



# GPIFのインベストメントチェーンの 課題認識とスチュワードシップ活動

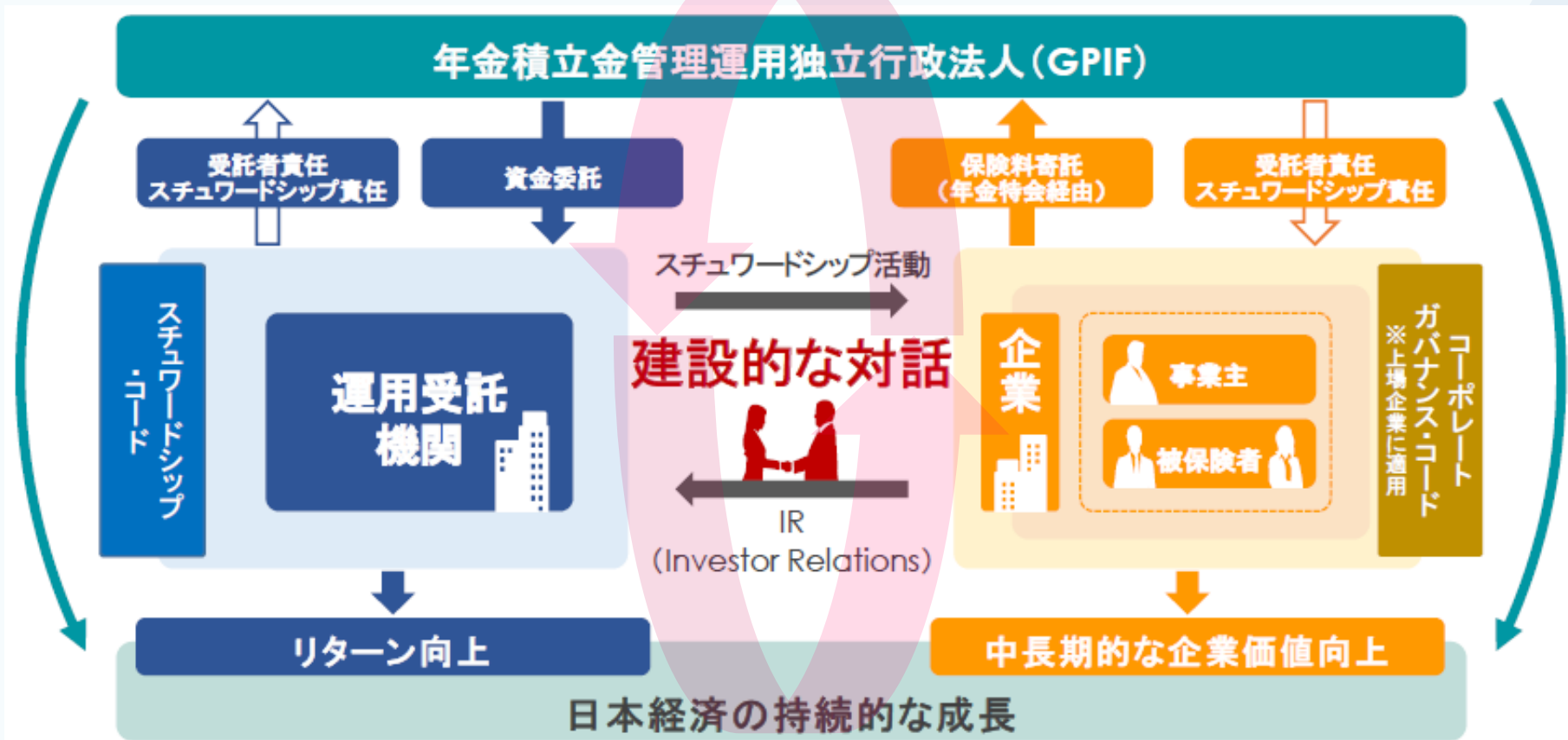
年金積立金管理運用独立行政法人  
市場運用部スチュワードシップ推進課  
小森 博司



2017年12月19日

# 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、負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することは不可欠。GPIF自身は株式の売買および議決権行使は運用受託機関を通じて実施しているため、運用受託機関と投資先企業との「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進することで「中長期的な企業価値の向上」が「日本経済全体の成長」に繋がり、最終的に「リターンの上昇」というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境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。

