



スチュワードシップ活動の現状と課題

2024年12月11日、25日
GPIF理事長 宮園 雅敬

GPIF
Homepage



GPIF
YouTube channel



GPIF
X





目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～



目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

✓ 世界の課題解決に貢献し、持続的な成長を実現する企業活動と投資を促すための特に重要な日本の政策を4つ紹介。

①GX（グリーン・トランスフォーメーション）とGXへの投資

②社会課題の解決に尽力するスタートアップへの支援

③人的資本の充実

④サステナビリティの取組を促す金融機能の強化

・資産運用業者や、アセットオーナーの運用力が重要。これらの運用力向上やガバナンス改善、資産運用業への新規参入と競争の促進など、資産運用立国の実現に向けた政策プランを年内に策定する。

・投資を通じて社会課題に取り組むことは、変革に取り組む企業の背中を押し、経済社会の成長、持続可能性を高めることで、資産家の皆様、ひいては皆様に資金を預けた受益者にとっても長期的な収益機会となるもの。正に、受託者責任に基づく、責任ある投資の一環と考える。

・資産運用業者やアセットオーナーが企業と対話を深め、企業の成長持続可能性の取組を進めるため、資産投資の取組を牽引するPRIへの署名機関が増えること、これは大変有意義。その流れを推し進めるため、政府として所要の環境整備を行い、代表的な公的年金基金、少なくとも7基金、90兆円規模が新たにPRIの署名に向けた作業を進めることをここで表明する。

- 国家公務員共済組合連合会
- 地方公務員共済組合連合会
- 私立学校教職員共済
- 全国市町村職員共済組合連合会
- 公立学校共済組
- 国民年金基金連合
- 警察共済組合

・公的年金基金がサステナブルファイナンスへの取組を強化し、その流れを市場全体に波及することを目指していく。企業と金融双方が力を合わせ、社会を変える大きなインパクトを生み出し、持続可能で力強い成長を実現していくことは、新しい資本主義の理念に、正に合致する。

・トランジション・ファイナンスやインパクト投資を含め、課題解決と成長の両輪を進めるイノベーションへの支援と投資は、理念ではなく実行段階にある。このため、このアクションを日本政府は、グローバルな投資家の皆様とともに実行していきたい。

「資産運用立国実現プラン」(2023年12月策定)

資産運用立国実現プラン (2023年12月13日)

(今般策定した③に加え、①②も内包)

① 資産所得倍増プラン (2022年11月)

販売会社(銀行・証券)、アドバイザーによる
顧客本位の業務運営の確保

家計の安定的な資産形成
(NISAの抜本的拡充・恒久化や金融リテラシーの向上)

② コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた アクション・プログラム (2023年4月)

企業の持続的な成長
金融・資本市場の機能の向上

③ 資産運用業・アセットオーナーシップ改革

資産運用業の高度化や
アセットオーナーの機能強化

アセットオーナーシップの改革

● アセットオーナー・プリンシプルの策定 (2024年夏目途)

※ アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広いが、共通して求められる役割として、運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則を策定。



「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」閣議決定（2024年6月21日）

以下、「2. アセットオーナーシップの改革」部分について抜粋。

機関投資家として、受益者等のために年金、共済、保険等の資金を運用するアセットオーナーに期待される役割も大きい。その機能強化に向けて、以下の取組等を実施する。

（1）アセットオーナー・プリンシプルの策定

アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、資産運用を行う学校法人など幅広く、課題もそれぞれであるが、アセットオーナーには、それぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たすことが求められる。

このため、アセットオーナーに係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を本年夏目途に策定する。

この中では、経済金融情勢の動向を踏まえ、許容リスクや目標リターンといった運用目標の設定や、必要な体制整備、リスク管理、情報の見える化、投資先企業の持続的成長に資する必要な工夫を行うことを求める。また、新興運用業者を単に業歴が短いことのみを以て排除しないようにすべきである旨や、アセットオーナーが資産運用会社に支払う報酬は資産運用会社がもたらす付加価値に応じたものとすべきである旨を規定する。また、同プリンシプルの策定後、関係省庁において、所管するアセットオーナーへ周知を進めるとともに、その受入れ表明状況を政府において整理・公表する。

（2）主要な公的アセットオーナーにおける取組

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）や共済組合連合会等の主要な公的アセットオーナーについては、受益者に対する責任と市場等の発展について求められる役割を果たすため、アセットオーナー・プリンシプルの受入れに加え、運用対象資産の多様化の推進、スチュワードシップ活動への取組、運用担当責任者（CIO）の設置を含めた専門人材の登用・育成等を盛り込んだ取組方針の策定・公表や、定期的な進捗状況の公表を求める。

また、年金等受給者が、一定の許容リスクの中でより多くの運用の果実が享受できるよう、専門的運用体制の高度化、並びに、経済、市場の動向や運用実績を踏まえた基本ポートフォリオ、オルタナティブ投資割合及びこの前提となる運用目標の検討を行う。

加えて、サステナビリティ投資は、持続可能な社会の実現とともに中長期的な投資収益の向上を図るものであり、GPIF・共済組合連合会等が、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない。GPIF・共済組合連合会等において、こうした整理を踏まえた取組を行うことについて検討する。

また、代表的な公的年金基金による責任投資原則（Principles for Responsible Investment）への署名を本年中に完了し、サステナビリティ投資の取組強化や、その流れの市場全体への波及を目指す。

- 2024年8月28日に「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）」（以下「プリンシプル」という。）が策定。
- 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」（2024年6月21日閣議決定）においては、GPIFを含む主要な公的アセットオーナーに対して、プリンシプルの受入れに加え、取組方針の策定・公表が求められた。
- GPIFは同年9月18日、プリンシプルの趣旨に賛同して受け入れ、取組方針を策定し、公表。

主な取組方針

- ✓ 運用目的及び運用目標を達成するため、運用方針を定め、これに沿って行動すること。
- ✓ 高度かつ専門的な知見を取り入れるため、外部の運用受託機関等を活用しつつ、必要な体制整備等を行うこと。
- ✓ 専ら被保険者の利益に資する観点から適切な運用方法及び運用受託機関の選定等を行い、分散投資を基本とした運用のリスク管理を行うこと。
- ✓ 年金積立金の管理及び運用実績の状況等について情報発信を行うこと。
- ✓ **被保険者の利益のために長期的な投資収益を確保する観点から、スチュワードシップ責任を果たす取組等を行うこと。**



