



2022/23年 スチュワードシップ活動報告

2023年3月

GPIF
Homepage



GPIF
YouTube channel



GPIF
Twitter



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



GPIFは、長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す様々な活動を進め、スチュワードシップ責任を果たしていきます。

本活動報告では、スチュワードシップ責任を果たすための方針に記載の通り、第1章で「GPIFの取組」について、第2章で「運用受託機関の取組と課題」についてご報告します。第3章では、前2章を踏まえ、「運用受託機関への期待と課題・GPIFの今後の対応」をまとめています。
また、2022年4～6月の株主議決権行使状況を45～47ページに掲載しています。



2022 年のトピックス

＜債券のスチュワードシップ活動の評価開始＞ [詳細は 16 ページ](#)

本年度より、「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行いました。

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実施し、「組織・人材」内の一項目で、スチュワードシップ評価を行いました。

運用能力の評価

投資方針

運用プロセス

組織・人材

情報提供等

「組織・人材」内の 1 項目として「スチュワードシップ責任に係る取組」を評価

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

スチュワードシップ活動・ESG 投資の効果測定にあたり、2023～24 年度にかけて外部との共同研究を予定しています。本年 3 月に定量的分析コンサルティング業務の公募を開始しました。本プロジェクトのテーマ（予定）は下記の通りです。

1. スチュワードシップ活動の効果測定

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

2. ESG 投資の効果測定

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

<YouTube での情報発信>

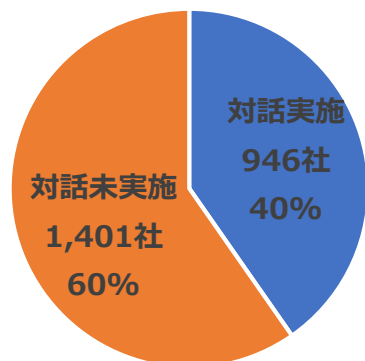
スチュワードシップ及び ESG に関する YouTube での情報発信を開始しました。企業で ESG 活動や投資家との IR・エンゲージメント活動を行っている皆様を主な対象として、GPIF のスチュワードシップ活動や ESG 投資について「10 分でわかる」YouTube 動画シリーズとしてご紹介しています。

「年金を運用して大丈夫？ ～GPIF 植田 CIO に聞いてみよう～」、「それって、GPIF あるある？ ～GPIF 植田 CIO に聞いてみよう～」も公開中です。

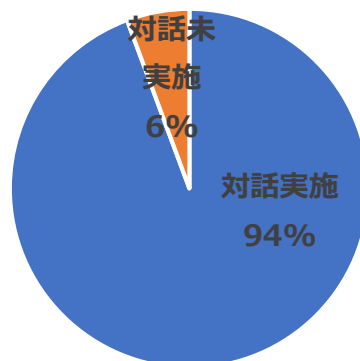


GPIF の運用受託機関による 2022 年 1 月～12 月のエンゲージメントカバー状況（日本株）

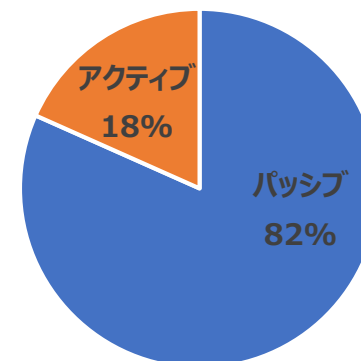
対話社数



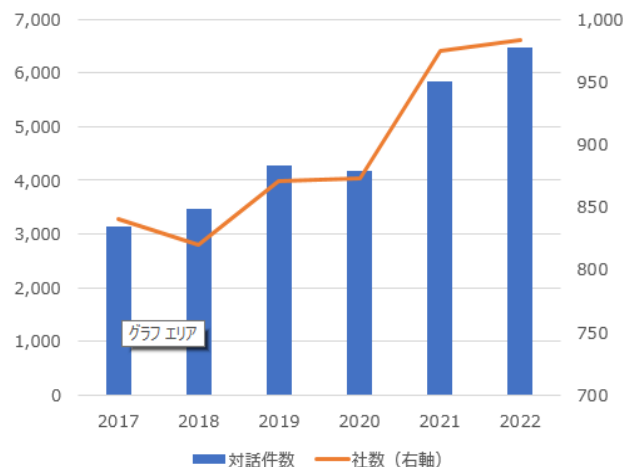
対話社数（時価総額ベース）



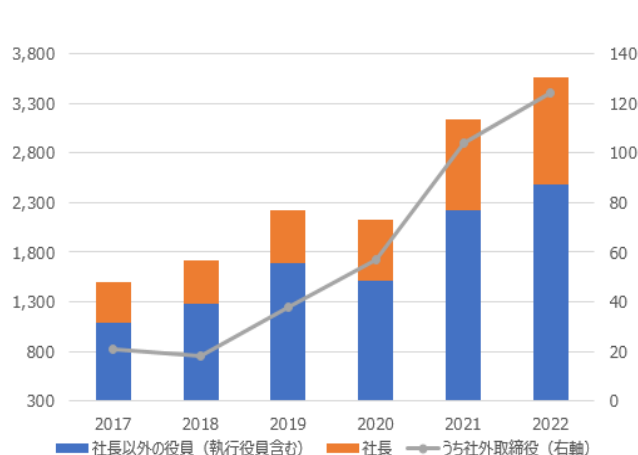
対話件数（パッシブ・アクティブ比率）



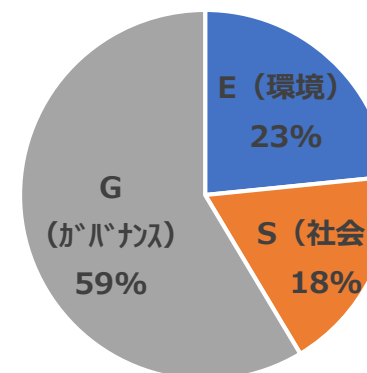
対話件数・社数の推移



役員レベルとの対話件数推移



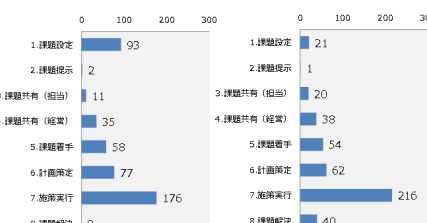
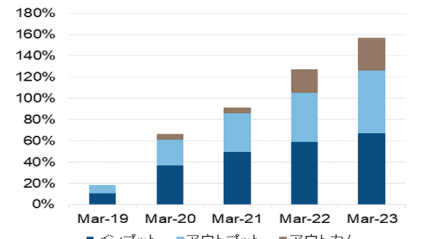
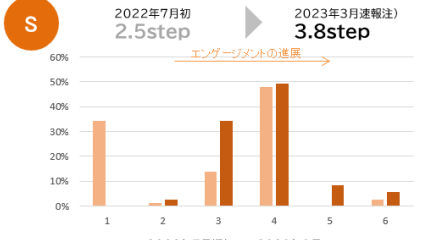
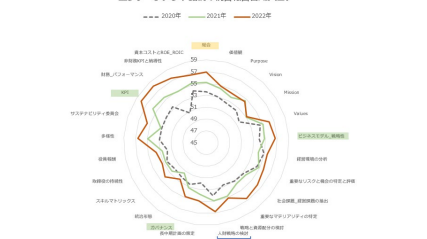
対話件数（テーマ別）



(注) 対話社数はいずれも 2022 年 3 月末時点の国内株式保有社数を分母に比率を計算
パッシブ・アクティブ比率は、パッシブとアクティブ両方を受託している場合は GPIF の委託の多いマニフェストでカウント。

[📖 エンゲージメントの状況は 27～29 ページをご覧ください。](#)

エンゲージメント強化型パッシブ 4 社の特徴とエンゲージメント進捗状況

各社詳細は 31～38 ページ	エンゲージメントの特徴	進捗状況（一部例）
アセットマネジメント One	2018 年開始。 20 年以上の運用実務経験を擁する ESG アナリスト、議決権担当者が運用部門のファンドマネージャー、アナリストと協働して 18 の ESG 課題についてエンゲージメントを実施。企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。	2022年度期初+期中追加時 
フィデリティ投信	2018 年開始。 アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させることを目指す。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。	
三井住友トラスト・アセットマネジメント	2021 年開始。 トップマネジメント（会長、社長）もエンゲージメントに積極的に参画するマルチエンゲージメントモデル。ESG マテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチの融合によりエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。	2022年7月初 2.5step 2023年3月速報注) 3.8step 
りそなアセットマネジメント	2021 年開始。 AI を活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD 分析などにも展開。	エンゲージメント戦略の統合報告書AIスコア 



第1章 GPIFの取組

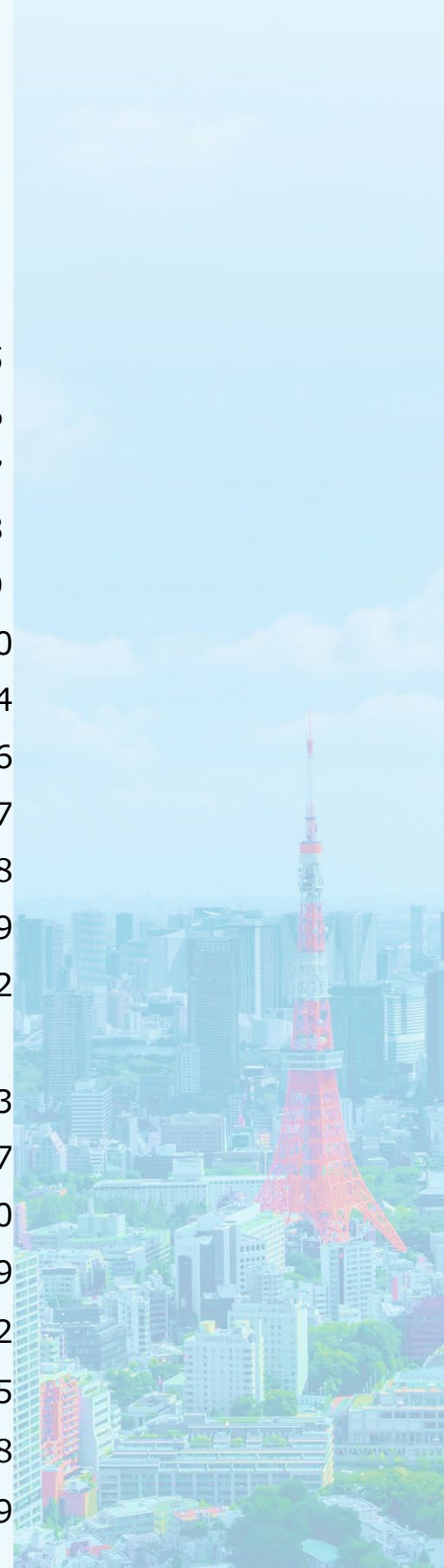
1. はじめに	5
2. GPIFのスチュワードシップ活動の沿革	6
3. GPIFにとってのスチュワードシップ活動の意義	7
4. グローバルなイニシアティブへの参加状況	8
5. 市場の持続的な成長に向けた取組	9
6. 運用受託機関とのエンゲージメント	10
7. 株式運用受託機関の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価	14
8. その他資産の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価－債券	16
9. その他資産の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価－オルタナティブ投資	17
10. 指数会社とのエンゲージメント	18
11. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組	19
12. 関係機関との連携強化	22

第2章 運用受託機関の取組と課題

1. 運用受託機関の現状に関するGPIFの見方	23
2. 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2022年1月～12月）	27
3. スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル「エンゲージメント強化型パッシブ」	30
4. 重大なESG課題	39