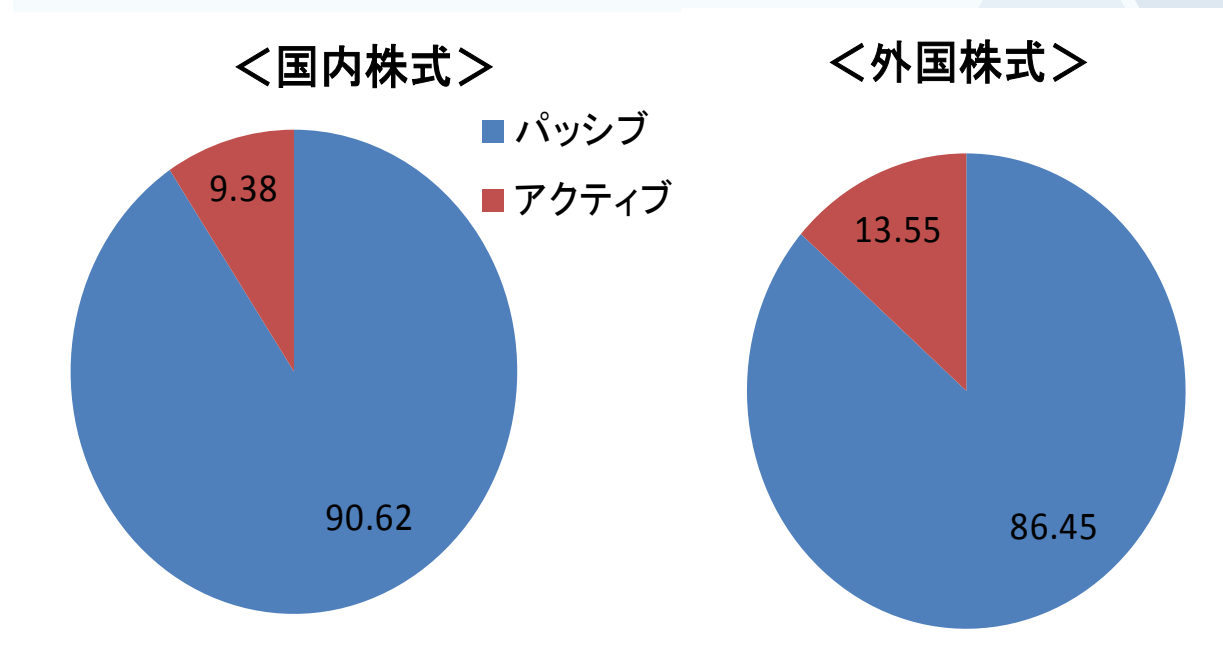
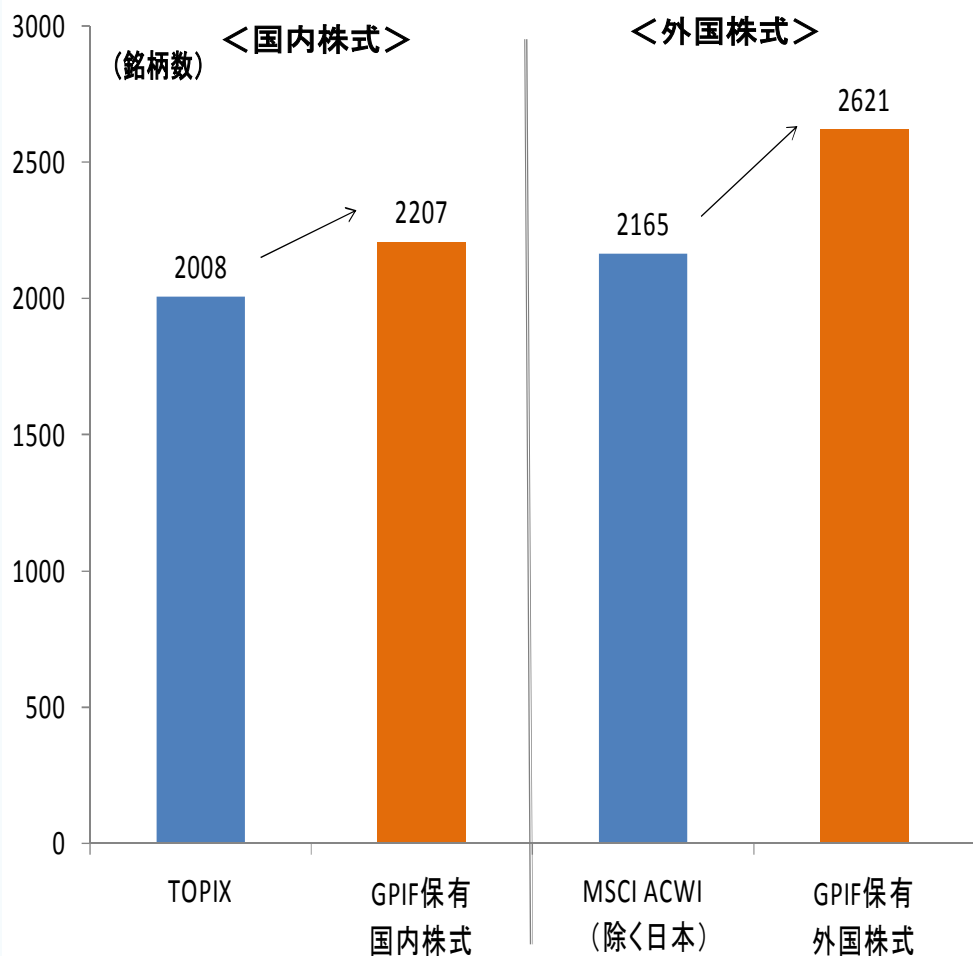


