



2018年 スチュワードシップ活動報告

年金積立金管理運用独立行政法人



2019年2月

1. GPIFの取組



- 【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、資産クラスごとに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】スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取り組みを含む。)を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

<https://www.gpif.go.jp/about/philosophy/>

スチュワードシップ責任に対する考え方～スチュワードシップ責任を果たすための方針より～

- 年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）は資金規模が大きく、資本市場全体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」です。また、100年を視野に入れた年金財政の一翼を担う「超長期投資家」でもあります。このような特徴を持つGPIFが長期にわたって投資リターンを獲得するためには、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠といえます。
- GPIFは運用受託機関を通じて株式の売買および議決権行使を実施していることから、運用受託機関と投資先企業との「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進しています。エンゲージメントによって中長期的な企業価値が向上し、日本経済全体の成長につながれば、GPIFは投資リターンの改善という恩恵を受けられます。GPIFはインベストメントチェーンにおいてこのような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。
- GPIFは、スチュワードシップ責任を果たす様々な活動を通じて、被保険者のために中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ます。なお、その際には、ESG（環境、社会、ガバナンス）についても考慮します。それにより期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待されます。
- GPIFは、日本版スチュワードシップ・コード（以下「コード」）における「アセットオーナー」として、（2）のとおり、自ら実施が可能なものは自ら取り組み、また、（3）のとおり、運用受託機関が実施する取組についてはその実施状況を把握・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）を行い、各年度の活動状況の概要を公表することを通じてGPIFとして、自らのスチュワードシップ責任を果たします。

スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則

スチュワードシップ活動原則

GPIFは、国内株式及び外国株式を運用する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、運用受託機関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、運用受託機関の議決権行使を含むスチュワードシップ活動について、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
- (2) 運用受託機関における利益相反管理
- (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
- (4) 投資におけるESGの考慮
- (5) 議決権行使

https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/stewardship_activity_principle.pdf

https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/voting_rights_principle.pdf

議決権行使原則

【議決権行使に当たって】

- 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、公表すること
- 投資先企業とのコミュニケーションの重視
- ESGを考慮すること
- 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
- 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ること
- 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の留意事項

【株主総会終了後の対応】

- 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
- 重要性又は必要に応じて、企業に議決権行使結果及び判断理由を説明又は公表すること
- 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
- 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

スチュワードシップ推進活動に関するこれまでの主な取組

内容	
2014年 5月	日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表
2015年 3月	「投資原則」を公表
2015年 9月	「責任投資原則(PRI)」に署名
2016年 7月	「企業・アセットオーナーフォーラム」「グローバル・アセットオーナーフォーラム」設立を公表
2017年 6月	「スチュワードシップ活動原則」および「議決権行使原則」を公表
2017年 8月	日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴い、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を一部改定
2017年10月	「投資原則」一部変更(スチュワードシップ活動の対象を株式から全資産に拡大)
2018年 1月	「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ『優れた統合報告書』と『改善度の高い統合報告書』」を公表
2018年 2月	「平成29年 スチュワードシップ活動報告」を公表
2018年 4月	「第3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」を公表
2018年 4月	第4回 企業・アセットオーナーフォーラム開催
2018年 4月	世界銀行グループとの債券投資におけるESGの考慮に関する共同研究 報告書を公表
2018年 8月	「ESG活動報告」発行
2018年 9月	「グローバル環境株式指数」選定
2018年10月	Climate Action 100+に参加
2018年10月	第5回 企業・アセットオーナーフォーラム開催
2018年10月	第4回 グローバル・アセットオーナーフォーラム開催
2018年12月	TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への賛同を表明

スチュワードシップ推進活動における重点課題と取組

目的

投資対象資産の価値の向上や持続的成長を促すことで被保険者のために長期的な投資リターンを拡大

“長期的な投資資産の価値向上” × “資本市場の効率性向上”

スチュワードシップ責任を果たすための重点課題

- インベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築
- 運用会社のスチュワードシップ推進活動の強化、ガバナンス改善
- 投資におけるESGインテグレーション

スチュワードシップ活動の基盤

- 投資原則(3ページ)
- スチュワードシップ責任を果たすための方針(抜粋4ページ、基本方針39ページ)
- スチュワードシップ活動原則
- 議決権行使原則(スチュワードシップ活動原則含め概要は5ページ、全文は40～41ページ)

GPIFは、投資原則、スチュワードシップ責任を果たすための方針に基づき、アセットオーナーとしてスチュワードシップ責任を果たし、運用受託機関に対してスチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の遵守を求める。

運用受託機関との長期志向のアラインメント強化のための取組

- 新たな実績連動報酬の導入と複数年契約の導入(8ページ)
- 運用受託機関の役職員の報酬体系(インセンティブ構造)の調査(9ページ)

パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の強化

- 新たなビジネスモデルのパッシブ運用機関の採用(10ページ)

関係機関とのエンゲージメント強化

- 運用受託機関とのエンゲージメント、評価(11～13ページ)
- 指数会社とのエンゲージメント(14ページ)

運用受託機関と企業の対話促進に向けた取組

- 東証一部上場企業向けアンケートの実施(15ページ)
- 「企業・アセットオーナーフォーラム」の開催(15ページ)
- GPIFの国内株式運用受託機関が選ぶ「優れた&改善度の高い統合報告書」公表(16ページ)
- GPIFの国内株式運用受託機関が選ぶ「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」(17ページ)

ESG活動の推進

- 重大なESG課題(18ページ)
- ESGインテグレーションの定義(18ページ)

グローバルなイニシアティブへの参加と関係機関との連携強化

- TCFD、Climate Action100+への参加(19ページ)
- グローバルなイニシアティブへの参加状況(20ページ)
- ステークホルダーおよび関係機関との連携強化(21～22ページ)