第3章 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

株主議決権行使状況（2022年4月～6月）	45
スチュワードシップ活動原則	48
議決権行使原則	49





第1章 GPIFの取組



1. はじめに

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

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

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

日本版コードは以下の 8 原則から成っています。

本コードの原則

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

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

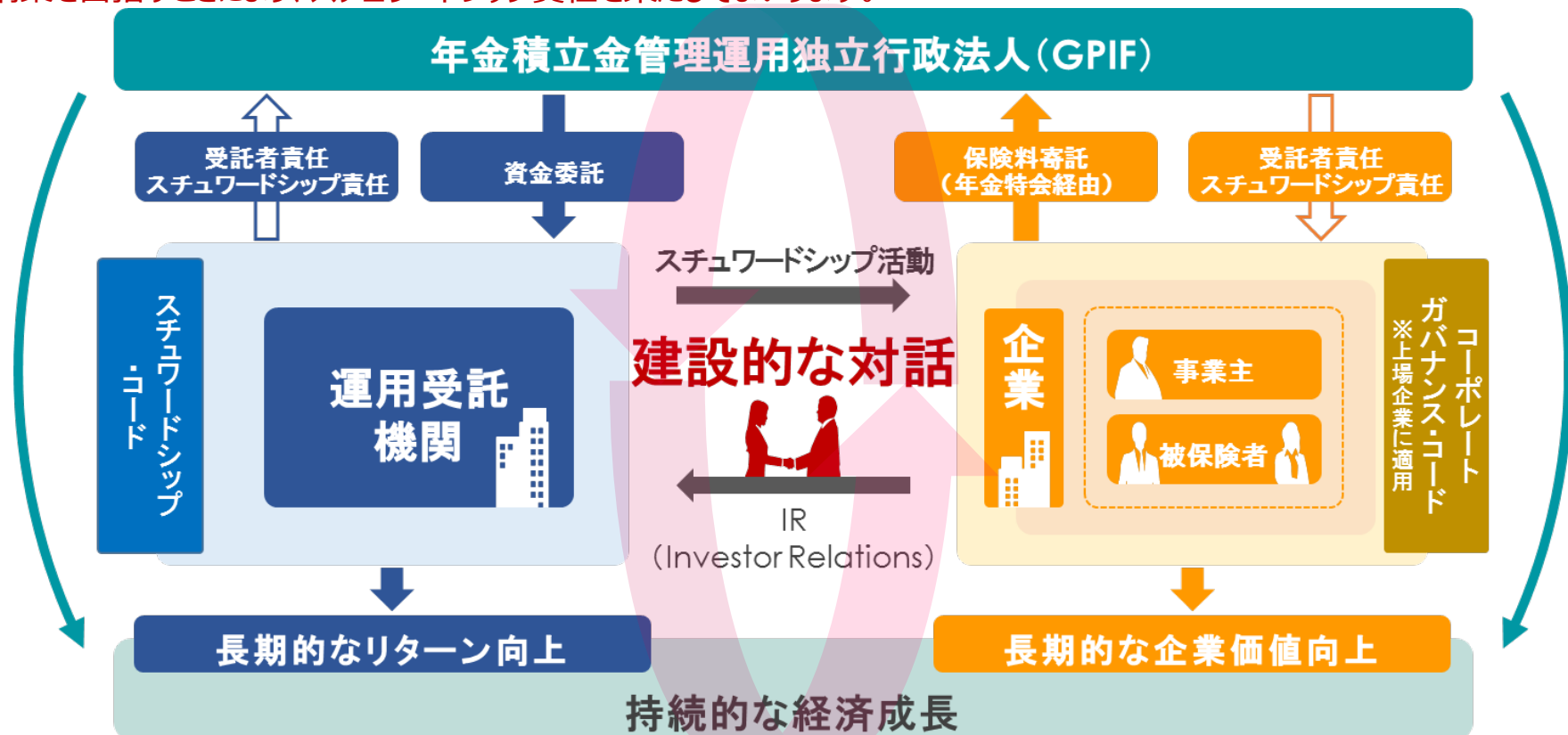
2. GPIF のスチュワードシップ活動の沿革



3. GPIF にとってのスチュワードシップ活動の意義

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

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



4. グローバルなイニシアティブへの参加状況

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。Asset Owner Technical Advisory Committee(2022 年 12 月任期満了)、Global Policy Reference Group、Japan Network Advisory Committee 等に参加。直近のアセスメントでは、Investment & Stewardship Policy で★★★★を獲得。



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

2019 年 12 月に 30%Club Japan に参加

いずれも取締役会における多様性を求め、女性比率 30%を目的として設立。



2018 年 10 月に参加

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。アセットオーナーとして、アジア地域における特性等をステアリングコミッティーにアドバイスする Asia Advisory Group にも参加。



2018 年 12 月に賛同

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



2019 年 8 月に参加

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



2019 年 8 月に参加

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

5. 市場の持続的な成長に向けた取組

「超長期投資家」かつ「ユニバーサル・オーナー」である GPIF にとって、市場全体が持続的に成長することが不可欠です。GPIF は、法律で株式のインハウス運用が許されていないため、運用受託機関を通じて、投資や議決権行使を実施しています。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ます。対話を効率的に進めるにあたって、情報開示は双方にとって重要なものと考えており、特に ESG 情報の開示は非財務の重要性が高まるにつれ、今後さらにその重要性が増していくと思われます。

GPIF は以下の国内の情報開示を促進する団体に参加しています。JPX ESG Knowledge Hub の趣旨に賛同し、2020 年 11 月の開設時からサポーターとして参加しているほか、2023 年 2 月には ESG 情報開示研究会にも参加しました。



2020 年 11 月にサポーターとして参加

- ESG Knowledge Hub は、2020 年 11 月に JPX が上場会社における ESG 情報開示を促進する観点から、ESG 投資への理解の助けになるコンテンツ・情報にワンストップでアクセスできるようにすること、将来的には ESG Knowledge Hub を上場会社と投資家や関連団体等をつなぐコミュニティにしていきたいということを意図して開設。
- ESG Knowledge Hub の目的は、運用受託機関と投資先との間で持続的な成長に資する ESG も考慮に入れたエンゲージメントを促進するという当法人のステュワードシップ活動の意義とも一致しており、また、日本の上場会社の ESG 情報開示が進むことにより、日本の株式市場の底上げにも資するものと思われる。
- 開設の趣旨に賛同し、GPIF は投資家・関連団体の参加資格である「サポーター」として開設時点から参加。（現時点で省庁を含む 50 を超える国内外投資家、関連団体がサポーターとして参加。）



一般社団法人

ESG 情報開示研究会

2023 年 2 月にオブザーバーとして参加

- グローバルで激変する ESG 情報開示の動きにどのように向き合うかは、日本の多くの事業会社、機関投資家にとって大きな課題であり、グローバル動向もにらみつつ長期的な企業価値向上に資する非財務情報開示の在り方の議論を深め、上場企業と投資家等が自由闊達に議論する場を提供するため、2020 年 6 月に設立。
- 主な活動内容は、①効果的で効率的な ESG 情報開示のフレームワークの探究、②ESG 情報開示に係る実践例（実証）の蓄積、③より良い意思決定に向けたステークホルダー間の相互理解の促進、④研究成果に関するホワイトペーパーの発行等。

6. 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、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」モデルで実施。運用受託機関とのミーティングも年に一回の総合評価ミーティングに加え、スチュワードシップミーティングをはじめ、その時々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。
- 2022年も前年に引き続き、新型コロナウイルス感染の世界的な継続のため、大半のミーティングをウェブ会議で実施。ウェブの活用により、運用受託機関主催の会議、セミナーも増加し、海外拠点の運用受託機関を含めた対話、情報交換の機会は増加。年後半は、出入国制限等が緩和されたことから、一部、現地でのミーティングを再開。
- GPIF としての新たな方針の設定や大きな変更を伴う際は、個別のミーティングに加え、運用受託機関向けに説明会を実施。その背景や考え方等、GPIF の問題意識を含め十分に説明し、質疑応答やその後のフォローアップを通じて、意見交換、フィードバックを行うよう双方向のコミュニケーションに努めている。
- 2022年は、外国株の新規選定を行ったことから、新規先を含め、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以下の通り実施。

<運用受託機関説明会>

- ・運用受託機関向け説明会（2023年2月実施）

「第4期中期目標期間の振り返りと今後の展望」（資金運用部会資料から）、各種双方向のコミュニケーション、スチュワードシップ等について説明し、意見交換。

<運用受託機関 第三者委員会メンバーとの意見交換>

- 日本版スチュワードシップ・コードでは、「運用機関は、利益相反防止等のため、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備し、公表する」ことを求められている。GPIF も、独立した取締役会や第三者委員会は運用機関としての独立性や透明性の確保、利益相反防止に極めて重要な役割を果たすと考えている。

- そのため、そのような重要な役割を担っている運用受託機関の社外取締役や第三者委員会メンバーとのミーティングを継続的に実施。2022年のミーティングでは、当法人のスチュワードシップ活動、運用機関に求めていることなどについて説明し、委員会等の活動状況や、ガバナンス・利益相反管理の実効性、運用機関における女性活躍などの多様性等について幅広く意見交換を実施。
- 前回は多くの機関において第三者委員会等の設置直後であったため、議論の中心は運用部門の独立性や議決権行使等の利益相反に関する内容など、既存の問題点を解決するものだったが、それらが概ね整理され、現在は今後を見据えたフォワードルッキングな議論に議論の中心が移ってきていることが窺えた。

＜運用受託機関の PRI、TCFD 賛同状況＞

- GPIF は運用受託機関に対して、スチュワードシップ活動原則において、「投資における ESG の考慮」を定め、PRI への署名を求めている。2020年2月の改訂では、ESG に関する様々なイニシアティブに積極的に参加することも要請。
- PRI や TCFD などのイニシアティブへの参加状況について、株式及び債券運用受託機関に対してアンケートおよびヒアリングを実施。PRI の賛同状況とイニシアティブの一例として、日本企業の賛同も広がっている TCFD への参加状況、開示状況は以下の通りだった。
- PRI には、新規先を含め、株式、債券、オルタナティブ資産全ての運用受託機関が賛同。
- TCFD には、運用受託機関のうち、グループ全体での賛同も含め、9 割弱が賛同。賛同していない機関も現在検討中という機関が多い。
- TCFD に賛同している機関のうち、85%の機関が開示を実施。来年度に向けて検討中の機関もある。各機関の開示状況は引き続き、ばらつきがあり、TCFD Report や Climate Report といった形で単独で発行しているものから、サステナビリティレポートなどの一部として開示しているケース、ホームページ上の記載や PRI のレポーティングをもって開示としている機関もあり、各機関、試行錯誤しつつ開示を進めている。
- TCFD 開示は、投資先企業とのエンゲージメントテーマとなっているケースも多く、企業とも現状を共有しつつ、各社の開示の経験や知見が、企業の開示の参考や促進につながると思われる。

＜重大な ESG 課題の確認＞

- GPIF は、スチュワードシップ活動原則において、「投資における ESG の考慮」を定めている。これを踏まえ、毎年、株式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。
- ヒアリング結果は 2023 年 3 月に「GPIF の運用機関が考える重大な ESG 課題」として、以下で公表。
https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20230310_esg_issues.pdf
- 株式運用受託機関が考える「重大な ESG 課題」は [39 ページ](#)に記載の通り。[41 ページ](#)には国内株式の 3 年間の変遷も掲載。
- 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。
- また、債券運用受託機関に対しても同様に、各社が考える「重大な ESG 課題」を確認（[40 ページ](#)の通り）。債券については、社債を前提として確認し、国公債については、重大な ESG 課題を設定している場合には別途自由記載で回答を得た。
- 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、2023 年 1 月実施の企業向けアンケート「第 8 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＞

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

「ESG を投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと」

【ESG インテグレーションの評価】

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

＜個別の議決権行使結果公表の要請＞

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

（参考）【個別の議決権行使結果公表機関（GPIF 国内株式運用受託機関）】

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

※（ ）内は再委託先、リンク先は 2023 年 3 月 10 日時点

7. 株式運用受託機関の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価

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

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

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	

8. その他資産の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価－債券

- － 2020年1月発効の英国スチュワードシップ・コード改訂版（「The UK Stewardship Code 2020」）において、全ての資産がスチュワードシップ責任の対象となった。また、2020年3月に再改訂された日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版コード）においても、こ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他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、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。
- － 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**