目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

アセットオーナープリンシプル

- 原則 5. アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

投資原則

- [5] 長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG を考慮した取組を含む。）を進める。

スチュワードシップ責任を果たすための方針

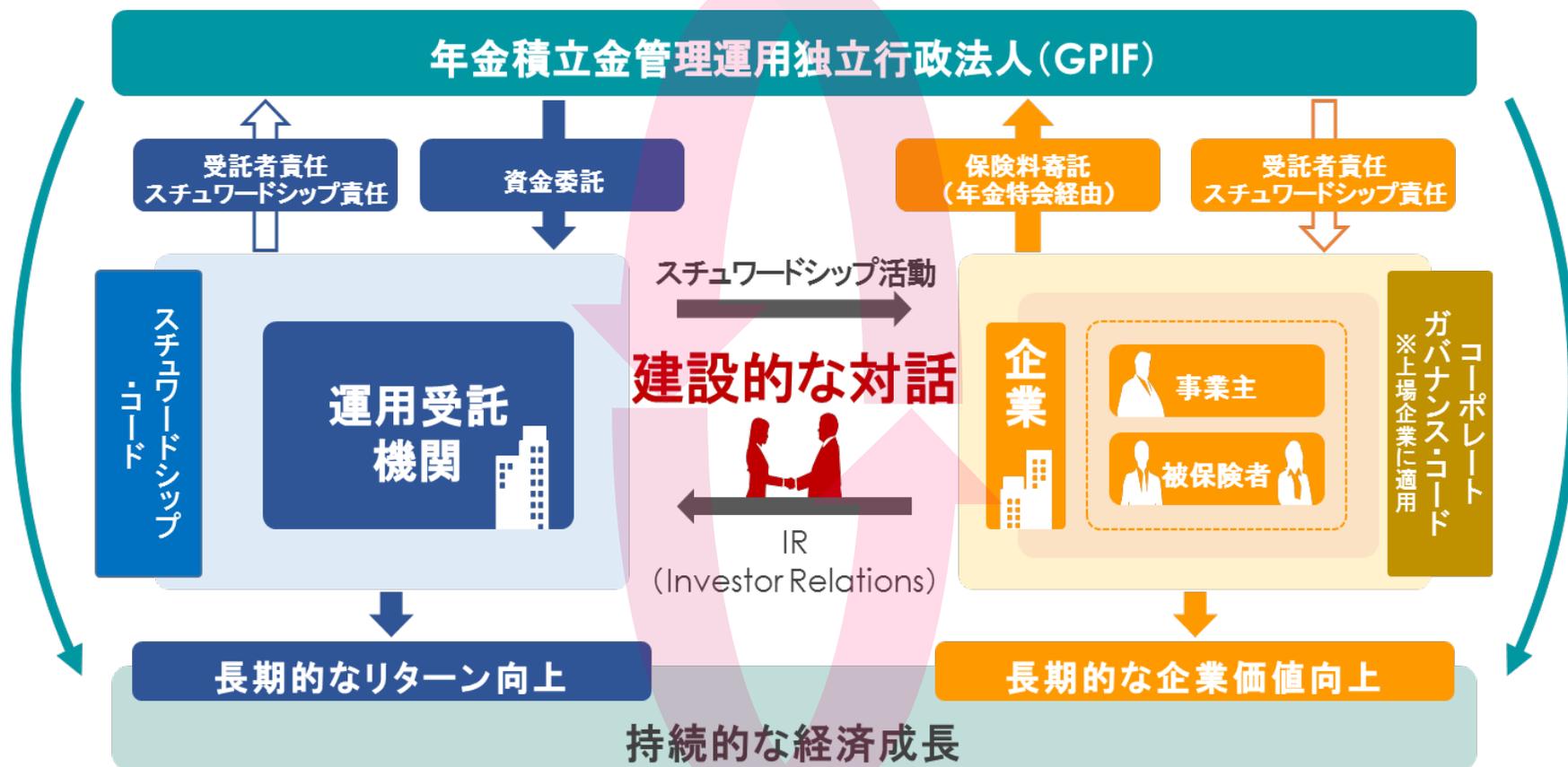
- 日本版スチュワードシップ・コードに準じたGPIF自身の基本方針（1）スチュワードシップ責任に対する考え方、（2）GPIFが自ら実施する取組に関する方針、（3）運用受託機関の取組に関する方針、及びコードの各原則への対応で構成

スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則

- 運用受託機関向けの要請。（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）議決権行使で構成

GPIFにとってのステ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。 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、ステュワードシップ責任を果たしていく。**



GPIFは「ユニバーサル・オーナー」かつ「超長期投資家」

ユニバーサル・オーナー

GPIFは広範な資産を持つ資金規模の大きい投資家

超長期投資家

GPIFは100年を視野に入れた年金制度の一端を担う

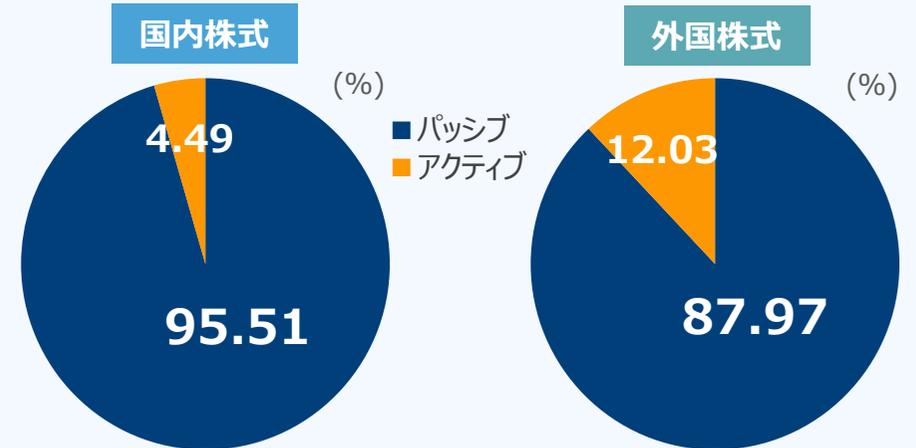
- 負の外部性(環境・社会問題)を最小化し、**市場全体**、さらにはその背後にある**社会が持続的かつ安定的(サステナブル)に成長することが不可欠**
- 運用会社に対して「**建設的な対話**」を促し、最終的に「**長期的なリターンの向上**」というインベストメント・チェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、**スチュワードシップ責任を果たしていく**

【GPIFの株式保有状況(2024年3月末時点)】

主要指数の構成銘柄数とGPIFの保有銘柄数



GPIFの株式運用におけるパッシブ・アクティブ比率



(出所)GPIF業務概況書(2023年度)



GPIFのステュワードシップ活動の歩み～10年間を振り返る～

年	GPIFのステュワードシップ活動	ステュワードシップ責任に係る取組の評価	日本版ステュワードシップ・コード
2014年	日本版ステュワードシップ・コード受入れ ステュワードシップ責任を果たすための方針を策定		日本版ステュワードシップ・コード制定
2015年	投資原則制定 責任投資原則（PRI）署名 ステュワードシップ専任者採用		
2016年	企業向けアンケート開始 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 ステュワードシップ推進課設置 英国30%Club、米国Thirty Percent Coalition加盟	運用受託機関のガバナンス体制及び利益相反の弊害防止体制を評価項目に追加 国内株式パッシブ運用受託機関： 定性評価における割合を10%から30%に引き上げ	
2017年	ステュワードシップ活動原則、議決権行使原則制定 （株式の運用受託機関に遵守を要請） 三共済と共同で個別の議決権行使結果の公表を運用受託機関に要請 ステュワードシップ責任を果たすための方針一部改定 投資原則一部変更（ステュワードシップ活動の対象を株式から全資産に拡大、ステュワードシップ責任に関する具体的な取組として、ESGに関する記述を追加）	国内株式パッシブ運用受託機関： 定性評価の30%から評価全体の30%に引き上げ 国内株式アクティブ運用受託機関： 定性評価の10%から評価全体の10%に引き上げ 外国株式パッシブ運用受託機関： 定性評価の10%から評価全体の30%に引き上げ 外国株式アクティブ運用受託機関： 定性評価の10%から評価全体の10%に引き上げ	日本版ステュワードシップ・コード改訂 ・パッシブ運用における対話等の重要性が明確化 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 ・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
2018年	Climate Action 100+に参加 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	エンゲージメント強化型パッシブファンド採用	
2019年	ICGN、CIIに参加 ステュワードシップ責任を果たすための方針一部改定 30%Club Japan加盟	「運用評価」の一環として、ESGインテグレーションを評価 （対象資産は株式及び債券）	
2020年	ステュワードシップ活動原則、議決権行使原則一部改定 （全資産の運用受託機関に遵守を要請） 投資原則一部改定（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） ステュワードシップ責任を果たすための方針一部改定（対象を全資産に拡大、ESGの考慮をより明確化）	原則の改定で、ステュワードシップ活動と運用の連携 企業だけでなくインデックス会社など関係者と幅広くエンゲージメントを行うこと、ESGに関する様々なイニシアティブへの積極的な参加 議決権行使は年間を通じたエンゲージメントの一環として行うこと、などを要請 2014年のステュワードシップ・コード導入以来、形式面は整備されてきたこと、コードの再改訂を受けてステ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	日本版ステュワードシップ・コード再改訂 ・ステ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 ・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
2021年		エンゲージメント強化型パッシブファンド追加採用	
2022年		債券の運用受託機関のステュワードシップ評価を開始	
2023年	ステュワードシップ活動及びESG投資の効果検証開始		
2024年	エンゲージメントの効果検証結果公表 ISSB Investor Advisory Groupにオブザーバー参加 Climate Action100+Phase 2に継続参加 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル設立		ステュワードシップ・コードに関する有識者会議再開 ・ステュワードシップ活動の実質化 ・協働エンゲージメント ・保有状況の開示
2025年			日本版ステュワードシップ・コード再々改訂？

