

# 年金積立金管理運用独立行政法人

## Government Pension Investment Fund

### 「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」 の公表について

#### 1. アンケートの実施目的

当法人が運用を委託している運用会社（以下、委託先運用会社）のスチュワード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いたしました。

なお、当アンケートに先立ち、平成27年9月に委託先運用会社20社を対象にヒアリングを実施しておりますが、委託先運用会社に対するヒアリングを行うだけでは、一方的な情報収集になり客観性に欠ける恐れがあること、またエンゲージメント活動がどのように事業会社側に受け止められているのかを把握することにより、全体のレベルアップを図ることをアンケート実施の目的としています。

#### 2. アンケートの実施概要

- 対象： JPX 日経インデックス 400 採用企業
- 回答社数： 260 社（回答率 65%）
- 回答期間： 2016 年 1 月 6 日～22 日

#### 3. アンケート結果の概要

##### ■ 機関投資家のスチュワードシップ活動に対する意見・要望

- 回答企業の約6割が日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化を認め、経営戦略、ESGに関する質問が増えたことを肯定的に捉えている。
- 一方で、好ましくない変化として、実績作りのための形式的・画一的な質問が増えたことや経営者との面談を強要するケースが増えたことなどを挙げた企業も多い。
- 企業を取り巻く環境などを無視した一方的な提案もある。
- 機関投資家の変化として、好ましい変化、好ましくない変化ともに資本政策・資本効率に関する質問が増えたことを挙げた企業が多く、評価が分かれた。
- 企業側は、資本政策や資本効率に関しては、投資家ならではの示唆を期待している。
- 投資家の短期志向（ショート・ターミズム）に対する懸念から、中長期的な視点に立った対話や投資を求める声が目立つ。

■ 当法人の委託先運用会社のスチュワードシップ活動等に対する企業側の評価

- 参考になったミーティングの相手先の名前を問う設問に対しては、「アクティブ運用」の委託先運用会社を挙げる回答が目立った。

■ 当法人を含む年金基金等（アセット・オーナー）に対する意見・要望

- アセット・オーナーは、スチュワードシップ活動により、委託先運用会社が中長期的な企業価値向上や持続的成長に資する対話が行えるような人材の確保・育成に向けた体制整備を行うように働きかけていくことも必要ではないか。
- 運用会社だけでなくアセット・オーナーとも直接対話による考え方の共有が重要と考えており、アセット・オーナーとの直接対話を希望する。

#### 4. 当法人の考え方

<パッシブ運用におけるエンゲージメントについて>

当法人の場合、国内株運用の大部分がバイ・アンド・ホールドのパッシブ運用ということもあり、特にパッシブ運用の委託先運用会社がスチュワードシップ責任をしっかりと果たすことが重要であると考えています。エンゲージメントの対象企業を絞り込むなどの工夫により、パッシブ運用においても効果的なエンゲージメントは十分可能と考えています。

<短期志向（ショート・ターミズム）について>

企業側は投資家の短期志向（ショート・ターミズム）の弊害について懸念を抱いていることがアンケートでは示されました。当法人としても、投資家の短期志向が投資先企業の短期志向を招き、中長期的な競争力の源泉となるイノベーションへの投資が行われなくなることなどの弊害を懸念しており、委託先運用会社の評価などにおいては、中長期的な視野に立ったエンゲージメントが行われているか否かを重視しています。

なお、一部の企業からは長期保有を前提とした株式投資を求める声もみられましたが、当法人としては、アクティブ運用に対しては、機動的な株式の売買を制限すべきではなく、売買を通じて、市場の効率化や規律をもたらすという重要な役割を果たしている点も認識しています。投資家の短期志向で是正すべきは、結果としての投資期間の長短ではなく、企業分析や投資判断における時間軸の短さにあると考えております。

<企業との対話について>

今後もアンケートやヒアリングを通じて、運用会社や当法人を含むアセット・オーナーのスチュワードシップ活動の問題点の把握に努めて参ります。その一環として、当法人と直接的に対話することを希望する企業がありましたら、ご要望にお応えしたいと考えています。