9. その他資産の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価－オルタナティブ投資

- － オルタナティブ資産（インフラ、不動産、プライベート・エクイティ）は、運用会社がより直接的に投資先の ESG 活動に影響を与えるアセットクラスであり、運用会社選定に ESG を重視する投資家が海外中心に増加中。GPIF では 2017 年 4 月の運用機関の公募開始時からスチュワードシップ責任、ESG の取組状況を重要な評価項目としている。
- － 採用後は、定期的に ESG 活動報告の提出を要請し、総合評価において、以下の内容を含むスチュワードシップ責任にかかる取組を評価している。オルタナティブ投資では、現在ファンド・オブ・ファンズ形式を採用しているため、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う。
 - ✓ **体制（組織、利益相反管理等）**
 - ✓ **責任投資原則（PRI）署名の有無および対応状況**
 - ✓ **ESG を含むスチュワードシップ活動（方針、取組状況、エンゲージメント状況、資産特性に応じた ESG 課題への対応）**
- － 2020 年 3 月には、不動産・インフラストラクチャー投資分野における ESG（環境・社会・ガバナンス）評価基準を提供するイニシアティブ「GRESB*」に不動産投資家メンバーとして加盟し、2022 年 8 月には日本初のインフラストラクチャー投資家メンバーとして加盟。運用受託機関の評価時には GRESB の活用状況も確認。
- － ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーレベルでは、全ての機関が PRI に署名しているが、投資先ファンドレベルではばらつきがある。
- － ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーは、それぞれ投資先を選定する際に ESG の取組状況を確認している。選定後も、ESG ポリシー策定の働きかけなどエンゲージメントを実施している。

* GRESB の概要

GRESB は 2009 年に欧州の年金基金を中心に設立されたイニシアティブで、不動産及びインフラストラクチャー投資における ESG 評価基準を提供。毎年一度、不動産会社、不動産ファンド、インフラ事業者、インフラファンドにおける ESG 投資の取組や達成度を評価している。2021 年の年次評価では 1,500 を超える不動産会社・不動産ファンド及び 700 を超えるインフラ事業者・インフラファンドが参加、その対象となる実物資産は約 6.4 兆ドルに達する。150 以上の機関投資家が投資家メンバーとして、評価結果を投資先の選定、モニタリングやエンゲージメントに活用。



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

10. 指数会社とのエンゲージメント

- パッシブ運用においては、運用の巧拙以上にベンチマークの選択が運用の成否を左右する重要な要素であるが、従来、GPIF を含めてアセットオーナーは、ベンチマークの重要性ほどには、その選択に労力を割いていなかった。そのような問題意識のもと、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、GPIF は、「インデックス・ポスティング」を2019年度に一部導入した。
- ESG 指数の選定など、ベンチマークの選択に多くの労力を割く中で、GPIF では、インデックス会社の組織やガバナンス体制の評価の重要性を強く認識するに至り、デューディリジェンスやエンゲージメントを行っている。具体的には、ESG 評価会社及びインデックス会社のステークホルダー（株主、主要顧客）との関係、意思決定プロセス（独立委員会の有無や過去の議論など）、企業向けコンサルティングのような利益相反につながる可能性のある業務の有無などを厳しくチェックしている。しっかりと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。2023年6月を目途に賛同・受入れの状況について、2024年6月を目途に行動規範のうちデータ提供に係る賛同・受入れの状況について一覧性のある形で公表を行う予定であり、内容を確認したい。
- また、インデックス会社や ESG 評価会社が指数のメソドロジーや ESG 評価手法の変更を検討する際に行うコンサルテーションについて、GPIF では、アセットオーナーとしての立場から積極的に参加し、意見を表明。運用会社に対しても同様の対応を求めている。
- GPIF では、インデックスへのコミットメントを強める中、インデックス会社との契約形態の見直しを進めている。指数ライセンス料を GPIF が直接負担することは、インデックス会社に対してだけでなく、パッシブ運用機関とのアラインメント強化にもつながると考えている。

1 1. 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ewardシップ活動に関する評価と「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態把握を目的として、JPX 日経 400 インデックス採用企業向けに初めてアンケートを実施。第3回アンケート（2018年実施）から、より多くの企業の生の声を集めるため、対象を東証一部上場企業に拡大。市場区分の変更により、2023年1月実施の第8回アンケートより、対象をTOPIX 構成銘柄に変更。
- アンケート内容は①GPIFの運用受託機関のステewardシップ活動に関する評価、②「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態、③ここ1年間の変化、④企業のIR・ESG活動、⑤GPIFの取組について。
- 第7回アンケート（2022年1月実施）では、本アンケートの対象である東証1部上場企業2,183社の32.5%にあたる709社より回答。
- アンケート結果の概要は以下の通り。
 - 初めて5割以上の企業が機関投資家に好ましい変化がみられると回答
 - 企業の長期ビジョンの想定期間がさらに延伸
 - 非財務情報の任意開示を行う企業が大きく増加
 - コーポレートガバナンス・コード改訂を反映したESGテーマに対する意識の高まり
- アンケート集計結果は https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship_questionnaire_07.pdf で公表

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

- 統合報告書は、企業価値向上のための建設的な対話のための重要なツールであり、運用受託機関と投資先企業の双方向での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。2022年12月には第7回を実施し、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」それぞれ最大10社ずつ選定を依頼。2023年2月22日に公表。
- 今回、統合報告書が運用機関・企業双方にとって有意義な開示となるよう、「運用機関における統合報告書の活用状況・方法」も掲載（運用機関の主なコメントを含む詳細は右記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20230222_integration_report.pdf）。
- 企業からもこの公表により、「統合報告書への経営陣の関心の高まり」、「社内関係者・関係部署の連携深化」、「重要性の社内への浸透」、「HP や SNS を通じた外部への宣伝効果」、「次回作成時の参考にする」など良い影響があったとフィードバックを得た。
- 企業側の関心の高まりもあり、引き続き、投資先企業と運用受託機関の対話がより有益になされるよう取組んでいきたい。

○「優れた統合報告書」

GPIF の国内株式運用機関が「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	7 機関	◇ リコー	6 機関
◇ 日立製作所	6 機関	◇ 東京海上ホールディングス	5 機関
◇ オムロン	6 機関	◇ 味の素	4 機関

○「改善度の高い統合報告書」

GPIF の国内株式運用機関が「改善度の高い統合報告書」を選び、計95社を選定。なお、4機関以上の運用機関から高い評価を獲得した報告書は該当なし。

＜GPIF の株式運用受託機関が選ぶ「優れた TCFD 開示」＞

- 2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場上場会社に対して、「気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD 又はそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とされている。
- 今後、企業が TCFD 開示に取り組むにあたって先行して開示している企業の例は参考になると思われる。また、TCFD はグローバルに共通した開示の枠組みであり、海外企業の例も含めて参考にするには意義のあることと思われることから、昨年に引き続き、「優れた TCFD 開示」の選定を国内および外国株式運用受託機関に依頼。
- 株式運用受託機関に、最大 5 社、「優れた TCFD 開示」の選定を依頼するとともに、開示の 4 項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）についても、それぞれ最大 3 社ずつ優れた開示の選定を依頼。GPIF で結果を集計し、2023年3月に公表。
- TCFD については、国際的な開示基準の議論でも取り上げられており、その重要性はますます増していくと思われ、今後、グローバル企業にとっては必要不可欠な開示になっていくことが予想されることから、本公表も継続的に取り組んでいきたい。

○「優れた TCFD 開示（日本企業）」

GPIF の国内株式運用機関が「優れた TCFD 開示」を選び、計 28 社を選定。そのうち、以下の企業が、4 機関以上の運用機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇ キリンホールディングス 10 機関 ◇ 日立製作所 7 機関 ◇ リコー 5 機関 ◇ 伊藤忠商事 4 機関

* 運用機関の主なコメントを含む詳細は右記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/202303_excellent_TCFD_disclosure.j.pdf

○「優れた TCFD 開示（海外企業）」

GPIF の外国株式運用機関が「優れた TCFD 開示」を選び、計 60 社を選定。そのうち、以下の企業が、3 機関以上の運用機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇ BHP GROUP LTD 4 機関 ◇ MICROSOFT CORP 4 機関 ◇ CITIGROUP INC 3 機関 ◇ JPMORGAN CHASE & CO 3 機関

* 運用機関の主なコメントを含む詳細は右記サイトご参照 https://www.gpif.go.jp/en/investment/202303_excellent_TCFD_disclosure_en.pdf

1 2. 関係機関との連携強化

<グローバル・アセットオーナーとの連携>

【グローバル・アセットオーナーフォーラム】

- 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（2023年3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、ERAFP、USS（以上、欧州）、GIC（シンガポール）、HESTA（オーストラリア）
- 2020年、2021年は新型コロナ感染拡大により開催見送り。2022年は各種カンファレンス時や来日時に個別にミーティングを実施。スチュワードシップや ESG にとどまらず、運用全般やリスク管理など幅広く意見交換を実施した機会もあり。

<各種セミナー、国際会議での主な講演等（前回報告以降）>

2022年10月 経済産業省「TCFD サミット 2022」

2022年11月 IFC Japan Day

2022年11月 PRI ウェビナー・シリーズ

2022年11月 Paris Europlace Tokyo International Financial Forum 2022

2022年11月 Japan Investment Conference 2022

第2章 運用受託機関の取組と課題



1. 運用受託機関の現状に関する GPIF の見方

＜運用受託機関のガバナンス・親会社等との利益相反＞

課題はまだあるものの、全般的に形式面は整備されている。より実効性のあるものにするため、継続的な検討や見直し、改善のステージにある。

- ここ数年で、日系の株式運用受託機関において、運用部門の別会社への分割・統合など、運用部門と別部門間での利益相反を防ぐ組織上の分離が進んだ。別会社となったケースでは、トップのリーダーシップのもと、スピード感をもって各種取組が進められている。
- 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である。
- 日系の株式運用受託機関全社において、社外取締役の選任、社外取締役を中心とした第三者委員会の設置がなされ、形式面はすでに整っている。また、外部よりトップや役員クラスを招聘するケースも増えている。
- 利益相反の管理対象先の捉え方、親会社やグループ会社などで不祥事が起きた際の不祥事の捉え方及び議決権行使を含めた対応に課題がある運用機関があったが、親会社やグループ会社に対する議決権行使の対応については一定の改善はなされた。
- 一方で、外資系運用受託機関においても、組織上の分離がなされていないケースや利益相反防止を外部の視線で担保する仕組みが外部からは分かりづらいケースも見受けられ、実際にはその優位性は確固なものとは言えないが、全ての投資一任契約顧客およびその母体企業等を含め幅広く利益相反が発生する可能性を前提に管理している機関もあった。
- 今後はより実効性のあるものにしていくために、継続的な検討や見直し、改善に加え、透明性向上も期待したい。
- 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。
- ただし、最近では、日系、外資系ともに運用受託機関自身やその親会社、グループ会社に対して、株主提案が提起されるケースも増えてきており、現状のルール（株主提案の判断プロセス）では対応しきれなくなっているケースもある。すでに判断プロセスの変更を行っている機関もあるが、引き続き今後の課題として改善を求めていく。

