

GPIF

GOVERNMENT
PENSION
INVESTMENT
FUND

インベストメントチェーンにおける Win-Win環境の構築を目指して ～ステewardシップ責任とESGの観点から～

平成28年12月

GPIF Homepage



GPIF youtube channel



GPIF Twitter



The top half of the slide features a complex background of financial data. It includes a blue line graph at the top, a candlestick chart in the middle, and a bar chart at the bottom. A blue square in the top right corner contains the GPIF logo and its full name. The background is a mix of light blue and white, with a dark blue triangle in the bottom left corner.

GPIF

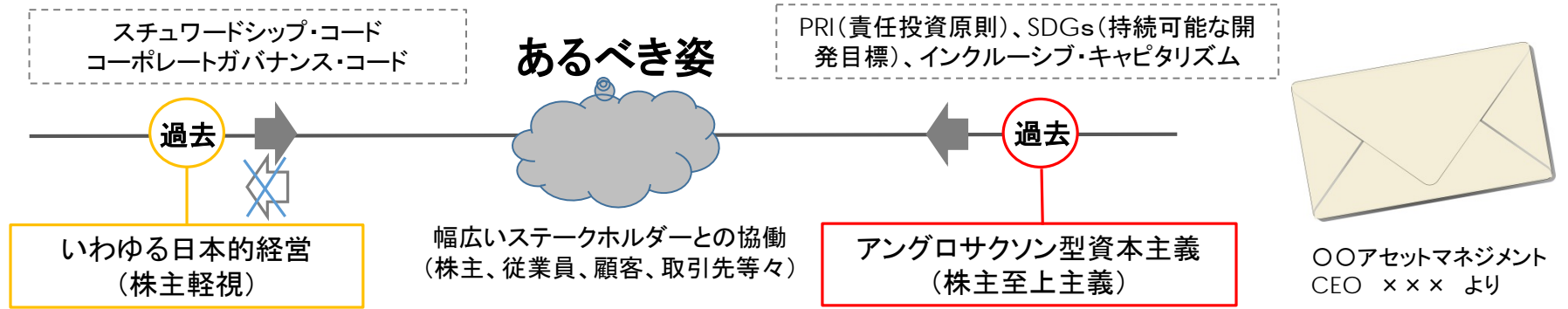
GOVERNMENT
PENSION
INVESTMENT
FUND

