



2023/24年 スチュワードシップ活動報告

2024年3月

GPIF
Homepage



GPIF
YouTube channel



GPIF
X



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

2023 年のトピックス

＜グローバル・アセットオーナーフォーラムの開催＞ [\[詳細は 23 ページ\]](#)

コロナ禍による開催中止をはさみ、約 4 年半ぶりにグローバル・アセットオーナーフォーラムを開催。PRI の年次総会が東京で開催された「Japan Weeks」の週に、日本経済団体連合会（経団連）及びその会員企業とグローバル・アセットオーナーフォーラムメンバーとの懇談会を実施した。懇談会では、コーポレート・ガバナンス、気候変動等のサステナビリティ課題や議決権行使について意見交換を行った。また、経団連とのミーティングとは別に、アセットオーナー間で情報開示に関する期待等について意見交換を行い、メンバーから挙がった意見をフォーラムの概要に取り纏めて公表。

＜スチュワードシップ活動及び ESG 投資の効果測定＞ [\[詳細は 44 ページ\]](#)

スチュワードシップ活動・ESG 投資の効果測定を外部機関と協働して実施。2023 年 3 月に定量分析コンサルティング業務の公募を実施し、東京大学エコノミックコンサルティング株式会社及び EY ストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社を選定。スチュワードシップ活動の効果測定は東京大学エコノミックコンサルティングと「1（1）のエンゲージメントの効果検証」を、ESG 投資の効果測定については EY ストラテジー・アンド・コンサルティングと「2（1）企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究」を 2023 年度にそれぞれ開始しており、分析終了後に結果を公表予定。

1. スチュワードシップ活動の効果測定

- (1) エンゲージメントの効果検証（エンゲージメントがもたらす ESG 指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明）
- (2) 運用受託機関の議決権行使に関する検証（利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化*）

2. ESG 投資の効果測定

- (1) 企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究（ESG 要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明）
- (2) ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証（ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析*）

*今後の検討により、具体的な分析内容については変更になる可能性がある。

<SNS～X（旧 Twitter）及び YouTube～での情報発信>

2023年度からX（旧Twitter）において、「GPIFのESG・スチュワードシップ活動」とのタイトルでシリーズ化した情報発信を原則週1回で開始。2022年度より開始したYouTubeでの情報発信も引き続き実施。ESG関連業務や投資家とのIR・エンゲージメント活動を行っている企業や運用会社の皆様を主な対象として、GPIFのスチュワードシップやESGに関する取組について紹介している。

←

ポスト



GPIF 
@gpiftweets

2023年3月に東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表し、
#PBRへの注目が集まっています。PBR1倍割れは企業の持続可能性に市場から懸念が示されている状態とも言えます。#PBRを含めた資本コストに関する開示や対話の広がりが期待されています。

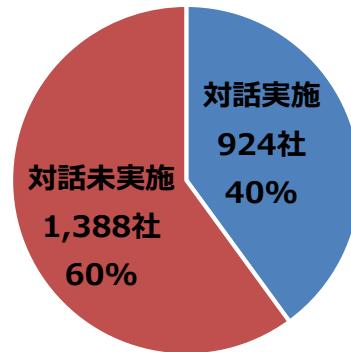


7:30 · 2024/02/16 場所: Earth · 2.2万回表示

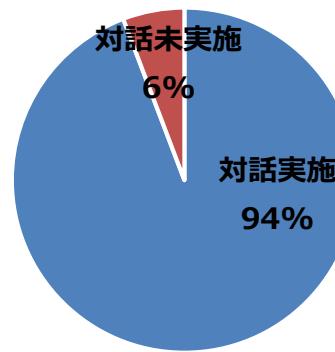


GPIF の運用受託機関による 2023 年 1 月～12 月のエンゲージメントカバー状況（日本株）

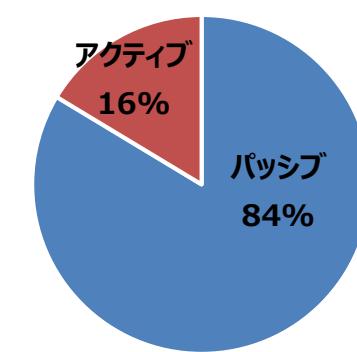
対話社数



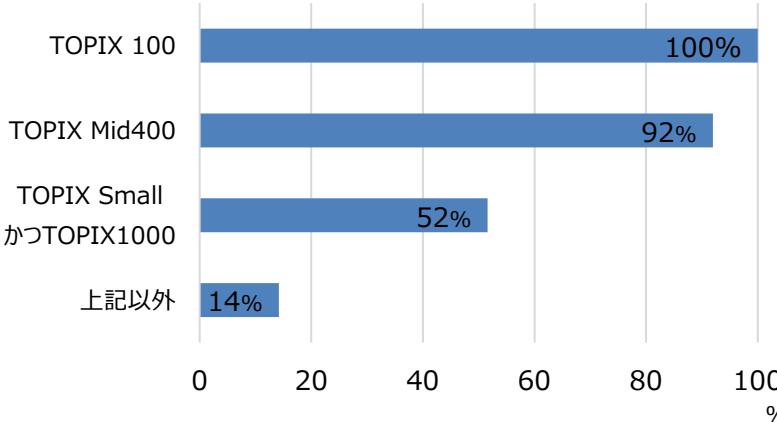
対話社数（時価総額ベース）



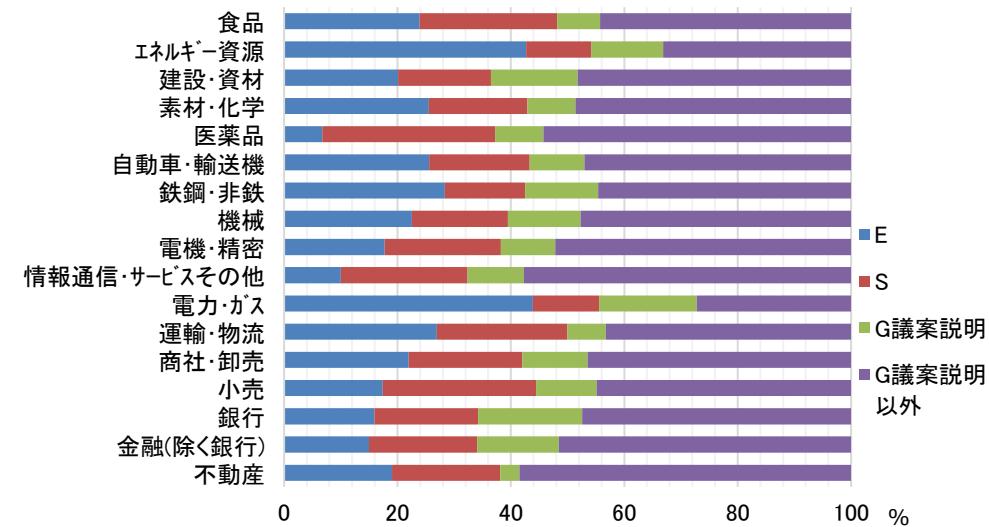
対話件数（パッシブ・アクティブ比率）



規模別 対話実施比率



業種別 ESG 対話テーマ比率



(注 1) 対話社数はいずれも 2023 年 3 月末時点の国内株式保有社数、時価総額を分母に比率を計算。パッシブ・アクティブ比率は、パッシブとアクティブ両方を受託している場合は GPIF の委託の多いマンデートでカウント。規模は 2023 年 3 月末時点。J-REIT 除く。業種は TOPIX-17 シリーズ。

(注 2) 形式的な対話の増加につながるおそれがあるため、GPIF はエンゲージメント件数が多いことをもって評価することはない。

エンゲージメント強化型パッシブ 4 社の特徴とエンゲージメント進捗状況

GPIF の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っていることから、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせない。パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。GPIF では、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の持続的成長とスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として 2018 年にエンゲージメント強化型パッシブファンドを初めて選定。現在、以下の 4 ファンドの特徴を評価し採用。

各社の進捗状況を含む詳細は [32~39 ページ](#)。

| エンゲージメントの特徴 | |
|---|--|
| アセットマネジメント One 2018 年開始 | 20 年以上の運用実務経験を有する ESG アナリスト、議決権担当者が運用部門のファンドマネージャー、アナリストと協働して 18 の ESG 課題についてエンゲージメントを実施。企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。 |
| フィデリティ投信 2018 年開始 | アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的に β を上昇させることを目指す。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。 |
| 三井住友トラスト・ アセットマネジメント 2021 年開始 | トップマネジメント（会長、社長）もエンゲージメントに積極的に参画するマルチエンゲージメントモデル。ESG マテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチを融合させ、さらにポリシーエンゲージメントも活用することでエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。 |
| りそなアセットマネジメント 2021 年開始 | AI を活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD 分析などにも展開。 |



第1章 GPIFの取組

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. はじめに | 5 |
| 2. GPIFのスチュワードシップ活動の沿革 | 6 |
| 3. GPIFにとってのスチュワードシップ活動の意義 | 7 |
| 4. 各種イニシアティブへの参加 | 8 |
| 5. 運用受託機関とのエンゲージメント | 11 |
| 6. 運用受託機関の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価 | 15 |
| 7. 指数会社とのエンゲージメント | 19 |
| 8. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組 | 20 |
| 9. 関係機関との連携強化 | 23 |

第2章 運用受託機関の取組と課題

| | |
|---|----|
| 1. 運用受託機関の現状に関するGPIFの見方 | 24 |
| 2. 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2023年1月～12月） | 28 |
| 3. スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル「エンゲージメント強化型パッシブ」 | 31 |
| 4. 重大なESG課題 | 40 |

第3章 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

| | |
|-----------------------|----|
| 株主議決権行使状況（2023年4月～6月） | 45 |
|-----------------------|----|

参考 GPIFにおける各種原則

| | |
|---------------|----|
| 投資原則 | 48 |
| スチュワードシップ活動原則 | 49 |
| 議決権行使原則 | 50 |



第1章 GPIFの取組

1. はじめに

GPIFは2014年5月に日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版コード）に署名

日本版コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する、とされている。

GPIFは署名にあたって策定したスチュワードシップ責任を果たすための方針に則り、スチュワードシップ責任を果たす様々な活動を通じて、被保険者のために長期的な投資リターンの拡大を図り、年金制度の運営の安定に貢献するとの使命の達成に努める。

日本版コードは以下の8原則で構成されている。

本コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

- 原則1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 原則6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
- 原則8 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

2. GPIF のスチュワードシップ活動の沿革

2014-16年

2014年5月
日本版スチュワードシップ・
コード受入れ
「スチュワードシップ責任を
果たすための方針」制定

2015年3月
「投資原則」制定
▶株式投資におけるスチュワードシップ活動

2015年9月
PRI署名
▶ESGへの取組強化

2017-19年

2017年6月
「スチュワードシップ活動原則」
「議決権行使原則」制定
▶株式運用受託機関に遵守を要請

2017年8月
改訂版コードへ賛同

2017年10月
「投資原則」一部改定
▶ESGを考慮した取組を含むスチュワードシップ活動の対象を全資産へ拡大

2019年11月
「スチュワードシップ責任を果たすための方針」一部改定
▶市場の持続的な成長への貢献

2020-22年

2020年2月
「スチュワードシップ活動原則」
「議決権行使原則」一部改定
▶全資産の運用受託機関に遵守を要請

2020年4月
「投資原則」一部改定
▶積立金基本指針の改正を受け、投資先及び市場全体の持続的な成長やESGを考慮した投資について記載

2020年6月
再改訂版コードへ賛同
「スチュワードシップ責任を果たすための方針」一部改定
▶対象を全資産に拡大
▶ESGの考慮をより明確化

2023年

エンゲージメントの
効果検証開始

株式のスチュワードシップ評価開始

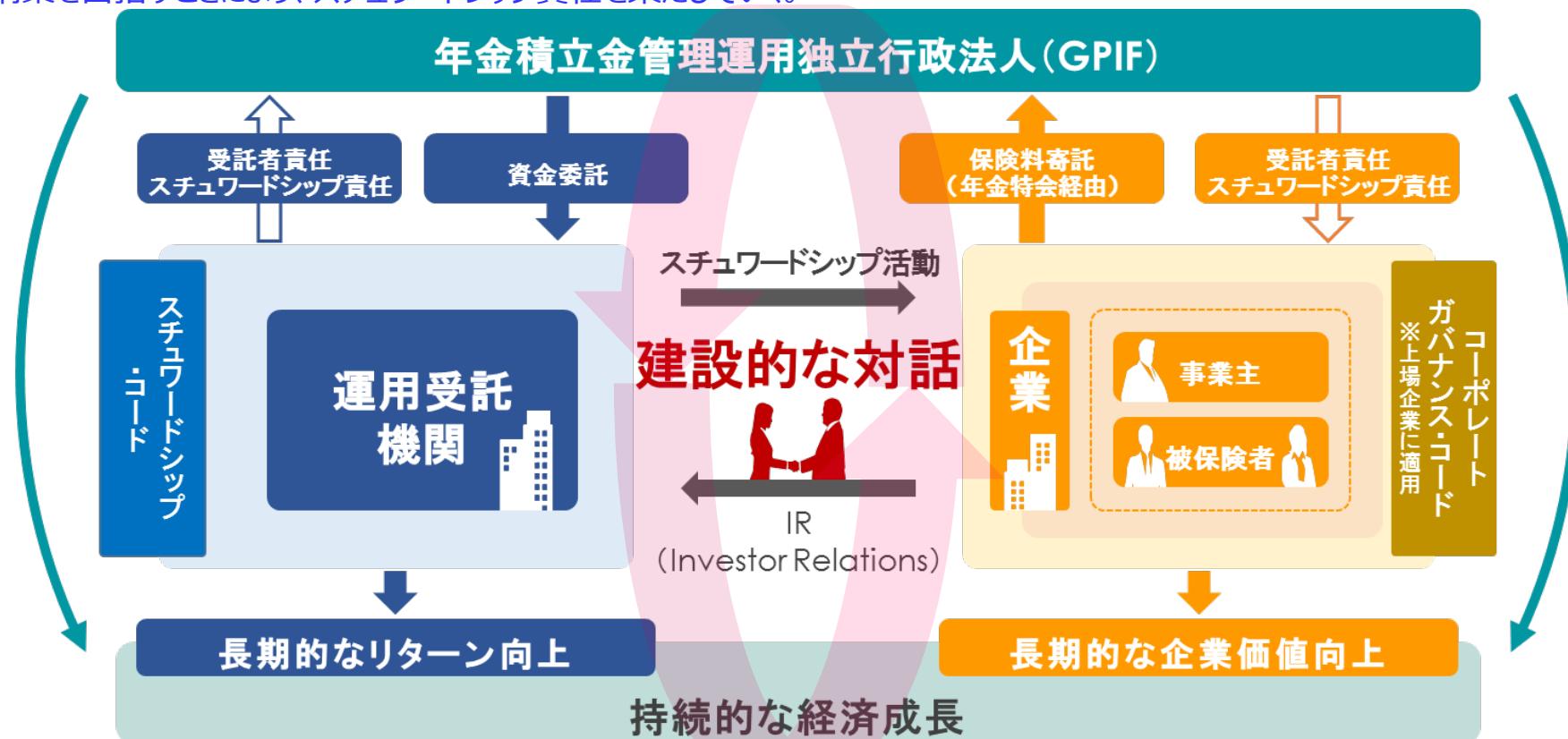
オルタナティブ資産のスチュワードシップ評価開始

債券のスチュワードシップ評価開始

3. GPIFにとってのスチュワードシップ活動の意義

「ユニバーサル・オーナー」（広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家）かつ「超長期投資家」（100年後を視野に入れた年金財政の一翼を担う）である GPIF にとって、企業の長期的な成長を阻害する活動を防ぎ、市場全体が持続的に成長することが不可欠。そのため、以下のような取組等を通じて、市場全体の持続的な成長に貢献する。