＜スチュワードシップ活動における組織・体制・方針等＞

- 全体的なレベルは上がっており、各社、取組内容、スピードともに進んでいる。全社的なコミットメントに加えて、金融グループに属している場合、グループ全体でもスチュワードシップや ESG に関する取組への強いコミットがなされるようになっている。
- パッシブ及びアクティブとも、ほとんどの機関がエンゲージメント方針や ESG 方針などを有している。社としての哲学や理念、プロセスを各方針や取組に落とし込み、企業体としての継続的な取組に発展。定期的に見直しもされている。国内株式では、改訂版コーポレートガバナンス・コードへの対応、市場区分の見直しなど、環境の変化に合わせた対応が早い段階からとられており深化している。
- スチュワードシップレポートなどでも、具体的な今後の重点取組事項や数年先を見据えた活動など、将来を含む中長期の視点でスチュワードシップ活動のプランを策定し開示している例や、ガバナンスのベストプラクティスを提示するケースなど工夫が見られる。
- ここ数年、パッシブに加えて、アクティブ運用受託機関においても、スチュワードシップ活動を統括する専門部署等の設置、強化がなされており、通年でのスチ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してきている。一方で、直近では運用との連携を図る観点から、運用部門の中で再編するケースなども出てきている。
- アクティブ運用受託機関においても上記の通り、取組が進んでいるが、体制や投資スタイルにより、エンゲージメント活動の定義・内容には差がある。エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を統括する専門部署を置くケースとそうでないケースがあり、特に前者の場合では運用とスチュワードシップ活動の連携が進んでいる。後者の場合はファンドマネージャーのコミットメントや報酬制度への反映、組織的な活動とするためのリーダーシップや協働イニシアティブのような外部との連携を誰がどのように主導するかが重要と考える。
- グローバルのエンゲージメントを一元管理できる社内プラットフォームやシステムの導入が進み情報の共有が進んでいるほか、最近ではデータサイエンティストチームによるデータの分析に力を入れている機関もある。
- スチュワードシップ活動やエンゲージメントに関わるメンバーは、業務の特性もあり比較的経験豊富な層が中心になることが多いが、ここ数年はベテランの退職のタイミングに差し掛かっており、新卒を含む若手や多様なバックグラウンドを持つ人材の採用を通じて、サステナブルなチーム構築がなされるようになってきている。
- 内外株式及び外債ファンドには、SFDR 8 条適用ファンドも複数存在する（欧州でのビジネスや顧客の存在による部分が大きい）。
- 様々な取組がなされると同時に、株式の運用機関については、GPIF のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則もある程度浸透してきたように見受けられる。今後は、債券の運用機関とも対話を進めていきたい。

＜株式のスチュワードシップ活動－エンゲージメント＞

- 一部の運用受託機関では、投資先企業に向け、レターを送るケースも見られ、自社の考えを伝えるツールやマネジメントとの対話のきっかけとしても活用されている。引き続き、レターを契機にどのようにエンゲージメントを展開していくのかを確認する必要がある。
- ESG 課題への取組については国内および外国株式運用受託機関全社が行っていると回答。また、中小型企业とのエンゲージメントにおいても ESG に関する対話を実施している機関もある。
- 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。運用受託機関による活用は進んでいると実感するが、スチュワードシップや ESG 専任者はもとよりアナリストやファンドマネージャーによる活用が一層進むことを期待。今後は統合報告に加え、有価証券報告書におけるサステナビリティ開示、グローバルには TCFD や ISSB 基準など新しい開示が拡大することが予想され、どのように運用やエンゲージメントで活用できるかも重要になってくると思われる。
- 日系を含む一部の運用受託機関において、海外の規制当局に対する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。
- CA100+などの協働イニシアティブには外資系よりも日系の運用受託機関が積極的に参加・活用している。全体的に、グローバルなイニシアティブへの参加が増えており、知見の獲得、協働エンゲージメントの場として活用されている。
- パッシブ、アクティブともに、これまで単独でのエンゲージメントを重視してきた機関でも、協働イニシアティブに参加するケースが増えているが、活用状況は差がある。引き続き、実際にどのように関与し、活用していくかを確認する。
- 協働イニシアティブについては参加にとどまらず、設立段階から参画する機関も多い。2020年12月に発足した The Net Zero Asset Managers initiative には大半の運用受託機関が参加しており、今後の計画の説明とともに GPIF の考え方をヒアリングするケースもあった。2022年度は Nature Action100 の設立発表や PRI Advance の発足など生物多様性や人権に関する新しい協働イニシアティブも誕生しており、どのように関与していくのか確認したい。

＜株式のスチュワードシップ活動－議決権行使＞

- エンゲージメントの結果、企業側の取組や実状などを反映し、議決権行使方針と異なる行使を行うことについては、対応内容によっては肯定的に評価している。議決権行使はエンゲージメントと一体と考えており、長期的な企業価値向上を促す取組を期待。議決権基準においてもメッセージ性を高め、エンゲージメントに活用しているケースや政策保有株式や TSR 基準を導入する機関もある。
- 国内株式運用受託機関による個別の議決権行使結果の公表では、開示のタイミング、頻度、公表内容に差があるが、多くの機関が株主総会後の対話に活かせるよう四半期ごとに開示。一部、翌年の株主総会に向けた企業との対話に十分な活用が難しいと思われるケースもある。外資系アクティブ運用機関の中には運用担当者から企業に議決権行使結果を直接フィードバックするケースや反対した議案について行使結果と理由を書面で伝えている機関もある。日系運用機関のほうが議決権行使基準、議決権行使結果の開示とも充実。外国株式では、エンゲージメントのエスカレーション戦略の一環として事前に議決権行使を公表する機関もある。
- 国内株式運用受託機関全社が会社提案議案に反対した場合、その判断理由を公表している。株主提案への対応は分かれているが、賛成または反対行使のいずれか、または両方の判断理由を公表。グループ内の取引先など利益相反が起こりうる投資先についてフラグを付す、通常よりも詳細な説明を行うなどの工夫を行っている機関もあり、スチュワードシップや議決権行使に関する照会先を公開している機関もある。一部の外国株式運用受託機関では自主的に個別の議決権行使結果を開示しているケースもある。
- 国内株式運用受託機関において、独立社外取締役の増員、ダイバーシティを求めるケースなどでは、議決権行使方針変更の公表から実際の適用まで 1 年間ほど猶予期間を設け、その間に企業への周知、エンゲージメントを行うなどの工夫がみられる。
- 国内及び外国株式運用受託機関ともに、議決権行使助言会社を使用しているが、大半が情報収集、議決権行使に関わる事務委託、自社または親会社・グループ会社への行使など利益相反管理を目的とした行使に使用しており、助言会社の推奨を利益相反管理先以外の投資先企業の議決権行使で使用しているケースはごく一部の機関のみ。議決権行使助言会社を使用する場合でも、エンゲージメント対象になっているケースでは、エンゲージメントの状況と議案の内容を勘案し、自社で最終判断をする体制の構築を要請している。なお、GPIF では、ISS 及び Glass Lewis の推奨結果を株主総会終了後の分析で使用している。
- 行使指図や資産管理機関における行使事務の誤り、不行使については、議決権行使の重要性に鑑み、運用受託機関および資産管理機関に適切な対処を要請。

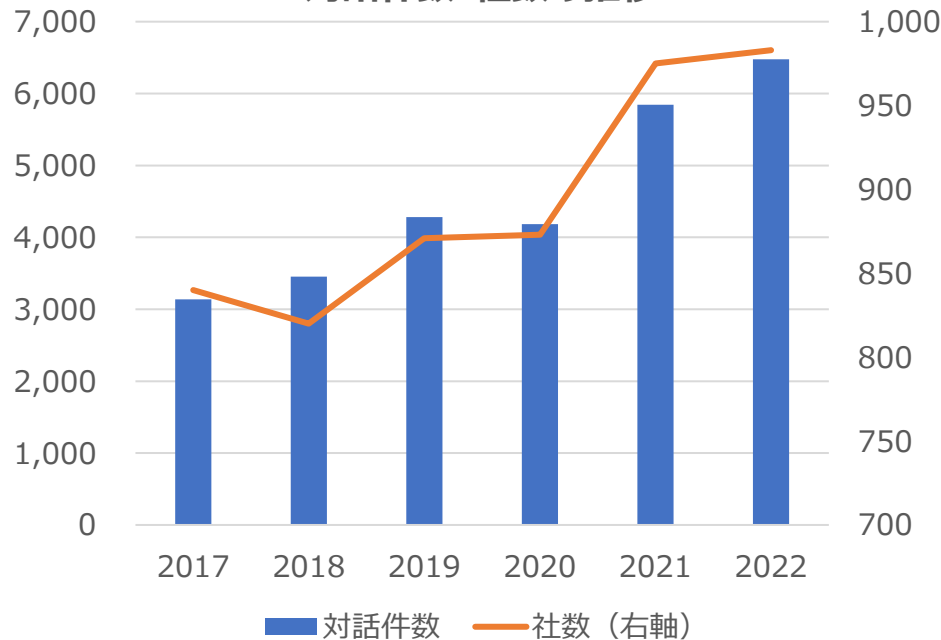
2. 国内株式運用受託機関による日本株のエンゲージメント状況（2022 年 1 月～12 月）



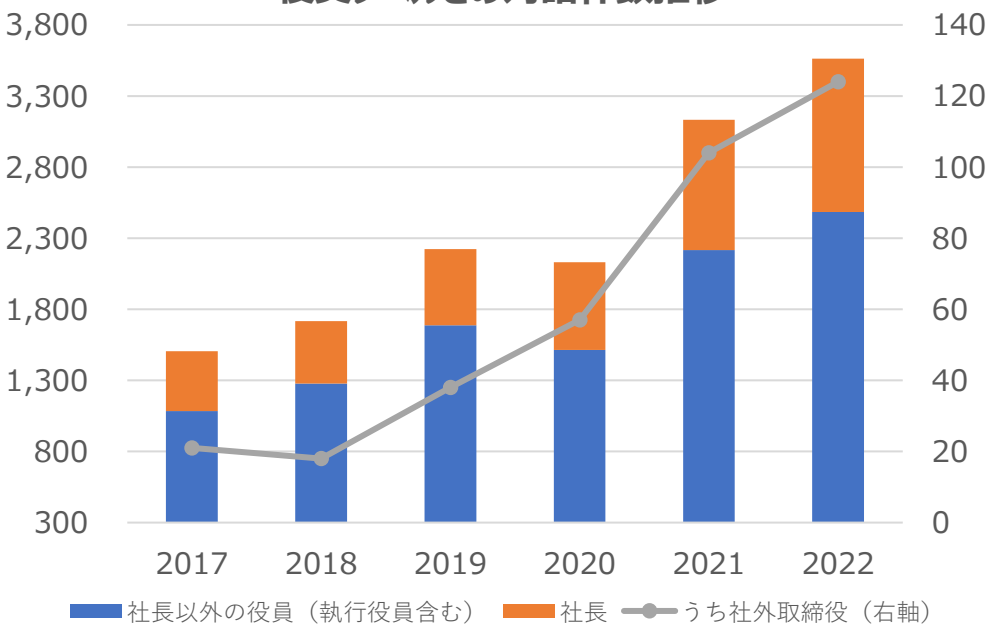
（注）いずれも 2022 年 3 月末時点の国内株式保有社数を分母に比率を計算。

GPIF の国内株式運用受託機関によって実施された 2022 年 1 月～12 月のエンゲージメントの社数は合計で 9 4 6 社。
社数ベースでは、保有している企業数の 4 0 %とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、9 4 %に相当する企業とエンゲージメントを行っている。

対話件数・社数の推移



役員レベルとの対話件数推移

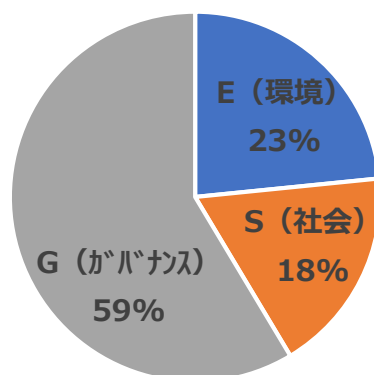


毎年1月～12月に実施されたエンゲージメントの件数の過去6年間の推移。

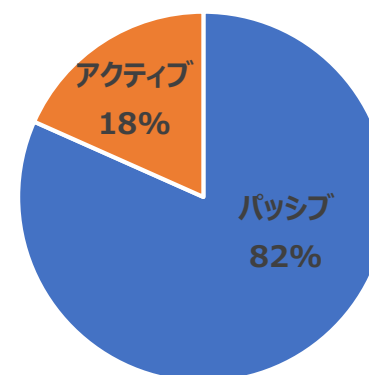
新型コロナウイルスの蔓延が初めて起きた2020年は一時的に件数が落ち込んでいるが、過去と比較してエンゲージメント件数が増えていることが分かる。右側のグラフは、エンゲージメント件数のうち、役員レベルとのエンゲージメント実施状況。