はじめに

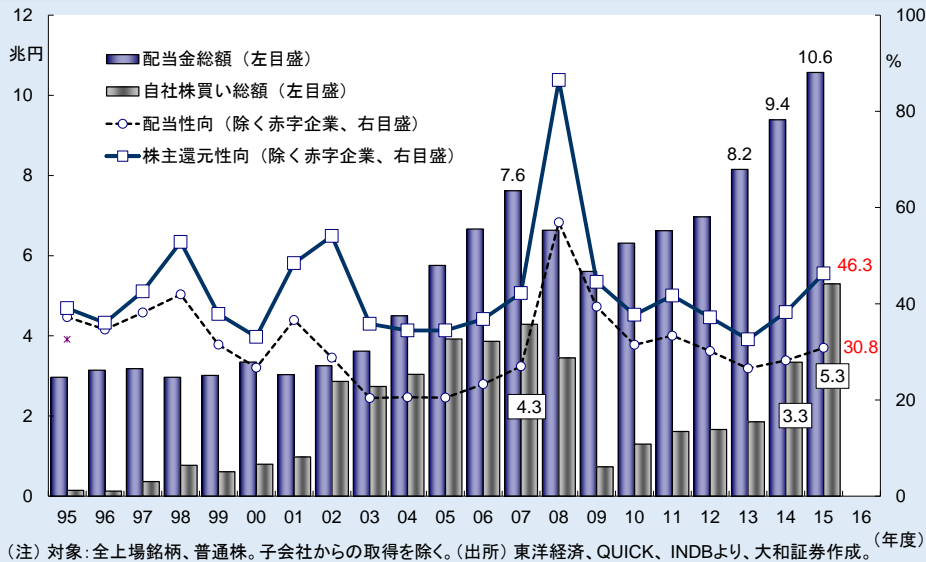
～コーポレートガバナンス改革・スチュワードシップ推進に関する誤解～

誤解① ～日本も株主至上主義に向かうのか？

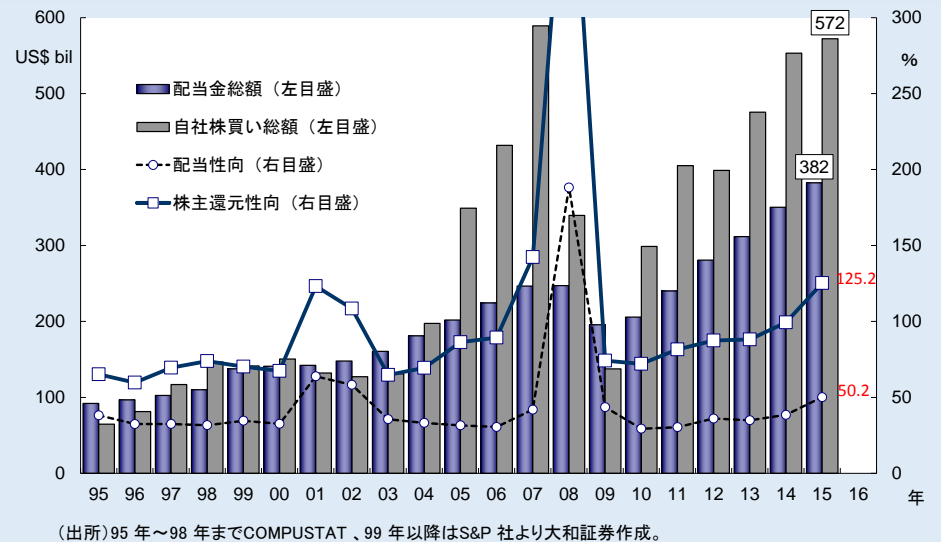
■ 日本のガバナンス改革・運用改革と米国の株主至上主義からの反省



日本企業の株主還元



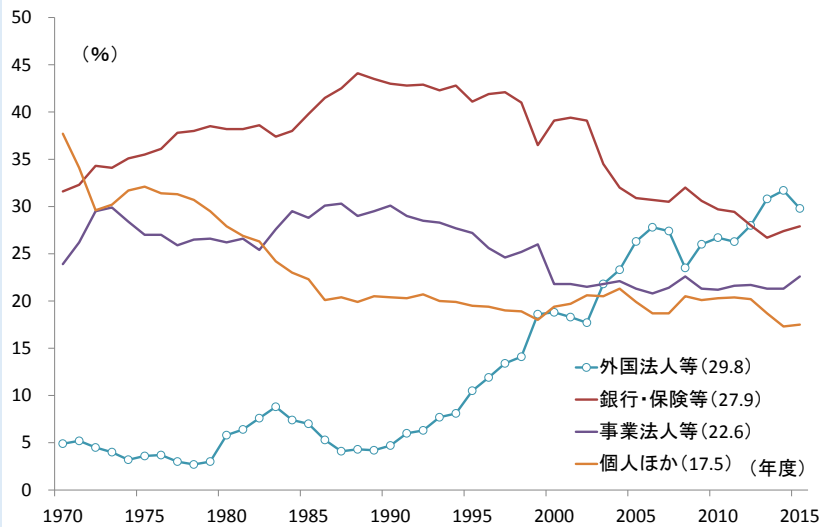
米国企業(S&P500)の株主還元



誤解② ～世界標準とは異なる日本型で評価される？

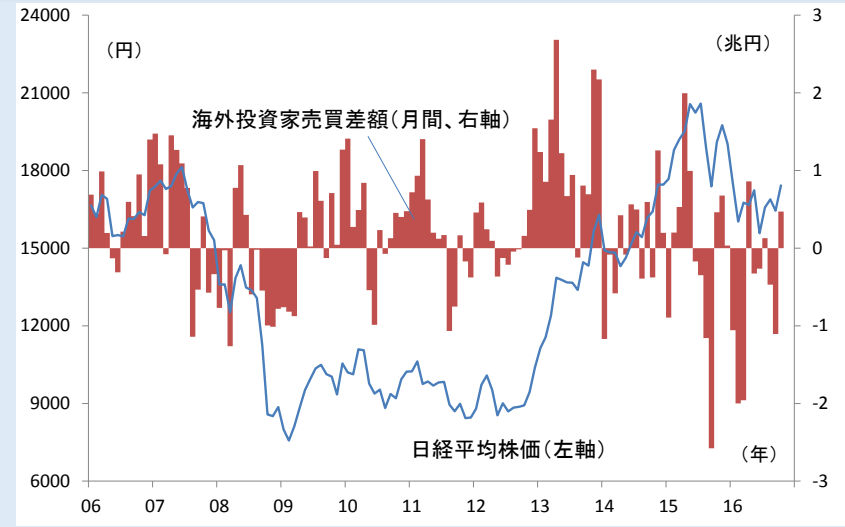
海外投資家からも認められて、日本株・日本経済は再興する

海外投資家の日本株持株比率



(出所)日本取引所グループ

海外投資家の売買差額と日経平均



(出所)日本取引所グループ、Bloomberg

GPIFの取組み

グローバル・アセットオーナー
フォーラム

企業・アセットオーナー・
フォーラム

誤解③ ～政策目的のためにGPIFはESG投資を開始？

- GPIFでは受託者責任、スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESGを考慮
→決して、政策目的の投資や社会責任投資（SRI）ではない。

