制の整備が今後の課題になると認識している。

・開示をする場合、当社は相当の労力をかけて、丹精こめて作り込んでいくので、その開示内容が企業に対する評価や選別・投資活動にしっかりと反映されることを期待している（優良な先への投資選好、開示をしない先や開示内容が弱い先への投資減退など）。

・何が投資判断にとって有益なサステナビリティ情報となるかについて、企業側が重要性を考慮し判断する流れだが、その判断基準が統一的な開示基準によって徐々に明確になることで、企業にとっても開示しやすいものになるよう期待する。また、投資家が基準をどのように評価するか、基準に従った開示情報をどのように使うかにも関心がある。

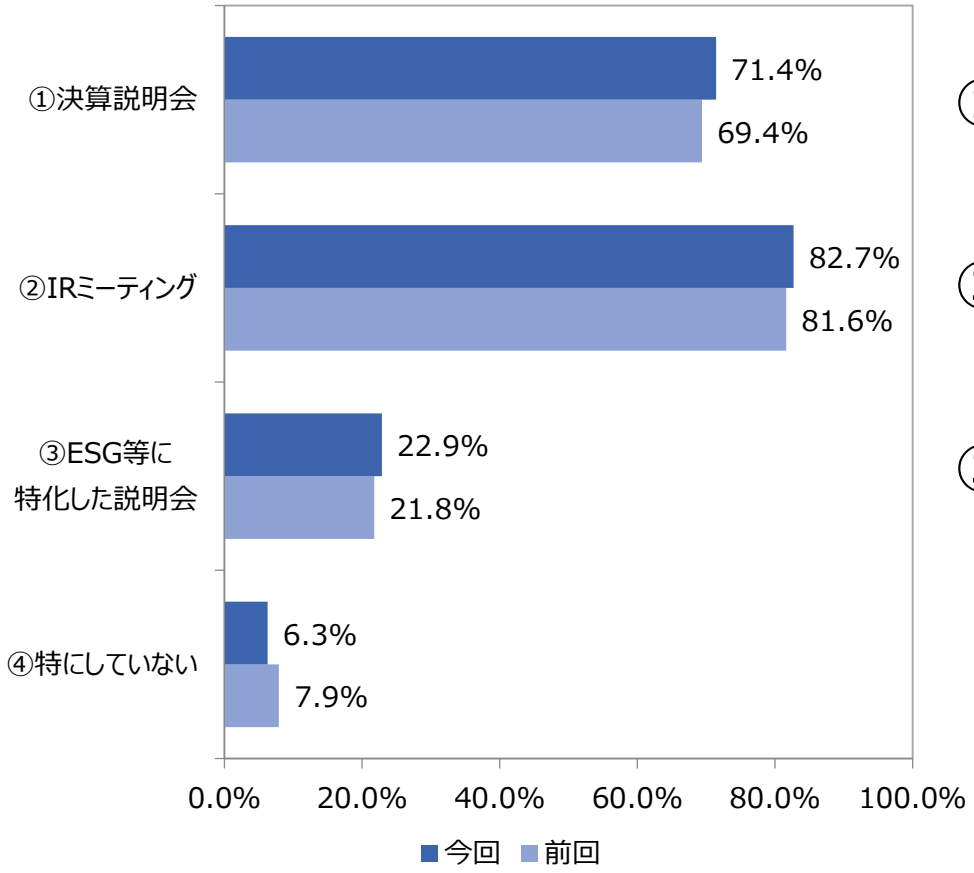
・実際の開示に当たって、企業が理解しやすい実例を掲載したガイドラインを整備して欲しい。

・長期的に取り組んでいる企業の好事例が多いが、ゼロから始める企業目線でのターゲティング（例：対応を始めて初年度や3年目の企業など）事例があると、よりベンチャーが取り組みやすくなると感じている。

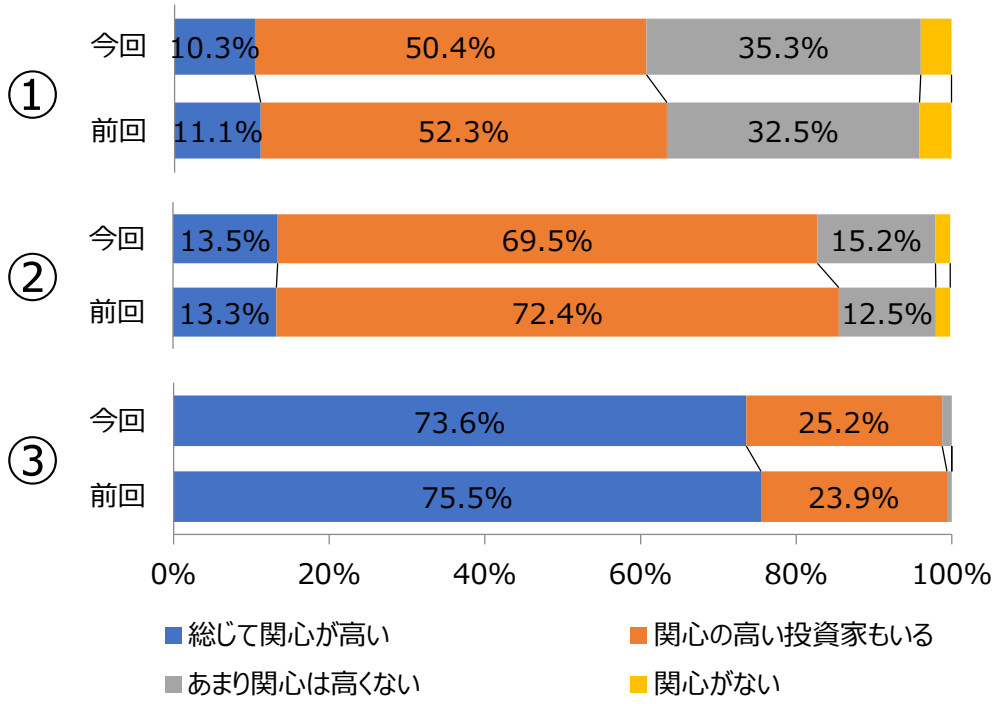
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問2：機関投資家向けにESGをはじめとする非財務情報について、どのような場でご説明になっていますか？（複数回答可）また、ご説明になっている場合の機関投資家の反応も併せてお教え下さい。

＜非財務情報の説明の場＞



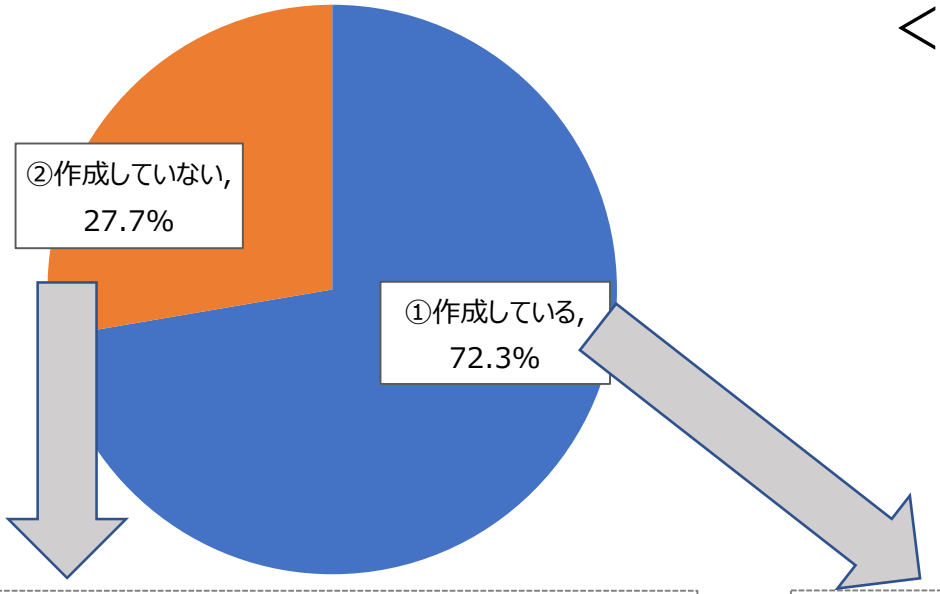
＜機関投資家の反応＞



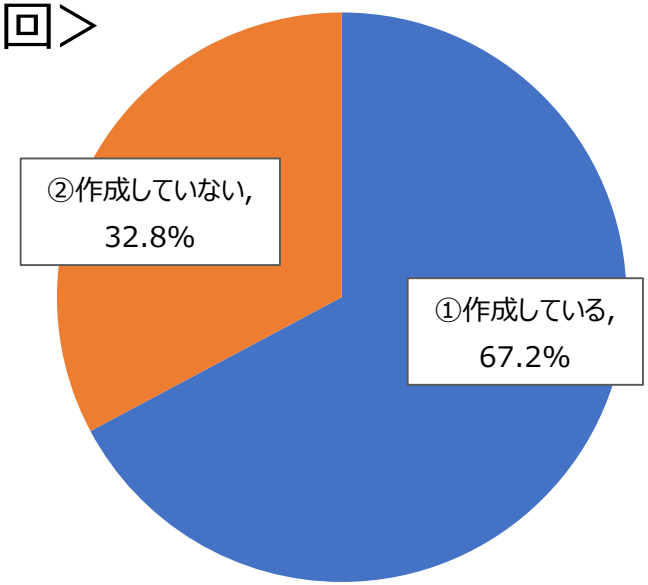
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問3: 統合報告書またはそれと同等の目的の機関投資家向け報告書を作成していますか？