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。

対話件数（テーマ別）



対話件数（パッシブ・アクティブ比率）



（左側のグラフ）

GPIF の国内株式運用受託機関によって実施された 2022 年 1 月～12 月の ESG のエンゲージメントを各テーマ別に分けたグラフ。ガバナンスには議案説明とその対話も含まれる。

（右側のグラフ）

対話件数（パッシブ・アクティブ比率）では、パッシブ投資家とアクティブ投資家のいずれによってエンゲージメントがなされたかが確認できる。なお、アクティブとパッシブ両方を受託している運用機関の場合、GPIF の委託額の多いマンドートでカウントしている。

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

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

- GPIF では、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・強化を目的として、2018年に初めてスチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの採用を開始。
- 採用にあたっては、運用プロセスとスチュワードシップ活動の方針、それらを実施するための組織体制及び報酬水準を一体としたビジネスモデルを評価。
- 2018年にアセットマネジメント One 及びフィデリティ投信の2機関をエンゲージメント強化型パッシブとして採用。2021年度には、複数の機関から応募があり、新たに、三井住友トラスト・アセットマネジメント及びりそなアセットマネジメントを追加採用。

評価のポイント

<適切な KPI の設定>

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

<エンゲージメント体制・手法>

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



採用後の評価手法

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

(2) 各社の進捗状況 – ① アセットマネジメント One

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

- 18の ESG 課題を設定し、問題意識（課題）や目指すべき姿（ゴール）、目指す企業行動（アクション）を示し、エンゲージメント活動の方向性を明確化。重点企業を対象に各課題に基づいたエンゲージメントを行う。
- ESG へのアプローチは、大きく「リターンの観点」と「リスクの観点」の2つがある。「リスクの観点」はもちろんのこと、より「リターンの観点」を重視。
- 8段階のマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメントの進捗状況を定期的に GPIF に報告。

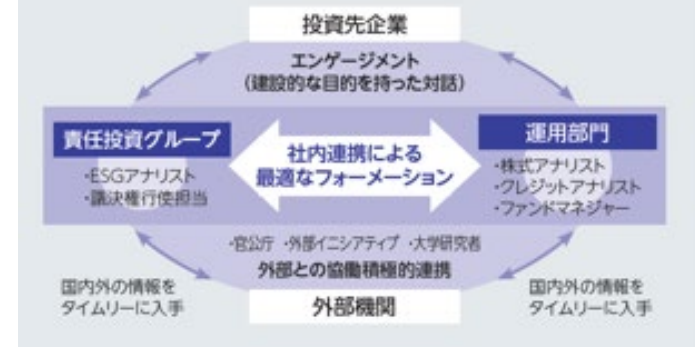
18のESG課題

Planet (環境)	気候変動
	生物多様性
	水資源
	サーキュラーエコノミー
	大気・水質・土壌汚染
People (社会)	持続可能なフードシステム
	ダイバーシティ&インクルージョン
	ビジネスと人権
Governance & Disclosure (ガバナンス・ 情報開示)	健康とウェルビーイング
	取締役会・企業統治
	資本効率
	買収防衛策
	リスクマネジメント
	サステナビリティ経営
	サプライチェーンマネジメント
Our Community (日本の課題)	ビジネス倫理
	地方創生(地域社会)
	デジタルトランスフォーメーション

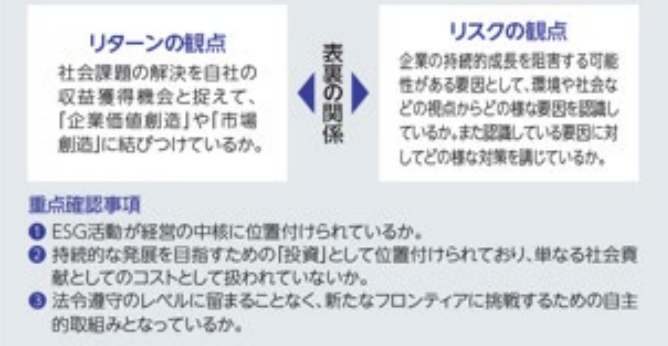
8段階のマイルストーン

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

■ 最適フォーメーションでの対応



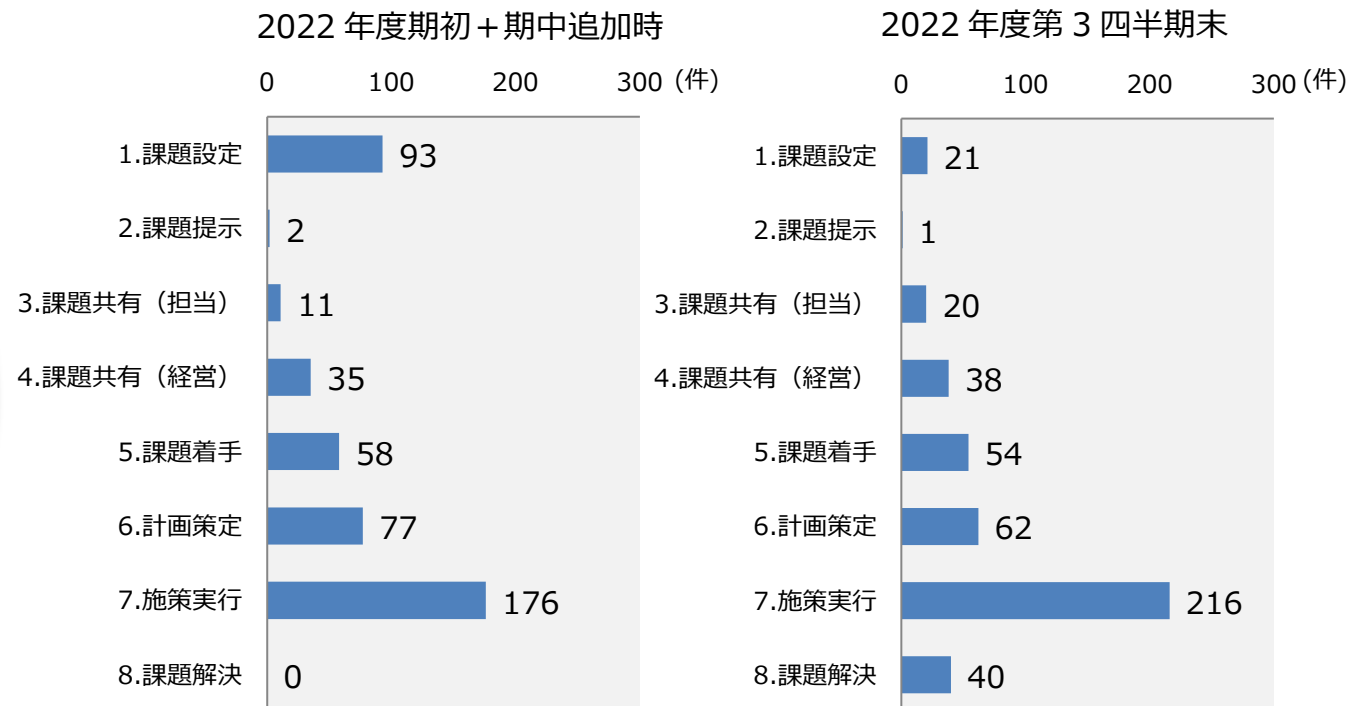
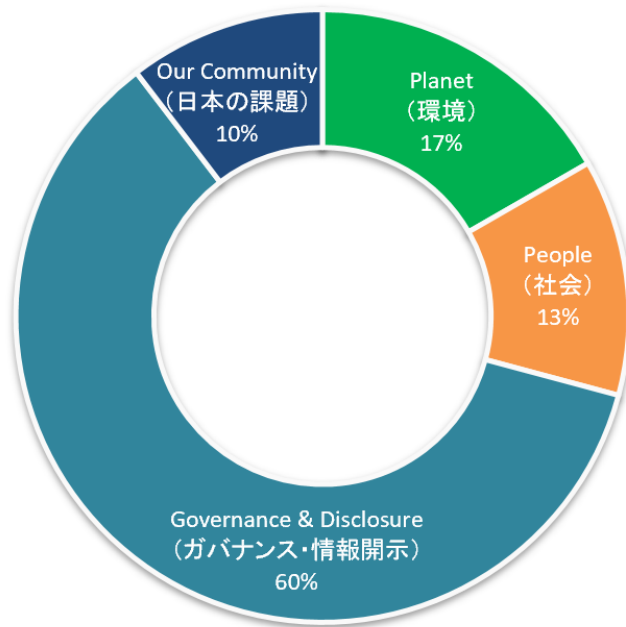
■ リスク・リターンの観点と重点確認事項



<進捗状況>

- 2022年度第3四半期までのマイルストーン管理の対象は452課題。ESG課題の内訳としては、「Governance & Disclosure」が多い。
- 2022年度第3四半期まででは63%の案件で予定通りまたはそれ以上の進捗が見られた。マイルストーン別では、「1.課題設定」が減少し、「7.施策実行」や「8.課題解決」の増加が見られた。
- 2022年度第3四半期まででは40件の課題解決を実現。

エンゲージメントESG課題の構成比



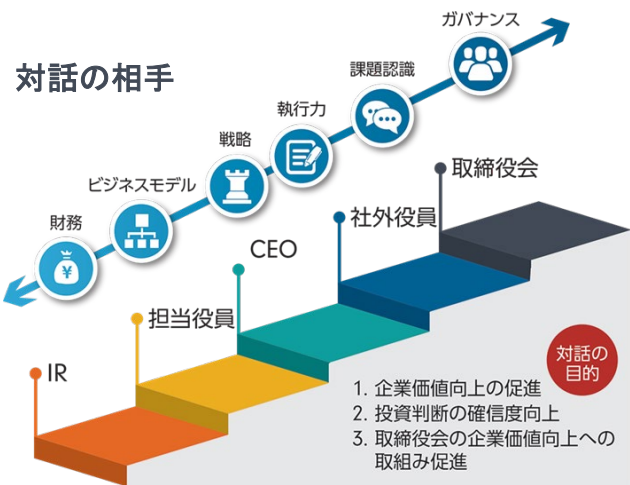
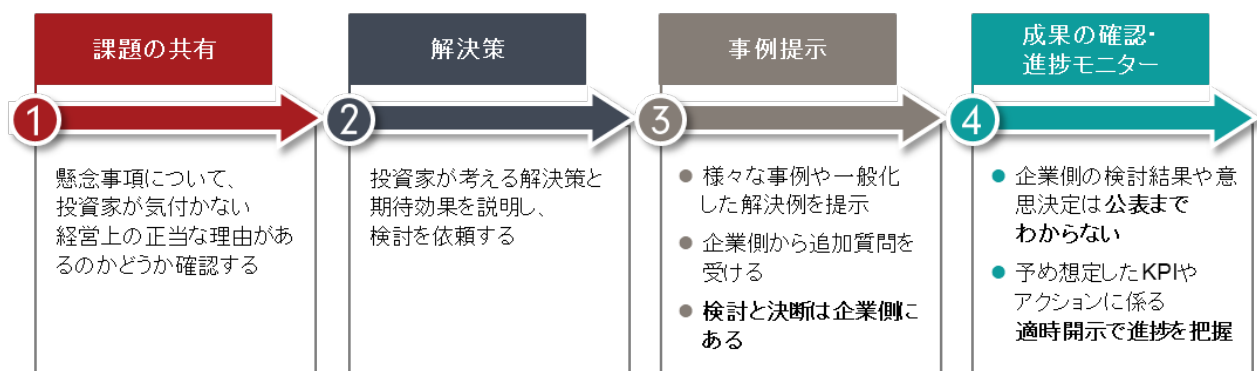
(出所) 図表はアセットマネジメント One エンゲージメント活動報告、同社サステナビリティレポート2022等より