# 「ユニバーサル・オーナー」かつ「超長期投資家」

## 【GPIFの株式保有状況(2017年3月末時点)】

主要指数の構成銘柄数とGPIFの保有銘柄数

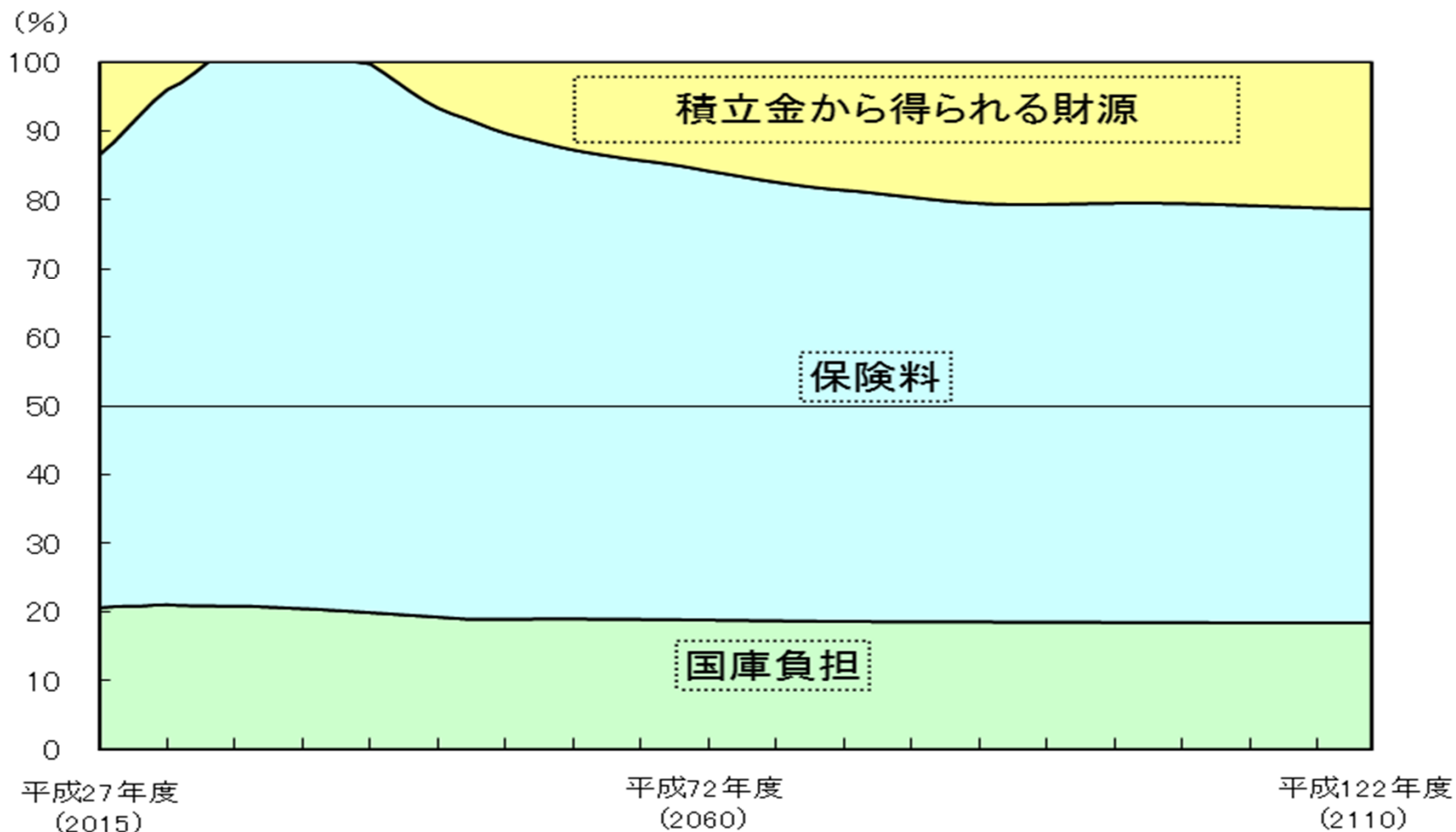
GPIFの株式運用におけるパッシブ・アクティブ比率



(出所) GPIF業務概況書(平成28年度)

# 厚生年金の財源の内訳（平成26年財政検証）

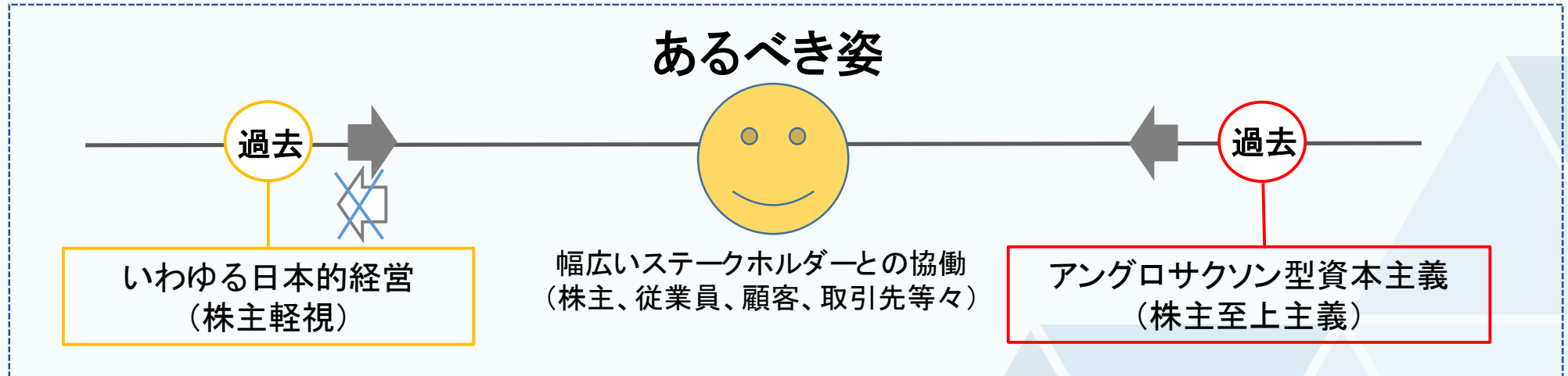
財政検証で前提としている概ね100年間を平均すれば、給付の約9割が保険料と国庫負担で賄われる。



(出典)平成26年財政検証結果レポート

# グローバルな潮流 キーワードは“Sustainability”と“Inclusiveness”

## ■ 日本のガバナンス改革と米国の株主至上主義からの反省



コーポレートガバナンス・コード  
～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～



「責任ある機関投資家」の諸原則  
《日本版スチュワードシップ・コード》

～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～



# PRI（国連責任投資原則）とSDGs（持続可能な開発目標）

社会的な課題解決が  
事業機会と投資機会を生む



持続可能な社会



- 原則1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
- 原則2 私たちは活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。
- 原則3 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。(原則4～6は省略)

【GPIFの取組】水野理事がアセットオーナー・アドバイザー・コミッティに選任(平成28年1月)  
水野理事がPRI協会理事に就任(平成29年1月)



【GPIFの取組】政府のSDGs推進円卓会議に高橋理事長が参加(平成28年9月)

(出所) 国連等よりGPIF作成

# スチュワードシップ推進活動における重点課題と取組

## 目的

企業価値の向上や持続的成長を促すことで被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大  
**“持続的な企業価値向上”×“資本市場の効率性向上”**

### スチュワードシップ責任を 果たすための重点課題

インベストメントチェーンに  
おける  
Win-Win環境の構築

運用会社のスチュワード  
シップ推進活動の強化、  
ガバナンス改善

投資における  
ESGの考慮



### 具体的な取組

- J P X 日経400採用企業向けアンケートの実施
- 「企業・アセットオーナーフォーラム」の開催
- 「グローバル・アセットオーナーフォーラム」の開催
- GPIFの運用受託機関が選ぶ優れた「コーポレート・ガバナンス報告書」、「統合報告書」の公表
- 運用会社の評価基準の改定（国内株式パッシブ運用受託機関におけるスチュワードシップ責任に係る取組のウエイト引き上げ等）
- PRIや国内外関係団体・機関との連携強化
- 国内株を投資対象にしたESG指数の選定・投資開始
- グローバル株式を対象とする環境指数の公募開始

# 具体的な取組（抜粋）

## ■ JPX日経400採用企業向けアンケート

[http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/stewardship\\_questionnaire.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/stewardship_questionnaire.pdf)