GPIF 自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を実施しているため、運用受託機関と投資先との間で、持続的な成長に資する ESG も考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進することで、「長期的な企業価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」というインベストメントチェーンにおける Win-Win 環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしていく。



4. 各種イニシアティブへの参加

GPIFは、2015年9月にPRIに署名して以降、各種イニシアティブに参加。これらのイニシアティブへの参加を通じて、スチュワードシップやESGに関する知見を高め、運用受託機関のスチュワードシップ評価などに活用している。

また、GPIFは、国内の情報開示を促進する団体にも参加。GPIFは制度上、株式のインハウス運用が認められていないため、運用受託機関を通じて、投資や議決権行使を実施。そのため、運用受託機関と投資先との間での対話を促進している。対話を効率的に進めるにあたって、情報開示は双方にとって重要なものと考えており、特にESG情報の開示は非財務の重要性が高まるにつれ、今後さらにその重要性が増していくと思われる。

Signatory of:



PRI (Principles for Responsible Investment)

2015年9月に署名

2006年に国連のアン事務総長（当時）により提唱された6つの原則。機関投資家に対し、投資プロセスにESGを組み入れることを求める。

GPIFは、Global Policy Reference Group、Japan Network Advisory Committee等に参加。また、2023年はPRI in Personにも参加し、アセットオーナーミーティング等にも出席。

直近のアセスメント結果は以下の通り。

| | |
|------------------------------------|------|
| Policy Governance and Strategy | ★★★★ |
| Indirect - Listed equity - Passive | ★★★★ |
| Indirect - Listed equity - Active | ★★★★ |
| Indirect - Fixed income - Passive | ★★★★ |
| Indirect - Fixed income - Active | ★★★★ |
| Indirect - Infrastructure | ★★★★ |
| Confidence building measures | ★★★★ |





30%Club および Thirty Percent Coalition

2016年11月に30%Club UK、米国 Thirty Percent Coalition に参加

2019年12月に30%Club Japanに参加

いずれも取締役会における多様性を求める、女性比率30%を目的として設立。

GPIFは、2023年11月開催のThe Thirty Percent Coalition年次総会に出席。



Climate Action 100+

2018年10月に参加

2017年9月に発足した投資家主導のイニシアティブ。グローバルな環境問題の解決に大きな影響力のある企業と、気候変動にかかるガバナンスの改善、温室効果ガス排出量削減に向けた取組、情報開示の強化などについて建設的な対話をを行う。

GPIFは、アセットオーナーとして、アジア地域における特性等をステアリングコミッティーにアドバイスするAsia Advisory Groupにも参加。2023年9月開催のClimate Action 100+参加投資家会合にも出席。



TCFD (Task Force Climate-related Financial Disclosures)

2018年12月に賛同

G20財務大臣・中央銀行総裁会合からの要請を受け、FSB（金融安定理事会）によって設立。TCFDは、2017年6月、投資家の適切な投資判断のために、気候関連のリスクと機会がもたらす財務的影響について情報開示を促す任意の提言を公表。

TCFDは、2023年10月12日に「2023年ステータスレポート」を公表すると同時に、その使命を果たし、解散。FSBは、IFRS財団に対し、企業の気候関連開示の進捗状況のモニタリングを引き継ぐよう要請。

GPIFは、2019年よりTCFDに沿った開示を毎年行っており、2023年は、8月発行のESG活動報告にてTCFD提言に沿った開示を公表。



CII (Council of Institutional Investors)

2019年8月に参加

米国における株主権利やコーポレート・ガバナンスに関する啓発及び協働を目的に米国の公的年金基金が設立。

ICGN (International Corporate Governance Network)

2019年8月に参加

機関投資家等により設立された業界団体。効率的な市場と持続可能な経済を推進することを目的に、コーポレート・ガバナンスの向上とスチュワードシップ活動の促進に向け取り組んでいる。

GPIFは、2023年は、5月開催のICGNメンバー・ミーティングに出席したほか、10月にICGN・経団連共催のICGN-NBIM Company and Investor Engagement Meetingに登壇。

〈国内の情報開示を促進する団体〉



JPX ESG Knowledge Hub

2020年11月にサポーターとして参加

ESG Knowledge Hubは、2020年11月にJPXが上場会社におけるESG情報開示を促進する観点から、ESG投資への理解の助けになるコンテンツ・情報をワンストップでアクセスできるようにすること、将来的にはESG Knowledge Hubを上場会社と投資家や関連団体等をつなぐコミュニティにしていきたいということを意図して開設。

ESG Knowledge Hubの目的は、運用受託機関と投資先との間で持続的な成長に資するESGも考慮に入れたエンゲージメントを促進するという当法人のスチュワードシップ活動の意義とも一致しており、また、日本の上場会社のESG情報開示が進むことにより、日本の株式市場の底上げにも資するものと思われる。

GPIFは、開設の趣旨に賛同し、投資家・関連団体の参加資格である「サポーター」として開設時点から参加（現時点で省庁を含む約60の国内外投資家、関連団体がサポーターとして参加）。



2023年2月にオブザーバーとして参加

グローバルで激変するESG情報開示の動きにどのように向き合うかは、日本の多くの事業会社、機関投資家にとって大きな課題であり、グローバル動向にもらみつつ長期的な企業価値向上に資する非財務情報開示の在り方の議論を深め、上場企業と投資家等が自由闊達に議論する場を提供するため、2020年6月に設立。

主な活動内容は、①効果的で効率的なESG情報開示のフレームワークの探究、②ESG情報開示に係る実践例（実証）の蓄積、③より良い意思決定に向けたステークホルダー間の相互理解の促進、④研究成果に関するホワイトペーパーの発行等。

5. 運用受託機関とのエンゲージメント

- GPIF の運用受託機関とのコミュニケーションについては、スチュワードシップ責任に対する考え方を示しつつ双方のコミュニケーションを重視した「エンゲージメント」モデルで実施。運用受託機関とのミーティングも年に一回の総合評価ミーティングに加え、スチュワードシップミーティングをはじめ、その時々のテーマや必要に応じて、ミーティングやアンケートを都度実施する体制にしている。
- 2023年は、2022年度に採用した北米株式の運用受託機関を中心に、外国株式の運用受託機関と現地で評価ミーティングを含め対話を実施。また、2023年10月に開催された PRI in Person Tokyo 出席のために来日した多くの運用受託機関と対面で対話するなど、一年を通して対面での対話の機会が増加。加えて、ウェブも活用しながら、運用受託機関主催の会議、セミナーへの参加や海外拠点の運用受託機関を含めた対話を実施した結果、情報交換の機会は増加。引き続き、新規で採用した運用受託機関を中心に対話の機会を作っていくたい。
- GPIF としての新たな方針の設定や大きな変更を伴う際は、個別のミーティングに加え、運用受託機関向けに説明会を実施。その背景や考え方等、GPIF の問題意識を含め十分に説明し、質疑応答やその後のフォローアップを通じて、意見交換、フィードバックを行うよう双方のコミュニケーションに努めている。
- 2023年は、国内株式アクティブ運用の新規選定を行ったことから、新規先を含めた運用受託機関に対して、引き続き GPIF の考え方や運用受託機関に求める事項について、個別にエンゲージメントを実施したほか、運用受託機関向け説明会を開催。

＜運用受託機関説明会＞

- ・運用受託機関向け説明会（2024年2月実施）

2023年度振り返り、運用受託機関から出された質問等への回答・今後の対応、スチュワードシップ等について説明し、意見交換。

＜運用受託機関の PRI、TCFD 賛同状況＞

- GPIF は運用受託機関に対して、スチュワードシップ活動原則において、「投資における ESG の考慮」を定め、PRI への署名を求めている。2020年2月の改訂では、ESG に関する様々なイニシアティブに積極的に参加することも要請。
- PRI や TCFD などのイニシアティブへの参加状況について、株式及び債券運用受託機関に対してアンケートおよびヒアリングを実施。PRI の賛同状況とイニシアティブの一例として、日本企業の開示も拡がっている TCFD への参加状況、開示状況は以下の通りだった。
 - PRI には、新規先を含め、株式および債券の全ての運用受託機関が賛同（2023年12月時点）。
 - TCFD には、運用受託機関のうち、グループ全体での賛同も含め、9割弱が賛同。
 - TCFD に賛同している機関のうち、9割弱の機関が開示を実施。来年度に向けて検討中の機関もある。各機関の開示状況は引き続きばらつきが見られる。TCFD Report や Climate Report といった形で単独で発行しているものから、サステナビリティレポートなどの一部として開示しているケース、ホームページ上の記載や PRI のレポートингをもって開示している機関もあり、各機関が様々な形で開示を進めている。
- TCFD 開示は、投資先企業とのエンゲージメントテーマとなっているケースも多い。投資先企業とも現状を共有しつつ、運用受託機関各社の開示の経験や知見が、企業の開示の参考や促進につながると思われる。

＜重大な ESG 課題の確認＞

- GPIF は、スチュワードシップ活動原則において、「投資における ESG の考慮」を定めている。これを踏まえ、毎年、株式および債券運用受託機関に対して、各社が考える「重大な ESG 課題」についてアンケートおよびヒアリングを実施。
- 直近のヒアリング結果は2024年3月に「GPIF の運用機関が考える重大な ESG 課題」として、以下で公表。
https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20240311_esg_issues.pdf

- 株式及び債券運用受託機関が考える「重大な ESG 課題」は [40ページ](#) に記載の通り。債券については、社債を前提として確認し、国公債については、重大な ESG 課題を設定している場合には別途自由記載で回答を得た。[41ページ](#) には国内株式の 3 年間の変遷も掲載。
- 今回の調査では、重大な ESG 課題を昨年から大きく変更している運用受託機関も見受けられた。本結果を踏まえて、なぜ当該課題を重視しているのか、変更はどのような方針のもとなされたのか、今後どのようにエンゲージメントに取り組んでいくのかを確認する。
- なお、企業側と投資家側双方の円滑なコミュニケーション推進のため、2024年1月に企業向けに実施した「第9回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関するアンケート」で、企業にも同様に、ESG における主要テーマを確認中。

〈ESG インテグレーション〉

- スチュワードシップ活動原則において、「投資における ESG の考慮」を定め、昨年の「スチュワードシップ活動報告」においても、「投資スタイルに合わせた ESG インテグレーションの実践」を運用受託機関への期待と課題で掲げている。
- PRI の署名機関として、ESG インテグレーションは、以下の PRI の定義に基づく。

「ESG を投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと」

- 「ESG インテグレーションの評価」は、2019年の総合評価（株式及び債券）より、「運用評価」の一環として、ESG インテグレーションを評価。ESG ポリシー、ESG 情報の収集と重要性分析、企業/セクターへの影響の変化、投資判断への活用等を運用プロセスの中で評価。
- なお、ESG に関するエンゲージメントや議決権行使については、「スチュワードシップ責任に係る取組」で評価。

＜個別の議決権行使結果公表の要請＞

GPIFは議決権行使原則で運用受託機関に対して個別の議決権行使結果の公表を要請。国内株式運用受託機関全社が公表。ただし、公表頻度、公表内容には差があり、開示の向上に向けて引き続きエンゲージメントを行っていく。

(参考)【個別の議決権行使結果公表機関 (GPIF 国内株式運用受託機関(2022年度業務概況書より))】

| | |
|--|---|
| 国内株式運用受託機関 | 行使結果開示サイトアドレス |
| アセットマネジメントOne | http://www.am-one.co.jp/company/voting/ |
| インベスコ・アセット・マネジメント | https://www.invesco.com/jp/ja/policies/proxy.html |
| キャピタル・インターナショナル（キャピタル・インターナショナル・インク） | https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html |
| シュローダー・インベストメント・マネジメント | https://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/ |
| 野村アセットマネジメント | https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/vote.html |
| フィデリティ投信 | https://www.fidelity.co.jp/about-fidelity/policies/investment/voting |
| ブラックロック・ジャパン | https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/important-information/voting |
| 三井住友DSアセットマネジメント | https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/ |
| 三井住友トラスト・アセットマネジメント | https://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/ |
| 三菱UFJ信託銀行 | https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html |
| ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント | https://www.lazardassetmanagement.com/jp/ja_jp/references/sustainable-investing |
| ラッセル・インベストメント（ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービス・エル・エル・シー） | https://russellinvestments.com/jp/legal/proxy |
| りそなアセットマネジメント | https://www.resona-am.co.jp/investors/giketuken.html |

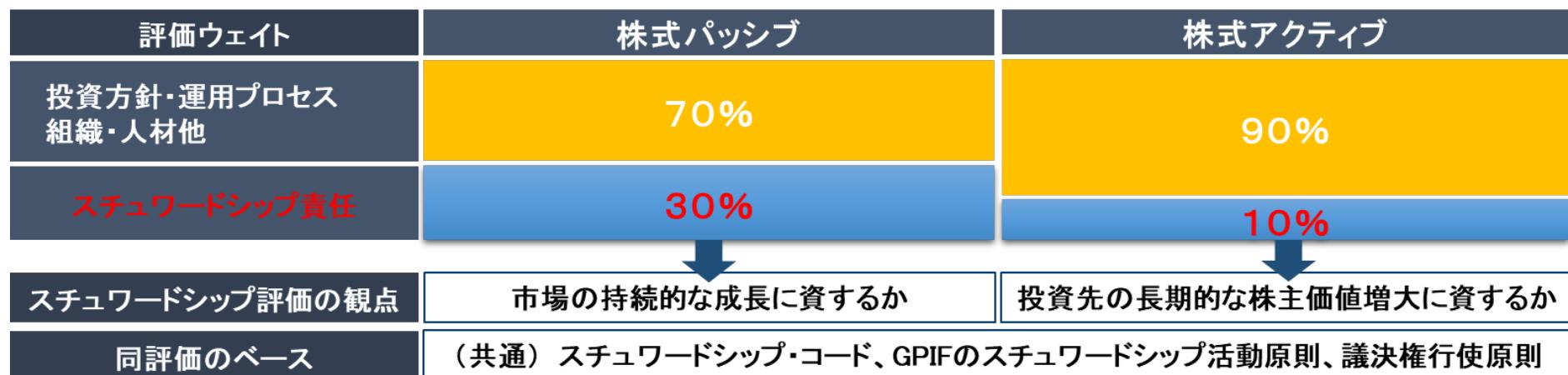
※（ ）内は再委託先、リンク先は2024年3月7日時点

6. 運用受託機関の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価

＜株式運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

- 運用受託機関の総合評価は定量的な実績を勘案した定性評価によって行われる。
- GPIF の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っている。よって、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせないことから、パッシブ運用については長期的な観点から投資先企業の企業価値の向上や市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。
- 2017年5月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードでは、パッシブ運用における対話等の重要性が明確になった他、対話手法として協働エンゲージメントの可能性にも言及があった。2020年3月の再改訂版コードにおいては、スチュワードシップ責任の定義に、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」が追加され、スチュワードシップ責任を果たすうえで、ESG の重要性はさらに高まっている。
- これらのことから、ESG も考慮したスチュワードシップ活動への期待、特にパッシブ運用における重要性は明確であり、よりスチュワードシップ責任を果たしている運用受託機関を高く評価している。
- スチュワードシップ責任に係る取組については、パッシブ運用は投資先企業の長期的な企業価値向上や特に市場の持続的な成長に資するか、アクティブ運用は投資先の長期的な株主価値増大に資するかという観点で評価。
- 2014年のスチュワードシップ・コード導入以来、形式面は整備されてきたこと、スチュワードシップ・コードの再改訂を受けて、スチュワードシップ責任にかかる取組の評価を、2020年の総合評価から、より実質的な活動を評価する体系に変更し評価を実施。
- 具体的には、以下のポイントを確認するとともに、運用受託機関がどのようにスチュワードシップ活動に取り組んでいるかについて意見交換。外部ベンダーの情報も使用し、評価。
 - ✓ 体制面（組織、利益相反管理）
 - ✓ 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ状況、責任投資原則（PRI）署名の有無および対応状況