株式運用受託機関のステ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。
- これらのことから、ESGも考慮したステ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、よりステ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。
- ステ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年のステュワードシップ・コード導入以来、形式面は整備されてきたこと、ステュワードシップ・コードの再改訂を受けて、ステュワードシップ責任にかかる取組の評価を、2020年の総合評価から、より実質的な活動を評価する体系に変更し評価を実施。
- 具体的には、以下のポイントを確認するとともに、運用受託機関がどのようにステ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）**
- ✓ **日本版ステュワードシップ・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**
- ✓ **ステ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、当法人のステ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。

■ 経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル創設と第一回会合開催

- 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設置したものの。
- 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。

<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

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

<第1回ラウンドテーブル>

○日時：2024年10月3日（木）

○テーマ：アセットオーナー・プリンシプルを踏まえたアセットオーナーの取組み

GPIFの2023年度 ESG活動報告

「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」に関する経団連の意見 ほか

■ ISSB Investor Advisory Group (IIAG) へのオブザーバー参加

- 2024年5月に、ISSB Investor Advisory Group (IIAG) にオブザーバーとして参加。
- IIAGは、サステナビリティ関連財務情報開示の質と比較可能性の向上に取り組む、様々な市場の主要なアセットオーナーやアセットマネージャーで構成されるグループであり、ISSBの諮問機関として以下を担っており、60機関超が参加（2024年5月時点）。
 - IFRSサステナビリティ開示基準の開発に関する戦略的なアドバイス
 - ISSBの基準設定プロセスにおいて投資家の視点が明確に示され考慮されるようサポート
 - IIAGは、企業価値に影響を与えるサステナビリティ関連課題のパフォーマンスを投資家に説明するためにIFRSサステナビリティ開示基準を使用することを関係者に奨励することで、IFRSサステナビリティ開示基準の普及を支援している。
- IIAGの前身はSASB Standards Investor Advisory Group。2022年8月にバリュー・レポーティング財団（VRF）がIFRS財団と合併する前は、IIAGはSASB Standards Investor Advisory Group（2016年～2022年）として活動。

<スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定>

- ・GPIFにおけるスチュワードシップ活動・ESG投資は、開始から相応に期間が経過し、データの蓄積も進展。
- ・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研究機関やコンサルティング会社と協働し、2023年度から2024年度にかけて定量的な効果測定を実施。

	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

<エンゲージメントの効果検証の分析対象>

■ 2017年度から2022年度(2022年度は12月末まで、以下同様)に行われたGPIFの国内株式運用委託先21ファンドによる26,792回、延べ48,077テーマの対話記録と多様な指標(財務・株価指標、ESGスコア、GHG排出量や女性役員比率などの具体的なESG指標)を用いて、統計的因果推論の手法を活用し、エンゲージメントが多様な指標(KPI)にどのような変化をもたらしたのか、について実証分析を実施。

GPIFの運用委託先による国内企業との対話件数推移



(注1) GPIFの運用委託先21ファンドの国内企業に対する対話件数
 (注2) 2022年度は12月末までのデータ

対話テーマによる分類

テーマ	件数	分析対象	No	テーマ	件数	分析対象
1 B1: 経営戦略・事業戦略	6725	○	20 S7: その他 (S)	331		
2 B2: 財務戦略	2423	○	21 G1: 取締役会構成・評価	6960	○	
3 B3: 株主総会関連	1913	○	22 G2: リスクマネジメント	288		
4 B4: 人的資本	1229		23 G3: 資本効率	2386	○	
5 B5: その他	247		24 G4-1: 少数株主保護 (政策保有)	1503	○	
6 E1: 気候変動	4566	○	25 G4-2: 少数株主保護 (親子上場)	277		
7 E2: 森林伐採	131		26 G4-3: 少数株主保護 (その他)	76		
8 E3: 水資源・水使用	124		27 G5-1: CG (買収防衛策)	880		
9 E4: 生物多様性	261		28 G5-2: CG (役員報酬)	953		
10 E5: 汚染と資源	113		29 G5-3: CG (その他)	4302		
11 E6: 廃棄物管理	133		30 G6: 腐敗防止	71		
12 E7: 環境市場機会	707		31 G7: 税の透明性	0		
13 E8: その他 (E)	600		32 G8: その他 (G)	0		
14 S1: 人権と地域社会	541	○	33 ES1: サプライチェーン	867		
15 S2: 製品サービスの安全	206		34 SG1: ダイバーシティ	1886	○	
16 S3: 健康と安全	206		35 ESG1: 情報開示	3129	○	
17 S4: 労働基準	395		36 ESG2: 不祥事	1086		
18 S5: 紛争鉱物 (問題ある調達)	1		37 ESG3: ESG評価 (スコア)	42		
19 S6: 社会市場機会	206		38 ESG4: その他	2313		

<エンゲージメントの効果が観測されたKPI ～全体(TOPIX1000)>

- 気候変動に関する対話では、対話内容に直結した脱炭素目標の設定などと共に、PBRなどの企業価値指標の改善が確認された。また、取締役構成・評価に関する対話では、独立取締役人数の増加と共に、時価総額や配当込収益率などの投資収益指標の改善がみられた。

	テーマ	KPI (アウトカム)	有意水準	推定値	影響
全体	E1：気候変動	トービンのq	1%有意	0.07	○
		PBR	1%有意	0.11	○
		脱炭素目標の設定の有無	1%有意	0.08	○
		炭素強度scope2	1%有意	-5.29	○
	G1：取締役会構成・評価	PBR	5%有意	0.11	○
		(対数) 時価総額	5%有意	0.06	○
		配当込収益率	5%有意	3.80	○
		独立社外取締役人数	5%有意	0.15	○
	G3：資本効率	配当込収益率	5%有意	3.68	○
	G4-1：少数株主保護（政策保有）	特定投資株式/純資産	5%有意	-0.01	○
SG1：ダイバーシティ	(対数) 時価総額	1%有意	0.08	○	

例えば、2017年度に「取締役会構成・評価」のエンゲージメントを受けた企業は256社、その時価総額合計は約304兆円(2018/3末時点)であり、当時のTOPIX構成銘柄の時価総額の47%に達する。エンゲージメントの効果により、それらの企業群の時価総額がエンゲージメントを受けていない企業と比べて平均で6%も増大したと考えれば、そのインパクトは極めて大きい。



目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

2024年3月末時点 日本企業2,253社に61兆5,532億円投資

パッシブ運用7機関 (58兆7,889億円委託)

- アセットマネジメントOne
- 野村アセットマネジメント
- フィデリティ投信
- ブラックロック・ジャパン
- 三井住友トラスト・アセットマネジメント
- 三菱UFJ信託銀行
- りそなアセットマネジメント

アクティブ運用22機関 (2兆7,643億円委託)

- アセットマネジメントOne
- インベスコ・アセット・マネジメント
- ウエルントン・マネージメント
- M&Gインベストメント・マネジメント
- キャピタル・インターナショナル
- ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント
- コロンビア・マネジメント・インベストメント・アドバイザーズ
- JPモルガン・アセット・マネジメント
- シュローダー・インベストメント・マネジメント
- GLGパートナーズ
- 東京海上アセットマネジメント
- 日興アセットマネジメント
- 野村アセットマネジメント
- ピクテ・アセット・マネジメント
- フィデリティ投信
- ブラックロック
- マニユライフ・インベストメント・マネジメント
- 三井住友DSアセットマネジメント
- 三井住友トラスト・アセットマネジメント
- 三菱UFJ信託銀行
- ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント
- ラッセル・インベストメント