以上

# 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

年金積立金管理運用独立行政法人

2016年4月7日

## 1.目的

委託機関投資家のスチュワードシップ活動に関する  
評価とエンゲージメントの実態把握

## 2.対象

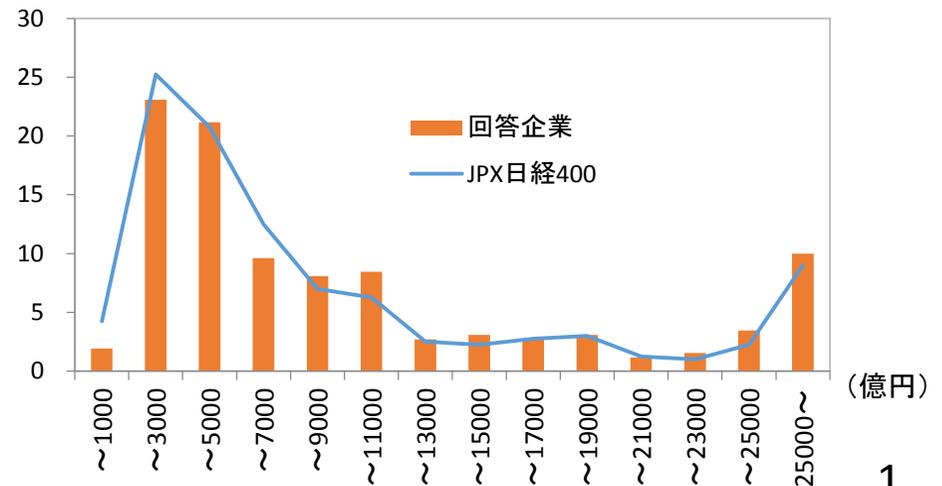
JPX日経インデックス400構成企業

(うち、アンケート回収企業260社、回収率65%)