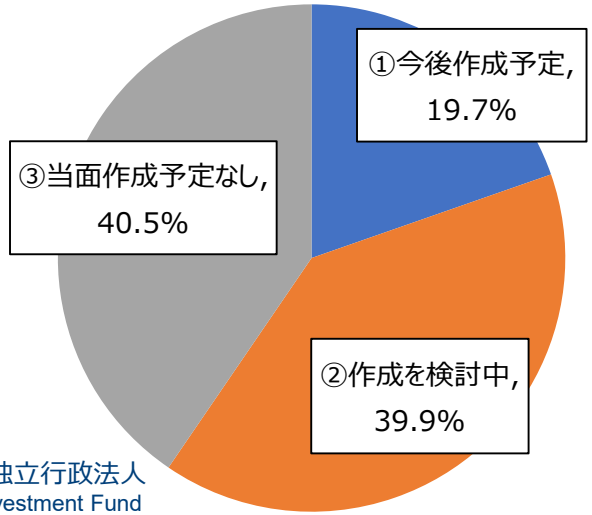
＜今回＞



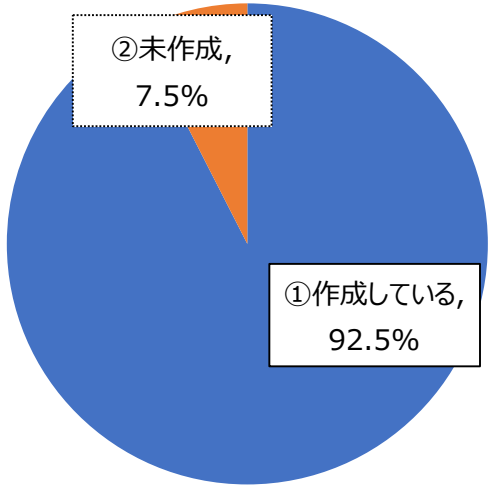
＜前回＞



3-1: 質問3で②をお選びの場合、今後の方針をお教えください。

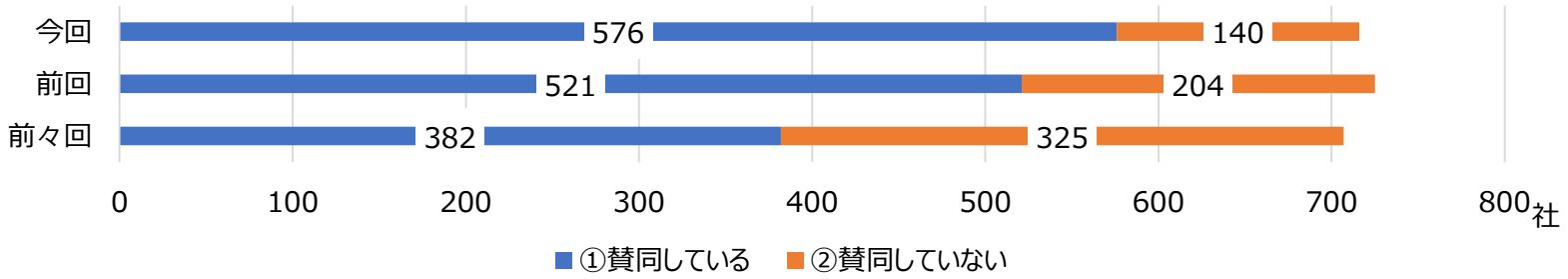


3-2: 質問3で①をお選びの場合、英語版を作成していますか？

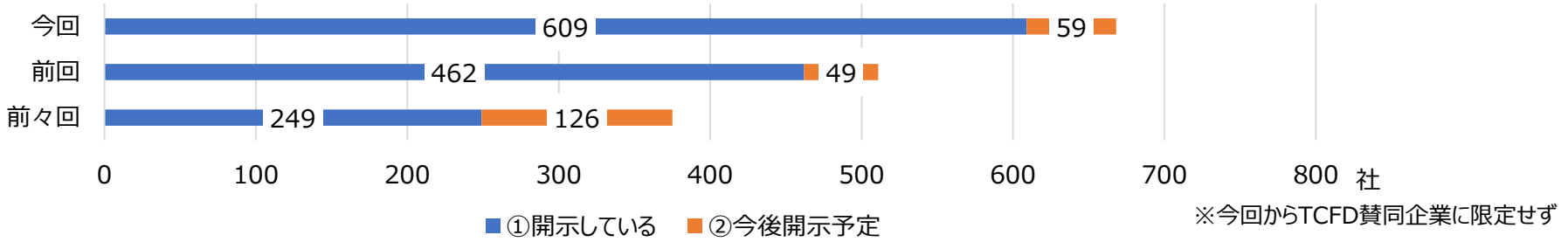


Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問4：気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に賛同されていますか？

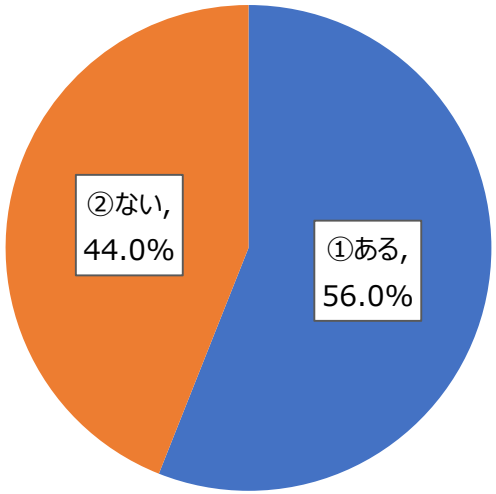


4-1：TCFDに沿った情報開示をされていますか？



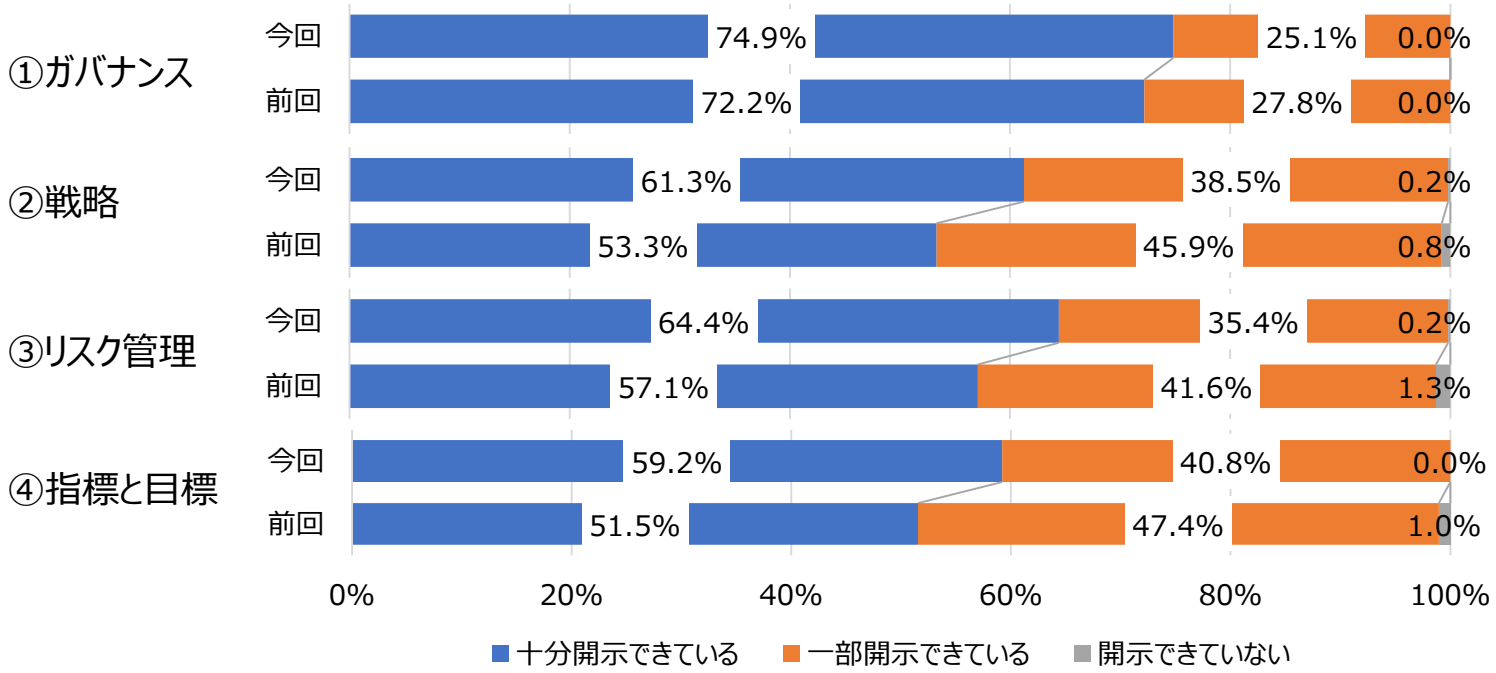
※今回からTCFD賛同企業に限定せず

4-2：TCFDに関して機関投資家と対話されたことはありますか？



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

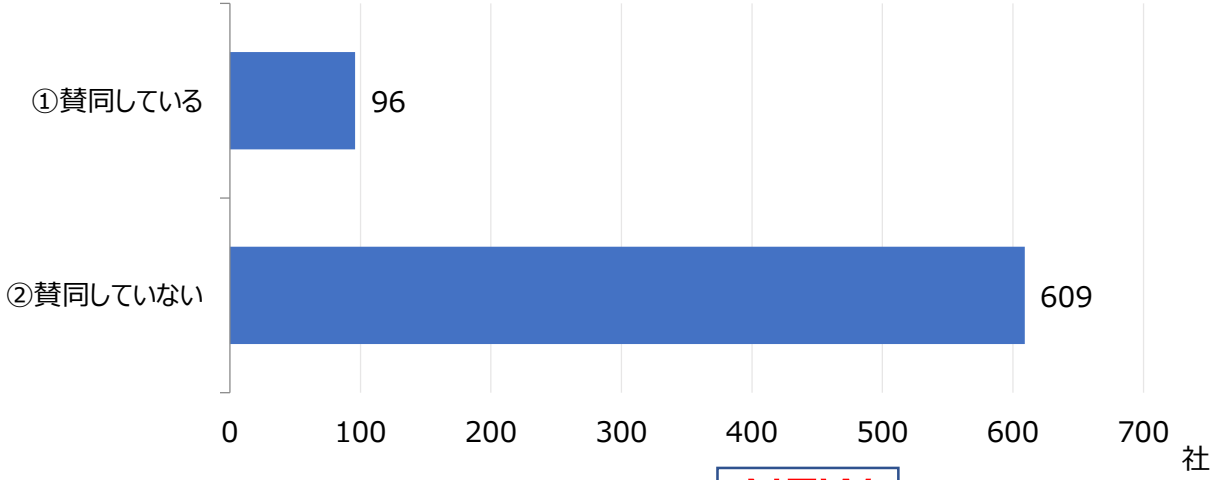
4-3: 4-1で「①開示している」をお選びの場合、下記項目の開示状況をお教えください。