運用受託機関との長期志向のアラインメント強化のための取組

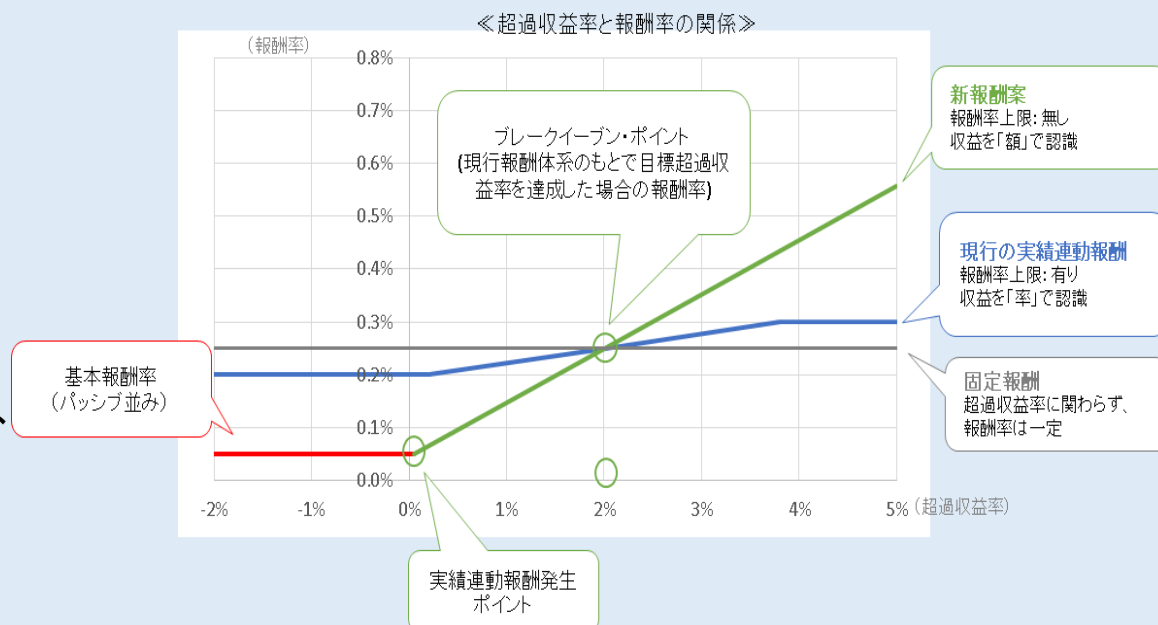
■ 新たな実績連動報酬の導入

＜アクティブ運用における新たな実績連動報酬の特徴＞

- ① GPIFと運用受託機関のアラインメント(利益の一致)強化の目的で、運用成果と報酬の連動性を強めるべく、基本報酬率をパッシブ運用の一般的な報酬率まで引き下げる一方、実績連動報酬の上限を撤廃
- ② 報酬が中長期的な運用成果に連動するよう、成功報酬は一部キャリーオーバーして、超過収益率のブレを平準化する

＜導入の背景＞

- GPIFでは、全資産の約2割をアクティブ運用機関に委託している。アクティブ運用機関には、長期的な観点から、市場平均を上回る運用収益(超過収益)を上げることが期待しているが、過去3年間において、運用受託機関が掲げている目標超過収益を達成している機関は少数にとどまっている状況。
- このような結果が生じた一因として、①従来の固定報酬や緩やかな実績連動報酬ではGPIFとアクティブ運用機関とのアラインメントが不十分ではないか、②超過収益が達成される投資サイクルより短い期間で評価しており、アクティブ運用機関へのコミットメントが不十分ではないかという、問題意識を持つに至った。これらの問題意識から、本実績連動報酬を導入。



■ 複数年契約の導入

- 上記の実績連動報酬導入にあたり、運用受託機関による中長期的な運用目標の達成を可能とするため、原則として運用受託機関と複数年契約(コミットメント)を導入。
- 実績連動報酬及び複数年契約の導入により、アクティブ運用における安定的な超過収益を確保していきたい。

運用受託機関との長期志向のアライメント強化のための取組

■ 運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）の調査

<調査目的>

GPIFは運用受託機関とのアライメント（利益の一致）を重視している。本調査は、報酬を切り口にGPIFとのアライメントが取れているか確認することを目的とし、具体的には、平成29年のスチュワードシップ活動報告にも記載の通り、以下2点について確認する。

- ①運用受託機関の役職員の報酬体系がGPIFのような長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか
- ②ショートターミズムを助長するようなインセンティブ構造になっていないか

<調査対象>

内外株式及び内外債券運用受託機関

<調査方法>

- 本調査は人事コンサルティング会社に委託。当法人の運用受託機関に対して、報酬体系などを確認するため調査票を送付。フォローアップのため、個別の運用受託機関とのインタビューを実施。インタビューでは、CEO、CIO、人事担当役員等の運用受託機関の経営層から直接、報酬に対する考え方、方針や体系などヒアリング。

<今後の予定>

- 一部アクティブ運用機関とはすでに複数年契約を締結しており、運用受託機関との長期志向のパートナーシップを考える際、報酬のあり方はアライメントを確保するための有効な手段の一つと考えている。よって、調査報告を踏まえ、運用受託機関の選定、評価に反映させる予定。
- また、報酬体系は運用機関の投資哲学や企業文化等の根本的な考え方を反映していると考えられ、ガバナンスにおけるエンゲージメントのテーマの一つでもある。今後、運用受託機関とのエンゲージメントにも活用し、透明性を含めベストプラクティスを求めていく。

パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の強化

■ 新たなビジネスモデルのパッシブ運用受託機関の採用

- 2017年3月より、国内株式パッシブ運用における公募を実施。今回の選定目的として、多様なインデックスへの対応力強化とスチュワードシップ活動の強化がある。特に、スチュワードシップ活動強化については、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化を期待。
- 選定にあたっては、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の評価を実施。
- GPIFが昨年の「スチュワードシップ活動報告『運用受託機関への期待と課題』」で求めていた「スチュワードシップ時代の『新しいパッシブ運用』のビジネスモデルの提案」が新規及び既存の運用受託機関からあり、審査の結果、複数の機関を選定。
- ビジネスモデル提案における評価のポイント、重視している点、選定後の評価手法は以下の通り。

選定時の評価のポイント

＜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

選定後の評価手法

今後の評価にあたっては、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、更新を判断する。

＜提案内容＞

- ◆ 19のESGテーマを設定し、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テーマに基づいたエンゲージメントを行う。
- ◆ 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。

関係機関とのエンゲージメント強化

■ 運用受託機関とのエンゲージメント

- 運用受託機関とのコミュニケーションについては、「平成28年 スチュワードシップ活動報告」に記載のとおり、以前の一方通行の「モニタリング」モデルから、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」モデルへ転換。
- それに伴い、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とは別に、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する体制にしている。
- 運用受託機関からは、上記アンケートなどが増えている一方で、総合評価ミーティングにおける定型資料のボリュームは変わらず作成の負担が大きいという意見が多くあったため、スチュワードシップミーティングにおける定型資料を大幅に見直し、削減実施。運用概況報告においても一部、質問項目の重複等があったため、スチュワードシップに関連する項目について見直し、大幅に削減。
- また、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のアンケートを通じて、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。
- 2018年は、新たな実績連動報酬の導入やそれに伴う複数年契約の開始などアクティブ運用機関にとって極めて大きな変更を行ったため、複数回にわたり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以下の通り、実施。

<運用受託機関等説明会>

- ・運用受託機関意見交換会(2018年8月実施)

運用受託機関トップを含む経営層との意見交換会を実施。

マネージャーエントリー制、実績連動報酬、評価方法、国内パッシブ運用機関選定にあたっての運用機関のビジネスモデル、スチュワードシップ活動、AI等の活用等について意見交換。

関係機関とのエンゲージメント強化

■ 運用受託機関とのエンゲージメント(続き)

＜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のうち以下の機関が公表。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)】

