

GPIF

GOVERNMENT  
PENSION  
INVESTMENT  
FUND

# 第2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

平成29年5月  
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)

GPIF Homepage



GPIF youtube channel



GPIF Twitter



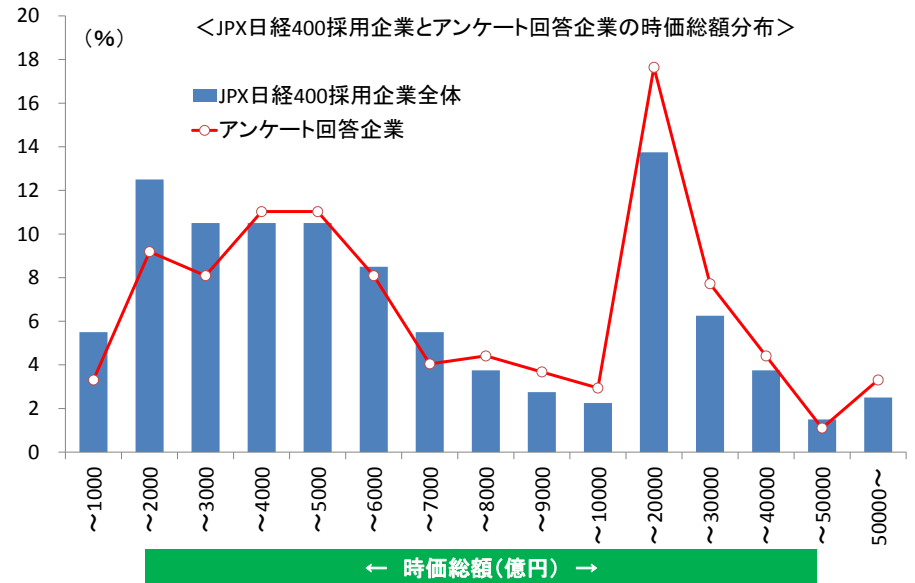
# アンケートの目的・対象

## 1. 目的

運用受託機関のステ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)の実態および前回アンケートからの変化の把握

## 2. 対象など

- ・JPX日経インデックス400構成企業
- ・アンケート回答社数 272社 (前年260社)
- ・回答率 68% (同65%)
- ・回答期間 2月7日～3月31日  
(同1月6日～1月22日)



# アンケート結果の概要

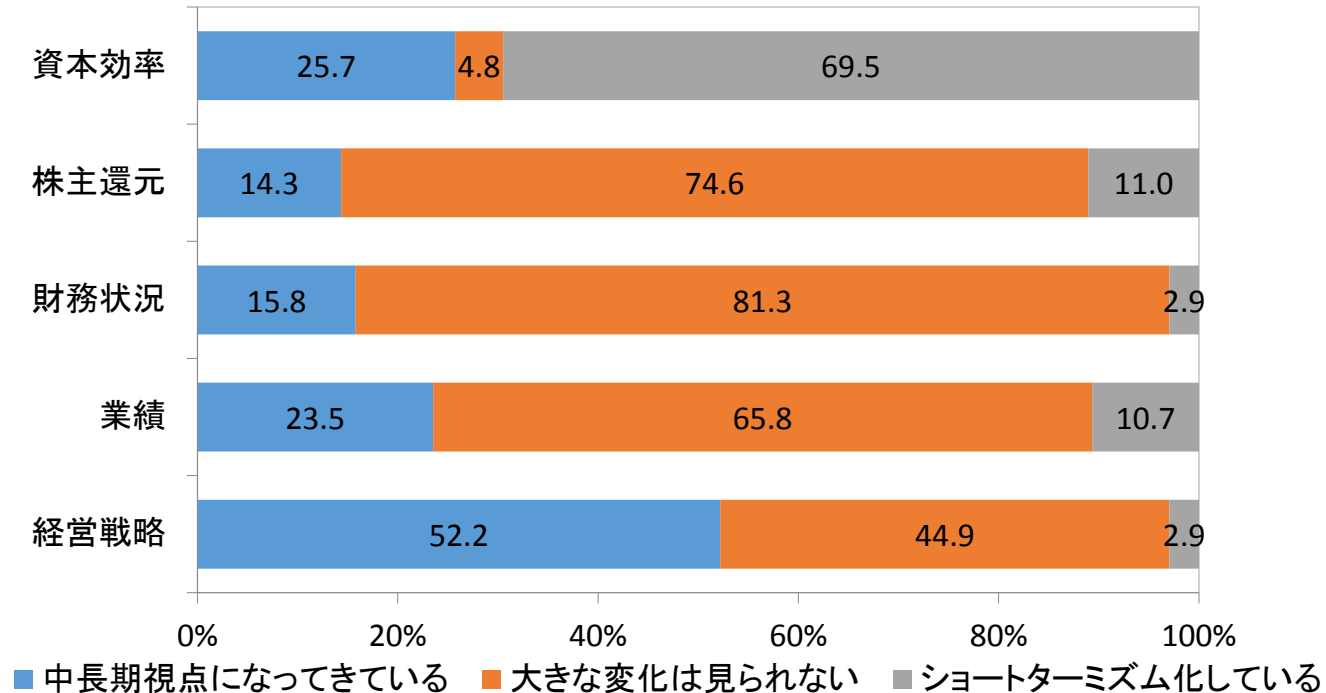
1. 前回アンケート以降の機関投資家の変化について、変化を感じている企業のうち、大多数が好ましい変化があったと回答。ただし、「IRミーティングに向けた事前準備」や「コーポレート・ガバナンス報告書の活用」などについては、大多数が大きな変化を感じていない。(P.2-5)
2. 議決権行使については、半数以上の企業が機関投資家から賛否及び行使理由の説明を受けておらず、ごく一部だが、機関投資家に行使結果の説明を要請したにもかかわらず、断られたケースも確認された。また、行使にあたり、形式的な基準や議決権行使助言会社の推奨結果の機械的な適用を指摘する声もあった。(P.6)
3. 中長期の企業価値向上の観点から好ましい変化を見せたGPIFの運用受託機関としては、「日系パッシブ」の名前を挙げた企業が多く見られた。一方、保有銘柄数を調整した値では「日系」「外資系」ともに「アクティブ」がそれらを上回る。(P.7)
4. 統合報告書については、既に作成している企業に作成予定・検討中の企業も合わせると、全体の3/4に達する。また、一部の企業ではESG説明会を開催するところも現れている。(P.15-16)
5. GPIFに対しては、「中長期的視野に基づく投資や対話」を重視するよう運用会社へ働きかけることや、GPIF自身が「スチュワードシップ活動」を一層推進すること、企業との直接的な対話を積極化することが期待されている。また、運用会社を介して「証券会社(セルサイド)」への働きかけを期待する声や、コーポレート・ガバナンス等の実証研究の推進を期待する声も聞かれた。(P.19-21)