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

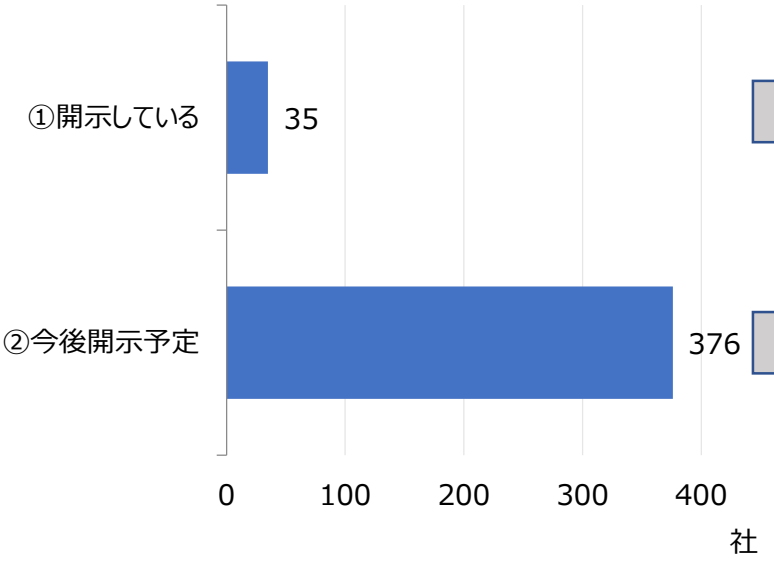
NEW

質問5:自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）に賛同されていますか？



NEW

5-1: TNFDに沿った情報開示をされていますか？



<開示媒体>

統合報告書
会社HP
サステナビリティレポート
TNFDレポート
その他

※自由回答から分類。多い順

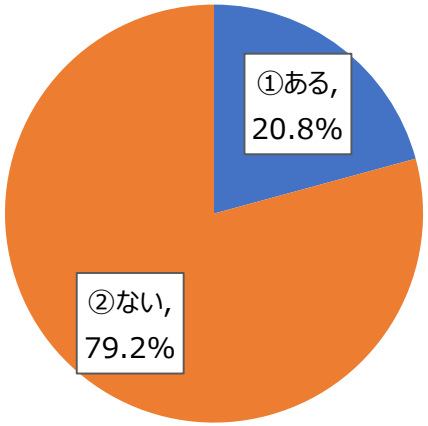
<開示予定時期>

・2024年	76社
・2025年	84社
・2026年	33社
・2027年以降	10社

※時期を明示していない企業あり

NEW

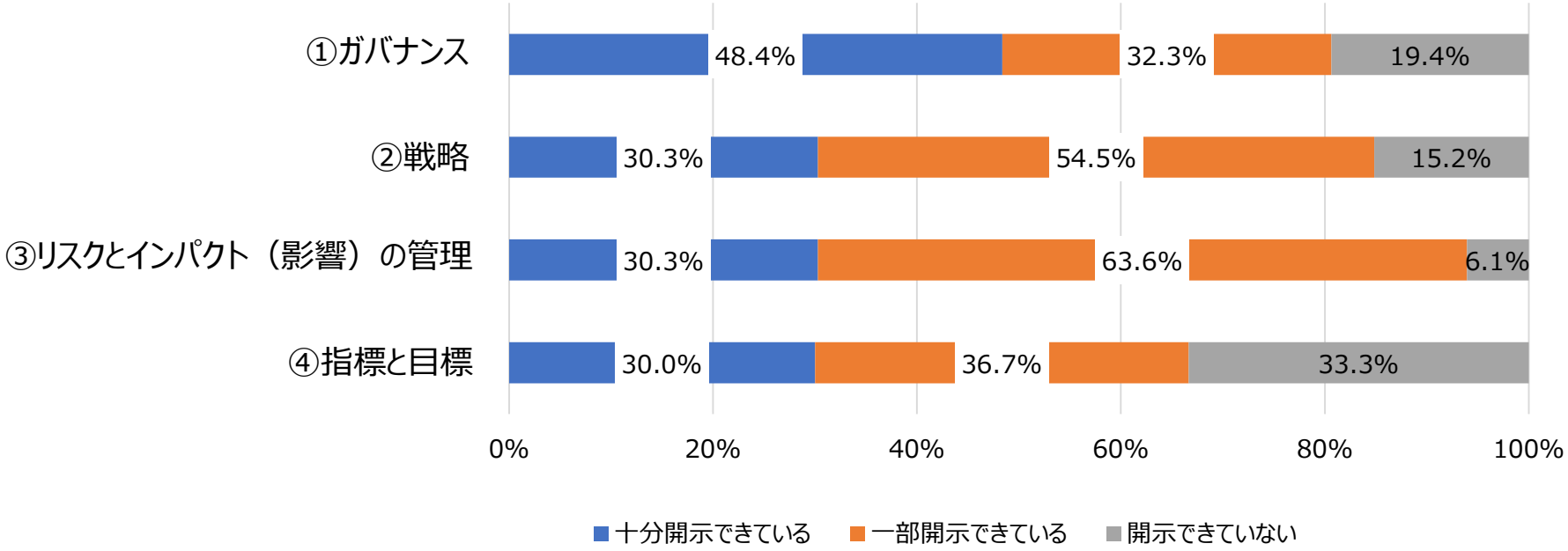
5−2: TNFDに関連して機関投資家と対話されたことはありますか？



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

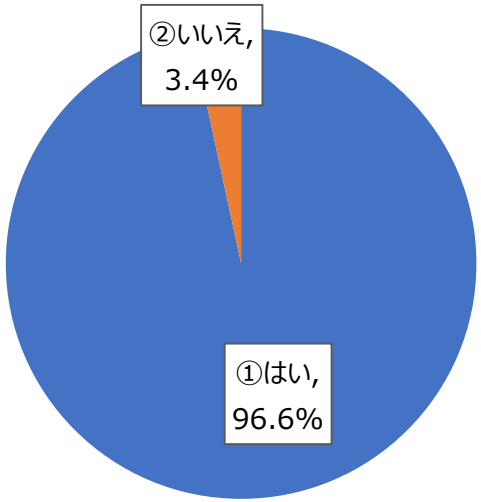
5-3: 5-1で「①開示している」をお選びの場合、下記項目の開示状況をお教えください。



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

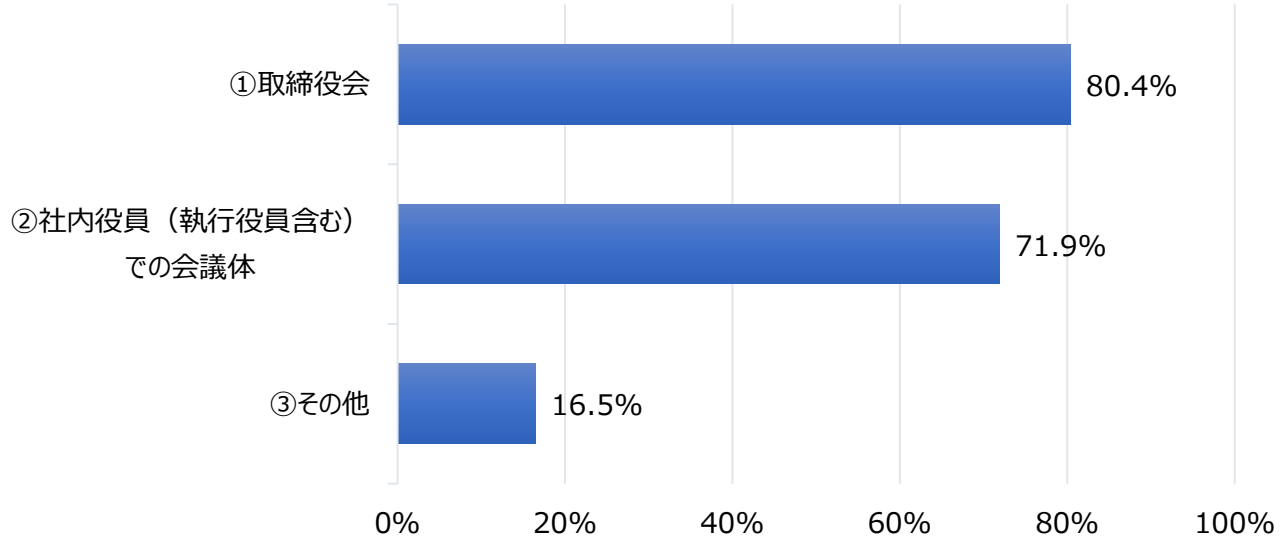
NEW

質問6:東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請について、貴社内で議論は行われていますか。



NEW

6-1:質問6で①をお選びの場合、議論はどのような場で行われていますか（今後の予定含む）（複数選択可）。



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

6-2：当該要請への対応を検討するうえで、貴社が感じている課題をお教えください。

【コメント抜粋】

・社内での旗振り部署と、それを対外的に開示する部署が違うため、投資家や株主、他ステークホルダーからの意見を確実に、正確に伝えること。また社内企画部署においては、対外窓口の最前線ではないため、その切迫感をどのように伝えるか。どのような開示方法が良いか、等。

・実質的な課題と感じるのは、全社としてROICなどの社内目標を達成するためにそれぞれが何をしなくてはならないのかという具体的な個々の施策と目標に落とし込んで社内の隅々まで浸透させること、かつそれを適切に管理する（PDCAを回す）仕組みを構築すること。

・当社を含む日本企業の取締役や少なくとも執行役員、上級管理職レベルぐらいまでが、どこまで本気で株主（機関投資家）と同じ目線で資本コストや株価について考えることができる土壌を醸成できるかが課題。

・様々な財務指標がある中で、現段階においてどの指標を最重要視すべきか詰めきれていない。事業別の資本コストの設定に課題を感じている。マーケットデータなど客観的なデータが利用しづらい事業別の資本コストを計算するうえで、合理的かつシンプルなロジックを組むことに難しさがある。

・資本コストの水準など、ディスカッションの前提となる定義に対して、当社と投資家の認識を合わせることが必要。本来M&Aなどの成長に向けた投資は、資本コストのハードルレートを設けて進めることでROEやROICの改善、企業価値向上につながるものだが、投資後の初期においては、一時的なROICなどの低下をもたらすことがある。それが事業ポートフォリオの変革の弊害になっては、より中長期視点での企業価値向上は実現できない。単に目標値や実績値を開示するだけではなく、指標の実効性を高めていく仕組みを構築している段階である。

・経営戦略全体の中でどのようなアウトプット開示を行うべきか不明確な点。財務資本戦略、成長戦略、資金調達、株主還元などキャッシュアロケーションとの関連でパッケージ開示したいと考えているが、「どこまで」「どのように」開示すべきかが未だ詰めきれていない点

・PBRは1倍を上回っているものの、競合他社や所属セクターのPBRに対して大きく見劣りしており、市場からの評価に問題を抱えていると認識している。これは①中長期成長戦略の解像度が低い、②自己資本比率キャッシュポジションが過大、③①②を含むエクイティストーリーが不十分といった点に要因があると考えており、これらに対する方針や取り組みの説明を尽くすべく検討を進めている。

・所属するセクターの要因によりバイアスがかかる傾向にあるのか、「企業価値向上に向けた取組について」を開示した際にも投資家の反応は芳しくなかった。今後、継続的に具現化したものを開示し続けることが重要と考える。