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ✓ アセットマネジメントOne
http://www.am-one.co.jp/company/voting/ ✓ イーストスプリング・インベストメンツ
(イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド)
https://www.eastspring.co.jp/about-us/stewardship-code ✓ インベスコ・アセット・マネジメント
http://www.invesco.co.jp/footer/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 ✓ ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント
(ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・エル・ピー 等)
https://www.gsam.com/content/gsam/jpn/ja/gsitm/about-gsam/stewardship-code.html ✓ JPモルガン・アセット・マネジメント
https://www.jpmorganasset.co.jp/wps/portal/Policy/Guideline ✓ シュローダー・インベストメント・マネジメント
http://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/ ✓ 大和住銀投信投資顧問
http://www.daiwasbi.co.jp/company/guideline/index.html | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 日興アセットマネジメント
http://www.nikkoam.com/about/vote/results ✓ 野村アセットマネジメント
http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html ✓ 野村アセットマネジメント(ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ・エル・ピー)
http://us.dimension.com/about-us/corporate-governance ✓ フィデリティ投信
http://www.fidelity.co.jp/fij/about/governance/voting.html ✓ ブラックロック・ジャパン
https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/important-information/voting ✓ 三井住友トラスト・アセットマネジメント(2018年10月以降)
http://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/
(旧三井住友信託銀行分 http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/voting_right.html) ✓ 三菱UFJ信託銀行
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html ✓ 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・サービシーズ・エル・エル・シー)
https://russellinvestments.com/jp/legal/proxy ✓ リソナ銀行
https://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html |
|---|--|

※()内は再委託先、リンク先は2019年1月31日時点

関係機関とのエンゲージメント強化

■「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、市場全体の中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中長期的な観点から投資先企業の企業価値の向上や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は重要と考えている。
- また、2017年5月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードにおいても、パッシブ運用における対話等の重要性が明確になった。さらに、把握すべき企業の状況について、ガバナンスに加え、ESGに関するリスク・収益機会が追加され、対話の手法として協働エンゲージメントの可能性にも言及されている。これらのことから、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スチュワードシップの重要性が高まっていることは明確であり、条件が同じであれば、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。
- スチュワードシップ責任に係る取組については、パッシブ運用は市場の底上げに資するか、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。
- 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の決定プロセス等）
 - ✓ 個別の議決権行使結果公表状況等における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。

評価ウェイト	株式パッシブ	株式アクティブ
100% 定性評価	30%	10%
	70%	90%

- スチュワードシップ責任に係る取組
- 投資方針・運用プロセス、組織・人材他

■ 指数会社とのエンゲージメント

- GPIFは、指数会社について非常に重要な関係機関として認識し、エンゲージメントの対象としている。
- 指数会社を重要視しているのは、以下の2点の理由からである。
 - ① GPIFの運用においては、約75%がパッシブ運用となっている。パッシブ運用では、ベンチマークとする指数に組入れられている銘柄を原則、インデックスのルール通りに保有することになるため、パッシブ運用で保有している分についての銘柄選定および保有ウェイトの決定は実質的に指数会社が行っていると言える。指数会社はGPIFの運用成果に極めて大きな影響を与えることになる。また、一般の投資家においても、パッシブ運用のウェイトが高まっており、「指数」および「指数会社」の資本市場への実質的な影響力は強まっている。
 - ② 加えて、GPIFにおいては、従来からあるTOPIXなどのような時価総額加重型指数などとは異なり、採用銘柄の選定において、ESG評価会社や指数会社の判断が反映される余地の大きいESG指数に基づくパッシブ運用を2017年に開始。
- GPIFでは、採用銘柄の選定や評価における中立性や透明性を担保する上で、指数会社のガバナンスは極めて重要と考え、ESG指数の選定においても重視している。
- GPIFが指数会社に対するエンゲージメントを強化するなか、一部の指数会社では、指数構築やESG評価のルール変更を前に投資家からの意見聴取を行う「コンサルテーション」を積極化するなど前向きな動きが見られている。
- コンサルテーションの実施については高く評価しており、GPIFも積極的に参加し、具体的なテーマについてもディスカッションを実施。GPIFの運用受託機関にも、コンサルテーションへの積極的な参加と内容についての共有を要請。
- 一方で、コンサルテーションの実施プロセスについては、ヒアリング対象機関の選定方法、ヒアリングを受けている機関や機関数、ヒアリング結果などの開示が不十分であること、コンサルテーションの結果がどのようなプロセスを経て最終的な決定に反映されているのかといった意思決定のプロセスについて問題意識を持っている。
- その影響力の大きさを考えると、より透明性を持たせることで、指数や指数会社への信頼も高まると考えており、従来以上に、指数会社とのエンゲージメントに注力していく。

運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

■ 東証一部上場企業向けアンケート

- 2016年1月に、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。2019年1月に第4回アンケート実施。
- 第3回アンケート(2018年1月実施)では、30.2%にあたる619社より回答。
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、③2017年5月のステュワードシップ・コード改訂以降の変化、④企業のIR・ESG活動、⑤GPIFの取組について。
アンケート集計結果は https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/stewardship_questionnaire_03.pdf で公表。

■ 企業・アセットオーナーフォーラム

- オムロン株式会社、エーザイ株式会社、日産自動車株式会社など複数の企業から「アセットオーナーであるGPIFと企業との間の継続的かつ建設的な意見交換の場」設立の提案を受け発足、2016年9月に第1回開催。
- 幹事会社3社を含む計10社とアセットオーナー5機関が参加。
【参加企業】(50音順)
＜幹事会社＞エーザイ株式会社、オムロン株式会社、日産自動車株式会社
＜その他参加企業＞アサヒグループホールディングス株式会社、JFEホールディングス株式会社、株式会社資生堂、TOTO株式会社、日本電信電話株式会社、株式会社日立製作所、株式会社三菱ケミカルホールディングス
【アセットオーナー】
国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、全国市町村職員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
- 2018年4月に第4回を開催。指数会社をはじめとしたESG評価機関の企業評価の妥当性、統合報告等のESG情報開示、投資家との対話を踏まえたESGに関する取組等について議論・意見交換。2018年10月には第5回を開催し、ESG強化のための取組(組織改革、対話の促進等)、四半期決算について議論・意見交換。
- 議論の概要は <https://www.gpif.go.jp/investment/business-asset-owner-forum.html> で公表。GPIFの運用受託機関や海外のアセットオーナーにもフィードバック。

運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

■ 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。2018年12月には第3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社ずつ選定依頼。GPIFで結果を集計し、2019年1月に公表。
- 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」、「HPやSNSを通じた外部への宣伝効果」、「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。

○「優れた統合報告書」

GPIFの国内株式運用機関17機関が「優れた統合報告書」を選び、計67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「優れた統合報告書」として高い評価を獲得。

◇ 伊藤忠商事（株）	8機関
◇ （株）丸井グループ	7機関
◇ 大和ハウス工業（株）	6機関
◇ 味の素（株）	6機関
◇ オムロン（株）	5機関
◇ （株）三菱ケミカルホールディングス	4機関
◇ コニカミノルタ（株）	4機関
◇ （株）リクルートホールディングス	4機関
◇ 日本精工（株）	4機関
◇ （株）三菱UFJフィナンシャル・グループ	4機関
◇ （株）カプコン	4機関

○「改善度の高い統合報告書」

GPIFの国内株式運用機関17機関が「改善度の高い統合報告書」を選び、計87社を選定。そのうち、以下の4社が、4機関以上の運用機関から、「改善度の高い統合報告書」として高い評価を獲得。

◇ J. フロント リテイリング（株）	4機関
◇ ミネベアミツミ（株）	4機関
◇ （株）島津製作所	4機関
◇ （株）三菱UFJフィナンシャル・グループ	4機関

