



# 2024/25年 スチュワードシップ活動報告

2025年3月

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

GPIF  
Homepage



GPIF  
YouTube channel



GPIF  
X



## 2024 年のトピックス

### <企業インタビュー> [📄 詳細は 26 ページ](#)

- GPIF は、機関投資家による上場企業に対するエンゲージメントの実態把握を目的として、2024 年の「第 9 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」への回答企業のうち協力が得られた 30 社強に対してインタビューを実施。
- その結果を踏まえて、機関投資家によるエンゲージメントに関して、企業から見た評価や課題をとりまとめ。

#### 【ポイント】

- 機関投資家による中長期的な目線での対話が深化しており、対話のテーマも、財務、事業の状況確認から、サステナビリティ、ガバナンス、資本コスト、効果的な情報開示のあり方等に拡大している。
- 企業は、投資家からの意見を企業内での取組みに反映している。
- 一方で、企業からは「投資家から短期業績の質問が依然として多い」「対話への準備が不足している投資家がいる」「実態を踏まえず外形基準に基づく議決権行使が行われた」等の指摘があった。

### <経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブルの創設および開催> [📄 詳細は 30、31 ページ](#)

- GPIF は、一般社団法人日本経済団体連合会と、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を創設。
- 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。

	開催日	概要
第 1 回会合	2024 年 10 月 3 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 各アセットオーナーから、アセットオーナー・プリンシプルを踏まえたアセットオーナーの取組み等を説明。</li> <li>● その後、企業とアセットオーナー間で意見交換を実施</li> </ul>
第 2 回会合	2025 年 2 月 20 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 複数のアセットマネージャーをゲストとして招待。</li> <li>● 企業、アセットマネージャー、アセットオーナーの三者でエンゲージメントや議決権行使について、4 つのグループに分かれて意見交換を実施。</li> </ul>

## ＜エンゲージメントの効果検証＞ [📄 詳細は 29 ページ](#)

- GPIF の国内株式運用受託機関が、2017 年度から 2022 年 12 月までに実施したエンゲージメント記録を用いて、その効果を因果関係も含めて検証。分析結果は運用会社のエンゲージメントに大きな価値があったことを示唆。
- 当分析の報告書は 2024 年 5 月に公表。また、本プロジェクトの内容を取りまとめた論文（「わが国のエンゲージメントの実態分析と効果検証」）が、証券アナリストジャーナル誌（2024 年 8 月号）に掲載。

【参考：スチュワードシップ活動・ESG 投資の効果測定プロジェクトの概要】

### 1. スチュワードシップ活動の効果測定

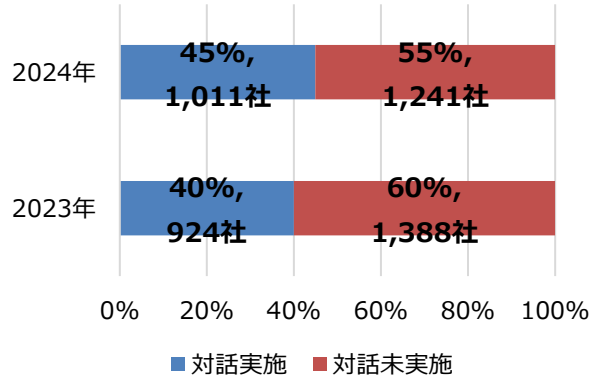
- (1) エンゲージメントの効果検証（エンゲージメントがもたらす ESG 指標や企業価値向上への影響に関する因果関係説明）
- (2) 運用受託機関の議決権行使に関する検証（利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化）

### 2. ESG 投資の効果測定

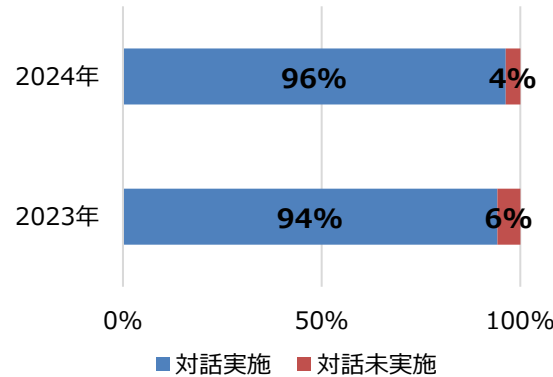
- (1) 企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究（ESG 要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係説明）
- (2) ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証（ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析）

# GPIF の運用受託機関による 2024 年 1 月~12 月のエンゲージメントカバー状況（日本株）

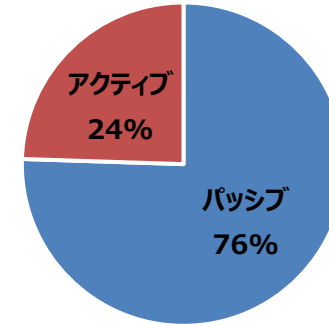
### 対話社数



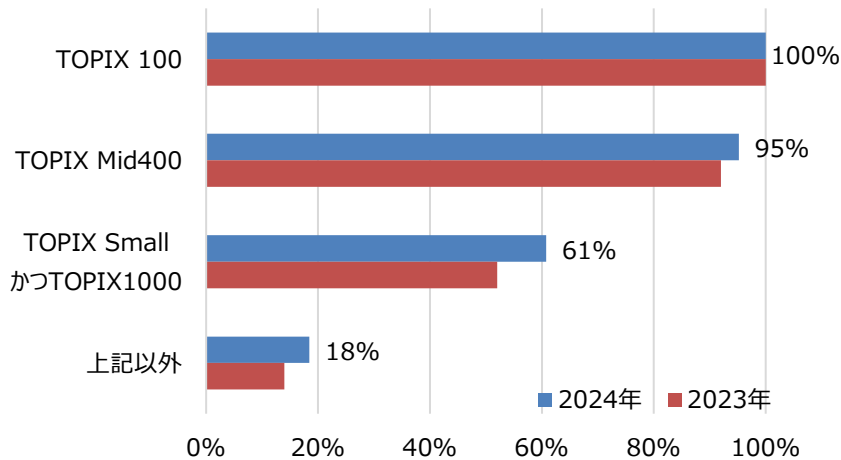
### 対話社数（時価総額ベース）



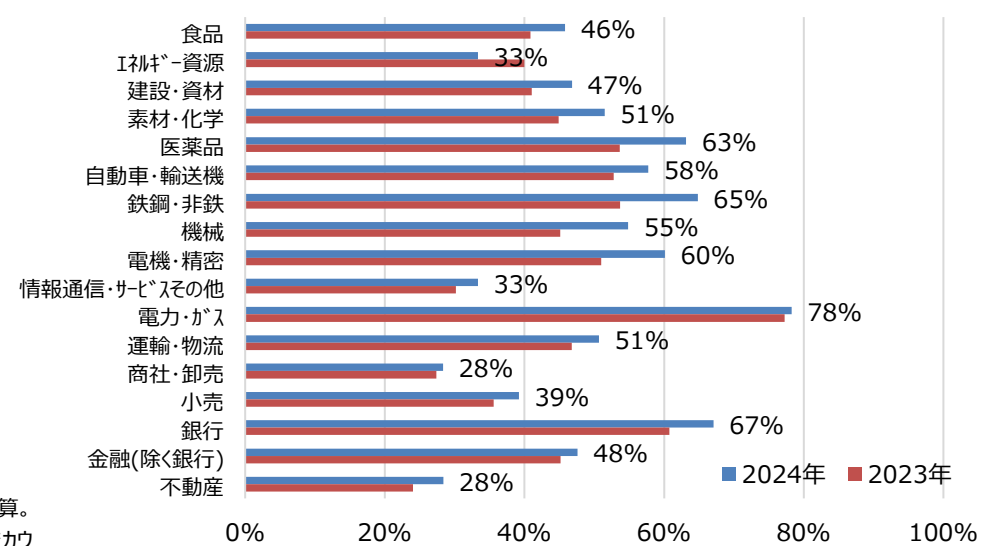
### 対話件数（パッシブ・アクティブ比率）



### 規模別 対話実施比率



### 業種別 対話実施比率



(注 1) 対話社数はいずれも 2024 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 2024 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しない。

## 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

GPIF の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っていることから、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせない。パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。

GPIF では、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の持続的成長とスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として 2018 年にエンゲージメント強化型パッシブファンドを初めて選定。現在、以下の 4 ファンドの特徴を評価し採用。ここ 1 年間はより経営の本質に関わるエンゲージメントが増えている。

	エンゲージメントの特徴
<b>アセットマネジメント One</b> 2018 年開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2024 年 4 月にリサーチ・エンゲージメント機能を統合し、セクターアナリストの知見と ESG アナリストの知見を融合。</li> <li>● 20 年以上の運用実務経験を有する ESG アナリスト、議決権担当者が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。</li> <li>● 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。</li> </ul>
<b>フィデリティ投信</b> 2018 年開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>
<b>三井住友トラスト・アセットマネジメント</b> 2021 年開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> <li>● 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を融合。</li> <li>● さらにポリシーエンゲージメントも活用することで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。</li> </ul>
<b>りそなアセットマネジメント</b> 2021 年開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>● AI を活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。</li> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>

各社の進捗状況を含む詳細は [43～51 ページ](#)



<b>第1章 GPIFの取組</b>	
1. はじめに	7
2. GPIFのステュワードシップ活動の沿革	8
3. GPIFにとってのステュワードシップ活動の意義	10
4. 各種イニシアティブへの参加	11
5. 運用受託機関とのエンゲージメント	15
6. 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	20
7. 指数会社・ESG評価会社とのエンゲージメント	24
8. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組	25
9. ステュワードシップ活動の効果測定	29
10. 関係機関との連携強化	30
<b>第2章 運用受託機関の取組と課題</b>	
1. 運用受託機関の現状に関するGPIFの見方	34
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（2024年1月～12月）	39
3. ステ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」	43
4. 重大なESG課題	52
<b>第3章 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応</b>	53
<b>株主議決権行使状況（2024年4月～6月）</b>	57
<b>参考 GPIFにおける各種原則</b>	
投資原則	63
ステュワードシップ活動原則	64
議決権行使原則	65



# 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（日本版コード）を受入れ

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を拡大を図る責任を意味する、とされている。

GPIF は受入れ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を拡大を図り、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る。

日本版コードは以下の 8 原則で構成されている。

#### 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を拡大を図るために、

- 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 のステューワードシップ活動の沿革



## 2. GPIF のスチュワードシップ活動の沿革（続き）

### <アセットオーナー・プリンシプル取組方針>

- 政府は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。）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」（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。主な取組方針は以下の通り。

- ✓ 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。**

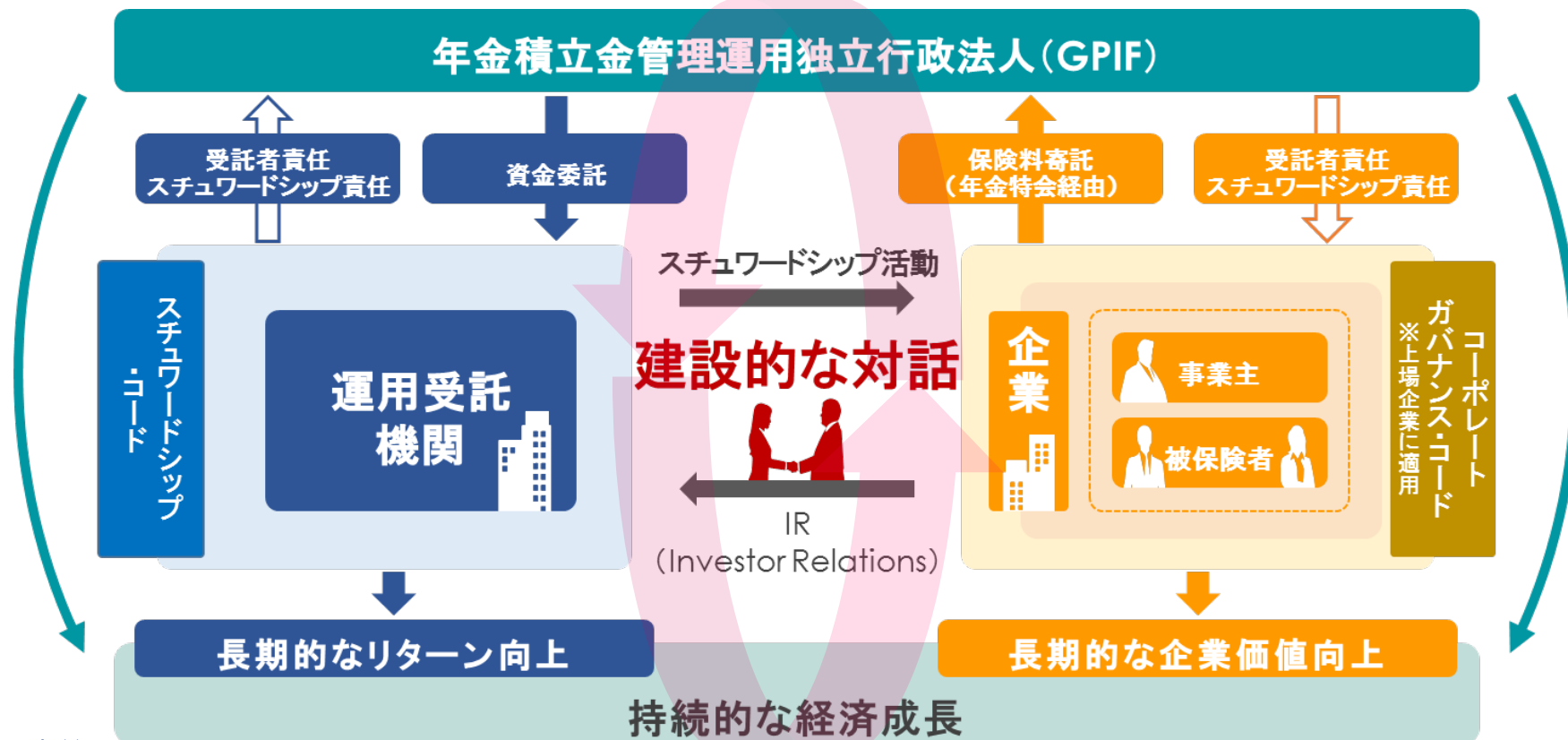
### <サステナビリティ投資方針>

- GPIFは、日本版コード受入れ及びPRI署名以来、ESGを考慮した投資やスチュワードシップ活動を推進。第5期中期目標では、引き続きESGを考慮した投資やスチュワードシップ活動を推進することに加え、インパクトを考慮した投資を検討。
- GPIFは、2025年3月31日、ESGやインパクトを含めた持続可能性を考慮した投資に関する考え方、目的、主な取組内容などをとりまとめた「サステナビリティ投資方針」を策定し、公表。
- 同方針では、GPIFは、全資産について、サステナビリティ投資を推進することとされており、資産特性に応じて、様々な手法（エンゲージメント・議決権行使を含む）を使い分け、組み合わせることで効果的なアプローチを追求することとされている。