質問①: 機関投資家全般について、前回のアンケート以降のIRミーティング等において変化はありましたか？

回答	(%)								
変化を感じる	56.3								
<table border="1"> <tr> <td>全体または多数に好ましい変化</td> <td>5.9</td> </tr> <tr> <td>一部に好ましい変化</td> <td>37.5</td> </tr> <tr> <td>二極化しつつある</td> <td>11.8</td> </tr> <tr> <td>好ましくない変化が増えた</td> <td>1.1</td> </tr> </table>	全体または多数に好ましい変化	5.9	一部に好ましい変化	37.5	二極化しつつある	11.8	好ましくない変化が増えた	1.1	43.4%
全体または多数に好ましい変化	5.9								
一部に好ましい変化	37.5								
二極化しつつある	11.8								
好ましくない変化が増えた	1.1								
変化無し	42.3								
無回答	1.5								

- 前回アンケート(2016年1月実施)以降の機関投資家の変化について、半数以上の企業がIRミーティング等で変化があったと回答。変化を感じている企業のうち、大多数が好ましい変化があったと回答。

質問②: 機関投資家全般について、IRミーティングにおける以下のテーマに関する「議論の時間軸」の変化について、教えてください。



- 資本効率については「ショートターミズム化している」という回答が約7割。
- 株主還元、財務状況、業績、経営戦略については、「大きな変化は見られない」との回答が大多数であるが、「ショートターミズム化している」より、「中長期的視野になってきている」との回答が多い。

### 質問③：機関投資家全般について、以下の項目に関する変化をお教えてください。

#### (1) IRミーティングに向けた機関投資家の事前準備

①以前よりも事前準備に時間をかけておりミーティングのレベルが上がっている	14.0%
②大きな変化は見られない	82.4%
③準備不足の機関投資家が多い	3.7%

#### (2) コーポレート・ガバナンス報告書の機関投資家による活用

①進んでいると感じる	17.3%
②大きな変化は見られない	75.4%
③活用されていないように感じる	7.0%
無回答	0.4%

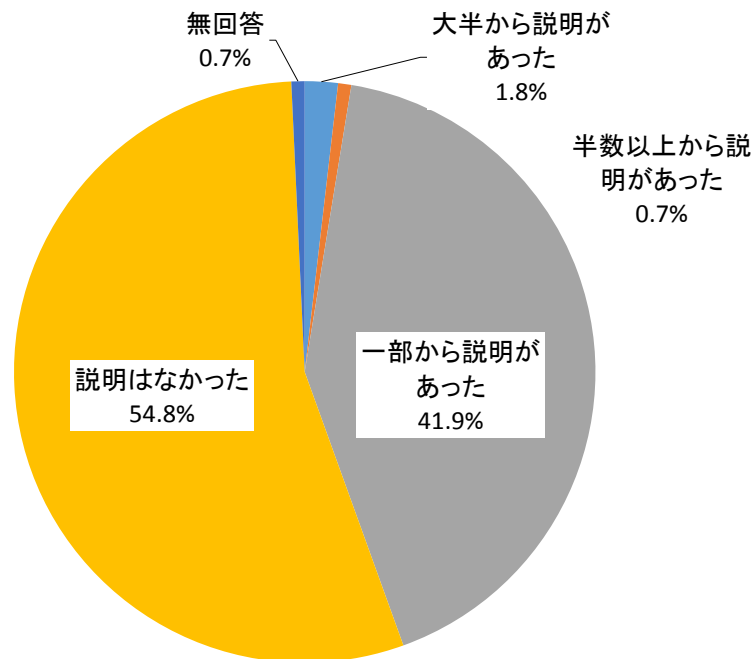
#### (3) 統合報告書の機関投資家による活用

①進んでいると感じる	24.6%
②大きな変化は見られない	29.0%
③活用されていないように感じる	6.3%
無回答(未作成)	40.1%

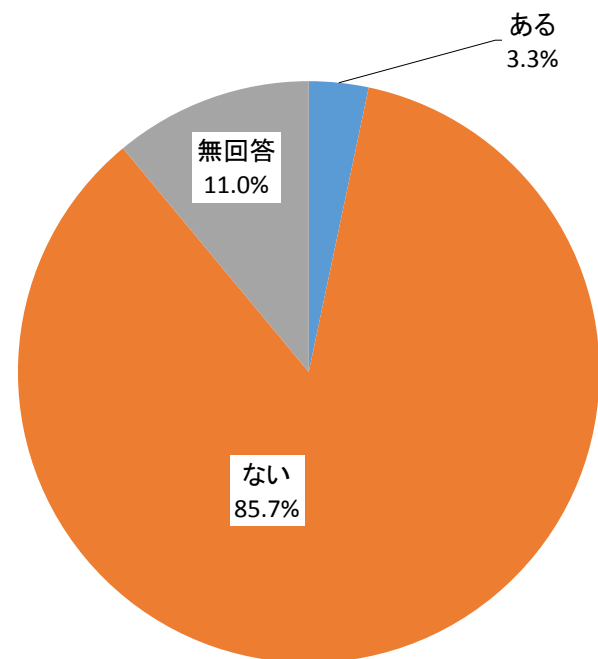
■ 質問①で全体的な印象としては、機関投資家の変化を感じている企業が多い一方、(1)、(2)に関しては、大きな変化が見られないとの回答が大多数であった。しかし、コメントでは「事前にアジェンダや質問事項を提示する投資家が増えている」、「議決権行使の参考資料としての活用が進んでいる」など肯定的な意見もみられた。