* 運用機関の主なコメントを含む詳細は下記サイトご参照

https://www.gpif.go.jp/investment/310125_integration_report.pdf

運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

■ GPIFの国内株式運用受託機関が選ぶ「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」

- 2018年6月1日に、コーポレートガバナンス・コードが改訂され、同年12月末までに改訂版コードの内容を踏まえたコーポレート・ガバナンス報告書が提出されている。
- コーポレート・ガバナンス報告書も統合報告書と同様、極めて重要な開示であることから、投資家にその活用を働き掛けることを目的に、GPIFの国内株式運用受託機関に対して、改訂版コードを踏まえた、記載内容が充実している「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」について、最大5社、その優れている記載内容とともに選定を依頼。GPIFで結果を集計し、2019年2月に公表。
- GPIFの国内株式運用機関17機関が「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」を選び、計41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「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」として高い評価を獲得。

○「優れたコーポレート・ガバナンス報告書」

◇ 花王(株)	7機関
◇ カゴメ(株)	6機関
◇ (株)荏原製作所	6機関
◇ (株)みずほフィナンシャルグループ	5機関
◇ エーザイ(株)	4機関
◇ コニカミノルタ(株)	4機関
◇ (株)資生堂	4機関

* 運用機関の主なコメントを含む詳細は下記サイトご参照

https://www.gpif.go.jp/investment/310227_corporate_governance_report.pdf

■ 重大なESG課題の確認

- 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、昨年に引き続き、株式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。
- 株式運用受託機関が考える「重大なESG課題」は30ページに記載の通り。
- 本結果を踏まえて、なぜ当該課題を重視しているのか、どのようにエンゲージメントに取り組むのか確認する。
- 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、2019年1月実施の企業向けアンケート「第4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。

■ ESGインテグレーション

- 上記の通り、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。
 - 運用受託機関からは、GPIFのESGインテグレーションの定義について質問を受けているが、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
- 今後、ESGインテグレーションについては「運用評価」の一環として評価する予定。
 - 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これまで通り、「スチュワードシップ責任に係る取組」で評価する。

グローバルなイニシアティブへの参加

■ TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への賛同

- TCFDは、Task Force on Climate-related Financial Disclosureの略であり、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。現在、年金基金をはじめとするアセットオーナー、運用会社、銀行などの金融機関や企業、政府など世界中の580を超える機関がTCFDの提言に賛同(2019年1月末時点)。
- GPIFは2018年12月に賛同を表明。
日本の賛同機関は、GPIFを含め51機関(金融機関21機関、企業24機関、その他6機関、2019年1月末時点)。
- GPIFは情報開示を重視しており、環境指数を含むESG指数選定において「ESGの情報開示を促進する仕組み」があることを評価。気候変動については運用受託機関向けアンケートでも内外株式パッシブ運用の全機関、同アクティブ運用の4分の3の機関が重大なESG課題として挙げているが、それはアセットオーナーにとっても重大な課題と言える。そのため、GPIF自身の開示の検討、情報収集に加え、運用受託機関がどのように気候関連の情報開示を進めていくのか、TCFDのベストプラクティスの共有も受けながら確認していく。
- 特に、PRI署名機関については、2020年レポートからTCFD提言に基づいた項目が正式に追加されるため、運用受託機関においてもこれに備えた対応が必要と考えている。

■ Climate Action100+への参加

- Climate Action100+(以下、CA100+)は、2017年9月に発足した投資家主導の5カ年イニシアティブ。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行う。現在、年金基金をはじめとするアセットオーナーと運用会社など310機関超が参加。PRI(責任投資原則)と気候変動対応を企業に求める4つの機関投資家団体によって設立され、2017年12月12日にフランスで開催されたOne Planet Summitで正式に始動。
- GPIFは2018年10月にサポーター(*)として参加。
(*)サポーターの要件は①アセットオーナーであること、②サインオンステートメントへの公式な賛同。GPIFは、法令上、投資先企業に対するエンゲージメントはできないため、自らエンゲージメントを実施することを求められないサポーターとして参加。
- アセットオーナーとして、アジア地域における特性など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。
- CA100+への参加を通じて、気候変動に対するエンゲージメントや共同エンゲージメントが実際にどのように行われているかの知見を高め、運用受託機関のスチュワードシップ活動の評価に活用する。

グローバルなイニシアティブへの参加

■ 参加状況

Signatory of:



2015年9月に署名

2006年に国連のアナン事務総長(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。

2017年1月には水野理事がPRI Association理事に就任した他、Asset Owner Advisory Committee、SDGs Advisory Committee等にも参加。



2018年12月に賛同
概要は19ページ。



2016年11月に署名

英国30%Club、米国Thirty Percent Coalitionともに、取締役会における多様性を求め、女性比率30%を目的として設立。



2018年10月に参加
概要は19ページ。

ステークホルダーおよび関係機関との連携強化

■ ステークホルダーおよび関係機関との連携強化

＜ステークホルダーとの連携＞

- 2018年 5月 金融資本市場委員会 資本市場部会「スチュワードシップ活動に関するアンケート結果」講演・意見交換
(日本経済団体連合会)
- 2018年10月 「グローバルESG対話フォーラム」CalPERS、CalSTRSとパネル登壇 (日本経済団体連合会、経済産業省 共催)
- 2018年11月 金融資本市場委員会 資本市場部会「GPIFの環境株式指数選定の背景とその評価方法について」勉強会
(日本経済団体連合会)
- 2018年11月 進化するESG投資 ～「環境」の視点から～講演他(後援 日本経済団体連合会、経済同友会、日本商工会議所)

＜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開催】

https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/summary_3rd_Global_Asset_Owners_Forum_jp.pdf

- 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設立。2016年11月に東京で第1回開催。GPIF、CalPERS、CalSTRSが共同幹事として開催。
- 幹事以外のメンバーは以下の通り(2018年10月時点)。
Florida State Board of Administration、The Regents of University of California、The World Bank(以上、米国)、bcIMC、OTPP(以上、カナダ)、NBIM、APG、PGGM、AP2、ERAFF、USS(以上、欧州)、GIC(シンガポール)、HESTA(オーストラリア)
- 2018年10月に東京で、第4回グローバル・アセットオーナーフォーラムを開催。CEO、CIOを中心としたメンバーで、インベストメントチェーン全体における問題意識、課題等を議論。
- グローバル・アセットオーナーフォーラム開催に併せて、日本経済団体連合会、経済産業省共催の朝食懇談会にて日本企業経営陣と意見交換を実施した他、上記「グローバルESG対話フォーラム」に共同幹事3社のCIOが登壇。

ステークホルダーおよび関係機関との連携強化

■ ステークホルダーおよび関係機関との連携強化(続き)

<省庁主催会議への参加>

<外務省>

持続可能な開発目標(SDGs)推進円卓会議 – 高橋理事長が構成員として参加

<経済産業省>

グリーンファイナンスと企業の情報開示の在り方に関する「TCFD研究会」 – 水野理事が有識者として講演

<環境省>

ESG金融懇談会 – 水野理事が懇談会メンバーとして参加(～2018年6月)

「ESG金融懇談会 提言 ～ESG 金融大国を目指して～」公表(2018年7月27日)