・成長期待の醸成向上については、業界特性に加え、成長戦略の進捗遅れが主要因であり、今後、新規成長領域の拡充が課題と認識している。また、資本収益性の改善については、収益性を重視した経営、事業ポートフォリオの最適化による投下資本の効率化、業績株価の変動率低下による資本コスト低減などに着実に取り組むことが必要。

・ROICを重要指標に掲げ、資本効率性を高める取組みを進めているが、海外も含めたグループ全体への展開、浸透、そして成果が出るまでの時間軸が外部視点のそれとギャップがあるように感じる。（もっぱら企業努力が必要な部分とは認識していますが）

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

6-3:当該要請に関連した対話において、機関投資家に期待することをお教えください。

【コメント抜粋】

・定性的な成長戦略と合わせて、定量的なキャピタルアロケーションの開示により、当社が目指すビジョンを開示したいと考えているので、忌憚のない意見をもらいたい。投資家からの意見が、経営トップの気づきになると考えている。

・往々にして「社内の声」ではなく「外からの声」に経営陣は敏感であり、当該要請を実施実践していく上で機関投資家の役割は大変重要だと考えている。建設的且つ具体的なフィードバックの機会を積極的にご提供頂けると大変ありがたい。

・「東証要請について、御社の中でどのような議論がされていますか？PBR 1 倍に向けてどのような施策をされていますか？」と質問されるが、画一的な話ではなく、企業ごとに課題は異なるはずなので、投資家側からプロとしての企業分析も踏まえた見解・提案をしてほしい。

・資本コストを意識する潮流はありながらも、実際のところは直近四半期の業績等、短期目線での質疑が集中する状況にもあり、より長期目線での対話が実現することを期待したい。

・短期的な自己株式の取得、増配などの資本政策だけでなく、中長期の時間軸で本業における成長戦略について対話できることを期待している。

・いわゆる紋切型の提言ではなく、業界の特性・状況等も鑑みたうえで持続的な成長に資する建設的な提言をいただきたい。

・投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた他社取組み事例などの助言・紹介を含めた意見をいただけると、当社としても新たな気づきが得られるだけでなく情報開示の充実につながり、その結果として機関投資家の方々とのより建設的な対話への発展が期待される。

・現在の事業ポートフォリオでの業績による企業価値算定に留まらず、人的資本などを背景とした会社の潜在的な価値、過去から事業変遷による将来の事業創造力など、非財務数値を取り入れた企業価値の算定に基づく投資となることを期待したい。

・資本効率を高めるための事業ポートフォリオの入替を促す機関投資家の方が多くいる。複数事業を持つ場合の事業間のシナジー効果などをご理解頂いた上でご提案頂けるとありがたい。

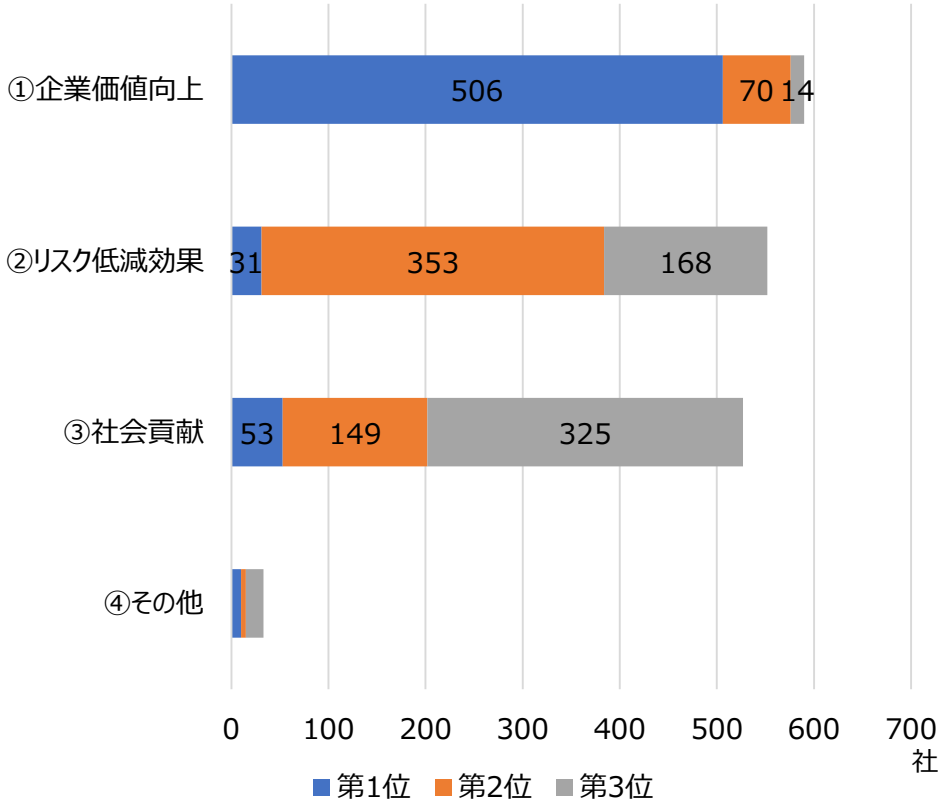
・機関投資家側で算出している投資先企業の資本コストの水準を開示してほしい。可能であれば、リスクプレミアム等の計算の前提となるパラメータの数字も示していただけると社内で算出している資本コストとどこに差があるかがわかるので助かる。

・当社の開示が資本市場での当社に対する期待に足りているか、足りていない部分はどこかなどについて、率直な意見がほしい。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問7: 貴社のESG活動の目的をお聞かせ下さい。下記項目から「最大３つ」選択し、各項目に順位（１、２、３）をご記載ください。（同順位は不可）

＜回答社数＞



＜企業規模別回答状況＞

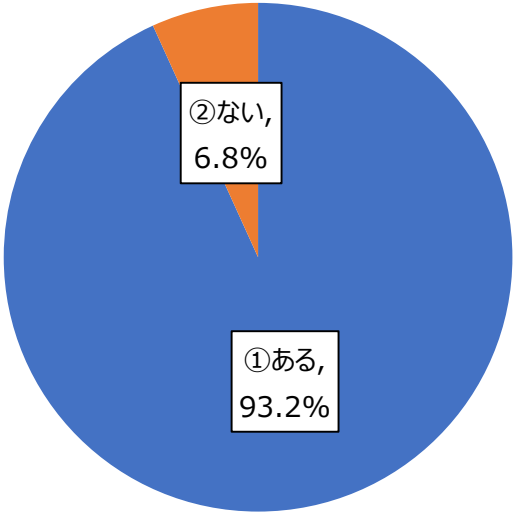
	1位			2位			3位		
	大型	中型	小型	大型	中型	小型	大型	中型	小型
①企業価値向上	67	179	260	12	20	38	0	6	8
比率(※)	85%	84%	84%	15%	10%	13%	0%	3%	3%
②リスク低減効果	3	11	17	59	137	157	16	46	106
比率	4%	5%	6%	75%	69%	52%	22%	25%	39%
③社会貢献	4	19	30	6	38	105	50	126	149
比率	5%	9%	10%	8%	19%	35%	69%	68%	55%
④その他	5	3	2	2	3	0	6	6	6
比率	6%	1%	1%	3%	2%	0%	8%	3%	2%
合計	79	212	309	79	198	300	72	184	269

※順位に占める項目の比率（例 大型企業のESG活動の目的1位に占める①企業価値向上の比率:67社/79社）

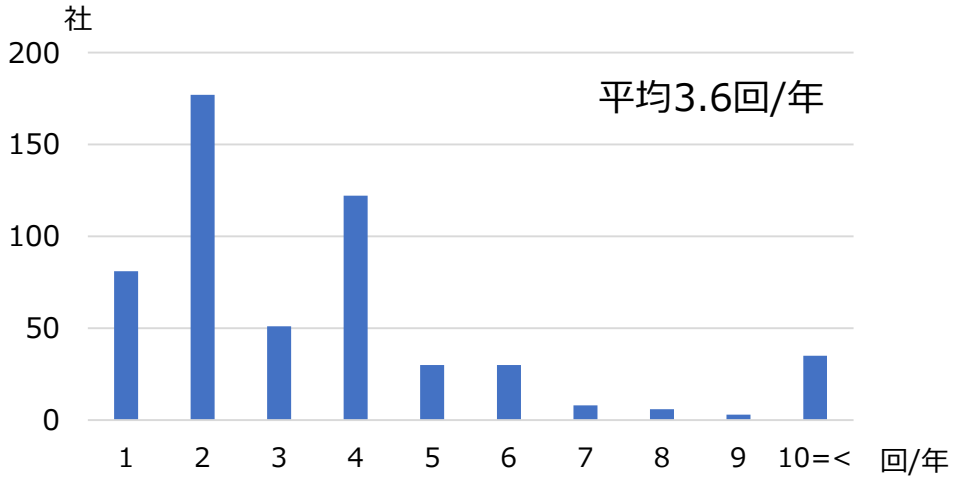
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

NEW

質問8:貴社では、取締役会でESGやサステナビリティの議題を議論されることはありますか。議論されている場合、頻度や具体的な内容を差し支えない範囲でお教えください。



＜頻度＞



※レンジで示している場合はレンジの最大値でカウント

＜具体的な内容＞

【コメント抜粋】

・年度の進捗報告や次年度課題、機関投資家との対話内容を踏まえた今後の課題感・方向性など。

・取締役会へのESG に関する執行状況の報告は、年に2回の定期報告に加え、適宜議題内容に応じて報告している。報告内容は、方針や戦略から目標、KPI や活動の進捗状況におよぶ。ESG に関するKPI の報酬方針への反映に関しては、取締役・執行役員報酬諮問委員会で審議し、取締役会で決議される。

・自社のサステナビリティをめぐる課題をマテリアリティ（当社グループが優先的に取り組むべき経営の重要課題）として定め、これらの取り組みの進捗について取締役会に報告するとともに、環境変化に柔軟に対応するため、毎年リスクを網羅的に洗い出し、見直しを行う仕組みとしている。

・グローバルでのESGの分野での環境変化・各国の開示要求における変化への対応、当社コミットメントへの承認、当社の重要リスクテーマ・サステナビリティ戦略アクションに対する取り組みについて。

・内部統制全般、サステナビリティ活動全般、英国現代奴隷法声明文、コンプライアンスリスク、財務報告に係る内部統制、内部監査結果及び次年度計画、サイバーセキュリティ。