- ✓ スチュワードシップ活動（方針、取組状況、エンゲージメント状況）
 - ✓ 運用受託機関が示した重大な ESG 課題への対応を含む ESG 課題への取組状況
 - ✓ 議決権行使状況（トピックス、運用受託機関内で判断の分かれたケース、株主提案等における行使判断決定プロセス等）
 - ✓ 個別の議決権行使結果公表状況等、当法人のスチュワードシップ活動原則および議決権行使原則への対応状況
- 報告やヒアリングで、利益相反をはじめとした運用受託機関のガバナンスなどに対する懸念が確認された場合は、ミーティングなどの様々な機会を使い、当方の懸念を伝え、改善に向けてエンゲージメントを実施。



＜債券運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

- 2020年1月発効の英国スチュワードシップ・コード改訂版（「The UK Stewardship Code 2020」）において、全ての資産がスチュワードシップ責任の対象となった。また、2020年3月に再改訂された日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版コード）でも、日本においてもそれまで日本の上場株式が対象資産として想定されてきたが、その他の資産でも適用可能と明言されたこともあり、債券投資家のスチュワードシップ活動も進みつつある。

- GPIFにおいても、日本版コード再改訂への対応として、2020年6月に「スチュワードシップ責任を果たすための方針」について、その対象資産を株式から債券を含む全資産に拡大する変更を行い、債券の評価方法の検討を進めてきた。その一環として、同年には債券運用受託機関に対して、債券のスチュワードシップ活動についてのアンケートを実施。エンゲージメントの実施状況を含むスチュワードシップ活動全般への現在の取組や今後の予定や課題などを確認した。
- これらを踏まえ、2022年度より、投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するかという観点で、債券の運用受託機関のスチュワードシップ評価を開始。
- 現段階では、債券についての個々のエンゲージメントの評価方法が確立しているとは言えないことから、スチュワードシップ方針や利益相反管理等の方針・体制面などスチュワードシップ活動を行うための組織・人材が整備されているかについて評価を行うこととし、「組織・人材」内の一項目で、スチュワードシップ評価を実施。2024年度も同様の方針。
- 具体的には、以下のポイントを確認するとともに、運用受託機関がスチュワードシップ活動を行うための「組織・人材」をどのように整備しているかについて評価している。
 - ✓ **体制面（組織、利益相反管理）**
 - ✓ **日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ状況、責任投資原則（PRI）署名の有無および対応状況**
 - ✓ **スチュワードシップ活動方針**
 - ✓ **当法人のスチュワードシップ活動原則への対応状況（該当項目）等**

＜オルタナティブ運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

- オルタナティブ資産（インフラ、不動産、プライベート・エクイティ）は、運用会社がより直接的に投資先のESG活動に影響を与えるアセットクラスであり、運用会社選定にESGを重視する投資家が海外を中心に増加中。GPIFでは2017年4月の運用機関の公募開始時からスチュワードシップ責任、ESGの取組状況を重要な評価項目としている。2023年からはLPS投資を開始しており、その選定においてもスチュワードシップ責任、ESGの取組状況を重要な評価項目としている。

- 採用後は、定期的に ESG 活動報告の提出を要請し、総合評価において、以下の内容を含むスチュワードシップ責任にかかる取組を評価している。ファンド・オブ・ファンズ形式での採用の場合においては、ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーがどのようにスチュワードシップ活動に取り組んでいるかについて意見交換を行っている。
 - ✓ **体制（組織、利益相反管理等）**
 - ✓ **責任投資原則（PRI）署名の有無および対応状況**
 - ✓ **ESG を含むスチュワードシップ活動（方針、取組状況、エンゲージメント状況、資産特性に応じた ESG 課題への対応）**
- 2020年3月には、不動産・インフラストラクチャー投資分野における ESG（環境・社会・ガバナンス）評価基準を提供するイニシアティブ「GRESB*」に不動産投資家メンバーとして加盟し、2022年8月には日本初のインフラストラクチャー投資家メンバーとして加盟。運用受託機関の評価時には GRESB の活用状況も確認。
- ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーは、それぞれ投資先を選定する際に ESG の取組状況を確認している。選定後も、ESG ポリシー策定の働きかけなどエンゲージメントを実施している。

* GRESB の概要

GRESB は 2009 年に欧州の年金基金を中心に設立されたイニシアティブで、不動産及びインフラストラクチャー投資における ESG 評価基準を提供。毎年一度、不動産会社、不動産ファンド、インフラ事業者、インフラファンドにおける ESG 投資の取組や達成度を評価している。直近の年次評価では 2,000 を超える不動産会社・不動産ファンド及び 800 を超えるインフラ事業者・インフラファンドが参加、その対象となる実物資産は約 8.8 兆ドルに達する。150 以上の機関投資家が投資家メンバーとして、評価結果を投資先の選定、モニタリングやエンゲージメントに活用。



GRESB® and the related logo are trademarks owned by GRESB BV and are used with permission.

7. 指数会社とのエンゲージメント

- パッシブ運用においては、運用の巧拙以上にベンチマークの選択が運用の成否を左右する重要な要素であるが、従来、GPIF を含めてアセットオーナーは、ベンチマークの重要性ほどには、その選択に労力を割いていなかった。そのような問題意識のもと、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、GPIF は、「インデックス・ポスティング」を 2019 年度に一部導入した。
- ESG 指数の選定など、ベンチマークの選択に多くの労力を割く中で、GPIF では、インデックス会社の組織やガバナンス体制の評価の重要性を強く認識するに至り、デューディリジェンスやエンゲージメントを行っている。具体的には、ESG 評価会社及びインデックス会社のステークホルダー（株主、主要顧客）との関係、意思決定プロセス（独立委員会の有無や過去の議論など）、企業向けコンサルティングのような利益相反につながる可能性のある業務の有無などを厳しくチェックしている。しっかりとガバナンス体制を確立し、投資家の立場に立った意思決定を行うことが、インベストメントチェーンの中で、年々存在感を高めているインデックス会社の責務であると考えている。
- 金融庁でも、2022 年 4 月より、ESG 評価・データ提供機関等に係る専門分科会において、ESG 評価・データに係る現況、ESG 評価・データが適切に提供・利用されるための関係者の課題、今後見込まれる展開等について幅広く議論。2022 年 12 月に開催された第 15 回サステナブルファイナンス有識者会議で「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」が報告され、公表。金融庁は、ESG 評価・データ提供機関に対して、行動規範の受け入れとともに、受け入れた場合にはその旨を自らのウェブサイトで公表するとともに金融庁への通知を行うよう呼び掛けており、2023 年 7 月に「『ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範』の受け入れを表明した評価機関等リスト」を初めて公表。同年 12 月時点では 21 機関が受け入れを表明している。
- また、インデックス会社や ESG 評価会社が指数のメソドロジーや ESG 評価手法の変更を検討する際に行うコンサルテーションについて、GPIF では、アセットオーナーとしての立場から積極的に参加し、意見を表明。運用会社に対しても同様の対応を求めている。
- GPIF では、インデックスへのコミットメントを強める中、インデックス会社との契約形態の見直しを進めている。指数ライセンス料を GPIF が直接負担することは、インデックス会社に対してだけではなく、パッシブ運用機関とのアライメント強化にもつながると考えている。

8. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

<TOPIX 構成企業向けアンケート>

- 2016年1月に、GPIF の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「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態把握を目的として、JPX 日経 400 インデックス採用企業向けに初めてアンケートを実施。第3回アンケート（2018年実施）から、より多くの企業の生の声を集めるため、対象を東証一部上場企業に拡大。市場区分の変更により、2023年1月実施の第8回アンケートから、対象を TOPIX 構成銘柄に変更。
- アンケート内容は①GPIF の運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価、②「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態、③ここ1年間の変化、④企業のIR・ESG活動、⑤GPIFの取組について。
- 第8回アンケート（2023年1月実施）では、本アンケートの対象である TOPIX 構成企業 2,162 社の 34.0% にあたる 735 社より回答。
- 直近1年においては、TCFD の賛同企業数や開示状況が大きく進展しており、開示内容に関する機関投資家との対話も進んでいることが確認された。
- 投資家と企業双方の理解の促進および効率的な対話をしていくうえで欠かせない情報開示とその活用が進展し、企業価値向上という企業と投資家共通の目的のための「エンゲージメント」が様々な面で拡大している。
 - エンゲージメント対応者の拡大：社外役員（社外取締役・社外監査役）
 - エンゲージメント手法の拡大：協働エンゲージメント
 - エンゲージメントテーマの拡大：TCFD 開示
- アンケート集計結果は https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/stewardship_questionnaire_08.html で公表。

〈GPIF の国内株式運用受託機関が選ぶ「優れた統合報告書」、「改善度の高い統合報告書」〉

- 統合報告書は、企業価値向上のための建設的な対話のための重要なツールであり、運用受託機関と投資先企業の双方向でのインゲージメントに有益と考えている。
- そのため、企業には同報告書の作成や充実を促し、投資家にはその活用を働き掛けることを目的に、2016年より GPIF の国内株式運用受託機関に対して、「優れた統合報告書」の選定を依頼。2023年12月には第8回を実施し、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」それぞれ最大10社ずつ選定を依頼。2024年2月21日に公表。
- 今回、これまで企業から問い合わせの多かった「選定するうえでの考え方や、評価の視点・ポイント」を掲載。また、有価証券報告書のサステナビリティ開示充実を受けて「統合報告書に求める開示内容や期待、重要性に変化はあるか」についても掲載。（詳細は下記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20240221_integration_report.pdf）。
- 企業からもこの公表により、「統合報告書への経営陣の関心の高まり」、「社内関係者・関係部署の連携深化」、「重要性の社内への浸透」、「次回作成時の参考にする」など良い影響があったとフィードバックを得た。また、選ばれたことを自社 HP で公表する例も多く見られた。企業側の関心の高まりもあり、引き続き、投資先企業と運用受託機関の対話がより有益になれるよう取組んでいきたい。

○「優れた統合報告書」

GPIF の国内株式運用受託機関が「優れた統合報告書」を選び、計70社を選定。そのうち、以下の企業が、4機関以上の運用受託機関から「優れた統合報告書」として高い評価を獲得。

| | | | |
|-------------------|------|------------------------------------|------|
| ◇ 伊藤忠商事 | 6 機関 | ◇ 双日 | 4 機関 |
| ◇ アサヒグループホールディングス | 5 機関 | ◇ 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ [°] | 4 機関 |
| ◇ 日立製作所 | 5 機関 | | |

○「改善度の高い統合報告書」

GPIF の国内株式運用受託機関が「改善度の高い統合報告書」を選び、計100社を選定。なお、4機関以上の運用受託機関から高い評価を獲得した報告書は該当なし。

<GPIF の株式運用受託機関が選ぶ「優れた TCFD 開示」>

- 2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場上場会社に対して、「気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD 又はそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とされている。
- 今後、企業が TCFD 提言に沿った開示を進めるにあたって先行して開示している企業の例は参考になると思われる。また、TCFD はグローバルに共通した開示の枠組みであり、海外企業の例も含めて参考にすることは意義のあることと思われることから、昨年に引き続き、「優れた TCFD 開示」の選定を国内および外国株式運用受託機関に依頼。
- 株式運用受託機関に、最大 5 社、「優れた TCFD 開示」の選定を依頼するとともに、開示の 4 項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）についても、それぞれ最大 3 社ずつ優れた開示の選定を依頼。GPIF で結果を集計し、2024年3月に公表。
- TCFD については、国際的な開示基準の議論でも取り上げられており、その重要性はますます増していくと思われ、今後、グローバル企業にとっては必要不可欠な開示になっていくことが予想されることから、本公表も継続的に取り組んでいきたい。

○「優れた TCFD 開示(日本企業)」

GPIF の国内株式運用受託機関が「優れた TCFD 開示」を選び、計 29 社を選定。そのうち、以下の企業が、4 機関以上の運用受託機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇日立製作所 8 機関 ◇キリンホールディングス 6 機関 ◇三菱 UFJ フィナンシャル・グループ 5 機関 ◇伊藤忠商事 4 機関 ◇商船三井 4 機関

* 運用受託機関の主なコメントを含む詳細は右記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/202403_excellent_TCFD_disclosure_j.pdf

○「優れた TCFD 開示(海外企業)」

GPIF の外国株式運用機関が「優れた TCFD 開示」を選び、計 75 社を選定。そのうち、以下の企業が、4 機関以上の運用機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇MICROSOFT CORP 6 機関 ◇ENEL SPA 5 機関

* 運用受託機関の主なコメントを含む詳細は右記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/en/investment/202403_excellent_TCFD_disclosure_en.pdf

9. 関係機関との連携強化

＜グローバル・アセットオーナーとの連携－グローバル・アセットオーナーフォーラム＞ CalPERS CALSTRS

- 一層のスチュワードシップ責任を果たすため、海外公的年金基金等とお互いの知見の活用を目指し、継続的な意見交換の場として GPIF、CalPERS、CalSTRS が共同幹事となって設立。2016年11月に東京で第1回開催。
- 幹事以外のメンバーは、Florida State Board of Administration、The Regents of University of California、（以上、米国）、bcIMC、OTPP（以上、カナダ）、NBIM、APG、PGGM、AP2、ERAfp、USS（以上、欧州）、GIC（シンガポール）、HESTA（オーストラリア）、世界銀行（The World Bank）。
- 2023年はコロナ禍による開催中止をはさみ、約4年ぶりに、グローバル・アセットオーナーフォーラムを開催。PRIの年次総会が東京で開催された「Japan Weeks」の週に、経団連及びその会員企業とグローバル・アセットオーナーフォーラムメンバーとの懇談会を実施した。懇談会では、コーポレート・ガバナンス、気候変動等のサステナビリティ課題や議決権行使について意見交換を行った。
- 上記の経団連とのミーティングとは別に、アセットオーナー間で情報開示等について意見交換を実施し、2024年1月11日に、メンバーから挙がった意見として、迅速な開示と英訳の公表をはじめとした日本企業への期待、ISSB基準の支持、東京証券取引所の資本コストに関する要請の支持等を公表（https://www.gpif.go.jp/esg-stw/summary_6th_Global_Asset_Owners_Forum_jp.pdf）。