- 平成28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、上場企業向けに初めてアンケートを実施。第2回は平成29年2～3月に実施。
- JPX日経400インデックス採用企業を対象として実施し、第2回は68%にあたる272社より回答。
- 前回アンケート以降の機関投資家の変化について、変化を感じている企業のうち、大多数が好ましい変化があったと回答。統合報告書については、既に作成している企業に作成予定・検討中の企業も合わせると、全体の3/4に達する。

## ■ 企業・アセットオーナーフォーラム

[http://www.gpif.go.jp/kigyuu\\_assetownerforum.html](http://www.gpif.go.jp/kigyuu_assetownerforum.html)

- オムロン株式会社、イーザイ株式会社、日産自動車株式会社など複数の企業から「アセットオーナーであるGPIFと企業との間の継続的かつ建設的な意見交換の場」設立の提案を受け発足、平成28年9月に第1回開催。
- 上記幹事会社3社を含む計10社とアセットオーナー5機関が参加しており、平成29年10月には第3回開催。
- 第3回はESG、SDGs、議決権行使結果の個別開示、エンゲージメントについて、投資家側への要望を含め、議論・意見交換。
- 議論の内容を公表するとともに、GPIFの運用受託機関や海外のアセットオーナーにもフィードバック。

## ■ グローバル・アセットオーナーフォーラム

[http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/summary2ndGlobalAssetOwnersForum\\_ja.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/summary2ndGlobalAssetOwnersForum_ja.pdf)

- 被保険者のために一層のステewardシップ責任を果たすため、この分野において先行する海外公的年金基金等との継続的な意見交換の場を設け、その高度な知見の活用を目指し設立。平成28年11月に第1回開催。
- GPIF、CalPERS、CalSTRSが共同幹事として開催、平成29年11月に第3回開催。
- 平成29年5月に開催された第2回ではアセットオーナーとアセットマネージャーの利害の一致を図るベストプラクティスの共有、ESG（環境・社会・ガバナンス）課題に関する知見と経験の共有の必要性、法務ネットワークや調査研究の共同活用などを議論し概要を公表（第3回の概要は後日公表）。



# GPIFの運用受託機関が選ぶ 優れた「コーポレート・ガバナンス報告書」「統合報告書」

- コーポレート・ガバナンス報告書と統合報告書は、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、企業には両報告書の充実または作成を促し、投資家にはその活用を働き掛けることを目的に、平成28年8月、GPIFの国内株式運用受託機関に対して、優れた「コーポレート・ガバナンス報告書」、「統合報告書」を3社ずつ選定依頼。GPIFで結果を集計し、同年11月に公表。
- 企業からもこの公表により、「2つの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」など良い影響があったとフィードバックを得た。

## ○優れた「コーポレート・ガバナンス報告書」

コード	企業名
4452	花王
6645	オムロン
1878	大東建託
4911	資生堂
6146	ディスコ
6361	荏原製作所

(注) GPIFの国内株式運用受託機関のうち、16社が回答。コーポレート・ガバナンス報告書の優れている企業を各運用会社が3社ずつ挙げ、それを集計。表以外では、堀場製作所、日本電産、日本製紙、日産化学工業、帝人、積水化学工業、小松製作所、三菱重工業、三菱UFJFG、塩野義製薬、伊藤忠商事、ユナイテッドアローズ、ヤマハ発動機、ヤクルト、みずほFG、バンダイナムコホールディングス、トヨタ自動車、デンカ、スミダコーポレーション、スタートトゥデイ、麒麟ホールディングス、カプコン、カカコム、オリンパス、オリックス、アンリツ、アサヒグループホールディングス、TDK、MS&AD、J.フロント リテイリング、HOYA、亀田製菓の名前が挙げた。

## ○優れた「統合報告書」

コード	企業名
9697	カプコン
6645	オムロン
2802	味の素
4927	ポーラ・オルビスHD
8252	丸井グループ
8058	三菱商事
1925	大和ハウス工業
6856	堀場製作所
7011	三菱重工業

(注) GPIFの国内株式運用受託機関のうち、16社が回答。統合報告書の優れている企業を各運用会社が3社ずつ挙げ、それを集計。表以外では、J.フロント リテイリング、SCSK、TDK、アサヒグループHD、アンリツ、イーザイ、オリンパス、カルソニックカンセイ、ティ・エス テック、ナブテスコ、フジクラ、みずほFG、ユナイテッドアローズ、リコー、レオパレス21、旭化成、伊藤園、関西電力、三井化学、三菱ケミカルHD、大東建託、中外製薬、日本航空の名前が挙げた。

# 採用ESG指数一覧

## 総合型指数

FTSE Blossom  
Japan Index

MSCIジャパン  
ESGセレクト・  
リーダーズ指数

E  
(環境)

S  
(社会)

G  
(ガバナンス)

## テーマ指数

該当なし  
→グローバル環境  
株指数を公募中

MSCI 日本株  
女性活躍指数  
(WIN)

該当なし

# ESG指数選定における主な評価ポイント

## ① ESG重視、ポジティブ・スクリーニングが基本

ESG評価に基づくポジティブ・スクリーニングを基本とし、特定の財・サービスを提供する会社を形式的に除外することを行わず、株式市場の底上げを図るために幅広い企業に指数の採用の機会を設けている指数を評価。

## ② 開示促進（公表情報）、評価手法の改善

ESG評価の精度向上のためには、「企業側のESG情報開示の促進」と「ESG評価手法の改善」が不可欠。ESG評価手法、評価結果の詳細な開示、評価結果の企業へのフィードバック、ESG指数を利用する投資家との対話を積極的に行い、その結果をESG評価の改善につなげる方針を確認