## 3.回答期間

2016年1月6日～22日

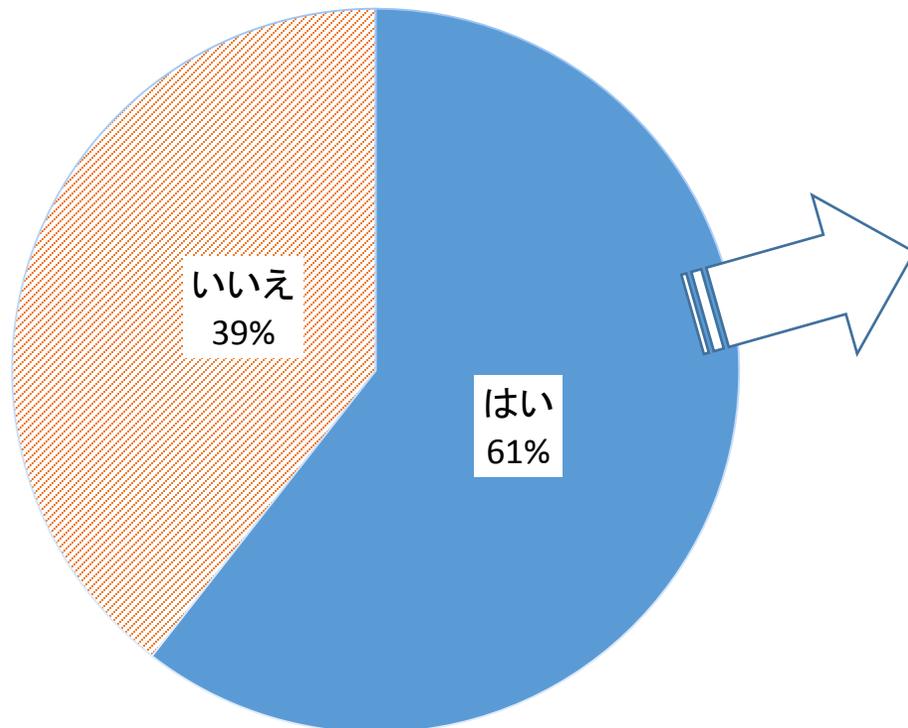
<時価総額分布～JPX日経400vs回答企業～>



1. 回答企業の約6割が日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化を認め、経営戦略、ESGに関する質問が増えたことを肯定的に捉えている。  
(p.3 質問1)
2. 資本政策・資本効率に関する対話を企業側は評価。他社事例紹介や経営戦略なども歓迎されている一方、資本効率・株主還元については、企業からの評価が分かれた。  
(p.4 質問2)
3. 機関投資家のROE基準導入や企業による社外取締役選任の増加を受けて選任議案に関する事前説明、行使結果の照会が多い。(p.6 質問3)
4. 企業側は中長期的視野に立った対話や投資を求める声が目立つ。(p.8 質問4)
5. ショートターミズムの克服へ向けて、GPIFを含むアセットオーナーの役割に期待する企業も多い。(p.9 質問4)

質問1：日本版スチュワードシップ・コード導入後、IRミーティング及びSRミーティングにおいて機関投資家に変化がありましたか？

### 【企業側は機関投資家の変化を認識】



#### 変化した内容

好ましい変化(%)	63.9
経営戦略・中長期視野に立った質問が増えた	36.0
ESG(ガバナンス)に関する質問が増えた	29.4
資本効率・資本政策に関する質問が増えた	20.8
その他	13.7
好ましくない変化(%)	36.1
形式的・画一的な質問が増えた	34.1
資本政策・資本効率に関する質問が増えた	31.8
面談を強要するケースが増えた	17.0
その他	17.0

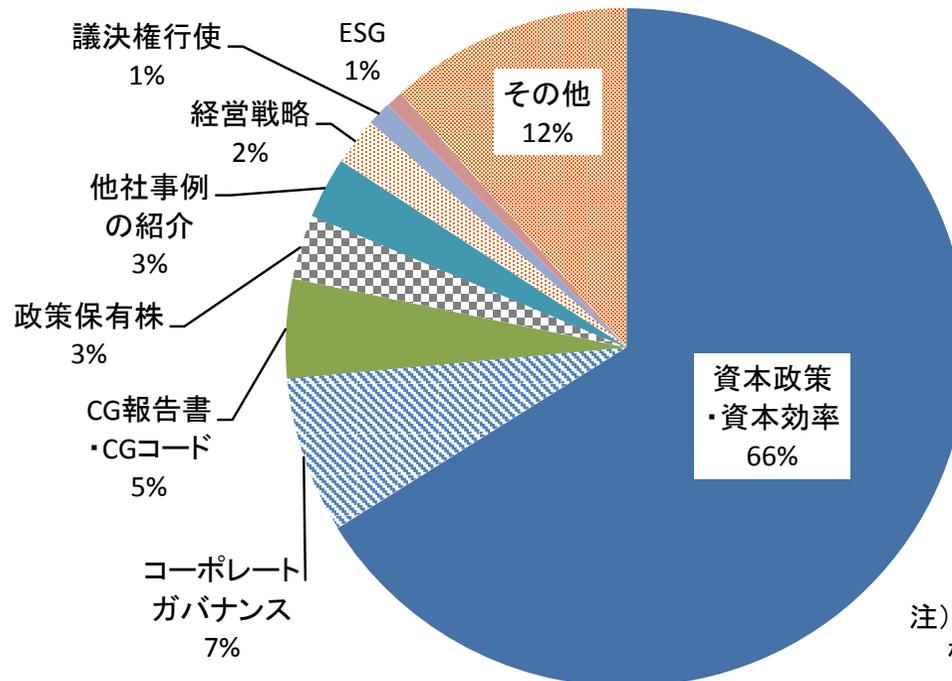
(注1) 各社記入事項をGPIFにて分類

(注2) 好ましい(好ましくない)変化の内数は複数回答の合計に占める比率

質問2: 最近の貴社の資本効率向上、株主還元策、ガバナンス報告書作成等への取組みに際して、(GPIFの)委託機関投資家とのミーティングで特に参考になったケースがあればご記入ください。

