



2025/2026年 スチュワードシップ活動報告

2026年4月17日

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

本報告書は、スチュワードシップ・コードに基づき、株主総会の集中する4月から6月の運用受託機関における議決権行使結果（議案の主な種類ごとに整理・集計した結果）を含むスチュワードシップ活動状況について、GPIFのホームページで公表するものである。

本報告書は、既存運用受託機関や運用受託機関候補となりうる運用機関に対して、当法人のスチュワードシップ責任に対する考え方を伝えることを主要な目的としている。

また、GPIFの中期計画では、スチュワードシップ活動状況について、「スチュワードシップ活動報告」をとりまとめ、経営委員会へ報告することになっており、本報告書にて報告をする。

なお、年度を通した運用受託機関における議決権行使結果（議案の主な種類ごとに整理・集計した結果）を含むスチュワードシップ責任を果たすための取組については、当該年度の業務概況書で公表する。

1. GPIF のスチュワードシップ活動の方向性と取組み

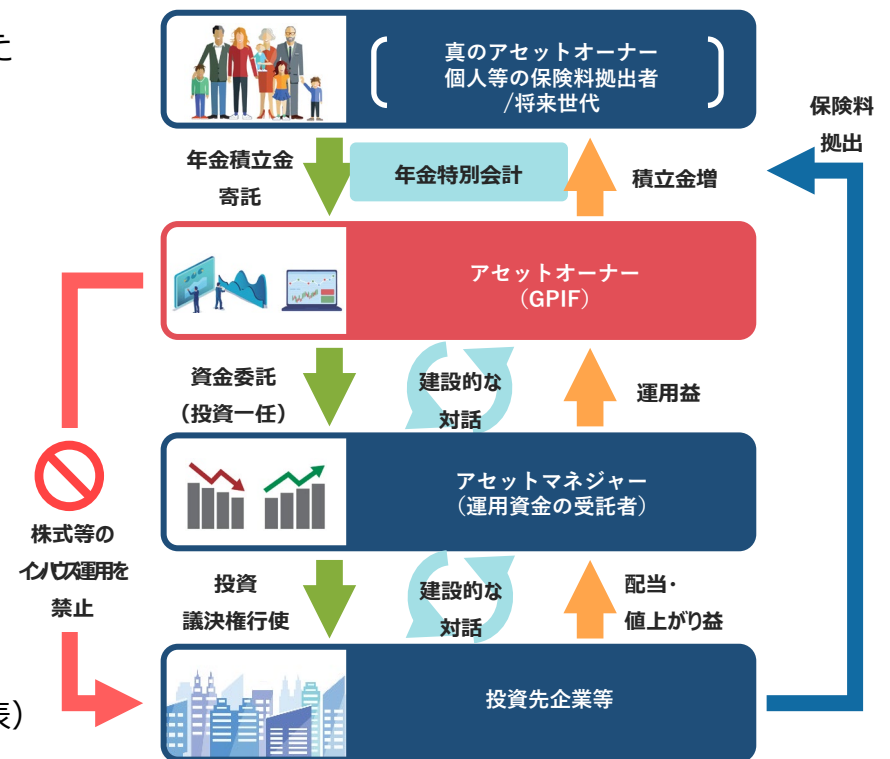
- GPIFは、アセットオーナー・プリンシプルを受け入れており、アセットオーナーとして、サステナビリティ投資の一環で、専ら被保険者の利益のために長期的な投資収益の拡大を図る観点から、スチュワードシップ責任を果たすための活動（スチュワードシップ活動）を実施。

（注）日本版スチュワードシップ・コード（金融庁 2025年6月26日）より

「**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拡大を図る責任を意味する。

- GPIFは、現物株式に対して直接の投資を行わず、投資一任契約により委託先の運用会社（運用受託機関）を通じて運用を行っている。
このため、スチュワードシップ活動においては、
 - 1) **運用受託機関が**、投資先企業との間でサステナビリティを考慮に入れた「建設的な対話」（**エンゲージメント**）等を行うことを通じて、
 - 2) 長期的な**企業価値が向上**し、それが、
 - 3) **資本市場や経済全体の持続的な成長**につながることで、
 - 4) 最終的に**GPIFの長期的な投資リターンが向上**するという、**インベストメントチェーンの好循環の促進**を目指している。
- GPIF自身は、**アセットオーナーとして**、主に**以下の取組み**を実施していく。
 - 1) 運用受託機関のスチュワードシップ活動を評価すること等を通じた**運用受託機関とのエンゲージメント（双方向）**
 - 2) 運用受託機関とのエンゲージメント等を踏まえた**アセットオーナーとしての考え方・取組みの積極的な発信**
 - 3) 企業、関係団体、他のアセットオーナー等の**ステークホルダーとの意見交換・情報交換**

（2025年度はP.4-8、2026年度はP.9参照）
（参考）[GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み](#)（2025年3月31日公表）



2. 第5期中期目標期間における重点事項についての取組み

- GPIFは、「[GPIFのステewardシップ活動の方向性と当面の取組み](#)」において、GPIFの第5期中期目標期間における重点事項として、企業による①「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、②「サステナビリティに関する取組み・開示」、③「実効的なコーポレートガバナンス」を、運用受託機関によるエンゲージメント等を通じて推進することを掲げている。
- この3つの重点事項に関して、**2025年度**は以下の取組みを実施した（詳細は、次頁以降に記載）。

①「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」のエンゲージメントに関する国内株式運用受託機関に対するインタビュー

- ✓ 本インタビューは、毎年の総合評価とは切り離し、資本コストや株価を意識した経営をめぐる、運用機関が企業とどのような対話をし、何が進み、何が課題かを、具体的事例を通じて把握するために実施した。
- ✓ 企業側の意識も前進しており、資本配分方針の開示や株主還元強化といった成功事例が挙げられた。一方、実際の対話は、還元や開示にとどまらず、投資規律や事業ポートフォリオなど、将来キャッシュフローを左右する論点にまで及んでいることも確認された。
- ✓ 運用機関は、論点設計、資料提示、相手方やタイミングの見極めを通じて、こうした実質的な対話を進めており、GPIFとしても、その実務や工夫を把握・共有することで、インベストメントチェーンの好循環を促進していく。

②「優れた統合報告」などの優れた開示シリーズの運用受託機関向けアンケートを「優れたサステナビリティ開示」に一本化

- ✓ これまでGPIFでは、優れた統合報告など優れた開示シリーズの公表を実施してきたが、GPIFのサステナビリティ投資方針や統合報告をはじめとしたサステナビリティ開示を取り巻く環境変化を踏まえて、2025年より、「優れたサステナビリティ開示」に一本化。
- ✓ その結果、日本企業と海外企業では、選定された開示が大きく異なることが分かった。
- ✓ 海外企業の事例は、SSBJ 基準による開示が段階的に始まる日本企業にとって、今後、制度開示と任意開示をどのように戦略的に使い分けて開示していくかという観点で参考になると考えている。一方、運用受託機関には、サステナビリティ情報の活用方法の企業への説明を期待したい。

③日本のコーポレートガバナンス改革に関する国内運用受託機関との対話

- ✓ コーポレートガバナンス・コードの改訂に向けた議論が行われていることを契機に、国内運用受託機関とコーポレートガバナンス改革に関する対話を実施した（対話のテーマや、運用受託機関の意見のポイントは、P.7に記載）。
- ✓ 運用受託機関の中には、当局や経済団体と意見交換を実施している先があることを確認。GPIFは、コーポレートガバナンス改革について、機関投資家が積極的に意見発信を行うことが重要と認識している。
- ✓ また、GPIFは、アセットオーナーとして、コード改訂を踏まえたコーポレートガバナンスに関するエンゲージメント・議決権行使のあり方等について、引き続き、運用受託機関等と対話を行っていく。

2. 第5期中期目標期間における重点事項についての取組み

①「資本コストや株価を意識した経営」のエンゲージメントに関する国内株式運用受託機関へのインタビュー

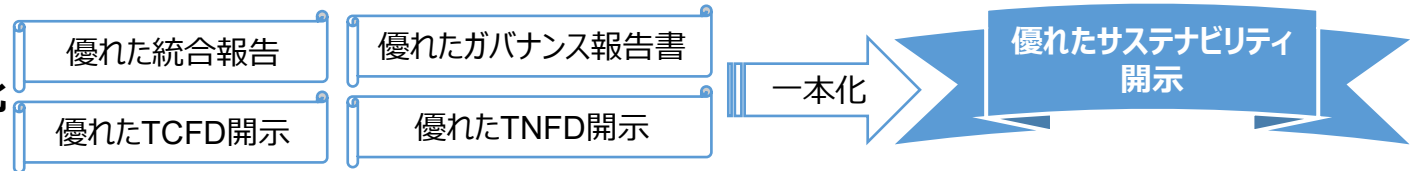
- GPIFの国内株式の委託先である運用受託機関複数社と、「資本コストや株価を意識した経営」のテーマに限定して、実際のエンゲージメント事例を中心としたインタビューを個別に実施（2025年10月～12月）。今回のインタビューを通じて、この2～3年で企業側の問題意識や受け止め方が大きく変化し、対話が進めやすくなったことが確認された。一方で、企業の理解が広がったことと、実質的な対応が進んでいることは同じではないことも明らかになった。
- 成功事例として取り上げられた企業で比較的多く観測された変化は、株主還元方針の見直し、政策保有株式の縮減、バランスシートに対する考え方の明示、ROE・ROIC・資本コストに関する開示の改善などであった。ただし、こうした変化は、対話だけで生じたものではなく、経営トップの問題意識、株価や業績動向、東証要請、他の株主からの働きかけなど、複数の要因が重なって表れている場合が多い。
- 他方で、実際の対話は、その一段奥に進んでいた。運用機関は、還元や開示の改善にとどまらず、投資規律、事業ポートフォリオ、資本配分の優先順位、取締役会でのモニタリングといった、将来キャッシュフローを左右する経営判断の質そのものを論点としていた。これは、企業に代わって戦略を作ることではなく、投資家の視点から経営の質を高めるための後押しと考えられる。
- こうした対話を実質的なものにするために、運用機関はさまざまな工夫を行っていた。結論を押しつけるのではなく、企業が主体的に取り組むことを促すような論点や質問を設計すること、企業が社内で共有できる資料や分析を用意すること、他社事例を用いて現在地を相対化し目線を引き上げること、さらにCFO、社長、社外取締役、取締役会といった社内の議論や経営判断が行われる場に議論を届けることが行われていた。また、役職が高ければ足りるわけではなく、その会社の内部で誰が論点を動かせるのか、社内の力関係やキーパーソンを見極めてもいた。さらに、中期経営計画、株主総会前後など、企業側の節目を見ながら対話を組み立てていた。ただし、これらは当然にできるものではない。社長含む経営陣との面談は継続的な対話の蓄積の上でようやく実現することも多い。
- インタビューを通じて、変化が出やすい企業と出にくい企業の違いも見えてきた。変化が出やすい企業では、財務基盤に一定の余力があり、経営トップが問題意識を持っていることが多く挙げられ、そのような企業では経営陣が対話に参加するケースが多かった。一方で、業界環境や業績が厳しい、経営陣と投資家の認識ギャップが大きい、社内の縦割り、取締役会の実質化が途上、等が見られる企業では、目標や方針が示されても実際の変化には結びつきにくいようである。
- GPIFとして今後特に重視したいのは、情報開示や市場評価のディスカウント解消に関する対話にとどまらず、事業戦略や資本配分といった、将来キャッシュフローにより直接つながる論点について、実質的な対話が行われていくことである。今回のインタビューでも、そうした領域に踏み込んだ対話はすでに一部で見られた。こうした対話は長期間にわたって行われるものであることから、GPIFとしては、実質的な対話が着実に行われるよう、現場で起きていることを丁寧に把握し、その実務や工夫を広く共有することを通じて、インベストメントチェーンの好循環を引き続き促進していく。なお、本件の詳細は別途公表予定。

2. 第5期中期目標期間における重点事項についての取組み

②「優れた統合報告」などの優れた開示シリーズを「優れたサステナビリティ開示」に一本化

➤ 変更Point 1

2025年より、4つの優れた開示を一本化



➤ 変更Point 2

優れたサステナビリティ開示について日本企業と海外企業の比較が可能に

(上記4つの優れた開示を一本化することで、国内及び外国株式運用受託機関に同様の依頼をできるようになった。)

➤ 変更の背景

- GPIFは、2025年3月にサステナビリティ投資方針を策定し、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指している。こうしたなかで、GPIFは、同方針やスチュワードシップ責任を果たすための方針等に則り、マテリアリティを重視したサステナビリティに関する各種活動を推進。

- グローバルにはISSB基準に基づくサステナビリティ情報開示の採用が今後進んでいく。特に日本企業においては、ISSB基準に適合したSSBJ基準による法定開示が段階的に適用開始されることを見据えて、サステナビリティ開示について媒体ごとではなく、まさに統合的に考える段階に来ている。GPIFではこれらの状況を踏まえ、今回から優れた各種開示を「優れたサステナビリティ開示」に一本化。その結果、優れたサステナビリティ開示をグローバルに比較することが可能になり、日本企業と海外企業では、選定された開示が大きく異なることが分かった。