### 3. 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。そのため、GPIF は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する。

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の、持続的な成長に資する ESG などのサステナビリティも考慮に入れた「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」がもたらされる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。



## 4. 各種イニシアティブへの参加

GPIF は、2015 年 9 月に PRI に署名して以降、各種イニシアティブに参加。これらのイニシアティブへの参加を通じて、スチュワードシップや ESG に関する知見を高め、運用受託機関のスチュワードシップ評価などに活用している。

また、GPIF は、国内の情報開示を促進する団体にも参加。GPIF は制度上、株式のインハウス運用が認められていないため、運用受託機関を通じて、投資や議決権行使を実施。そのため、運用受託機関と投資先との間での対話を促進している。対話を効率的に進めるにあたって、情報開示は双方にとって重要なものと考えており、特に ESG などのサステナビリティ情報の開示は非財務の重要性が高まるにつれ、今後さらにその重要性が増していくと思われる。

このような考えから、2024 年 5 月には、ISSB Investor Advisory Group (IIAG) にもオブザーバーとして参加。

Signatory of:



2024 年に新たに IIAG に参加



Signatory of:



## PRI (Principles for Responsible Investment)

### 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。

GPIFは、Global Policy Reference Group、Japan Network Advisory Committee 等に参加。2024年はPRI in Personにも参。サイドイベントとして開催されたPRI Sustainable Finance Policy Conference 2024ではパネルセッション「The place of regulation」に登壇。

2023年のアセスメント結果\*は以下の通り。

Policy Governance and Strategy	★★★★
Indirect - Listed equity - Passive	★★★★
Indirect - Listed equity - Active	★★★★
Indirect - Fixed income - Passive	★★★★
Indirect - Fixed income - Active	★★★★
Indirect - Infrastructure	★★★★
Confidence building measures	★★★★

\*2024年はレポート不要だったため上記結果が直近分。



## 30%Club および Invest Ahead (旧 Thirty Percent Coalition)

2016年11月に30%Club UK、米国 Thirty Percent Coalition (現 Invest Ahead) 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%を目的として当初設立。

GPIFは、2024年11月開催のThe Thirty Percent Coalition 年次総会に出席。



## Climate Action 100+

### 2018年10月に参加、2024年5月にフェーズ2継続参加を決定

2017年9月に発足した投資家主導のイニシアティブ。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。当初は5年間（2017-22年）のイニシアティブとして発足したが、2022年に2030年までの継続を発表。

2023年に、同年から2030年までのフェーズ2戦略を公表し、フェーズ2のための Phase 2 signatory statement を作成。フェーズ2継続参加にあたっては前述 Statement への賛同が求められる。

GPIFは、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 にも参加し活動をサポート。2024年5月に、フェーズ2への継続参加を決定。



## CII (Council of Institutional Investors)

### 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及び協働を目的に米国の公的年金基金が設立。



## ICGN (International Corporate Governance Network)

### 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。

GPIFは、2024年7月開催の ICGN 2024 年次総会及び 2025年3月に日本で開催された ICGN 30th Anniversary Conference – Asia にも出席。



## ISSB Investor Advisory Group (IIAG)

### 2024年5月に参加

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。  
GPIFは、2024年5月にオブザーバーとして参加。

## ＜国内の情報開示を促進する団体＞



### JPX ESG Knowledge Hub

#### 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ー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。

GPIFは、開設の趣旨に賛同し、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約60の国内外投資家、関連団体がサポーターとして参加）。

GPIFは、2024年10月及び12月に「ESG情報開示実践セミナー」に登壇。



#### 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。

GPIFは、2024年8月開催の「第47回勉強会」に登壇。

## 5. 運用受託機関とのエンゲージメント

- GPIF の運用受託機関とのコミュニケーションについては、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。運用受託機関とは、年に一回の総合評価に加え、スチュワードシップミーティングをはじめ、その時々テーマや必要に応じて、ミーティングやアンケートを都度実施している。
- 2024 年は、2022 年及び 2023 年に採用した北米株式と先進国株式の運用受託機関を中心に、外国株式の運用受託機関と現地で評価ミーティングを含め対話を実施。また、2024 年 7 月にロンドンで開催された ICGN や 2024 年 10 月にトロントで開催された PRI in Person Toronto 出席の際に、現地で運用受託機関の担当者と対面で対話するなど、一年を通して対面での対話の機会が増加。加えて、ウェブも活用しながら、運用受託機関主催の会議、セミナーへの参加や海外拠点の運用受託機関を含めた対話を実施した結果、情報交換の機会は増加。引き続き、新規で採用した運用受託機関を中心に対話の機会を作っていきたい。
- GPIF としての新たな方針の策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。
- 2024 年には、債券アクティブ運用機関、外国株式アクティブ運用機関と新たに契約したこともあり、ここ数年で運用受託機関が大幅に増加していることから、新規先を含めた運用受託機関に対して、引き続き GPIF の考え方や運用受託機関に求める事項について、個別にエンゲージメントを実施したほか、運用受託機関向け説明会を開催。

### <運用受託機関説明会>

- ・運用受託機関向け説明会（2025 年 2 月実施）

2024 年度の振返りのほか、新規の運用受託機関も多くいることから、運用に関するガイドラインに関する事項やスチュワードシップ評価のやり方や資料等について説明し、意見交換を実施。



## ＜運用受託機関の PRI 署名状況、サステナビリティ情報開示状況＞

- 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、運用受託機関に対して、PRI への署名を求めてきた。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 の署名状況と日本企業の開示も広がっている TCFD 開示及び今後増えると思われる TNFD 開示状況は以下の通り。
  - PRI には、国内株式と国内債券運用受託機関は全てが署名。外国株式は 2 機関を除いて署名、外国債券は親会社が署名している機関を含めると全ての運用受託機関が署名（2024 年 12 月時点）。
  - TCFD に関しては、8 割弱の機関が開示を実施。来年度に向けて開示を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見られる。TNFD に関しては、日系運用受託機関の多くが既に開示また開示を検討している一方、全体では 6 割強の運用受託機関が現状では開示の予定なしとなっている。TCFD 開示については、TCFD Report や Climate Report といった形で単独で発行しているものから、TNFD と合わせて TCFD/TNFD レポートとして発行しているもの、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 のレポートイングをもって開示としている機関もあり、各機関が様々な形で開示を進めている。
- 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い。また、ここ数年では、自然資本や生物多様性に関する対話やそれらの開示である TNFD 開示に関する対話も増えている。運用受託機関各社の開示の経験や知見を投資先に共有することは、投資先企業の開示の参考となり、その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、株式および債券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。
- 株式及び債券運用受託機関が考える「重大な ESG 課題」は [52 ページ](#)に記載の通り。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。

- 本結果を踏まえて、なぜ当該課題を重視しているのか、重視している課題を変更する場合はどのような考え方のもとでなされたのか、今後どのようにエンゲージメントに取り組んでいくのかを確認する。
- 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を推進するため、2025年1月に企業向けに実施した「第10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中。

## <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」を定めており、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、PRI から示された定義（ESG を投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと）に基づいている。
- 「ESG インテグレーションの評価」は、2019 年の総合評価（株式及び債券）より、「運用評価」の一環として ESG インテグレーションを評価。具体的には、ESG ポリシー、ESG 情報の収集と重要性分析、企業/セクターへの影響の変化、投資判断への活用等を運用プロセスの中で評価。
- なお、ESG に関するエンゲージメントや議決権行使については、「スチュワードシップ責任に係る取組」で評価。

## ＜個別の議決権行使結果公表の要請＞

- GPIF は議決権行使原則で運用受託機関に対して個別の議決権行使結果の公表を要請。国内株式運用受託機関は 1 社を除き公表。
- ただし、公表の有無に加えて、公表頻度、公表内容には差があり、開示の向上に向けて引き続きエンゲージメントを行っていく。

### 【参考】【個別の議決権行使結果公表状況（GPIF 国内株式運用受託機関(2023 年度業務概況書より)）】

国内株式運用受託機関	行使結果開示サイトアドレス
アセットマネジメントOne	<a href="http://www.am-one.co.jp/company/voting/">http://www.am-one.co.jp/company/voting/</a>
インベスコ・アセット・マネジメント	<a href="https://www.invesco.com/jp/ja/policies/proxy.html">https://www.invesco.com/jp/ja/policies/proxy.html</a>
ウエルントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド	<a href="https://www.wellington.com/jp-jp/professional/proxy-vote-result">https://www.wellington.com/jp-jp/professional/proxy-vote-result</a>
M&G インベストメント・マネージメント・リミテッド	<a href="https://www.mandg.com/who-we-are/mandg-investments/responsible-investing-at-mandg-investments/voting-history">https://www.mandg.com/who-we-are/mandg-investments/responsible-investing-at-mandg-investments/voting-history</a>
キャピタル・インターナショナル	<a href="https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html">https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html</a>
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	<a href="https://am.gs.com/ja-jp/individual/creating-impact/stewardship-code">https://am.gs.com/ja-jp/individual/creating-impact/stewardship-code</a>
Columbia Management Investment Advisers	<a href="https://www.columbiathreadneedleus.com/investor/disclosures/proxy-voting-report">https://www.columbiathreadneedleus.com/investor/disclosures/proxy-voting-report</a>
GLG Partners	非開示（ただし企業から要請があった場合は個別対応）
JP モルガン・アセット・マネージメント	<a href="https://am.jpmorgan.com/jp/ja/asset-management/per/corporate-governance/proxy-voting/">https://am.jpmorgan.com/jp/ja/asset-management/per/corporate-governance/proxy-voting/</a>
シュローダー・インベストメント・マネージメント	<a href="https://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/">https://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/</a>
東京海上アセットマネジメント	<a href="https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible_investment/vote.html">https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible_investment/vote.html</a>
日興アセットマネジメント	<a href="https://www.nikkoam.com/about/vote/results">https://www.nikkoam.com/about/vote/results</a>

野村アセットマネジメント	<a href="https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/vote.html">https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/vote.html</a>
ピクテ・ジャパン	<a href="https://www.pictet.co.jp/company/policy/proxy-voting-results.html">https://www.pictet.co.jp/company/policy/proxy-voting-results.html</a>
フィデリティ投信	<a href="https://www.fidelity.co.jp/about-fidelity/policies/investment/voting">https://www.fidelity.co.jp/about-fidelity/policies/investment/voting</a>
ブラックロック・ジャパン	<a href="https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/important-information/voting">https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/important-information/voting</a>
マニユライフ・インベストメント・マネジメント	<a href="https://vds.issgovernance.com/vds/#/MTAzNDA3/">https://vds.issgovernance.com/vds/#/MTAzNDA3/</a>
三井住友D S アセットマネジメント	<a href="https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/">https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/</a>
三井住友トラスト・アセットマネジメント	<a href="https://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/">https://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/</a>
三菱UFJ信託銀行	<a href="https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html">https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html</a>
ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント	<a href="https://www.lazardassetmanagement.com/jp/ja_jp/references/sustainable-investing">https://www.lazardassetmanagement.com/jp/ja_jp/references/sustainable-investing</a>
ラッセル・インベストメント	<a href="https://russellinvestments.com/jp/legal/proxy">https://russellinvestments.com/jp/legal/proxy</a>
りそなアセットマネジメント	<a href="https://www.resona-am.co.jp/investors/giketuken.html">https://www.resona-am.co.jp/investors/giketuken.html</a>

※ ( ) 内は再委託先、リンク先は 2025 年 3 月 17 日時点

## 6. 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

### ＜株式運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

- 運用受託機関の総合評価は定量的な実績を勘案した定性評価によって行われる。
- GPIF の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っている。よって、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせないことから、パッシブ運用については長期的な観点から投資先企業の企業価値の向上や市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。
- 2017 年 5 月に改訂されたスチュワードシップ・コードでは、パッシブ運用における対話等の重要性が明確になった他、対話手法として協働エンゲージメントの可能性にも言及があった。2020 年 3 月の再改訂版コードにおいては、スチュワードシップ責任の定義に、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」が追加され、スチュワードシップ責任を果たすうえで、ESG の重要性はさらに高まっている。さらに、現在、コードについて、「実質株主の透明性向上・協働エンゲージメントに関する改訂」と「スリム化／プリンシプル化の観点からの改訂」についての改訂案が出ており、日本においても今後、協働エンゲージメントの重要性が高まると考えられる。
- これらのことから、ESG などのサステナビリティも考慮したスチュワードシップ活動への期待、特にパッシブ運用における重要性は明確であり、よりスチュワードシップ責任を果たしている運用受託機関を高く評価している。
- スチュワードシップ責任に係る取組については、パッシブ運用は投資先企業の長期的な企業価値向上や特に市場の持続的な成長に資するか、アクティブ運用は投資先の長期的な株主価値増大に資するかという観点で評価。
- 2014 年のスチュワードシップ・コード導入以来、形式面は整備されてきたこと、2020 年のコードの再改訂を受けて、同年の総合評価から、スチュワードシップ責任にかかる取組の評価について、より実質的な活動を評価する体系に変更し評価を実施。
- 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	

### ＜債券運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

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

れまで日本の上場株式が対象資産として想定されてきたが、その他の資産でも適用可能と明言されたこともあり、債券投資家のスチュワードシップ活動も進みつつある。

- GPIF においても、日本版コード再改訂への対応として、2020 年 6 月に「スチュワードシップ責任を果たすための方針」について、その対象資産を株式から債券を含む全資産に拡大する変更を行い、債券の評価方法の検討を進めてきた。その一環として、同年には債券運用受託機関に対して、債券のスチュワードシップ活動についてのアンケートを実施。エンゲージメントの実施状況を含むスチュワードシップ活動全般への現在の取組や今後の予定や課題などを確認した。
- これらを踏まえ、2022 年度より、投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するかという観点で、債券の運用受託機関のスチュワードシップ評価を開始。
- 現段階では、債券についての個々のエンゲージメントの評価方法が確立しているとは言えないことから、スチュワードシップ方針や利益相反管理等の方針・体制面などスチュワードシップ活動を行うための組織・人材が整備されているかについて評価を行うこととし、「組織・人材」内の一項目で、スチュワードシップ評価を実施。2025 年度も同様の方針。
- 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**

## ＜オルタナティブ運用受託機関のスチュワードシップ責任に係る取組の評価＞

- オルタナティブ資産（インフラ、不動産、プライベート・エクイティ）は、運用会社がより直接的に投資先の ESG 活動に影響を与えう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多い。GPIF では 2017 年 4 月の運用機関の公募開

始時からスチュワードシップ責任、ESG の取組状況を重要な評価項目としている。2023 年からは LPS 投資を開始しており、その選定においてもスチュワードシップ責任、ESG 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。ファンド・オブ・ファンズ形式での採用の場合においては、ゲートキーパー及びファンド・オブ・ファンズ・マネジャーがどのようにスチュワードシップ活動に取り組んでいるかについて意見交換を行っている。
  - ✓ **体制（組織、利益相反管理等）**
  - ✓ **責任投資原則（PRI）署名の有無および対応状況**
  - ✓ **ESG を含むスチュワードシップ活動（方針、取組状況、エンゲージメント状況、資産特性に応じた ESG 課題への対応）**
- 2020 年 3 月には、不動産・インフラストラクチャー投資分野における 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。直近の年次評価では 2,200 を超える不動産会社・不動産ファンド及び 800 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 9 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.