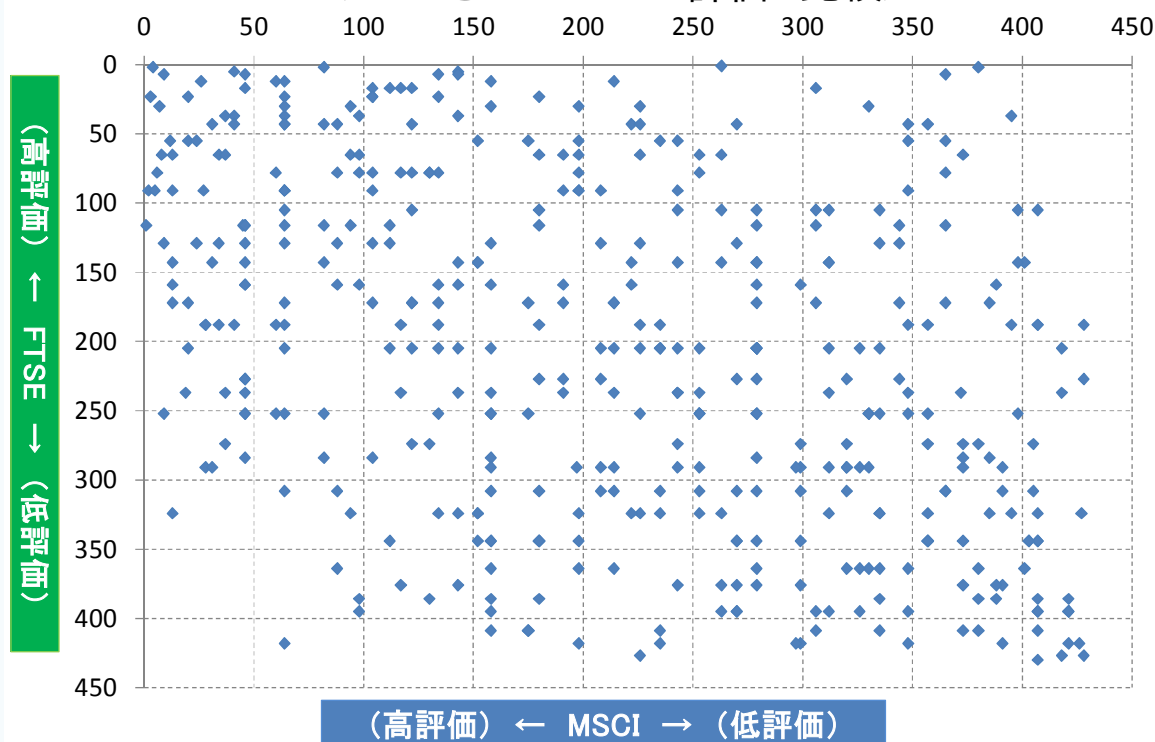
## ③ ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理

ESG指数の場合、ESG評価を行うアナリストなど「人」が介在する余地が大きく、G評価の継続性や透明性、中立性を担保する上で、ESG評価会社及び指数会社のガバナンス体制・利益相反管理は極めて重要

# 評価ポイント② ～開示促進（公表情報ベース）、評価手法の改善

- ESG評価の精度向上のためには、「企業側のESG情報開示の促進」と「ESG評価手法の改善」が不可欠であり、今回の指数選定においては、それらについての対応を評価した。
- FTSE社及びMSCI社ともに、ESG評価手法、評価結果の詳細な開示、評価結果の企業へのフィードバック、ESG指数を利用する投資家との対話を積極的に行い、その結果をESG評価の改善につなげる方針である。
- また、MSCI社の「MSCI日本株女性活躍指数」については、情報開示を促進するインセンティブ付けがなされるような指数構築手法（開示が少ない企業についてはスコアが減算される仕組み）がとられている点を高く評価。

<FTSEとMSCIのESG評価の比較>



## 【ESG評価の現状】

- 財務分析とは異なり、ESG評価については歴史が浅いこともあり、その評価手法については、現時点でスタンダードとなるものは確立されていない。また、評価する上で必要な情報の開示についても十分とは言えない状況
- 今回、採用するFTSE社とMSCI社のESG評価の相関関係をみると、緩い相関に留まっている

(注1) 分析ユニバース（2016/7時点）、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社

(注2) 図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位（1位～430位）

# 総合型① : FTSE Blossom Japan Indexの概要

## ■ 指数のコンセプト

- ESG指数としては世界でも有数の歴史を持つFTSEの指数シリーズFTSE4Good Japan Indexの業種ウェイトを中立化したESG総合型指数。
- 企業との対話（エンゲージメント）において有用な国際基準に則った明確なESG評価軸を用いつつ、日本企業に対応。

## ■ 指数組入候補（親指数）

- FTSE JAPAN INDEX（約500銘柄）

## ■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 国内外の環境・社会・ガバナンス要因への対応力が優れた企業のみを選定（公表情報に基づき深刻な不祥事が発生していると判断される企業は新規組み入れ対象外）

## ■ 構成銘柄比率の考え方

- 時価総額加重（業種ごとの比率を親指数と同等に調整し業種バイアスを最小化）

## ■ 指数構成銘柄数

- 151銘柄（2017年6月時点）



FTSE Blossom  
Japan

## ■ 指数のコンセプト

- 世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。
- ESG投資は、気候変動や人口動態の変化等、ユニバーサル・オーナーの長期的リターンに甚大な影響を与える様々なリスクに備えるが、その基本形となる指数。

## ■ 指数組入候補（親指数）

- MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄（以下、MSCIジャパンIMIトップ500）

## ■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 親指数の各業種からESG評価が高い銘柄を該当する業種の時価総額50%になるまで選定（非常に深刻な不祥事が発生している銘柄は採用対象外）。

## ■ 構成銘柄比率の考え方

- 時価総額加重

## ■ 指数構成銘柄数

- 251銘柄（2017年6月時点）



MSCI ジャパンESG  
セレクト・リーダース指数

# テーマ型：MSCI日本株女性活躍指数(WIN)の概要

## ■ 指数のコンセプト

- 女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から性別多様性スコアの高い企業を選別して指数を構築。当該分野で網羅的に構築した初の指数。
- 将来的な労働人口減少リスクに晒されている日本では、女性活躍を推進している企業は労働力を確保しやすく、長期的事業持続性に勝る。本指数は企業の積極的な女性雇用を促し、GDP成長を通じた市場リターン改善を後押し。

## ■ 指数組入候補（親指数）

- MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄



## ■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 親指数（J-REIT銘柄は除く）の各業種から性別多様性スコアが高い上位半数の銘柄を選定（非常に深刻な不祥事や人権・労働者権利に関する不祥事が発生している銘柄は採用対象外）