## 質問④：株主総会における議決権行使に関して

(1) 機関投資家から賛否結果及び行使理由について説明がありましたか？



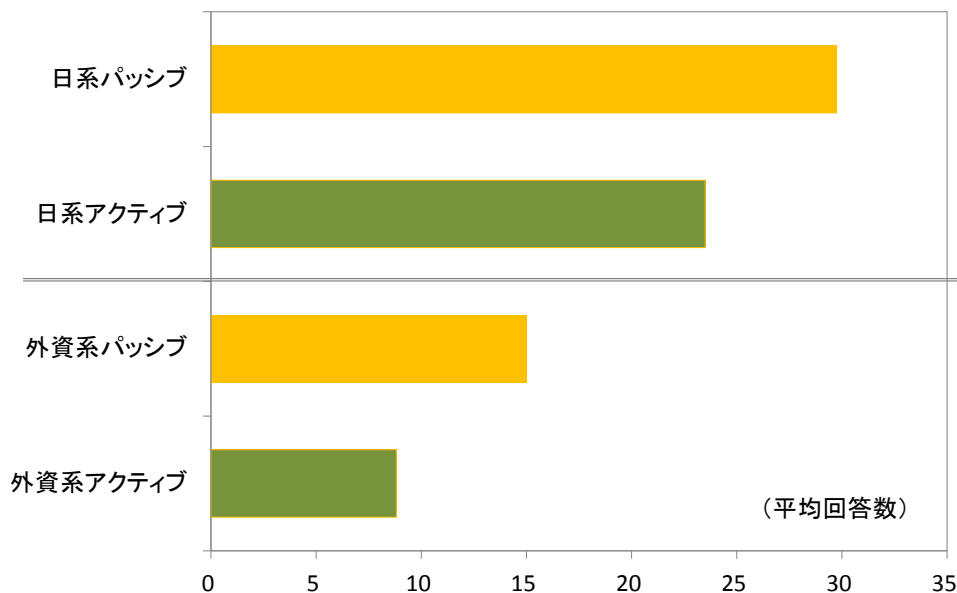
(2) 議決権行使結果の説明を要請したものの断られたケースはありますか？



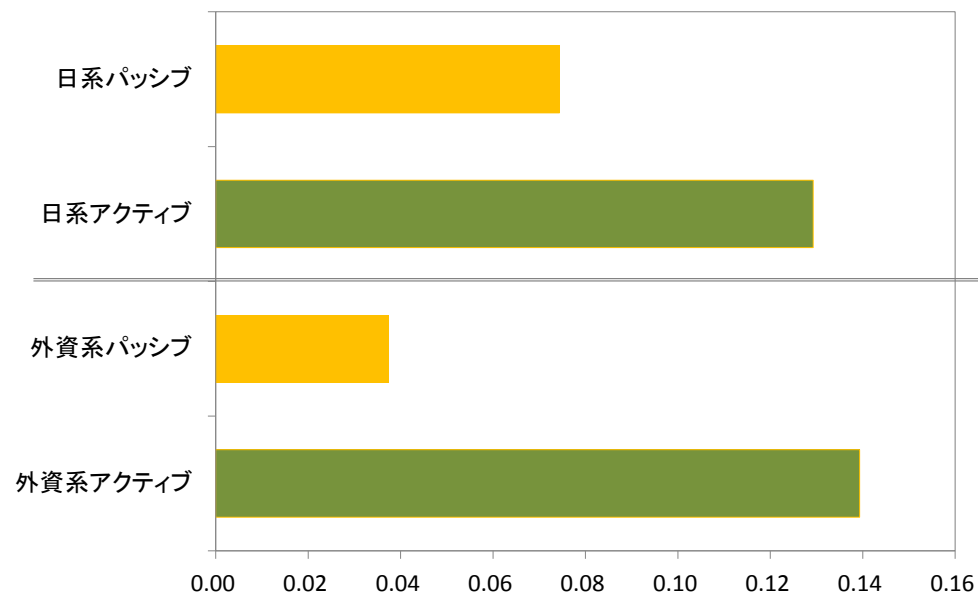
- 議決権行使結果の賛否及び行使理由については回答企業の44%の企業が何らかの説明を受けている。
- 機関投資家に議決権行使結果の説明を要請したものの断られたケースが僅かではあるものの見られた。

質問⑤: 中長期の企業価値向上の観点から有益な議論や貢献、または好ましい変化を見せたGPIFの運用受託機関名とその機関を挙げた理由(最大3社)。

運用受託機関1社あたりの平均回答数  
(単純平均)



運用受託機関1社あたりの平均回答数  
(保有銘柄数調整)



\* 右図は各委託機関投資家の2016年9月末時点の保有銘柄数で調整。ただし、保有銘柄数が400以上の場合は全て400銘柄として平均値を計算。「アクティブ」「パッシブ」の区別はGPIFの国内株運用において採用されている区分に基づく。

■ 運用受託機関1社あたりの平均回答数では、「日系パッシブ」の名前を挙げた企業が多く見られた。一方、保有銘柄数を調整した値では、「日系」「外資系」ともに「アクティブ」がそれらを上回る。



質問⑥: エンゲージメントで印象に残っている機関投資家からの質問、コメントがありましたらご記載ください。

## 主な回答(一部抜粋)

議案を見る時は2つのレベルで見ている。1つは最低限の基準。これを下回ると反対する。もう一つは、もっと高いレベルで、『理想はどうか』。この会社はどこを目指そうとしているかを見ている。それが感じられない議案はあまり意味がない。【建設】

現CEOの下での持続的な企業価値向上に向けた経営に関する取組みに高い評価をいただいている。現経営の継続性、発展性への心配からか、長期視点の投資家からは次期CEO選任(サクセッションプラン、選任プロセス等)に関する質問が増えている。このような対話を通じて、取締役会のダイバーシティとともに当社マネジメントが重要な課題として認識を強くした。【化学】

“きれいな戦略フレーム”には興味が無い。過去の企業の変化点(主に業績が厳しい局面)において、何がドライバーになったのか?それが今後の大きな環境変化局面で再現されるかが知りたい。【ガラス・土石製品】

当社の株価が適正に評価されていないことに危惧を覚えているとの発言があり、それに続き、払拭のために取るべき具体的な手段について、事例やデータを示しつつ示唆があったこと。【銀行】

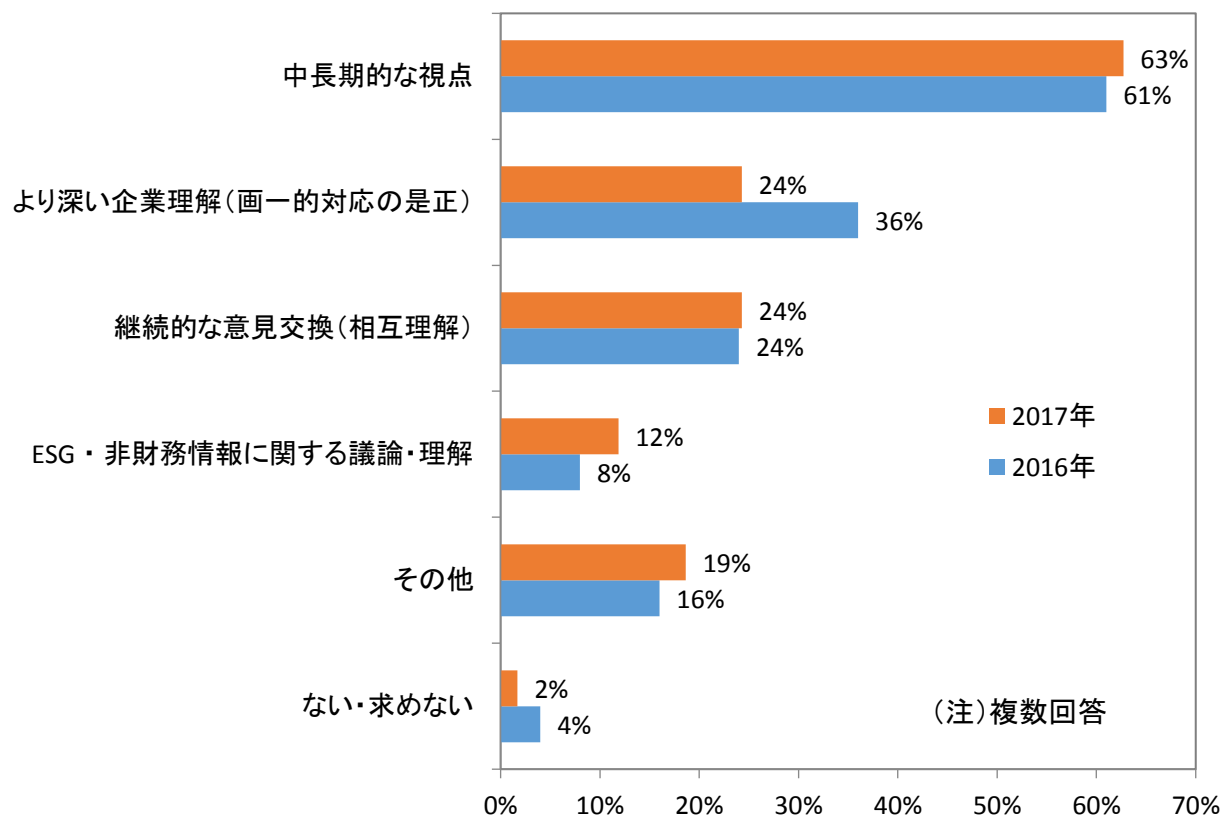
- ・非財務情報開示の重要性
- ・ESGだけで投資判断はしない、事業と融合させることが大事【輸送用機器】