## 7. 指数会社・ESG 評価会社とのエンゲージメント

- パッシブ運用においては、運用の巧拙以上にベンチマークの選択が運用の成否を左右する重要な要素であるが、従来、GPIF を含めてアセットオーナーは、ベンチマークの重要性ほどには、その選択に労力を割いていなかった。そのような問題意識のもと、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、GPIF は、「インデックス・ポスティング」を 2019 年度に一部導入した。
- ESG 指数の選定など、ベンチマークの選択に多くの労力を割く中で、GPIF では、インデックス会社の組織やガバナンス体制の評価の重要性を強く認識するに至り、デューデリジエンスやエンゲージメントを行っている。具体的には、ESG 評価会社及びインデックス会社のステークホルダー（株主、主要顧客）との関係、意思決定プロセス（独立委員会の有無や過去の議論など）、企業向けコンサルティングのような利益相反につながる可能性のある業務の有無などを厳しくチェックしている。しっかりとしたガバナンス体制を確立し、投資家の立場に立った意思決定を行うことが、インベストメントチェーンの中で、年々存在感を高めているインデックス会社の責務であると考えている。
- 金融庁でも、2022 年 4 月より、ESG 評価・データ提供機関等に係る専門分科会において、ESG 評価・データに係る現況、ESG 評価・データが適切に提供・利用されるための関係者の課題、今後見込まれる展開等について幅広く議論。2022 年 12 月に開催された第 15 回サステナブルファイナンス有識者会議で「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」が報告され、公表。金融庁は、ESG 評価・データ提供機関に対して、行動規範の受入れとともに、受け入れた場合にはその旨を自らのウェブサイトで公表するとともに金融庁への通知を行うよう呼び掛けており、2023 年 7 月に「『ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範』の受け入れを表明した評価機関等リスト」を初めて公表。2024 年 12 月時点では 28 機関が受け入れを表明している。
- 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。

## 8. 運用受託機関と企業の対話の促進に向けた取組

### <TOPIX 構成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回アンケートから、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9回アンケート（2024年1月実施）では、本アンケートの対象であるTOPIX構成企業2,154社の33.3%にあたる717社より回答。
- 今回のアンケートでは、「東京証券取引所の『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』の要請について」、「社外役員による対話の具体的な内容や感想」、「取締役会でのESGやサステナビリティの議論状況」、「自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）について」などの質問項目を追加。『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』については、昨年東証の要請を受けて、ほとんどの企業が対応に取り組んでいる一方、対応を検討するうえでの課題を感じている企業も多いことが分かった。
- 多くの企業から、当法人の運用受託機関が実施する対話の実態把握に向けた追加のインタビューにご協力いただけると回答いただいた。このインタビュー結果については、次ページで概要を記載している。
- アンケート集計結果は [https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/stewardship\\_questionnaire\\_09.html](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/stewardship/stewardship_questionnaire_09.html) で公表。

## <企業インタビュー>

- GPIF は、運用受託機関（GPIF の運用委託先）を中心とした機関投資家による上場企業に対するエンゲージメント（目的を持った建設的対話）の実態把握を目的として、2024 年の「第 9 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」への回答企業のうち協力が得られた 30 社強に対してインタビューを実施。
- 機関投資家によるエンゲージメントに関して、企業から見た評価や課題を抽出しとりまとめを行った。
- インタビューにおいては、機関投資家による中長期的な目線での対話が深化しており、対話のテーマも、財務、事業の状況の確認から、サステナビリティ、ガバナンス、資本コスト、効果的な情報開示のあり方等に拡大していること、また、企業は、投資家からの意見を取締役会等にフィードバックして企業内での取組みに反映させていることが確認された。
- このうち、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関しては、企業と投資家との対話を通じて、企業の意識、取組み及び開示が進展。企業と投資家との対話においては、資本コストの水準・算定方法、PBR の要素分解、事業別の収益性管理の必要性等について議論が行われていることが確認された。
- 企業側は、対話を踏まえ、政策保有株式・固定資産の売却、自社株買いにとどまらない対応を行っており、投資家も企業による研究開発への積極的な取組みを評価するなど、株主還元にとどまらず成長に向けた前向きな取組みを企業に求めていることが確認された。
- また、ESG などのサステナビリティに関しては、投資家との対話を踏まえた企業の取組みとして、①サステナビリティ・データの開示により企業の ESG レーティングが向上した事例、②投資家が紹介した他社の開示好事例を社内の検討に活用した事例、③企業が自社の非財務情報と財務情報を可視化した上で企業価値向上へのつながりを分析した事例などが確認された。
- 一方で、企業からは、①投資家から短期業績の質問が依然として多い、②対話への準備が不足している投資家がいる、③ボックスステップ的な対話が行われている、④事業そのものやサステナビリティの取組みそのものについて良い意見がなかなか出てこない、⑤実態を踏まえず外形基準に基づく議決権行使が行われた等の指摘もあった。
- インタビュー結果の詳細は別途、本年 4 月以降に公表予定。

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

- GPIF は、統合報告書は、企業価値向上に向けた建設的な対話のための重要なツールであり、運用受託機関と投資先企業の双方向でのエンゲージメントに有益と考えている。
- そのため、企業には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。第 9 回は、2024 年秋から冬にかけて実施し、「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。2025 年 3 月 11 日に公表。
- ISSB 基準の制定を受け、今後、サステナビリティ開示は制度面でも大きく変わっていくことも想定されるため、「日本企業が作成する統合報告書、または日本企業の情報開示全般に対する期待や改善してほしい事項」を併せて確認し、その結果も掲載。（詳細は下記サイトご参照 [https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20250311\\_integration\\_report.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20250311_integration_report.pdf)）。
- 企業からも、本公表についての問い合わせを多くいただき、「統合報告書への経営陣の関心が高まった」、「重要性が社内に浸透した」、「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。また、選ばれたことを自社 HP で公表する例も多く見られた。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 の国内株式運用受託機関が計 7 8 社を選定。以下の企業が、4 機関以上の運用受託機関から「優れた統合報告書」として高い評価を獲得。

◇ 伊藤忠商事	8 機関	◇ 味の素	5 機関
◇ 野村総合研究所	7 機関	◇ 積水ハウス	4 機関
◇ 日立製作所	7 機関	◇ 荏原製作所	4 機関
◇ ソニーグループ	6 機関	◇ 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	4 機関

### ○「改善度の高い統合報告書」

GPIF の国内株式運用受託機関が計 9 3 を選定。以下の企業が、4 機関以上の運用受託機関から「改善度の高い統合報告書」として高い評価を獲得。

◇ 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	4 機関
-----------------------	------

## <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 提言に沿った開示を進める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ことは意義のあることと思われることから、昨年引き続き、「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。GPIF で結果を集計し、2025 年 1 月に公表。なお、開示も進んできたことから、今回より、開示の 4 項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）の選定は依頼していない。
- 気候変動に関する開示については、IFRS S2（気候関連開示）や SSBJ のサステナビリティ開示基準で、ユニバーサル基準とともにテーマ別基準の一つとして気候関連開示基準が公表されるなど、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 の国内株式運用受託機関が計 44 社を選定。以下の企業が、4 機関以上の運用受託機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇三菱 UFJ フィナンシャル・グループ 6 機関 ◇アサヒグループホールディングス 5 機関 ◇日立製作所 5 機関 ◇伊藤忠商事 5 機関 ◇商船三井 5 機関

\* 運用受託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/202501\\_excellent\\_TCFD\\_disclosure\\_j.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/202501_excellent_TCFD_disclosure_j.pdf)

## ○「優れた TCFD 開示（海外企業）」

GPIF の外国株式運用受託機関が計 79 社を選定。以下の企業が、4 機関以上の運用受託機関から「優れた TCFD 開示」として高い評価を獲得。

◇MICROSOFT CORP 8 機関 ◇ENEL SPA 6 機関

\* 運用受託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/202501\\_excellent\\_TCFD\\_disclosure\\_en.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/202501_excellent_TCFD_disclosure_en.pdf)

## 9. 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> [https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project\\_report/engagement.html](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/engagement.html)

- スチュワードシップ活動や ESG 投資の各取組み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、GPIF は、これまでの取組みの効果について、高度な統計分析の知見を有するコンサルタントやアカデミア等と協働して検証を実施。
- GPIF の国内株式の運用委託先 21 ファンドが、2017 年度から 2022 年度（2022 年度は 12 月末までのデータ）に行った 26,792 回、延べ 48,077 テーマのエンゲージメントの記録を用いて、その効果を因果関係も含めて統計的に分析。
- この結果、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の増加などとともに、PBR やトービンの Q といった企業価値指標の改善が確認されるなど、エンゲージメントが市場の持続的な成長に貢献していることが示された。

#### <エンゲージメントの効果が観測された KPI ～全体(TOPIX1000)>

	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。

## 10. 関係機関との連携強化

### <経団連との連携－「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」創設と第1回及び第2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、従来の取組みを深化させるため、経団連とともに、企業との継続的な意見交換の場として本ラウンドテーブルを創設したものの。
- 本ラウンドテーブルは、GPIFと同様に委託運用を中心に行っている他の公的年金基金にも案内し、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団も参加。
- GPIFは引き続き、長期的な投資収益拡大の観点から、運用受託機関と企業の対話を促進することや、GPIF自身による投資先企業からのヒアリング等を通じて、企業や資本市場の持続的な成長・発展を促し、インベストメントチェーンの最適化を目指していく。

#### 【経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル概要】

設置日 2024年10月3日（第1回会合開催日）

参加メンバー

アセットオーナー側 年金積立金管理運用独立行政法人  
国家公務員共済組合連合会  
地方公務員共済組合連合会  
日本私立学校振興・共済事業団 ほか

経団連側 金融・資本市場委員会メンバー企業

開催頻度 年1～3回程度

議事は原則非公開とし、開催後に概要を公表予定

【第1回ラウンドテーブル（2024年10月3日開催）】

- アセットオーナー側からは、GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団等が出席。経団連側からは、金融・資本市場委員会委員（発行体企業）が出席。
- 各アセットオーナーから、アセットオーナー・プリンシプルを踏まえたアセットオーナーの取組みを説明後、GPIFから「2023年度 ESG 活動報告」を説明し。経団連からは「「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」の説明があった後、企業とアセットオーナー間で意見交換を実施。

【第2回ラウンドテーブル（2025年2月20日開催）】

- アセットオーナー側からは、GPIF、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団が出席。経団連側からは、金融・資本市場委員会委員（発行体企業）が出席。
- 複数のアセットマネージャーをゲストとして招待。アセットオーナー、資金運用を担うアセットマネージャー、発行体企業の3者合わせて50名程度が参加し、4つのグループに分かれての討議と、グループ討議の発表、全体での意見交換を実施。
- グループ討議では、①企業と投資家との対話、②株主総会での議決権行使、のそれぞれについて、課題や課題の解決に向けた方策をめぐり活発な議論が交わされた。





## <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> CalPERS

- 一層のステewardシップ責任を果たすため、海外公的年金基金等とお互いの知見の活用を目指し、継続的な意見交換の場として GPIF、CalPERS、CalSTRS が共同幹事となって設立。2016年11月に東京で第1回開催。
- 幹事以外のメンバーは、Florida State Board of Administration、The Regents of University of California、(以上、米国)、bcIMC、OTPP (以上、カナダ)、NBIM、APG、PGGM、AP2、ERAFP、USS (以上、欧州)、GIC (シンガポール)、HESTA (オーストラリア)、世界銀行 (The World Bank)。
- 直近では、2023年10月にコロナ禍による開催中止をはさみ、約4年半ぶりに、グローバル・アセットオーナーフォーラムを開催。2024年1月に、メンバーから拳がった意見として、迅速な開示と英訳の公表をはじめとした日本企業への期待、ISSB 基準の支持、東京証券取引所の資本コストに関する要請の支持等を公表。[https://www.gpif.go.jp/esg-stw/summary\\_6th\\_Global\\_Asset\\_Owners\\_Forum\\_jp.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/summary_6th_Global_Asset_Owners_Forum_jp.pdf)

## <各種セミナー、国際会議での主な講演等（前回報告以降）>

- 2024年 5月 RI Japan 2024
- 2024年10月 Japan Weeks – GGX Finance Summit 2024
- 2024年10月 PRI Sustainable Finance Policy Conference 2024
- 2024年10月 金融庁「ステewardシップ・コードに関する有識者会議（令和6年度第1回）」



## 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

### ＜スチュワードシップ活動における組織・体制・方針等＞

- 運用受託機関によるスチュワードシップ活動の全体的な水準は上がっており、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、サステナビリティ方針又は ESG 方針を有しており、社としての哲学、理念及びプロセスをこうした方針等に落とし込み、組織全体での継続的な取組みに発展させ、定期的な見直しも行っている。
- 運用受託機関のスチュワードシップレポート等において、中長期の視点で、スチュワードシップ活動における重点取組事項や数年先を見据えた活動プランを開示している事例や、投資家の視点から、サステナビリティやガバナンスに関して企業に今後期待する事項（グローバル水準を踏まえ時間軸に沿って段階的に水準を向上させていく内容のもの）を示している事例などの工夫が見られる。
- 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、スチュワードシップ活動について組織だった取組みが深化してきた。一方で、運用担当者（ファンドマネージャー、リサーチ・アナリスト）と、ESG などのサステナビリティ（以下単に「サステナビリティ」という）又はスチュワードシップ活動の担当者との連携や、両者の間での知見の共有の観点から、運用部門の中にサステナビリティ又はスチュワードシップ活動の担当セクションを設置する（あるいは担当者を配置する）事例も出てきている。
- アクティブ運用受託機関においては、体制や投資スタイルにより、エンゲージメント活動の内容や取組み方に違いがある。例えば、スチュワードシップ活動を統括する専門部署を置く場合には、運用部門とスチュワードシップ活動を統括する専門部署との連携が重要になる。一方で、専門部署を置かない場合には、運用担当者によるスチュワードシップ活動へのコミットメントをどう確保するのか、その関連で運用担当者の報酬制度にスチュワードシップ活動をどう反映するのか、また、組織的なスチュワードシップ活動を行うためのリーダーシップの発揮や協働イニシアティブのような外部との連携の主導を誰がどのように行うのが重要になる。
- グローバルに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、マイルストーン管理（個々のエンゲージメントの達成目標を設定し、目標達成に至る対話や企業の対応についての進捗状況を幾つかの段階に分けて管理すること）を通じてエンゲージメントの実効性の向上を図る取組みが広がっている。さらに、エンゲージメントの実効性を高めるため、明確なエスカレーション戦略を整備している運用受託機関が増えている。