(2) 各社の進捗状況 – ② フィデリティ投信

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

- アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させる。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、エンゲージメントを行い、企業の競争力強化による収益性さらには成長性の向上を目指す。
- 具体的には、エンゲージメントの対象企業を、①時価総額 1 兆円以上、②企業価値が 50 % 以上改善すると見込まれる、といった条件で絞り込み、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

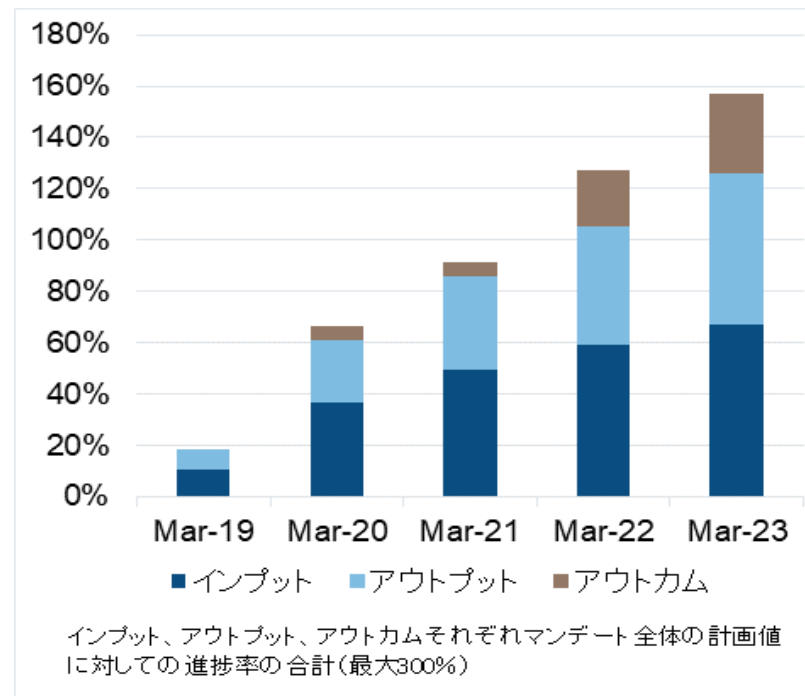


(出所)「エンゲージメントの 4 つのステップ」、「対話の相手」はフィデリティ投信レポートより

<進捗状況>

- 対象企業のうちほぼ全ての企業で進捗があり、トップや関係する役員クラス、社外取締役など幅広い社内外関係者と対話を実施し、多くの企業でなんらかのアウトプット（企業のアクション）が見られるようになっている。継続的なエンゲージメントの結果、自律的な事業ポートフォリオ見直しなど収益性の向上、成長に向けて取り組むフェーズに入り、積極的なエンゲージメント対象としての位置づけを終える企業も出てきた。こうした企業は課題を抱える別の企業と入れ替えを行っており、エンゲージメント対象を広げることでインデックス全体のパフォーマンス向上を図っている。
- フィデリティでは、「エンゲージメント強化型パッシブ運用」におけるエンゲージメントの進捗を管理するにあたり、インプット・アウトプット・アウトカム*の3つの指標を設け、それぞれエンゲージメントの進捗状況に応じた得点を付与。対象企業ごとにアジェンダや時間軸は異なる。インプットは、これまでの集中的な対話の実施により、全体として計画の約7割まで進捗。引き続きインプット、アウトプットのモニタリングと評価、再インプットのサイクルを経ながら、アウトカムにつなげていく。これまでの累積の進捗状況は下表の通り。

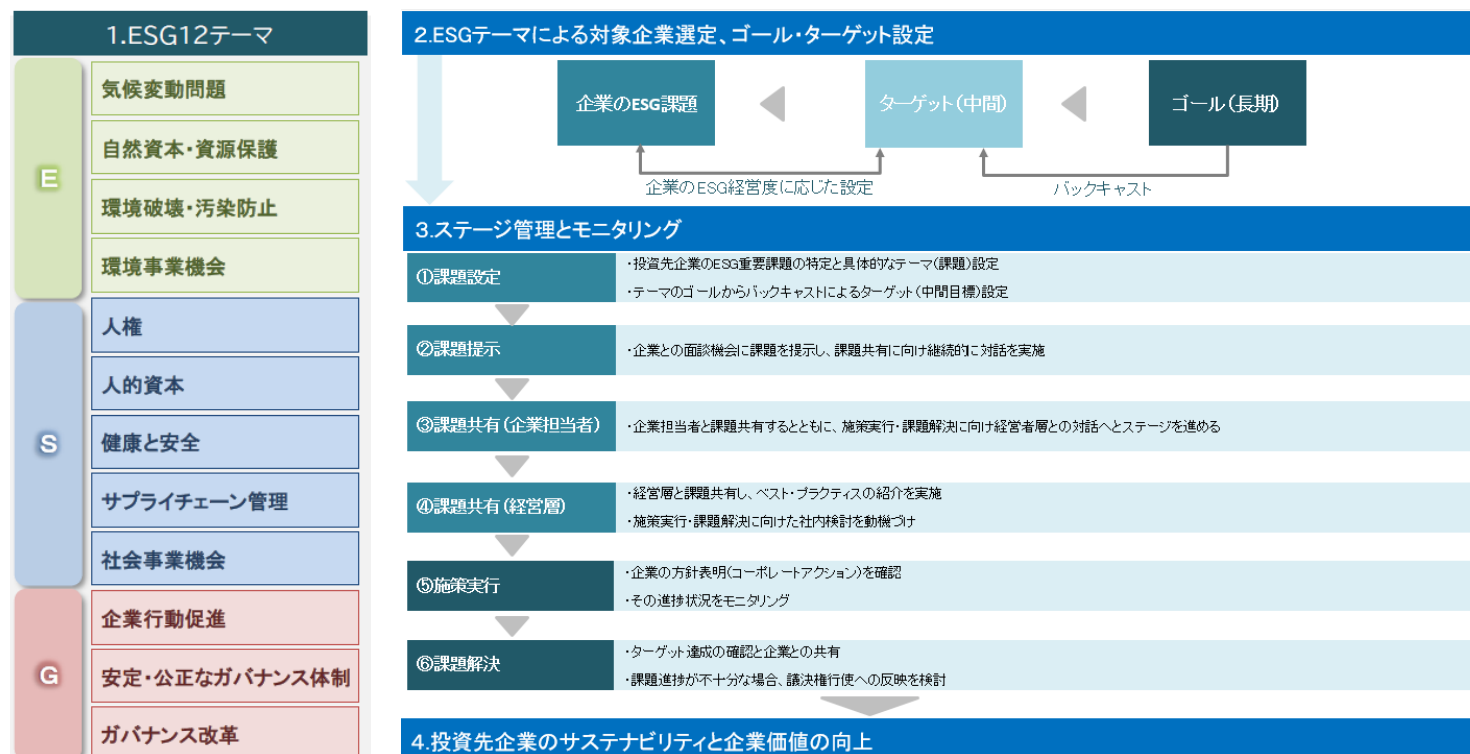
*インプット：エビデンスに基づく企業価値向上に向けた課題認識の共有、投資家が考える解決策についての検討依頼
 アウトプット：企業行動、実績
 アウトカム：株価パフォーマンス、その要素である財務パフォーマンスと株式市場評価（バリュエーション、セルサイドレーティング等）、またこれらと強い関連性がある企業行動



(2) 各社の進捗状況 – ③ 三井住友トラスト・アセットマネジメント

<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

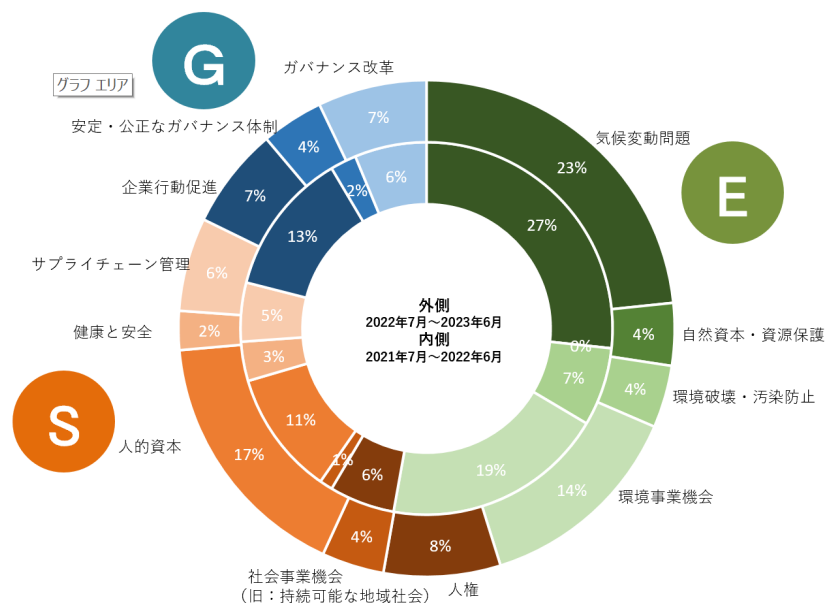
- トップマネジメント（会長・社長）によるコミットメントおよび積極的な参画によりエンゲージメントを推進。マテリアリティをベースに決定した12のESGテーマで課題設定を行う。各ESGテーマのゴール（長期目標）からバックキャストによるターゲット（中期目標）を対象企業ごとに設定し、ターゲット達成を目指してエンゲージメントを実施。
- 投資先企業へのエンゲージメントに加え、その実現確度引き上げのため、各種イニシアティブを通じた活動や市場関係者などステークホルダーに対しても幅広くエンゲージメントを行う。
- 6段階のマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメント進捗状況を定期的に GPIF に報告。



<進捗状況>

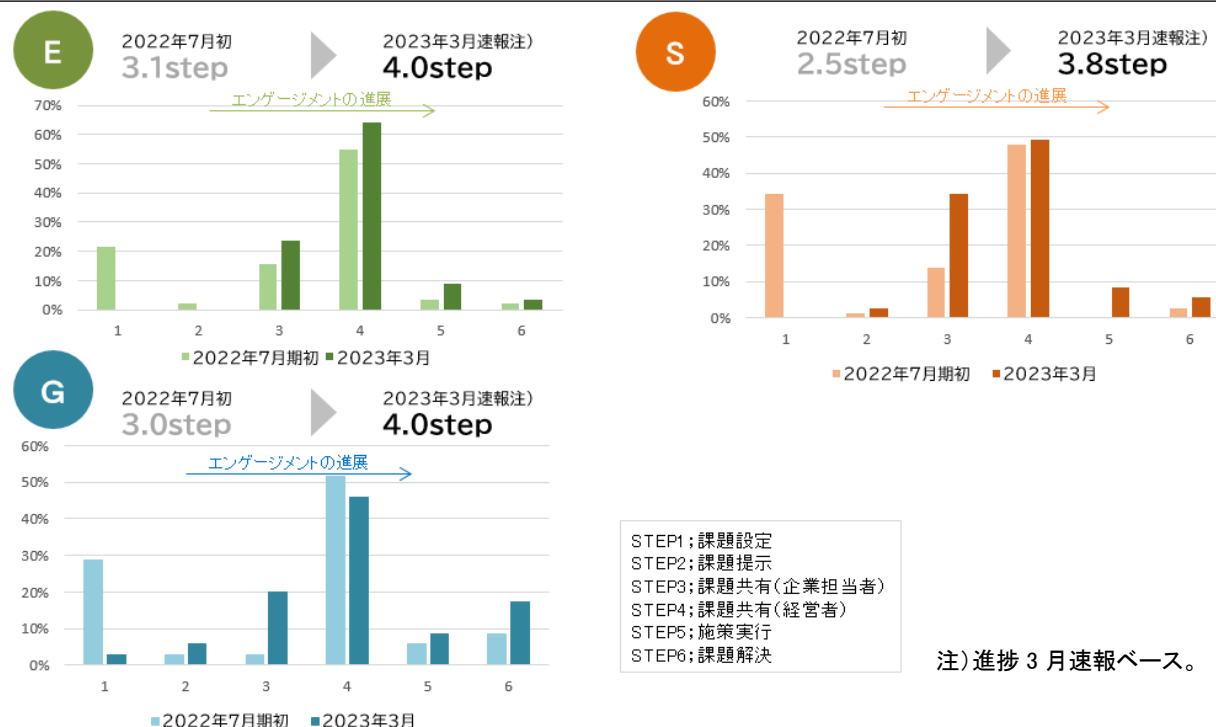
- 2022 年度は、「気候変動問題」、「企業行動促進」、「ガバナンス改革」に加え、「自然資本・資源保護」、「人権、人的資本」のエンゲージメント優先順位を引き上げ。サプライチェーンに焦点を当て、気候変動問題（Scope3）に加え、気候変動と関連の深い「自然資本・資源保護」や「人権」でテーマ設定を増加。また、事業ポートフォリオ改革に整合した人材ポートフォリオの見直しなど、経営戦略の実効性向上に向け「人的資本」関連でのテーマ設定を増やし、相互関連性や同時実現の考慮も踏まえて活動。
- 優先順位の高かったテーマが含まれる E（環境）では多くの企業がステップ 4（経営層と課題認識を共有）に前進。同じく、G（ガバナンス）の課題では、ステップ 5（施策実行）、ステップ 6（課題解決）に進んでいる企業も増えている。本年度、優先順位を引き上げた「人権・人的資本」が含まれる S（社会）ではステップ 3（担当と課題意識を共有）が大幅に増加。