## ■ 構成銘柄比率の考え方

- 「時価総額×総合スコア」で加重

総合スコア：業種調整後性別多様性スコア×業種調整後クオリティ・スコア

## ■ 指数構成銘柄数

- 212銘柄（2017年6月時点）

参考：WIN（MSCI日本株女性活躍指数の愛称、Women's indexの略）



# WIN指数の性別多様性スコア

多様性テーマ	指標	ルール
ATTRACTION	1. 新規採用者に占める女性比率%	各指標は0-10の間でスコアされる。
	2. 従業員に占める女性比率%	
RETENTION	3. 男性と女性の平均雇用年数の違い	
PROMOTION	4. 管理職における女性比率%	
	5. 取締役会における女性比率%	
多様性パフォーマンス中間スコア		上述の5スコアの平均点
DISCLOSURE	ディスクロージャーに応じた割引：上述5指標に関する%	ディスクロージャー比率 (%) が割引点数に以下の通り、変換される； 「多様性パフォーマンス中間スコア」の割引が決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>20% (1/5の開示のみ)：-20%減額</li> <li>40% (2/5の開示)：-15%減額</li> <li>60% (3/5 indicators disclosed)：-10%減額</li> <li>80% (4/5 indicators disclosed)：-5%減額</li> <li>100% (5/5 indicators disclosed)：0%減額</li> </ul>
多様性パフォーマンス・スコア (75%ウェイト)		多様性パフォーマンス中間スコア+ディスクロージャー割引
POLICY & PROGRAMS	1. 多様性に関するポリシーと経営者の監督	1. 多様性に関するポリシーについて、上級幹部の監督のもと、従業員に教育を実施している。 2. 多様性推進に関する取り組みは、上級幹部によって監督されている。 3. 多様性に関するポリシーについて、従業員に教育を実施している。 4. 多様性と機会平等に関する取り組みについて、なんらかの記述がある。 5. 取り組みなし。
	2. 多様性を改善する取り組み	1. 多様性とインクルージョン推進のため、金銭的な補助を含む支援があり、採用において多様性に関する数値目標がある。 2. 多様性とインクルージョン推進のため、金銭的な補助を含む支援がある。 3. 採用において多様性に関する数値目標がある。 4. 多様性に関するポリシーを推進する旨の開示はあるが、取り組みの詳細について開示なし。 5. 取り組みなし。
多様性実践スコア (25%ウェイト)		上記2スコアの平均
性別多様性スコア		“多様性パフォーマンス・スコア”と“多様性実践スコア”の加重平均



# WIN指数の評価方法 ～①評価項目

引き付ける (attraction)、維持する (retention)、昇進させる (promotion) は雇用サイクルの主要な要素であり、人材を有効活用しようとする企業がフォーカスすべき分野である。女性活躍を支持する企業が採れる手段は多いが、その成果を有効に測定する最も単純で分かりやすい指標は、各雇用段階における女性比率である。他の市場においては、この指標を入手する事はかなり難しいが、日本では女性活躍推進法の施行により、豊富な情報が公開されることとなった。

**Attraction:** 企業が女性を引き付ける能力を測定

⇒①新規採用における女性比率、②社員全体における女性比率

**Retention:** 企業が女性社員を継続雇用する能力を測定

⇒③男性と女性社員の平均勤続年数の差

**Promotion:** 企業が女性を昇進させる能力を測定

⇒④管理職・取締役における女性比率、⑤取締役における女性比率

## ■ 女性の労働参画に関する指標 (時価総額上位500社ベース)

パフォーマンス指標	中央値	最大値	開示している企業比率
新規採用における女性比率	25%	85%	62%
全従業員における女性比率	17%	94%	69%
男女間の平均勤続年数の差 *	-17%	41%	70%
管理職における女性比率	4%	57%	73%
取締役女性比率	10%	38%	100%



- 同業種内における当該企業の順位により得点を決定
- 例えば、ある項目が上位10%に入っていれば10点、上位20%であれば9点・・・、開示が無ければ0点となる

(注1) 男女間の平均勤続年数の差 = (女性の勤続年数 - 男性の勤続年数) / 男性の勤続年数

(注2) 2016年12月の開示に基づく (出所) MSCI資料よりGPIF作成

# WIN指数の評価方法 ～②ディスクロージャー

時価総額で日本の上位500社の半数近くが全5指標を開示（2016年12月時点）している一方、2割の企業は取締役会における女性比率という単一の指標だけの開示に留まっている。