- ✓ 日本企業の優れたサステナビリティ開示は、開示種類別では、任意開示が圧倒的に多く、選ばれた開示の95%が任意開示。さらに、その3分の2を統合報告書が占める。
- ✓ 海外企業では、選ばれた開示の58%が任意開示である一方、制度開示も36%を占めている。開示ルール、要件は国や地域によって異なるため、日本企業と単純に比較するのは難しいが、開示形式も多岐にわたっている。選ばれた開示のうち、サステナビリティ・レポートが30%と最大の割合（単体文書として選定されたもの。以下同様）。次いで、アニュアルレポートが8%、統合報告書とインパクト・レポートがそれぞれ4%。また、単体の開示だけではなく、財務・非財務を組み合わせで選定されているケースも多く見られた。

- 海外企業の事例は、SSBJ開示が段階的に始まる日本企業にとって、今後、制度開示と任意開示をどのように戦略的に使い分けて開示していくかという観点で参考になると考えている。運用受託機関には、サステナビリティ情報の活用方法の企業への説明を期待したい。

2. 第5期中期目標期間における重点事項についての取組み

③日本のコーポレートガバナンス改革に関する国内運用受託機関との対話

- 5年ぶりのコーポレートガバナンス・コードの改訂に向けた議論が行われていることを契機に、GPIFの国内株式の委託先である運用受託機関複数社とコーポレートガバナンス改革に関する対話を個別に実施した（2026年2月～3月）。
テーマは、コード改訂で主な検討項目とされていた①コーポレートガバナンス・コードのスリム化・プリンシプル化、②成長投資の促進（経営資源の適切な配分）、③有価証券報告書の定時株主総会前の開示、④取締役会事務局の機能強化等。
- ✓ 対話先の運用受託機関からは、①コーポレートガバナンス・コードのスリム化・プリンシプル化、②成長投資の促進（経営資源の適切な配分）については、コード改訂の趣旨・方向性に対して概ね賛同する意見が多かった。
※ ①については、補充原則に残すべきものがあるとの意見があった。
②については、既にエンゲージメントの重要テーマとして取り組んでいるとの意見が多くあった。
- ✓ ③有価証券報告書の定時株主総会前の開示については、あるべき姿として、総会前に開示すべき（実務的には、総会の開催を後ろ倒しすべき）との意見があった一方で、現状でも総会に対応できている、3週間前でないと総会には使えないとの意見があった。
- ✓ ④取締役会事務局の機能強化に関しては、取締役会の監督機能の実効性を重視する観点から、社外取締役の果たす役割への期待が大きいとの意見が多かった。
事務局に対しては、投資家と社外取締役との対話を含め、社外取締役のサポート役を期待する意見が聞かれた。
- 運用受託機関の中には、当局や経済団体とコーポレートガバナンス改革に関する意見交換を実施している先があることが確認された。
コーポレートガバナンス改革は、日本の資本市場の持続的成長に向けた重要な取組みである。GPIFは、機関投資家（アセットオーナー・アセットマネージャー）が積極的に意見発信を行うことが重要と認識している。
- ③有価証券報告書の定時株主総会前の開示については、グローバルスタンダードに照らした資本市場のあるべき姿として海外機関投資家やコーポレートガバナンスに関するグローバルな投資家等の団体から要請がある一方で、今回、国内運用受託機関の間でも温度差があることが確認された。（内外の）機関投資家間においても、有価証券報告書の意義を含めて、お互いの考え方を理解し、今後の方向性、実務的な論点について建設的な意見交換が進むことが期待される。
- また、GPIFは、アセットオーナーとして、コーポレートガバナンス・コードの改訂を踏まえたコーポレートガバナンスに関するエンゲージメント・議決権行使のあり方等について、引き続き、運用受託機関等と対話を行っていく。

3. 重点事項以外の2025年度の取組み

- 日本版スチュワードシップ・コード（金融庁）の3次改訂を踏まえて、GPIFの「[スチュワードシップ責任を果たすための方針](#)」「[スチュワードシップ活動原則](#)」を改訂した。（P.12 原則1「スチュワードシップ責任を果たすための方針/スチュワードシップ活動原則/議決権行使原則」参照）
- 年に一回の運用受託機関に対する総合評価におけるスチュワードシップ評価（評価体系・評価項目等については、P.13-15「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」参照）において、運用受託機関のスチュワードシップ活動における組織・体制・方針、利益相反管理、投資先企業へのエンゲージメント、議決権行使等の評価を行った。（スチュワードシップ活動の現状についての評価内容の詳細は、「スチュワードシップ・コードの各原則への対応詳細」において、原則ごとに記載）
- 2025年7月に、（ESG指数に加えて）初めて国内株式及び外国株式について[ESGファンドの募集](#)を行うことを公表。「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立が期待できることに加えて、サステナビリティに関するリスクの低減等の効果をより円滑に計測するため、原則として、**ESG要素に関するKPIを設定すること求めている**点が特徴。
- [東京証券取引所のイベント](#)における内田理事長の基調講演（「GPIFのサステナビリティ投資について～エンゲージメントを通じた中長期的な企業価値の向上～」2025年12月5日）など、スチュワードシップ活動について情報発信を行った。
- 一般社団法人日本経済団体連合会とともに、「[第3回 経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル](#)」を開催した。

4. 2026年度の主な取組み

- 運用受託機関数（再委託先数含む）の増加に伴いスチュワードシップ活動の水準にばらつきが見られることも踏まえ、引き続き、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を図る。
- 「**運用受託機関への期待**」（次頁）を踏まえた**スチュワードシップ評価**を実施する。
その際、PDCAの観点から、運用戦略・投資スタイルに応じて**企業価値向上につながるエンゲージメント**ができているかを評価する。
エンゲージメントテーマとしては、3つの重点事項（「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」「**サステナビリティに関する取組み・開示**」「**実効的なコーポレートガバナンス**」）を重視する。
また、GPIF自身も**PDCAの観点からエンゲージメントの効果検証**に取り組む。
- **運用受託機関とのエンゲージメント**においては、運用受託機関からGPIFに対する意見・要望を聞くことを含めた**双方向の対話**を行う。
- （運用受託機関との双方向のエンゲージメントやステークホルダーとの意見交換・情報交換（以下）を踏まえ、）**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考え方や取組内容**を開示や講演等を通じて**積極的に発信**する。
- 企業、関係団体、他のアセットオーナー等のステークホルダーとの意見交換・情報交換を行う。その際、アセットオーナーとして、アセットオーナー・プリンシプルの趣旨を踏まえた取組みの一層の進展に向けて、インベストメントチェーンの好循環を促進する牽引役となるよう努める。

5. 運用受託機関への期待

- 運用受託機関への期待は、以下のとおり。
 (「エンゲージメントの高度化」のうち、「**企業価値向上につながるエンゲージメントの枠組みの構築**」については、「エンゲージメント強化型パッシブ」「ESGファンド」等の運用戦略・投資スタイルや、運用受託機関のスチュワードシップ活動全般の進展度合いに応じて、**総合評価等**を通じて運用受託機関の取組みを確認していく。)

■ エンゲージメントの高度化

- ✓ **企業価値向上につながるエンゲージメントの枠組みの構築**
 - エンゲージメント目標の設定、マイルストーン管理、効果的なエスカレーション戦略の実施
 - エンゲージメント実績データの整備と効果検証(取組みが進んでいる運用受託機関においては、対話のステージ管理に留まらず、企業行動変化の確認・KPI計測・統計手法等によるエンゲージメント成果のアウトカムベースでの把握・分析)
- ✓ **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
- ✓ マテリアリティを考慮した**サステナビリティ課題**についてのエンゲージメント（新たなサステナビリティ課題への対応を含む）
- ✓ **エンゲージメント結果を踏まえた議決権行使、サステナビリティ課題の議決権行使への反映**

■ 運用とスチュワードシップ活動の融合

- ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間での**連携強化**
- ✓ 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
- ✓ **債券投資**におけるスチュワードシップ責任に係る取組み
- ✓ 投資スタイルに合わせた**ESGインテグレーション**の実践

■ 投資家としての情報発信、投資先へのメッセージ

- ✓ 情報開示や投資先企業との対話を通じて、以下を積極的に発信
 - **スチュワードシップ活動の方針・考え方**（サステナビリティ関連含む）、**議決権行使方針・行使結果**
 - ISSB基準等のグローバル・スタンダードに沿った**サステナビリティ開示**
- ✓ 日本の資本市場の持続的成長に向けた、**投資家としての意見発信、内外投資家間の意見交換**



スチュワードシップ・コードの各原則への対応

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。

1. 各種方針

- 日本版コードの原則1指針1-2で、機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、インベストメント・チェーン上で自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきであるとされている。また、同指針1-4では、アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきであるとされている。
- GPIFでは、[投資原則](#)、[アセットオーナー・プリンシプル取組方針](#)、[サステナビリティ投資方針](#)において、サステナビリティ投資やスチュワードシップ活動について考え方を示している。
- また、スチュワードシップ・コードに対応してスチュワードシップ責任を果たすための方針を制定している。その方針をベースに、**運用受託機関への要請事項として、[スチュワードシップ活動原則](#)及び[議決権行使原則](#)を制定。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は、[スチュワードシップ活動原則](#)及び[議決権行使原則](#)に従って評価を実施している。**
- 2025年6月に、日本版コードの第3次改訂がなされことを受けて、GPIFは、スチュワードシップ責任を果たすための方針とスチュワードシップ活動原則を以下の通り改定。

(1) スチュワードシップ責任を果たすための方針及びスチュワードシップ活動原則の改定

- 2025年6月26日に第三次改訂版の「日本版スチュワードシップ・コード」が確定された。今回の改訂の主要なポイントは、①実質株主の透明性向上、②協働エンゲージメントの促進、③コードのスリム化・プリンシプル化。
- 上記①実質株主の透明性向上に関しては運用受託機関の対応が重要になるため各社の対応方法について確認。
- GPIFは、2025年12月8日に第三次改訂版日本版スチュワードシップ・コードに賛同し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を更新し公表。併せて、運用受託機関向けの要請事項をまとめている「スチュワードシップ活動原則」も更新して公表。いずれにおいても上記コードの変更の趣旨に賛同し、実質株主の透明性向上と協働エンゲージメントの促進について考え方と対応を明示。

コード変更箇所 (原則4)	スチュワードシップ責任を果たすための方針	スチュワードシップ活動原則
実質株主の透明性向上	○ 投資家、投資先企業双方とも株式保有の多寡にかかわらず、保有状況の開示によって、実効的な対話が促進されることは望ましいと考えます。そのため、運用受託機関に対しては、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表することを求めます。なお、GPIFは、透明性の観点から、毎年度末時点における各資産の保有状況を公表しています。	○ 運用受託機関は、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度、投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること。また、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すること。
協働エンゲージメントの促進	○ また、GPIFは、運用受託機関の選定時や、毎年実施している総合評価時など、必要な機会を捉えてヒアリングを行い、投資先企業の状況の把握、投資先企業との対話などの実施状況を把握するよう努めます。投資家と企業の対話の在り方は様々ですが、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話を念頭に置いてどのような対話が実効的か、運用受託機関が検討することが重要と考えます。単独での対話に加え、協働エンゲージメントも重要な選択肢です。これらを踏まえ、運用受託機関に対してエンゲージメントを行います。 ○ 加えて、GPIF自身も法令の範囲内で、国内外のアセットオーナーやインシアティブ、機関投資家団体、経済団体など対話や協働を行うことも重要であると考えています。上記のような幅広い市場関係者と継続的に対話・協働を行っていくことなども通じて、インベストメントチェーンの好循環の構築を目指すことで、スチュワードシップ責任を果たします。	○ 運用受託機関は、単独での対話に加え、協働エンゲージメントも重要な選択肢であることを踏まえ、エンゲージメントに取り組むこと。

2. 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

(1) 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。2025年の第3次改訂版においては、前頁のとおり、実質株主の透明性向上、協働エンゲージメントの促進、コードのスリム化・プリンシプル化が図られた。
- これらのことから、ESGなどのサステナビリティ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、2020年のコードの再改訂を受けて、同年の総合評価から、スチュワードシップ責任にかかる取組の評価について、より実質的な活動を評価する体系に変更し評価を実施。

評価ウェイト	株式パッシブ	株式アクティブ
投資方針・運用プロセス 組織・人材他	70%	90%
スチュワードシップ責任	30%	10%
スチュワードシップ評価の観点	市場の持続的な成長に資するか	投資先の長期的な株主価値増大に資するか
同評価のベース	(共通) スチュワードシップ・コード、GPIFのスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則	

2. 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

- 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。

（2）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。2026年度も同様の方針。

2. 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

- 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

（3）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サステナビリティ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などのサステナビリティを重視する投資家が海外中心に多い。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などのサステナビリティの取組状況を重要な評価項目としている。
- 採用後は、定期的にサステナビリティに関する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サステナビリティに関する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サステナビリティに関する取組状況を確認している。選定後も、サステナビリティに関する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サステナビリティに関する評価基準を提供している。毎年一度、不動産及びインフラ投資におけるESGの取組や達成度を評価しており、直近の年次評価では2,300を超える不動産会社・不動産ファンド及び約800のインフラファンド・インフラアセットが参加している。約150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