トップダウン型エンゲージメントテーマ別構成



注：2022 年 7 月～2023 年 6 月はエンゲージメント計画
「持続可能な地域社会」はより包括的な「社会事業機会」へテーマ変更

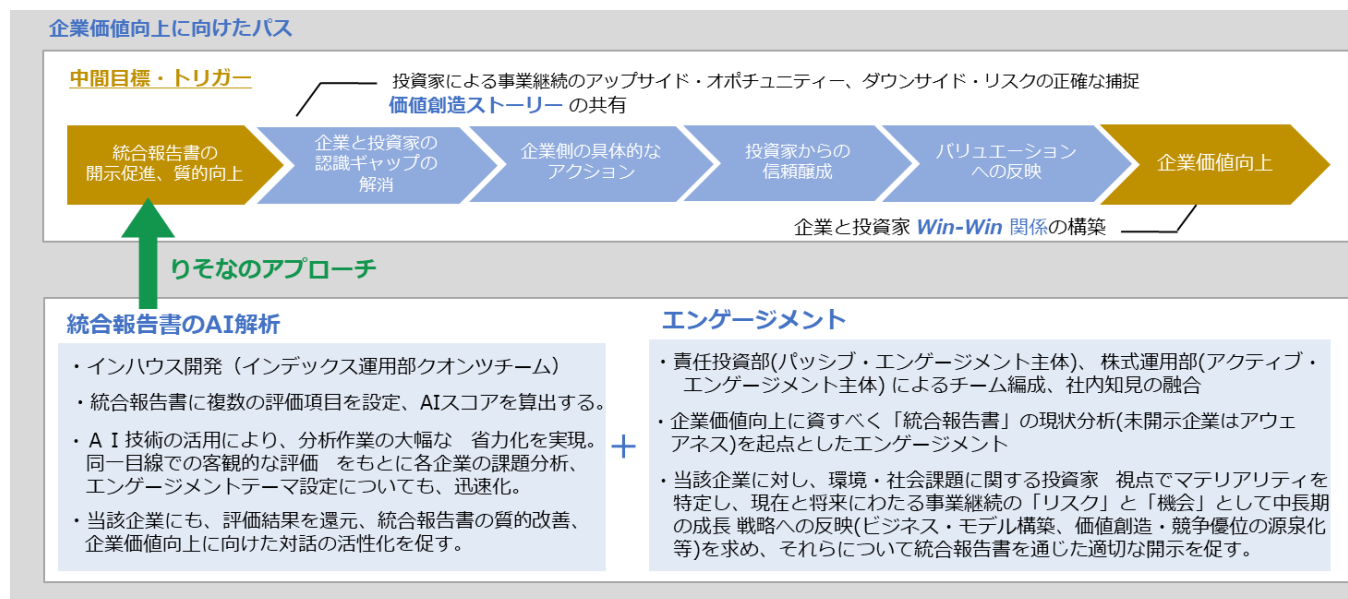
2022 年度（2022 年 7 月～2023 年 3 月速報注）の進捗状況



(2) 各社の進捗状況 – ④ りそなアセットマネジメント

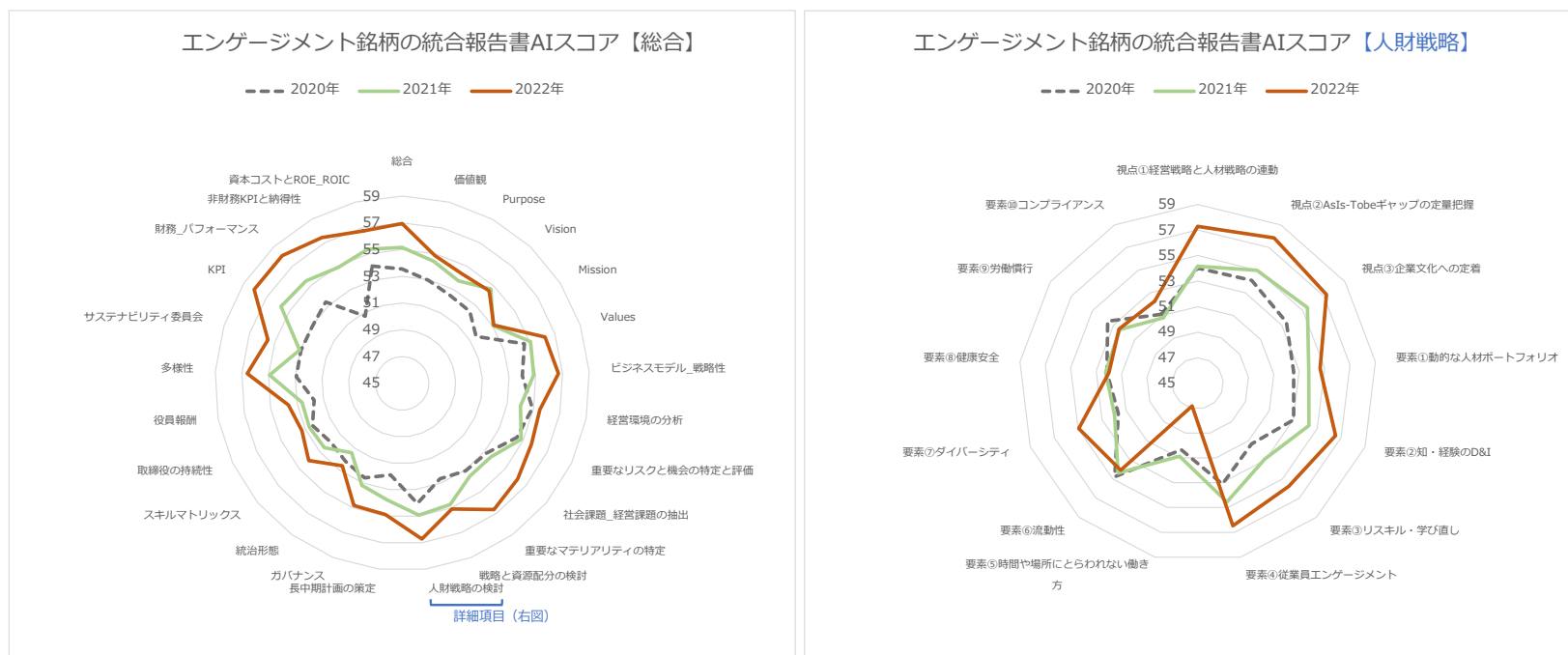
<エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

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



<進捗状況>

- 本年度より、統合報告書に加え、有価証券報告書を AI 分析の対象に拡大し、TCFD 開示や人財戦略を定量スコア化。
- 企業とのエンゲージメントの際に、定量スコアにエンゲージメント・マネジャーのコメントを付与した資料を提供し意見交換。
- 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）。「人財戦略の検討」は先進企業の改善幅が大きく全体としてスコアが高くなっているが右図でその内訳を確認すると、人材版伊藤レポートからの設定項目を中心に改善が進んでいる状況が確認出来る。ディスクロージャーディスカウントを解消し、企業価値向上に結び付けるには継続的な改善と統合報告で開示した戦略の実行が必要であり、議論をさらに深めていく。



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

(注 1)対象決算期が 2019 年 4 月から 2020 年 3 月までを 2020 年、20 年 4 月から 21 年 3 月までを 2021 年、21 年 4 月から 22 年 3 月までを 2022 年としてエンゲージメント対象銘柄の統合報告書 AI スコアの平均値を算出。

(注 2) AI スコアの時系列比較を可能にするため、2021 年の AI スコアを基準(全統合報告書の平均値 50)として 2020~2022 年の AI スコアを偏差値にて算出。

(注 3) 企業 HP、EDINET のテキスト情報をもとにりそな AM により算出した統合報告書 AI スコア。2023 年 1 月時点にて 2020 年~2022 年の統合報告書 AI スコアを算出し、各項目別に平均化した数値をグラフ化。

4. 重大な ESG 課題

以下は、各運用手法において、5 割超の運用受託機関（*）が「重大な ESG 課題」として挙げた課題。

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

（*）以下表の％は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率。

＜国内株式パッシブ＞		＜国内株式アクティブ＞		＜外国株式パッシブ＞		＜外国株式アクティブ＞	
気候変動	100%	気候変動	100%	気候変動	100%	気候変動	86%
サプライチェーン	100%	情報開示	100%	情報開示	100%	情報開示	71%
情報開示	100%	少数株主保護（政策保有等）	100%	ダイバーシティ	100%	コーポレートガバナンス	71%
不祥事	100%	取締役会構成・評価	100%	生物多様性	100%	取締役会構成・評価	71%
コーポレートガバナンス	100%	資本効率	100%	人権と地域社会	100%	ダイバーシティ	67%
人権と地域社会	100%	不祥事	86%	健康と安全	100%	生物多様性	57%
ダイバーシティ	100%	ダイバーシティ	86%	森林伐採	100%	人権と地域社会	57%
生物多様性	83%	サプライチェーン	71%	その他（ガバナンス）	100%	健康と安全	57%
資本効率	83%	その他（ガバナンス）	71%	コーポレートガバナンス	75%	労働基準	52%
取締役会構成・評価	83%	コーポレートガバナンス	71%	取締役会構成・評価	75%		
少数株主保護（政策保有等）	83%	労働基準	71%	労働基準	75%		
環境市場機会	67%	人権と地域社会	71%	資本効率	75%		
廃棄物管理	67%	廃棄物管理	57%	水資源・水使用	75%		
水資源・水使用	67%	生物多様性	57%	その他	75%		
森林伐採	67%	環境市場機会	57%	サプライチェーン	75%		
腐敗防止	67%	汚染と資源	57%	リスクマネジメント	75%		
労働基準	67%	健康と安全	57%	少数株主保護（政策保有等）	75%		
健康と安全	67%			環境市場機会	75%		
その他（社会）	67%			その他（環境）	75%		
製品サービスの安全	67%						

... E（環境）
 ... S（社会）
 ... G（ガバナンス）
 ... ESGのうち複数テーマ
 赤字は全ての機関が挙げた課題
 ％は当該課題を選んだ機関の比率

4. 重大な ESG 課題（続き）

債券運用受託機関にも、社債投資家として考える重大な ESG 課題を確認したところ、以下の通りであった。

以下は、各運用資産において、5 割超の運用受託機関（*）が「重大な ESG 課題」として挙げた課題。

（*）以下表の％は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を選んだ機関数の比率。

＜国内債券＞	
情報開示	100%
気候変動	93%
コーポレートガバナンス	86%
サプライチェーン	71%
取締役会構成・評価	71%
人権と地域社会	71%
不祥事	64%
労働基準	64%
ダイバーシティ	64%
環境市場機会	57%