* 青字は2023年度追加選定

<スチュワードシップ活動における組織・体制・方針等>

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

<株式のステュワードシップ活動－エンゲージメント>

- 一部の運用受託機関では、投資先企業にレターを送るケースも見られ、自社の考えを伝えるツールやマネジメントとの対話のきっかけとしても活用されている。引き続き、レターを契機にどのようにエンゲージメントを展開していくのかを確認する必要がある。
- ESG課題への取組については国内および外国株式運用受託機関全社が行っていると回答。また、中小型企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。
- 多くの運用受託機関において、個別企業とのエンゲージメントのテーマ設定の際に、ステュワードシップ（又はESG、サステナビリティ）担当者（又は部門）がESG・サステナビリティのテーマに沿った課題を抽出し、運用担当者（又は部門）がボトムアップで企業価値に直結する課題を抽出するといった連携が見られる。エンゲージメントの実施においても、テーマに応じて、エンゲージメントの主導者、担当者を決定するなど、連携に工夫が見られる。
- エンゲージメント活動やESG課題に取り組む際、統合報告書はコーポレート・ガバナンス報告書とともに双方向のエンゲージメントのための主要なツールと考えている。運用受託機関による活用は進んでいると感じるが、ステュワードシップやESG専任者に加えアナリストやファンドマネージャーによる活用が一層進むことを期待。今後、統合報告書に加え、有価証券報告書のサステナビリティ開示、グローバルにはISSB基準など非財務開示の拡大が予想される。どのように運用やエンゲージメントで活用できるかも重要になると考える。
- CA100+などの協働イニシアティブには外資系よりも日系の運用受託機関が積極的に参加・活用している。全体的に、グローバルなイニシアティブへの参加が増えており、知見の獲得、協働エンゲージメントの場として活用されている。
- パッシブ、アクティブともに、必要やテーマに応じて協働イニシアティブに参加するケースが増えているが、その活用状況や関与度合いには差がある。2023年度は自然資本に関連するNature Action100の本格始動やPRIでSpringの設立が公表されるなど新たなイニシアティブが誕生している一方、一部では協働エンゲージメントへの関わり方を変更するケースも出てきていることから、実際にどのように関与し活用していくのか、協働エンゲージメントへの考え方を含め、運用機関に確認する。
- 日系を含む一部の運用受託機関は、規制当局や官庁、ISSBなどの基準設定団体にパブリックコメントを提出しているほか、証券取引所及び指数会社に対して積極的にエンゲージメントを行うなど、ポリシーエンゲージメントを通じてインベストメントチェーン全体の変革への働きかけを行っている。

<株式のステュワードシップ活動 – 議決権行使>

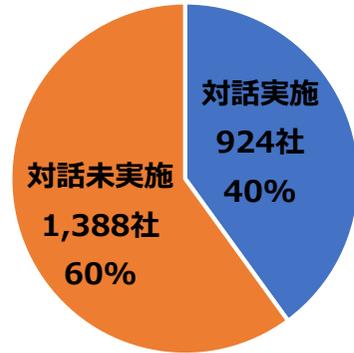
- エンゲージメントの結果、企業側の取組や実状などを反映し、議決権行使方針と異なる行使を行うことについては、対応内容によっては肯定的に評価している。また、意思表示の手段として棄権行使を活用しているケースもある。議決権行使はエンゲージメントと一体と考えており、長期的な企業価値向上を促す取組を期待。議決権基準においてもメッセージ性を高め、エンゲージメントに活用しているケースや、政策保有株式、TSR、PBR基準を導入する機関もある。
- 国内株式運用受託機関による個別の議決権行使結果の公表では、開示時期、頻度、公表内容に差があるが、多くの機関が株主総会後の対話に活かせるよう四半期ごとに開示。一部、翌年の株主総会に向けた企業との対話に十分な活用が難しいと思われるケースもある。外資系アクティブ運用機関の中には運用担当者から企業に議決権行使結果を直接フィードバックするケースや反対した議案について行使結果と理由を書面で伝えている機関もある。一方、日系運用機関のほうが議決権行使基準、議決権行使結果の開示とも充実。外国株式では、エンゲージメントのエスカレーション戦略の一環として事前に議決権行使を公表する機関もある。
- 国内株式運用受託機関全社が会社提案議案に反対した場合、その判断理由を公表している。株主提案への対応は分かれているが、賛成または反対行使のいずれか、または両方の判断理由を公表。グループ内の取引先など利益相反が起こりうる投資先についてはフラグを付す、通常よりも詳細な説明を行うといった工夫を行っている機関もあり、ステュワードシップや議決権行使に関する照会先を公開している機関もある。一部の外国株式運用受託機関では自主的に個別の議決権行使結果を開示しているケースもある。
- 国内株式運用受託機関において、独立社外取締役の増員やダイバーシティを求めるケースなどでは、議決権行使方針変更の公表から実際の適用まで1年間ほど猶予期間を設け、その間に企業への周知、エンゲージメントを行うなどの工夫がみられる。
- 国内及び外国株式運用受託機関ともに、議決権行使助言会社を使用しているが、大半が情報収集、議決権行使に関わる事務委託、自社または親会社・グループ会社への行使など利益相反管理を目的とした行使に使用しており、助言会社の推奨を利益相反管理先以外の投資先企業の議決権行使で使用しているケースはごく一部の機関のみ。議決権行使助言会社を使用する場合でも、エンゲージメント対象になっているケースでは、エンゲージメントの状況と議案の内容を勘案し、自社で最終判断をする体制の構築を要請している。なお、GPIFでは、ISS及びGlass Lewisの推奨結果を株主総会終了後の分析で使用している。
- 行使指図や資産管理機関における行使事務の誤り、不行使については、議決権行使の重要性に鑑み、運用受託機関および資産管理機関に適切な対処を要請。

<運用受託機関のガバナンス・親会社等との利益相反>

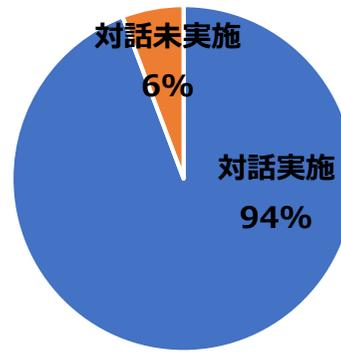
- 運用受託機関のガバナンスや利益相反防止については、全般的に形式面は整備されている。今後はより実効性のあるものにしていくために、継続的な検討や見直し・改善に加え、透明性向上も期待したい。
- ここ数年で、日系の株式運用受託機関において、運用部門の別会社への分割・統合など、運用部門と別部門間での利益相反を防ぐ組織上の分離が進んだ。別会社となったケースでは、トップのリーダーシップのもと、スピード感をもって運用会社としての各種取組が進められている。日系の株式運用受託機関全社において、社外取締役の選任、社外取締役を中心とした第三者委員会の設置がなされ、形式面はすでに整っている。また、外部よりトップや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

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

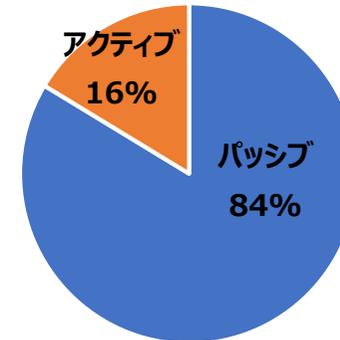
対話社数



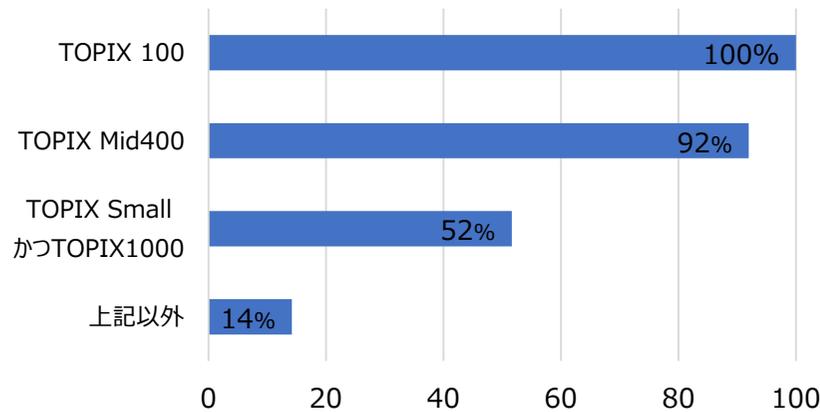
対話社数 (時価総額ベース)