- GPIFでは投資原則の中に「株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る」と掲げている。
- ESG(環境・社会・ガバナンス)を適切に考慮することは、「被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る」ことに資するものである。

■ ESG指数の公募

→14主体（グループ）から提案された27指数から、現在選考中。

- GPIFはユニバーサル・オーナーであり、環境や社会の問題などネガティブな外部性を最小化することを通じて、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的である。
- また、ESGを考慮することによるリスクの低減やリターンの改善については、投資期間が長期であればあるほど効果が期待され、超長期投資家であるGPIFにおいて、ESGを考慮する意義は大きい。

The background of the slide features a complex, layered design. It includes a blue and white line graph at the top, a grid pattern, and various abstract shapes and colors in shades of blue, green, and white. In the top right corner, there is a dark blue square containing the GPIF logo and its full name.

GPIF

GOVERNMENT
PENSION
INVESTMENT
FUND

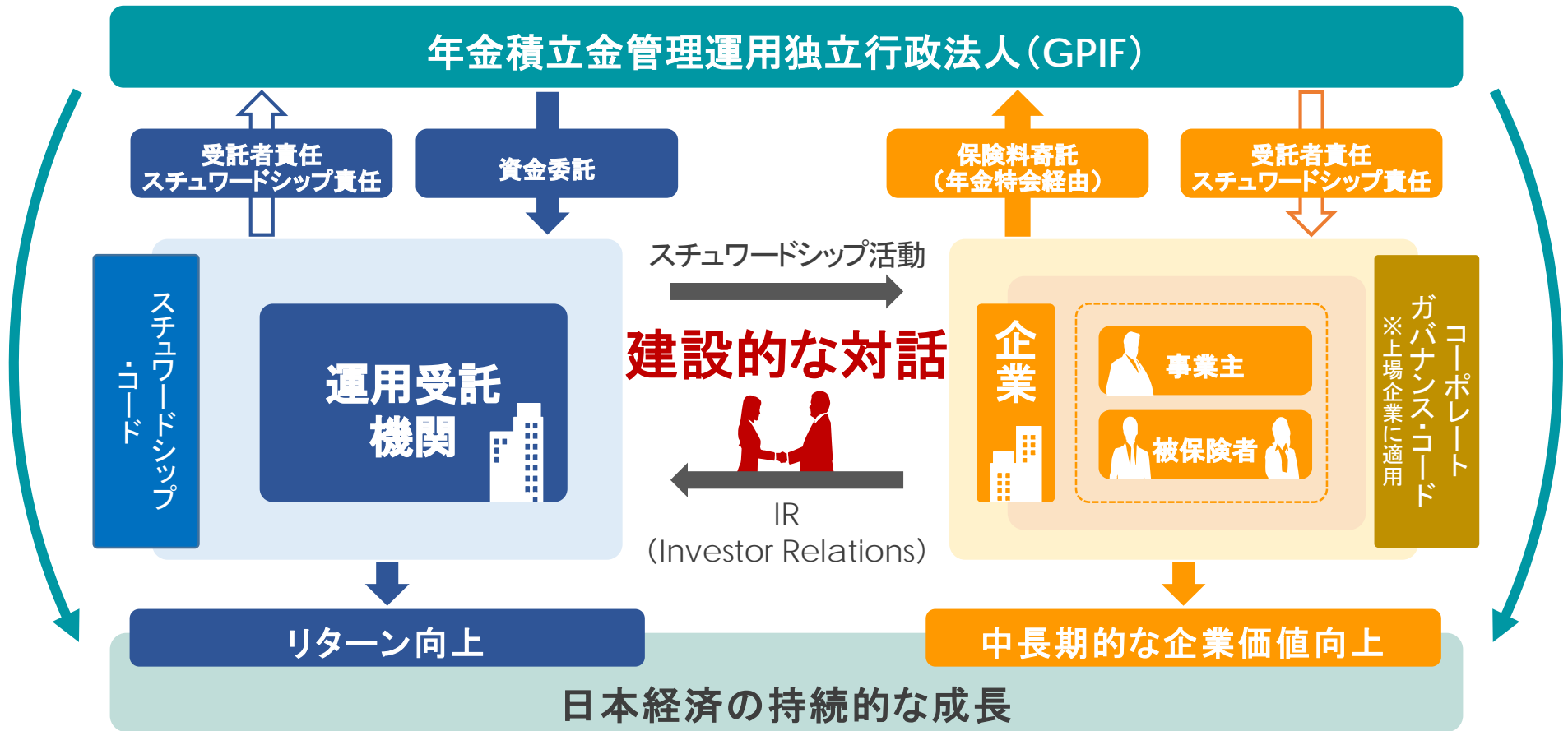
スチュワードシップ推進に関する取組み

スチュワードシップ推進活動に関するこれまでの取組み

内容

平成26年5月	日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表
平成26年10月	「スチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究業務」を3社に委託
平成27年3月	「投資原則」を公表
平成27年9月	「国連責任投資原則(UN PRI)」に署名
平成27年12月	スチュワードシップ専任者を採用