<内閣官房・外務省・経済産業省・環境省>

パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略策定に向けた懇談会 – 水野理事が構成員として参加

<各種セミナー、国際会議での主な講演等(前回報告以降)>

2018年 1月 2018 Investor Summit on Climate Risk

2018年 4月 IMF World Bank Spring Meeting

2018年 5月 Milken Institute Global Conference 2018

2018年 6月 第1回 UN Womanセミナー2018

2018年 6月 ICGN (International Corporate Governance Network) Annual 2018 Conference

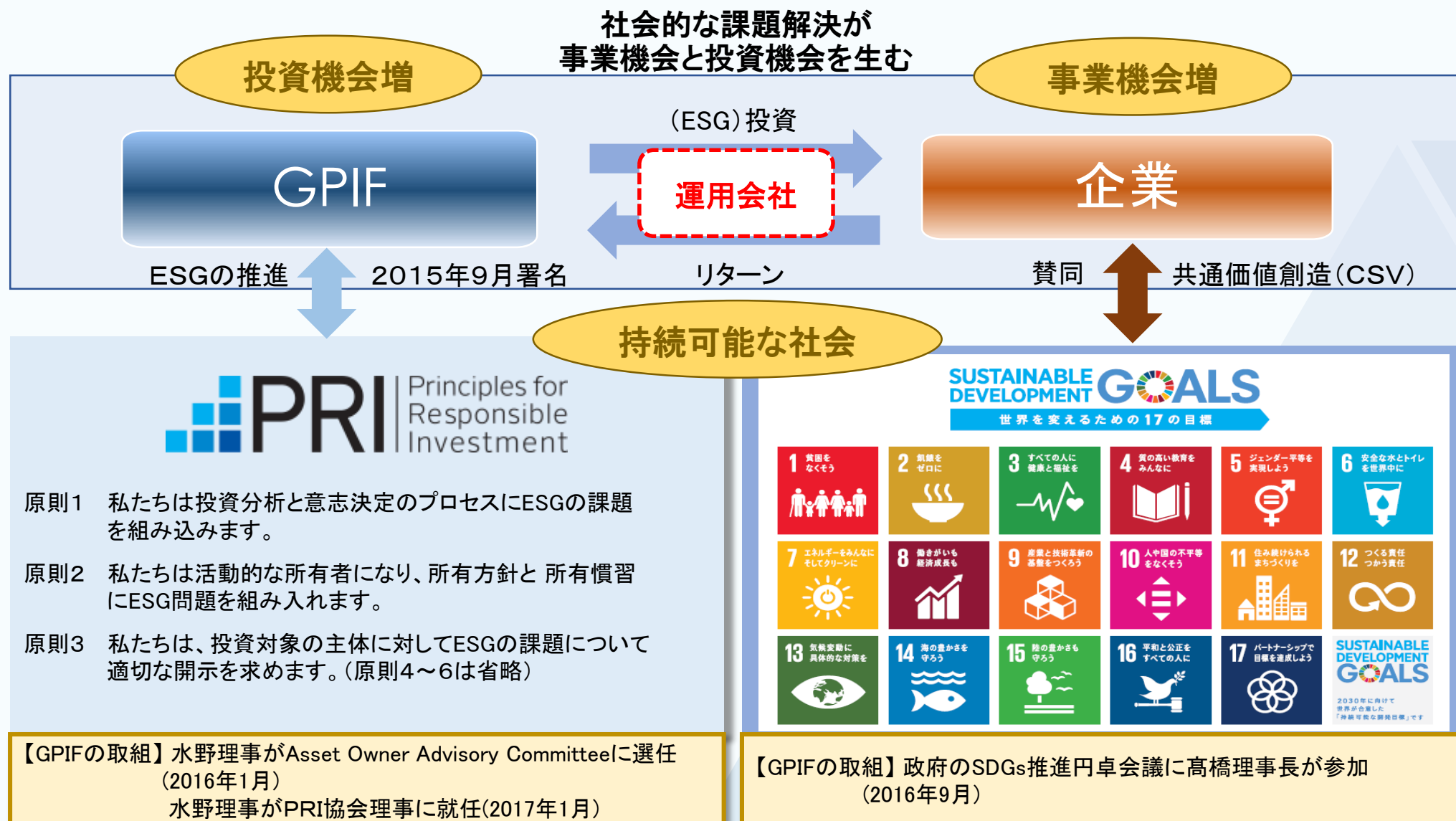
2018年 9月 SDGs 企業戦略フォーラム

2018年 9月 United Nations Private Sector Forum 2018

2018年10月 Asia Forum

2018年11月 G20 Summit: Investor Forum

(参考) PRI (責任投資原則) とSDGs (持続可能な開発目標)



(出所) 国連等よりGPIF作成

2. 運用受託機関による スチュワードシップ活動の取組と課題



運用受託機関の現状に関するGPIFの見方

＜株式のステュワードシップ活動＞

- 全体的なレベルは上がっているが、取組のスピードや対応にばらつきが出てきている。
- 株式パッシブ運用受託機関において、ステュワードシップ活動を統括する専門部署や委員会の強化がなされており、通年でのステュワードシップ活動への本格的な取組、組織だった活動に深化するための取組が見られる。
- ステュワードシップレポートなどで、翌年度以降のステュワードシップ活動の方針、重点取組事項、数年先を見据えた活動など現在の取組にとどまらず、将来を含む中長期の視点でステュワードシップ活動のプランを策定し、開示している例も見られるようになった。
- GPIFのステュワードシップ活動原則への理解が不十分な外資系運用受託機関がある。
- アクティブ運用受託機関においてもエンゲージメント活動を実施しているが、体制や投資スタイルにより、その定義・内容には差がある。エンゲージメントを含むステ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、前者の場合は社内でのインテグレーションとステュワードシップ活動の評価方法について、後者の場合はファンドマネージャーのコミットメント、組織的な活動とするためのリーダーシップとステュワードシップ活動の評価方法について、確認を進める必要がある。
- 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。国内株式運用受託機関については、過去と比べて、E(環境)やS(社会)に対する取組が進んでいる機関もある。国内株式アクティブ運用においては、G(ガバナンス)に関する積極的なエンゲージメントに加えて、一部の同運用受託機関で、E(環境)やS(社会)に対する取組も進んでいる。
- エンゲージメント活動やESG課題への取組に際しては、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。運用受託機関と企業との対話において活用されることを引き続き期待しているが、いずれもその活用度合いには運用受託機関で差があるように思われる。また、ステュワードシップやESG専任者以外のアナリストやファンドマネージャーによる活用も更に進むことを期待。
- 一部の運用受託機関において、コーポレートガバナンス・コードのパブリックコメントの提出や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、対企業に加えて、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。
- 日系の運用受託機関においても、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、共同エンゲージメントの場として活用している。

運用受託機関の現状に関するGPIFの見方

<議決権行使>

- エンゲージメントの結果、企業側の取組状況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。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。
- 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において、開示のタイミング、頻度、公表内容に差があり、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。ただし、多くの機関においては、株主総会後の対話にも活かせるよう四半期ごとに開示がなされている。また、公表内容については、反対理由の記載やグループ内の取引先など利益相反が起これうる投資先についてフラグを付すなどの工夫を行っている機関もある。
- 国内株式運用受託機関において、第三者委員会からの諮問により、議決権行使方針の厳格化を行った機関があった他、議決権行使方針を集中総会後すぐ見直した機関や適用時期よりもかなり早めに公表し、企業とのエンゲージメントに備えた機関が増えている。
- 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。