※上記を含む第2章1.の下線は今年更新した箇所に付している。

- 株式の既存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及び議決権行使原則がある程度浸透してきたように見受けられる。GPIF は、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。

## <株式のスチュワードシップ活動－エンゲージメント>

- 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」に関して、運用受託機関によるエンゲージメントに広がりや深化が見られる。対話のテーマとしては、政策保有株式の縮減、遊休固定資産の売却、株主還元といったバランスシート関連のもののみならず、事業別の収益管理を含めた事業戦略に関するもの、関連して事業の成長に向けた設備投資、研究投資に関するものまで多岐にわたっている。また、対話の進展に伴い、企業側でも、資本コストや資本配分に関する考え方や、こうした個別のテーマに関する取組みと開示が進展している。
- サステナビリティ課題に関するスチュワードシップ活動については国内株式および外国株式運用受託機関全社が行っている。また、中小企業とのエンゲージメントにおいてもサステナビリティ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、スチュワードシップ（又はサステナビリティ）担当者（又は部門）が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。
- サステナビリティ課題への対応の観点から、特に国内株式に関して、統合報告書はコーポレート・ガバナンス報告書とともに企業と投資家との間での双方向の対話のための主要なツールであると考えている。統合報告書の運用受託機関による活用は進んでいると感じるが、スチュワードシップやサステナビリティの専担者に加えリサーチ・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している。今後、統合報告書に加え、国内では有価証券報告書における SSBJ 基準に基づく開示、グローバルには ISSB 基準に基づく開示など非財務情報の開示の拡大が予想される。運用受託機関がこうした開示情報を運用やエンゲージメントでどのように活用できるかも重要になると考えている。
- 日系の運用受託機関や外資系の運用受託機関の日本拠点においては、運用受託機関内部や外部の学識経験者と連携して、エンゲージメントが企業行動の変容、企業価値あるいは投資パフォーマンスに与える影響についての効果検証の取組みが広がっている。

- 一部の運用受託機関では、投資先企業にレターを送る事例も見られ、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。
- 近年、サステナビリティに関するグローバルなイニシアティブへの運用受託機関の参加が全体的に増加し、日系の運用受託機関も各種イニシアティブに積極的に参加してきた。例えば、Nature Action100 や PRI の Spring、Advance といった新しいイニシアティブに積極的に参加する運用受託機関も見られる。一方で、この一年は、一部の運用受託機関において、気候変動に関するイニシアティブへの参加を取りやめる動きが見られる。この他、日本においては、今後、スチュワードシップ・コードの改訂により、協働エンゲージメントを「重要な選択肢」として促進することが検討されている。
- 協働エンゲージメントを行う内外のイニシアティブへの運用受託機関の参加の目的としては、協働することによる効率的なエンゲージメントの実施、エスカレーション手段としてのエンゲージメント効果の発揮、サステナビリティの新しいテーマに関する知見の獲得等が考えられる。GPIF は、協働エンゲージメントについて、上記の関連する動向を踏まえつつ、内外の運用受託機関が今後どのように関与し、活用していくのかを確認していきたい。
- 日系を含む一部の運用受託機関は、規制当局や官庁、ISSB、SSBJ などの基準設定団体にパブリックコメントを提出しているほか、証券取引所及び指数会社に対して積極的にエンゲージメントを行うなど、ポリシーエンゲージメントを通じてインベストメントチェーン全体の変革への働きかけを行っている。

## <株式のスチュワードシップ活動 – 議決権行使>

- GPIF は、運用受託機関による議決権行使はエンゲージメントと一体であるべきと考えており、長期的な企業価値向上を促す取組みを期待している。特に、ファンドマネージャーやリサーチ・アナリストがエンゲージメントを行う場合には、議決権行使判断においてエンゲージメント結果を踏まえた検討が行われるよう、運用受託機関内で適切な連携又は体制の構築が望まれる。また、GPIF は、運用受託機関が、エンゲージメントの結果、企業側の取組みや実情などを反映し、議決権行使基準と異なる行使を行うことについては、対応内容によっては肯定的に評価している。

- 議決権行使基準においてメッセージ性を高め、エンゲージメントに活用している事例がある。特に国内株式運用受託機関において、政策保有株式、TSR、PBRに基づく基準を新たに導入したり、ROE等の利益率指標に基づく基準を見直したりするところもある。
- 一般的に、日系の運用受託機関の方が議決権行使基準の内容、議決権行使結果の開示とも充実している。国内株式運用受託機関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している。ただし、一部の運用受託機関においては、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ところもある。
- 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場合などにおいて、議決権行使基準変更の公表から実際の適用まで1年間ほど猶予期間を設け、その間に企業への周知、エンゲージメントを行うなどの工夫が見られる。
- 国内株式運用受託機関全社が、会社提案議案に反対した場合にその判断理由を公表している。株主提案への対応は分かれているが、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している。運用受託機関の中には、所属するグループ内の企業の取引先など利益相反が起こりうる投資先についてはフラグを付す、通常よりも詳細な説明を行うといった工夫を行っているところや、スチュワードシップや議決権行使に関する照会先を公開しているところがある。
- 特に、国内株式運用受託機関に対して、不祥事が発生した企業に対するエンゲージメントや議決権行使への対応についてヒアリングを実施。運用受託機関は、発生した不祥事の重要度（行政処分の有無や、収益への影響、組織的な関与等）を確認のうえ、不祥事に対する再発防止策の内容やトップのコミットメント、その実施状況等を精査し、不祥事発生の結果責任との整合性を踏まえて賛否を判断している。結果として、同じ議案に対する行使結果に差異が出ている。
- 外国株式運用受託機関でも、個別の議決権行使結果を開示している事例もある。外資系の株式アクティブ運用受託機関の中には、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ところ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ところもある。また、外国株式運用受託機関の中には、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内容を公表するところもある。
- 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おいて使用しており、利益相反管理先以外

の投資先企業の議決権行使で助言会社の推奨を使用しているケースはごく一部の運用受託機関のみである。GPIFは、運用受託機関に対して、助言会社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ときは、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を構築するよう要請している。なお、GPIFでは、ISS及びGlass Lewisの推奨結果を株主総会終了後の分析で使用している。

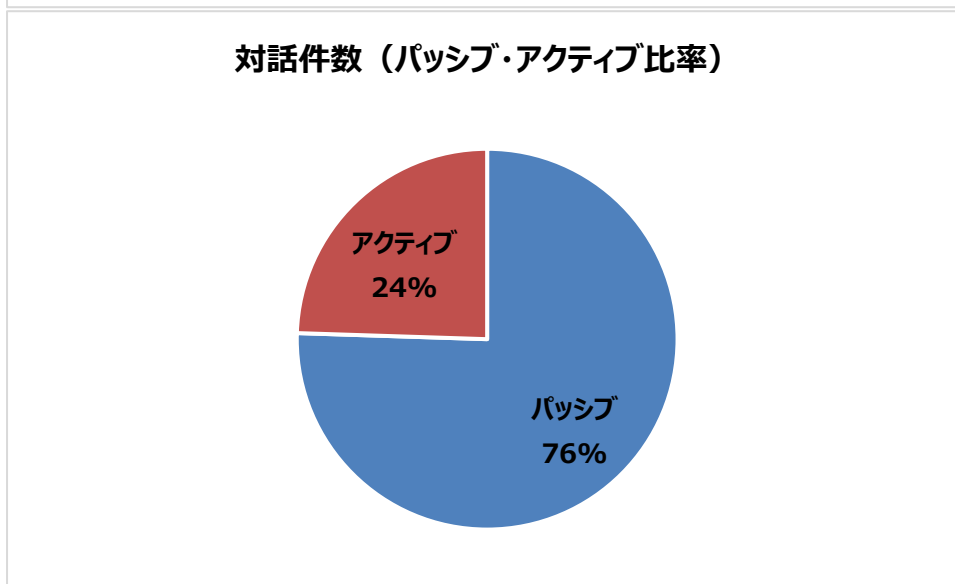
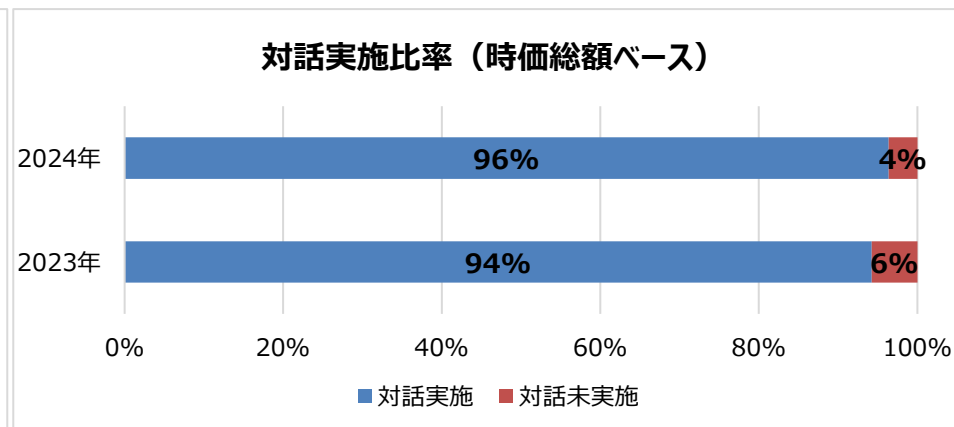
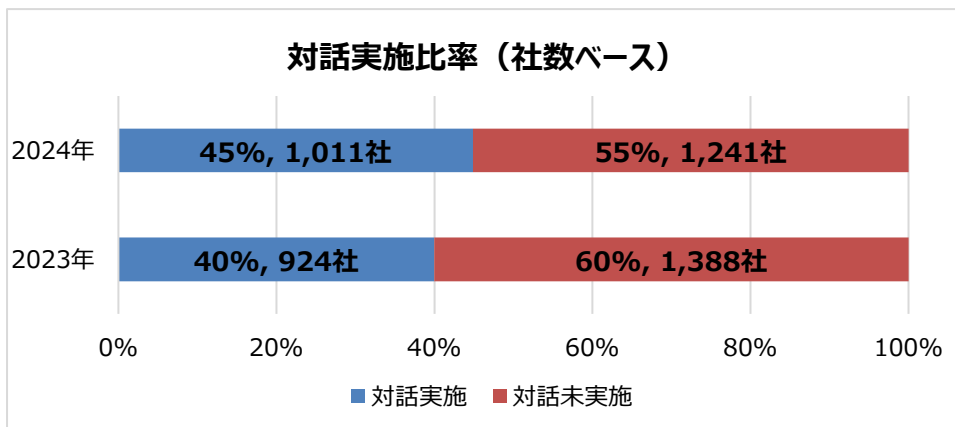
- 議決権の行使指図や資産管理機関における行使事務の誤り、不行使については、GPIFは、議決権行使の重要性に鑑み、運用受託機関及び資産管理機関に適切な対処を要請している。

### <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。GPIFは、運用受託機関に対して、今後、利益相反防止をより実効性のあるものにしていくために、継続的な検討や見直し・改善に加え、透明性向上も期待している。
- 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。日系の株式運用受託機関全社において、社外取締役の選任、社外取締役を中心とした第三者委員会の設置がなされ、形式面は既に整っている。また、外部よりトップや役員クラスを招聘するケースも見られる。
- 日系と比べて外資系運用受託機関は独立系が多いが、運用部門と別部門との組織上の分離がなされていないところや、利益相反防止を外部の視点で担保する仕組みが構築されているのが外部からは分かりづらいところも見受けられる。一方、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には、企業文化や、特定のグループに属している場合にはグループ内における位置付けや親会社との関係が体现されていることがあることに鑑みると、報酬体系等のインセンティブのあり方は重要である。
- 多くの運用受託機関において、議決権行使における利益相反の管理や議決権行使基準について、形式面は整備されているが、利益相反の管理対象先の捉え方などは大きく異なる。最近では、運用受託機関自身やその親会社等に対して、株主提案が提起される事例も増加しており、現状の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場合もある。これに対して既に判断プロセスの変更を行っている運用受託機関もあるが、GPIFは今後も、運用受託機関に対して適切な対応を行うよう改善を求めていく。

## 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（2024年1月～12月）

### （1）エンゲージメント状況概観



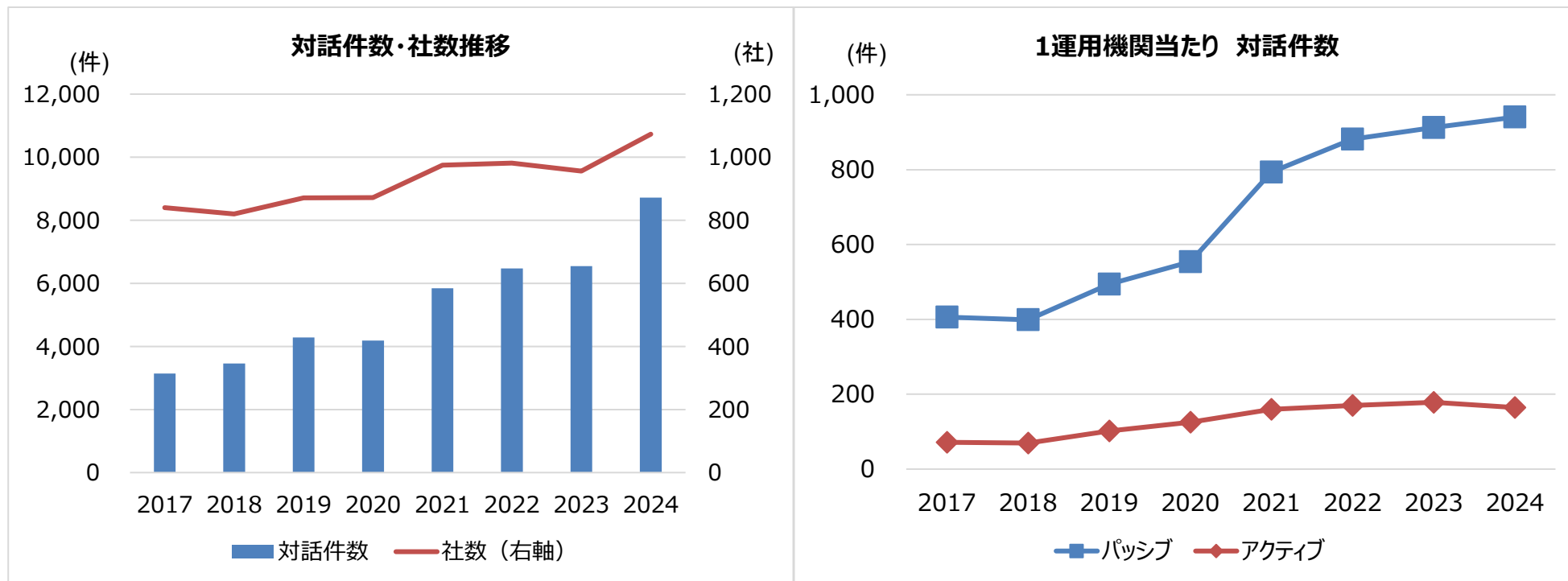
GPIFの国内株式運用受託機関によって実施された2024年1月～12月のエンゲージメントの社数は合計で1,011社。