G R E S B

3. 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、まず、**GPIFのスチュワードシップ責任に対する考え方を提示**。主に、GPIFのスチュワードシップ責任を果たすための方針や運用受託機関への要請事項であるスチュワードシップ活動原則や議決権行使原則を示し、GPIFが何を重視し、評価するかを伝えるようにしている。そのうえで、双方向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。運用受託機関とは、**年に一回の総合評価に加え、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している。**
- 2025年は、主にオンラインで、国内及び外国株式の運用受託機関と評価ミーティングを含め対話を実施。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きたい。また、**評価確定後には、今後の運用及びスチュワードシップ活動に役立てていた** **だけるよう、評価対象となった運用会社全社に評価結果の概要を伝え、必要に応じてフォローアップのミーティングも実施している。**こうしたフィードバックや意見交換、さらには双方の意見のすり合わせを通じて、お互いのスチュワードシップ活動の向上に努めている。
- また、2025年は、**評価ミーティングに加えて、「テーマ」を設定し、特に国内株式運用受託機関と、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」のエンゲージメントに関するインタビューや日本のコーポレートガバナンス改革に関する対話を実施したほか、サステナビリティ開示についてはアンケート実施後、一部の機関と意見交換も行うことができた。**テーマを特定することで、発言も各機関の考えがより明確に色濃く出ており、各社の考え方や活動を改めて理解するよい機会になった。
- 上記のような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。当法人の目標や取組、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向のコミュニケーションに努めている。2025年も昨年に引き続き、新規運用機関が増加していることから、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（2026年2月実施）

- 2025年度の振返りのほか、新規の運用受託機関も多くいることから、改めて、当法人の目標や方向性を説明したほか、運用に関するガイドラインに関する事項、スチュワードシップに関する新たな要請事項、評価のやり方、資料等について説明し、意見交換を実施。
- スチュワードシップ活動に関しては、**2025年12月に改訂したスチュワードシップ活動原則をベースに要請事項を説明したほか、コーポレートガバナンス・コード改訂時等における投資家としての意見発信などの期待事項も伝えた。**



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。

1. 運用受託機関のガバナンス・親会社等との利益相反の現状

(1) 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管理については、**全般的に形式面は整備**されている。
- 金融グループに属する**日系の株式運用受託機関**においては、運用会社（運用部門）と他の会社（他の部門）との間での利益相反を防ぐ**組織上の分離**が進んできた。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、形式面は既に整っている。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。GPIFは、利益相反管理の観点から、**役職員の人事、報酬体系**について、引き続き、注視していく。
- **外資系運用受託機関**は、日系と比べて独立系が多い。**独立系であっても**、投資一任契約顧客およびその母体企業との関係や、人的な関係等を含め**幅広く利益相反が発生する可能性**がある。それを前提に**スチュワードシップ活動に関する利益相反管理が行われているかどうか**を注視している。また、日系の運用受託機関と比べると、利益相反管理を外部の視点で担保する仕組みが必ずしも構築されていない他、中には**利益相反管理方針が公表されていない場合**もある。
- 多くの運用受託機関において、**議決権行使における利益相反の管理や議決権行使基準**について、形式面は整備されている。日系の株式運用受託機関については、「**運用受託機関の議決権行使に関する検証**」（2025年）において、統計的には、全体的に利益相反の有無による行使行動の違いに一貫した傾向が見られなかったことが確認された。同時に、利益相反の管理対象先の範囲や、それを踏まえた管理方法は各社で異なることも分かっている。GPIFは、**各運用受託機関が、利益相反の有無が議決権の行使行動に影響していないかの不断の検証**を行うことを期待している。また、運用受託機関に対して、運用受託機関自身やその親会社等に対して**株主提案が提起される事例も想定した議決権行使プロセスの構築**を引き続き求めていく。
- GPIFは、運用受託機関に対して、利益相反管理を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**に取り組むことを期待している。

(2) 運用受託機関の議決権行使に関する検証～利害関係先とそれ以外の議決権行使の違いの検証～

- GPIFは、「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」の一環として、「**運用受託機関の議決権行使に関する検証～利害関係先とそれ以外の議決権行使の違いの検証～**」を実施した（2025年8月公表）。



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。

1. 運用受託機関のステュワードシップ活動全般の現状

(1) ステュワードシップ活動における組織・体制・方針等

- 近年、これまでGPIFの委託先ではなかった主に海外の運用受託機関（特に比較的規模の小さい運用受託機関）が増えてきた結果、運用受託機関によるステュワードシップ活動の水準にばらつきが見られる（これは、ステュワードシップ活動に関する方針、ステュワードシップ活動に取り組む人員数や担当者の人事評価方法、ステュワードシップ活動に責任を持つ社内組織の整備状況に表れている）。
- 新たに選定された運用受託機関に対しては、GPIFの「ステュワードシップ活動原則」及び「議決権行使原則」に基づいて、ステュワードシップ活動に関する方針の策定・公表と、組織・体制の構築を行うことを求めている。特に、GPIFは、投資対象に日本株が含まれるマニデート（先進国株式（除く北米）含む）については、日本版ステュワードシップ・コードの受入れを強く求めている。
- 既存の運用受託機関においては、アクティブ運用受託機関を含めて、ステュワードシップ活動を統括する専門部署等の設置・強化又は担当者の配置・増員が見られ、組織だった取組みが深化してきた。さらに、近年では、運用担当者（ファンドマネージャー、リサーチ・アナリスト）と、サステナビリティ投資やステュワードシップ活動の担当者との連携強化あるいは部門の統合も見られるようになってきている。GPIFは、引き続き、運用受託機関に対して、エンゲージメントを含むステュワードシップ活動と運用の連携を図ることを求めている。
- ステュワードシップ活動の水準が高い運用受託機関においては、マイルストーン管理（個々のエンゲージメントの達成目標を設定し、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管理すること）を通じてエンゲージメントの実効性の向上を図る取組みが広がっている。このため、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が増えてきている。GPIFは、この点に加えて、AIの活用も含めた運用受託機関内でのIT基盤の整備状況についても注視している。

1. 運用受託機関のステュワードシップ活動全般の現状

(2) 株式のステュワードシップ活動－エンゲージメント

- **ステュワードシップ活動の水準が高い運用受託機関**においては、**マイルストーン管理**を通じてエンゲージメントの実効性の向上を図る取組みが広がっている（P.20「(1) ステュワードシップ活動における組織・体制・方針等」参照）。
GPIFでは、取組みが進んでいる運用受託機関が、対話のステージ管理に留まらず、**企業行動変化の確認・KPI計測・統計手法等によるエンゲージメント成果の把握・分析**を行い、**PDCAサイクルを通じてエンゲージメントの改善**に取り組んでいるかを確認していく。
この点に関して、日系の運用受託機関や外資系の運用受託機関の日本拠点においては、運用受託機関内部や外部の学識経験者と連携して、エンゲージメントが企業行動の変化、企業価値あるいは投資パフォーマンスに与える影響についての**効果検証の取組み**が広がっている。
- さらに、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**を整備している運用受託機関が増えている。GPIFは、運用受託機関が、**エスカレーション手段を、必要に応じて効果的に活用**できているかを注視している。
- 国内株式では、「**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**」が進んでおり、運用受託機関による今後の更なる取組みを注視している（詳細は、P.5 2. 第5期中期目標期間における重点事項についての取組み「①「資本コストや株価を意識した経営」のエンゲージメントに関する国内株式運用受託機関へのインタビュー」参照）
- **サステナビリティ課題**に関するステュワードシップ活動については**大部分の運用受託機関において取組み**が行われている。GPIFは、運用受託機関が、投資先企業ごとの**重大なサステナビリティ課題**について、企業価値向上の観点から継続的にエンゲージメントを行っているかを注視している。
また、国内では、運用受託機関が、**統合報告書、コーポレート・ガバナンス報告書**に加え、SSBJ基準の導入により非財務情報の開示の拡大が予想される**有価証券報告書**を、運用やエンゲージメントでどのように活用するかを注視している。
- これまで、**運用受託機関によるグローバルなイニシアティブへの参加**が全体的に増加してきた。しかし、ここ数年は、一部の運用受託機関において、**気候変動に関するイニシアティブへの参加を取りやめる動き**が見られる。また、一部の**海外の運用受託機関**において、米国企業に対するエンゲージメントを中心に、**従来よりも慎重にエンゲージメント**を行っていることが確認されている。
一方で、日本ではステュワードシップ・コードの3次改訂により、**協働エンゲージメントが重要な選択肢**であることが明記されている。GPIFは、運用受託機関が、**規制その他のエンゲージメント活動**をとりまく内外の環境の変化を踏まえつつ、**実効性の高いエンゲージメントに最大限努めている**かを注視している。

1. 運用受託機関のステュワードシップ活動全般の現状

(2) 株式のステュワードシップ活動－エンゲージメント

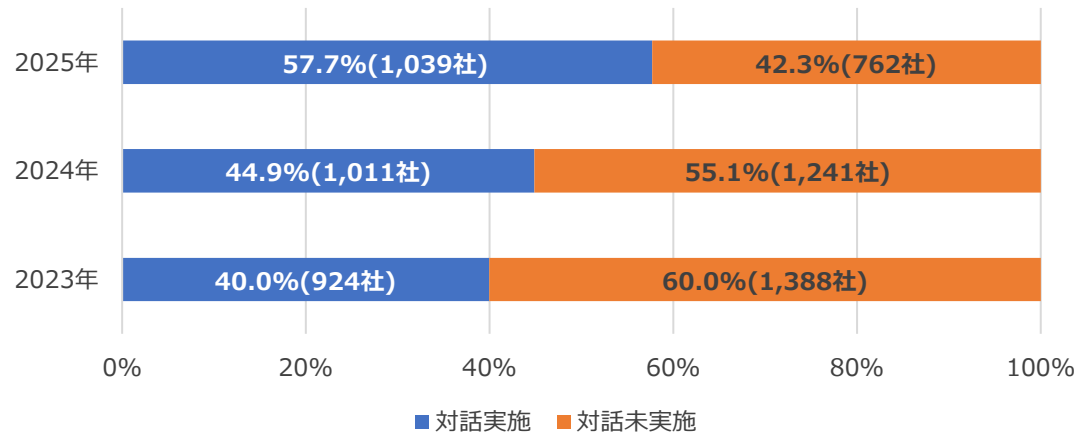
- 運用受託機関数の増加に伴い、**ステュワードシップ・レポート**についても充実した内容を作成・公表しているところから、公表を行っていないところまで差が見られる。GPIFは、運用受託機関が、ステュワードシップ・レポート等も活用しながら、**ステュワードシップ活動に関する方針や投資先企業に対して投資家として求める事項を積極的に発信**していくことを期待している。
- 日系を含む一部の運用受託機関は、規制当局や官庁、ISSB、SSBJなどの基準設定団体にパブリックコメントを提出しているほか、証券取引所及び指数会社に対して積極的にエンゲージメントを行うなど、**ポリシーエンゲージメント**を通じて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。
他方、日本の「有価証券報告書の定時株主総会前の開示」のように、内外の機関投資家間で十分な意見交換が行われていないと思われるテーマもある。**資本市場の持続的成長**に向けて、運用受託機関が**投資家としての意見発信**や、**内外投資家間の意見交換**を積極的に行うことを期待している。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

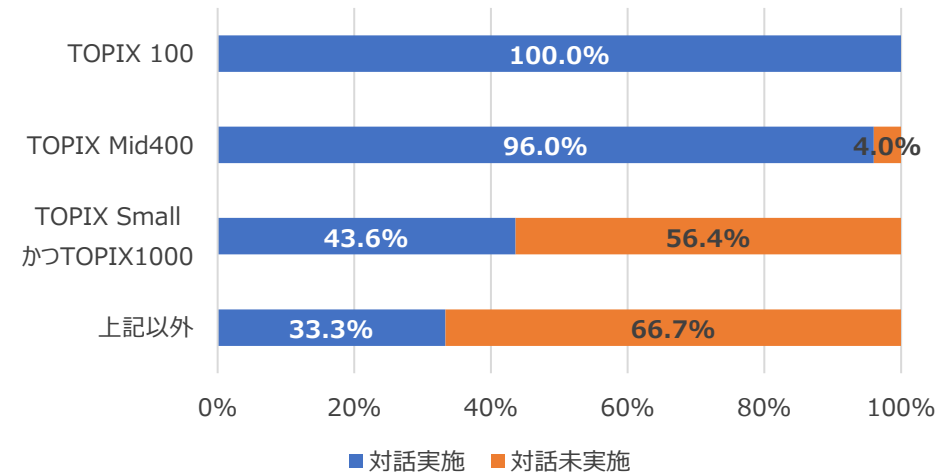
(1) 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2025年1月～12月）