・弊社では、中期経営計画においてESG項目も目標を定めており、毎年実施する中期経営のレビュー時に進捗や課題について議論している。加えて、定期的にサステナビリティ経営、気候変動、人的資本、ガバナンス等に関するESG個別テーマの進捗報告、議論をしている。

・サステナビリティに関わる重要テーマはマテリアリティ事項として経営評価軸に織り込まれる。役員で構成された執行組織および社外取締役が過半数を占める監視組織を通じ、特に重要と判断されたテーマは取締役会における討議案件となる。気候変動対策はその代表例。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問9：貴社のESG活動における主要テーマを最大5つお教えください。

順位	前回	テーマ	今回	前回	増減
1	1	気候変動	84.9%	82.3%	+2.6
2	2	コーポレート・ガバナンス	67.6%	68.0%	-0.4
3	3	ダイバーシティ	60.3%	57.0%	+3.3
4	4	人権と地域社会	45.7%	44.6%	+1.1
5	5	健康と安全	35.4%	39.7%	-4.3
6	6	リスクマネジメント	33.2%	27.3%	**+5.9**
7	8	サプライチェーン	29.3%	24.4%	**+4.9**
8	9	情報開示	21.5%	21.8%	-0.3
9	7	製品サービスの安全	20.8%	26.9%	-6.1
10	10	取締役会構成・評価	14.6%	11.7%	+2.9
11	14	資本効率	13.2%	7.3%	**+5.9**
12	12	その他	9.2%	9.8%	-0.6
13	11	環境市場機会	8.1%	9.9%	-1.8
14	18	生物多様性	7.5%	5.4%	+2.1
15	13	廃棄物管理	7.1%	8.0%	-0.9
16	14	汚染と資源	6.7%	7.3%	-0.6
17	16	労働基準	6.3%	6.7%	-0.4
18	19	水資源・水使用	5.4%	3.8%	+1.6
19	17	社会市場機会	4.3%	6.4%	-2.1
20	20	森林伐採	1.8%	2.4%	-0.6
21	22	少数株主保護（政策保有等）	1.5%	1.1%	+0.4
21	21	不祥事	1.5%	1.4%	+0.1
23	23	腐敗防止	1.3%	0.8%	+0.5
24	24	紛争鉱物（問題ある調達）	1.0%	0.4%	+0.6
25	25	税の透明性	0.0%	0.1%	-0.1

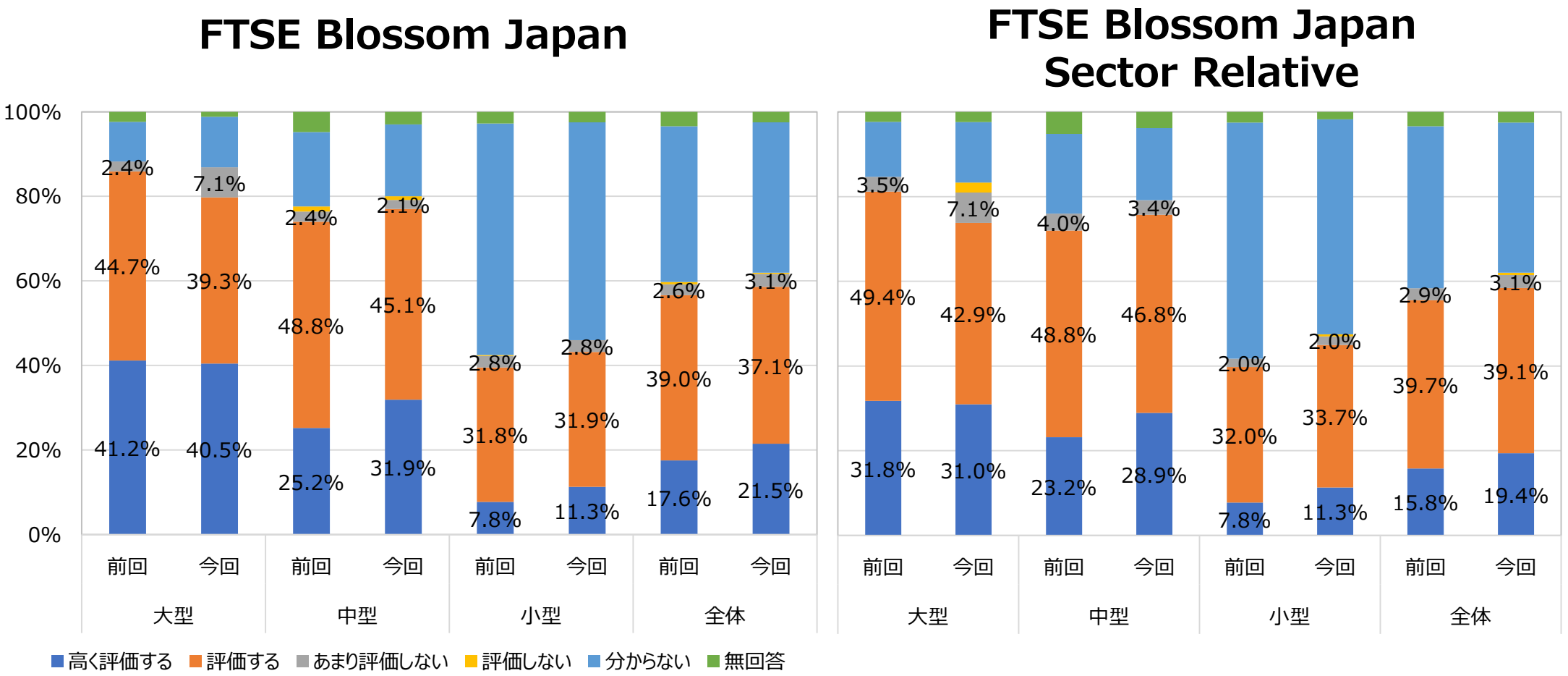
※当方から示した上記25項目から、企業が最大5つテーマを選択。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

３．当法人の取組みについて（ESG指数）

＜当法人の取組みについて（ESG指数）＞

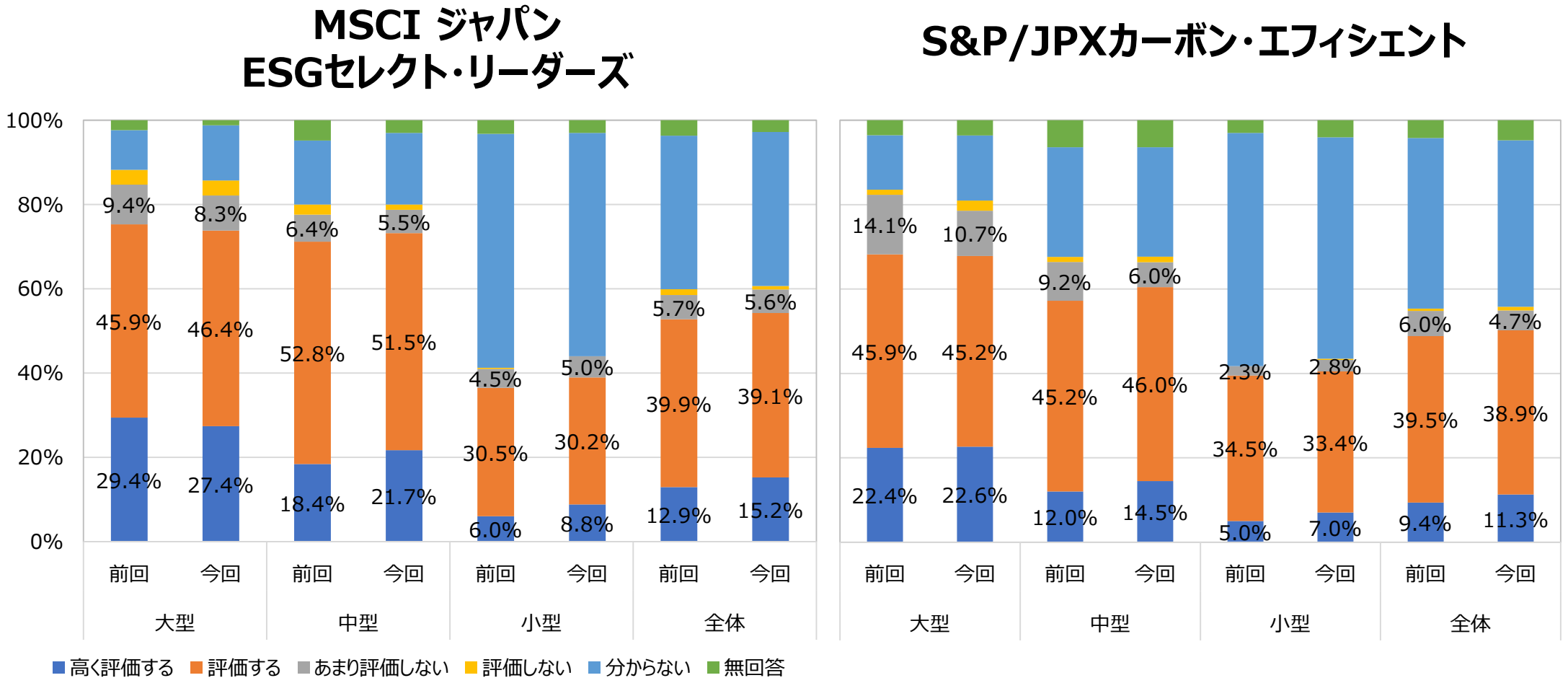
質問1：6つのESG指数について、それぞれの指数に関するご評価、その理由をお聞かせ下さい。



- 前回と比較すると、全体として「高く評価する」と回答した企業の割合が増加。
- 規模別では「中型」、「小型」において「高く評価する」の割合が増加。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