平成28年1月	「平成27年 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について」を公表
平成28年3月	「スチュワードシップ推進グループ」の設置(平成28年10月より、スチュワードシップ推進課に組織改正)
平成28年4月	「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」の公表
平成28年7月	国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス(ESG)指数の公募開始
平成28年7月	「企業・アセットオーナーフォーラム」「グローバル・アセットオーナーフォーラム」設立公表
平成28年9月	第1回 企業・アセットオーナーフォーラム開催
平成28年11月	英国30% club、米国Thirty Percent Coalitionに加盟
平成28年11月	第1回 グローバル・アセットオーナーフォーラム開催
平成28年11月	PRIが水野理事兼CIOをボードメンバーに選任(任期は平成29年1月～平成31年12月)

Win-Winの望ましい連鎖



投資先企業と運用受託機関の「建設的な対話」(エンゲージメント)を促進
中長期的に企業価値の高まり、リターン向上を期待

ユニバーサルオーナー・超長期投資家としてのGPIF ～ユニバーサル・オーナーシップ～

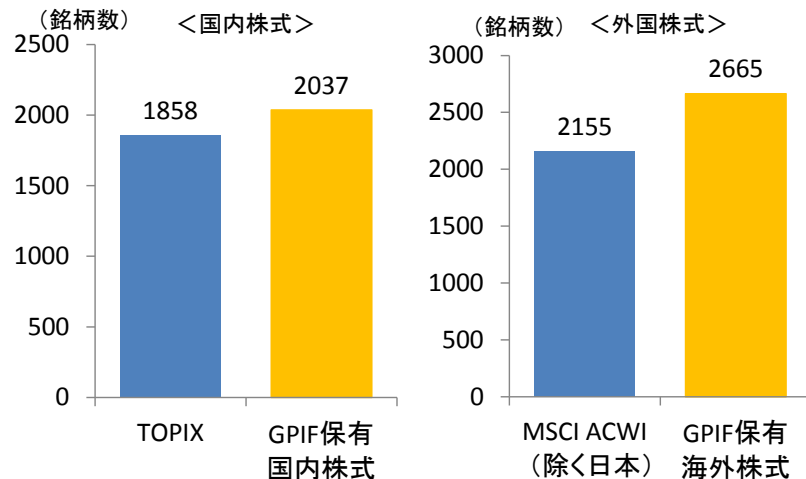
■ UNEP金融イニシアティブ『ユニバーサル・オーナーシップ』(2011年)

「大手の機関投資家は、世界の資本市場を代表するような、広く分散されたポートフォリオに長期にわたって投資するので、事実上、ユニバーサル・オーナー(資本市場全体を幅広くカバーする株式所有者)である。

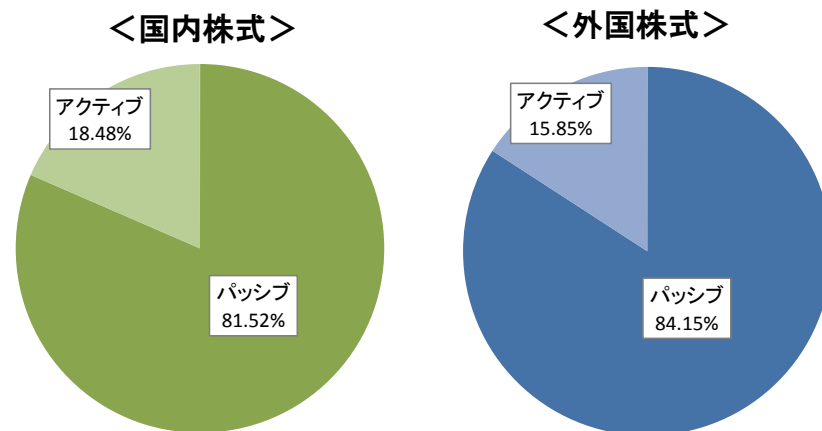
彼らのポートフォリオは、必然的に、企業活動を原因とする環境のダメージからの、ますます拡大するコストにさらされることになる。機関投資家は、それらのコストを全体として最小化し、外部性を削減するために、事業活動が行われる方法に影響を与えることができる。長期的な経済の安定と受益者の利益は、今、危機に瀕している。機関投資家は、環境影響がもたらす財務的リスクを削減するために、共同して行動することができるし、そうすべきである。」(水口 剛著「責任ある投資」の訳文より抜粋)

■ GPIFの株式保有状況 (2015年3月末時点)