SDGsの枠組で当社の成長シナリオを語ってほしい」と言う質問。形式的なESG調査ではなく、本質的にESGと企業価値評価を結びつけるための議論を検討した結果と感じた。【情報・通信】

社長、外国人取締役、社外取締役、IR担当という多様なメンバーでIR訪問するような会社は他にはない。【その他製品】

質問⑦: 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。

## アンケート結果の分類別集計



■ 昨年同様、中長期的な視点での投資や対話を期待する企業が極めて多い。ESG・非財務情報に関する議論・理解を期待する企業が昨年比で増加している。

## <質問⑦の続き>

### 主な回答(一部抜粋)

中長期的な企業価値向上に資するディスカッションができるよう、企業側としても情報開示を充実していきたいと考えている。機関投資家側からも、どのような情報が有用なのか、あるいは多くの事例と比較して当社の課題は何かといったような、機関投資家ならではの示唆をいただけることを期待する。【食料品】

一層の対話の促進、可能なら委託運用先のマネジメントの方との対話を期待したい。貴法人の委託先運用機関においては、大手運用機関で見識の高い方がいらっしゃると想像するが、そのような方との対話やフォーラム等での意見交換の場が増加していくことを期待する。

特に、社会的責任投資の観点に関しては、機関投資家の視点の重要性も増しているが、社会的責任投資市場の発展が遅れている日本の会社の弊社はそのような視点の理解が劣っている部分もある。対話の促進によって、弊社の理解と機関投資家の方の弊社の現状についての理解の双方の向上を図っていきたい。【機械】

マネジメントとのミーティングに際しては細かい数値ではなく、会社としてのビジョンや中長期的戦略、ガバナンス・社会的責任をディスカッションし、お互いに深化させることを期待したい。【機械】

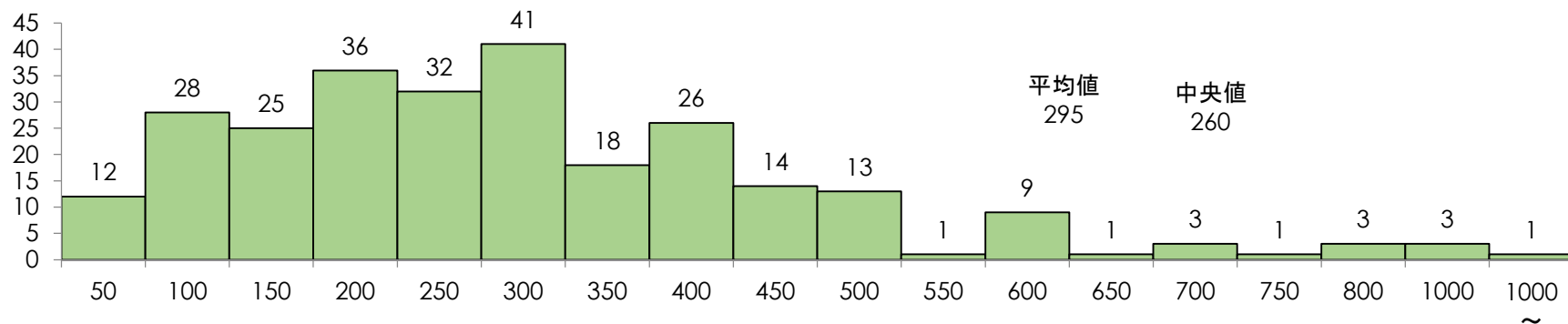
企業の本源的価値を評価し、長期視点から本音で投資判断することを期待する。  
企業との建設的な対話を実現できるよう、ポートフォリオマネージャー・アナリスト教育に関する社内体制を強化してほしい。  
投資判断と議決権行使の連動性を高めてほしい。【電気機器】

投資家サイドからのディスクロージャーの充実を求めます。例えば保有株式数や総会議案への議決権行使結果の2点は投資家から発行体へフィードバックがあるべきと考えます。【ゴム製品】

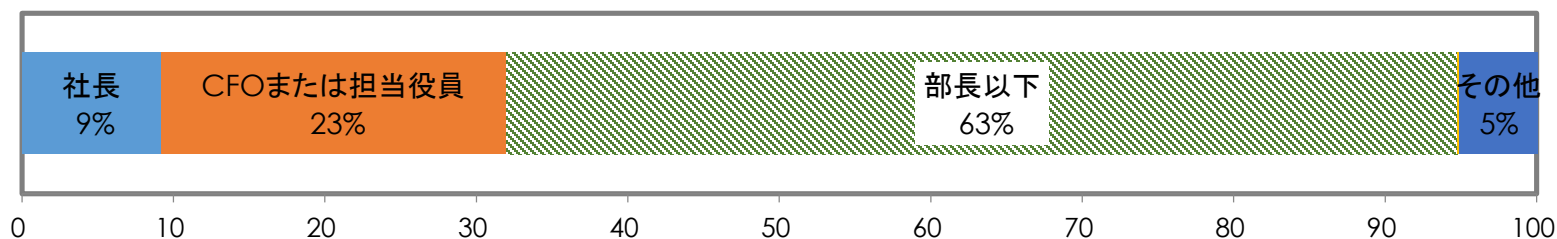
株主総会議案に対する行使判断において、数値基準などの形式基準を設ける場合、形式基準への該当性だけで判断をせずに、企業との対話を通じて判断の妥当性を確保できるようにして欲しい。【電気機器】

質問⑧:IRミーティングでの機関投資家対応について、(1)年間の機関投資家との面談件数(延べ件数)、(2)対応される方の大まかな割合を、全体を100%としてご記載ください。また、(3)対応される方はどのような理由で決めていますか？