①エンゲージメント状況概観

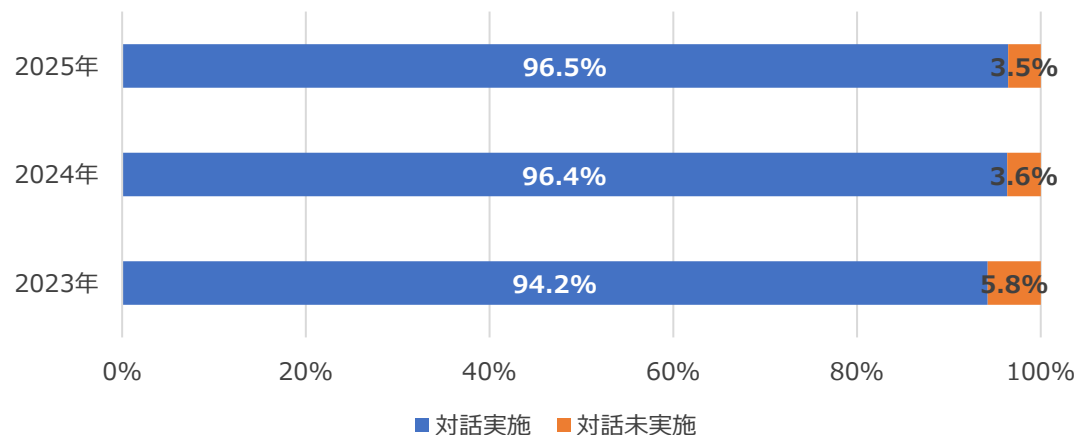
対話実施比率（社数ベース）



対話実施比率（規模別）



対話実施比率（時価総額ベース）



GPIFの国内株式運用受託機関によって実施された2025年1月～12月のエンゲージメントの社数は合計で1,039社。

社数ベースでは、保有している企業数の57.7%にあたる1,039社とエンゲージメントを実施。時価総額ベースでは、96.5%に相当する企業とエンゲージメントを行っている。

TOPIX構成銘柄の見直しにより、保有企業数は減少しているが、直近1年間では、対話実施企業は若干増えており、対話比率も12.8%増加している。

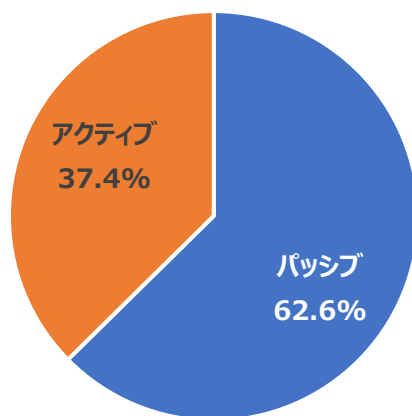
（注）対話社数はいずれも2025年3月末時点の国内株式保有社数、時価総額を分母に比率を計算。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

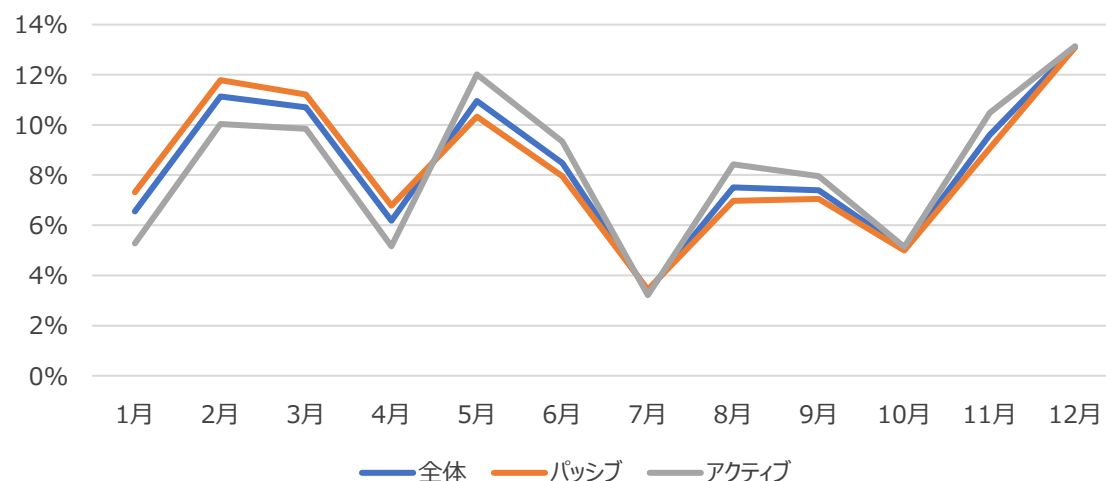
(1) 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2025年1月～12月）

①エンゲージメント状況概観

対話件数（パッシブ・アクティブ比率）



対話件数（月別比率）



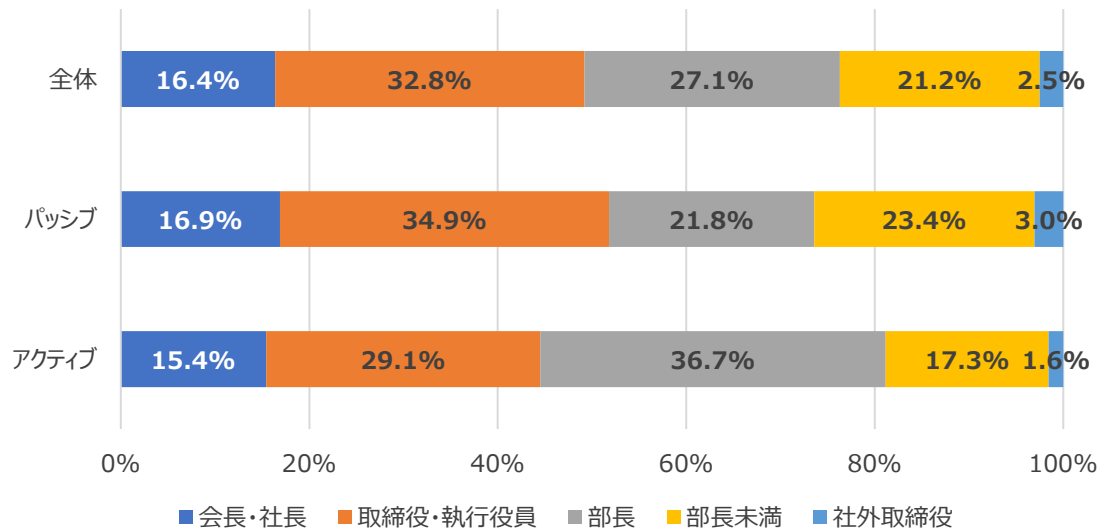
- パッシブ運用受託機関によるエンゲージメントが62.6%を占めている。
- 月別の対話件数は、株主総会シーズンを見据えて、12月が最も高くなっている。過去、機関投資家は議決権行使基準を総会シーズン前の4月頃に変更、公表することが多かったが、現在は、企業の株主総会への準備期間をとるために、運用受託機関によっては、翌年の株主総会で使用する議決権行使基準の改正を12月に公表する機関もある。こうした運用受託機関の取組が、企業とのエンゲージメント時期の分散に繋がり、より多くの企業とのエンゲージメントを可能にしているといえる。
- ただし、運用受託機関によっては、総会シーズン時期にのみエンゲージメントが集中しているように見受けられるケースもある。投資家、企業ともに、株主総会時期にとらわれないエンゲージメントのタイミングの分散を図る必要がある。
- 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、これらの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。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

(1) 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（2025年1月～12月）

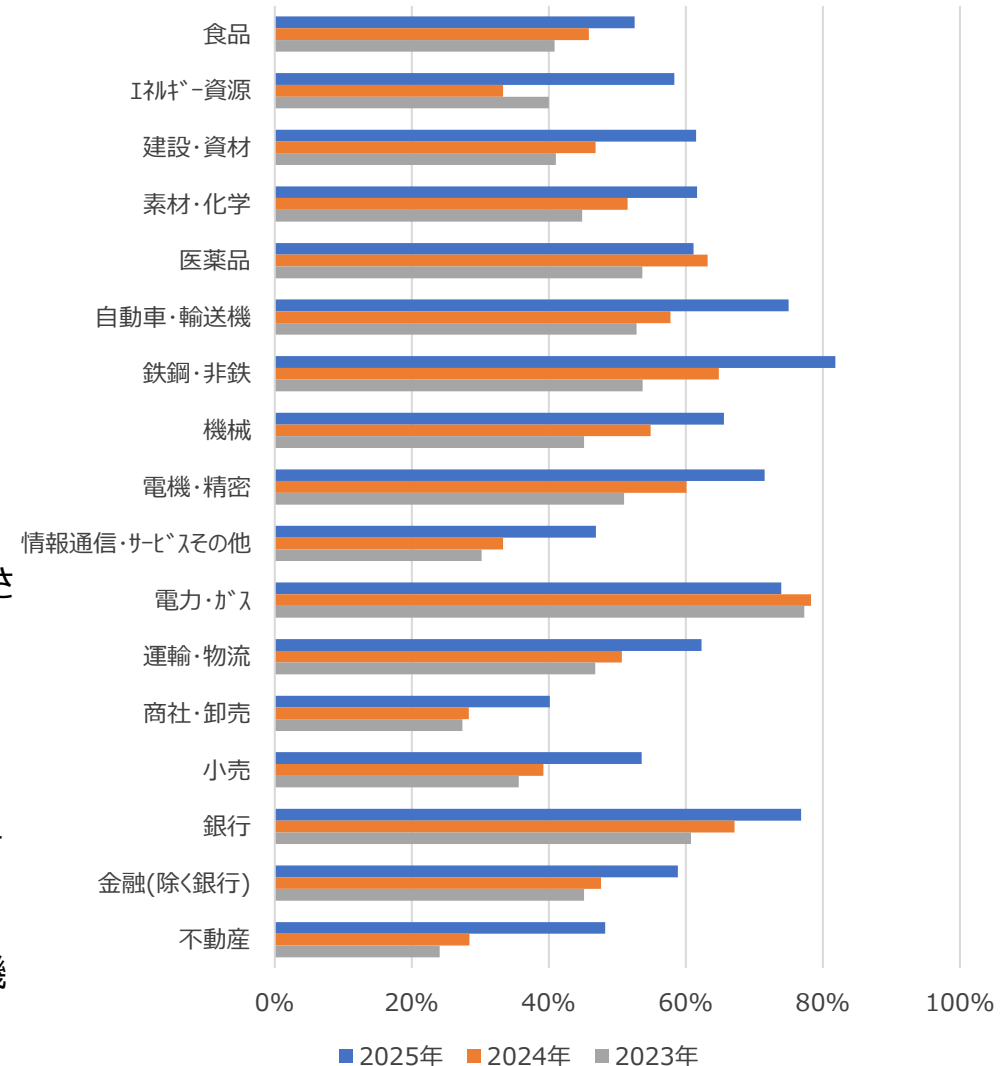
①エンゲージメント状況概観

対話実施比率（役職別）



- 役職別対話実施比率は、GPIFの国内株式運用受託機関によって実施されたエンゲージメントの企業側の対話相手を役職別にしたもの。全体では、エンゲージメントの16.4%が、会長・社長と行われている。取締役・執行役員まで広げると、全体の49.2%が執行役員以上との対話になっている。
- 特にパッシブ機関のエンゲージメントについては、51.8%と半数超の対話が執行役員以上と実施されており、投資家の意見を直接的に経営陣に伝えることのできる機会を得ている。
- 業種別対話実施比率は、これまで過去数年は電力・ガスとのエンゲージメント比率が最も高かったが、2025年は鉄鋼・非鉄、銀行、自動車・輸送機の比率が高くなっている。業種によっては、政策保有株式を含む資本政策に関するテーマが増えたことも影響していると思われる。

対話実施比率（業種別）



2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

(2) 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（2025年度は4社体制）。
- ここ2年ほどは東証改革もあり、経営の本質に関わるような重要なテーマでのエンゲージメントも増加している。

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

左記計画における中長期のエンゲージメントのゴールに向けたKPIの達成状況、マイルストーンの確認・評価を行い、更新を判断。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

②各社の進捗状況 – i. 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>

- 投資先企業の価値向上と市場の持続的成長に向け、市場共通のESG課題と企業戦略課題を認識。課題ごとに問題意識や目指すべき姿（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。
- エンゲージメント重点企業を選定し、企業ごとに中長期的な企業価値向上につながる重要課題を特定、詳細な独自資料を作成した上で、一歩踏み込んだ対話を実施。外部の知見や議決権行使との連携を強化することで実効性を向上。
- 対話の進捗状況を8段階のきめ細かなマイルストーンで管理することにより、エンゲージメントの実施状況を見える化。
- 2024年4月からはリサーチ・エンゲージメント機能を統合し、セクターアナリストの知見と ESG アナリストの知見を融合。経営者に財務・非財務両面からエンゲージメントを行うことで企業価値向上への貢献を目指す「骨太エンゲージメント」を開始。
- エンゲージメントの進捗状況や好事例を定期的にGPIFに報告。

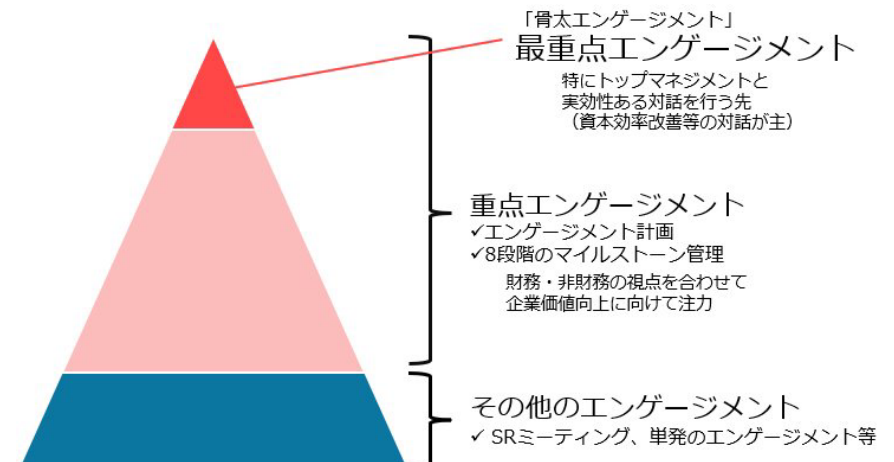
18のESG課題と企業戦略課題

企業戦略	企業戦略 業績 資本構造/財務戦略
Planet(環境)	PI1:気候変動 PI2:生物多様性 PI3:水資源 PI4:サーキュラーエコノミー PI5:大気・水質・土壌汚染 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:ビジネスと人権 Pe3:健康とウェルビーイング
Governance & Disclosure (ガバナンスと開示)	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:デジタルトランスフォーメーション