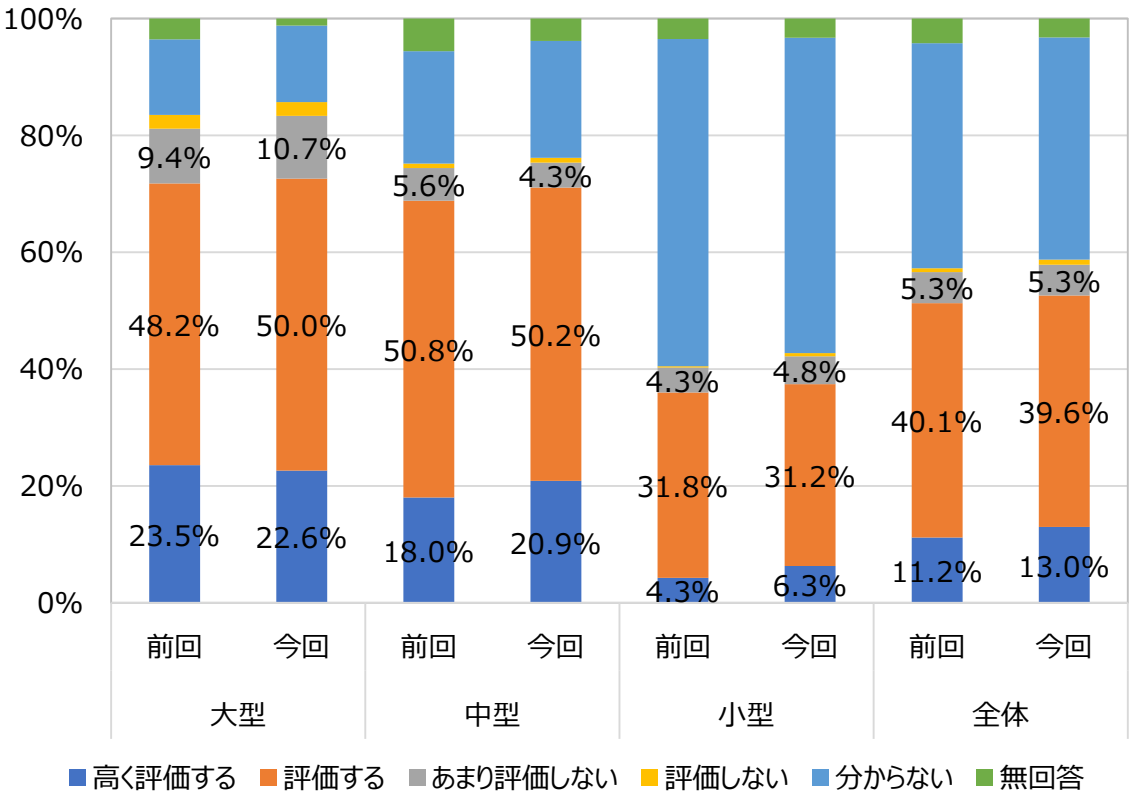
質問1 (続き)：6つのESG指数について、それぞれの指数に関するご評価、その理由をお聞かせ下さい。



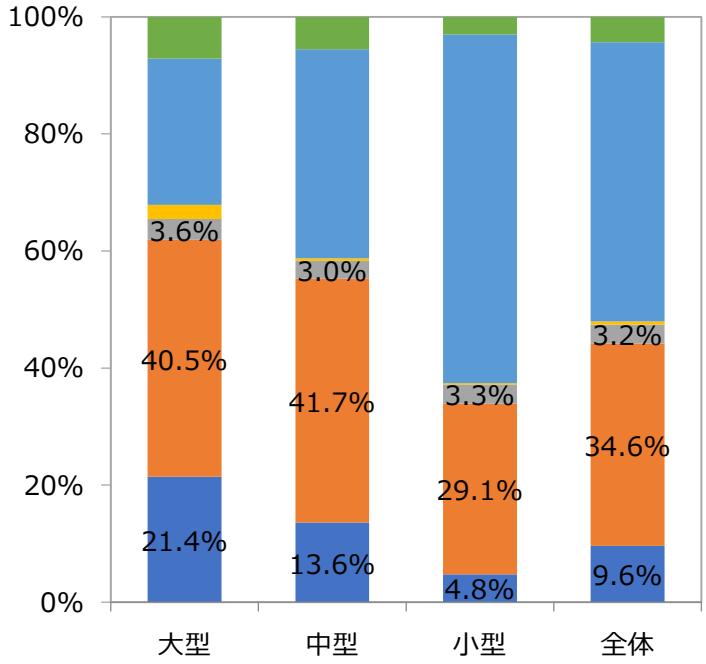
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問1 (続き)：6つのESG指数について、それぞれの指数に関するご評価、その理由をお聞かせ下さい。

MSCI 日本株女性活躍（WIN）



＜新規＞Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバー シティ・ティルト（GenDiJ）

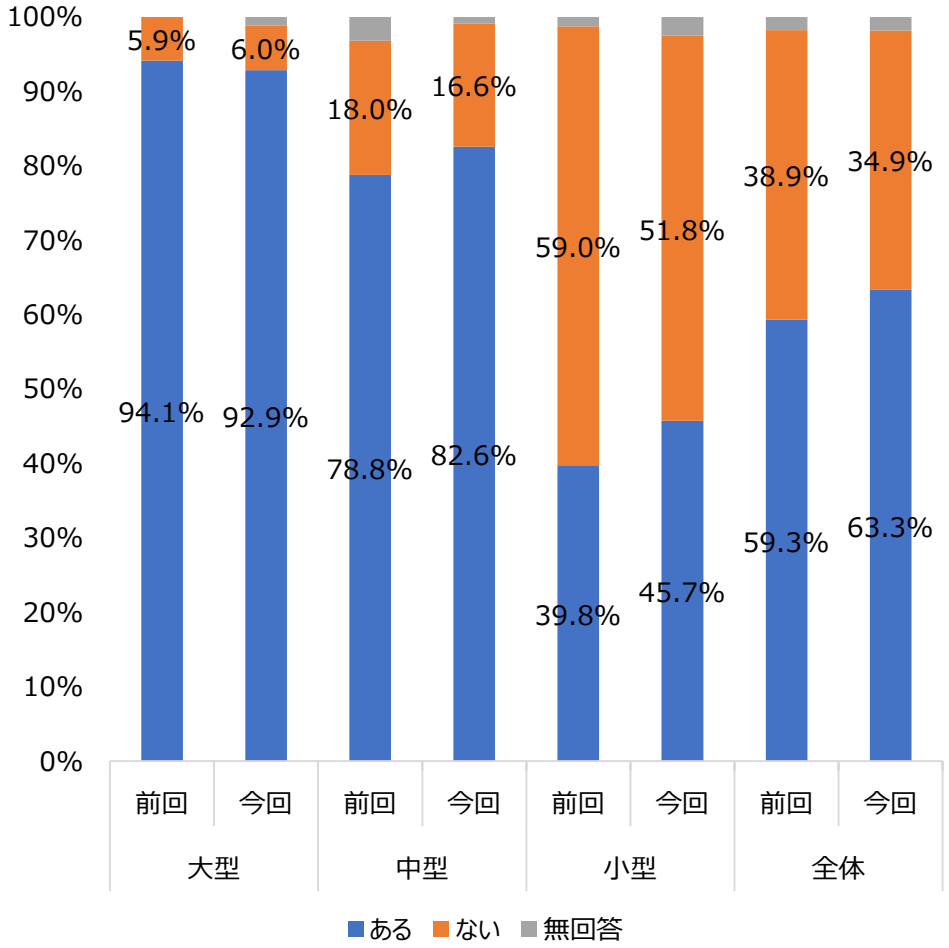


＜新規選定のGenDiJについて＞

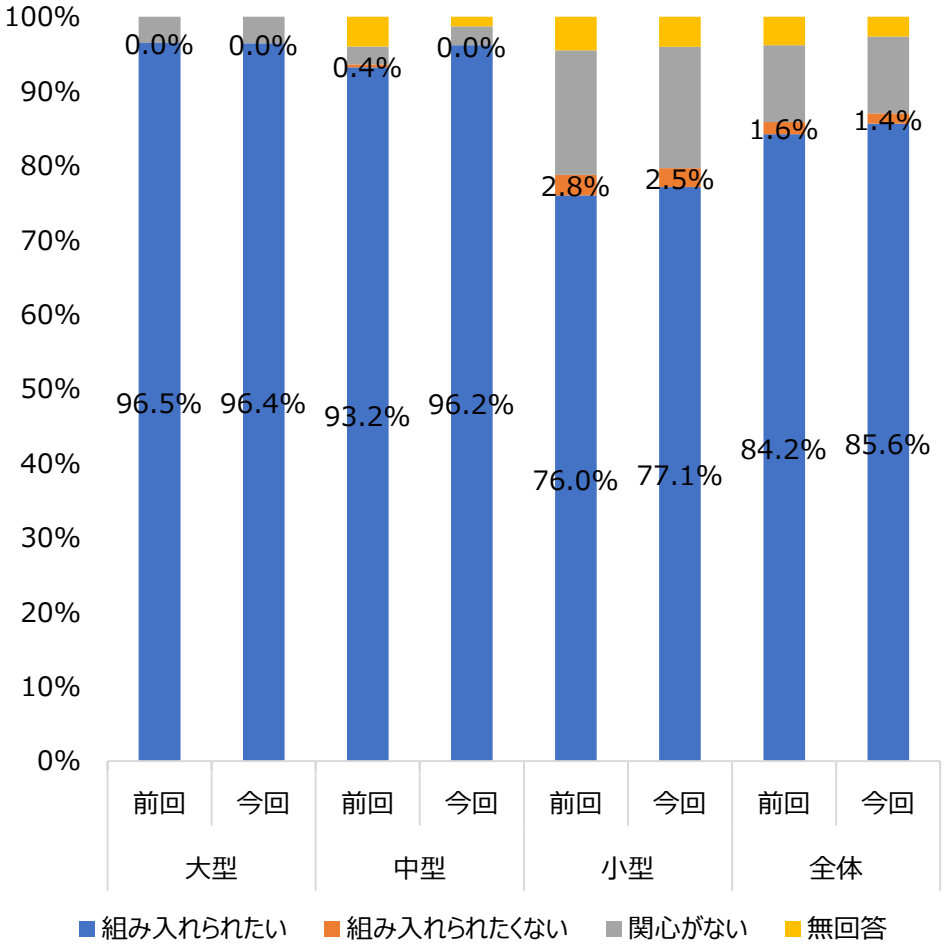
- 2022年度に新たに採用した「 Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT）（以下、GenDiJ）」を今回から質問対象に追加。Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウエイトを決定する。
- ティルト型の指数のため、同じ女性活躍がテーマでベストインクラス型のWINに比べて構成銘柄が多い（WIN:374銘柄、GenDiJ:928銘柄、2023年３月末)。
- 他の指数と比較すると認知度は低いが、企業からの評価は他の指数と同様の傾向。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問2：当法人が選定したESG指数については評価のメソドロジーを指数会社が開示していますが、ご覧になったことがありますか？