### (1) 機関投資家との面談件数(年間、述べ件数)

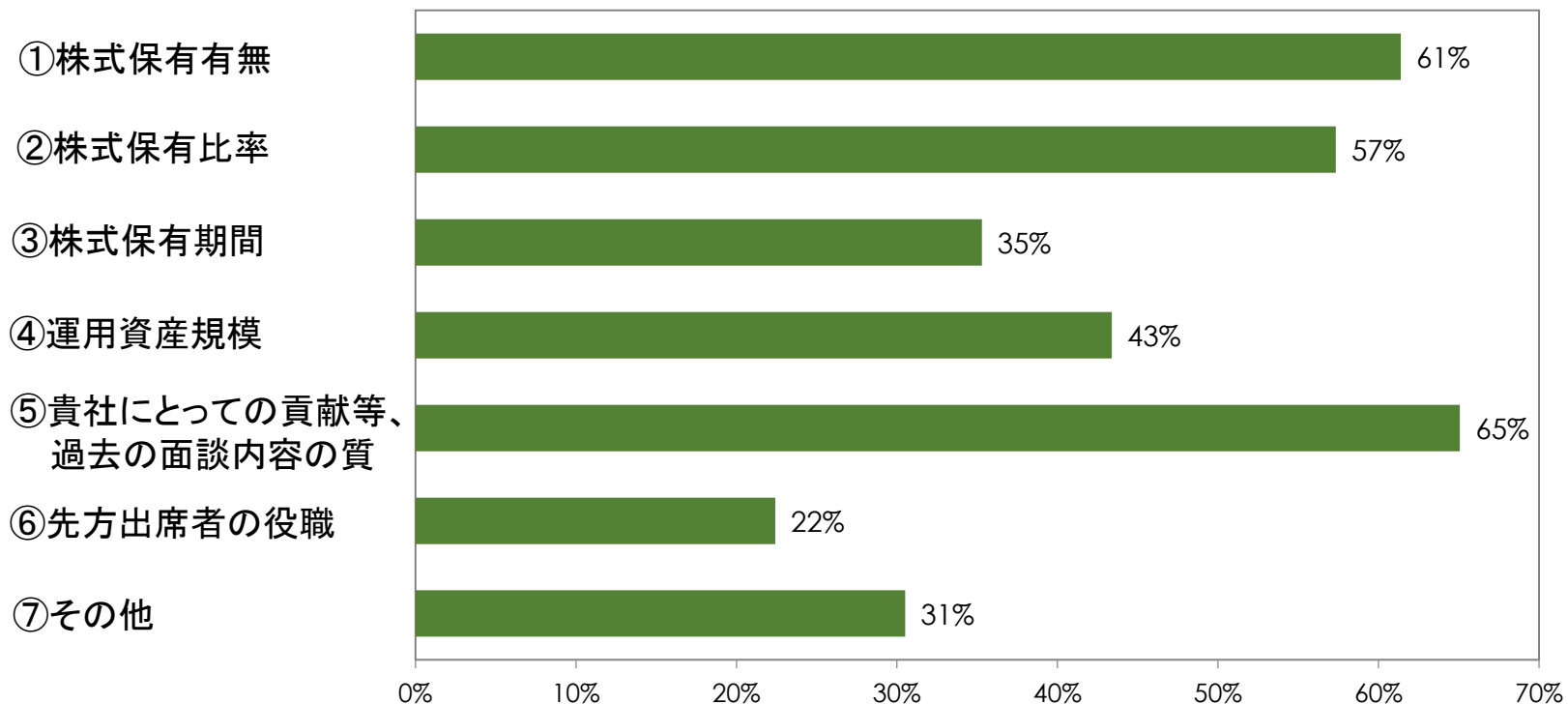


### (2) 対応される方の割合



## <質問⑧の続き>

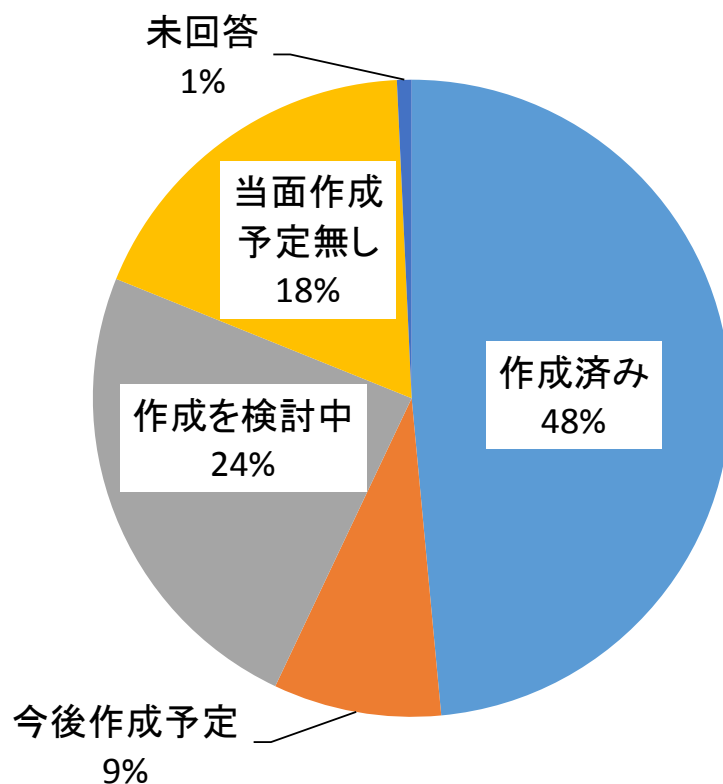
### (3) 対応される方はどのような理由で決めていますか？（複数回答）



■ 株式の保有の有無・保有比率や過去の面談の質などによって、企業は戦略的にIRミーティングの対応者を決めていることが窺える。

## 質問⑨: 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について

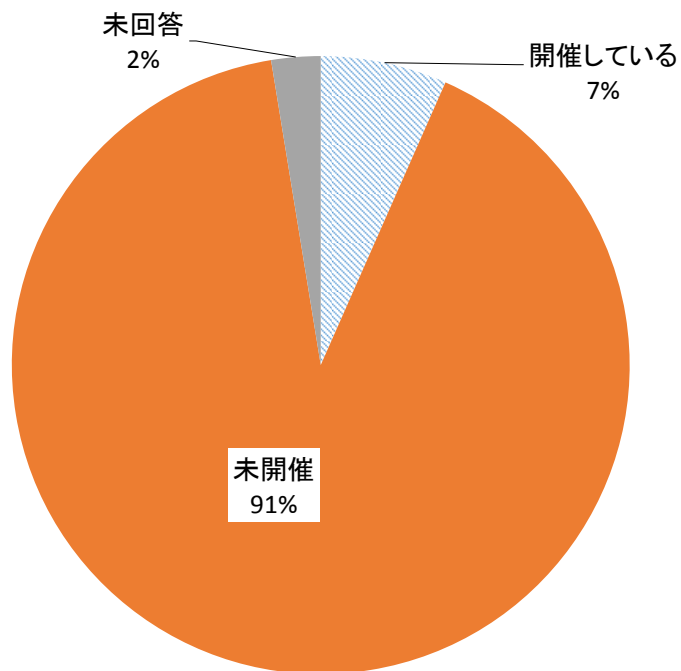
### 統合報告書等の作成の有無、及び今後の方針



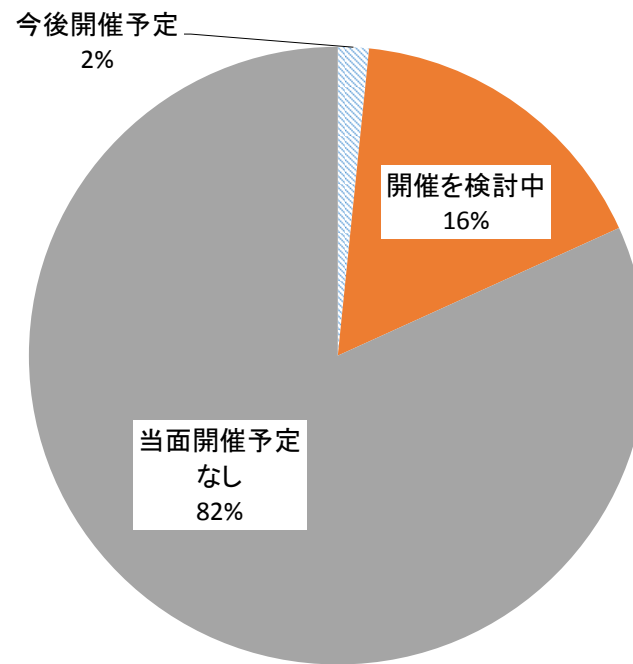