8段階のマイルストーン

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
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
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
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
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
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
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
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

骨太エンゲージメント

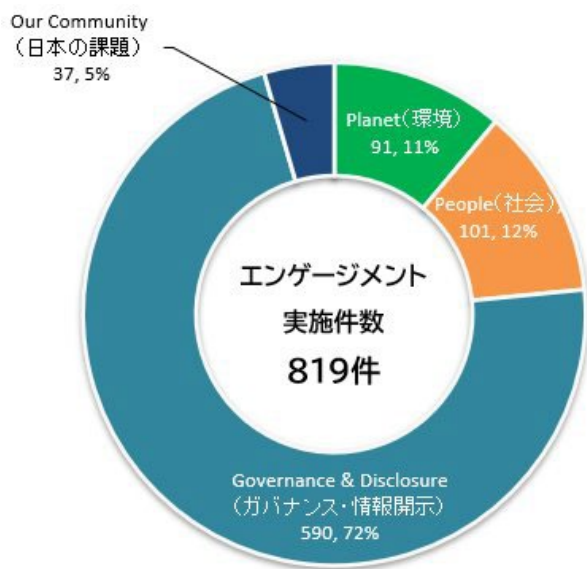


2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

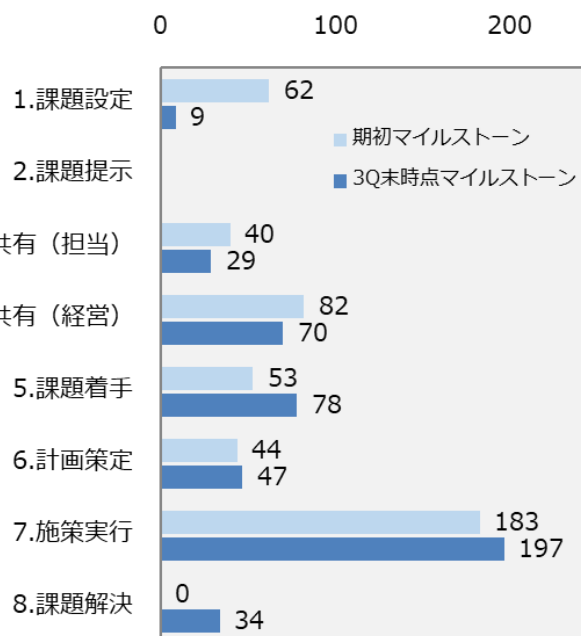
<進捗状況>

- 2025年度第3四半期時点のマイルストーン管理の対象は464課題。ESG課題の内訳としては、昨年度から開始した骨太エンゲージメントが含まれる「Governance & Disclosure（ガバナンスと開示）」のウェイトが大きい。
- 2025年度第3四半期時点で、53%の課題が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、「3.課題共有（担当）」、「4.課題共有（経営）」が減少し、「5.課題着手」以降のマイルストーンへの進展を確認。「8.課題解決」については、リスクマネジメント、DX（デジタル・トランスフォーメーション）などを中心に34件となった。
- 2020年度からの5年累計では「ガバナンスと開示」や気候変動などの「環境」課題を中心に500件近い課題解決を実現。
- エンゲージメント活動の中長期的な財務・非財務指標への影響の分析を実施。対話を実施した企業は、未実施の企業と比較し、財務・非財務指標が相対的に良好に推移をしている傾向を確認。

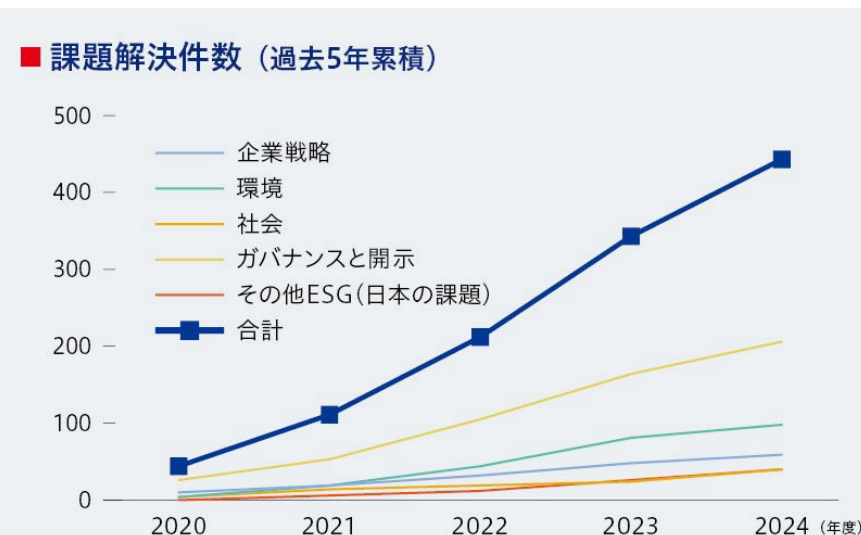
エンゲージメント ESG 課題の構成



2025年度第3四半期末



課題解決件数（過去5年累積）



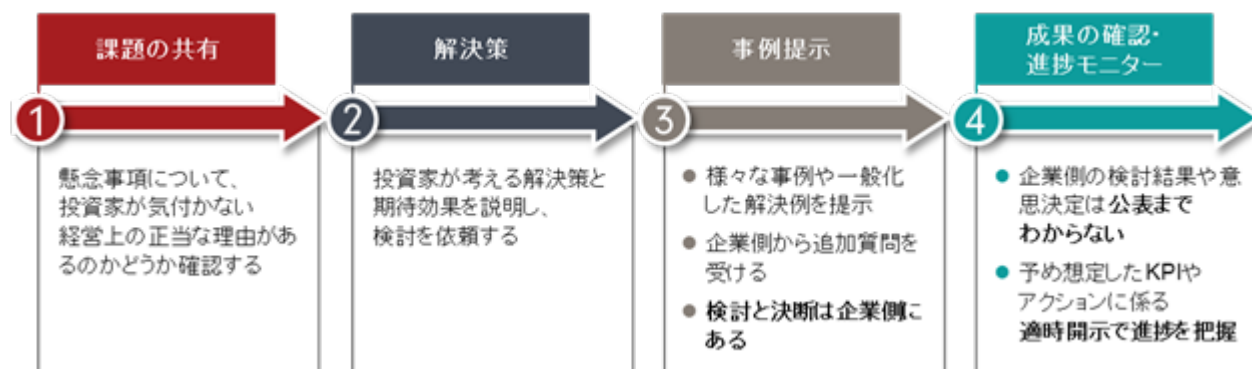
2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

②各社の進捗状況 – ii. 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、といった条件で絞り込み、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。
- 同社は過去に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。

エンゲージメントの4つのステップ



対話の相手



(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

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

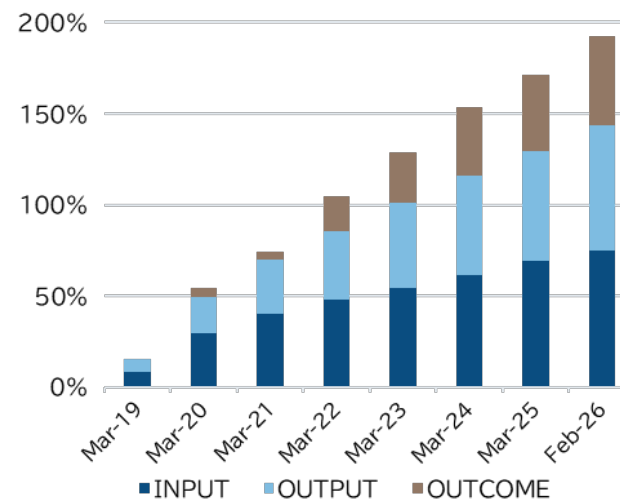
<進捗状況>

- 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。対象企業の約8割の企業で、個別に設定した企業価値向上に向けた課題について、同社と経営陣との間で認識を共有。対話を受けて企業のアクションが確認できた（アウトプット）割合は計画の7割弱、企業のアクションが市場で評価され、アウトカムに至った企業も計画比半分弱に達している。
- 企業価値向上に向けた対話については、当初設定したアジェンダの消化が進み、次フェーズのアジェンダ（多くの場合成長に向けた議論）へ移行した企業が出始めている。また、企業側がこうした働きかけを通じて自律的な価値創造段階へ移行したことで、対話の優先順位を見直し、より重点的に関与すべき新規企業へ入れ替えるケースも見られる。対話のテーマは、事業ポートフォリオの見直しや資本配分のあり方など、中長期の経営戦略や資本配分に関する話題が中心となっている。

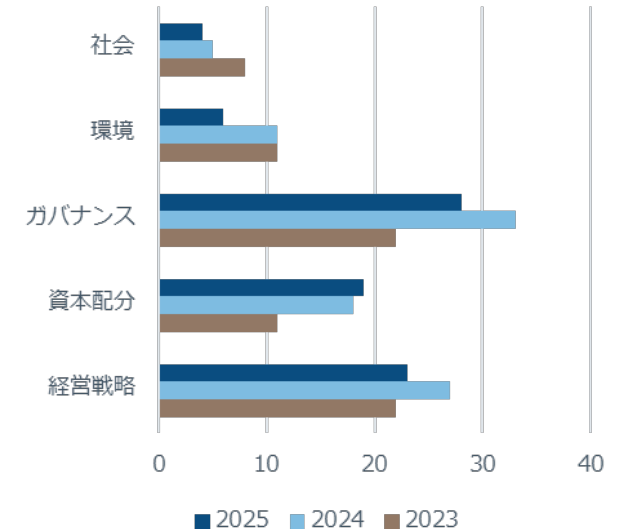
*インプット：エビデンスに基づく企業価値向上に向けた課題認識の共有、投資家が考える解決策についての検討依頼

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



インプット、アウトプット、アウトカムそれぞれマニフェスト全体の計画値に対する進捗率の合計(最大300%)