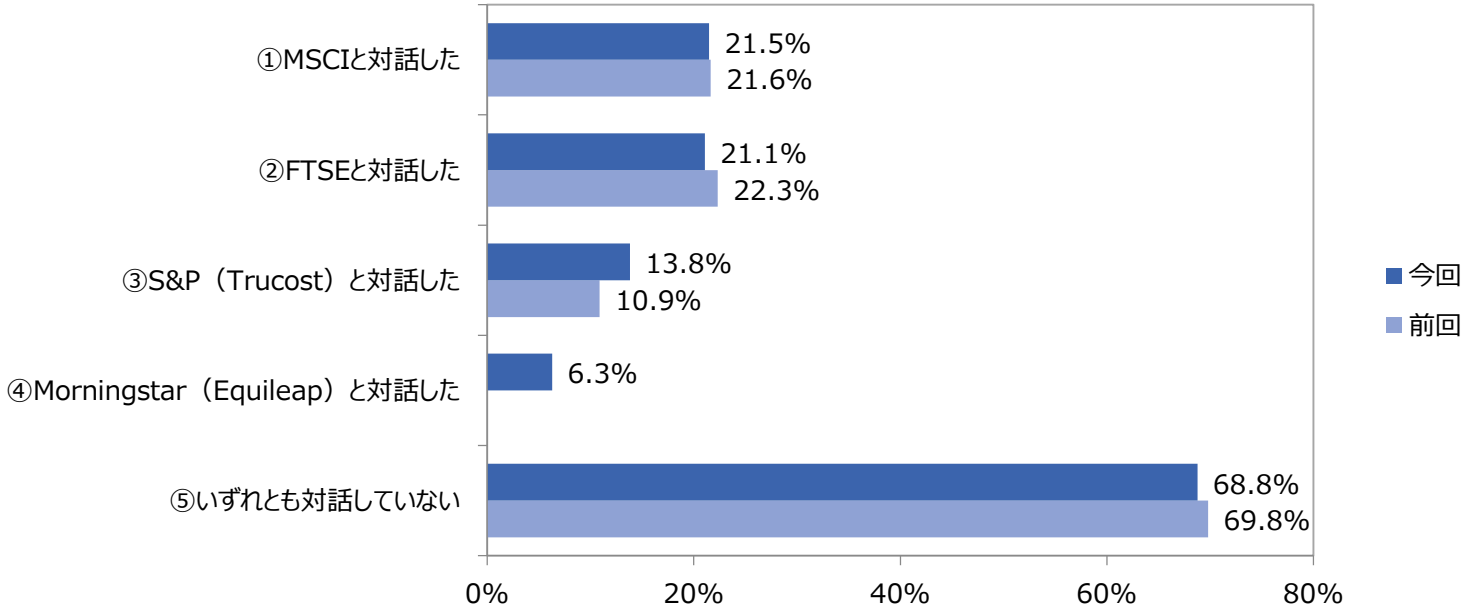


質問3：ESG指数への組入れについてお考えをお聞かせください。



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問4:当法人が採用しているESG指数に関して、過去1年でMSCI、FTSE、S&P、Morningstarと対話されましたか？（複数回答可）



質問5: 当法人が選定したESG指数についてその他ご意見がありましたらご記載ください。

【意見の概要】

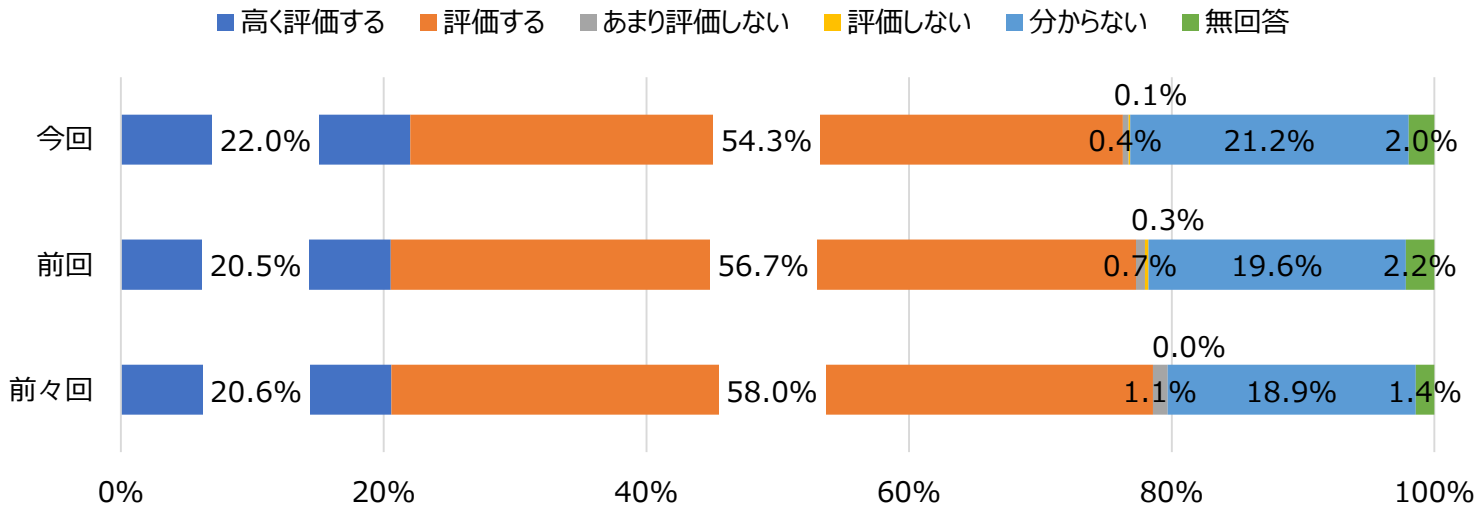
- 指数・スコアの評価基準、評価プロセス、評価スケジュール、評価結果のさらなる明確化（企業の取組み改善に繋がる情報開示を期待）。
- 指数会社による発行体とのコミュニケーションのさらなる充実（迅速なレスポンス、日本語対応、対話機会の設定、説明会開催）。
- ノウハウ等が無い企業へのフォローアップ措置のさらなる充実、情報アクセスの容易化。
- 評価対象・指数組入対象銘柄数の拡大（時価総額基準の緩和）。
- 現行の採用指数以外への拡大。
- 企業側の負担軽減に向けた取組（各社のアンケート対応や評価確認の負荷軽減、指数組入状況確認の容易化）。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

４．当法人の取組みについて
（スチュワードシップ活動全般）

＜当法人の取組みについて（スチュワードシップ活動全般）＞

質問1：当法人のスチュワードシップ活動全般への取組みについてのご評価とその理由をお聞かせください。



【各評価別のコメント抜粋】

- GPIFのスチュワードシップ活動が、企業と投資家双方のエンゲージメントに繋がり、投資先および市場全体の長期思考と持続的成長を促すことに繋がっているため。（「高く評価する」）
- スチュワードシップ責任を果たすための方針を明確に打ち出して実践するとともに、取組み内容をSNSなどを活用して積極的に外部発信している。（「高く評価する」）
- ESG活動報告や優れた開示シリーズなど、投資家、事業会社双方に有益な情報を発信し続けているため。（「高く評価する」）
- 短期的な業績だけでなく中長期的な企業価値や非財務情報等、GPIF運用受託機関との対話内容に好ましい変化が継続しているため。（「評価する」）
- ESGを適切に考慮され、運用資産の長期的な投資収益拡大の観点から、企業価値の向上や投資先及び市場全体の持続的成長を促すと考える。（「評価する」）
- 機関投資家と発行体企業に対してバランスよくアンケート等を実施されており、相互理解が進んでいると感じる。（「評価する」）
- 議決権行使結果や賛否の判断となる機関投資家ごとのガイドラインの公表により、総会議案の選定に役立ち、ガバナンス強化に繋がっている。（「評価する」）
- GPIFのせいか分からないが、機械的な議決権行使基準による、エンゲージメントなしの反対行使が、特に大手の機関投資家に増えている気がする。小型ファンドほど丁寧にエンゲージメントに対応してくれる。（「あまり評価しない」）
- 貴法人と直接対話を行わないため、判断がつかない。（「分からない」）

※「評価しない」という回答にコメントはなかった

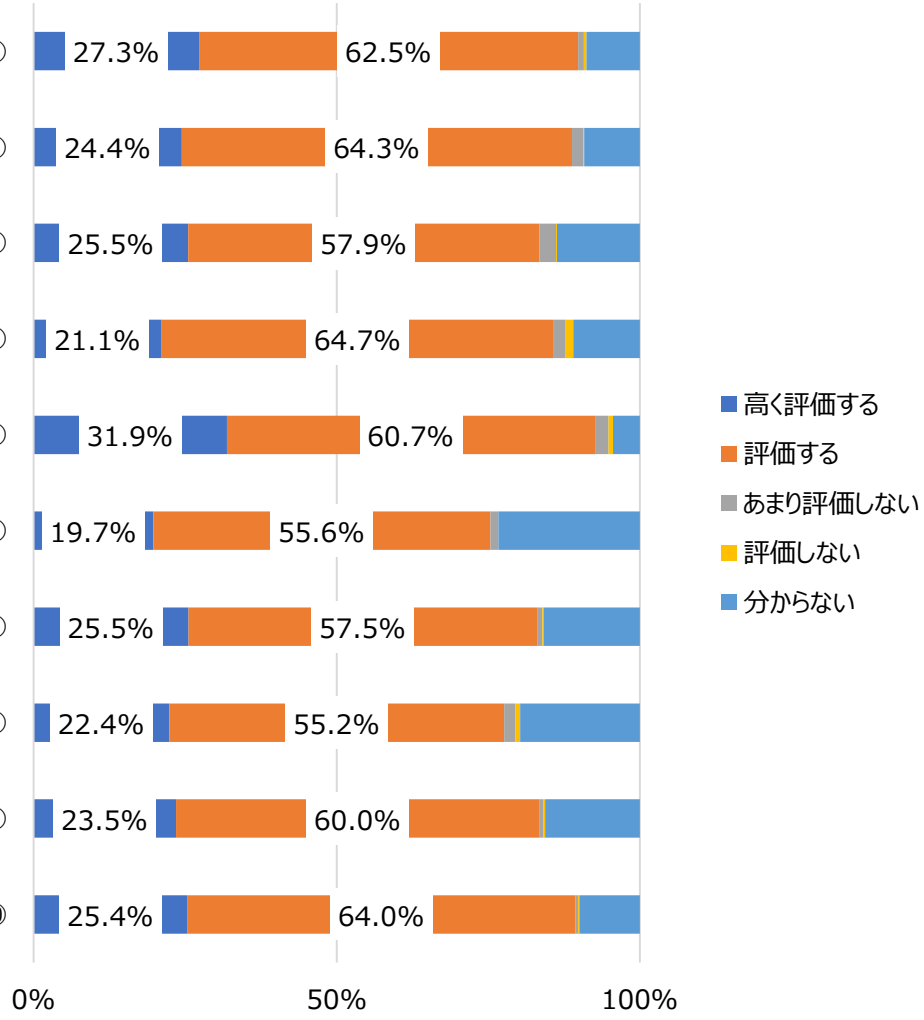
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問2: 最近の当法人の取組みについて、以下の中でご存じのものがあればご選択ください（複数回答可）。ご存じの場合、それぞれについてのご評価とその理由をお聞かせください。