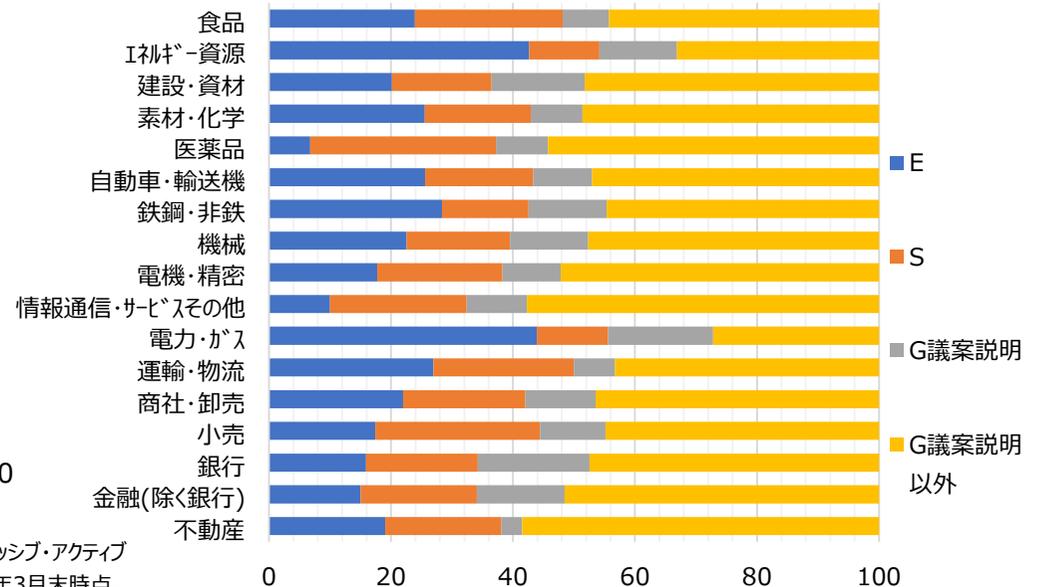
対話件数 (パッシブ・アクティブ比率)



規模別 対話実施比率



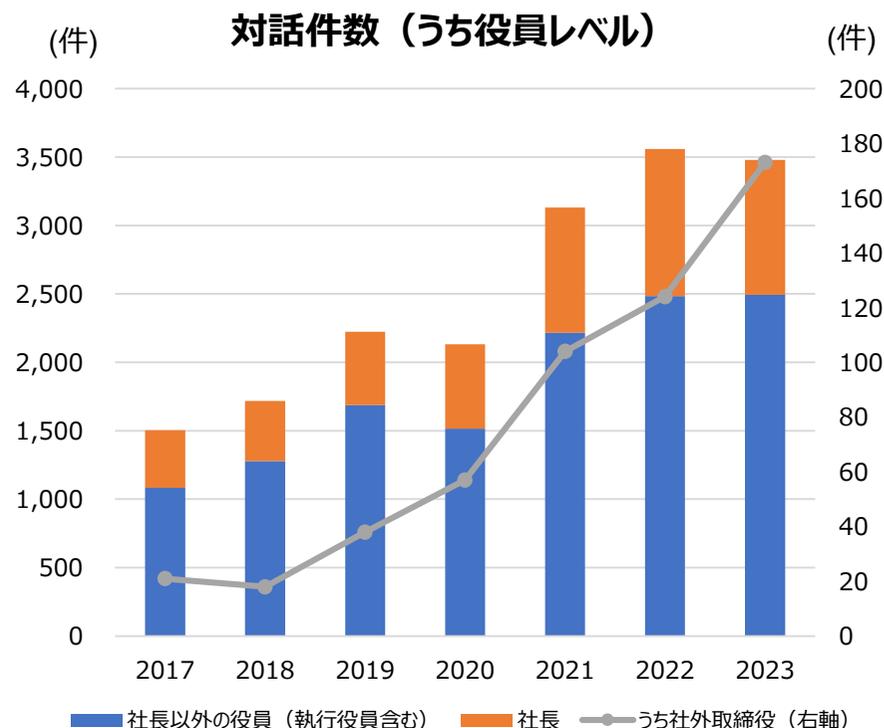
業種別 ESG対話テーマ比率



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

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

GPIFの運用受託機関によるエンゲージメントカバー状況（続き）



毎年1月～12月に実施されたエンゲージメントの件数の過去7年間の推移は左側のグラフに示した通り。新型コロナウイルスの蔓延が初めて起きた2020年は一時的に件数が落ち込んでいるが、過去と比較してエンゲージメント件数が増えていることが分かる。右側のグラフは、エンゲージメント件数のうち、役員レベルとのエンゲージメント実施状況。ここ一年間では、特に社外取締役との対話が大きく増えている。なお、形式的な面談の増加につながるおそれがあるため、GPIFは、エンゲージメント件数が多いことをもって評価することはしていない。また、本グラフは運用受託機関の変更による変動の影響も受ける。



目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

本アンケートについて ～目的・回答状況～

1. 目的

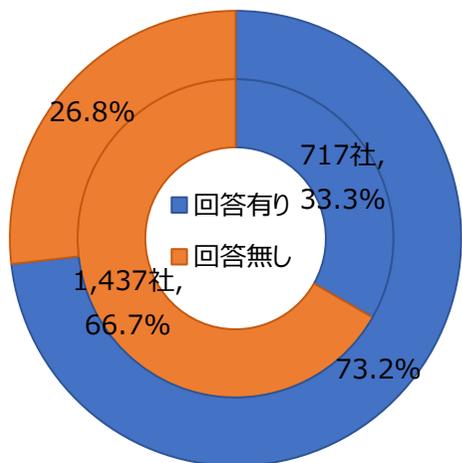
- 運用受託機関のステュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態およびここ1年間の変化の把握

2. 対象など

- TOPIX構成企業：2,154社（2023年12月18日現在）
- アンケート回答社数：717社（前年735社）

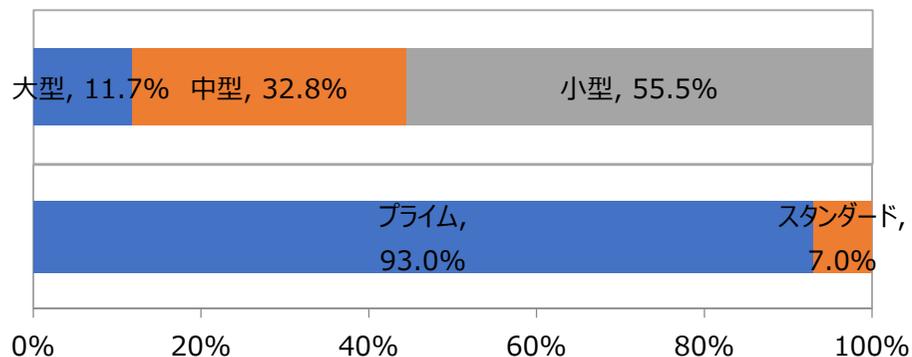
回答率：33.3%（前年34.0%） 回答期間：2024年1月18日～3月22日