＜経団連との連携＞

2023年 9月 「GPIFとの懇談会」出席

2023年10月 「グローバル・アセットオーナーフォーラムメンバーとの懇談会」共催

＜各種セミナー、国際会議での主な講演等（前回報告以降）＞

2023年 6月 Global Corporate Governance Colloquium 2023

2023年10月 Japan Weeks – GGX×TCFDサミット2023、ICGN Company & Investor Engagement Forum

2023年10月 ICMA & JSDA Annual Sustainable Bond Conference

2023年12月 JICPAカンファレンス2023「持続的な企業価値創造に向けて」



第2章 運用受託機関の取組と課題

1. 運用受託機関の現状に関する GPIF の見方

＜スチュワードシップ活動における組織・体制・方針等＞

- 全体的なレベルは上がっており、各社、取組内容、スピードともに進んでいる。パッシブ及びアクティブとも、ほとんどの運用受託機関がエンゲージメント方針や ESG 方針などを有している。社としての哲学や理念、プロセスを各方針や取組に落とし込み、企業体としての継続的な取組に発展。定期的に見直しもされている。国内株式では、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について」への対応など、環境の変化に合わせた対応がとられており進化している。
- スチュワードシップレポートなどでも、具体的な今後の重点取組事項や数年先を見据えた活動など、将来を含む中長期の視点でスチュワードシップ活動のプランを策定し開示している例や、投資家の視点でのガバナンスのベストプラクティスを提示するケースなど工夫が見られる。
- ここ数年、パッシブに加えて、アクティブ運用受託機関においても、スチュワードシップ活動を統括する専門部署等の設置・強化がなされており、通年での本格的なスチュワードシップ活動、組織だった取組などが深化してきている。一方で、運用セクションとの連携や運用部門での知見の共有・活用の観点から、運用部門の中でスチュワードシップ活動や ESG 担当セクションを再編するケースなども出てきている。
- アクティブ運用受託機関においても上記の通り取組が進んでいるが、体制や投資スタイルにより、エンゲージメント活動の定義・内容には差がある。エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を統括する専門部署を置くケースとそうでないケースがあり、特に前者の場合では運用とスチュワードシップ活動の連携が進んでいる。後者の場合はファンドマネージャーのコミットメントや報酬制度への反映、組織的な活動とするためのリーダーシップや協働イニシアティブのような外部との連携を誰がどのように主導するかが重要と考える。
- グローバルのエンゲージメントを一元管理できる社内プラットフォームやシステムを導入している運用受託機関においては、個々のエンゲージメントの達成目標を設定した上で、目標達成に至る対話や企業の対応についての進捗状況を幾つかの段階に分けて確認するマイルストーン管理を通じた PDCA サイクルによって、エンゲージメントの実効性向上を図るなどの工夫が見られる。
- エンゲージメントの実効性を高めるため、明確なエスカレーション戦略を整備している機関もある。

- 様々な取組がなされると同時に、株式の運用受託機関については、GPIF のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則もある程度浸透してきたように見受けられる。今後、新規で採用した株式運用受託機関や債券の運用受託機関とも対話を進めていきたい。

＜株式のスチュワードシップ活動－エンゲージメント＞

- 一部の運用受託機関では、投資先企業にレターを送るケースも見られ、自社の考えを伝えるツールやマネジメントとの対話のきっかけとしても活用されている。引き続き、レターを契機にどのようにエンゲージメントを展開していくのかを確認する必要がある。
- ESG 課題への取組については国内および外国株式運用受託機関全社が行っていると回答。また、中小型企業とのエンゲージメントにおいても ESG に関する対話を実施している機関もある。
- 多くの運用受託機関において、個別企業とのエンゲージメントのテーマ設定の際に、スチュワードシップ（又は ESG、サステナビリティ）担当者（又は部門）が ESG・サステナビリティのテーマに沿った課題を抽出し、運用担当者（又は部門）がボトムアップで企業価値に直結する課題を抽出するといった連携が見られる。エンゲージメントの実施においても、テーマに応じて、エンゲージメントの主導者、担当者を決定するなど、連携に工夫が見られる。
- エンゲージメント活動や ESG 課題に取組む際、統合報告書はコーポレート・ガバナンス報告書とともに双方向のエンゲージメントのための主要なツールと考えている。運用受託機関による活用は進んでいると感じるが、スチュワードシップや ESG 専任者に加えアナリストやファンドマネージャーによる活用が一層進むことを期待。今後、統合報告書に加え、有価証券報告書のサステナビリティ開示、グローバルには IBB 基準など非財務開示の拡大が予想される。どのように運用やエンゲージメントで活用できるかも重要になると考える。
- CA100+などの協働イニシアティブには外資系よりも日系の運用受託機関が積極的に参加・活用している。全体的に、グローバルなイニシアティブへの参加が増えており、知見の獲得、協働エンゲージメントの場として活用されている。
- パッシブ、アクティブともに、必要やテーマに応じて協働イニシアティブに参加するケースが増えているが、その活用状況や関与度合いには差がある。2023 年度は自然資本に関連する Nature Action100 の本格始動や PRI で Spring の設立が公表されるなど新たなイニシアティブが誕生している一方、一部では協働エンゲージメントへの関わり方を変更するケースも出てきていることから、実際にどのように関与し活用していくのか、協働エンゲージメントへの考え方を含め、運用機関に確認する。

- 日系を含む一部の運用受託機関は、規制当局や官庁、ISSBなどの基準設定団体にパブリックコメントを提出しているほか、証券取引所及び指数会社に対して積極的にエンゲージメントを行うなど、ポリシーエンゲージメントを通じてインベストメントチェーン全体の変革への働きかけを行っている。

＜株式のスチュワードシップ活動 – 議決権行使＞

- エンゲージメントの結果、企業側の取組や実状などを反映し、議決権行使方針と異なる行使を行うことについては、対応内容によっては肯定的に評価している。また、意思表示の手段として棄権行使を活用しているケースもある。議決権行使はエンゲージメントと一体と考えており、長期的な企業価値向上を促す取組を期待。議決権基準においてもメッセージ性を高め、エンゲージメントに活用しているケースや、政策保有株式、TSR、PBR 基準を導入する機関もある。
- 国内株式運用受託機関による個別の議決権行使結果の公表では、開示時期、頻度、公表内容に差があるが、多くの機関が株主総会後の対話に活かせるよう四半期ごとに開示。一部、翌年の株主総会に向けた企業との対話に十分な活用が難しいと思われるケースもある。外資系アクティブ運用機関の中には運用担当者から企業に議決権行使結果を直接フィードバックするケースや反対した議案について行使結果と理由を書面で伝えている機関もある。一方、日系運用機関のほうが議決権行使基準、議決権行使結果の開示とも充実。外国株式では、エンゲージメントのエスカレーション戦略の一環として事前に議決権行使を公表する機関もある。
- 国内株式運用受託機関全社が会社提案議案に反対した場合、その判断理由を公表している。株主提案への対応は分かれているが、賛成または反対行使のいずれか、または両方の判断理由を公表。グループ内の取引先など利益相反が起こりうる投資先についてはフラグを付す、通常よりも詳細な説明を行うといった工夫を行っている機関もあり、スチュワードシップや議決権行使に関する照会先を公開している機関もある。一部の外国株式運用受託機関では自主的に個別の議決権行使結果を開示しているケースもある。
- 国内株式運用受託機関において、独立社外取締役の増員やダイバーシティを求めるケースなどでは、議決権行使方針変更の公表から実際の適用まで1年間ほど猶予期間を設け、その間に企業への周知、エンゲージメントを行うなどの工夫がみられる。
- 国内及び外国株式運用受託機関とともに、議決権行使助言会社を使用しているが、大半が情報収集、議決権行使に関わる事務委託、自社または親会社・グループ会社への行使など利益相反管理を目的とした行使に使用しており、助言会社の推奨を利益相

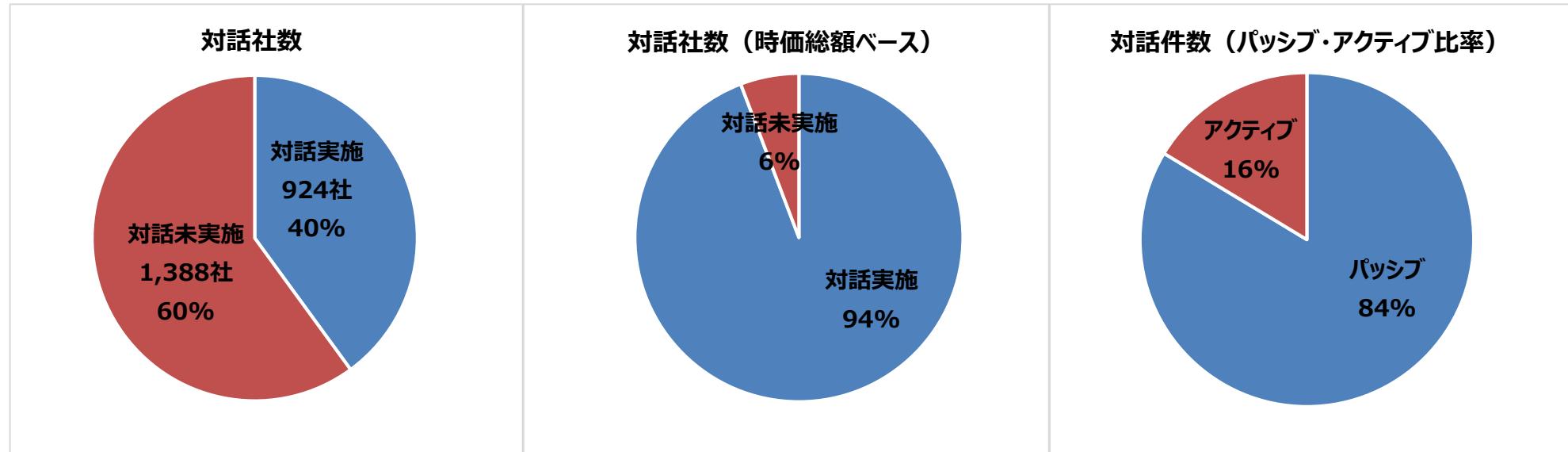
反管理先以外の投資先企業の議決権行使で使用しているケースはごく一部の機関のみ。議決権行使助言会社を使用する場合でも、エンゲージメント対象になっているケースでは、エンゲージメントの状況と議案の内容を勘案し、自社で最終判断をする体制の構築を要請している。なお、GPIFでは、ISS及びGlass Lewisの推奨結果を株主総会終了後の分析で使用している。

- 行使指図や資産管理機関における行使事務の誤り、不行使については、議決権行使の重要性に鑑み、運用受託機関および資産管理機関に適切な対処を要請。

＜運用受託機関のガバナンス・親会社等との利益相反＞

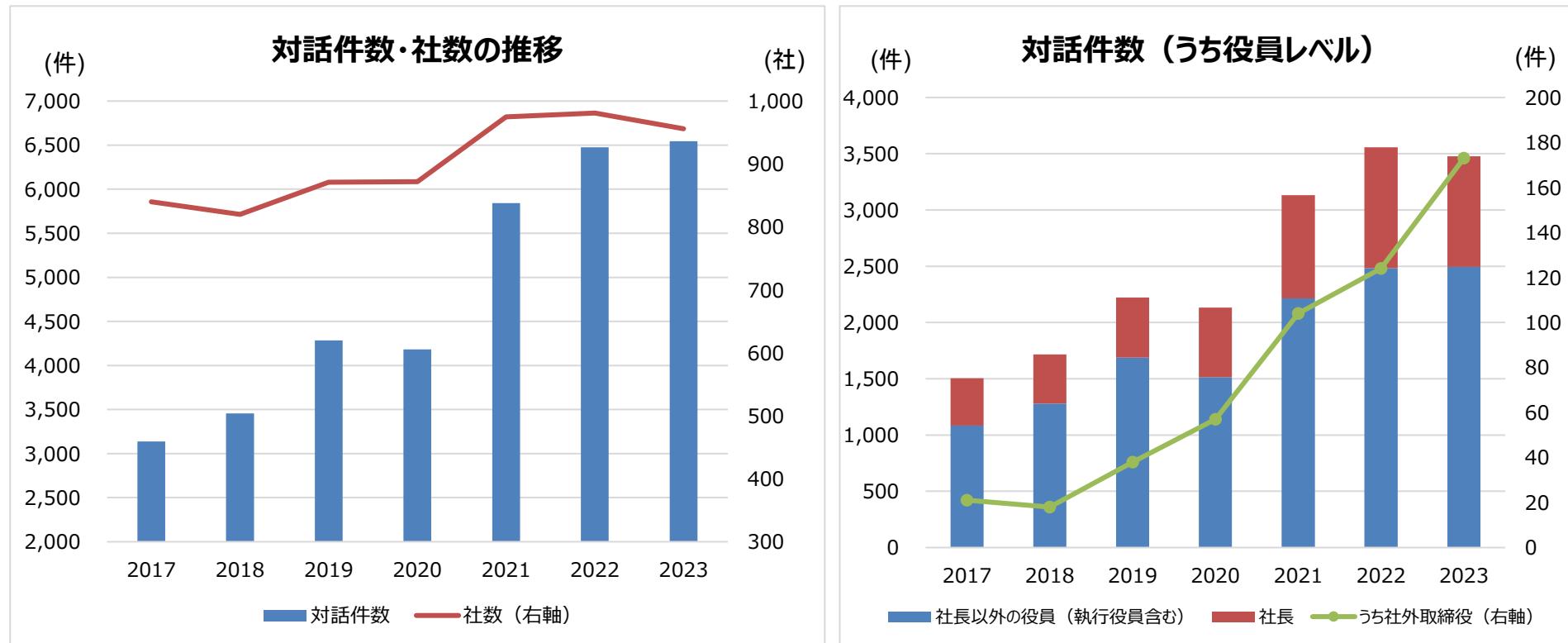
- 運用受託機関のガバナンスや利益相反防止については、全般的に形式面は整備されている。今後はより実効性のあるものにしていくために、継続的な検討や見直し・改善に加え、透明性向上も期待したい。
- ここ数年で、日系の株式運用受託機関において、運用部門の別会社への分割・統合など、運用部門と別部門間での利益相反を防ぐ組織上の分離が進んだ。別会社となったケースでは、トップのリーダーシップのもと、スピード感をもって運用会社としての各種取組が進められている。日系の株式運用受託機関全社において、社外取締役の選任、社外取締役を中心とした第三者委員会の設置がなされ、形式面はすでに整っている。また、外部よりトップや役員クラスを招聘するケースも見られる。
- 一方で、外資系運用受託機関においても、組織上の分離がなされていないケースや利益相反防止を外部の視線で担保する仕組みが外部からは分かりづらいケースも見受けられ、実際にはその優位性は確固なものとは言えないが、全ての投資一任契約顧客およびその母体企業等を含め幅広く利益相反が発生する可能性を前提に管理している機関もある。
- 運用受託機関の役職員の報酬体系は最終的にグループ内における位置付けや親会社との関係、企業文化などが体現されていることに鑑みると、報酬体系、インセンティブのあり方は重要である。
- 議決権行使における利益相反の管理や議決権行使ガイドラインについて、形式面は整備されているが、利益相反の管理対象先の捉え方などは社によって差がある。最近は、日系、外資系ともに運用受託機関自身やその親会社、グループ会社に対して、株主提案が提起されるケースも増えてきており、現状のルール（株主提案の判断プロセス）では対応しきれなくなっているケースもある。すでに判断プロセスの変更を行っている機関もあるが、引き続き今後の課題として改善を求めていく。