<債券のステュワードシップ活動>

- 日系、外資系ともに債券運用受託機関において、ESGインテグレーションやESGのエンゲージメントを含めステュワードシップ活動の幅を広げている機関が増えている。
- 英国のステュワードシップ・コード改訂案において、ステュワードシップ責任の対象として、債券も含むことが明確になっていることもあり、GPIFとしても、引き続き、世界銀行との共同研究なども活用しながら、債券投資におけるエンゲージメント活動を含むステュワードシップ責任の果たし方について研究していくこととする。

運用受託機関のガバナンス・親会社等との利益相反

【昨年残された課題】

- ✓ 外資系運用受託機関のガバナンス、親会社等との利益相反防止の体制、仕組みの透明性。
- ✓ 第三者委員会の設置が進んでいる一方で、開催実態が外部からは把握しづらいケースや、利益相反の対象が極めて限定的なケースが見受けられた他、議決権行使への関わり方についても運用受託機関によって大きく異なり、今後、より実効性のあるものにしていくためには、検証や見直しも必要ではないか。
- ✓ 利益相反の管理や議決権行使ガイドラインは整ってきているので、今後は実態に合わせた見直しと、いかに適切に実務に活用していくかが重要と思われる。

- 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引き続き進められている。また、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、形式面はすでに整っており、今後はその実効性と必要に応じた改善に観点が移りつつある。
- 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状態。
- 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。
- 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、企業文化などが体现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。

【残された課題】

- ✓ 日系の株式運用受託機関において、第三者委員会は全社で設置されている一方、引き続き、開催実態が外部からは把握しづらいケースや、利益相反の対象が極めて限定的なケースが見受けられた他、議決権行使への関わり方についても運用受託機関によって大きく異なる。機関設計の変更などもあり、今後、より実効性のあるものにしていくために、検証や見直しも必要ではないか。
- ✓ 利益相反の管理や議決権行使ガイドラインは整ってきているので、今後は実態に合わせた見直しと、いかに適切に実務に活用していくかが重要と思われる。
- ✓ 運用受託機関の役職員の報酬体系についてはショートターミズムを排除し、長期的にアセットオーナーとのアラインメントを図る仕組みになっているかについて調査実施中。

パッシブ運用におけるエンゲージメント・適切な議決権行使

【昨年残された課題】

- ✓ スチュワードシップ活動重視のアセットオーナーのニーズに合致したパッシブ運用受託機関からの新たなビジネスモデルの提案。
- ✓ スチュワードシップ活動に対する運用受託機関内部での評価。
- ✓ 外国株式パッシブ運用において議決権行使およびエンゲージメントに十分なリソースをさけていない機関もある。

- 新たなビジネスモデルについては、10ページの通り採用。引き続き、積極的な提案を期待。
- 全ての株式パッシブ運用受託機関で、投資先企業と長期的な企業価値向上の観点からエンゲージメントを行う専任部署の設置が行われ、体制整備と強化が行われている。また、エンゲージメントに際して、スチュワードシップやESGの専任部署とセクターアナリストやファンドマネージャーが協働して対応しているケースも見られる。
- 国内株式パッシブ運用受託機関において、エンゲージメント拡大の計画や方針に従い対話を進めており、ESGに関する外部データ、独自データも活用し、幅広いテーマでエンゲージメントを行っているケースも見られるようになった。
- 一方で、議決権行使について、株主総会開催時期によって異なる基準により議決権行使を行っている機関がある。
- 外国株式パッシブ運用においては、社内のリソースに加え、PRIやClimate Action100+などの共同エンゲージメントの枠組みを活用し、効率的、効果的にエンゲージメントを行っている機関もある。また、リードマネージャーを務めるなど、積極的に共同エンゲージメントに参画しているケースも見られる。

【残された課題】

- ✓ スチュワードシップ活動重視のアセットオーナーのニーズに合致したパッシブ運用受託機関からの新たなビジネスモデルの定着と採用したファンド(10ページ記載)における実効性の確認。
- ✓ パッシブ運用におけるESGインテグレーション等の新たな提案。
- ✓ GPIFの議決権行使原則の趣旨を理解した議決権行使と開示。
- ✓ 外国株式パッシブ運用におけるエンゲージメントの効果的な実施。

重大なESG課題

【昨年残された課題】

✓ 国内株式運用受託機関が挙げた重大なESG課題についてのエンゲージメントの方針や計画の策定と実施。

- 2017年6月制定のステュワードシップ活動原則で運用受託機関に対してESGの考慮を求めることを明文化し、重大なESG課題については積極的にエンゲージメントを行うことを求めている。これを踏まえ、株式運用受託機関が考える重大なESG課題を確認したところ、以下の通りであった(本ページの表は全機関が挙げた課題、30ページの表は上位5位までの課題)。
- 指数に組入れられている限り、投資先企業の株式を持ち続けるパッシブ運用機関においては、国内及び外国株式の全運用受託機関が、「気候変動」を重大なESG課題として挙げている他、サプライチェーンやダイバーシティなど、E(環境)やS(社会)といった長期的な課題を特に重大なESG課題と、いずれも認識していることが確認できた。
- 投資期間が数ヶ月～数年程度が中心となるアクティブ運用機関は、国内と外国株式で認識している重大なESG課題が分かれている。外国株式においては、気候変動については全ての機関が重大と考えており、E、S、Gの各課題が続く一方、国内株式においては、全機関が挙げた「取締役会構成・評価」に加え、9割以上の機関が「資本効率」、「少数株主保護(政策保有等)」を挙げており、G(ガバナンス)をより重大なESG課題と認識していることが明らかになった。ただし、前年の結果からの変化として、上位に、「サプライチェーン」や「労働基準」なども入ってきており、国内株式においても重視するテーマに拡がりが見える。

<各運用手法において全ての機関が挙げた重大なESG課題>

	パッシブ	アクティブ
国内株式	気候変動、サプライチェーン、不祥事	取締役会構成・評価
外国株式	気候変動、ダイバーシティ、水資源・水使用、その他(社会)	気候変動

【残された課題】

- ✓ 重大なESG課題についての認識はなされており、エンゲージメントの実施状況について確認を進める。
- ✓ 重大なESG課題に対する投資家側からの情報発信。

重大なESG課題（5位以上）

＜国内株式パッシブ機関＞

- 1 気候変動
- 1 サプライチェーン
- 1 不祥事
- 4 資本効率
- 4 情報開示
- 4 人権と地域社会
- 4 ダイバーシティ
- 4 その他(ガバナンス)

＜国内株式アクティブ機関＞

- 1 取締役会構成・評価
- 2 資本効率
- 2 少数株主保護(政策保有等)
- 4 サプライチェーン
- 5 コーポレートガバナンス
- 5 情報開示
- 5 不祥事
- 5 労働基準

＜外国株式パッシブ機関＞

- 1 気候変動
- 1 ダイバーシティ
- 1 水資源・水使用
- 1 その他(社会)
- 5 環境市場機会
- 5 コーポレートガバナンス
- 5 サプライチェーン
- 5 情報開示
- 5 森林伐採
- 5 取締役会構成・評価
- 5 不祥事
- 5 リスクマネジメント
- 5 その他(ガバナンス)