■ 統合報告書を既に作成している企業、及び作成予定・検討中の企業を含めると全体の3/4に達する。

質問⑩: ESGやCSRに特化した機関投資家向け説明会の開催について  
((1)開催の有無、(2)未開催の場合は今後の方針)

(1) ESGやCSRに特化した説明会の開催



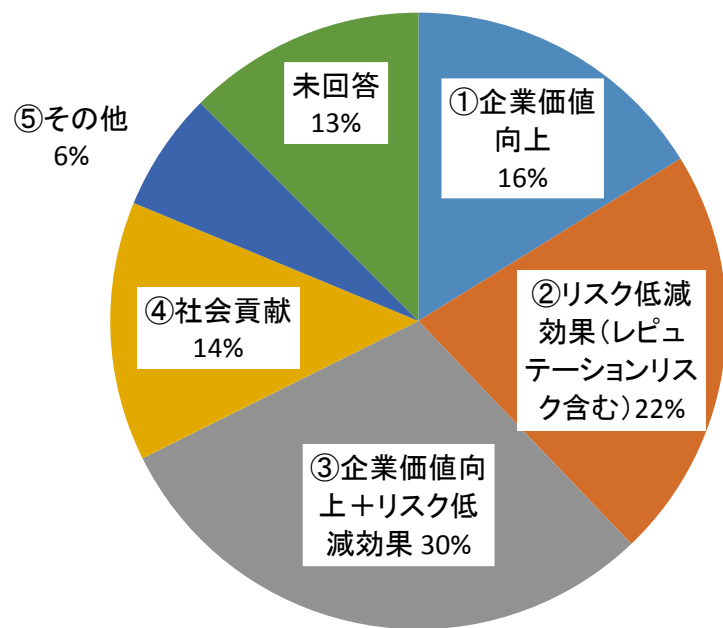
②未開催企業の今後の方針



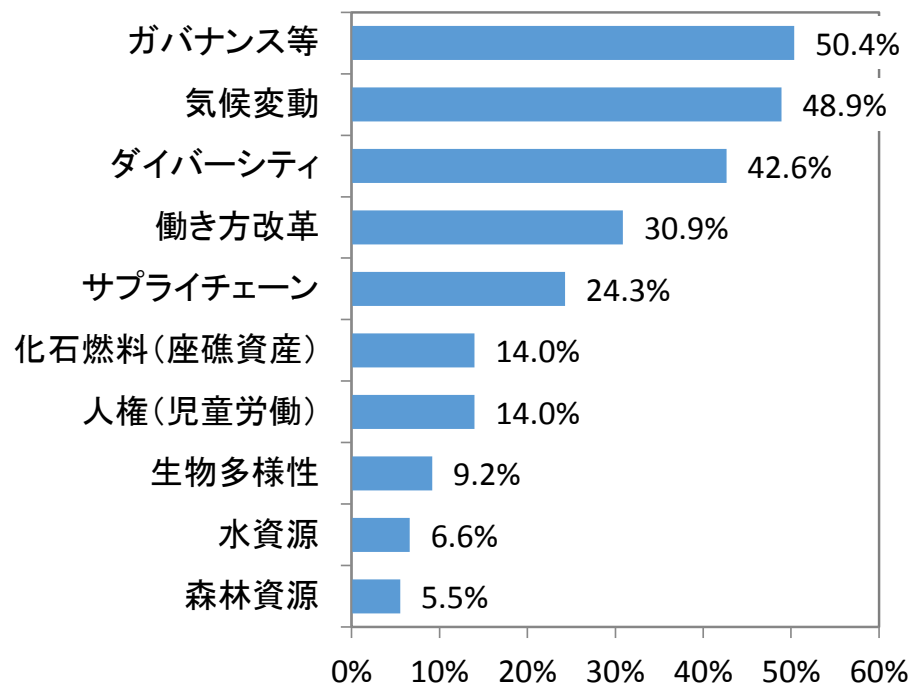
■ ESGやCSRに特化した説明会を開催している企業は、現状ごく僅かな状況であり、今後開催を検討している企業も一部に留まる。

質問⑪: ESG/CSR活動の目的及び主要テーマについて  
 ((1)ESG/CSR活動の目的、(2)ESG/CSR活動における主要テーマ)

(1) ESG/CSR活動の目的



(2) 主要テーマ(複数回答、最大3つ)