社数ベースでは、保有している企業数の45%とエンゲージメントを実施、時価総額ベースでは、96%に相当する企業とエンゲージメントを行っている。昨年と比べ、社数ベースでは5%増加。

また、パッシブ運用受託機関によるエンゲージメントが76%を占めている。なお、パッシブ・アクティブ比率は、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の委託額の多いマニデートでカウントしている。

（注）対話社数はいずれも2024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。



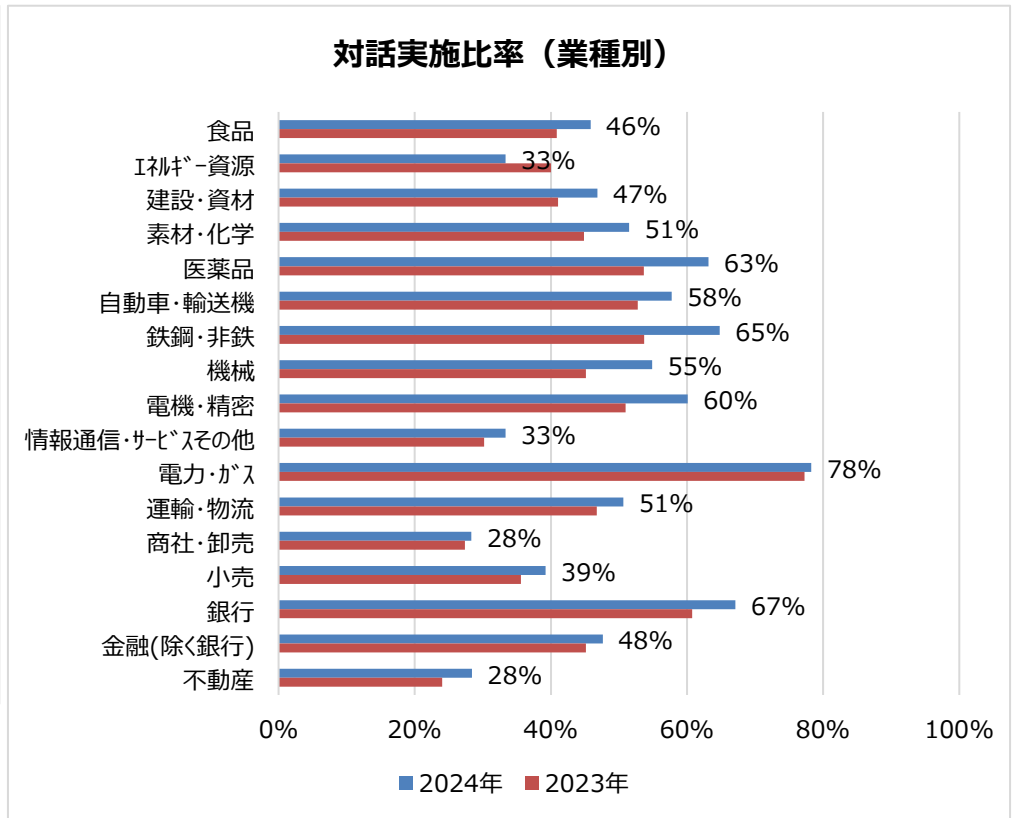
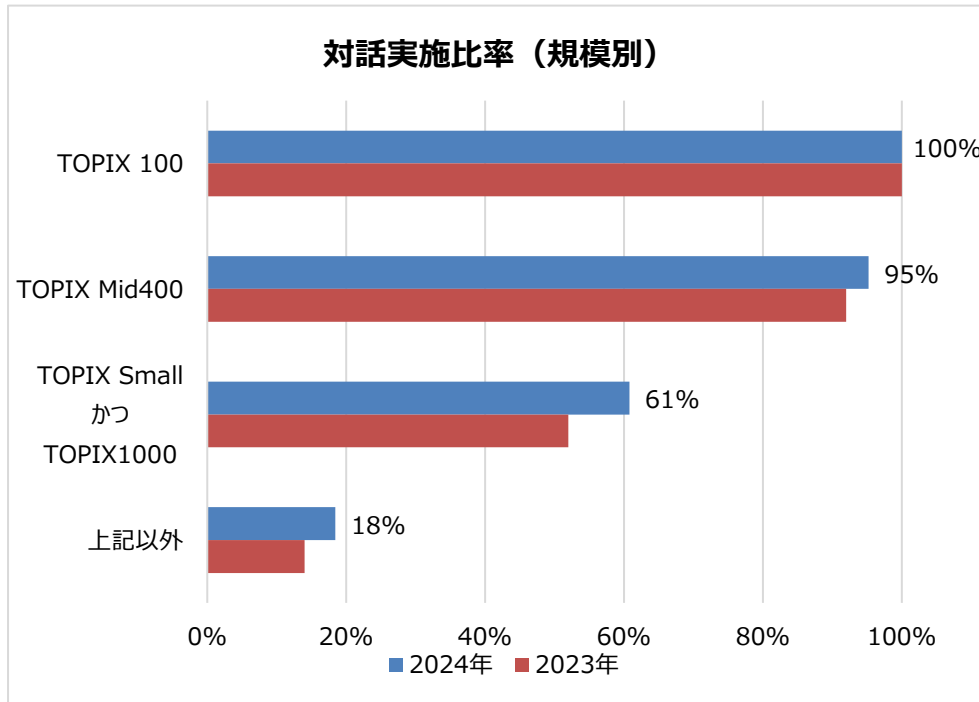


毎年1月～12月に実施されたエンゲージメントの件数の過去8年間の推移は左側のグラフに示した通り。

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。この一年間では、運用受託機関の増加や対話件数が大きく増えた運用受託機関がいたこともあり、大幅に増加している。

右側のグラフは、1運用機関当たりのエンゲージメント件数。パッシブ運用機関は2021年以降、対話件数が大きく増加し、2023年、2024年の2年間の年間の対話件数の平均は900件を超えている。アクティブの年間の対話件数の平均はここ4年ほど200件弱で推移している。

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。



(注) 規模は2024年3月末時点。J-REIT 除く。業種は TOPIX-17 シリーズ。

（左側のグラフ） GPIF の国内株式運用受託機関による2024年1月～12月の企業規模別のエンゲージメント実施比率。TOPIX500ベースでは、477社（96%）の企業とエンゲージメントを行っている。

（右側のグラフ） 業種別では、昨年同様、電力・ガスセクターの企業との対話実施率が最も高い。また、医薬品、鉄鋼・非鉄、電機・精密のセクターでは昨年と比べて、対話実施率が他のセクターよりも増加幅が大きい。

また、本グラフについても運用受託機関の変更による変動の影響も受ける。

## (2) 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

- 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」の要請に関連して、国内株式運用受託機関に対して、スチュワードシップ活動で新たに実施した事項も含め取組んでいる内容について、書面にてヒアリング。
- 全ての運用受託機関で、東証の要請に関連したテーマでエンゲージメントを行っており、東証の要請以降、多くの運用機関が当該テーマの活動を強化していることを確認。
- エンゲージメントにおいては、東証の要請を受けた企業の開示内容の妥当性、事業ポートフォリオ、資本政策に関して対話が行われており、当該テーマに関するエンゲージメントを積極化させている傾向にあった。
- 議決権行使においては、議案判断に使用する ROE 基準の引き上げや、政策保有株式の基準の厳格化等の対応があった。また、2025 年以降に新たに基準を改訂する予定のある運用機関も見られた。
- その他、協働エンゲージメントを活用して小型企業との対話を実施している運用機関や、東証との意見交換など市場全体への働きかけを行っている運用機関も見られた。
- 今後、GPIF では、その取組み内容の詳細についてヒアリングを行いベストプラクティスの収集に努めるなど、企業価値向上に向けたエンゲージメントを促す取組みを行う。

### 【「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を受けた国内運用受託機関の対応】

	関連したエンゲージメント等の実施有無
東証要請に関連したエンゲージメント実施機関数／国内株式運用受託機関(比率)	100%

	東証要請以降の変化		
	エンゲージメント	議決権行使	市場関係者との対話等
東証要請以降変化があった機関数／国内株式運用受託機関数(比率)	70%	25%	20%

### 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 の株式運用のうち約 9 割がパッシブ運用であり、上場企業に幅広く投資を行っていることから、市場全体の長期的な成長がリターン向上には欠かせない。パッシブ運用については投資先企業の長期的な企業価値の向上や特に市場全体の持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組むことが重要と考えている。
- そのため、GPIF では、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の持続的成長とスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、2018 年に初めてスチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの採用を開始。
- 採用にあたっては、運用プロセスとスチュワードシップ活動の方針、それらを実施するための組織体制及び報酬水準を一体としたビジネスモデルを評価。
- 2018 年にアセットマネジメント One 及びフィデリティ投信の 2 機関をエンゲージメント強化型パッシブとして採用。2021 年度には、複数の機関から応募があり、新たに、三井住友トラスト・アセットマネジメント及びりそなアセットマネジメントを追加採用。
- ここ一年間は、経営の本質に関わるような重要なテーマでのエンゲージメントも増加している。

#### 評価のポイント

##### <適切な KPI の設定>

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

##### <エンゲージメント体制・手法>

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



#### 採用後の評価手法

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

## (2) 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>

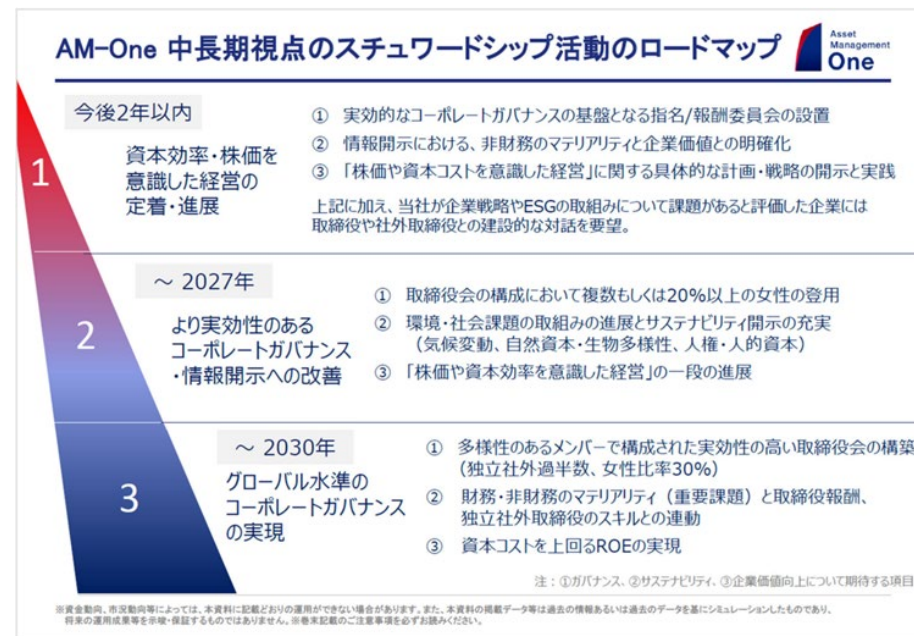
- 企業の持続的な価値向上と市場の持続的成長に向け、市場共通の課題である投資先企業の「ESGにおける課題」を認識。18のESG課題を設定し、問題意識（課題）や目指すべき姿（ゴール）、目指す企業行動（アクション）を示し、エンゲージメント活動の方向性を明確化。重点企業を対象に各課題に基づいたエンゲージメントを行う。2024年4月にリサーチ・エンゲージメント機能を統合し、セクターアナリストの知見とESGアナリストの知見を融合。
- ESGへのアプローチは、大きく「リターンの観点」と「リスクの観点」の2つがある。「リスクの観点」はもちろんのこと、より「リターンの観点」を重視。ESG課題への取組を強化することで企業価値向上を図る。
- 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)	PI1: 気候変動
	PI2: 生物多様性
	PI3: 水資源
	PI4: サイバーセキュリティ
	PI5: 大気・水質・土壌汚染
	PI6: 持続可能なフードシステム
People (社会)	Pe1: ダイバーシティ、エイティ&インクルージョン
	Pe2: ビジネスと人権
	Pe3: 健康とウェルビーイング
Governance & Disclosure (ガバナンス・情報開示)	GD1: 取締役会・企業統治
	GD2: 資本効率
	GD3: 買収防衛策
	GD4: リスクマネジメント
	GD5: サステナビリティ経営
	GD6: サプライチェーンマネジメント
	GD7: ビジネス倫理
Our Community (日本の課題)	OC1: 地方創生(地域社会)
	OC2: デジタルトランスフォーメーション