＜外国株式アクティブ機関＞

- 1 気候変動
- 2 サプライチェーン
- 3 環境市場機会
- 3 コーポレートガバナンス
- 3 ダイバーシティ
- 3 取締役会構成・評価
- 3 その他(社会)

* 赤字は全ての機関が挙げた課題

3. 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のステ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
- ✓ 運用受託機関のガバナンス、利益相反防止の実効性強化
- ✓ ステュワードシップ時代の「新しいパッシブ運用」のビジネスモデルの定着と提案
- ✓ 投資スタイルに合わせたESGインテグレーションの実践
- ✓ 運用会社の適正な役職員報酬体系
 - ・ショートターミズムを助長しない仕組みか
 - ・長期のアセットオーナーとのアラインメントがあるか
- ✓ 債券投資におけるステュワードシップ責任に係る取組
- ✓ 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)に関する情報発信

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」
 - ・ステュワードシップ活動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、報酬体系、運用、ESGを含むステュワードシップ活動への対応
 - ・テーマに応じて、トップから担当まで各層との対話
- ✓ 運用受託機関に対するアセットオーナーによる共同エンゲージメントの検討
 - ・テーマに応じた協働
- ✓ ステュワードシップ時代の「新しいパッシブ運用」のビジネスモデルに対応した評価方法や手数料体系の検討
 - ・ESGを含むエンゲージメントの成果の確認
 - ・パッシブ運用におけるESGインテグレーションを含む運用手法の可能性
- ✓ ESGインテグレーションの実態の確認と評価手法の検討
 - ・運用受託機関のESGインテグレーションの実態調査
 - ・評価手法の検討
- ✓ 運用会社の役職員報酬体系とアセットオーナーとの利益のアラインメントの確認
- ✓ 債券投資におけるステュワードシップ責任の果たし方の研究
 - ・運用受託機関の債券におけるエンゲージメントの実態確認

株主議決権行使状況の概要 (2018年4月～6月)



1. 国内株式

パッシブ運用受託機関15ファンド、アクティブ運用受託機関14ファンド(合計29ファンド)

(1)概況

- ・全ての運用受託機関が株主議決権を行使している。
- ・会社提案について、反対件数が最も多い議案は「取締役の選任」であり、反対の割合が高い議案は「買収防衛策(ライツプラン)」、「退任役員の退職慰労金の贈呈」、「社外監査役の選任」となっている。

(2)会社機関に関する議案

- ・「取締役の選任」については、主に次のような場合に反対が行われている。
 - 社内取締役の選任では、業績不振や不祥事の有責性が見られる場合
 - 社外取締役の選任では、独立性や出席率 に問題があると判断された場合
 - 社外取締役の員数基準に関する議決権ガイドラインの改定に伴い、基準値に達していない場合

(3)資本政策に関する議案

- ・「合併・営業譲渡・譲受、会社分割等」については、昨年度に比べ議案数が大幅に減少している。昨年度の議案数が多かった理由として、売買単位の100株への移行期限を2018年10月1日に控え、2017年までに単元株式数の変更と併せ、株式併合を実施した企業が多かったことによるものと思われる。

(4)定款変更に関する議案

- ・「定款変更に関する議案」については、昨年度に比べ議案数は減少している。上記同様、昨年度の議案数が多かった理由として、売買単位の100株への移行期限を前に単元株式数の変更が多く上程されていたことによるものと思われる。

(5)買収防衛策に関する議案

- ・「買収防衛策」については、昨年度に比べ議案数は減少している。これは買収防衛策の期限を迎え更新時期にあたった企業が昨年度よりも少ないためである。
- ・反対の理由としては、企業価値、株主価値の確保に疑義がある場合や、発動、解除を検討する独立委員会の独立性に疑義がある場合等がみられる。

(6)その他

- ・株主提案については、全ての運用受託機関が精査の対象にしている。

2. 外国株式

パッシブ運用受託機関8ファンド、アクティブ運用受託機関11ファンド(合計19ファンド)

(1)概況

- ・全ての運用受託機関が株主議決権を行使している。
- ・会社提案について、反対件数が多い議案は、「取締役の選任」であり、反対の割合が高い議案は、「買収防衛策」、「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」となっている。
- ・棄権が大幅に増加しているのは、ブラジル市場における議決権行使制度等の変更に伴うものである。

(2)行使対象国

- ・一部の投資対象国について議決権を行使していない運用受託機関が9ファンドある。主たる理由として、エマージング市場においてシェアブロッキング制度の対象国があったことを挙げている。

(3)議決権行使助言会社の活用

- ・全ての運用受託機関が議決権行使助言会社を利用しており、利用形態としては、自社における行使判断のための情報の提供を受けるケースやガイドラインを示して議決権行使助言会社から行使判断に関する助言を受けるケース等様々である。
- ・議決権行使助言会社を利用する理由としては、専門的能力の活用のほか、第三者の判断を組み入れることにより利益相反を回避すること等が挙げられている。

2018年度株主議決権行使状況報告（2018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(29ファンド)で議決権を行使している。

(2) 議案別行使状況

(単位: 延べ議案件数)

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	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		115,356	33,403	11,158	7,558	142	2,976	1,392	932	668	9,558	9	641	3,927	360	1	135	147,255
会社提案	計	115,084	33,318	11,146	7,558	142	2,963	1,392	932	668	9,510	4	641	2,826	360	1	118	145,787
		(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%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	103,548	28,719	9,520	6,013	142	2,764	1,139	391	539	9,138	4	635	2,773	31	0	102	130,726
		(90.0%)	(86.2%)	(85.4%)	(79.6%)	(100.0%)	(93.3%)	(81.8%)	(42.0%)	(80.7%)	(96.1%)	(100.0%)	(99.1%)	(98.1%)	(8.6%)	(0.0%)	(86.4%)	(89.7%)
	反対	11,536	4,599	1,626	1,545	0	199	253	541	129	372	0	6	53	329	1	16	15,061
		(10.0%)	(13.8%)	(14.6%)	(20.4%)	(0.0%)	(6.7%)	(18.2%)	(58.0%)	(19.3%)	(3.9%)	(0.0%)	(0.9%)	(1.9%)	(91.4%)	(100.0%)	(13.6%)	(10.3%)
株主提案	計	272	85	12	0	0	13	0	0	0	48	5	0	1,101	0	0	17	1,468
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(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	6	3	0	0	0	6	0	0	0	12	2	0	100	0	0	3	129
		(2.2%)	(3.5%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(46.2%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(25.0%)	(40.0%)	(0.0%)	(9.1%)	(0.0%)	(0.0%)	(17.6%)	(8.8%)
	反対	266	82	12	0	0	7	0	0	0	36	3	0	1,001	0	0	14	1,339
		(97.8%)	(96.5%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(53.8%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(75.0%)	(60.0%)	(0.0%)	(90.9%)	(0.0%)	(0.0%)	(82.4%)	(91.2%)

※()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。

※棄権及び不行使は0件。

※J-REITの投資主総会議案も含む。

2018年度株主議決権行使状況報告（2018年4月～6月）

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(19ファンド)で議決権を行使している。

行使国	①すべての投資対象国	10ファンド	(52.6%)
	②投資対象国の一部	9ファンド	(47.4%)