## 【資本政策・資本効率に関する助言などを企業は評価】

### 機関投資家とのミーティングで参考になった事柄

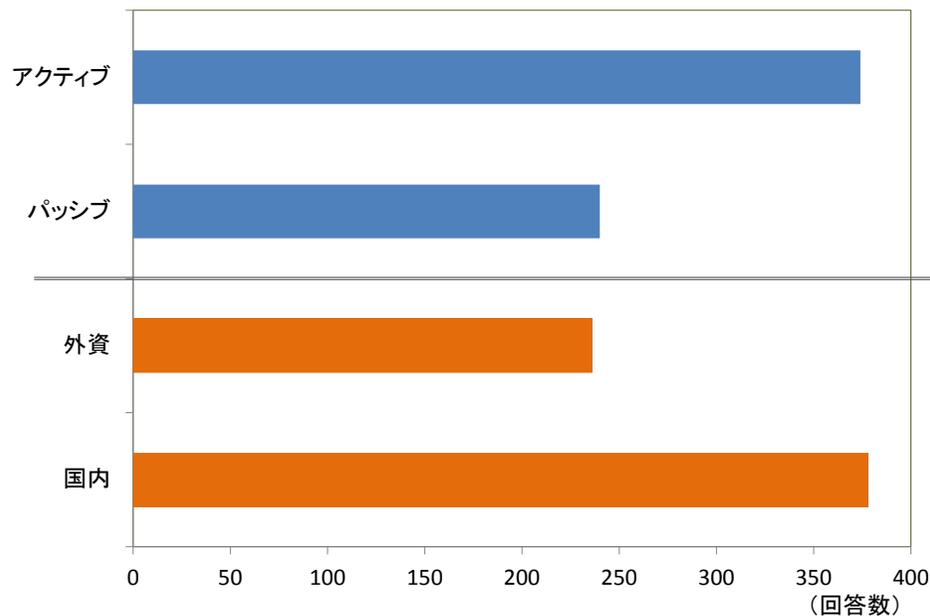


注) 回答は複数回答  
構成比は回答総数に占めるシェア

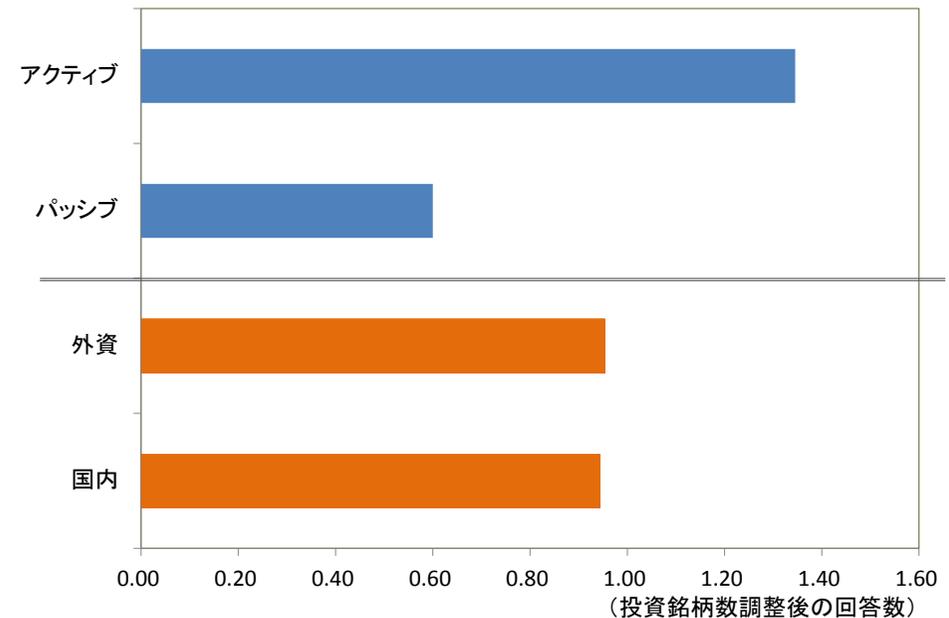
## 質問2の回答(ミーティングで特に参考になったケース)で名前が挙げられた委託機関投資家の属性別集計