2. 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2023年1月～12月）



(注) 対話社数はいずれも 2023 年 3 月末時点の国内株式保有社数、時価総額を分母に比率を計算。

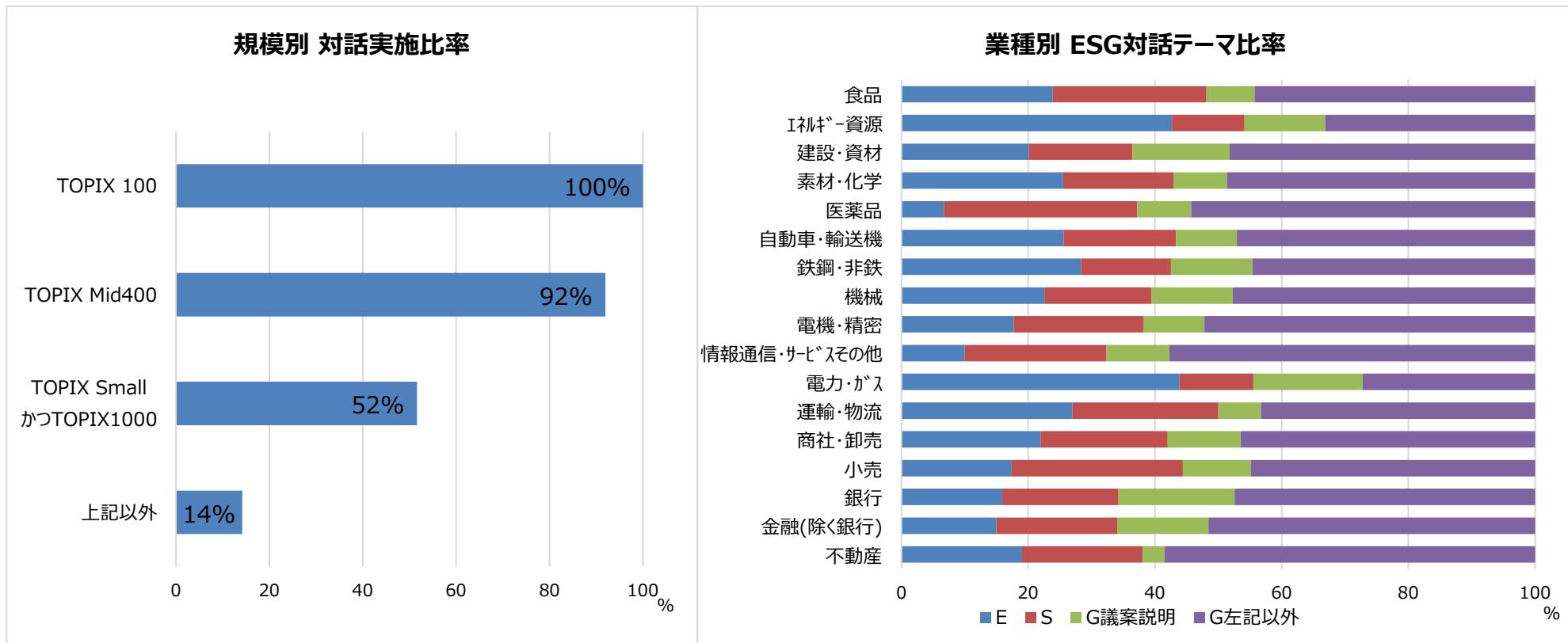
GPIF の国内株式運用受託機関によって実施された 2023 年 1 月～12 月のエンゲージメントの社数は合計で 924 社。社数ベースでは、保有している企業数の 40 %とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、94 %に相当する企業とエンゲージメントを行っている。比率はいずれも昨年と変わらず。また、パッシブ運用受託機関によるエンゲージメントが 84 %を占めている。なお、パッシブ・アクティブ比率は、アクティブとパッシブ両方を受託している運用機関の場合、GPIF の委託額の多いマンデートでカウントしている。



毎年 1 月～12 月に実施されたエンゲージメントの件数の過去 7 年間の推移は左側のグラフに示した通り。

新型コロナウイルスの蔓延が初めて起きた 2020 年は一時的に件数が落ち込んでいるが、過去と比較してエンゲージメント件数が増えていることが分かる。右側のグラフは、エンゲージメント件数のうち、役員レベルとのエンゲージメント実施状況。ここ一年間では、特に社外取締役との対話が大きく増えている。

なお、形式的な面談の増加につながるおそれがあるため、GPIF は、エンゲージメント件数が多いことをもって評価することはしていない。また、本グラフは運用受託機関の変更による変動の影響も受ける。



(注) 規模は 2023 年 3 月末時点。J-REIT 除く。業種は TOPIX-17 シリーズ。

(左側のグラフ) GPIF の国内株式運用受託機関による 2023 年 1 月～12 月の企業規模別のエンゲージメント実施比率。TOPIX500 ベースでは、466 社 (93%) の企業とエンゲージメントを行っている。

(右側のグラフ) どの業種においても全般的にガバナンスに関するテーマでの対話が多い。ガバナンス（議案説明以外）には、政策保有、資本効率、財務戦略など幅広いテーマが含まれている。一方で、業種によって ESG 対話テーマに違いがあることも分かる。各業種のマテリアリティをベースに対話のテーマが設定されていることが窺え、医薬品の場合、他の業種に比べて、S（社会）の比率が高く、エネルギー資源、電力・ガスでは、E（環境）に関するテーマでの対話が多く設定されている。

3.スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル「エンゲージメント強化型パッシブ」

（1）スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの概要及び評価のポイント

- GPIF の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っていることから、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせない。パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。
- そのため、GPIF では、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の持続的成長とスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、2018年に初めてスチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの採用を開始。
- 採用にあたっては、運用プロセスとスチュワードシップ活動の方針、それらを実施するための組織体制及び報酬水準を一体としたビジネスモデルを評価。
- 2018年にアセットマネジメント One 及びフィデリティ投信の2機関をエンゲージメント強化型パッシブとして採用。2021年度には、複数の機関から応募があり、新たに、三井住友トラスト・アセットマネジメント及びりそなアセットマネジメントを追加採用。

評価のポイント

＜適切な KPI の設定＞

- ✓ 中長期のエンゲージメント活動のゴール設定
- ✓ 達成に向けた年間の計画（マイルストーン）

＜エンゲージメント体制・手法＞

- ✓ スチュワードシップ活動を行う組織体制・責任者
- ✓ エンゲージメントの手法



採用後の評価手法

左記計画における KPI の達成状況、翌年度のマイルストーンの確認・評価を行い、更新を判断。

(2) 各社の進捗状況 – ① アセットマネジメント One

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

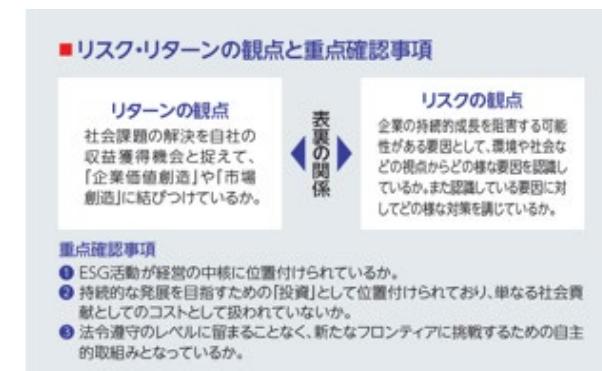
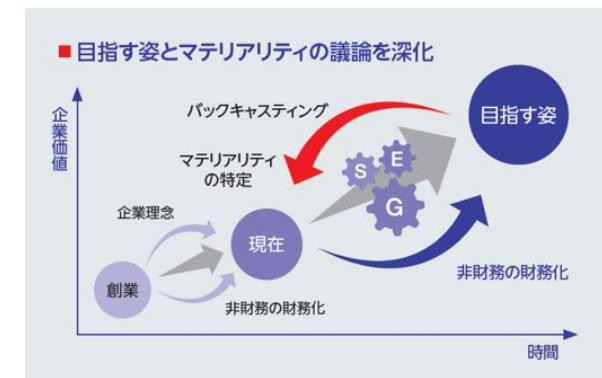
- 企業の持続的な価値向上と市場の持続的成長に向け、市場共通の課題である投資先企業の「ESGにおける課題」を認識。
1 8のESG課題を設定し、問題意識（課題）や目指すべき姿（ゴール）、目指す企業行動（アクション）を示し、エンゲージメント活動の方向性を明確化。重点企業を対象に各課題に基づいたエンゲージメントを行う。
- ESGへのアプローチは、大きく「リターンの観点」と「リスクの観点」の2つがある。「リスクの観点」はもちろんのこと、より「リターンの観点」を重視。ESG課題への取組を強化することで企業価値向上を図る。
- 8段階のマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメントの進捗状況を定期的にGPIFに報告。

18のESG課題

| | |
|---|-----------------------------|
| Planet (環境) | PI1: 気候変動 |
| | PI2: 生物多様性 |
| | PI3: 水資源 |
| | PI4: サーキュラーコーディネーション |
| | PI5: 大気・水質・土壤汚染 |
| | PI6: 持続可能なフードシステム |
| People (社会) | Pe1: ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョン |
| | Pe2: ビジネス人権 |
| | Pe3: 健康とウェルビーイング |
| Governance & Disclosure (ガバナンス・情報開示) | GD1: 取締役会・企業統治 |
| | GD2: 資本効率 |
| | GD3: 買収防衛策 |
| | GD4: リスクマネジメント |
| | GD5: サステナビリティ経営 |
| | GD6: サプライチェーンマネジメント |
| | GD7: ビジネス倫理 |
| Our Community (日本の課題) | OC1: 地方創生（地域社会） |
| | OC2: デジタルトランフォーメーション |

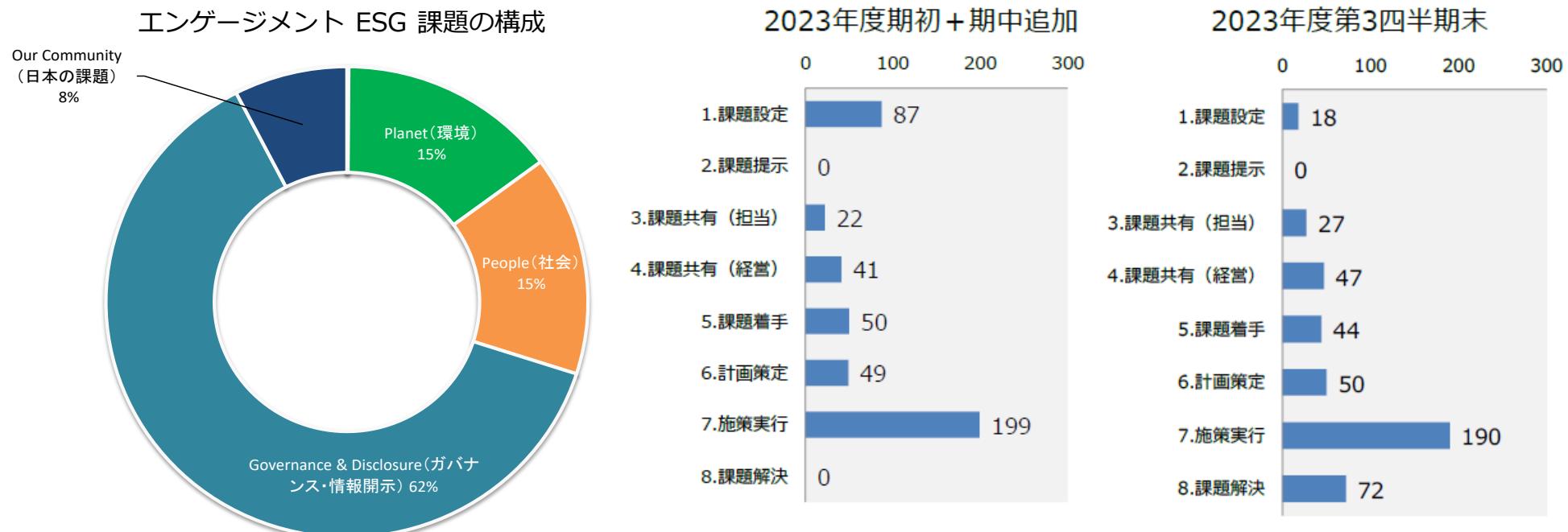
8段階のマイルストーン

1. 課題設定: 当社が投資先企業に対し、取り組むべきESG課題を設定
2. 課題提示: 当社が対話において投資先企業にESG課題を提示
3. 課題共有(担当): 投資先企業(担当者)が当社提示のESG課題を認識
4. 課題共有(経営): 投資先企業(経営者)が当社提示のESG課題を認識
5. 課題着手: 投資先企業が当社提示のESG課題への取組みを検討
6. 計画策定: 投資先企業がESG課題への取組みに関して具体的な計画を策定
7. 施策実行: 投資先企業がESG課題解決に向け本格的な施策を展開
8. 課題解決: 当社が投資先企業の施策を実効的なものと認識



＜進捗状況＞

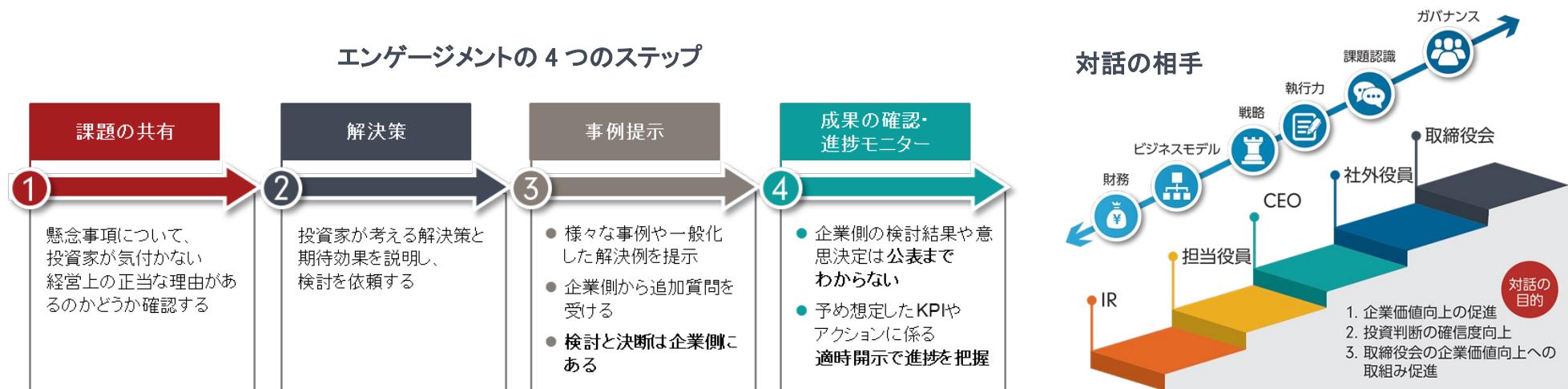
- 2023年度第3四半期までのマイルストーン管理の対象は448課題。ESG課題の内訳としては、「Governance & Disclosure」が最も多く、対話のテーマとしては取締役会・企業統治、サステナビリティ経営、資本効率などが含まれる。なお、今回、ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョンの課題が増えたことにより、昨年比、「People（社会）」の比率が増加している。
- 2023年度第3四半期まででは68%の案件で予定通りまたはそれ以上の進捗が見られた。マイルストーン別では、「1.課題設定」が大幅に減少し、「8.課題解決」の増加が見られた。
- 2023年度第3四半期まででは、気候変動、サステナビリティ経営、デジタルトランスフォーメーションなどで72件の課題解決を実現。