(注) 割合は合計(19ファンド)に対する数値。

(2) 議案別行使状況

(単位: 延べ議案件数)

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		76,040	3,309	9,592	14,986	125	285	2,507	7,316	4,042	9,349	4,984	193	10,230	27,694	170,652
会社提案	計	74,611	2,867	9,538	14,750	125	279	2,479	7,277	4,042	9,334	4,280	181	10,224	25,324	165,311
		(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	67,066	2,483	9,412	12,758	90	206	1,851	7,227	3,596	7,495	3,839	109	10,101	22,017	148,250
		(89.9%)	(86.6%)	(98.7%)	(86.5%)	(72.0%)	(73.8%)	(74.7%)	(99.3%)	(89.0%)	(80.3%)	(89.7%)	(60.2%)	(98.8%)	(86.9%)	(89.7%)
	反対	7,545	384	126	1,992	35	73	628	50	446	1,839	441	72	123	3,307	17,061
		(10.1%)	(13.4%)	(1.3%)	(13.5%)	(28.0%)	(26.2%)	(25.3%)	(0.7%)	(11.0%)	(19.7%)	(10.3%)	(39.8%)	(1.2%)	(13.1%)	(10.3%)
株主提案	計	1,429	442	54	236	0	6	28	39	0	15	704	12	6	2,370	5,341
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	763	337	50	99	0	0	8	19	0	9	406	11	6	1,141	2,849
		(53.4%)	(76.2%)	(92.6%)	(41.9%)	(0.0%)	(0.0%)	(28.6%)	(48.7%)	(0.0%)	(60.0%)	(57.7%)	(91.7%)	(100.0%)	(48.1%)	(53.3%)
	反対	666	105	4	137	0	6	20	20	0	6	298	1	0	1,229	2,492
		(46.6%)	(23.8%)	(7.4%)	(58.1%)	(0.0%)	(100.0%)	(71.4%)	(51.3%)	(0.0%)	(40.0%)	(42.3%)	(8.3%)	(0.0%)	(51.9%)	(46.7%)

※()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732件を含む。

2018年度株主議決権行使状況報告（2018年4月～6月）

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

（単位：件）

		2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	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
国内株式	会社提案に反対・棄権	132	1,872	2,594	5,377	12,917	16,840	16,907	14,009	15,472	17,674	22,074	18,044	16,191	12,911	14,266	13,408	12,491	15,061
		0.5%	2.2%	2.8%	3.6%	8.1%	12.1%	10.3%	10.2%	8.7%	11.6%	13.3%	11.6%	11.5%	9.5%	8.4%	7.9%	8.5%	10.3%
	株主提案に賛成	15	38	48	89	57	41	76	37	42	47	34	58	34	56	55	65	167	129
		2.2%	3.7%	5.8%	8.0%	6.9%	6.3%	7.0%	3.5%	3.1%	2.6%	1.9%	2.7%	2.3%	2.9%	2.8%	4.7%	7.8%	8.8%
外国株式	会社提案に反対・棄権	412	2,336	1,513	2,453	3,571	4,299	5,770	6,427	8,849	7,293	6,087	5,422	7,161	7,269	10,778	11,162	13,076	17,061
		5.8%	9.9%	4.6%	5.0%	5.7%	5.4%	6.2%	6.5%	8.1%	6.9%	5.3%	4.9%	6.0%	6.7%	7.5%	7.7%	8.7%	10.3%
	株主提案に賛成	123	381	999	907	1,074	1,724	1,669	1,745	2,821	2,085	1,486	1,655	1,503	1,483	2,650	2,630	3,295	2,849
		25.8%	15.2%	28.0%	14.4%	24.7%	31.7%	29.5%	29.7%	44.2%	38.9%	32.9%	35.2%	32.0%	40.3%	47.4%	43.0%	50.5%	53.3%

－ ご参考 － スチュワードシップ責任を果たすための方針

1. 基本方針

(1) スチュワードシップ責任に対する考え方

- 年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）は資金規模が大きく、資本市場全体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」です。また、100年を視野に入れた年金財政の一翼を担う「超長期投資家」でもあります。このような特徴を持つGPIFが長期にわたって投資リターンを獲得するためには、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠といえます。
- GPIFは運用受託機関を通じて株式の売買および議決権行使を実施していることから、運用受託機関と投資先企業との「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進しています。エンゲージメントによって中長期的な企業価値が向上し、日本経済全体の成長につながれば、GPIFは投資リターンの改善という恩恵を受けられます。GPIFはインベストメントチェーンにおいてこのような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。
- GPIFは、スチュワードシップ責任を果たす様々な活動を通じて、被保険者のために中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ます。なお、その際には、ESG（環境、社会、ガバナンス）についても考慮します。それにより期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待されます。
- GPIFは、日本版スチュワードシップ・コード（以下「コード」）における「アセットオーナー」として、(2)のとおり、自ら実施が可能なものは自ら取り組み、また、(3)のとおり、運用受託機関が実施する取組についてはその実施状況を把握・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）を行い、各年度の活動状況の概要を公表することを通じてGPIFとして、自らのスチュワードシップ責任を果たします。

(2) GPIFが自ら実施する取組に関する方針

- コードで求められているアセットオーナーとしての責任と役割を果たし、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的として、適切なスチュワードシップ責任の在り方を検討しながら、スチュワードシップ活動に取り組みます。
- 被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的とした様々な活動（長期的な資本生産性向上を意識したベンチマークの選定等の調査・研究等）について、受託者責任の観点から検討します。

(3) 運用受託機関の取組に関する方針

- GPIFは、株式運用受託機関に対して、「スチュワードシップ活動原則」及び「議決権行使原則」の遵守を求めます。ただし、運用受託機関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られる事項があれば、その「実施しない理由」の説明を求めます。
- 運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取組状況について、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）を行います。
- 運用受託機関の評価にあたっては、他の条件が同じであれば、スチュワードシップ責任をより果たしていると考えられる運用受託機関を高く評価することとします。

2. コードの各原則への対応

省略（右記ウェブサイトからご覧ください。）

<https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/houshin.pdf>

－ ご参考 － スチュワードシップ活動原則

GPIFは、国内株式及び外国株式を運用する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、運用受託機関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、運用受託機関の議決権行使を含むスチュワードシップ活動について、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、恣意性を排除する仕組みを整えること。

(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ミズムに陥らないよう、中長期の視点から株主価値向上に資する内容、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、中長期の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、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。
- パッシブ運用を行う運用受託機関は、GPIFの株式運用におけるパッシブ運用比率が高く、市場全体の中長期的な成長がリターン向上には欠かせないことを踏まえ、パッシブ運用にふさわしい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

- 投資先企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、被保険者のために中長期的なリスク調整後のリターンの拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するものであり、投資にESGの要素を考慮することの意義は大きい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、企業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。

（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を行使すること。
- 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、議決権を行使すること。
- 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リジエ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・評価を継続的にを行い、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。）。

【議決権行使に当たって】

- 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、企業に議決権行使結果及び判断理由を説明又は公表すること。
- 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。



GPIF Homepage

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



GPIF YouTube channel

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



GPIF twitter

<https://twitter.com/gpiftweets>