＜回答カバー率＞

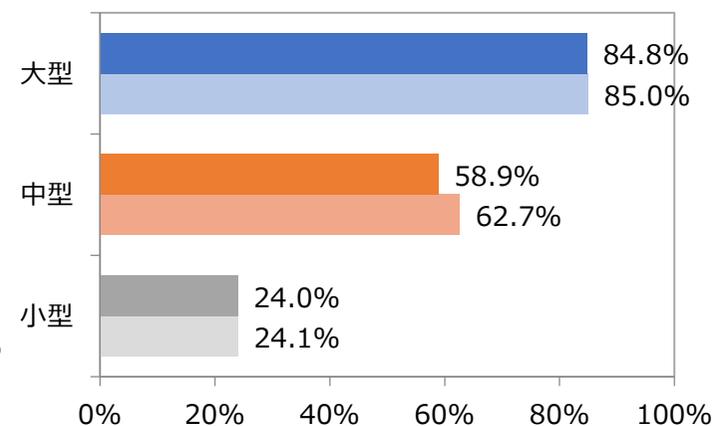


※内側：社数ベース
外側：時価総額ベース

＜規模別・市場区分別 回答社数に占める割合＞



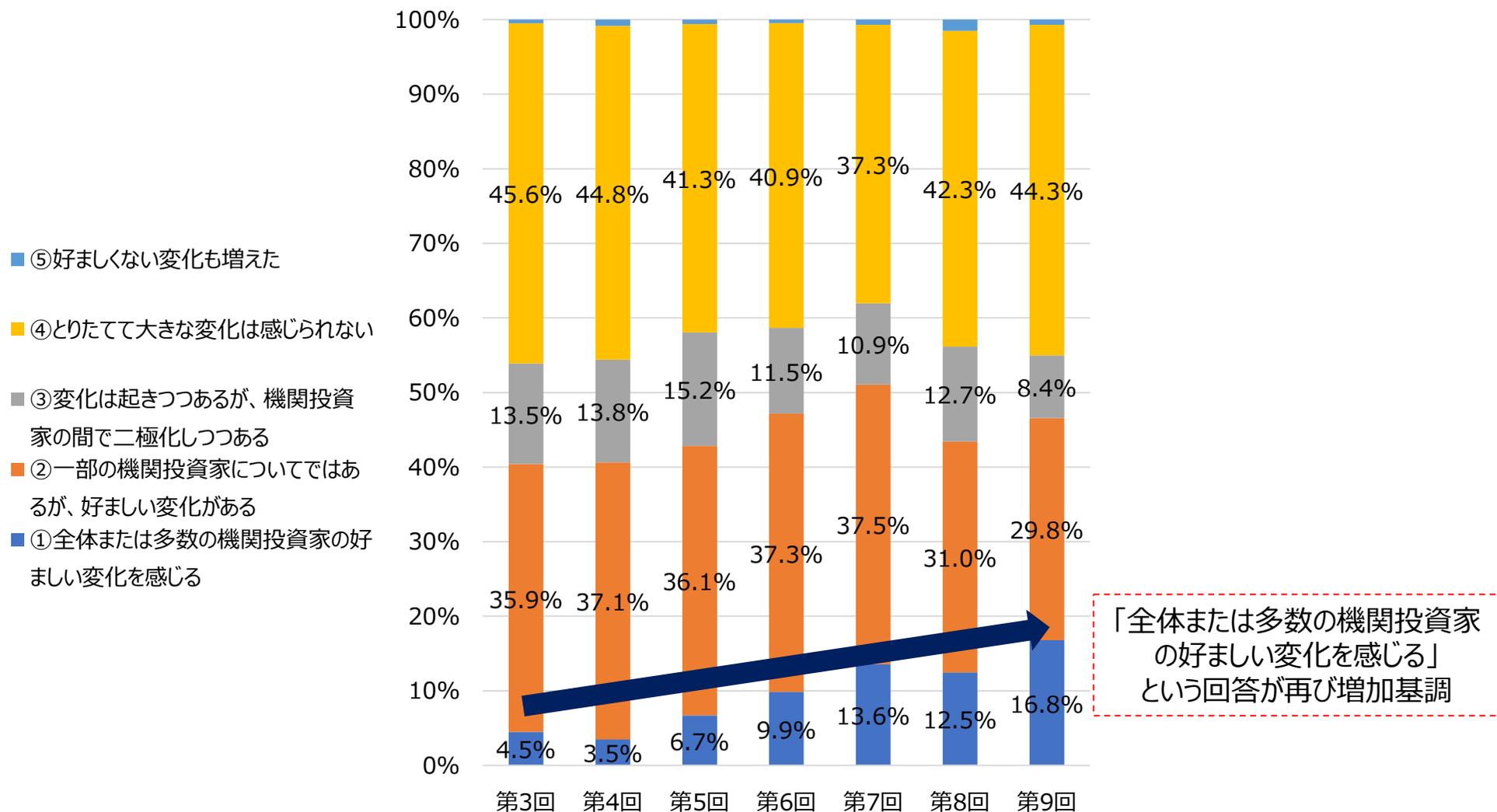
＜規模別 回答率＞



※各規模別の上段が今回数値、下段が前回数値

<当法人の運用受託機関を含む機関投資家について>

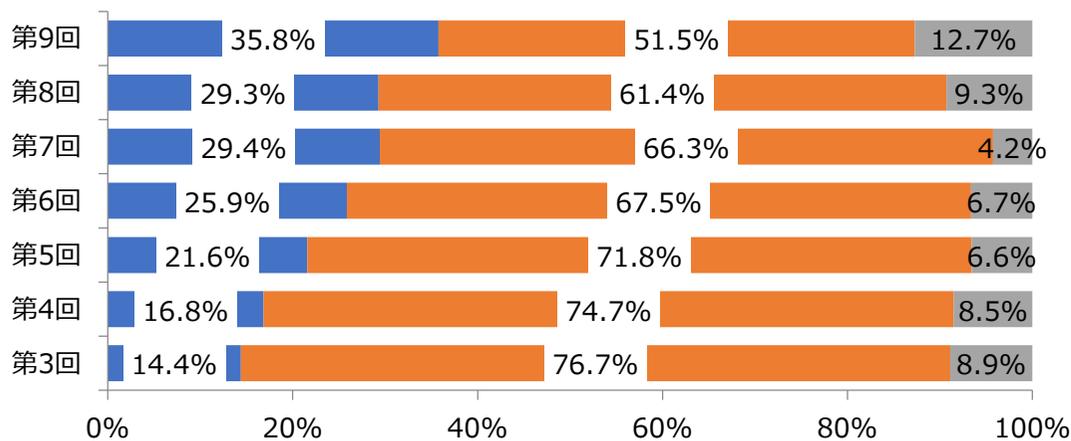
質問1: 機関投資家全般について、ここ1年で、IRミーティング等において変化はありましたか？



※アンケート対象企業をJPX400から東証1部上場企業に変更した第3回以降の推移。

質問3:機関投資家によってコーポレート・ガバナンス報告書が活用されていると感じますか？

■ ①活用されていると感じる ■ ②どちらとも言えない ■ ③活用されていないと感じる



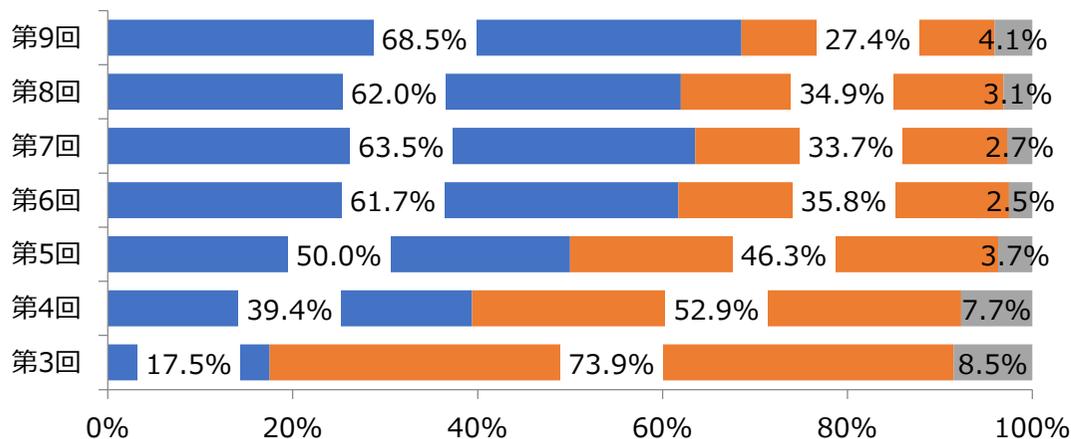
※アンケート対象企業をJPX400から東証1部上場企業に変更した第3回以降の推移。

<①を選択した企業のコメント抜粋>

- ・投資家との面談時に「CG報告書に～という記載があるが～」などと言及される。
- ・本年は、東京証券取引所が、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を開示している企業をリスト化し公表。それに伴い、コーポレートガバナンス報告書の参照頻度が増加した、と感じた。
- ・「資本コストや株価を意識した経営」の開示状況の確認に活用している投資家も多いように感じられる。
- ・投資家との面談において、上場株式の政策保有や人材登用に関する方針、取締役・監査役の構成・スキルマトリクスを踏まえた議論の客観性の担保等、幅広いトピックが挙げられている。
- ・議決権行使担当者やESG担当者との面談において、事前に詳細を確認したうえで、他社事例など適切な改善案を提示いただけただけのため。

質問4:機関投資家によって統合報告書が活用されていると感じますか？（作成企業のみ）

■ ①活用されていると感じる ■ ②どちらとも言えない ■ ③活用されていないと感じる



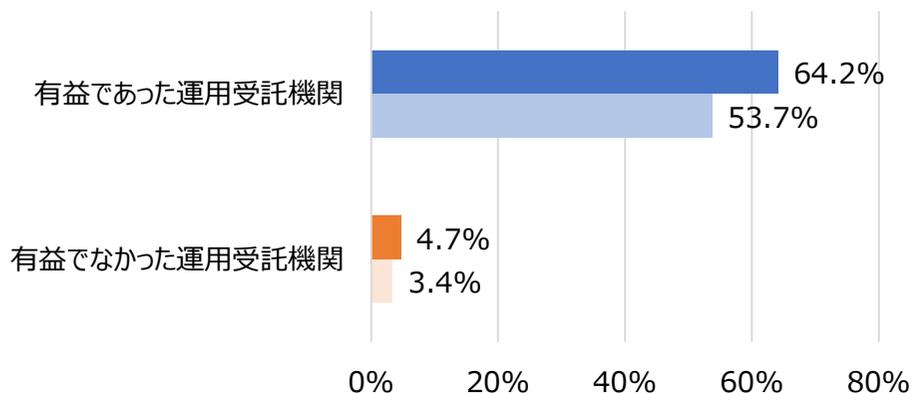
※アンケート対象企業をJPX400から東証1部上場企業に変更した第3回以降の推移。