### 【パッシブ運用におけるエンゲージメントの改善余地は大きい】

回答数



保有銘柄数調整後の回答数

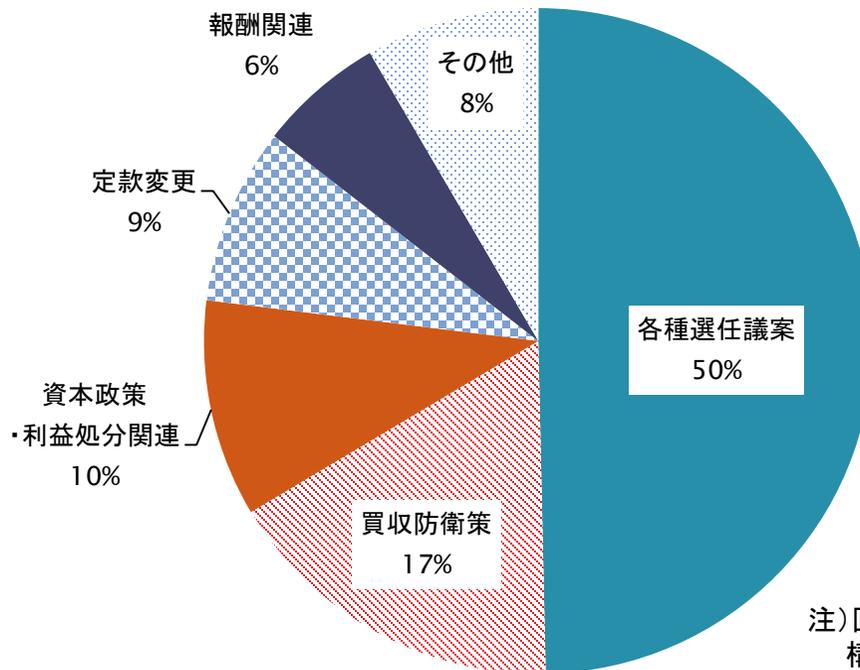


注) 右図は各委託機関投資家の2015年末時点の保有銘柄数で調整。ただし、保有銘柄数が400以上の場合はすべて400銘柄として平均値を計算。「アクティブ」「パッシブ」の区別は当法人の国内株運用において採用されている区分に基づく。複数回答。

質問3: 貴社株主総会において反対行使を受ける可能性のあった(または反対行使を受けた)議案について、貴社からの総会前の議案説明や総会後の反対行使理由の照会に対応している委託機関投資家と該当議案をご記入ください。