(2) 各社の進捗状況 – ② フィデリティ投信

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

- アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させる。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、エンゲージメントを行い、企業の競争力強化による収益性さらには成長性の向上を目指す。
- 具体的には、エンゲージメントの対象企業を、①時価総額 1兆円以上、②企業価値が 50 %以上改善すると見込まれる、といった条件で絞込み、市場時価総額に意味のあるインパクトをもたらす可能性のある大企業とのエンゲージメントを重点的に実施する。
- インプット、アウトプット、アウトカム*の 3 つの指標で進捗状況を管理し、定期的に GPIF に報告。
- 同社は外部機関でエンゲージメントについて学術的な観点から効果検証も実施。



(出所)「エンゲージメントの 4 つのステップ」、「対話の相手」はフィデリティ投信レポートより

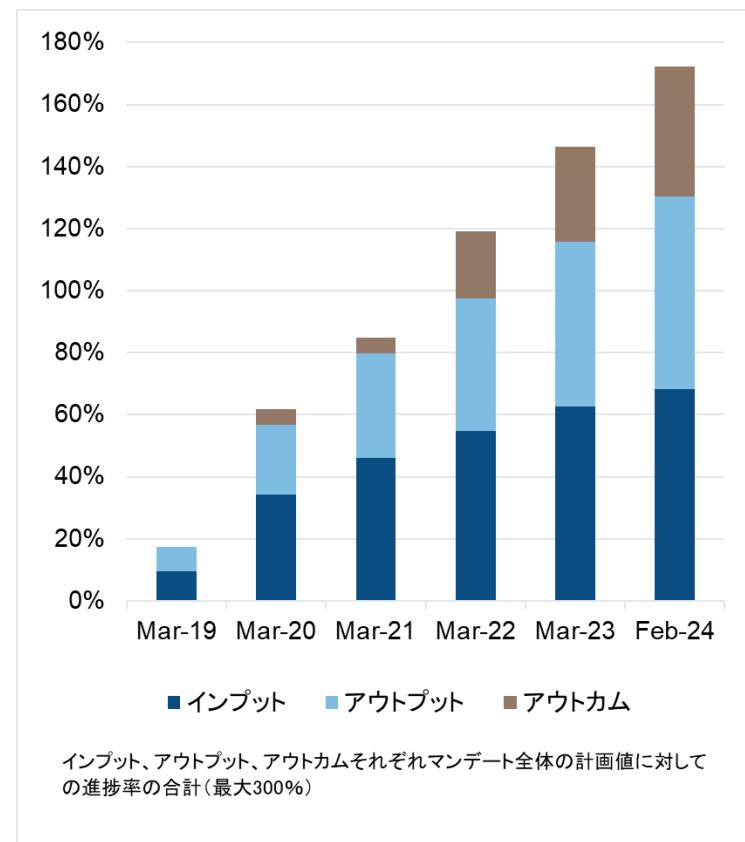
＜進捗状況＞

- フィデリティでは、「エンゲージメント強化型パッシブ運用」におけるエンゲージメントの進捗を管理するにあたり、インプット・アウトプット・アウトカム*の3つの指標を設け、それぞれエンゲージメントの進捗状況に応じた得点を付与。対象企業ごとにアジェンダや時間軸は異なるが、課題を共有するインプットの合計値は、対象企業全体で計画の約7割まで進捗。うち、約半数の企業でインプットのフェーズがほぼ完了、すなわち企業経営陣と同社との間で課題の認識と共有が図られ、企業のアクションを待つ段階にある。
- サステナビリティの見通し向上に向けた取り組みにおいては、比較的早く成果の確認できる企業と、事業転換など時間を要する企業に分かれる。特に後者においては運用部全体で緊密な連携を図って対応し、効果的なエンゲージメントにつなげていく。
- 対象企業の一部では、自律的な事業ポートフォリオ見直しなど収益性の向上、PBRの大幅な改善、成長に向けて取り組むフェーズに入り、積極的なエンゲージメント対象としての位置づけを終える企業も出てきた。こうした企業は課題を抱える、より優先順位の高い企業へ入れ替えを実施し、エンゲージメント対象を広げることでインデックス全体のパフォーマンス向上を図っている。今期の特徴として、新たにエンゲージメント対象として組み入れた企業と積極的な対話を通じて、新規のインプットが増加している点が挙げられる。これまでの累積の進捗状況は右表の通り。

*インプット：エビデンスに基づく企業価値向上に向けた課題認識の共有、投資家が考える解決策についての検討依頼

アウトプット：企業行動、実績

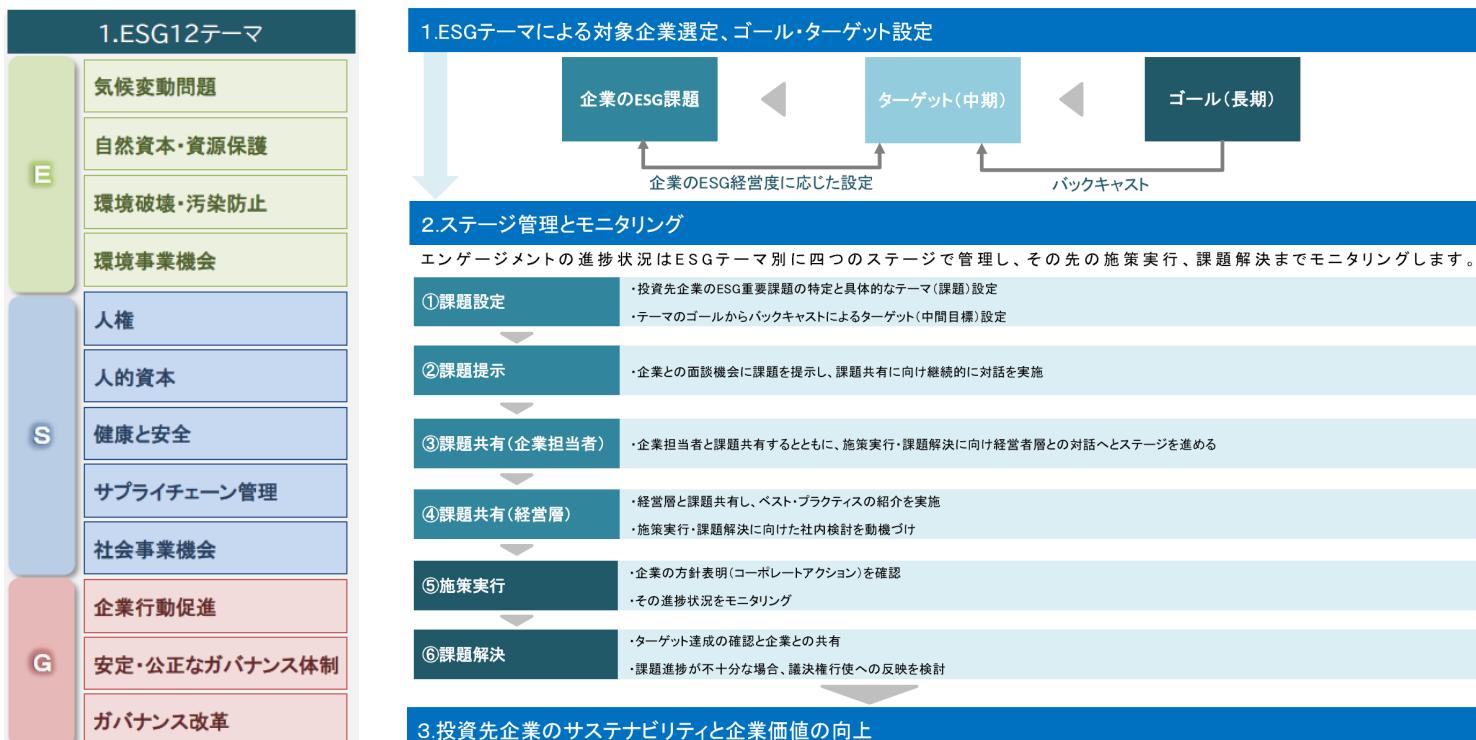
アウトカム：株価パフォーマンス、その要素である財務パフォーマンスと株式市場評価（バリュエーション、セルサイドレーティング等）、またこれらと強い関連性がある企業行動



(2) 各社の進捗状況 – ③ 三井住友トラスト・アセットマネジメント

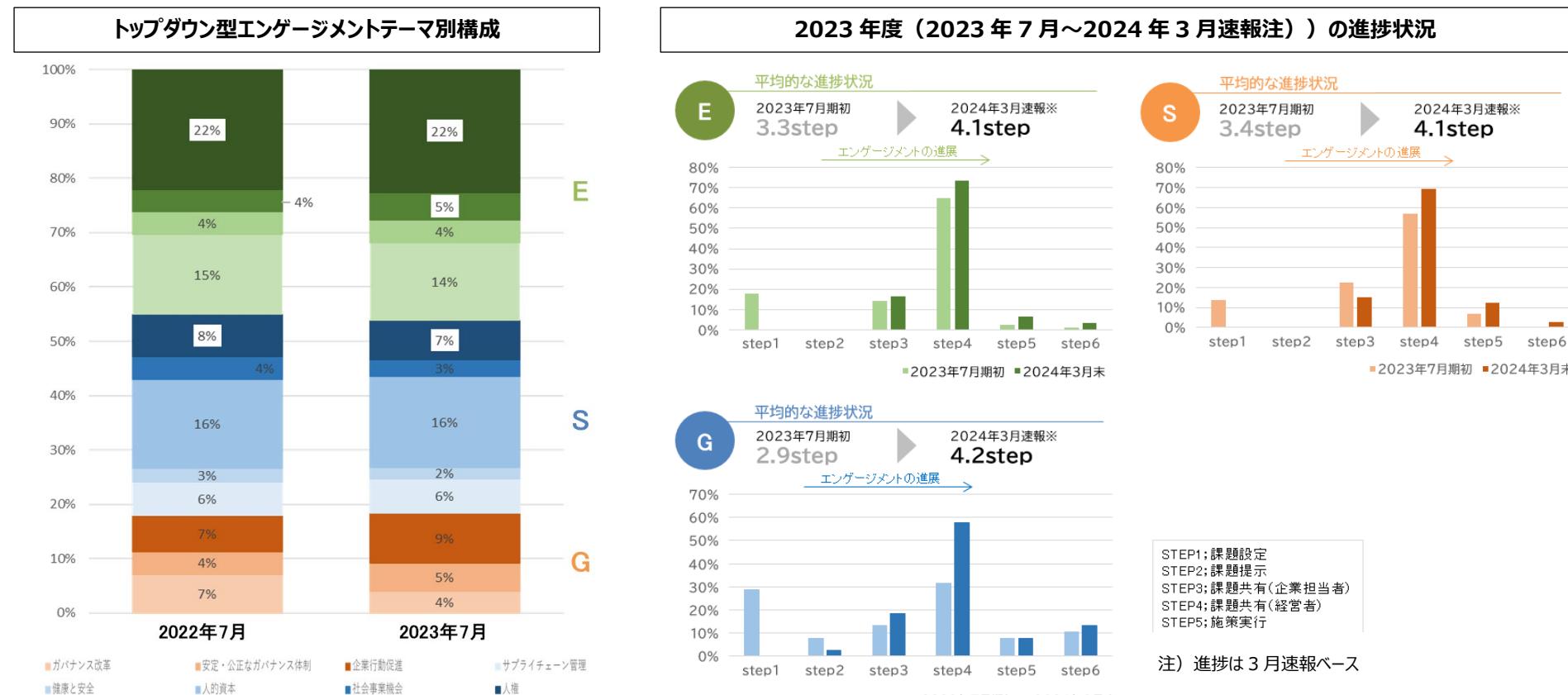
<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

- 投資先企業へのエンゲージメントに加え、その実現確度引き上げのため、各種イニシアティブを通じた活動や市場関係者などステークホルダーに対しても幅広くエンゲージメントを行うことにより、企業が抱える課題解決を促進し、企業価値の増大につなげる。
- トップマネジメント（会長・社長）自らがコミットし、海外カンファレンスへの登壇など積極的な発信を行いエンゲージメント推進。マテリアリティをベースに決定した12のESGテーマをリスクと機会の観点で分類し課題設定を行う。各ESGテーマのゴール（長期目標）からバックキャストによるターゲット（中期目標）を対象企業ごとに設定し、ターゲット達成を目指してエンゲージメントを実施。
- 6段階のマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメント進捗状況を定期的にGPIFに報告。



＜進捗状況＞

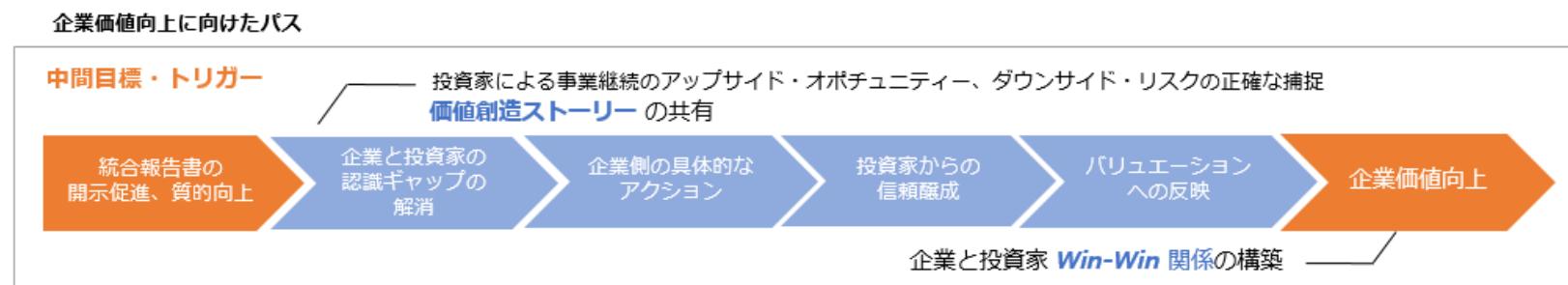
- 2023 年度は、E（環境）では、TNFDに基づく情報開示を見据え、「自然資本・資源保護」での課題設定を増加。自然資本に依存した企業に対し、持続的な企業価値向上に向けた対応を促す。G（ガバナンス）では、政策保有株縮減、ダイバーシティ経営推進のほか、東証改革を踏まえた企業のPBR改善策の対話を強化。企業だけでなく当局など関係機関とも対話を実施。
- ESG 全てのテーマで多くの企業がステップ4（経営層と課題認識を共有）に前進。S（社会）とG（ガバナンス）の課題では、ステップ5（施策実行）、ステップ6（課題解決）に進んでいる企業も増えている。Sでは、人権方針策定や人権デューディリジエンスの進歩、Gでは政策保有の縮減や取締役会の多様性を中心に企業の変化が見られた。