主要指数の構成銘柄数とGPIFの保有銘柄数



株式運用におけるパッシブ・アクティブ比率



(出所)平成27年度業務概況書等よりGPIF作成

※完全法によるTOPIXベンチマークのパッシブ運用の場合、基本的に東証1部に上場し続けている限り、当該株式を保有し続けることになる。

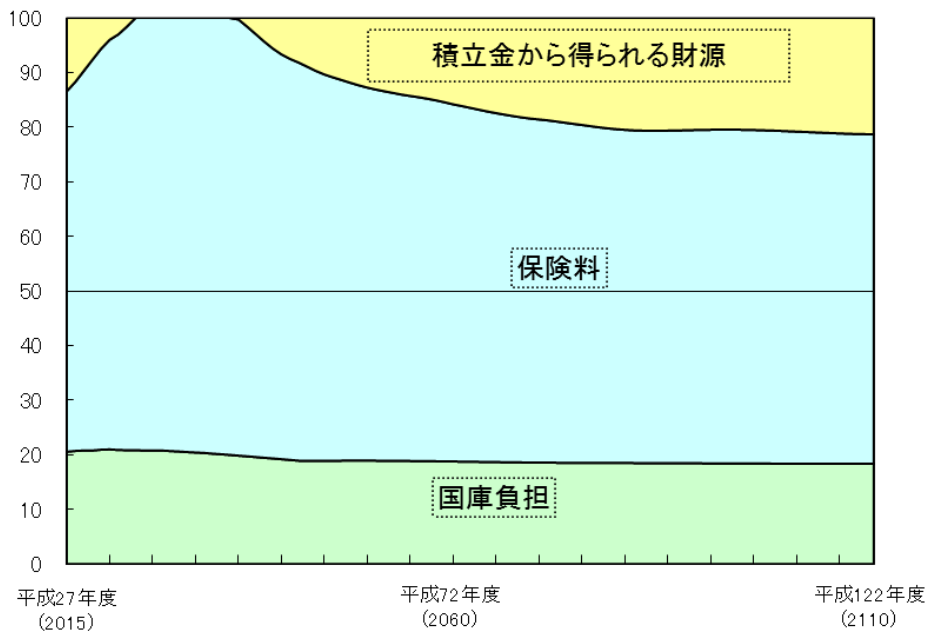
ユニバーサルオーナー・超長期投資家としてのGPIF ～超長期投資家としてのGPIF～

■ 100年後を視野に入れた年金財政の制度設計

日本の公的年金制度は、「世代間扶養」の考え方を基本として運営されている。しかし、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料負担が急増しないように「緩衝材」としての役割を期待されているのがGPIFが運用を担う年金積立金である。

年金財政については、概ね100年間で均衡させるため、当初は年金給付の一部に積立金の運用収入を充て、一定期間後からは運用収入に加えて、積立金を少しずつ取り崩し、最終的には概ね100年後に年金給付の1年分程度の積立金が残るよう、積立金を活用していく財政計画が定められている。

■ 厚生年金財源の内訳（平成26年度財政検証）



(注)左図の長期的な経済前提は、物価上昇率1.2%、賃金上昇率(実質<対物価>)1.3%、運用利回り(スプレッド<対賃金>)1.7%、人口推計は出生中位、死亡中位に基づく。

(出所)平成26年財政検証結果レポート

PRI、SDGsとESG投資

■ 社会的な課題解決が事業機会と投資機会を生む



- 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の取組み】・水野理事がアセットオーナー・アドバイザリー・コミッティに選任(2016年1月)
 ・水野理事がボードメンバーに就任(2017年1月～)



【GPIFの取組み】・日本政府のSDGs推進円卓会議に高橋理事長が参加(2016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み

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

投資における
ESGの考慮



具体的な取組み

- JPX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
- 運用会社の評価基準の改定（パッシブ運用会社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上げ等）
- 運用会社のガバナンス改善（利益相反の防止）
- PRIや国際団体との連携強化
- 国内株を投資対象にしたESG指数の公募

「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」の設立

■ 企業・アセットオーナーフォーラム

- オムロン株式会社、エーザイ株式会社、日産自動車株式会社など複数の企業から「アセットオーナーであるGPIFと企業との間の継続的かつ建設的な意見交換の場」設立の提案を受け発足。
- 企業の意見、要望を当法人の運用受託機関や海外のアセットオーナーにも適宜フィードバックすることでインベストメントチェーン全体の最適化と効率化を目指す（年2回の会合を予定）。

■ グローバルアセットオーナーフォーラム

- 被保険者のために一層のスチュワード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す。
- 以下の10機関を含む20機関前後を設立メンバーとして、順次、拡大予定。
(米国) CalPERS, CalSTRS, The Regents of the University of California
State Board of Administration of Florida, State of Wisconsin Investment Board
(カナダ) Ontario Teachers' Pension Plan
(英国) Universities Superannuation Scheme, Railpen
(ノルウェー) NBIM (オランダ) PGGM, APG