## 【ROE基準の導入や社外取締役選任が増加していることが影響】

総会前の議案説明や総会後の反対行使理由の照会を行った議案

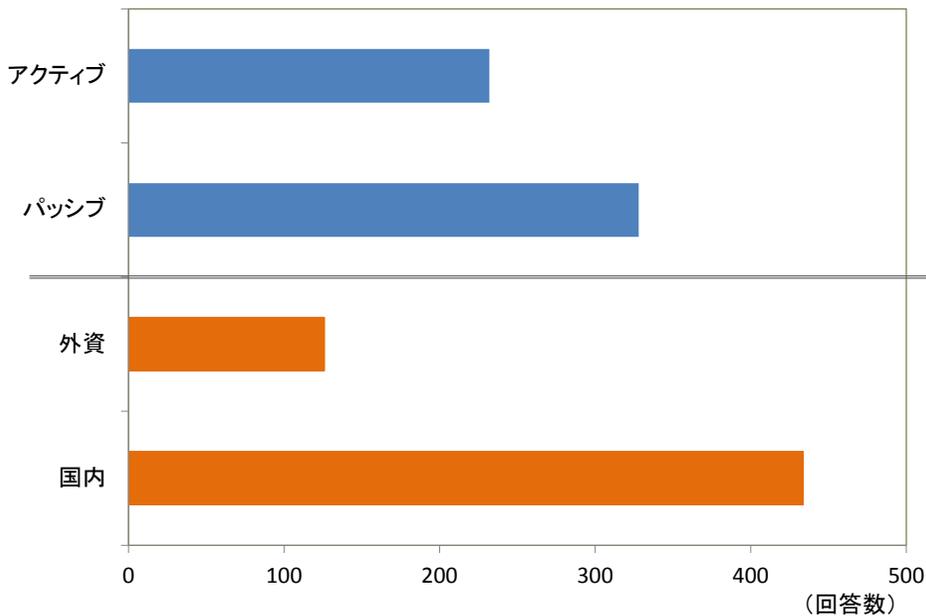


注) 回答は複数回答  
構成比は回答総数に占めるシェア

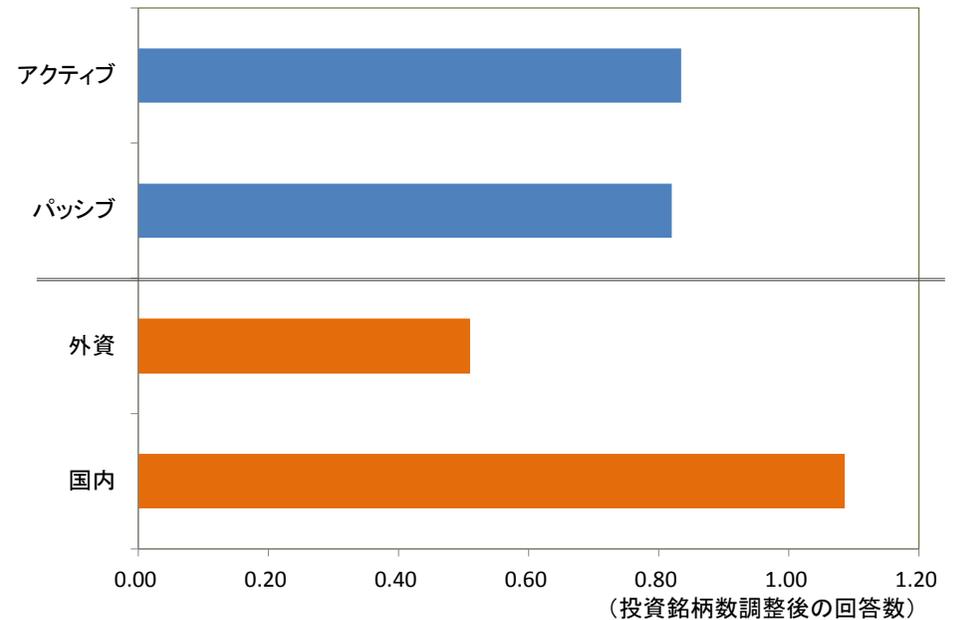
## 質問3の回答(総会前の議案説明や総会後の反対行使理由の照会に対応)で名前が挙げられた委託機関投資家の属性別集計