＜外国債券＞	
気候変動	88%
人権と地域社会	76%
サプライチェーン	71%
汚染と資源	65%
コーポレートガバナンス	65%
ダイバーシティ	65%
廃棄物管理	59%
情報開示	59%
腐敗防止	59%
森林伐採	53%
水資源・水使用	53%
その他	53%
取締役会構成・評価	53%
健康と安全	53%
製品サービスの安全	53%
労働基準	53%

... E（環境）
 ... S（社会）
 ... G（ガバナンス）
 ... ESGのうち複数テーマ
 赤字は全ての機関が挙げた課題
 %は当該課題を選んだ機関の比率

4. 重大な ESG 課題（国内株式過去 3 年間の推移）



第3章 運用受託機関への期待と課題 GPIFの今後の対応



運用受託機関への期待と課題

GPIFのステeward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

■ ガバナンス・利益相反について

- ✓ 運用受託機関のガバナンス強化
- ✓ 実効性のある利益相反防止策の策定・見直し

■ 運用とステewardシップ・ESG の融合

- ✓ 運用とステewardシップの連携
- ✓ ステewardシップを重視したパッシブ運用モデルの提案と定着
- ✓ 投資スタイルに合わせた ESG インテグレーションの実践

■ 議決権行使を含むエンゲージメントの強化

- ✓ 環境変化を考慮した、企業価値向上に資する新たな ESG 課題に基づくエンゲージメント
- ✓ 企業のステージに合わせたエンゲージメント戦略
- ✓ 議決権行使方針への ESG 課題、エンゲージメントの反映
- ✓ 債券投資におけるステewardシップ責任に係る取組

■ 投資先に対するメッセージと情報開示

- ✓ 投資先に対するメッセージと一致したステewardシップ活動（言行一致）
- ✓ 運用受託機関の情報開示の質の向上
 - 議決権行使方針、行使結果等の開示
 - TCFD 提言に沿った開示
 - 重大な ESG 課題（マテリアリティ）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」**
 - ・スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の遵守状況の評価への反映
 - ・運用会社のガバナンス体制の確認
 - ・テーマに応じて、トップから担当まで社内各層との対話
 - ・必要に応じて第三者委員会などとの対話
 - ・企業価値向上に資する新たな ESG 課題の確認
 - ・運用及びスチュワードシップ担当間での連携
 - ・運用及びスチュワードシップ担当間でのエンゲージメント対象企業に関する課題認識や評価の共有
- ✓ **スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着**
- ✓ **ESG インテグレーションの評価手法のさらなる検討**
- ✓ **債券投資におけるスチュワードシップ責任の評価手法の検討**
- ✓ **ESG を含むエンゲージメントの成果や効果測定に関する外部との共同研究（*次ページ参照）**

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

- ・GPIF では、スチュワードシップ活動・ESG 投資は投資期間が長期にわたるほどリスク調整後のリターンを改善する効果が期待されると考えている。
- ・一方、各取組の開始から相応に期間が経過しデータも蓄積されてきていることから、PDCA サイクルを適切に回すために、高度な統計分析の知見を有するコンサルティング提供会社と協働し、2023 年度から 2024 年度にかけて以下の通り定量的な効果測定を行う。

■ 効果測定の概要

	プロジェクトテーマ	具体的な内容（例）
スチュワードシップ活動の効果測定	エンゲージメントの効果検証	エンゲージメントがもたらす ESG 指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明
	運用受託機関の議決権行使に関する検証	利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化
ESG 投資の効果測定	ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証	ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析
	企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究	ESG 要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明

※プロジェクトテーマや実施時期は今後変更する可能性がある。

■ 公告

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

株主議決権行使状況 (2022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（31 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除)			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 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		120,694	48,687	9,253	6,334	305	4,872	819	584	450	9,708	127	328	16,767	405	0	232	164,544
会社 提案	計	120,349	48,546	9,191	6,299	305	4,810	819	584	450	9,538	0	328	14,959	405	0	196	161,934
		(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	106,711	42,782	8,206	5,344	305	4,599	696	80	355	9,301	0	321	14,747	23	0	161	145,505
		(88.7%)	(88.1%)	(89.3%)	(84.8%)	(100.0%)	(95.6%)	(85.0%)	(13.7%)	(78.9%)	(97.5%)	(0.0%)	(97.9%)	(98.6%)	(5.7%)	(0.0%)	(82.1%)	(89.9%)
	反対	13,638	5,764	985	955	0	211	123	504	95	237	0	7	212	382	0	35	16,429
		(11.3%)	(11.9%)	(10.7%)	(15.2%)	(0.0%)	(4.4%)	(15.0%)	(86.3%)	(21.1%)	(2.5%)	(0.0%)	(2.1%)	(1.4%)	(94.3%)	(0.0%)	(17.9%)	(10.1%)
株主 提案	計	345	141	62	35	0	62	0	0	0	170	127	0	1,808	0	0	36	2,610
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	5	2	16	15	0	7	0	0	0	33	22	0	175	0	0	4	262
		(1.4%)	(1.4%)	(25.8%)	(42.9%)	(0.0%)	(11.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(19.4%)	(17.3%)	(0.0%)	(9.7%)	(0.0%)	(0.0%)	(11.1%)	(10.0%)
	反対	340	139	46	20	0	55	0	0	0	137	105	0	1,633	0	0	32	2,348
		(98.6%)	(98.6%)	(74.2%)	(57.1%)	(0.0%)	(88.7%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(80.6%)	(82.7%)	(0.0%)	(90.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(88.9%)	(90.0%)

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

※不行使は0件。棄権は0件。

※J-REITの投資主総会議案も含む。

2. 外国株式の状況

(1) 運用受託機関の対応状況 すべての運用受託機関（26 ファンド）で議決権を行使している
（なお、制度的な理由等から一部の投資対象国において行使していないケースあり）

(2) 議案別行使状況

議案		会社機関に関する議案			役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)			定款変更 に関する 議案	事前警告 型買収防 衛策	その他議案		合 計
		取締役 の選任	監査役の 選任	会計監査 人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員 の退職慰 労金贈呈	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		94,204	4,251	10,912	21,376	112	17	4,459	7,947	5,026	6,678	6,759	161	10,655	43,564	216,121
会社 提案	計	93,524	3,757	10,856	21,206	112	5	4,435	7,917	5,026	6,669	6,220	160	10,655	38,826	209,368
		(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	75,632	3,229	9,162	15,708	98	1	2,735	7,885	4,826	5,328	5,387	129	10,355	32,851	173,326
		(80.9%)	(85.9%)	(84.4%)	(74.1%)	(87.5%)	(20.0%)	(61.7%)	(99.6%)	(96.0%)	(79.9%)	(86.6%)	(80.6%)	(97.2%)	(84.6%)	(82.8%)
	反対	17,892	528	1,694	5,498	14	4	1,700	32	200	1,341	833	31	300	5,975	36,042
		(19.1%)	(14.1%)	(15.6%)	(25.9%)	(12.5%)	(80.0%)	(38.3%)	(0.4%)	(4.0%)	(20.1%)	(13.4%)	(19.4%)	(2.8%)	(15.4%)	(17.2%)
株主 提案	計	680	494	56	170	0	12	24	30	0	9	539	1	0	4,738	6,753
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	496	381	45	38	0	3	18	0	0	0	187	1	0	2,357	3,526
		(72.9%)	(77.1%)	(80.4%)	(22.4%)	(0.0%)	(25.0%)	(75.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(34.7%)	(100.0%)	(0.0%)	(49.7%)	(52.2%)
	反対	184	113	11	132	0	9	6	30	0	9	352	0	0	2,381	3,227
		(27.1%)	(22.9%)	(19.6%)	(77.6%)	(0.0%)	(75.0%)	(25.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(65.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(50.3%)	(47.8%)

※()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 3,392 件を含みます。

3. 議決権行使件数 年度比較（4月～6月期）

* 会社提案に対する反対等件数、株主提案に対する賛成件数の年度比較

		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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
国内 株式	会社提案に 反対・棄権	14,009	15,472	17,674	22,074	18,044	16,191	12,911	14,266	13,408	12,491	15,061	22,250	22,821	17,022	16,429
		10.2%	8.7%	11.6%	13.3%	11.6%	11.5%	9.5%	8.4%	7.9%	8.5%	10.3%	11.1%	12.3%	10.4%	10.1%
	株主提案 に賛成	37	42	47	34	58	34	56	55	65	167	129	215	319	154	262
		3.5%	3.1%	2.6%	1.9%	2.7%	2.3%	2.9%	2.8%	4.7%	7.8%	8.8%	12.0%	12.2%	8.9%	10.0%
外国 株式	会社提案に 反対・棄権	6,427	8,849	7,293	6,087	5,422	7,161	7,269	10,778	11,162	13,076	17,061	17,510	17,734	28,385	36,042
		6.5%	8.1%	6.9%	5.3%	4.9%	6.0%	6.7%	7.5%	7.7%	8.7%	10.3%	12.4%	13.1%	15.9%	17.2%
	株主提案に 賛成	1,745	2,821	2,085	1,486	1,655	1,503	1,483	2,650	2,630	3,295	2,849	2,504	2,008	2,772	3,526
		29.7%	44.2%	38.9%	32.9%	35.2%	32.0%	40.3%	47.4%	43.0%	50.5%	53.3%	52.7%	43.8%	53.9%	52.2%

スチュワードシップ活動原則

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

GPIFは、運用受託機関に対して、以下に掲げる事項の遵守を求めます。ただし、運用資産の特性や運用スタイル等の個別事情に照らして実施することが適切でないと考える事項があれば、その「実施しない理由」の説明を求めます。

なお、GPIFは、自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関のスチュワードシップ活動（議決権を有する場合は議決権行使を含む。）について、適切にモニタリングし、運用受託機関と積極的に対話（エンゲージメント）を実施します。

（１）運用受託機関におけるコーポレート・ガバナンス体制

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

（２）運用受託機関における利益相反管理

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

（３）エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針

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

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

（４）投資におけるESGの考慮

- 投資においてESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、運用資産の長期的な投資収益拡大の観点から、企業価値の向上や投資先及び市場全体の持続的成長に資すると考えられることから、運用受託機関は、セクターにおける重要性、投資先の実情等を踏まえて、ESG課題に取り組むこと。
- 運用受託機関は、重大なESG課題について、投資家として考える目標を示し、積極的にエンゲージメントを行うこと。
- 運用受託機関は、PRI（責任投資原則）への署名を行うこと。また、ESGに関する様々なイニシアティブに積極的に参加すること。

（５）議決権行使

- 運用受託機関は、議決権の行使について、GPIFから委託されたものであることを十分認識し、受託者責任の観点から専ら受益者の利益のために議決権を行使すること。
- 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。）。

以上

議決権行使原則

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

【議決権行使に当たって】

- 運用受託機関は、別に定めるスチュワードシップ活動原則も踏まえ、年間を通じたエンゲージメントの一環として、議決権行使すること。
- 運用受託機関は、長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針、ガイドライン等を定め、判断の根拠が明確になるよう公表すること。
- 運用受託機関は、形式的な議決権行使とならないよう投資先企業とのコミュニケーションを重視すること。
- 運用受託機関は、ESGを考慮することは中長期的な企業価値向上のために重要であると認識した上で適切に議決権行使すること。
- 運用受託機関は、少数株主の権利を守る議案に加え、少数株主の権利を損なうおそれがある議案については十分検討を行い適切に議決権行使すること。
- 運用受託機関は、各国のコーポレートガバナンス・コードが企業に対して求めている事項を踏まえて適切に議決権行使すること。同様のコード又はそれに準ずるものが無い場合には各運用受託機関が投資先企業に求める水準に従って適切に議決権行使すること。
- 運用受託機関は、議決権行使において議決権行使助言会社を利用する場合には、推奨どおりに機械的に行使するのではなく、議決権行使の最終責任は運用受託機関にあると十分に認識した上で議決権行使すること（利益相反管理を目的とする場合は除く。）。

【株主総会終了後の対応】

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

以上

投資原則

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

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