#### 8段階のマイルストーン

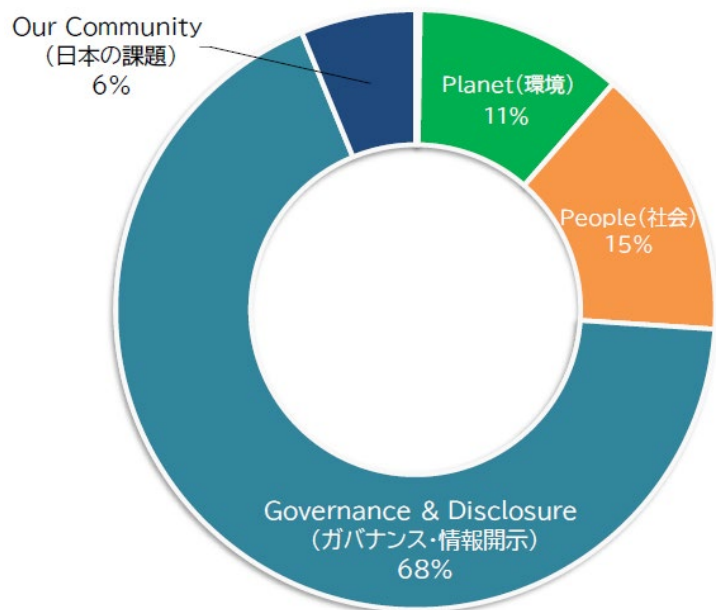
1. 課題設定: 当社が投資先企業に対し、取り組むべきESG課題を設定
2. 課題提示: 当社が対話において投資先企業にESG課題を提示
3. 課題共有(担当): 投資先企業(担当者)が当社提示のESG課題を認識
4. 課題共有(経営): 投資先企業(経営者)が当社提示のESG課題を認識
5. 課題着手: 投資先企業が当社提示のESG課題への取組を検討
6. 計画策定: 投資先企業がESG課題への取組に関して具体的な計画を策定
7. 施策実行: 投資先企業がESG課題解決に向け本格的な施策を展開
8. 課題解決: 当社が投資先企業の施策を実効的なものと認識



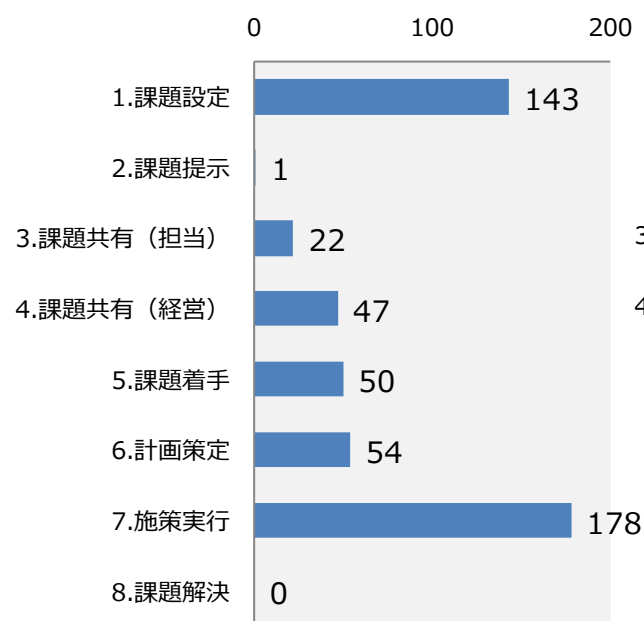
## <進捗状況>

- 2024 年度第 3 四半期までのマイルストーン管理の対象は 495 課題。ESG 課題の内訳としては、「Governance & Disclosure」が今年も最も多く、さらに昨年比増加。対話のテーマとしては取締役会・企業統治、サステナビリティ経営、資本効率、サプライチェーンマネジメントなどが含まれる。加えて、セクターアナリストの知見と ESG アナリストの知見を融合し、経営者に財務・非財務両面からエンゲージメントを行うことで企業価値の向上への貢献を目指す「骨太エンゲージメント」も開始。
- 2024 年度第 3 四半期まででは 58%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」が大幅に減少し、「8.課題解決」の増加が見られた。2024 年度第 3 四半期まででは、サステナビリティ経営、DE&I（ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョン）などを中心に 55 件の課題解決を実現。
- ✓ 上記の個別のエンゲージメントに加え、中長期視点のスチュワードシップ活動のロードマップを公表するなど、投資先企業全体への情報発信も効果的に組み合わせている点を評価。

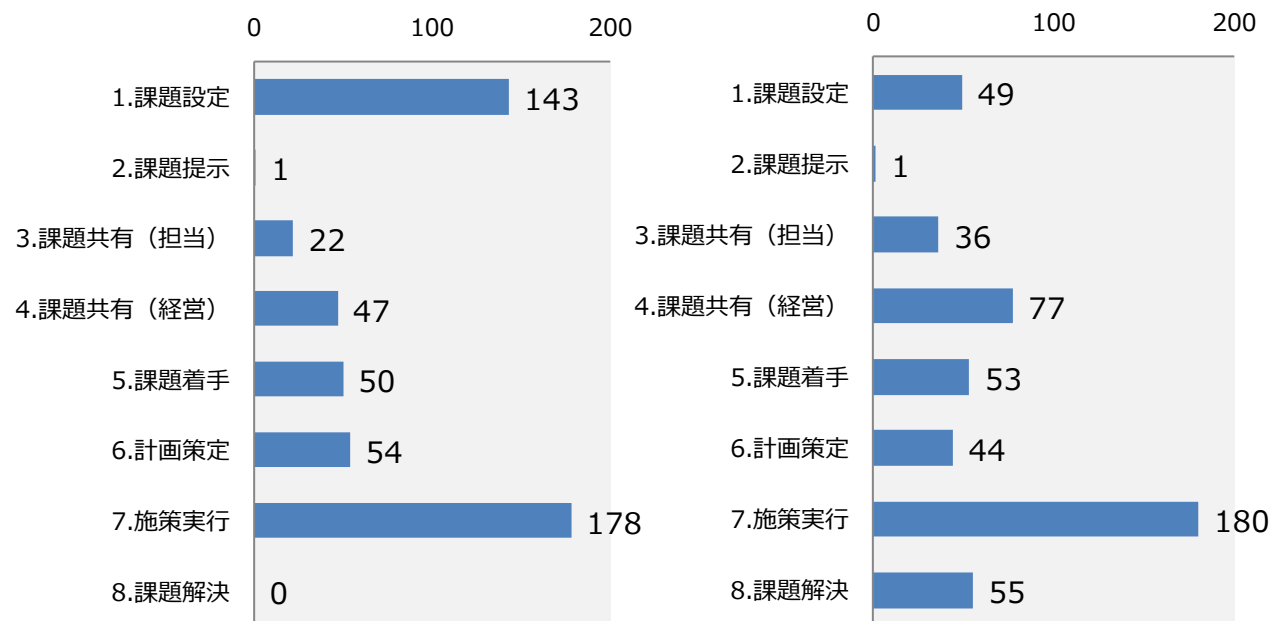
エンゲージメント ESG 課題の構成



2024 年度期初+期中追加



2024 年度第 3 四半期末

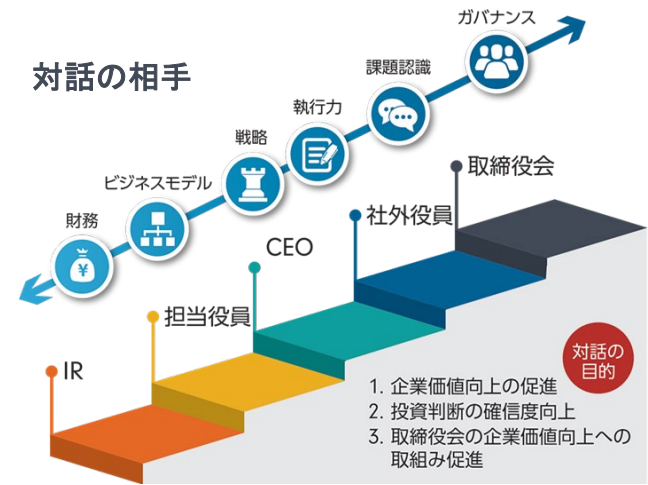
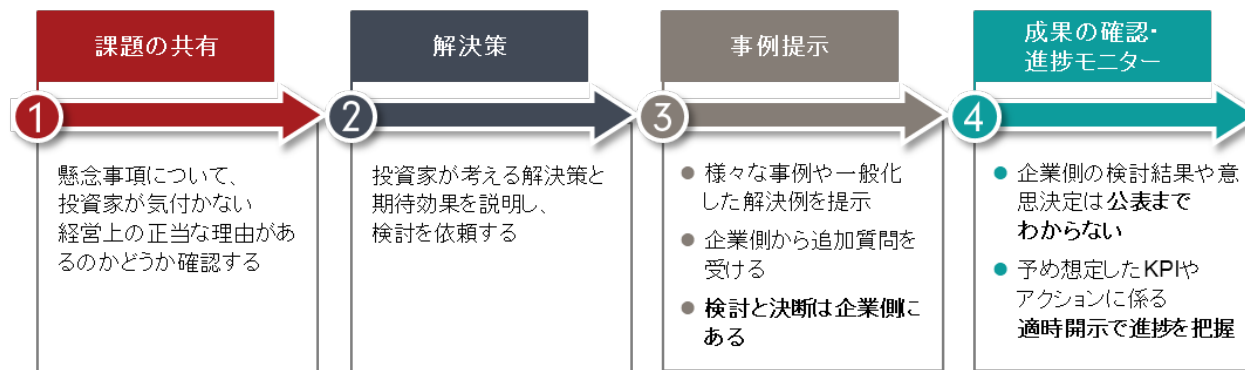


## (2) 各社の進捗状況 – ② フィデリティ投信

### <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put、アウトput、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

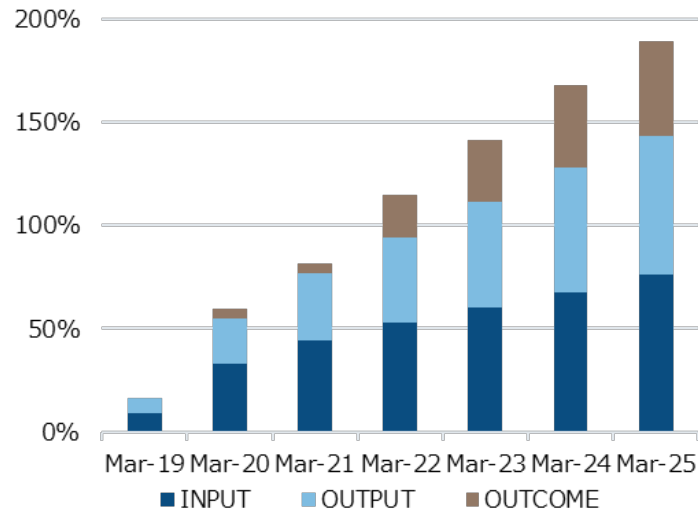


(出所)「エンゲージメントの 4 つのステップ」、「対話の相手」はフィデリティ投信レポートより

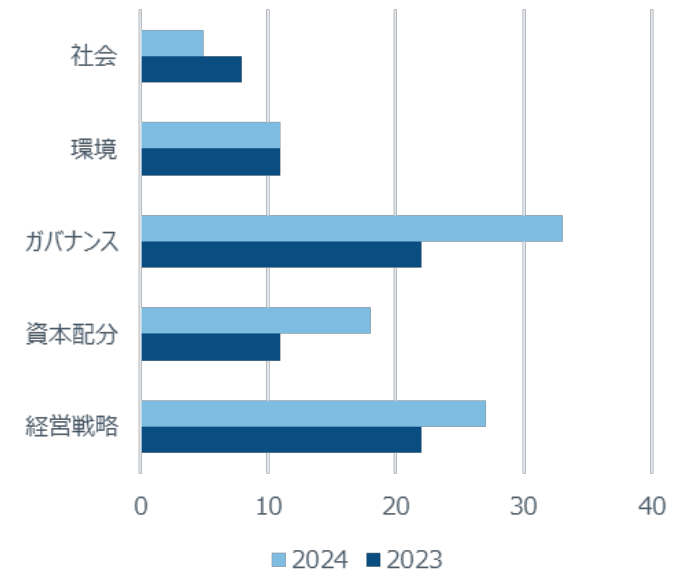
## <進捗状況>

- 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が、すべての対象企業で課題を共有する働きかけを始めており、また約8割の企業で企業経営陣と同社との間で課題の認識と共有が十分に図られた。対話を受けた企業のアクションであるアウトプットの合計値は、対象企業全体で計画の7割弱に達しており、多くの企業で企業価値向上に向けた取り組みを確認。また、同様にアウトカムの合計値も計画比半分弱に達しており、着実に企業行動の変化が市場での評価につながり始めている。
- 対話のテーマは、2023年との比較では事業ポートフォリオの見直しや資本配分のあり方など、中長期の経営戦略や資本配分に関する話題が増加。また、昨今の大企業による不祥事発覚増加を受けて、内部統制に関する対話も増加した（ガバナンス）。
- ✓ エンゲージメント対象企業は少ないもののその多くでエンゲージメント内容に関する具体的な行動変化が確認出来ていることを評価。