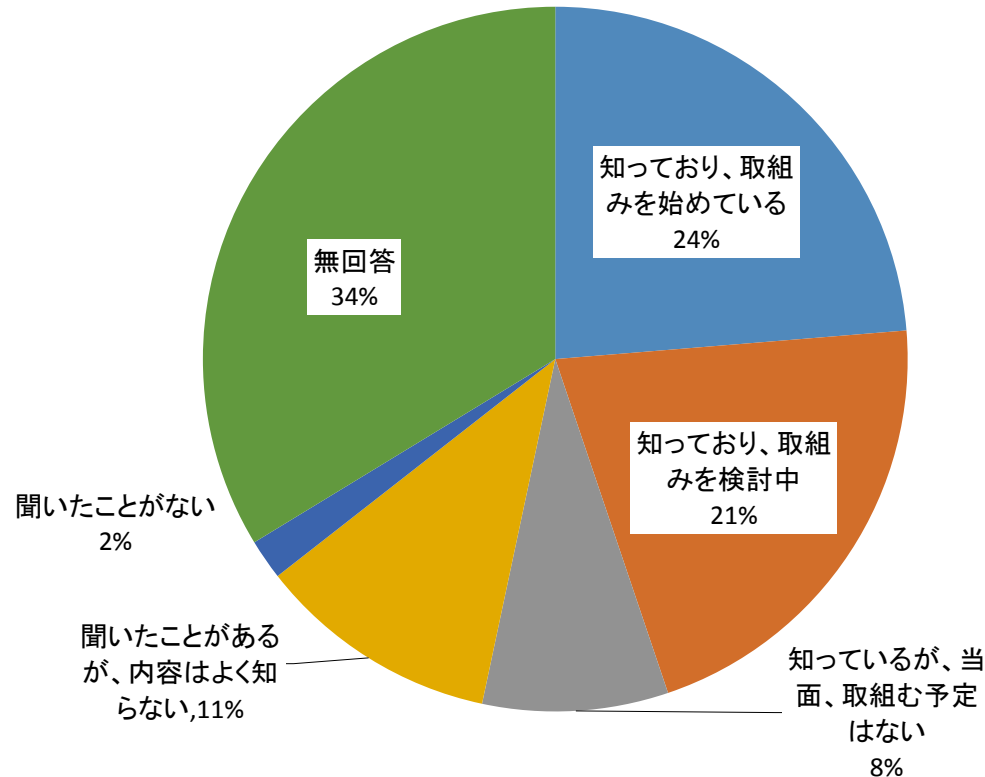


■ ESG/CSR活動のテーマとしては、ガバナンス、ダイバーシティなど、グローバル比較で日本企業の取組みが遅れているとみられている事項が目立つ。



質問⑫: SDGs(持続可能な開発目標)への取組み状況をお聞かせください。

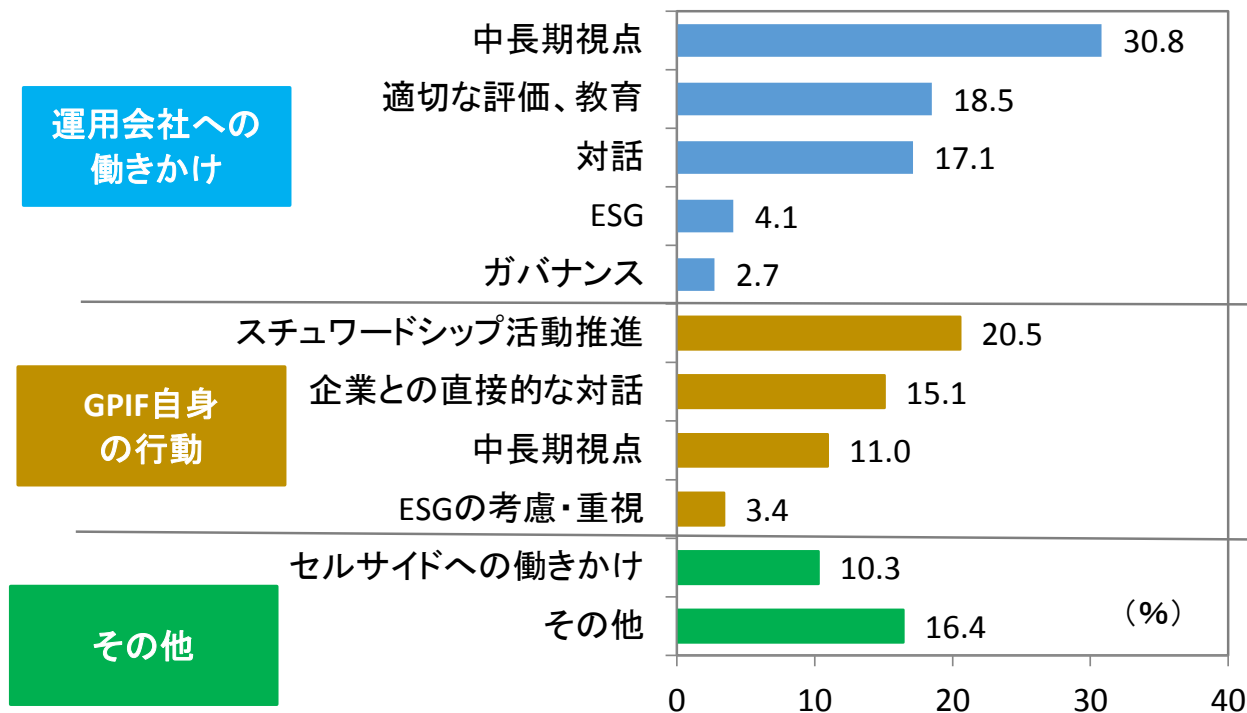
### (1) SDGsへの取組み状況



■ SDGsについて、聞いたことはあるが内容はよく知らない、無回答企業が多いなど、現状での認知度はそれほど高くないとみられる一方、既に取り組みを始めている企業も約1/4存在する。

質問⑬: アセットオーナーであるGPIFのステュワードシップ活動に関して何を期待されますか。

## アンケート結果の分類別集計



(注) 自由回答欄の記載内容よりキーワードをピックアップ、複数回答

- 「中長期的視野に基づく投資や対話」の観点から運用会社へ働きかけることや、GPIF自身が「ステュワードシップ活動」を一層推進すること、企業との直接的な対話を積極化することへの期待は高い。また、運用会社を介して、「セルサイド(証券会社)」への働きかけを期待する声も見られた。

## <質問⑬の続き>

### 主な回答(一部抜粋)

中長期視点に立った投資判断を行う機関投資家を評価・応援していただきたいです。また、その適正な評価等のためにも、こうしたアンケートに加え、可能な範囲で企業と直接対話の場を持たれてもよいのではと考えます。【陸運業】

日本のバイサイドを教育、鍛えて欲しい。機関投資家の人事、評価など、制度面での改革を促して、ショートターミズム、テクニカル分析に走るのではなく、信念を持って、長期保有し、事業会社と同水準で中長期戦略を議論できる、そうした対話を望みます。【小売】

国内外のその他のアセット・オーナーとの連携を深めながら、現状では道半ばと感じられる機関投資家の対話スタンスの変化(中長期的な企業価値向上に資すると考えられるESGに係る議論の深堀りなど)をより強く促す施策の取組みに注力して頂きたい。企業アセットフォーラムやグローバル・アセットオーナーフォーラムのような機会を通じて、投資家・発行体双方の意見や考え方を取り入れた活動をお願いしたい。【卸売】

ショートターミズム脱却の鍵を握っているのは資金の出し手となるアセットオーナーであると考え。スチュワードシップ・コードの趣旨に基づいて、運用スパンの中長期化を図るとともに、委託する運用会社に対しても、中長期的な運用成果を評価する方向でシフトされることを期待する。【食料品】