運用会社の評価基準改定

■ 「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価の割合の見直し

国内株式パッシブ委託先運用会社の定性評価における「スチュワードシップ責任に係る取組」の割合を定性評価のうち最大のウエイトまで高める。

（変更理由）

パッシブ運用については、中長期的な観点から当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すためのエンゲージメント活動に取り組む立場にある。国内株式市場全体の底上げは、国内株式運用全体のリターン向上に資するものであることから、スチュワードシップ責任を果たしている委託先運用会社を高く評価することとし、その評価を資金配分により反映させるため、定性評価における同取組みに係る評価の割合を高めるもの。

■ ESGを考慮した自主的な取組の評価

国連責任投資原則（UNPRI）の署名に伴い、株式運用の委託先運用会社に対してエンゲージメント活動におけるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した自主的な取組について、定性評価における「スチュワードシップ責任に係る取組」の中で評価を行う。

国内株式を対象としたESG指数の公募

■ ESG指数公募の目的

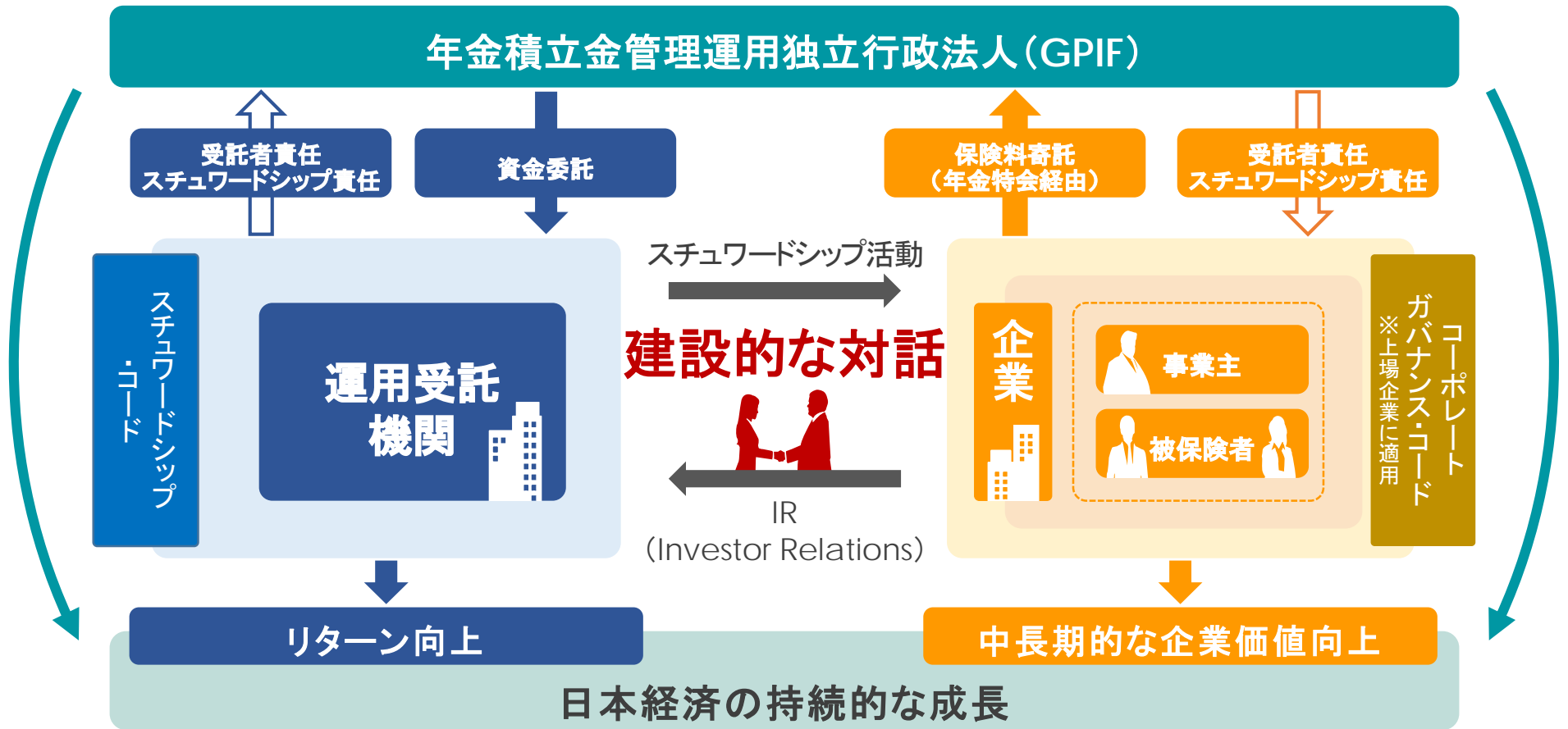
- GPIFのようなユニバーサル・オーナーにとって、環境や社会の問題などネガティブな外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的である。
- また、環境・社会・ガバナンス(以下ESG)の要素を投資に考慮することで期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待され、当法人が投資にESGの要素を考慮することの意義は大きい。
- これらの考え方にに基づき、ESG要素を考慮した国内株式のパッシブ運用の実現可能性を探ることを目的に、ESGの効果により、中長期的にリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数の公募を行う。