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



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

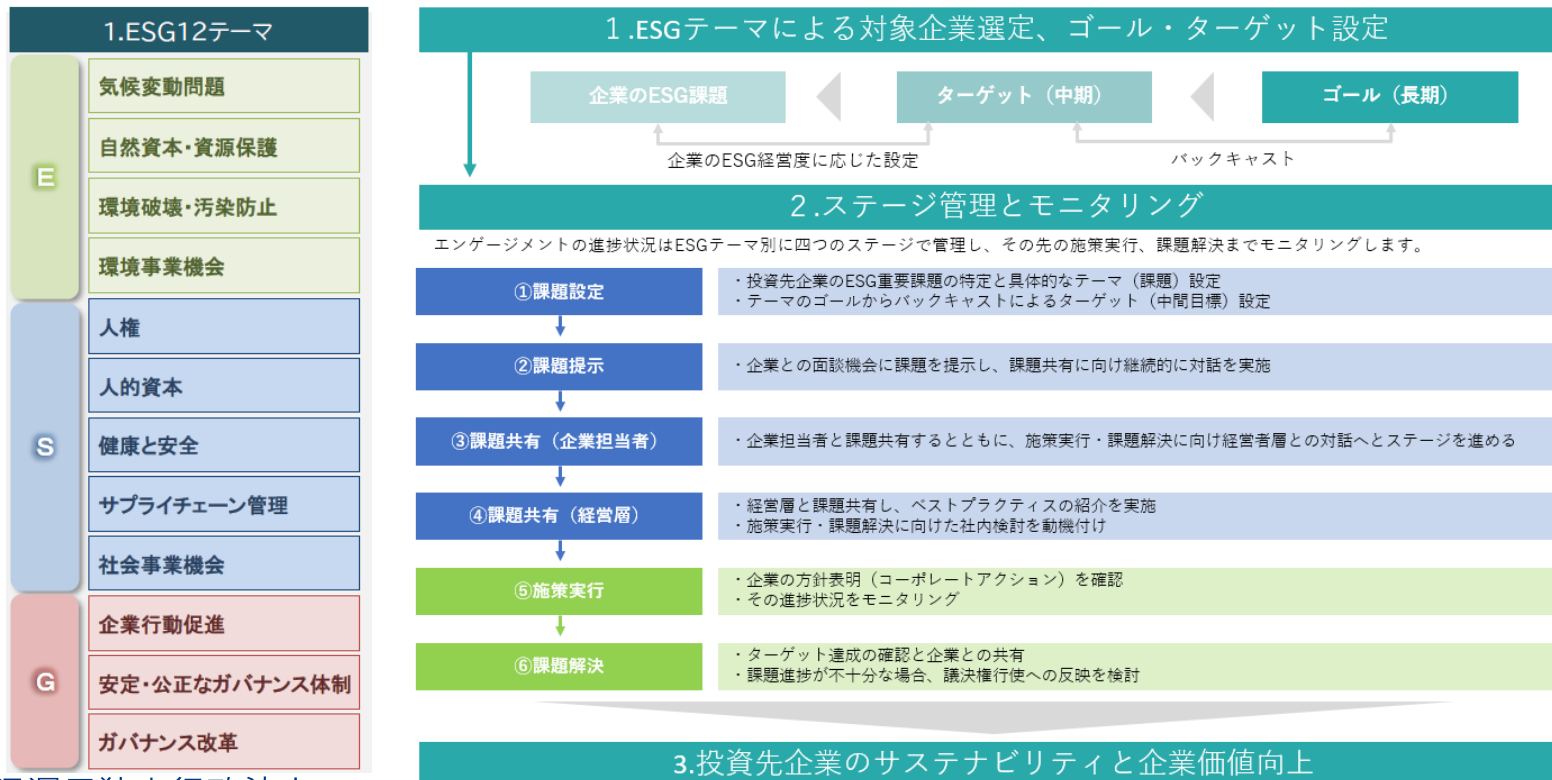




## (2) 各社の進捗状況 – ③ 三井住友トラスト・アセットマネジメント

### <エンゲージメント対象・マイルストーン管理>

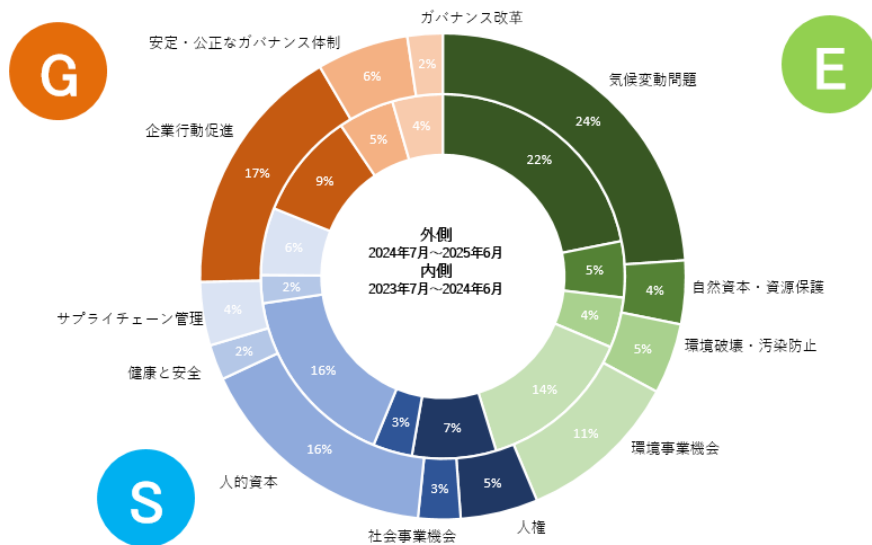
- 投資先企業へのエンゲージメントに加え、実現確度引き上げのため、各種イニシアティブを通じた活動や市場関係者などステークホルダーに対しても幅広くエンゲージメントを行うことにより、企業が抱える課題解決を促進し、企業価値の増大につなげる。
- トップマネジメント（会長・社長）自らがコミットし、海外カンファレンスへの登壇など積極的な発信を行いエンゲージメント推進。マテリアリティをベースに決定した12のESGテーマをリスクと機会の観点で分類し課題設定を行う。各ESGテーマのゴール（長期目標）からバックキャストによるターゲット（中期目標）を対象企業ごとに設定し、ターゲット達成を目指してエンゲージメントを実施。
- 6段階のマイルストーンを設定し、課題設定から課題解決までのエンゲージメント進捗状況を定期的にGPIFに報告。



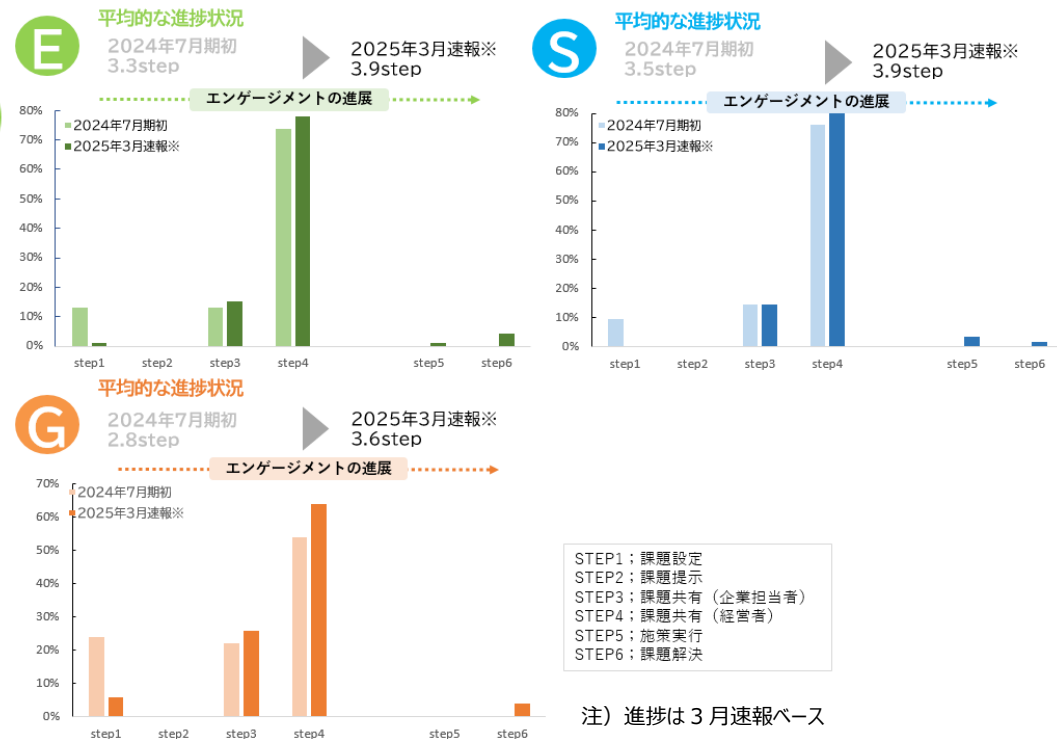
## <進捗状況>

- ESG 全てのテーマで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。2024 年度も G（ガバナンス）では、政策保有株縮減、東証改革を踏まえた企業の PBR 改善策の対話を強化し、企業だけでなく当局など関係機関とも対話を実施。
- 「政策保有株」については、投資先企業に対してエンゲージメントと議決権行使を一体で取り組んでおり、政策保有株縮減の対話では、企業の理解が進むとともに縮減が着実に進み、一部では企業の変化も見られた。一方で、形式的対応に留まる企業も顕在化しているという課題について、純投資株式の透明性確保など、投資先企業以外との対話も実施。
- ✓ 上記のような企業との対話を通じた「直接効果（象徴的企業の対応を通じた「波及効果」含む）」、投資先企業以外との対話を通じた「間接効果」を狙ったマルチエンゲージメントモデルの実践を評価。

トップダウン型エンゲージメントテーマ別構成



2024 年度（2024 年 7 月～2025 年 3 月速報注）の進捗状況



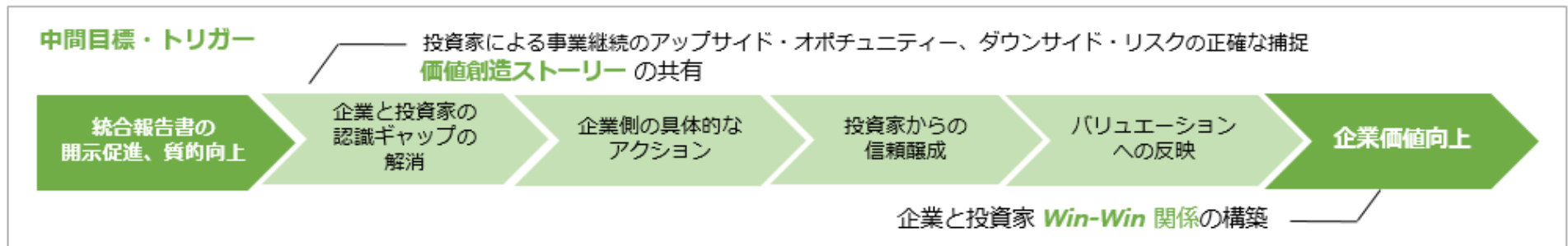
STEP1: 課題設定  
STEP2: 課題提示  
STEP3: 課題共有 (企業担当者)  
STEP4: 課題共有 (経営者)  
STEP5: 施策実行  
STEP6: 課題解決

## (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変化を把握する。

#### 企業価値向上に向けたパス

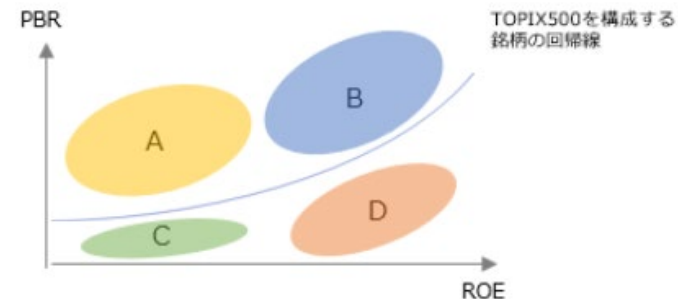


#### ROE・PBRと対話・エンゲージメントの重点テーマ

ROE・PBRの位置により、重点テーマを決定します。

- A. 価値創造ストーリーの実践
- B. ベストプラクティスの追求
- C. 価値創造ストーリーの再構築
- D. 価値創造ストーリーの明確化

例えば、PBRが比較的高いものの、ROEが低位の企業との対話・エンゲージメントでは、テーマAを重点テーマとします。



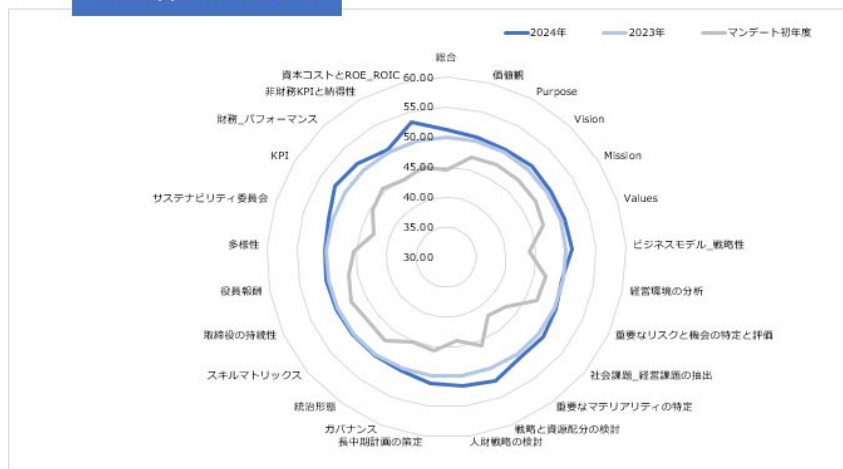
※ 上記はイメージ図

## <進捗状況>

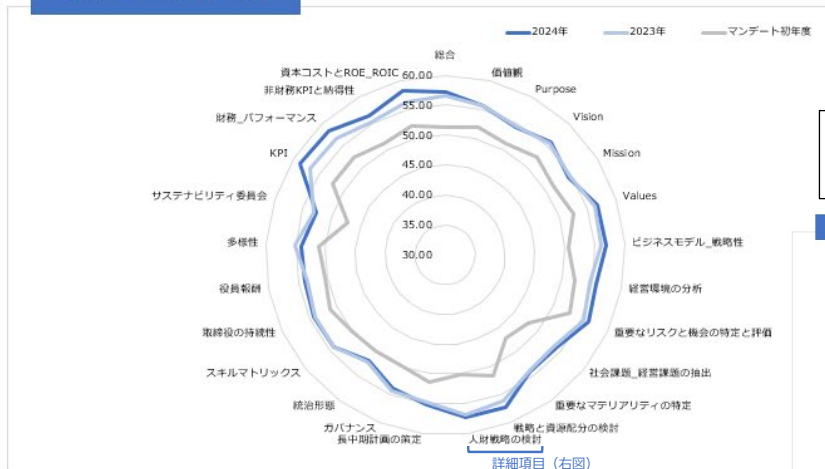
- 2022年度より、統合報告書に加え、有価証券報告書をAI分析の対象に拡大し、TCFD開示や人財戦略を定量スコア化。2023年3月から気候変動問題が企業価値に及ぼす影響が大きい企業やTCFDで重要性の高い業種から企業を選定し、TCFDエンゲージメントも開始。企業とのエンゲージメントの際に、定量スコアにエンゲージメント・マネジャーのコメントを付与した資料を提供し意見交換。
- エンゲージメント対象企業の統合報告書の内容の改善（質的向上）に関しては下図の通り、全般的に進んでいる（対象企業のAIスコアの平均値が上昇）。
- ✓ AIを使用したユニークな手法、企業へのAIスコアのフィードバックなど企業に分かりやすく課題を理解してもらうという他社にはない取組を評価。

統合報告書 AI スコア（総合）

統合報告書開示企業 全体

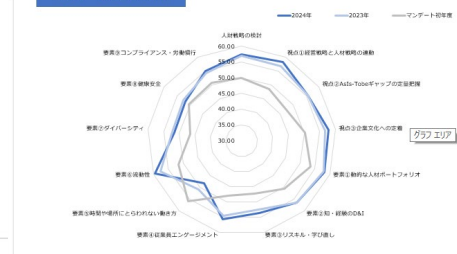


エンゲージメント対象先



エンゲージメント銘柄の統合報告書 AI スコア（人財戦略）

エンゲージメント対象先



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

(注 1) 企業 HP、EDINET のテキスト情報をもとに AI を用いて算出した統合報告書の AI スコア。2023 年を基準(全統合報告書の平均値 50)とした偏差値の平均値を表記。