### 【議案説明や反対行使理由照会は国内運用会社の方が協力的】

回答数



保有銘柄数調整後の回答数

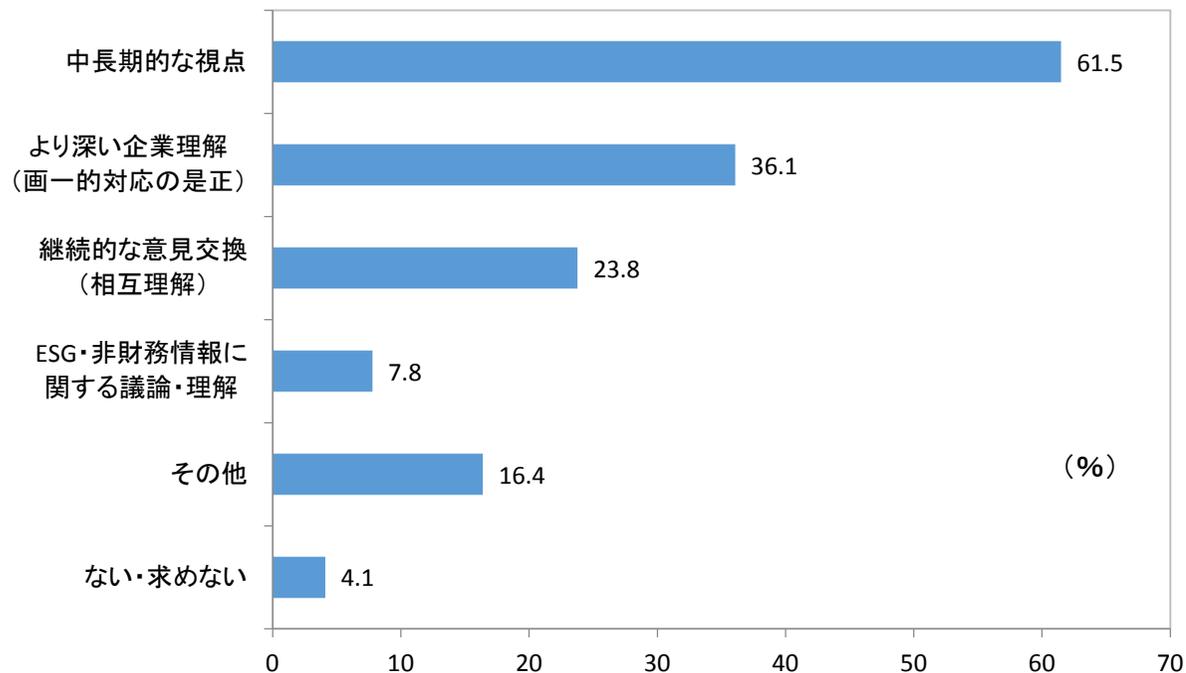


注) 右図は各委託機関投資家の2015年末時点の保有銘柄数で調整。ただし、保有銘柄数が400以上の場合はすべて400銘柄として平均値を計算。「アクティブ」「パッシブ」の区別は当法人の国内株運用において採用されている区分に基づく。複数回答。

質問4: 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入ください。

【中長期的視点に立った対話や投資を求める声が目立つ】

### 機関投資家に期待すること



注) 複数回答、回答企業数244社に占める割合

## 質問4の回答のうち、GPIF及びアセットオーナーに対するコメントの一部抜粋

ショートターミズムを克服し、中長期的に企業の本源的価値を評価しようとする投資家が増えることを期待する。そのためには、GPIF等アセットオーナーが積極的に機関投資家を啓発することが極めて重要。企業のESGの取組みおよび情報開示は二極化しており、機関投資家には投資先企業に対する働きかけを強化して欲しい。【電気機器】

GPIFが委託運用機関に求めるパフォーマンス測定期間が根源であると思われるが、投資タームの時間軸をもう少し長くできるようになるとポジティブスパイラルが生まれてくるように思う。ショートターミズムの原因は運用委託者側にあり、受託者である機関投資家は現況下仕方なく行っているように思われる。【情報・通信】

配当性向や自社株買など資金の分配面に関する意見は多いものの、中長期的な企業価値向上や持続的成長に資する対話を行うという意識は感じられない機関投資家が多く、スチュワードシップコードの本来の趣旨が機関投資家に浸透しているとは言い難いのが現状である。委託者側からも、スチュワードシップ・コードの本来の趣旨が実施されていくために必要な投資家側における人材の確保・育成に向けた体制整備を充実していくよう、機関投資家に対して働きかけて頂くことも必要ではないか。【鉄鋼】

委託機関投資家だけではなくアセットオーナーとも直接対話による考え方の共有が重要と考えており、当社としてはアセットオーナーとの直接対話を希望する。【鉄鋼】

アセットオーナーの方は、中長期目線の機関投資家を応援して頂きたいです。事業会社としては、中長期に向けた建設的な対話ができるような、そしてESG全般の有益な討議ができるようなコンテンツを準備することが重要と思いますので、これらの充実に向け、真摯に取り組んで参ります。【小売】

GPIFをはじめとするアセット・オーナーが中長期視点でスチュワードシップ活動をし、バイサイドだけでなく、セルサイドアナリストにも中長期視点での独自性のある分析を望み、もって、日本企業全体の価値の増大に貢献頂きたい。【化学】