



# 第2回 スチュワードシップ・コード に関する有識者検討会 資料

2019年11月8日  
GPIF 理事兼CIO  
水野 弘道

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



## 1. スチュワードシップ責任に対する考え方

- ✓ 全資産への適用
- ✓ 長期志向の明確化

## 2. ESGの位置付け

- ✓ ESGの重要性の定義
- ✓ スチュワードシップ活動へのインテグレーション
- ✓ 運用プロセスへのインテグレーション

## 3. アラインメントの観点からのインセンティブ付け

- ✓ ショートターミズムを助長しない仕組み
- ✓ 長期のアラインメント

## 4. ESGについての情報開示・報告

- ✓ TCFD提言に沿った開示
- ✓ 顧客資産のESGリスクの分析と報告





# GPIFのステュワードシップ活動 とESGインテグレーション



# GPIFの投資原則

## 2015年 3月 投資原則制定

## 2017年10月 投資原則改訂

原則【4】について、以下2点を変更

### <変更点1>

スチュワードシップ責任に関する取組の対象を全資産に拡大  
株式⇒全ての資産

### <変更点2>

#### ESGの明記

スチュワードシップ責任に関する具体的な取組として、ESGに関する記述を追加

(ご参考：変更前)

【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考慮した取組みを含む。)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。

【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。

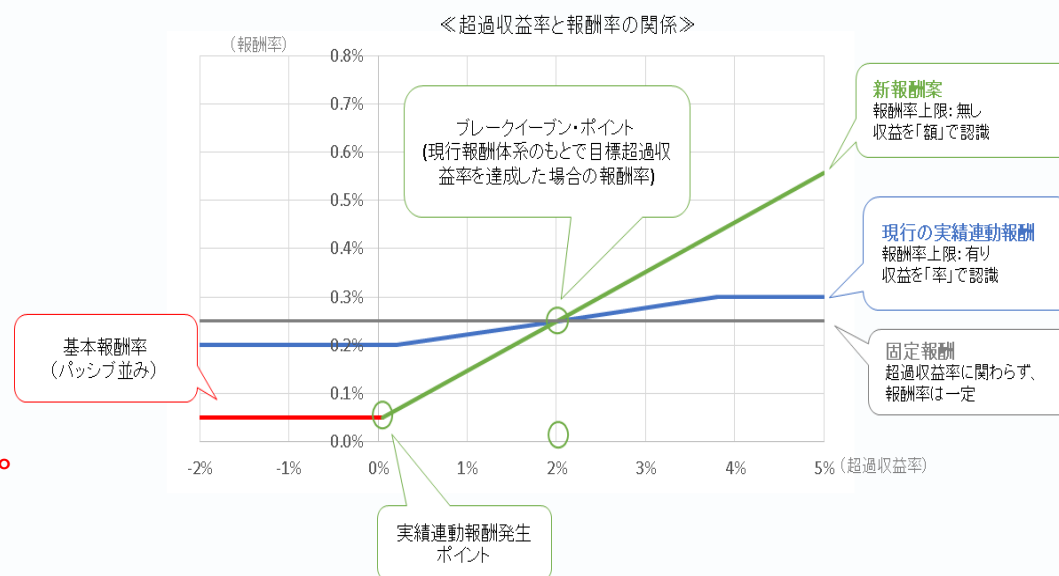
【4】スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取組みを含む。)を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

# GPIFの最近の取組（1）

## 運用受託機関との長期志向のアライメント強化

### ➤ アクティブ運用における新たな実績連動報酬の導入と複数年契約の導入

- ① GPIFと運用受託機関のアライメント（利益の一致）強化の目的で、運用成果と報酬の連動性を強めるべく、基本報酬率をパッシブ運用の一般的な報酬率まで引き下げる一方、実績連動報酬の上限を撤廃
- ② 報酬が中長期的な運用成果に連動するよう、成功報酬は一部キャリーオーバーして、超過収益率のブレを平準化する
- ③ 運用受託機関による長期的な運用目標の達成を可能とするため、原則として運用受託機関と**複数年契約を導入**。



### ➤ 運用受託機関の役職員の報酬体系（インセンティブ構造）の調査

＜調査目的＞

- ① 運用受託機関の役職員の報酬体系がGPIFのような長期のアセットオーナーが期待する長期的なリターン向上に資する報酬体系になっているか
- ② ショートターミズムを助長するようなインセンティブ構造になっていないか



# GPIFの最近の取組（2）

## パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の強化

### ➤ 新たなビジネスモデルのパッシブ運用機関の採用

＜選定目的＞

- ①多様なインデックスへの対応力強化
- ②スチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げ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