<①を選択した企業のコメント抜粋>

- ・統合報告書の内容をベースとした質問を受けるケースが増加している。また他社（異業種含む）と比較して、過不足ある点を指摘頂くケースもある。
- ・価値創造ストーリーや経営戦略、ESGに関する内容について対話ができ、初見の方のほとんどが統合報告書で基礎的情報は把握されており、限られた時間の中で深掘りした内容の対話となりやすい。
- ・ビジネスモデルやESGホットピックに対する当社の活動状況などの把握を通じ、長期成長性とレジリエンスの分析に活用していただいている。
- ・議決権行使担当者、IR担当者問わず、対話時に、統合報告書の記載内容にご質問をいただくことがある。特に、社外取締役や取締役会の女性比率、TCFD等気候変動に関するご質問が多く、読み込まれていると感じる。
- ・統合報告書を発行後、アナリスト・機関投資家向けにESG説明会を開催している。2023年度も10月に統合報告書発行、12月にESG説明会を開催し、CEOと社外取締役議長が登場した。多くの市場関係者に参加いただき、ESG関連や中長期のビジョンなど質疑応答含めて多くの対話ができた。

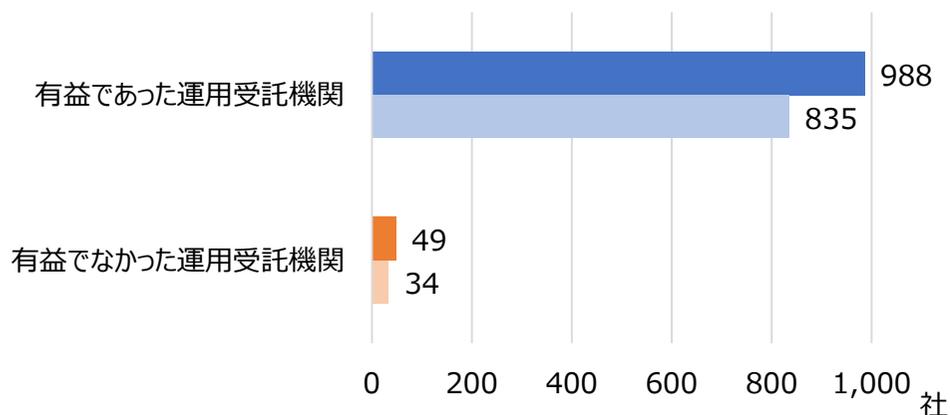
質問7:この1年間において、当法人の国内株式運用受託機関で、貴社の中長期の企業価値向上の観点から「有益な議論や貢献をした機関」とその機関を挙げた理由をご記入下さい。また、貴社にとって「有益ではないミーティングを行った機関」とその機関を挙げた理由をご記入下さい。(各最大3社)

＜回答企業の割合＞



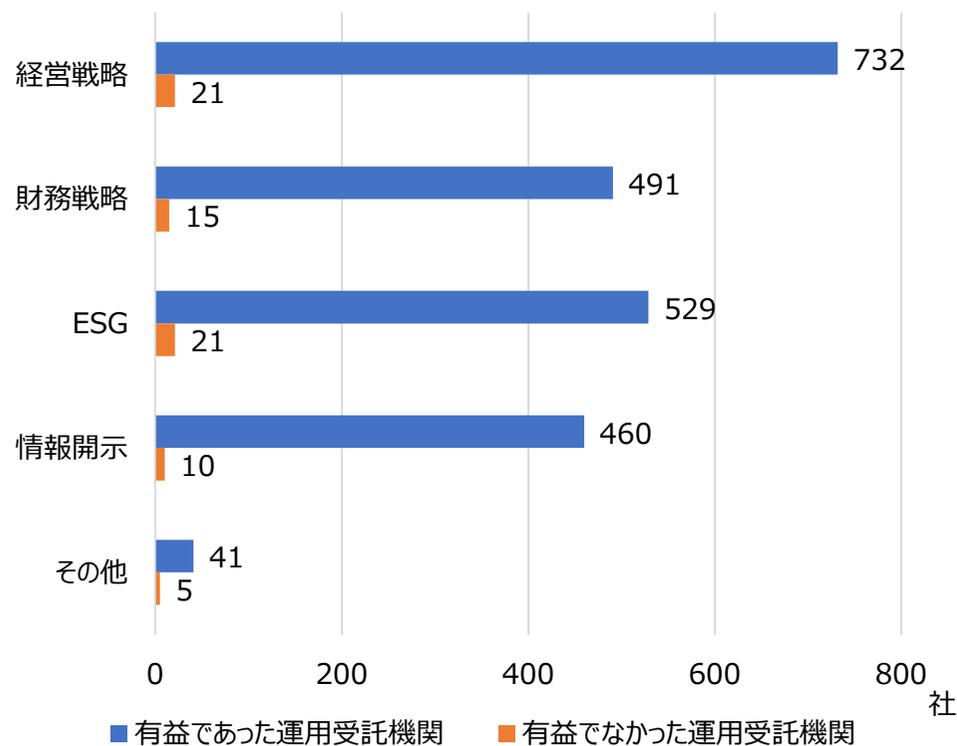
※それぞれの上段：今回数値、下段：前回数値。総回答社数（今回717社）に占める割合。今回有益であった運用受託機関を挙げた企業は460社、有益でなかった運用受託機関を挙げた企業は34社

＜回答で挙げられた運用受託機関数（延べ機関数）＞



※それぞれの上段：今回数値、下段：前回数値

＜「有益/有益でなかった議論や貢献」の内容＞



※複数回答可。分母はそれぞれの回答で挙げられた運用受託機関数(延べ機関数)

質問7(続き):「有益な議論や貢献をした機関」を挙げた理由

【コメント抜粋】

- 当社が展開するビジネスモデルを正しく理解し、それぞれの成長可能性と想定されるリスクについて適切な質問を投げかけて来られ、それに対応することで当社としても持続的な成長に向けての課題を再認識することができた。
- 事業理解のための質問というよりも「今後当社がどのようになってほしいか」また「現時点で当社が抱えている課題は何か」という観点で質問をいただくことが多く、IRのみならず経営戦略を考える上でも非常に有益になる意見をいただける。
- 対応が不十分であるものについては開示に消極的になりがちだが、対応が不十分であっても、現時点の課題として認識し、それに対して何に取り組んでいくか開示すれば良いとのアドバイスをいただき、会社としてマインドを変えていかなければならないと気付かされた。
- 当社について理解が深く、エンゲージメントで得られるアドバイスも有益。多くの投資家は経営陣に対して遠慮がちに意見表明をすることが多いが、社長やCFOに対しても直接厳しいご意見も言って頂けるため、経営陣が直接投資家の声を感じるミーティングとしては非常に有益である。そのようなことから当社CFOの信頼も厚い。
- 海外競合と当社との差異（P/L、R&D、製品ポートフォリオなど）を、投資家視点で分かりやすく示しながら、将来価値につながる対話を心掛けてくださっている。
- ESGの観点から当社の事業に関連する様々なリスクについて意見交換をしている。当社も事業環境を再認識するきっかけになり、有益な対話ができている。特に、同社がどのような考えのもとにESGを分析しているか、当社への評価はどうかを率直に語っていただけるため、「投資家の視点」を知る一助となっている。
- サステナビリティについての忌憚ない見解を意見交換できた。特にマテリアリティについては、機関投資家として何を希望されているかという意見を伺えたことが有益だった。
- 当社の経営戦略、事業戦略について詳細に分析した上で、長期的な視点に立った企業価値向上に資する提案を継続的に受けている。対話が大変有益であることから、継続的に代表取締役とのトップミーティングを実施。統合報告書については、当社の開示内容を定量分析し、具体的な改善点を示すなど、毎年の開示改善内容充実化に向けた支援を受けている。PBR1倍に向けた開示は、他社事例を踏まえて当社の開示案とともに検討していただくなどの支援もあり、HPに専用サイトを新設。
- PPT資料を用いて、当社の株式市場からの見られ方や利益水準、PBR向上に向けた取り組みとして期待していることをプレゼンいただいた。数値データを用いた非常に説得性の高い内容だった。
- 議決権行使基準改定指針をメッセージ性をもって早期に明確に示していただけており、外部環境からの要請を社内に取り組むうえでの参考にしやすい。