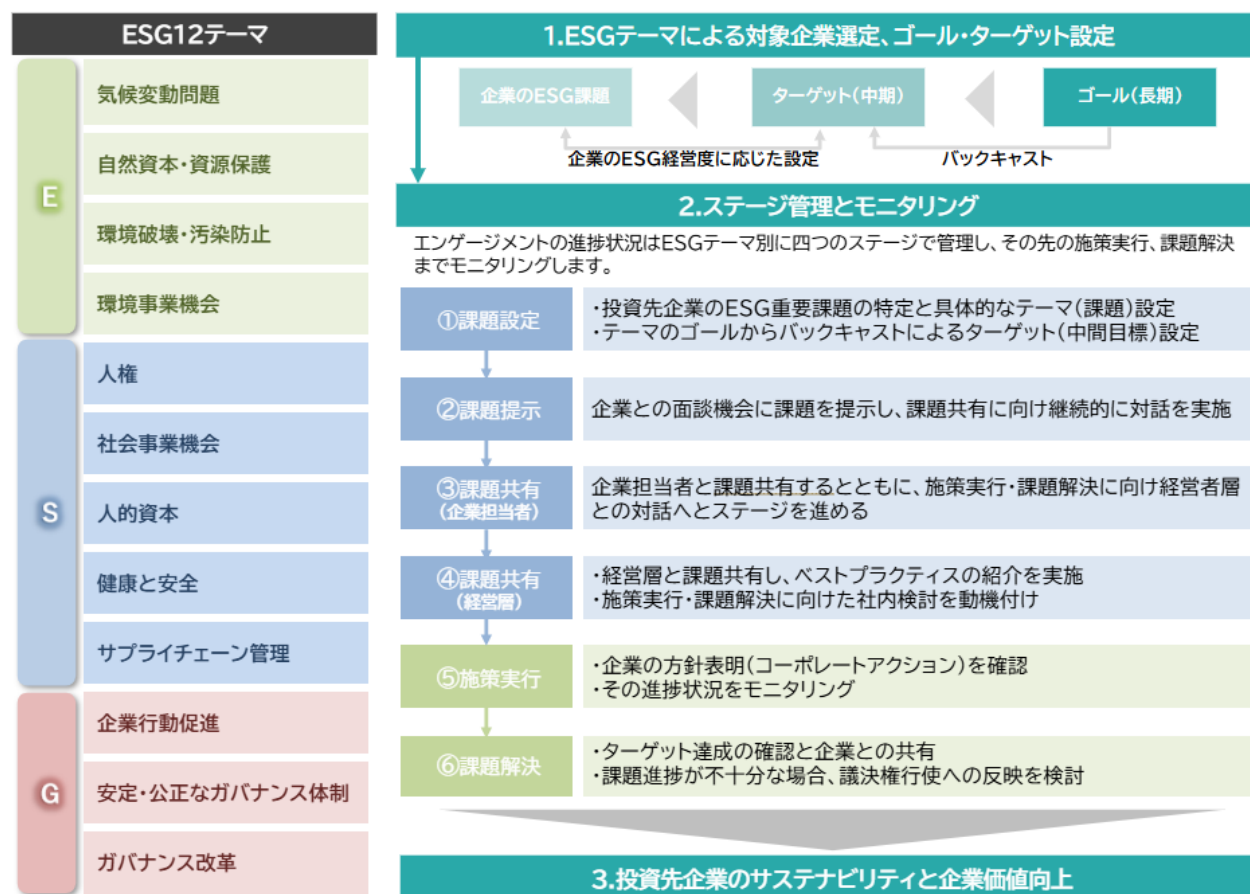


2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

②各社の進捗状況 – iii. 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＞

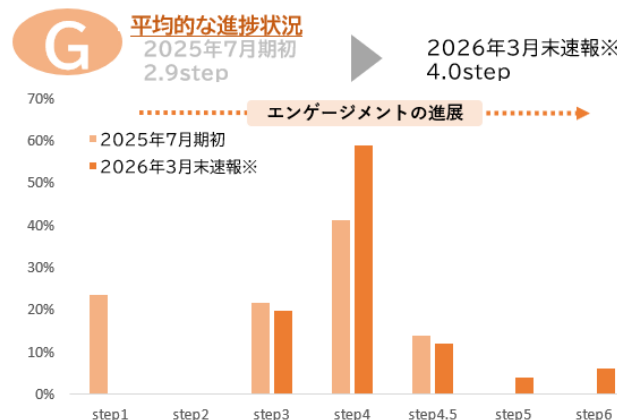
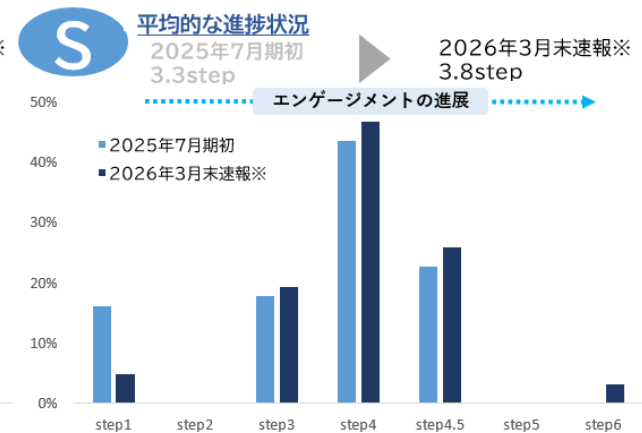
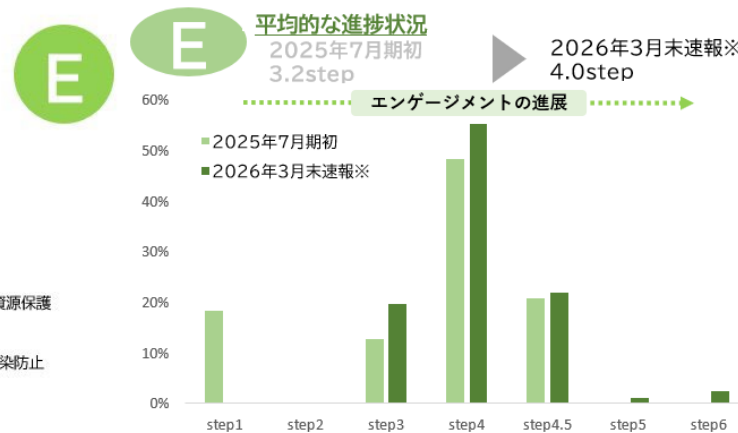
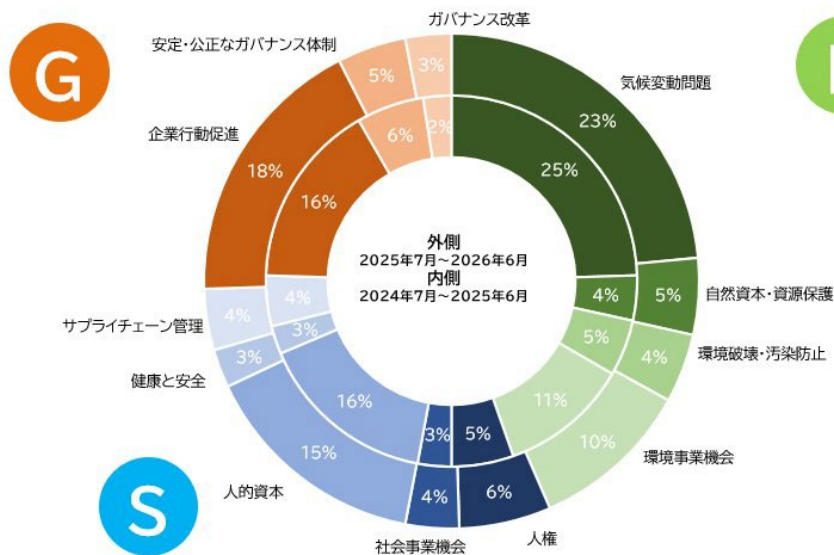
- 投資先企業へのエンゲージメントに加え、実現確度引き上げのため、各種イニシアティブを通じた活動や市場関係者などステークホルダーに対しても幅広くエンゲージメントを行うことにより、企業が抱える課題解決を促進し、企業価値の増大につなげる。
- トップマネジメント（会長・社長）自らがコミットし、海外カンファレンスへの登壇など積極的な発信を行いエンゲージメント推進。マテリアリティをベースに決定した12のESGテーマをリスクと機会の観点で分類し課題設定を行う。各ESGテーマのゴール（長期目標）からバックキャストによるターゲット（中期目標）を対象企業ごとに設定し、ターゲット達成を目指してエンゲージメントを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



2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

<進捗状況>

- ESG12テーマのうち、Eの「気候変動問題」・「自然資本・資源保護」、Sの「人権」・「人的資本」は、社会的見地と財務的見地から重要度が高く優先的に取り組むべき注力テーマとして、エンゲージメント実施。2024年7月～2025年6月については、ESG12テーマに即して115社を選定。総設定テーマ数は204テーマ。
- 東証提言等を踏まえ、Gの「企業行動促進」のテーマの重要度を高めて取組実施。特にステージが進捗した「G」では、資本コスト等に対する意識改革を求める対話の強化、議決権行使を活用したエンゲージメントを推進。事業ポートフォリオ見直しやROIC経営の推進、政策保有株や親子上場解消に向けた企業行動が見られた。



STEP1;課題設定
STEP2;課題提示
STEP3;課題共有(企業担当者)
STEP4;課題共有(経営者)
STEP5;施策実行
STEP6;課題解決

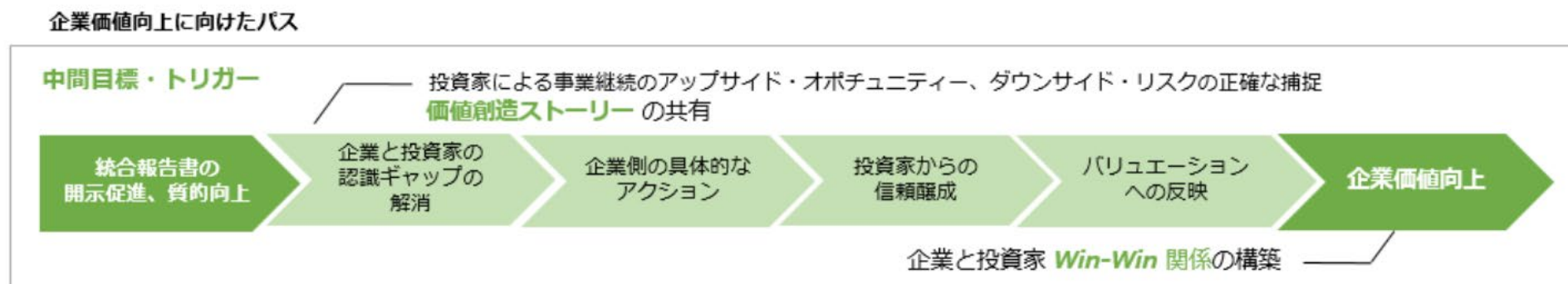
※3月速報ベース。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

②各社の進捗状況－iv. 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変化を把握する。

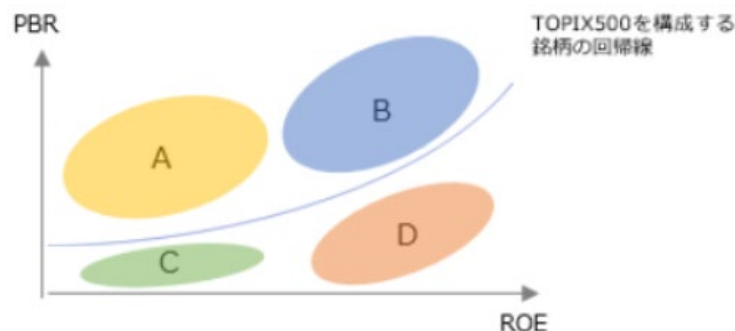


ROE・PBRの位置により、重点テーマを決定します。

- 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。

ROE・PBRと対話・エンゲージメントの重点テーマ



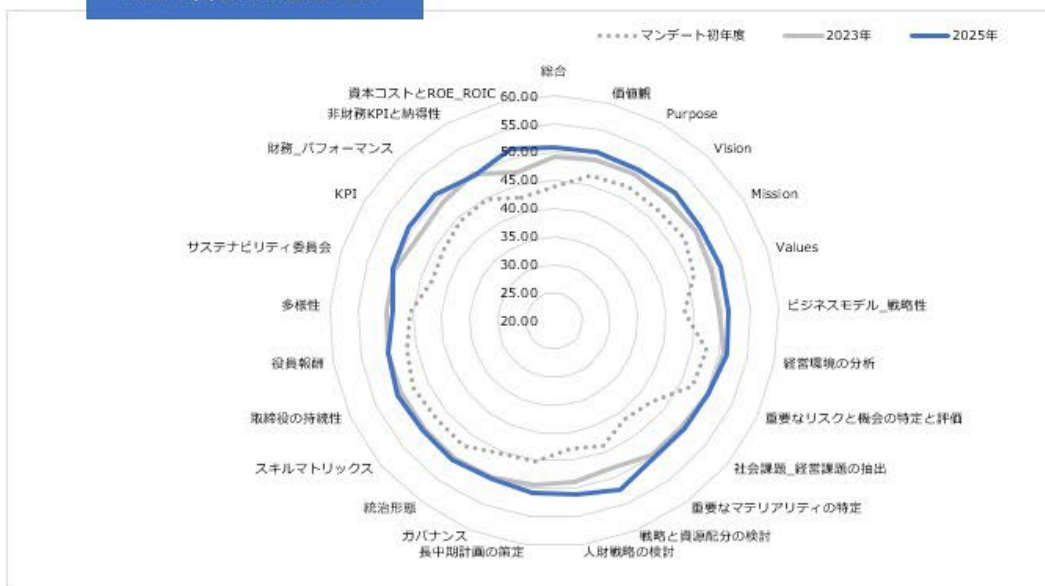
※ 上記はイメージ図

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

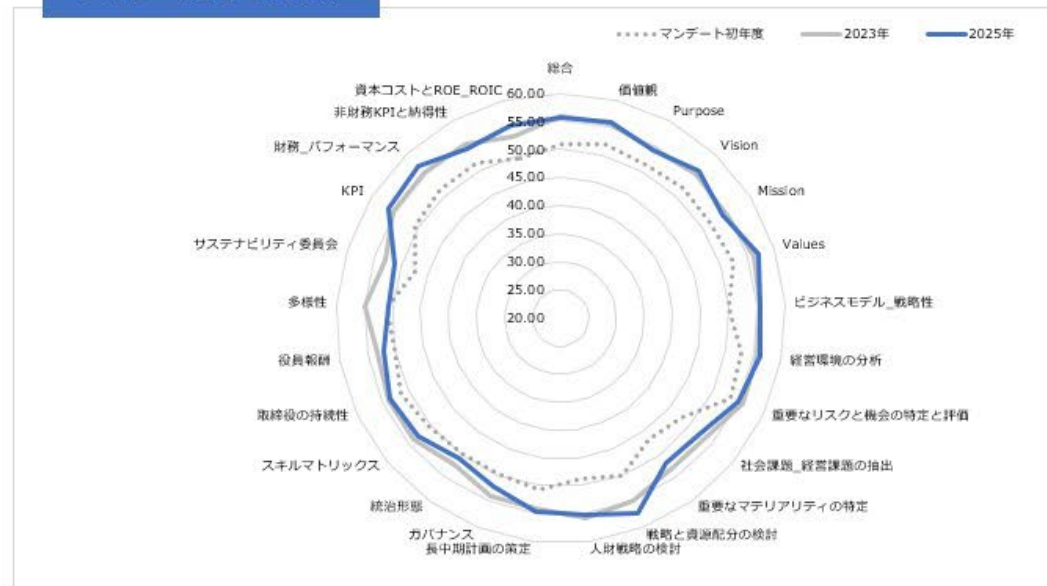
<進捗状況>

- 統合報告書に加え、有価証券報告書等についてもAI分析の対象とし、ガバナンスや人材戦略他、幅広い項目をスコア化。スコアを踏まえ、論点を明確にしたうえで、エンゲージメント実施。エンゲージメントの進展、対話テーマの広がりに対応し、エンゲージメント項目を更新。特に、「資本コストや株価を意識した経営」や「成長投資」に着目。
- 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）。