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

(注 3) エンゲージメント対象先: マンデート開始時からエンゲージメントを行っていた企業群(約 100 社)のうち、暦年比較可能な 72 社。

## 4. 重大な ESG 課題

GPIF は、[16～17 ページ](#)にある通り、毎年、株式および債券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を実施。2024 年度の調査対象は以下の通り。

- 国内株式 20 機関
- 外国株式 31 機関
- 国内債券 12 機関
- 外国債券 15 機関

右表は各運用手法の運用受託機関数を分母に当該課題を「重大な ESG 課題」として挙げた機関数の比率。

- ・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受託機関の場合、GPIF の委託額の多いマニデートでカウント。
- ・債券については、社債投資家として考える重大な ESG 課題を確認。

ESG課題	国内株 パッシブ	国内株 アクティブ	外国株 パッシブ	外国株 アクティブ	国内債券	外国債券
気候変動	100%	100%	100%	85%	100%	87%
森林伐採	71%	15%	100%	22%	42%	40%
水資源・水使用	57%	23%	100%	30%	50%	27%
生物多様性	100%	77%	100%	52%	83%	27%
汚染と資源	43%	15%	75%	19%	33%	47%
廃棄物管理	57%	23%	75%	15%	42%	40%
環境市場機会	71%	31%	50%	7%	50%	20%
その他（環境）	29%	23%	25%	15%	17%	20%
人権と地域社会	100%	62%	100%	48%	83%	47%
製品サービスの安全	57%	23%	25%	30%	42%	33%
健康と安全	57%	23%	75%	37%	42%	47%
労働基準	57%	46%	50%	48%	58%	47%
紛争鉱物（問題ある調達）	29%	8%	25%	7%	8%	13%
社会市場機会	43%	15%	25%	7%	33%	20%
その他（社会）	29%	38%	50%	33%	33%	33%
人材開発	57%	31%	25%	26%	50%	27%
プライバシー及びデータセキュリティ	57%	23%	50%	33%	33%	47%
取締役会構成・評価	86%	69%	75%	59%	75%	40%
リスクマネジメント	57%	23%	50%	19%	33%	27%
資本効率	86%	85%	75%	22%	33%	20%
少数株主保護（政策保有等）	86%	69%	50%	19%	33%	13%
コーポレートガバナンス（意思決定の透明性・公正性、報酬、サクセッション等）	71%	77%	75%	56%	75%	60%
腐敗防止	43%	15%	50%	11%	25%	40%
税の透明性	29%	8%	25%	15%	17%	20%
その他（ガバナンス）	57%	23%	75%	11%	25%	40%
企業文化・風土	57%	15%	50%	7%	33%	33%
サプライチェーン	100%	31%	75%	33%	67%	40%
ダイバーシティ	100%	77%	100%	30%	75%	33%
情報開示	100%	69%	100%	52%	92%	60%
不祥事	86%	54%	50%	11%	67%	13%
その他	43%	15%	50%	15%	50%	20%

E（環境）

S（社会）

G（ガバナンス）

ESGのうち複数テーマ



# 第3章 運用受託機関への期待と課題 GPIFの今後の対応

## GPIF のスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み

- GPIF は、2025 年 3 月 31 日、第 5 期中期目標期間（2025 年 4 月～2030 年 3 月）の開始に当たり、「GPIF のスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」を策定し、公表。その内容は、以下のとおり。

### 1. スチュワードシップ活動の基本的な考え方・重点事項

#### （1）GPIF のスチュワードシップ活動の基本的な考え方

- ・ 専ら被保険者の利益のために長期的な投資収益の拡大を図ることがスチュワードシップ活動の目的。ESG などのサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動も長期的な投資収益拡大の観点から推進。
- ・ 運用受託機関によるエンゲージメント等によって長期的な企業価値が向上し、資本市場や経済全体の持続的な成長につながれば、GPIF は投資収益の向上という恩恵を受けられる。
- ・ GPIF は、運用受託機関との対話に加えて、外部団体等のステークホルダーと継続的に対話を行っていくことなどを通じて、インベストメントチェーンの好循環の構築を目指す。

#### （2）第 5 期中期目標期間における重点事項

「長期的な企業価値向上」「資本市場や経済全体の持続的成長」を重視した取組みを推進。

- 1) GPIF では、長期的な投資収益の拡大の観点から、持続的な企業価値向上につながる資本配分や事業戦略の促進などを重視。グローバル資本市場では、資本コストを意識した経営が求められている。日本においても、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に応じて、上場企業と投資家の間で資本配分（含む株主還元）や情報開示に関する対話が進んでいる。今後は情報開示等を通じた市場評価のディスカウント解消などに加え、事業戦略といった企業の将来のキャッシュフローに直結する対話が焦点になると考える。

- 2) サステナビリティについては、気候変動によるリスク、地政学上のリスクなど、テーマ・地域・業種によって機会・リスクが様々で変化も大きいと考える。今後もフィナンシャルマテリアリティ<sup>1</sup>の観点から、企業による機会の追求、リスク低減（強靱性向上含む）、情報開示を運用受託機関等が促進することを重視。
- 3) 企業がサステナビリティに関するリスクや機会、環境変化に適切に対応しつつ、中長期的に企業価値を向上させるための礎としての実効的なコーポレート・ガバナンスを促進する取組みを重視。

## 2. 今後の主な取組事項

### (1) 運用受託機関との対話

- ・ 運用戦略に応じたスチュワードシップ活動の評価を検討。
- ・ 運用戦略に応じた効果的なスチュワードシップ活動のベストプラクティス（好事例）を収集し公表。
- ・ 運用受託機関によるスチュワードシップ活動のデータベースを構築するなど、同活動の評価業務を効率化。

### (2) インベストメントチェーンの好循環の構築

- ・ GPIF は、運用受託機関の企業への期待事項など、投資家としての考え方を積極的に発信。
- ・ 企業価値向上および資本市場・経済全体の持続的成長に資するスチュワードシップ活動の分析・公表を実施。
- ・ 企業や他のアセットオーナーなど市場関係者との意見交換・連携を強化。

GPIF は、「GPIF のスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」に則り、引き続きスチュワードシップ活動を推進。なお、スチュワードシップ活動の推進にあたり、体制強化に努めるとともに、効果検証の実施など、GPIF 自身が PDCA サイクルを回し取組みの改善と見直しを図る。

<sup>1</sup> 企業価値に影響を及ぼす重要な事項を指す。



## 運用受託機関への期待と課題

- 「GPIF のスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」に示された「今後の主な取組事項」に示されている運用受託機関との対話に当たっては、**GPIF のスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則の運用受託機関における浸透**を図る。
- また、運用受託機関との対話における運用受託機関への期待と課題は、以下のとおり。

### ■ 運用とスチュワードシップ活動の融合

- ✓ 運用及びスチュワードシップ担当間での連携
- ✓ 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
- ✓ 投資スタイルに合わせた ESG インテグレーションの実践

### ■ エンゲージメントの高度化

- ✓ 環境変化を考慮した、企業価値向上に資する新たな ESG などのサステナビリティ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 (マイルストーン管理、エスカレーション戦略含む)
- ✓ エンゲージメントに関する実績データの整備と効果検証
- ✓ 議決権行使への ESG などのサステナビリティ課題、エンゲージメントの反映
- ✓ 債券投資におけるスチュワードシップ責任に係る取組み

### ■ 投資先に対するメッセージと投資家としての情報開示

- ✓ 投資先に対するメッセージと一致したスチ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 提言等のグローバル・スタンダードに沿った開示
  - 重大な ESG などのサステナビリティ課題（マテリアリティ）への取組みをはじめとした自社の方針、考え方等の情報発信



# 株主議決権行使状況 (2024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（54 ファンド）で議決権を行使している。

(2) 議案別行使状況

議案	会社機関に関する議案					役員報酬等に関する議案				資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)			定款変更に関する議案	買収防衛策 (ライツプラン)		その他議案	合計	
	取締役の選任	うち社外取締役	監査役の選任	うち社外監査役	会計監査人の選任	役員報酬	役員賞与	退任役員の退職慰労金の贈呈	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	151,274	66,229	15,298	10,405	235	5,762	867	444	355	11,548	129	184	5,750	291	0	210	192,347	
会社提案	計	150,422	65,776	15,282	10,389	235	5,638	867	444	355	11,277	0	184	3,087	291	0	153	188,235
		(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	133,155	58,705	13,866	9,049	233	5,377	782	37	315	10,895	0	182	3,009	16	0	112	167,979
		(88.5%)	(89.2%)	(90.7%)	(87.1%)	(99.1%)	(95.4%)	(90.2%)	(8.3%)	(88.7%)	(96.6%)	(0.0%)	(98.9%)	(97.5%)	(5.5%)	(0.0%)	(73.2%)	(89.2%)
反対	17,267	7,071	1,416	1,340	2	261	85	407	40	382	0	2	78	275	0	41	20,256	
	(11.5%)	(10.8%)	(9.3%)	(12.9%)	(0.9%)	(4.6%)	(9.8%)	(91.7%)	(11.3%)	(3.4%)	(0.0%)	(1.1%)	(2.5%)	(94.5%)	(0.0%)	(26.8%)	(10.8%)	
株主提案	計	852	453	16	16	0	124	0	0	0	271	129	0	2,663	0	0	57	4,112
		(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	34	32	1	1	0	19	0	0	0	61	23	0	230	0	0	2	370
		(4.0%)	(7.1%)	(6.3%)	(6.3%)	(0.0%)	(15.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(22.5%)	(17.8%)	(0.0%)	(8.6%)	(0.0%)	(0.0%)	(3.5%)	(9.0%)
反対	818	421	15	15	0	105	0	0	0	210	106	0	2,433	0	0	55	3,742	
	(96.0%)	(92.9%)	(93.8%)	(93.8%)	(0.0%)	(84.7%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(77.5%)	(82.2%)	(0.0%)	(91.4%)	(0.0%)	(0.0%)	(96.5%)	(91.0%)	

※( )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7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 全ての運用受託機関（64 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	142,005	5,865	14,090	29,034	212	140	5,209	9,012	5,617	7,577	6,724	175	12,323	55,595	293,578	
会社提案	計	140,040	5,304	14,082	28,733	208	43	5,144	9,000	5,617	7,531	5,935	174	12,213	45,349	279,373
		(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	121,253	4,645	12,271	21,903	184	31	3,314	8,976	5,472	6,139	5,372	148	11,769	39,428	240,905
		(86.6%)	(87.6%)	(87.1%)	(76.2%)	(88.5%)	(72.1%)	(64.4%)	(99.7%)	(97.4%)	(81.5%)	(90.5%)	(85.1%)	(96.4%)	(86.9%)	(86.2%)
	反対	18,787	659	1,811	6,830	24	12	1,830	24	145	1,392	563	26	444	5,921	38,468
		(13.4%)	(12.4%)	(12.9%)	(23.8%)	(11.5%)	(27.9%)	(35.6%)	(0.3%)	(2.6%)	(18.5%)	(9.5%)	(14.9%)	(3.6%)	(13.1%)	(13.8%)
株主提案	計	1,965	561	8	301	4	97	65	12	0	46	789	1	110	10,246	14,205
		(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(0.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
	賛成	1,168	469	0	58	0	0	13	10	0	45	317	0	66	3,755	5,901
		(59.4%)	(83.6%)	(0.0%)	(19.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(20.0%)	(83.3%)	(0.0%)	(97.8%)	(40.2%)	(0.0%)	(60.0%)	(36.6%)	(41.5%)
	反対	797	92	8	243	4	97	52	2	0	1	472	1	44	6,491	8,304
		(40.6%)	(16.4%)	(100.0%)	(80.7%)	(100.0%)	(100.0%)	(80.0%)	(16.7%)	(0.0%)	(2.2%)	(59.8%)	(100.0%)	(40.0%)	(63.4%)	(58.5%)

※( )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。

※反対には棄権は2,942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

		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	2023年度	2024年度
国内 株式	会社提案に	22,074	18,044	16,191	12,911	14,266	13,408	12,491	15,061	22,250	22,821	17,022	16,429	18,199	20,256
	反対・棄権	13.3%	11.6%	11.5%	9.5%	8.4%	7.9%	8.5%	10.3%	11.1%	12.3%	10.4%	10.1%	11.6%	10.8%
	株主提案	34	58	34	56	55	65	167	129	215	319	154	262	417	370
	に賛成	1.9%	2.7%	2.3%	2.9%	2.8%	4.7%	7.8%	8.8%	12.0%	12.2%	8.9%	10.0%	11.1%	9.0%
外国 株式	会社提案に	6,087	5,422	7,161	7,269	10,778	11,162	13,076	17,061	17,510	17,734	28,385	36,042	36,476	38,468
	反対・棄権	5.3%	4.9%	6.0%	6.7%	7.5%	7.7%	8.7%	10.3%	12.4%	13.1%	15.9%	17.2%	14.6%	13.8%
	株主提案に	1,486	1,655	1,503	1,483	2,650	2,630	3,295	2,849	2,504	2,008	2,772	3,526	4,221	5,901
	賛成	32.9%	35.2%	32.0%	40.3%	47.4%	43.0%	50.5%	53.3%	52.7%	43.8%	53.9%	52.2%	38.0%	41.5%



## 参考 GPIFにおける各種原則

# サステナビリティ投資（スチュワードシップ活動含む）に関する各種原則・規定

## 投資原則

【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ことから、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）や社会・環境的効果（インパクト）を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。

## サステナビリティ投資方針

### ESG 指数選定における実務指針

【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などのサステナビリティ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

### スチュワードシップ活動原則

### 議決権行使原則

## 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則

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  
 令和 7 年 3 月 31 日 一部変更

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」といいます。）の経営委員会は、GPIFの投資原則を定めました。  
 本原則を国民の皆様との約束とさせていただき、役職員は、高い職業倫理に基づき行動してまいります。そして、管理運用体制を強固なものとし、説明責任を果たしつつ、国民の皆様から更なる信頼を得ていきたいと考えています。

### 投資原則

- 【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ことから、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）や社会・環境的効果（インパクト）を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。
- 【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などのサステナビリティを考慮した取組を含む。）を進める。



## 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  
令和7年（2025年）3月31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、株式のパッ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などのサステナビリティの考慮

- 投資においてESG（環境・社会・ガバナンス）などのサステナビリティ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などのサステナビリティ課題に取り組むこと。
- 運用受託機関は、重大なESGなどのサステナビリティ課題について、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などのサステナビリティ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ェ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  
令和7年（2025年）3月31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（環境・社会・ガバナンス）などのサステナビリティ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うのではなく、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