質問9: 今後の貴社の中長期的な企業価値向上および持続的成長に向けて機関投資家全般に期待することをご記載ください。

【コメント抜粋】

- 今後も、四半期決算の短期的な動向だけでなく、中長期視点のミーティングを行い、忌憚のないご意見をいただきながら建設的な対話を実施し、企業価値の向上につなげていきたいと考えている。
- 当社の中長期的な企業価値向上や持続的成長は、社内で議論を重ねるだけでなく、機関投資家や社外取締役などの外部の方々と積極的に議論を行うことで実現される。当社としては、これまで以上に対話機会の創出に取り組み、機関投資家の方々には当社を外部目線で俯瞰し、率直な意見や提案などをいただきたい。
- 機関投資家には中長期的な企業価値の向上を軸とした対話を、より一層心掛けていただきたい。中長期目線での当社への評価や当社の課題に関して忌憚のない意見を多くいただくことは、当社の中長期的な成長に必要な要素であり、経営判断に資するものと考えている。ショートターミズムを否定する訳ではないが、未だ多く存在する短期に特化した機関投資家との対話から得られるものは、長期目線のそれと比較して著しく少ないと感じており、有限なIRリソースを配分する上では優先順位を下げざるを得ない。
- 経営層に対して「企業価値向上」「持続的成長」への意識付けを促すような対話を期待する。
- 特に経営者とのミーティングでは、限られた時間でもあり、やや一方的質問や主張のみで、互いに有益な対話できていないケースがあるように感じる。会社側の改善もあろうかとは思いますが、例えば投資家側から、会社側にはない視点（他社面談、経営分析比較から得られる示唆や、グローバルな投資家動向など）も織り交ぜ、いかに経営者にとっても「気づき」が残るかという点を意識していただけると面談価値が向上すると感じる。
- 対話において、当社に対する期待と懸念、課題認識と成長可能性につき忌憚のないご意見をいただきたい。対話の主目的が数値や短期動向のアップデートである場合でも、その確認をもってどのような考察を得たか、その先にどのような中長期展望が見えたか（あるいは見えなかったか）、投資対象としていかなる魅力を感じたか（あるいは感じなかったか）、都度コメントいただきたい。
- ESG等の非財務情報について、重視しているポイントや開示のベストプラクティスなどの情報提供、改善すべき点などの提言を引き続きお願いすると共に、非財務情報の開示が投資判断にどのように影響しているのかをお示しいただきたい。
- 議決権行使基準など形式的な判断基準に留まることなく、投資先企業それぞれの状況に応じて、中長期的な企業価値向上および持続的成長に向けた建設的な対話を行った上で議決権行使をしていただきたい。

6-3: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」の要請に関連した対話において、機関投資家に期待することをお教えてください。

【コメント抜粋】

- ・定性的な成長戦略と合わせて、定量的なキャピタルアロケーションの開示により、当社が目指すビジョンを開示したいと考えているので、忌憚のない意見をもらいたい。投資家からの意見が、経営トップの気づきになると考えている。
- ・往々にして「社内の声」ではなく「外からの声」に経営陣は敏感であり、当該要請を実施実践していく上で機関投資家の役割は大変重要だと考えている。建設的且つ具体的なフィードバックの機会を積極的にご提供頂けると大変ありがたい。
- ・「東証要請について、御社の中でどのような議論がされていますか？PBR 1倍に向けてどのような施策をされていますか？」と質問されるが、画一的な話ではなく、企業ごとに課題は異なるはずなので、投資家側からプロとしての企業分析も踏まえた見解・提案をしてほしい。
- ・資本コストを意識する潮流はありながらも、実際のところは直近四半期の業績等、短期目線での質疑が集中する状況にもあり、より長期目線での対話の実現することを期待したい。
- ・短期的な自己株式の取得、増配などの資本政策だけでなく、中長期の時間軸で本業における成長戦略について対話できることを期待している。
- ・いわゆる紋切型の提言ではなく、業界の特性・状況等も鑑みたくうえで持続的な成長に資する建設的な提言をいただきたい。
- ・投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた他社取組み事例などの助言・紹介を含めた意見をいただくと、当社としても新たな気づきを得られるだけでなく情報開示の充実につながり、その結果として機関投資家の方々とのより建設的な対話への発展が期待される。
- ・現在の事業ポートフォリオでの業績による企業価値算定に留まらず、人的資本などを背景とした会社の潜在的な価値、過去から事業変遷による将来の事業創造力など、非財務数値を取り入れた企業価値の算定に基づく投資となることを期待したい。
- ・資本効率を高めるための事業ポートフォリオの入替を促す機関投資家の方が多くいる。複数事業を持つ場合の事業間のシナジー効果などをご理解頂いた上でご提案頂けるとありがたい。
- ・機関投資家側で算出している投資先企業の資本コストの水準を開示してほしい。可能であれば、リスクプレミアム等の計算の前提となるパラメータの数字も示していただけると社内で算出している資本コストとどこに差があるかがわかるので助かる。
- ・当社の開示が資本市場での当社に対する期待に足りているか、足りていない部分はどこかなどについて、率直な意見がほしい。

質問7: GPIFへのご意見・ご要望があればご記載下さい。

【コメント抜粋】

- 引き続き、中長期的な企業価値向上の観点に立った企業との対話を、運用機関に働きかけていただきたい。
- 当社では、運用受託機関と定期的に面談を実施し、頂く評価、ご意見、アドバイスを会社経営の参考にさせて頂いている。GPIFがこれら機関と引き続き密接に連携されることを希望する。
- 世界トップクラスのアセットオーナーとして、海外マネーを更に呼び込むためにも、グローバルでのさらなる発信力強化に期待する。
- 世界最大の年金基金として、運用受託会社を通じたESGに関する建設的な対話が継続することを期待する。
- 中小株も含めて、日本市場全体の底上げにつながる働きかけを引き続きお願いしたい。
- このようなアンケートのフィードバック情報やHPでの各種情報開示が非常に参考となるため、今後も継続実施いただき、さらに充実した情報開示をお願いしたい。
- 引き続き、機関投資家に、議決権行使結果の開示の要望をお願いしたい。
- アセットオーナーとしての考えについて企業との直接対話。
- 当社を含めてMid、SmallCapの企業であると、GPIFと対話を行う機会が乏しいので、今後そういった機会もあればよいと思う。
- MSCIとFTSEの評価の相関関係について継続的に検証していただきたい。また他の評価機関との相関関係についても検証していただきたい。



目次

この1年間のアセットオーナーを取り巻く環境の変化

GPIFのステュワードシップ活動

運用受託機関の取組と課題

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

企業アンケートから見るステュワードシップ活動の現状・変化

～企業アンケートより抜粋～

運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

～2023-24年ステュワードシップ活動報告より抜粋～

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

運用とステュワードシップ・ESGの融合

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

議決権行使を含むエンゲージメントの強化

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

投資先に対するメッセージと情報開示

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

GPIFの今後の対応

- **双方向のコミュニケーションを重視した運用受託機関との「エンゲージメントの強化」**
 - ✓ スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の遵守状況の評価への反映
 - ✓ 運用会社のガバナンス体制の確認
 - ✓ テーマに応じて、トップから担当まで社内各層との対話
 - ✓ 必要に応じて第三者委員会などとの対話
 - ✓ 企業価値向上に資する新たなESG課題の確認
 - ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたエンゲージメントの実施状況の確認
 - ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間での連携
 - ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間でのエンゲージメント対象企業に関する課題認識や評価の共有
- **スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着と深化**
- **ESGインテグレーションの評価手法のさらなる検討**
- **債券投資におけるスチュワードシップ活動の評価手法の検討**
- **エンゲージメントの実態把握を目的とした発行体との対話**
- **外部機関と協働したESGを含むエンゲージメントの成果や効果測定**
- **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」**