統合報告書開示企業 全体



エンゲージメント対象先



* AIスコア算出方法については、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）企業HP、EDINETのテキスト情報をもとにそなAMにて算出した統合報告書のAIスコア。2024年を基準（全統合報告書の平均値50）とした偏差値の平均値を表記。

（注2）年限区分：2021年（＝マンドート初年度）：2020年4月-2021年3月 決算企業、2023年：2022年4月-2023年3月 決算企業、2025年：2024年4月-2025年3月 決算企業

（注3）エンゲージメント対象先：マンドート開始時からエンゲージメントを行っていた企業群（約100社）のうち、暦年比較可能な70社。

2. 運用受託機関のエンゲージメント状況

(3) ESGインテグレーションと新たな運用モデル「ESGファンド」

- 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」を定めており、「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して掲げている。
- PRIの署名機関として、ESGインテグレーションは、PRIから示された定義（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）に基づいている。
- **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。**具体的には、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」で評価している。
- 2025年度については、**新たな取組みとして、国内及び外国株式ESG指数・ESGファンドの募集を開始。**2025年3月に策定した「サステナビリティ投資方針」等に基づき、インデックス・ボスティング及びマネジャー・エントリーを通じて、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立が期待できる、新しい国内及び外国株式ESG指数・ESGファンド（以下、ESG指数・ESGファンド）の募集をしている。
- 募集するESG指数・ESGファンドに求める主な要件として、以下3点を掲げている。**今回新しい試みとして、KPIの設定**を掲げている。
 - ✓ 当該指数・ファンドに投資することにより、サステナビリティに関するリスクの低減等の効果が期待できること
 - ✓ サステナビリティに関するリスクの低減等の効果をより円滑に計測するため、原則として、ESG要素に関するKPIを設定すること（ESG要素に関するKPIについては、当法人でも参照・利用可能であることが望ましい）
 - ✓ 安定的に市場平均収益率の確保が期待できること
- ただし、ここで求めているKPIとは、ESG指数・ESGファンドのポートフォリオ構成企業がサステナビリティリスクを経時的に低減することのモニタリングである。従って、ある時点におけるESG指数・ESGファンドポートフォリオのサステナビリティ特性がベンチマークに対して優位であることを求めているのでは必ずしもない。この背景は、GPIFが市場全体に分散投資をしている特性を踏まえたものである。
- ESG指数・ESGファンドの採用以降は、設定したKPIの推移を適切にモニタリングしていく予定。

3. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

(1) TOPIX構成企業向けアンケート

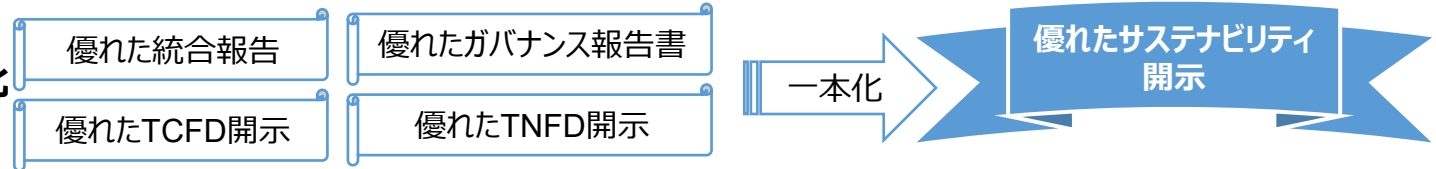
- GPIFの運用受託機関のステュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態把握を主な目的として、2016年から毎年上場企業向けにアンケートを実施（2023年実施の第8回アンケートからTOPIX構成銘柄が対象）
- アンケート内容は①GPIFの運用受託機関のステュワードシップ活動に関する評価、②「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態、③ここ1年間の変化、④企業のIR・ESG活動、⑤GPIFの取組みについて。
- 第10回アンケート（2025年1月実施）では本アンケートの対象であるTOPIX構成企業1,696社の37.3%にあたる632社より回答。
- 今回のアンケートでは、機関投資家全般との対話の状況について、企業による現状評価を適切に把握するための質問を追加。その回答の結果、**全体では9割近い企業が「有益な対話が出来ている機関投資家の方が多い」と感じている**。有益な対話が出来ていると感じる内容として、投資家の視点からの指摘（市場環境、海外含めた他社動向）や、中長期的な経営戦略等の質問を受けることで、気づきを得られているという回答が多く見られた。
- また今回、機関投資家との対話が有益かどうかに加え、**機関投資家との対話によって企業の行動変化に繋がった事例があるかを新規で質問。「ある」と回答した企業は9割近くに上り、多くの企業が機関投資家との対話内容を実際の取組みに繋がっていることが確認された。**
- 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」にて要請する一連の対応（「現状分析」、「計画策定・開示」、「取組みの実行」のサイクル）に基づき、その対応状況について質問。その結果、8割以上の企業で「現状分析」が行われており、「取組みの実行」についても半数以上の企業で行われていることがわかった。
- 「取組みの実行」の具体的な内容も併せて質問したところ、**現状では「株主還元」、「経営管理・ガバナンス高度化」、「政策保有株式売却」の順に多く、意思決定から実行までのスパンが相対的に短い取組みが優先的に行われていることが示唆されている。**
- そのほか、「SSBJサステナビリティ開示基準への対応予定について」などの質問項目を追加。
- アンケート集計結果は https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/stewardship_questionnaire_10.html で公表。

GPIF 3. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

(2) GPIFの内外株式運用受託機関が選ぶ「優れたサステナビリティ開示」

➤ 変更Point 1

2025年より、4つの優れた開示を一本化



➤ 変更Point 2

優れたサステナビリティ開示について日本企業と海外企業の比較が可能に

(上記4つの優れた開示を一本化することで、国内及び外国株式運用受託機関に同様の依頼をできるようになった。)

- GPIFは、統合報告書に代表されるサステナビリティ開示について、企業価値向上に向けた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エンゲージメントに有益と考えている。そのため、**企業にはサステナビリティ開示の充実を促し、投資家にはその活用を働きかけてきた**。昨年度までその一環として、GPIFは、運用機関に対して、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」をはじめ、「優れたTCFD開示」やコーポレートガバナンス・コード改訂のタイミングでは「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」の選定を依頼。昨年は追加的に「優れたTNFD開示」の選定も依頼。
- 本年度は、GPIFが株式の運用を委託している運用機関（以下、運用機関）に対して、運用機関の皆様が年間を通してエンゲージメントされている際に役に立ったと思われる「マテリアリティの観点から『優れたサステナビリティ開示』」をしている企業を最大10社ずつ選定を依頼。また、日本企業については、「改善度の高いサステナビリティ開示」についても、優れたサステナビリティ開示と同様に、「マテリアリティの観点から『改善度の高いサステナビリティ開示』」実施企業を最大5社選定を依頼。GPIFで取りまとめの上、2026年3月17日に公表。
- のべ23機関の国内株式運用受託機関の協力のもと、「マテリアリティの観点で優れたサステナビリティ開示」については89社の日本企業、「改善度の高いサステナビリティ開示」については66社の日本企業が選ばれた。また、外国株式運用受託機関44機関の協力のもと、203社の企業が「マテリアリティの観点から優れたサステナビリティ開示」として選ばれた。

【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「マテリアリティの観点から優れた『サステナビリティ開示』」】（国内株式）

◇ 味の素	8 機関	◇ 日立製作所	6 機関	◇ 積水化学工業	4 機関
◇ 伊藤忠商事	7 機関	◇ ソニーグループ	6 機関	◇ 東京海上ホールディングス	4 機関

【4機関以上の運用機関から高い評価を得た「マテリアリティの観点から改善度の高い『サステナビリティ開示』」】（国内株式）

◇ 東日本旅客鉄道	4 機関
-----------	------

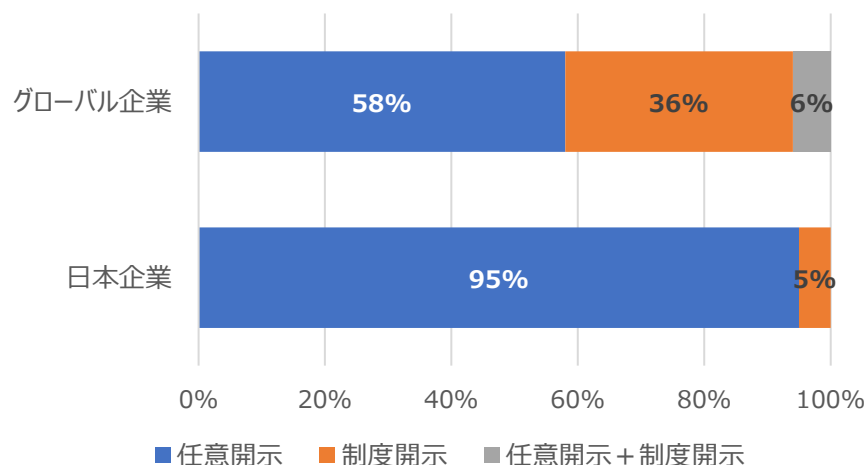
3. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

【4 機関以上の運用機関から高い評価を得た「マテリアリティの観点から優れた『サステナビリティ開示』」】（外国株式）

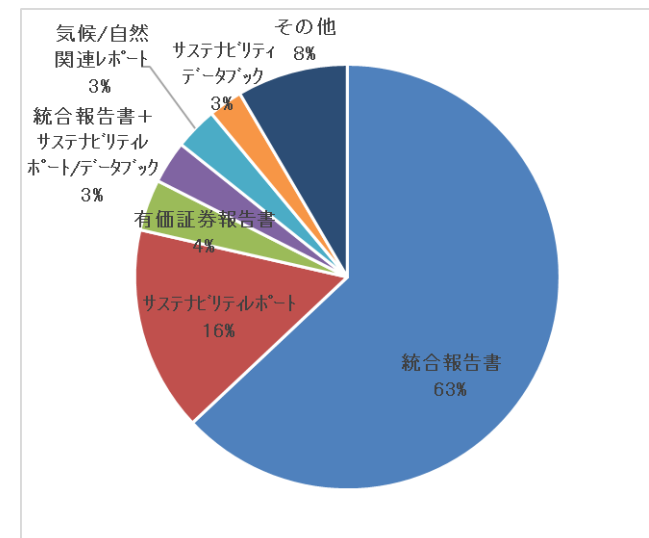
◇ MICROSOFT CORPORATION	7 機関	◇ GSK PLC	5 機関
◇ UNILEVER PLC	6 機関	◇ LOREAL SA	5 機関
◇ ENEL SPA	5 機関	◇ TOTALENERGIES SE	5 機関

- 日本では、統合報告書の作成・公表が非常に進んでおり、評価も高い一方、以前から制度開示における開示も課題として挙げられている。実際に、今回優れたサステナビリティ開示をグローバルに比較することが可能になり、日本企業と海外企業では、選定された開示が大きく異なることが分かった。
- 日本企業の優れたサステナビリティ開示は、開示種類別では、任意開示が圧倒的に多く、選ばれた開示の95%が任意開示。さらに、その3分の2を統合報告書が占める。
- 海外企業では、選ばれた開示の58%が任意開示である一方、制度開示も36%を占めている。開示ルール、要件は国や地域によって異なるため、日本企業と単純に比較するのは難しいが、開示形式也多岐にわたっている。選ばれた開示のうち、サステナビリティ・レポートが30%と最大の割合（単体文書として選定されたもの。以下同様）。次いで、アニュアルレポートが8%、統合報告書とインパクト・レポートがそれぞれ4%。また、単体の開示だけではなく、財務・非財務を組み合わせで選定されているケースも多く見られた。

<開示種類別分布比較（制度開示/任意開示）>



<日本企業の優れたサステナビリティ開示 – 開示媒体別分布>



4. 関係機関との連携強化

(1) 経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル

- GPIFは、一般社団法人日本経済団体連合会（以下、経団連）と、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を創設。
- アセットオーナー・プリンシプルも策定され、スチュワードシップ活動の重要性やアセットオーナーへの期待がこれまで以上に高まっているなか、従来の取組みを深化させるため、経団連とともに、企業との継続的な意見交換の場として本ラウンドテーブルを創設したもの。
- 本ラウンドテーブルは、GPIFと同様に委託運用を中心に行っている他の公的年金基金にも案内し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団も参加。
- GPIFは引き続き、長期的な投資収益拡大の観点から、運用受託機関と企業の対話を促進することや、GPIF自身による投資先企業からのヒアリング等を通じて、企業や資本市場の持続的な成長・発展を促し、インベストメントチェーンの好循環の促進を目指していく。