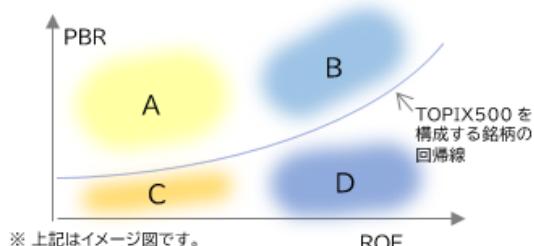
(2) 各社の進捗状況 – ④ りそなアセットマネジメント

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

- 統合報告書の現状分析を起点としたエンゲージメント。統合報告書の分析にあたっては、インハウスのAI技術を活用、統合報告書を分析する着眼点を評価項目として設定し、スコア化することで課題の所在を明確にする。
- エンゲージメント・マネジャーは、対象企業に評価スコアのフィードバックを行うとともに、企業の価値創造ストーリーに関する対話を実施し、非財務情報（統合報告書）の情報開示促進、質的向上をトリガーとする企業価値向上を促していく。
- 企業毎に企業価値向上に向けたマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメント進捗状況を定期的にGPIFに報告するとともに、上記統合報告書の評価スコアにより経時的变化を把握する。



■ ROE・PBRと対話・エンゲージメントの重点テーマ



ROE・PBRの位置により、重点テーマを決定します。

- A. 価値創造ストーリーの実践
- B. ベストプラクティスの追求
- C. 価値創造ストーリーの再構築
- D. 価値創造ストーリーの明確化

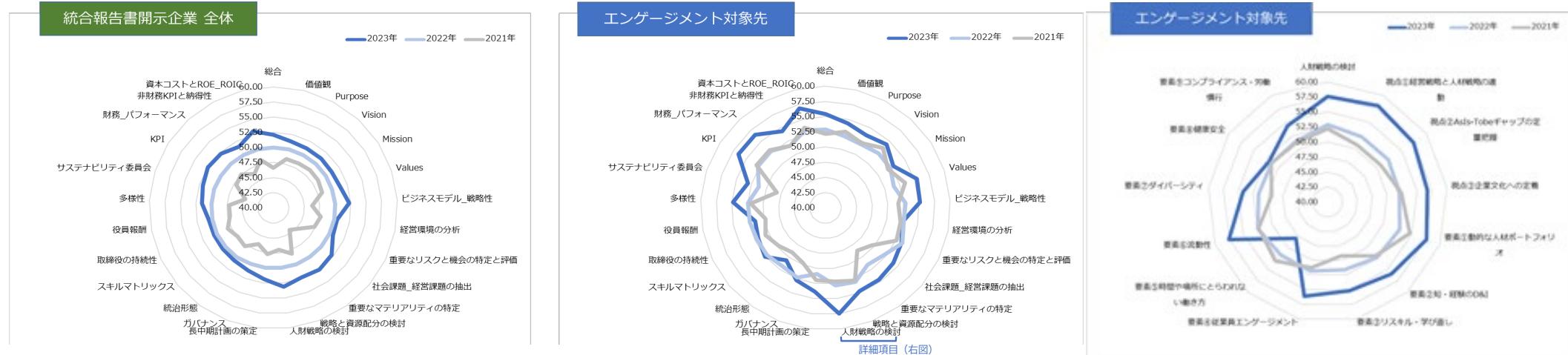
例えば、PBRが比較的高いものの、ROEが低位の企業との対話・エンゲージメントでは、テーマAを重点テーマとします。

＜進捗状況＞

- 2022年度より、統合報告書に加え、有価証券報告書をAI分析の対象に拡大し、TCFD開示や人財戦略を定量スコア化。2023年3月から気候変動問題が企業価値に及ぼす影響が大きい企業やTCFDで重要性の高い業種から企業を選定し、TCFDエンゲージメントも開始。
- 企業とのエンゲージメントの際に、定量スコアにエンゲージメント・マネジャーのコメントを付与した資料を提供し意見交換。
- エンゲージメント対象企業の統合報告書の内容の改善（質的向上）に関しては下図の通り、全般的に進んでいる（対象企業のAIスコアの平均値が上昇）。

統合報告書 AI スコア（総合）

エンゲージメント銘柄の統合報告書 AI スコア（人財戦略）



* AIスコア算出については、JAFEE学会2021年度(第56回)冬季大会発表論文(「気候変動リスクの有価証券報告書開示スコア算出法」)にて概説。

(注1)対象決算期が20年4月から21年3月までを2021年、21年4月から22年3月までを2022年、22年4月から23年3月までを2023年としてエンゲージメント対象銘柄の統合報告書AIスコアの平均値を算出。

(注2)AIスコアの時系列比較を可能にするため、2022年のAIスコアを基準(全統合報告書の平均値50)として2021~2023年のAIスコアを偏差値にて算出。

(注3)企業HP、EDINETのテキスト情報をもとにそなAMにより算出した統合報告書AIスコア。2024年1月時点にて2021年~2023年の統合報告書AIスコアを算出し、各項目別に平均化した数値をグラフ化。

4. 重大な ESG 課題

右表は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を「重大な ESG 課題」として挙げた機関数の比率。なお、今回の調査対象は以下の通り。

国内株式 13 機関

外国株式 28 機関

国内債券 14 機関

外国債券 9 機関

・株式については、アクティブとパッシブ両方を受託している運用受託機関の場合、GPIF の委託額の多いマンデートでカウント。

・債券については、社債投資家として考える重大な ESG 課題を確認。

| ESG課題 | 国内株 パッシブ | 国内株 アクティブ | 外国株 パッシブ | 外国株 アクティブ | 国内債券 | 外国債券 |
|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|------|------|
| 気候変動 | 100% | 100% | 100% | 92% | 93% | 78% |
| 森林伐採 | 83% | 29% | 75% | 33% | 36% | 33% |
| 水資源・水使用 | 83% | 43% | 75% | 42% | 43% | 44% |
| 生物多様性 | 100% | 71% | 50% | 54% | 71% | 33% |
| 汚染と資源 | 50% | 43% | 50% | 29% | 29% | 56% |
| 廃棄物管理 | 67% | 71% | 50% | 25% | 36% | 56% |
| 環境市場機会 | 67% | 71% | 50% | 4% | 50% | 22% |
| その他（環境） | 33% | 29% | 25% | 17% | 14% | 33% |
| 人権と地域社会 | 100% | 71% | 75% | 54% | 86% | 67% |
| 製品サービスの安全 | 67% | 43% | 25% | 38% | 43% | 33% |
| 健康と安全 | 67% | 57% | 75% | 33% | 43% | 44% |
| 労働基準 | 67% | 71% | 50% | 50% | 57% | 33% |
| 紛争鉱物（問題ある調達） | 33% | 14% | 25% | 8% | 7% | 11% |
| 社会市場機会 | 50% | 43% | 50% | 13% | 21% | 33% |
| その他（社会） | 67% | 43% | 75% | 46% | 50% | 33% |
| 取締役会構成・評価 | 83% | 100% | 75% | 54% | 71% | 33% |
| リスクマネジメント | 50% | 57% | 50% | 21% | 36% | 33% |
| 資本効率 | 83% | 100% | 50% | 17% | 29% | 22% |
| 少数株主保護（政策保有等） | 83% | 100% | 50% | 21% | 29% | 22% |
| コーポレートガバナンス | 83% | 86% | 75% | 54% | 79% | 56% |
| 腐敗防止 | 67% | 29% | 25% | 13% | 21% | 44% |
| 税の透明性 | 33% | 29% | 50% | 13% | 14% | 22% |
| その他（ガバナンス） | 50% | 71% | 75% | 13% | 21% | 44% |
| サプライチェーン | 100% | 71% | 75% | 33% | 64% | 56% |
| ダイバーシティ | 100% | 86% | 100% | 46% | 79% | 44% |
| 情報開示 | 100% | 100% | 100% | 58% | 93% | 44% |
| 不祥事 | 100% | 86% | 50% | 8% | 57% | 11% |
| その他 | 50% | 14% | 25% | 33% | 36% | 44% |

E (環境)

S (社会)

G (ガバナンス)

ESGのうち複数テーマ

4. 重大な ESG 課題（国内株式過去3年間の推移）

| | | 国内株式パッシブ | | | 国内株式アクティブ | | |
|--------------|---------------|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | 2023年 | 2022年 | 2021年 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| E (環境) | 気候変動 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 88% |
| | 森林伐採 | 83% | 67% | 67% | 29% | 29% | 25% |
| | 水資源・水使用 | 83% | 67% | 67% | 43% | 43% | 50% |
| | 生物多様性 | 100% | 83% | 83% | 71% | 57% | 25% |
| | 汚染と資源 | 50% | 50% | 50% | 43% | 57% | 63% |
| | 廃棄物管理 | 67% | 67% | 67% | 71% | 57% | 75% |
| | 環境市場機会 | 67% | 67% | 67% | 71% | 57% | 63% |
| S (社会) | その他（環境） | 33% | 50% | 50% | 29% | 29% | 38% |
| | 人権と地域社会 | 100% | 100% | 83% | 71% | 71% | 75% |
| | 製品サービスの安全 | 67% | 67% | 67% | 43% | 43% | 50% |
| | 健康と安全 | 67% | 67% | 67% | 57% | 57% | 50% |
| | 労働基準 | 67% | 67% | 50% | 71% | 71% | 63% |
| | 紛争鉱物（問題ある調達） | 33% | 33% | 33% | 14% | 14% | 13% |
| | 社会市場機会 | 50% | 50% | 50% | 43% | 43% | 50% |
| G (ガバナンス) | その他（社会） | 67% | 67% | 67% | 43% | 43% | 50% |
| | 取締役会構成・評価 | 83% | 83% | 83% | 100% | 100% | 100% |
| | リスクマネジメント | 50% | 50% | 50% | 57% | 43% | 50% |
| | 資本効率 | 83% | 83% | 83% | 100% | 100% | 88% |
| | 少数株主保護（政策保有等） | 83% | 83% | 83% | 100% | 100% | 100% |
| | コーポレートガバナンス | 83% | 100% | 100% | 86% | 71% | 63% |
| | 腐敗防止 | 67% | 67% | 67% | 29% | 29% | 25% |
| ESG 複数テーマ | 税の透明性 | 33% | 33% | 17% | 29% | 29% | 38% |
| | その他（ガバナンス） | 50% | 50% | 50% | 71% | 71% | 63% |
| | サプライチェーン | 100% | 100% | 100% | 71% | 71% | 88% |
| | ダイバーシティ | 100% | 100% | 100% | 86% | 86% | 75% |
| | 情報開示 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 不祥事 | 不祥事 | 100% | 100% | 100% | 86% | 86% | 75% |
| | その他 | 50% | 50% | 50% | 14% | 14% | 50% |



第3章 運用受託機関への期待と課題 GPIFの今後の対応

運用受託機関への期待と課題

GPIFのスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の運用受託機関における浸透

■ 運用とスチュワードシップ・ESG の融合

- ✓ 運用セクションとスチュワードシップセクションの連携
- ✓ スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着と深化
- ✓ 投資スタイルに合わせた ESG インテグレーションの実践

■ 議決権行使を含むエンゲージメントの強化

- ✓ 環境変化を考慮した、企業価値向上に資する新たな ESG 課題についてのエンゲージメント
- ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたエンゲージメント
- ✓ 企業の規模やステージに合わせたエンゲージメント戦略
- ✓ 議決権行使方針への ESG 課題、エンゲージメントの反映
- ✓ 債券投資におけるスチュワードシップ責任に係る取組

■ 投資先に対するメッセージと情報開示

- ✓ 投資先に対するメッセージと一致したスチュワードシップ活動（言行一致）
- ✓ 運用受託機関の情報開示の質の向上
 - 議決権行使方針、行使結果等の開示
 - TCFD 提言に沿った開示
 - 重大な ESG 課題（マテリアリティ）への取り組みをはじめとした自社の方針、考え方等の情報発信

GPIF の今後の対応

■ 双方向のコミュニケーションを重視した運用受託機関との「エンゲージメントの強化」

- ✓ スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の遵守状況の評価への反映
- ✓ 運用会社のガバナンス体制の確認
- ✓ テーマに応じて、トップから担当まで社内各層との対話
- ✓ 必要に応じて第三者委員会などとの対話
- ✓ 企業価値向上に資する新たな ESG 課題の確認
- ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたエンゲージメントの実施状況の確認
- ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間での連携
- ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間でのエンゲージメント対象企業に関する課題認識や評価の共有

■ スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着と深化

- ESG インテグレーションの評価手法のさらなる検討
- 債券投資におけるスチュワードシップ活動の評価手法の検討
- エンゲージメントの実態把握を目的とした発行体との対話
- 外部機関と協働した ESG を含むエンゲージメントの成果や効果測定 (*次ページ参照)
- 双方向のコミュニケーションを重視した運用受託機関との「エンゲージメントの強化」

GPIF の今後の対応より<スチュワードシップ活動・ESG 投資の効果測定について>

- ・GPIF では、スチュワードシップ活動・ESG 投資は投資期間が長期にわたるほどリスク調整後のリターンを改善する効果が期待されると考えている。
- ・一方、各取組の開始から相応に期間が経過しデータも蓄積されてきていることから、PDCA サイクルを適切に回すために、高度な統計分析の知見を有するコンサルティング提供会社と協働し、2023 年度から 2024 年度にかけて以下の通り定量的な効果測定を実施。
- ・2023 年度に開始した「1（1）エンゲージメントの効果検証」と「2（1）企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究」は分析終了後、結果を公表予定。

■効果測定の概要

| プロジェクトテーマ | | 具体的な内容（例） | 定量分析コンサルティング |
|---------------------|------------------------------|---|----------------------------|
| 1. スチュワードシップ活動の効果測定 | (1)エンゲージメントの効果検証 | エンゲージメントがもたらす ESG 指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明 | 東京大学エコノミックコンサルティング株式会社 |
| | (2)運用受託機関の議決権行使に関する検証 | 利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化* | 東京大学エコノミックコンサルティング株式会社 |
| 2. ESG 投資の効果測定 | (1)企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究 | ESG 要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明 | EY ストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社 |
| | (2)ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証 | ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析* | 東京大学エコノミックコンサルティング株式会社 |

*今後の検討により、具体的な分析内容については変更になる可能性がある。



株主議決権行使状況 (2023年4月～6月)