企業サイドでは、多数のESG調査や情報開示への対応に追われるとともに、それらの評価項目を踏まえた取組みを推進している。一方で実務上、発行企業においては、相応のコストや人的負担が必要となるため、その取組みの意義や発信した情報がどのように活用・評価されているのか、またアセットオーナーがアロケーションを決定するに際して、どの程度の影響があるのかといった点が頻りに議論になる。アセットアロケーションを行う上で、ESGの考慮方法(インテグレーション・ネガティブスクリーニングの割合)、運用額などを定量的に示し、情報源(調査会社・インデックスなど)が何かをお示しいただくとともに、エンゲージメント活動の中で、ESGに関するリスク・リターンをどのように評価しているのかをきちんと伝えていただきたい。アセットオーナーによる直接のフィードバックは、発行企業にとっても非常に有意義なものになると考える。【銀行】

## <質問⑬の続き>

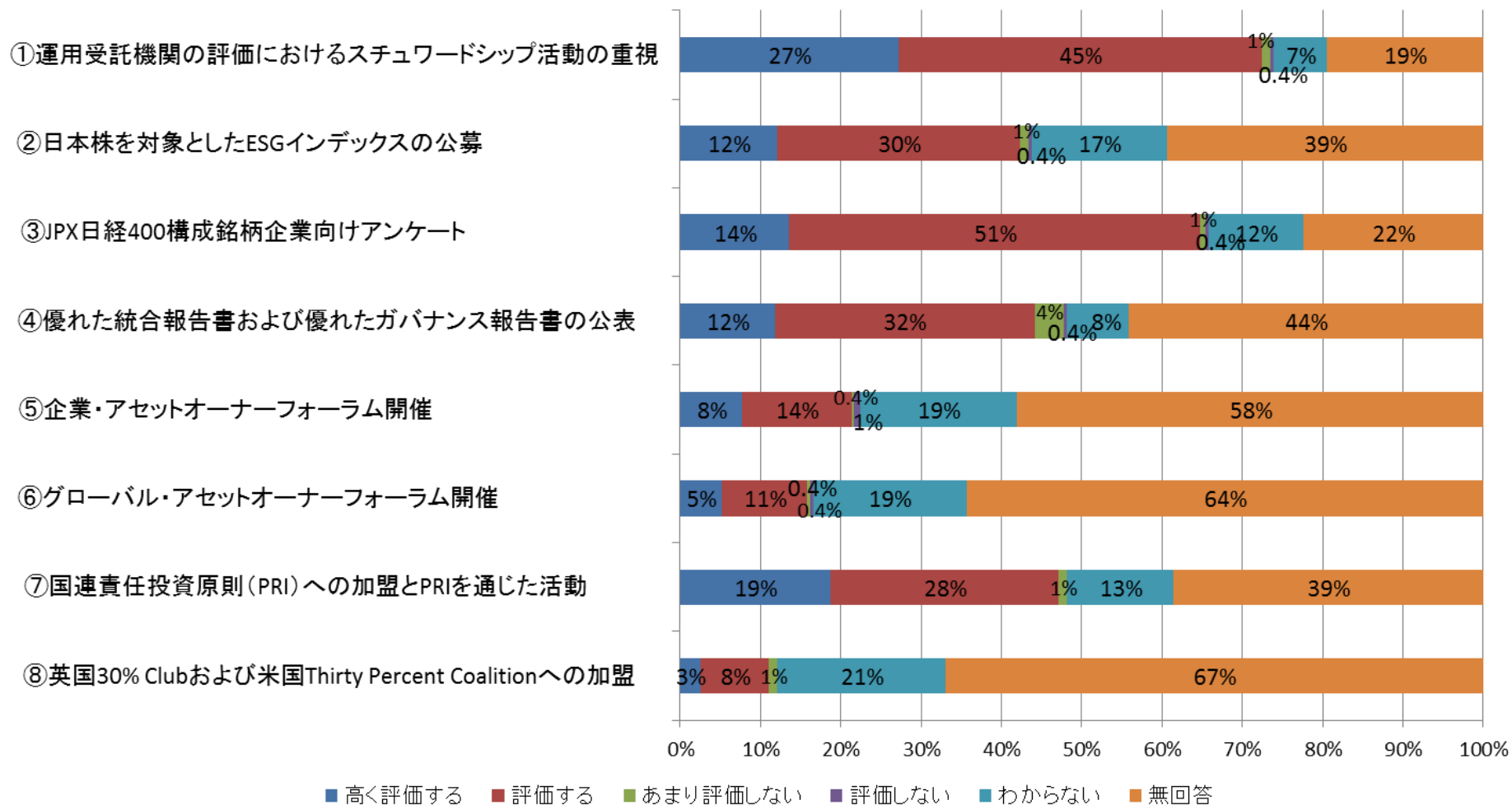
### 主な回答(一部抜粋)

発行体企業と機関投資家、アセットオーナーが一体となって中長期的な企業価値向上に取り組むための環境づくりや働きかけを継続していただきたい。このようなアンケートやフォーラムの開催はその一環であると理解している。また、機関投資家のみならず、セルサイド側にも働きかけていただけると心強い。企業側としては、セルサイドアナリストとのリレーションにも課題感を持っている。機関投資家が変わればセルサイドアナリストも自ずと変わるということも考えられるが、ショートターミズムになりがちなのはセルサイドアナリストという側面も見逃せない。(セルサイドも少しずつ変化があるようには感じる)【食料品】

GPIFの四半期レベルでの運用成績をメディア報道で目にするたびに、本来目指していただきたい長期的な視点と報道との間にギャップがあると感じています。メディア(国民)に対して長期的な視点に立つよう発信・啓蒙していただいて初めて、アセットマネージャーにも適切なスチュワードシップ活動が図れるのではと考えます。【輸送用機器】

コーポレートガバナンスが一朝一夕には進まないように、スチュワードシップに関しても長い時間および各方面からのコンセンサスを得ながら一步一步改善していくものだと思います。その意味では、貴法人におかれましても短期的に改善というよりは長期的に改善となるよう、運用委託先と建設的な対話を是非お願いしたいと存じます。また、スチュワードシップ活動との関係はありませんが、これまでのコーポレートガバナンスにおける学術研究は欧米発のものが中心となっており、わが国における実証研究はほとんどないのではないかと思います。こちらについても貴法人のサポートにおいて、各種事例の研究ができるようご支援いただくことを希望します。【情報・通信】

質問⑭: 最近のGPIFの取組みについて、以下の中でご存じのものがあればお選びください(複数回答)。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。



GPIF

GOVERNMENT  
PENSION  
INVESTMENT  
FUND

■ Homepage

<http://www.gpif.go.jp/>



■ YouTube channel

<https://www.youtube.com/channel/UCWpjyPh1kw0VyfIPpcVMIXw>



■ Twitter

<https://twitter.com/gpiftweets>