＜各取組みに対する認知度＞

①運用受託機関の評価におけるスチュワードシップ活動の重視（中長期の企業価値向上を目指したエンゲ-ジメント等）	74.9%
②「スチュワードシップ活動原則」および「議決権行使原則」	78.7%
③ESG指数に基づく投資	79.2%
④企業向けアンケート（本アンケート）	89.5%
⑤優れた開示シリーズ（統合報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、TCFD開示）の公表	77.1%
⑥グローバル・アセットオーナーフォーラムなどを通じた海外のアセットオーナーとのコミュニケーション	32.2%
⑦国連が提唱する責任投資原則（PRI）への加盟とPRIを通じた活動	67.4%
⑧英国30% Club/ 米国Thirty Percent Coalition/ 30% Club Japan（Investor Group）への加盟	38.9%
⑨Climate Action100+への参加	49.4%
⑩ESG 活動報告の開示	69.6%

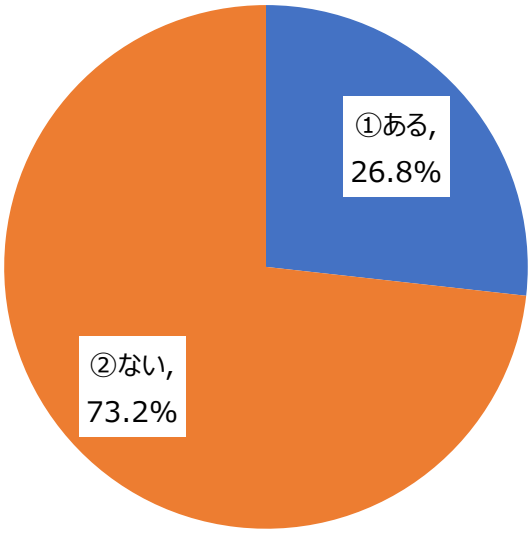
＜各取組みへの評価＞



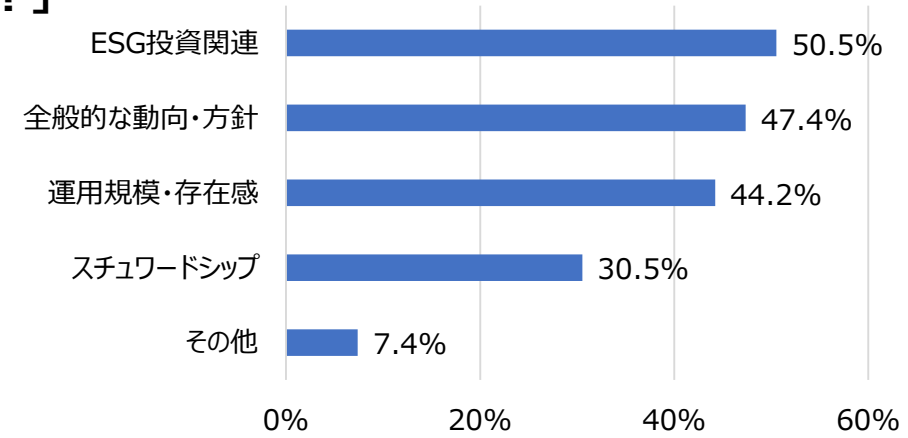
（注）左表は回答企業数のうち、各取組みを認識している企業の割合。黄色は50%以上の項目。右グラフは無回答企業を除いたベース

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問3：機関投資家とのミーティングで当法人の話題が出ることがありますか？

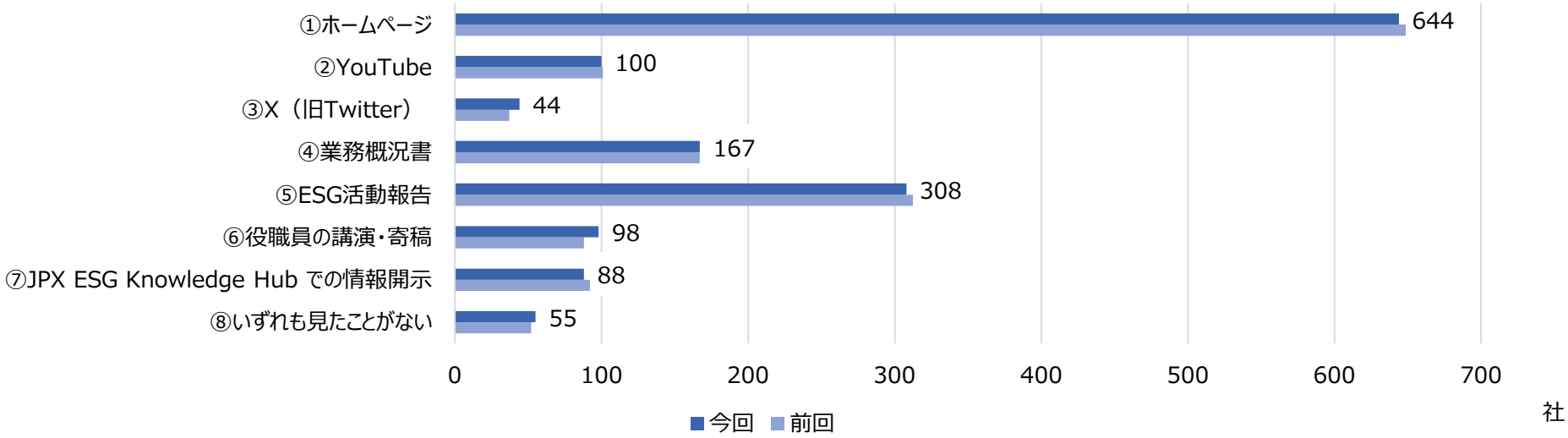


追加質問
「どのような話題でしょうか？」



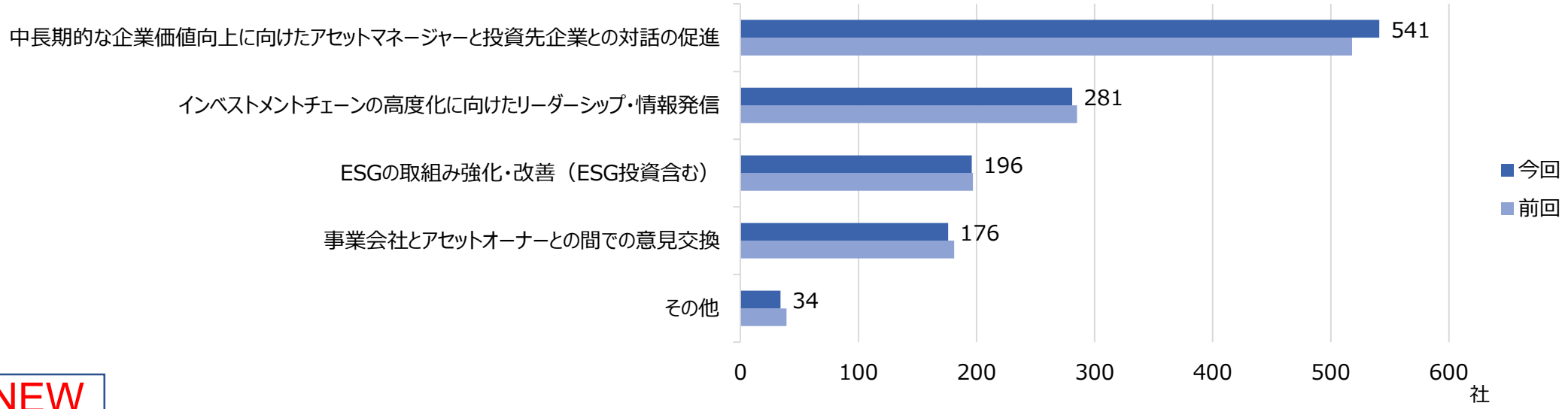
※今回から選択形式。複数回答可

質問4：当法人の広報活動についてお伺いします。以下でご覧になっているものはありますか？（複数回答可）



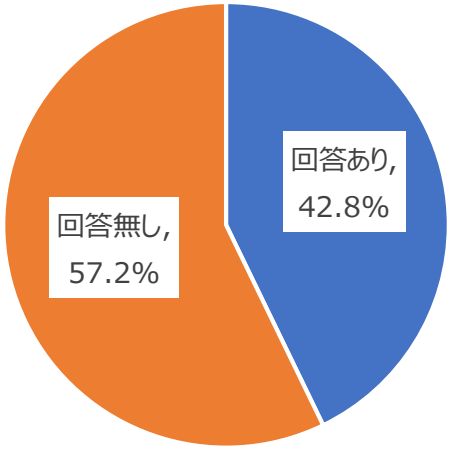
Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問5: アセットオーナーとしてのスチュワードシップ活動に関して何を期待されますか？(複数回答可)



NEW

質問6:本アンケートに限らず、当法人の運用受託機関が実施する対話の実態把握に向けてヒアリング等にご協力いただける場合は、貴社窓口をお教えください。



Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

質問7： GPIFへのご意見・ご要望があればご記載下さい。

【コメント抜粋】

- 引き続き、中長期的な企業価値向上の観点に立った企業との対話を、運用機関に働きかけていただきたい。
- 当社では、運用受託機関と定期的に面談を実施し、頂く評価、ご意見、アドバイスを会社経営の参考にさせて頂いている。GPIFがこれら機関と引き続き密接に連携されることを希望する。
- 世界トップクラスのアセットオーナーとして、海外マネーを更に呼び込むためにも、グローバルでのさらなる発信力強化に期待する。
- 世界最大の年金基金として、運用受託会社を通じたESGに関する建設的な対話が継続することを期待する。
- 中小株も含めて、日本市場全体の底上げにつながる働きかけを引き続きお願いしたい。
- このようなアンケートのフィードバック情報やHPでの各種情報開示が非常に参考となるため、今後も継続実施いただき、さらに充実した情報開示をお願いしたい。
- 引き続き、機関投資家に、議決権行使結果の開示の要望をお願いしたい。
- アセットオーナーとしての考えについて企業との直接対話。
- 当社を含めてMid、SmallCapの企業であると、GPIFと対話を行う機会が乏しいので、今後そういった機会もあればよいと思う。
- MSCIとFTSEの評価の相関関係について継続的に検証していただきたい。また他の評価機関との相関関係についても検証していただきたい。

Copyright © 2024 Government Pension Investment Fund All rights reserved.

GPIF