1. 国内株式の状況

(1) 運用受託機関の対応状況 すべての運用受託機関（26 ファンド）で議決権を行使している。

(2) 議案別行使状況

| 議案 | | 会社機関に関する議案 | | | | 役員報酬等に関する議案 | | | | 資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く) | | | 定款変更 に関する 議案 | 買収防衛策 (ライツプラン) | | その他 議案 | 合 計 | |
|-----------|----|------------|-------------|------------|-------------|--------------|----------|----------|-----------------------|-------------------------------|------------|------------|------------------------------|-------------------|----------|-----------|----------|----------|
| | | 取締役 の選任 | うち社外 取締役 | 監査役 の選任 | うち社外 監査役 | 会計監査 人の選任 | 役員報酬 | 役員賞与 | 退任役員の 退職慰労金 の贈呈 | ストック オプション の付与 | 剩余金 の配当 | 自己株 式取得 | 合併・営業 譲渡・譲 受、会社分 割等 | 事前 警告型 | 信託型 | | | |
| 行使 総件数 | | 126,000 | 52,226 | 14,005 | 9,352 | 347 | 3,682 | 711 | 321 | 290 | 9,733 | 223 | 241 | 5,025 | 495 | 0 | 123 | 161,196 |
| 会社 提案 | 計 | 125,316 | 51,776 | 13,981 | 9,329 | 347 | 3,572 | 711 | 321 | 290 | 9,506 | 6 | 241 | 2,542 | 495 | 0 | 102 | 157,430 |
| | | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (100.0%) |
| | 賛成 | 110,038 | 45,644 | 12,388 | 7,815 | 347 | 3,410 | 624 | 40 | 241 | 9,300 | 6 | 237 | 2,479 | 23 | 0 | 98 | 139,231 |
| | | (87.8%) | (88.2%) | (88.6%) | (83.8%) | (100.0%) | (95.5%) | (87.8%) | (12.5%) | (83.1%) | (97.8%) | (100.0%) | (98.3%) | (97.5%) | (4.6%) | (0.0%) | (96.1%) | (88.4%) |
| | 反対 | 15,278 | 6,132 | 1,593 | 1,514 | 0 | 162 | 87 | 281 | 49 | 206 | 0 | 4 | 63 | 472 | 0 | 4 | 18,199 |
| | | (12.2%) | (11.8%) | (11.4%) | (16.2%) | (0.0%) | (4.5%) | (12.2%) | (87.5%) | (16.9%) | (2.2%) | (0.0%) | (1.7%) | (2.5%) | (95.4%) | (0.0%) | (3.9%) | (11.6%) |
| 株主 提案 | 計 | 684 | 450 | 24 | 23 | 0 | 110 | 0 | 0 | 0 | 227 | 217 | 0 | 2,483 | 0 | 0 | 21 | 3,766 |
| | | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (100.0%) |
| | 賛成 | 75 | 55 | 7 | 6 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 | 46 | 48 | 0 | 219 | 0 | 0 | 9 | 417 |
| | | (11.0%) | (12.2%) | (29.2%) | (26.1%) | (0.0%) | (11.8%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (20.3%) | (22.1%) | (0.0%) | (8.8%) | (0.0%) | (0.0%) | (42.9%) | (11.1%) |
| | 反対 | 609 | 395 | 17 | 17 | 0 | 97 | 0 | 0 | 0 | 181 | 169 | 0 | 2,264 | 0 | 0 | 12 | 3,349 |
| | | (89.0%) | (87.8%) | (70.8%) | (73.9%) | (0.0%) | (88.2%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (79.7%) | (77.9%) | (0.0%) | (91.2%) | (0.0%) | (0.0%) | (57.1%) | (88.9%) |

※()内は各議案の計に対する割合。四捨五入のため、合算値が合計と必ずしも一致するとは限らない。

※不行使は0件。棄権は1件。

※J-REIT の投資主総会議案も含む。

2. 外国株式の状況

(1) 運用受託機関の対応状況 すべての運用受託機関（54 ファンド）で議決権を行使している
 (なお、制度的な理由等から一部の投資対象国において行使していないケースあり)

(2) 議案別行使状況

| 議案 | | 会社機関に関する議案 | | | 役員報酬等に関する議案 | | | | 資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く) | | | 定款変更 に関する 議案 | 事前警告 型買収 防衛策 | その他議案 | | 合 計 |
|-----------|----|------------|------------|--------------|-------------|----------|-----------------------|----------------------|-------------------------------|------------|------------------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|------------|----------|
| | | 取締役 の選任 | 監査役 の選任 | 会計監査 人の選任 | 役員報酬 | 役員賞与 | 退任役員 の退職慰労 金の贈呈 | ストック オプション の付与 | 剰余金 の配当 | 自己株 式取得 | 合併・営業 譲渡・譲 受、会社分 割等 | | | 財務諸表・ 法定報告書 の承認 | その他の 議案 | |
| 行使 総件数 | | 121,218 | 4,113 | 13,103 | 30,162 | 205 | 144 | 5,193 | 7,847 | 5,074 | 7,562 | 6,374 | 198 | 10,859 | 48,218 | 260,270 |
| 会社 提案 | 計 | 120,298 | 3,642 | 13,055 | 29,942 | 197 | 29 | 5,120 | 7,847 | 5,074 | 7,560 | 5,764 | 194 | 10,783 | 39,671 | 249,176 |
| | | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) |
| | 賛成 | 103,762 | 3,259 | 11,261 | 23,579 | 167 | 12 | 2,975 | 7,827 | 4,823 | 5,901 | 5,162 | 157 | 10,472 | 33,343 | 212,700 |
| | | (86.3%) | (89.5%) | (86.3%) | (78.7%) | (84.8%) | (41.4%) | (58.1%) | (99.7%) | (95.1%) | (78.1%) | (89.6%) | (80.9%) | (97.1%) | (84.0%) | (85.4%) |
| | 反対 | 16,536 | 383 | 1,794 | 6,363 | 30 | 17 | 2,145 | 20 | 251 | 1,659 | 602 | 37 | 311 | 6,328 | 36,476 |
| | | (13.7%) | (10.5%) | (13.7%) | (21.3%) | (15.2%) | (58.6%) | (41.9%) | (0.3%) | (4.9%) | (21.9%) | (10.4%) | (19.1%) | (2.9%) | (16.0%) | (14.6%) |
| 株主 提案 | 計 | 920 | 471 | 48 | 220 | 8 | 115 | 73 | 0 | 0 | 2 | 610 | 4 | 76 | 8,547 | 11,094 |
| | | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (100.0%) |
| | 賛成 | 634 | 378 | 41 | 52 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 133 | 1 | 12 | 2,964 | 4,221 |
| | | (68.9%) | (80.3%) | (85.4%) | (23.6%) | (50.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (100.0%) | (21.8%) | (25.0%) | (15.8%) | (34.7%) | (38.0%) |
| | 反対 | 286 | 93 | 7 | 168 | 4 | 115 | 73 | 0 | 0 | 0 | 477 | 3 | 64 | 5,583 | 6,873 |
| | | (31.1%) | (19.7%) | (14.6%) | (76.4%) | (50.0%) | (100.0%) | (100.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (78.2%) | (75.0%) | (84.2%) | (65.3%) | (62.0%) |

※()内は各議案の計に対する割合。四捨五入のため、合算値が合計と必ずしも一致するとは限らない。

※反対には、棄権 1,945 件を含む。

3. 議決権行使件数 年度比較（4月～6月期）

*会社提案に対する反対等件数、株主提案に対する賛成件数の年度比較

| | | 2010 年度 | 2011 年度 | 2012 年度 | 2013 年度 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内 株式 | 会社提案に 反対・棄権 | 17,674 | 22,074 | 18,044 | 16,191 | 12,911 | 14,266 | 13,408 | 12,491 | 15,061 | 22,250 | 22,821 | 17,022 | 16,429 | 18,199 |
| | | 11.6% | 13.3% | 11.6% | 11.5% | 9.5% | 8.4% | 7.9% | 8.5% | 10.3% | 11.1% | 12.3% | 10.4% | 10.1% | 11.6% |
| | 株主提案 に賛成 | 47 | 34 | 58 | 34 | 56 | 55 | 65 | 167 | 129 | 215 | 319 | 154 | 262 | 417 |
| | | 2.6% | 1.9% | 2.7% | 2.3% | 2.9% | 2.8% | 4.7% | 7.8% | 8.8% | 12.0% | 12.2% | 8.9% | 10.0% | 11.1% |
| 外国 株式 | 会社提案に 反対・棄権 | 7,293 | 6,087 | 5,422 | 7,161 | 7,269 | 10,778 | 11,162 | 13,076 | 17,061 | 17,510 | 17,734 | 28,385 | 36,042 | 36,476 |
| | | 6.9% | 5.3% | 4.9% | 6.0% | 6.7% | 7.5% | 7.7% | 8.7% | 10.3% | 12.4% | 13.1% | 15.9% | 17.2% | 14.6% |
| | 株主提案に 賛成 | 2,085 | 1,486 | 1,655 | 1,503 | 1,483 | 2,650 | 2,630 | 3,295 | 2,849 | 2,504 | 2,008 | 2,772 | 3,526 | 4,221 |
| | | 38.9% | 32.9% | 35.2% | 32.0% | 40.3% | 47.4% | 43.0% | 50.5% | 53.3% | 52.7% | 43.8% | 53.9% | 52.2% | 38.0% |



参考 GPIFにおける各種原則

投資原則

平成27年3月26日
平成29年10月2日一部変更
令和2年4月1日一部変更

- [1] 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
- [2] 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- [3] 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。
- [4] 投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進する。
- [5] 長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESGを考慮した取組を含む。）を進める。

スチュワードシップ活動原則

平成29年（2017年）6月1日制定
令和2年（2020年）2月6日一部改定

GPIFは、運用受託機関に対して、以下に掲げる事項の遵守を求めます。ただし、運用資産の特性や運用スタイル等の個別事情に照らして実施することが適切でないと考える事項があれば、その「実施しない理由」の説明を求めます。
なお、GPIFは、自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関のスチュワードシップ活動（議決権を有する場合は議決権行使を含む。）について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話（エンゲージメント）を実施します。

（1）運用受託機関におけるコーポレート・ガバナンス体制

- 運用受託機関は、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れること。
- 運用受託機関は、自らのコーポレート・ガバナンス体制を整えること。特に、運用機関としての独立性、透明性を高めるため、独立性の高い社外取締役を導入する等、監督の仕組みを整えること。
- 運用受託機関は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための組織・体制の構築、人材育成を行うこと。
- 運用受託機関は、役職員の報酬体系がどのように受益者の利益に合致しているか説明を行うこと。

（2）運用受託機関における利益相反管理

- 運用受託機関は、受益者の利益を第一として行動するために、適切に利益相反（企業グループに所属する場合には、グループ内における利益相反を含む。）を管理すること。管理に当たっては、利益相反の種類を資本関係、取引関係等に類型化した上で、管理方針を策定し、公表すること。
- 運用受託機関は、独立性の高い第三者委員会の設置等、利益相反を防止するための体制・仕組みを構築し、公表すること。第三者委員会の構成は、独立性、経験等も十分考慮して検討すること。
- 運用受託機関は、自社又は親会社、グループ会社等の利害関係先に対して議決権行使を行う場合、第三者委員会等による行使判断や妥当性の検討、議決権行使助言会社の推奨の適用等、恣意性を排除し、ガバナンスのベストプラクティスを追求する仕組みを整え、公表すること。

（3）エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針

- 運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を実施するに当たり、スチュワードシップ活動方針を策定し、公表すること。
- 運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動についてはショートタームに陥らないよう、長期の視点からリスク調整後のリターン向上に資する内容、質を重視して取り組むこと。また、実効的な活動が行えるよう、アクションプランの策定等も検討すること。

- 運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動と運用の連携を図ること。
- 運用受託機関は、インデックス構成が投資パフォーマンスを大きく左右する要素であることを踏まえ、インデックス会社が実施するコンサルテーションの機会を活用する等、受益者の利益のため、積極的にエンゲージメントを行うこと。
- 運用受託機関は、市場全体の持続的成長の観点から、企業やインデックス会社にとどまらず関係者と幅広くエンゲージメントを行うこと。
- 運用受託機関は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書、統合報告書等に記載の非財務情報も十分に活用し企業とエンゲージメントを行うこと。
- 運用受託機関は、各国のコーポレートガバナンス・コード又はそれに準ずるもの各原則において、企業が「実施しない理由」を説明している項目について、企業の考えを十分にヒアリングすること。
- 特に、株式のパッシブ運用を行う運用受託機関は、市場全体の持続的成長を目指す観点から、エンゲージメントの戦略を立案し、実効性のある取組みを実践すること。
- 運用受託機関は、エンゲージメント代行会社を利用する場合、採用に当たり、組織体制、人員等についてデューディリジェンスを実施するとともに、採用後にはサービス内容についてモニタリング・評価を継続的に行い、必要に応じてエンゲージメントを行うこと。

（4）投資におけるESGの考慮

- 投資においてESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、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に資すると考えられることから、運用受託機関は、セクターにおける重要性、投資先の実情等を踏まえて、ESG課題に取り組むこと。
- 運用受託機関は、重大なESG課題について、投資家として考える目標を示し、積極的にエンゲージメントを行うこと。
- 運用受託機関は、PRI（責任投資原則）への署名を行うこと。また、ESGに関する様々なイニシアチブに積極的に参加すること。

（5）議決権行使

- 運用受託機関は、議決権の行使について、GPIFから委託されたものであることを十分認識し、受託者責任の観点から専ら受益者の利益のために議決権行使すること。
- 運用受託機関は、企業価値向上を促すエンゲージメントの一環として、別に定める議決権行使原則のとおり、議決権行使すること。
- 運用受託機関は、議決権行使において議決権行使助言会社を利用する場合、採用に当たり、組織体制、人員等についてデューディリジェンスを実施するとともに、採用後にはその助言内容についてモニタリング・評価を継続的に行い、必要に応じてエンゲージメントを行うこと（利益相反管理を目的とする場合は除く。）。

以上

議決権行使原則

平成29年（2017年）6月1日制定
令和2年（2020年）2月6日一部改定

【議決権行使に当たって】

- 運用受託機関は、別に定めるスチュワードシップ活動原則も踏まえ、年間を通じたエンゲージメントの一環として、議決権行使すること。
- 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こと。
- 運用受託機関は、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。
- 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。
- 運用受託機関は、少数株主の権利を守る議案に加え、少数株主の権利を損なうおそれがある議案については十分検討を行い適切に議決権行使すること。
- 運用受託機関は、各国のコーポレートガバナンス・コードが企業に対して求めている事項を踏まえて適切に議決権行使すること。同様のコード又はそれに準ずるものが無い場合には各運用受託機関が投資先企業に求める水準に従って適切に議決権行使すること。
- 運用受託機関は、議決権行使において議決権行使助言会社を利用する場合には、推奨どおりに機械的に行使するのではなく、議決権行使の最終責任は運用受託機関にあると十分に認識した上で議決権行使すること（利益相反管理を目的とする場合は除く。）。

【株主総会終了後の対応】

- 運用受託機関は、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を全て公表すること。
- 運用受託機関は、重要性又は必要に応じて、議決権行使の判断理由を公表すること。
- 運用受託機関は、企業から要請があった場合には、議決権行使の判断理由を詳細に説明すること。
- 運用受託機関は、議決権行使結果を定期的に振り返り、自己評価を行うこと。
- 運用受託機関は、自己評価の結果を踏まえ、必要に応じて、翌年度以降の議決権行使方針を見直すこと。

以上