## ■ 5つの評価項目の開示状況（時価総額上位500社ベース）

開示指標数（5つのうち）	開示企業比率
1項目	20.0%
2項目	5.6%
3項目	8.0%
4項目	19.2%
5項目	47.2%



ペナルティ
20%減額
15%減額
10%減額
5%減額
減額なし

## （参考）女性活躍指標におけるトップ企業

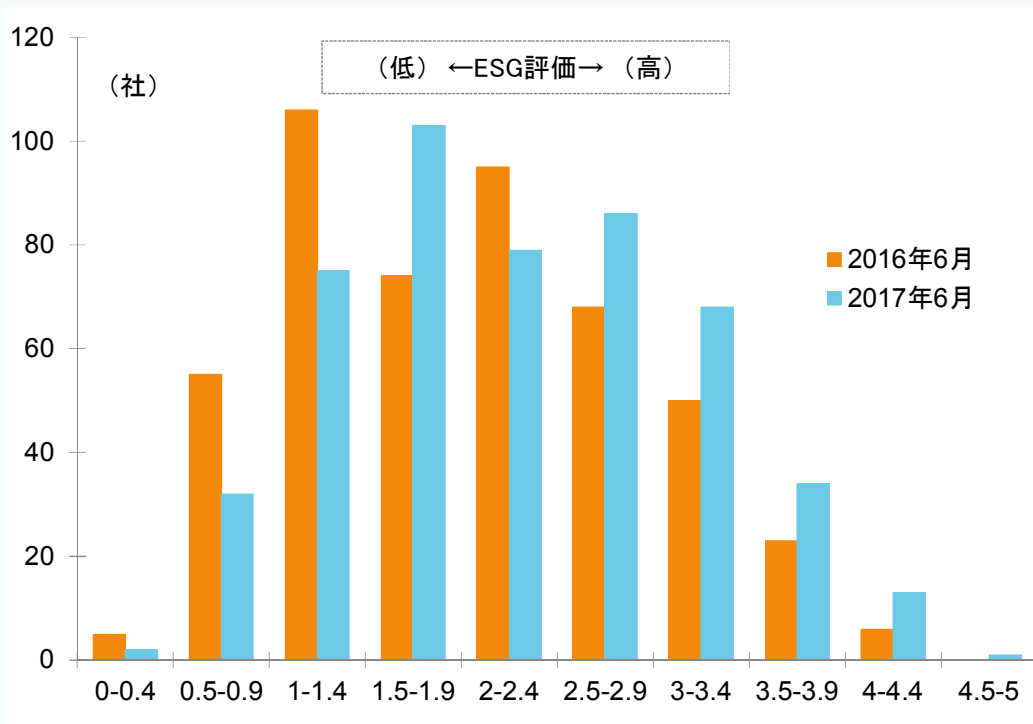
企業名	新規採用における女性比率(%)	全従業員における女性比率(%)	男性と女性社員の平均雇用年数の違い(%)	上級管理職における女性比率(%)	取締役会における女性比率(%)
資生堂	46.9	77.0	-8.1	27.1	28.6
ポーラオルビスHD	83.3	46.2	14.6	21.6	12.5
千葉銀行	68.9	42.3	-19.9	17.5	15.4
日本航空	85.2	48.1	-28.1	11.8	18.2
ゆうちょ銀行	58.5	38.5	-23.4	10.9	16.7

（注）2016年12月の開示に基づく（出所）MSCI資料よりGPIF作成

# ESG/非財務情報の開示に既に前向きな動き

■ 事業会社側もESG/非財務情報を積極的に開示（※統合報告書作成企業数、2010年26社→2015年220社→2016年279社、出所：KPMG）し始めており、その効果もあり、日本企業のESG評価の改善度は主要国企業の中でトップ。パッシブ、アクティブを問わず、ESG投資が拡大するための地盤は出来つつある。

＜日本企業（FTSE Japan）のESG評価の分布＞



＜先進各国企業のESG評価 ~FTSE~＞

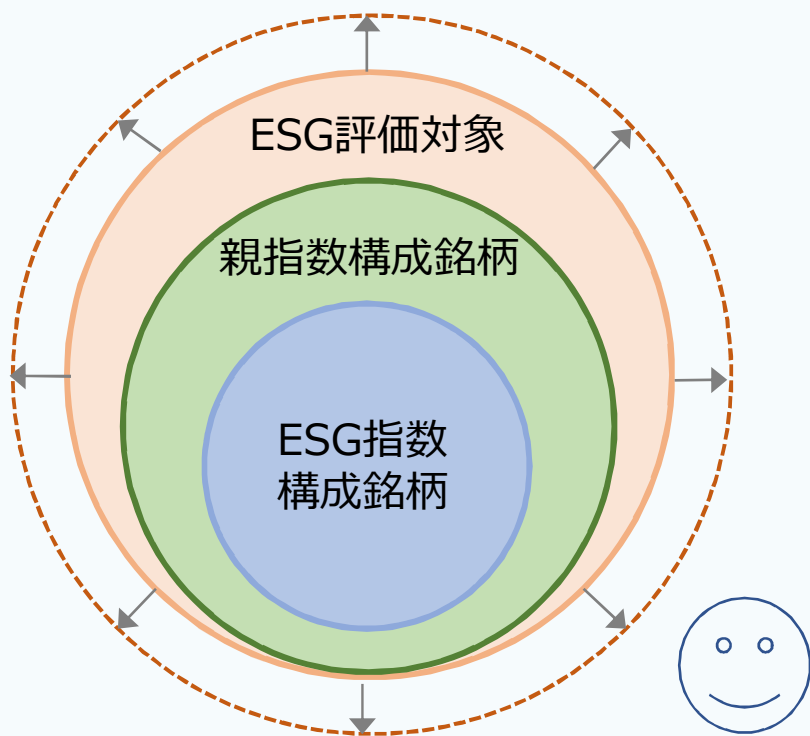
	企業数	2017年6月 平均点(A)	2016年6月 平均点(B)	変化(A-B)
米国	612	2.67	2.53	0.14
日本	493	2.22	2.00	0.22
英国	136	3.36	3.28	0.08
韓国	126	2.00	1.82	0.19
豪州	94	2.93	2.80	0.13
香港	91	2.04	1.91	0.12
フランス	84	3.50	3.39	0.11
ドイツ	71	3.14	2.97	0.17
カナダ	65	2.75	2.72	0.04
スイス	47	2.98	2.81	0.17
スウェーデン	39	3.06	3.32	-0.25
イタリア	35	3.36	3.24	0.12
シンガポール	35	2.37	2.17	0.20
...	...	...	...	...
総計	2096	2.66	2.51	0.15

(注) 対象はFTSE Developed 採用企業。平均点は指数採用企業の単純平均  
(出所) FTSE

# 高まるESG情報開示の重要性～ESG評価対象は拡大中

- GPIFが現在採用しているESG評価会社（指数会社）のESG評価の対象は徐々に拡大しており、近々、日本企業の評価対象は750社程度まで拡大する見込みである。
- GPIFはESG指数に基づくパッシブ運用に留まらず、アクティブ運用においてもESGを考慮することを求めており企業側のESG情報に対するニーズは日増しに高まっている。

＜ESG指数の親指数とESG評価対象の関係＞



アクティブ運用の  
ファンドマネジャー

＜ESG評価会社の日本株の調査対象＞

■ MSCI社のESG評価対象企業（日本企業）

	社	基準
～2015年6月	320	MSCI Japan 指数構成銘柄
2015年7月	550	MSCI Japan IMI 指数構成銘柄 時価総額上位550銘柄
2017年12月	630	MSCI Japan IMI 指数構成銘柄 時価総額上位630銘柄
2018年3月（予）	750	MSCI Japan IMI 指数構成銘柄 時価総額上位750銘柄