＜選定方法＞

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

#### 選定時の評価のポイント

＜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



#### 選定後の評価手法

左記計画におけるKPIの達成状況、翌年度のマイルストーンの確認・評価を行い、更新を判断。

## ESGインテグレーション

### ➤ ESGインテグレーションの定義および意義

＜ESGインテグレーションの定義＞

『**E S G**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』と定義。この定義はPRIに準拠したもの。

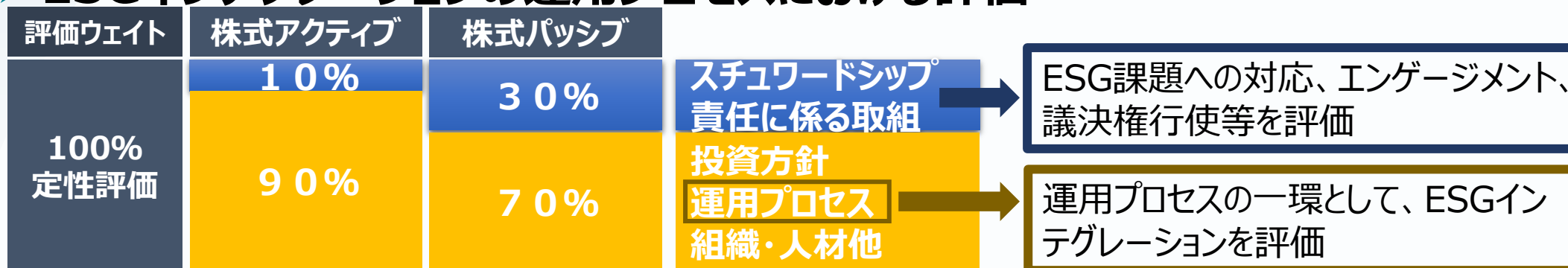
＜ESGインテグレーションの意義＞

ユニバーサルオーナーかつ超長期投資家であるGPIFが、投資におけるESGの考慮としてESGインテグレーションを推進することは、

- ① **ポートフォリオの「リスク低減」**
- ② **「リターンの向上」のための投資機会の発見**
- ③ **負の外部性を抑制することによるβの底上げ**

のために不可欠であり、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後リターンを改善する効果が期待される。

### ➤ ESGインテグレーションの運用プロセスにおける評価



## 債券投資とESG

### ➤ 世界銀行との協働～債券投資とESGについての共同研究～

#### ＜共同研究の概要＞

- ✓ ESG投資は債券投資家にとって一般的な投資プロセスになりつつある
- ✓ ESG要素は債券投資にとって重要な信用リスクである
- ✓ **債券投資家によるエンゲージメントの重要性が指摘されている**
- ✓ しかし、未だ課題は多い
  - a) ESGの標準的な定義が存在しない
  - b) データが不十分である
  - c) 発行体とのエンゲージメント推進が乏しい
  - d) グリーンボンド市場においては需要が供給を上回っている





# GPIFの最近の取組（４）

- **委託調査研究～人工知能（AI）が運用に与える影響や活用方法について～**  
変化が加速する運用業界への理解を深め、今後の運用受託機関選定やモニタリングに活用

＜2017年度 委託調査研究＞

**国内株式運用受託機関の膨大な取引データを分析し、以下を発見**

- 投資行動に基づく**実際の投資スタイル**
- 投資スタイルの変化 (**スタイルドリフト**)
- 多くの運用者が特定の投資スタイルに寄ることによる**Formation of bubbles**

＜2018-19年度 委託調査研究＞

- **他資産への調査の拡大**
- **運用受託機関の選定、評価への活用**

# GPIFの最近の取組（5）

## ➤ 2018年度ESG活動報告の発行

- ✓ ESG投資は長期的なリターン獲得を目指すものであるが、取り組みの方向性を確認するためにもその効果を定期的に検証していく必要がある。
- ✓ 2019年8月、GPIFは『2018年度 ESG活動報告』を公表し、ESGについての『取り組み』と『その効果』を報告。



### 「ESG活動報告」主な内容

#### 第一章 ESGに関する取組み

- グローバル環境株式指数の選定
- 株式・債券の委託運用におけるESG
- スチュワードシップ活動とESG推進
- 指数会社・ESG評価会社へのエンゲージメント
- オルタナティブ資産運用におけるESG
- TCFDへの賛同と気候関連情報開示 等

#### 第二章 ESG活動の効果測定

- ESG指数のパフォーマンス
- ポートフォリオのESG評価
- ESG評価の国別ランキング
- ESG評価間の相関
- ポートフォリオの気候変動リスク 等