【経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル概要】

設置日 2024年10月3日（第1回会合開催日）

参加メンバー

アセットオーナー側

年金積立金管理運用独立行政法人

国家公務員共済組合連合会

地方公務員共済組合連合会

日本私立学校振興・共済事業団 ほか

経団連側 金融・資本市場委員会メンバー企業

開催頻度 年1～3回程度

議事は原則非公開とし、開催後に概要を公表予定

【2025年度開催実績】

第3回ラウンドテーブル（2025年9月30日開催）

- ✓ アセットオーナー側からは、GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団が出席。
- ✓ 経団連側からは、金融・資本市場委員会委員（発行体企業）が出席。
- ✓ アセットオーナーから、「アセットオーナー・プリンシプルを踏まえた取組み等」の説明を実施し、その後意見交換。
- ✓ 意見交換では、運用会社の対話・議決権行使についてや、ESGデータの運用における使用、ESG評価会社とのエンゲージメントについて意見交換。

【2026年度に向けて】

2025年度開催の第3回ラウンドテーブルでの質疑も踏まえ、2026年度はESG評価等について意見交換することを検討。

4. 関係機関との連携強化

(2) 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)。
- 直近では、2023年10月に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。2024年1月に、メンバーから挙げた意見として、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。

(3) 加盟団体

- 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などのサステナビリティ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。
- このような考えから、2024年5月には、ISSB Investor Advisory Group (IIAG) にもオブザーバーとして参加

Signatory of:



4. 関係機関との連携強化

(4) 指数会社・ESG評価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。しっかりとした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。2025年6月時点では29機関が受け入れを表明している。
- 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。
- また、GPIFが採用しているESG指数については、採用後も定期的に対話を実施している。



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。

1. 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

(1) 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

- GPIFは、運用受託機関が、**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を求めている。また、**行使結果について定期的に振り返り、自己評価の結果を踏まえて、必要に応じて、議決権行使方針等を見直す**ことを求めている。
- GPIFは、運用受託機関に対して、シェアブロッキング（株主総会当日の株主と議決権を行使する株主とを一致させるため、株主総会前の特定日から総会終了までの間、議決権を行使する株主の株券の移動を凍結する制度）等の特別な場合を除き、**原則として、全ての議案に対して議決権を行使**することを求めている。
- GPIFは、運用受託機関による**議決権行使はエンゲージメントと一体**であるべきと考えており、長期的な企業価値向上を促す取組みを期待している。そのため、運用受託機関内で**適切な連携又は体制の構築**が望まれる。
特に、GPIFは、運用受託機関が、**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**することを求めている。運用受託機関が、エンゲージメントの結果、企業側の取組みや実情などを反映し、**議決権行使基準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。
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場合などにおいて、議決権行使基準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見られる。
この他、**議決権行使基準においてメッセージ性を高め、エンゲージメントに活用している事例**がある。特に国内株式運用受託機関において、政策保有株式、TSR、PBRに基づく基準を新たに導入したり、ROE等の利益率指標に基づく基準を見直したりするところもある。
- 一般的に、日系の運用受託機関が**議決権行使基準の内容、議決権行使結果の開示とも充実**している。
国内株式運用受託機関の多くが、株主総会後の対話に活かせるよう個別の議案ごとの議決権行使結果を**四半期ごとに開示**している。
また、国内株式運用受託機関全社が、**会社提案議案に反対**した場合にその**判断理由を公表**している。株主提案への対応については、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している。
運用受託機関の中には、所属するグループ内の企業の取引先など**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ところや、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**しているところがある。

1. 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

(1) 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

- 外国株式運用受託機関でも、一定数が個別の議決権行使結果を開示している。この中には、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ところ、反対した議案について行使結果と理由を書面で伝達するところ、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内容を公表するところがある。
- 国内及び外国株式運用受託機関ともに、独自の議決権行使基準を有しているところが大半である。
これらの運用受託機関は、議決権行使助言会社を、議決権行使に関わる事務委託、情報収集、運用受託機関独自の議決権行使基準に基づく推奨、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おいて使用している。
利益相反管理先以外の投資先企業の議決権行使で、助言会社の基準に基づく推奨をそのまま使用しているケースはごく一部の運用受託機関のみである。GPIFは、運用受託機関に対して、助言会社の助言を使用する場合でも、推奨どおりに機械的に行使するのではなく、自社で最終判断をする体制を構築するよう要請している。
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。
- 議決権の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、GPIFは、議決権行使の重要性に鑑み、運用受託機関及び資産管理機関に適切な対処を要請している。

1. 株式のステewardシップ活動－議決権行使

(2) 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はすべて公表。
- ただし、公表の有無に加えて、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状況（GPIF国内株式運用受託機関(2024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
ウェリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド	https://www.wellington.com/jp-jp/professional/proxy-vote-result
M&Gインベストメント・マネジメント・リミテッド	https://www.mandg.com/who-we-are/mandg-investments/responsible-investing-at-mandg-investments/voting-history
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	https://am.gs.com/ja-jp/individual/creating-impact/stewardship-code
Columbia Management Investment Advisers	https://www.columbiathreadneedleus.com/investor/disclosures/proxy-voting-report
GLG Partners	https://www.man.com/capabilities/responsible-investment#stewardship
JPモルガン・アセット・マネジメント	https://am.jpmorgan.com/jp/ja/asset-management/per/corporate-governance/proxy-voting/
東京海上アセットマネジメント	https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible_investment/vote.html
アモーヴァ・アセットマネジメント（旧日興アセットマネジメント）	https://www.amova-am.com/about/vote/list
野村アセットマネジメント	https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/vote.html
ピクテ・ジャパン	https://www.pictet.co.jp/company/policy/proxy-voting-results.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
マニライフ・インベストメント・マネジメント	https://vds.issgovernance.com/vds/#/MTAzNDA3/
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/site-information
りそなアセットマネジメント	https://www.resona-am.co.jp/investors/giketuken.html

1. 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

(3) 株主議決権行使状況（2025年4-6月）

＜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（70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		事前警告 型	信託型		
行 使 総件数		188,318	85,686	12,615	8,265	376	8,223	1,017	369	423	14,215	360	295	8,381	411	0	398	235,401
会社提案	計	187,438	85,014	12,594	8,244	376	8,009	1,017	369	387	13,775	0	295	4,167	411	0	338	229,176
		(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%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	168,619	77,530	11,801	7,493	371	7,790	937	5	328	13,525	0	288	4,136	14	0	276	208,090
		(90.0%)	(91.2%)	(93.7%)	(90.9%)	(98.7%)	(97.3%)	(92.1%)	(1.4%)	(84.8%)	(98.2%)	(0.0%)	(97.6%)	(99.3%)	(3.4%)	(0.0%)	(81.7%)	(90.8%)
	反対	18,819	7,484	793	751	5	219	80	364	59	250	0	7	31	397	0	62	21,086
		(10.0%)	(8.8%)	(6.3%)	(9.1%)	(1.3%)	(2.7%)	(7.9%)	(98.6%)	(15.2%)	(1.8%)	(0.0%)	(2.4%)	(0.7%)	(96.6%)	(0.0%)	(18.3%)	(9.2%)
株主提案	計	880	672	21	21	0	214	0	0	36	440	360	0	4,214	0	0	60	6,225
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	17	17	0	0	0	16	0	0	0	83	39	0	238	0	0	5	398
		(1.9%)	(2.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(7.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(18.9%)	(10.8%)	(0.0%)	(5.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(8.3%)	(6.4%)
	反対	863	655	21	21	0	198	0	0	36	357	321	0	3,976	0	0	55	5,827
		(98.1%)	(97.5%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(92.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(81.1%)	(89.2%)	(0.0%)	(94.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(91.7%)	(93.6%)

1. 株式のスチュワードシップ活動－議決権行使

(3) 株主議決権行使状況（2025年4-6月）

＜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（90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	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		147,662	6,885	14,827	30,056	351	115	5,611	9,676	7,021	10,012	7,151	240	12,757	58,687	311,051
会社提案	計	146,551	6,477	14,816	29,751	348	26	5,573	9,655	6,988	9,900	6,264	222	12,724	49,985	299,280
		(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	126,428	6,105	12,958	23,444	298	24	4,271	9,625	6,759	8,314	5,785	196	12,417	43,855	260,479
		(86.3%)	(94.3%)	(87.5%)	(78.8%)	(85.6%)	(92.3%)	(76.6%)	(99.7%)	(96.7%)	(84.0%)	(92.4%)	(88.3%)	(97.6%)	(87.7%)	(87.0%)
	反対	20,123	372	1,858	6,307	50	2	1,302	30	229	1,586	479	26	307	6,130	38,801
		(13.7%)	(5.7%)	(12.5%)	(21.2%)	(14.4%)	(7.7%)	(23.4%)	(0.3%)	(3.3%)	(16.0%)	(7.6%)	(11.7%)	(2.4%)	(12.3%)	(13.0%)
株主提案	計	1,111	408	11	305	3	89	38	21	33	112	887	18	33	8,702	11,771
		(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	598	279	8	60	3	2	25	21	0	110	350	11	19	3,176	4,662
		(53.8%)	(68.4%)	(72.7%)	(19.7%)	(100.0%)	(2.2%)	(65.8%)	(100.0%)	(0.0%)	(98.2%)	(39.5%)	(61.1%)	(57.6%)	(36.5%)	(39.6%)
	反対	513	129	3	245	0	87	13	0	33	2	537	7	14	5,526	7,109
		(46.2%)	(31.6%)	(27.3%)	(80.3%)	(0.0%)	(97.8%)	(34.2%)	(0.0%)	(100.0%)	(1.8%)	(60.5%)	(38.9%)	(42.4%)	(63.5%)	(60.4%)



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。

1. スチュワードシップ活動に関する報告

- 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、とされている。
- GPIF は、アセットオーナーとして、GPIF自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針や取組について、定期的に報告する。なお、被保険者に対する個別報告が困難であるため、一般に公開可能な情報を公表する方法で実施する。
- 具体的には、株主総会の集中する4月から6月の運用受託機関における議決権行使結果（議案の主な種類ごとに整理・集計した結果）を含むスチュワードシップ活動報告をGPIFのホームページに公表する。
- 加えて、年度を通した運用受託機関における議決権行使結果（議案の主な種類ごとに整理・集計した結果）を含むスチュワードシップ責任を果たすための取組については当該年度の業務概況書で公表する。そのほかに、サステナビリティ投資報告でも、その取組みを紹介している。



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。

1. スチュワードシップ活動の実施体制

- 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、とされている。
- GPIFの理事長及び理事は、スチュワードシップ責任を果たすため、適切な能力・経験を備え、自らが重要な役割・責務を担っていることを認識し、スチュワードシップ活動を推進する体制整備などの取組を進める。現在、以下を主な業務とする専任組織を置き、今後も必要に応じて更なる体制の整備等を行う。
 - ① 年金積立金の運用にふさわしいスチュワードシップ責任の在り方及び具体的な活動に関する検討
 - ② 各資産の運用における運用受託機関を含めたESGなどのサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動の取組状況の分析・評価の検討
 - ③ 国際的なネットワークを通じた国内外の機関投資家や責任投資原則関係機関との連携の推進など
- GPIF は、「アセットオーナー」として、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）を行う。その際は、ESG などのサステナビリティについても考慮する。
- GPIF は、本コードの各原則の実施状況を定期的に振り返り、より適切なスチュワードシップ責任の在り方を検討し、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努める。
- 2025年3月公表のサステナビリティ投資方針において、サステナビリティ投資については、投資において考慮すべきことが多岐に亘るため、また、企業を取り巻くサステナビリティ課題や求められる情報開示や規制なども年々変化することから、その変化を適切に捉え、投資行動に適切に反映していくために、十分な人員体制を確保し、多様な人材が日々知見の向上を目指すこと、データの整備にも十分なリソースを割くことが必要としている。
- また、2025年3月に公表した「GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」に則り、引き続きスチュワードシップ活動を推進する。スチュワードシップ活動の推進にあたり、体制強化に努めるとともに、効果検証の実施など、GPIF 自身が PDCA サイクルを回し取組みの改善と見直しを図る。

(ご参考) GPIFのステewardシップ活動の沿革

中期目標	年度	方針、原則等の制定、改定等	内容
第2期	2014年5月	日本版ステewardシップ・コード受入れ 「ステewardシップ責任を果たすための方針」制定 株式のステewardシップ評価開始	
	2015年3月	「投資原則」制定	株式投資におけるステewardシップ活動について明記
第3期	2015年9月	PRI署名	ESGへの取組強化
	2017年4月	オルタナティブ資産のステewardシップ評価開始	
	2017年6月	「ステeward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テewardシップ活動の対象を全資産へ拡大
	2019年11月	「ステeward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年2月	「ステeward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
第4期	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 「ステewardシップ責任を果たすための方針」一部改定 債券のステewardシップ評価開始	対象を全資産に拡大、ESGの考慮をより明確化
	2024年9月	アセットオーナー・プリンシプル受入れ 「アセットオーナー・プリンシプル取組方針」策定	
	2025年3月	「サステナビリティ投資方針」策定 「ステewardシップ活動の方向性と当面の取組み」公表	サステナビリティ投資方針策定に関連して「投資原則」、「アセットオーナー・プリンシプル取組方針」、「ステewardシップ責任を果たすための方針」、「ステewardシップ活動原則」、「議決権行使原則」も一部改定
第5期	2025年12月	「第三次改訂版コード」への賛同 「ステewardシップ責任を果たすための方針」、「ステewardシップ活動原則」一部改定	実質株主の透明性向上と協働エンゲージメント促進に対応