(参考) ESG指数構築で考慮することが考えられるESG要素の例

- パリ協定や持続可能な開発目標(SDGs)など、持続可能な社会構築等を目的とした国際協調に資する要素
- Eに関する要素 : 地球温暖化、エネルギー効率、水資源、生物多様性 等
- Sに関する要素 : 女性の活躍、従業員の健康、従業員への公平な分配 等
- Gに関する要素 : 取締役の構成、公正な競争、汚職 等

(注) 上記はあくまで例示であり、より広範かつ全般的な要素を考慮した指数の提案を求めている。

Win-Winの望ましい連鎖



投資先企業と運用受託機関の「建設的な対話」(エンゲージメント)を促進
中長期的に企業価値の高まり、リターン向上を期待

(参考) GPIFの運用委託先が選ぶ優れた“コーポレートガバナンス報告書”

コード	企業名	主なコメント
4452	花王	<p>○当初“全て実施”と公表したが、解釈の余地なく実施していると判断できる項目以外はエクस्पラインに変更。真摯な姿勢は開示の信頼性を高める。</p> <p>○コーポレートガバナンス報告書の変更履歴をHPで更新している点も高く評価。</p> <p>○取締役会の実効性評価について、評価プロセス及び結果の概要が具体的に記載されており、取締役会の機能向上に向けた当社の本気度が伝わってくる。</p>
6645	オムロン	<p>○73項目全開示(コーポレートガバナンスポリシー)、社長指名諮問委員会等の設置による人事における透明性確保。読みやすい。</p> <p>○企業理念に基づいた価値創造のストーリーが分かりやすく記載されており、企業価値向上に向けた道筋を想起しやすい報告書になっている。また、全社だけでなく各セグメントについても定性的、定量的な開示がバランス良くなされており、投資可否を検討する上での判断材料が充実している。</p>
1878	大東建託	<p>○全項目を独自の表現で網羅、過去の同社のIRの説明内容と整合的であり、透明性の高い経営の実現に取り組んでいる事が確認出来る点を高く評価。</p>
4911	資生堂	<p>○取締役会の実効性評価や取締役に対するトレーニングについての充実度がわかり、モニタリングボード型のコーポレートガバナンスの実施を目指し、当社の企業価値向上のための取締役会の在り方が追及されていることが理解できる。</p>
6146	ディスコ	<p>○取締役選任における必要要件を記載(例:営業、技術、製造、調達、法務、会計、IT、安全衛生)していること、業績連動型報酬制度に関する方針、基準を明確かつ具体的に記載していること、などが評価できる。</p>
6361	荏原製作所	<p>○取締役会評価において、先進的な企業や米国企業の事例をベンチマークとして自社を分析するなど、意欲的な取り組みが見られる。コーポレートガバナンス報告書や招集通知の英文での提供など外国人投資家を意識した対応が評価ができる。</p>

(注) GPIFが国内株式の運用を委託している運用会社のうち、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、ユニテッドアローズ、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られた。

(参考)GPIFの運用委託先が選ぶ優れた“統合報告書”