■ FTSE社のESG評価対象（日本企業）

	社	基準
2014年6月	462	FTSE All World Japan 指数 (L/M Cap)
2015年6月	726	FTSE All World Japan 指数 (L/M Cap)+ small cap 250
2016年6月	733	FTSE All World Japan 指数 (L/M Cap)+ small cap 250
2017年6月	744	FTSE All World Japan 指数 (L/M Cap)+ small cap 250

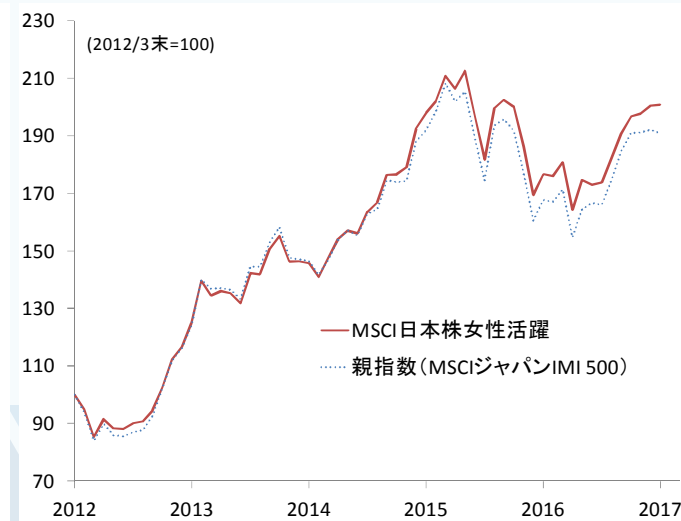
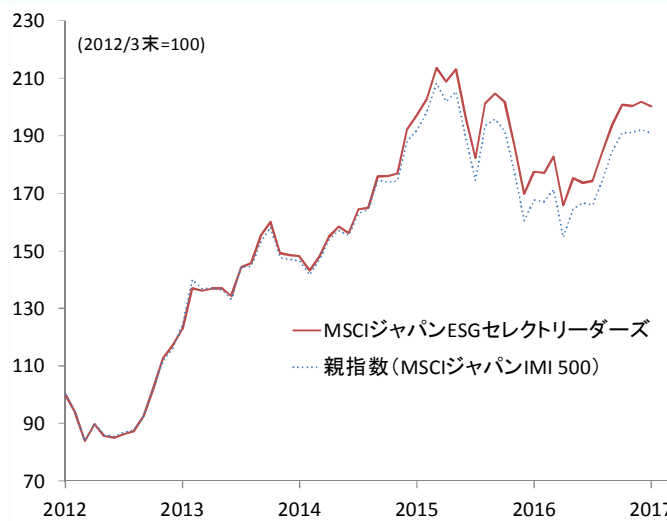
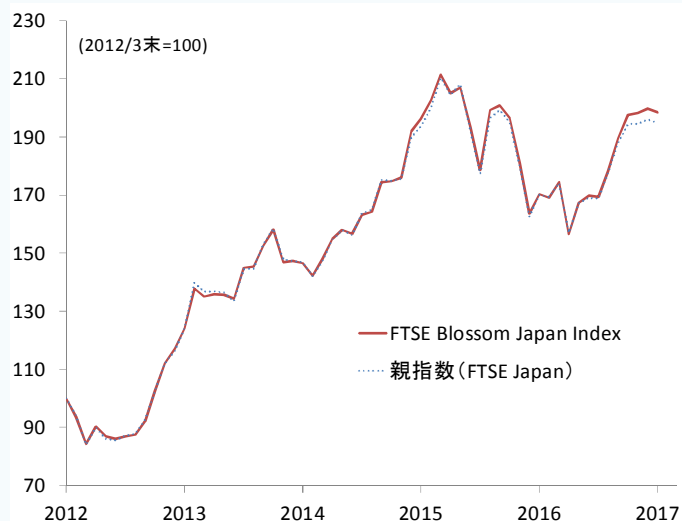
（注）各銘柄数はタイミングによって、M&A等により、若干増減することもある。

# (参考) 各ESG指数のリスク・リターン

## FTSE Blossom Japan

## MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ

## MSCI 日本株女性活躍



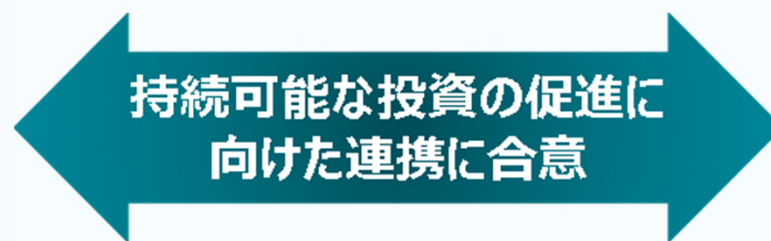
### 【各ESG指数のリスク・リターン】

指数名	リターン			リスク		
	当該指数(A)	親指数(B)	差(A)-(B)	当該指数(C)	親指数(D)	差(C)-(D)
①FTSE Blossom Japan Index	14.69%	14.26%	0.42%	18.01%	18.14%	-0.13%
②MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	14.90%	13.80%	1.10%	17.77%	18.16%	-0.39%
③MSCI日本株女性活躍指数	14.95%	13.80%	1.15%	16.97%	18.16%	-1.19%
ESGポートフォリオ全体※	<b>14.83%</b>	*14.43%	<b>0.39%</b>	<b>17.62%</b>	*17.78%	<b>-0.16%</b>

(注1)リターン、リスクは過去5年間(2012/4~2017/3)の年率。親指数は①についてはFTSE Japan 指数、②及び③についてはMSCIジャパンIMI 500 指数

(注2)※ESGポートフォリオ全体については、①、②、③に仮に2対2対1の割合(総合型各「2」、テーマ型「1」)で配分した場合の試算。\*はTOPIXのリターンとリスク

# 債券投資とESGに関する共同研究



**WORLD BANK GROUP**

GPIFと世界銀行グループは、最初の取り組みとして、  
債券投資におけるESGについて、実務的な課題に関して共同で研究を開始