コード	企業名	主なコメント
9697	カプコン	○統合報告書全体が、中計を柱に構成されており、投資家に会社の戦略がシナリオとして伝わる。会社の「目指すべき姿」、それを実現するための課題と取り組みが明確。加えてCSRについても企業業績にいかに関与しているかが触れられている点を評価。 ○社外取締役と機関投資家との対話内容、取締役会での主な議論を開示している点を評価。
6645	オムロン	○経営者の会社に対する現状認識とそれに対する対応方針が示されている。同社が注力している指標や競合環境等の非財務情報が開示されており、評価できる。ROIC経営の観点からも、全事業を見渡す事業のポートフォリオマネジメントと各事業の成長性について、わかりやすく説明。同社では取締役会議長とCEOの分離の意味、社外取締役の役割、社長指名諮問委員会の運用の仕方などがよく理解され実行されていることがあらためて確認できる。
2802	味の素	○投資家視点を意識した報告書、味の素独自の方法で社会に貢献しつつ成長を目指す姿がユニーク。2020年までにグローバル食品企業のトップ10入りを実現するため、社会の課題解決により社会価値を実現し、新たな経済価値を創出し事業の成長を目指すAjinomoto Group Shared ValueというユニークなCSV経営を分かりやすく説明。
4927	ポーラ・オルビスHD	○自社のブランド戦略と環境・社会課題への対応がリンク。財務資本と非財務資本を対比させて、価値創造プロセスの説明がなされている。ステークホルダーとの対話重視、経営へのフィードバックへの考え方が評価できる。
8252	丸井グループ	○キャッシュフロー配分、経営指標、資本政策に対するコミットメントが明確である。“Social”の観点でダイバーシティーの課題に向けた取組みを開示している。
8058	三菱商事	○社外役員のための座談会、取締役報酬制度の詳細を掲載。また、ガバナンス、リスクマネジメント、グローバルでのCSR活動紹介等、多方面からの継続的な企業価値向上への取組みが取り上げられており、バランスが良い。
1925	大和ハウス	○人口減少というマクロ面での逆風に直面する中での、資本配分政策の重要性や経営姿勢が明確に語られている点を評価。また、各事業部門における収益目標に加え、今後の投資計画についても詳細に開示。
6856	堀場製作所	○コーポレート・フィロソフィーが明確であり、納得性が高い。競争優位性を通じて事業機会をどう確保するかを簡易に説明。セグメント毎の長期目標や非財務資本による価値創造を説明。
7011	三菱重工	○同社の歴史、様々な事業を展開する同社の強みと課題の整理、課題に対する対応(ドメイン制、キャッシュフロー経営の推進等)が非常に分かりやすく記載されている。

(注) GPIFが国内株式の運用を委託している運用会社のうち、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、エーザイ、オリンパス、カルソニックカンセイ、テイ・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、の名前が挙げられた。

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、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

4

株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

行動規範

[1] 社会的な使命

- ◆ 私たちは、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立金をお預かりして管理・運用を行い、その収益を国に納めることにより、年金事業の運営の安定に貢献することを使命とします。

[2] 受託者としての責任

- ◆ 私たちは、年金積立金が将来の年金給付の貴重な財源となることを認識し、専ら被保険者の利益のために、慎重な専門家（ブルーデント・エキスパート）としての注意を払い、受託者としての責任を果たすことを誓います。なお、運用委員会の委員は、かかる責任を果たすにあたり、所属する機関の利益を考慮しません。

[3] 法令等の遵守と高い職業倫理の保持

- ◆ 私たちは、法令等と社会規範を遵守するとともに、年金積立金の管理・運用に携わる社会的な責任を自覚し、国民の疑惑や不信を招くことの無いよう、高い職業倫理を保持して行動します。

[4] 秘密保持義務の遵守と保有財産の保護

- ◆ 私たちは、非公表の投資方針や投資行動など業務上知り得た秘密を厳しく管理し、私利利用や不正流用をしません。
- ◆ 私たちは、GPIFが保有する有形・無形の財産（例えば、文書、情報、システム、ノウハウなど）を、GPIFのため有効に利用するとともに、適切に保護・管理します。

[5] 自己又は第三者の利益追求の禁止

- ◆ 私たちは、GPIFにおけるその職務や地位を自己（親族を含む）又は第三者の利益のために利用しません。
- ◆ 私たちは、GPIFに不利益を及ぼすような利得行為を行いません。

[6] 公正な取引

- ◆ 私たちは、国内外における公正な取引慣行を尊重し、すべての取引関係者に対して公正に接します。
- ◆ 私たちは、反社会的な勢力又は団体との一切の取引を行いません。

[7] 適切な情報開示

- ◆ 私たちは、国民の皆様に対する情報公開、広報活動の充実を図ります。
- ◆ 私たちは、法令等で開示が義務付けられた財務諸表等や業務概況書の信頼性と適正性を確保します。
- ◆ 私たちは、勤務時間内外ともに、自己の対外的な活動（出版、講演、取材対応、ソーシャルメディアの利用等）がGPIFの信用に影響を与えることを常に認識して行動します。

[8] 個人の働きと組織の発展

- ◆ 私たちは、自己研鑽と専門性の向上に努め、コミュニケーションとチームワークを大切にし、一人ひとりが個性と能力を発揮して、GPIFの使命達成のために努力します。
- ◆ 私たちは、良好な職場環境を維持するために、一人ひとりの個性、能力、価値観、健康、プライバシー等を尊重するとともに、一切の差別行為及びハラスメント行為を行いません。

[9] 違法行為、不正行為の報告

- ◆ 私たちは、役職員等について法令等の違反行為や不正行為（これらが生じるおそれのある場合を含みます。）を発見したときは、内部通報制度の利用も含め、GPIFに対して迅速に報告します。
- ◆ 私たちは、上記の報告があったときは、内部規程に基づき、必要な調査を実施し、その是正や再発防止のための措置を講じます。

GPIF

GOVERNMENT
PENSION
INVESTMENT
FUND

■ Homepage

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



■ YouTube channel

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



■ Twitter

<https://twitter.com/gpiftweets>

