

# 平成28年度 スチュワードシップ活動報告

---

平成29年1月



全国市町村職員共済組合連合会  
National Federation of Mutual Aid Associations for Municipal Personnel

## 目次

### 1. はじめに

### 2. スチュワードシップ活動の状況

#### － 2-1. 運用機関における取組みの特徴

- ◆運営体制の整備
- ◆エンゲージメントの対象企業選定
- ◆エンゲージメントの実施プロセス

#### － 2-2. エンゲージメントの状況

#### － 2-3. エンゲージメントにおける企業側の変化

#### － 2-4. 株主議決権行使の状況

- ◆国内株式 議決権行使結果
- ◆外国株式 議決権行使結果
- ◆議決権行使に関する主な特徴

### 3. 今後の取組み等について

## 1. はじめに

- ◆全国市町村職員共済組合連合会(以下「連合会」といいます。)は、地方公務員共済制度の中で積立金を運用する役割を担っており、他の公的年金と同様に忠実義務および注意義務から成る受託者責任を負っています。連合会が株式を保有する目的は、株式保有を通じて長期的にその財産価値を増殖し、組合員の利益に資することに他なりません。このため、長期的に価値が増大すると見込まれる企業の株式に投資し、かつ、企業へ価値増大に資する経営を求めていくことが必要であり、企業価値を高める取組みとして、連合会では「スチュワードシップ活動」を行っています。
- ◆連合会は、日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同し、平成26年5月30日に本コードの受入れ表明及びスチュワードシップの基本方針の公表を行いました。また、『全国市町村職員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則』においてコーポレートガバナンスの在り方についての基本的な考え方、『株主議決権行使ガイドライン』において実質的な株主としての議決権行使の考え方を定めています。
- ◆連合会は当該方針に基づき、平成28年度のスチュワードシップ活動として、国内株式投資を委託する運用機関に対してヒアリング等を行い、企業との対話や株主議決権行使の状況等について確認したので、その概要を以下のとおり公表します。また、あわせて外国株式議決権行使の状況も公表します。

## 2. スチュワードシップ活動の状況

- ◆ 連合会は、平成28年度のステュワードシップ活動として、運用機関に対して、企業とのエンゲージメント(目的を持った建設的な対話)や株主議決権行使の状況等に関する調査およびヒアリングを行い、運用機関の取組み状況についてモニタリングしました。
- ◆ 全ての運用機関で、日本版ステュワードシップ・コードの受け入れを表明し、ステュワードシップ責任を果たすための方針を定めていること、議決権行使やエンゲージメントが実施されていることを確認しました。
- ◆ 前年度からの変化として、ステュワードシップ活動を行う体制整備やエンゲージメントの対象企業拡大など、多くの運用機関が活動内容を強化していることを確認しました。
- ◆ 次ページ以降では、連合会のステュワードシップ活動を通じて確認した、運用機関における取組みの特徴およびエンゲージメントや議決権行使の状況について記載します。

### <平成28年度 連合会のステュワードシップ活動概要>

項目	実施期間	調査対象	主な確認事項
議決権行使状況調査 (平成27年度決算企業)	平成28年7-8月	国内株式 委託運用機関13社 外国株式 委託運用機関8社	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 運営体制(エンゲージメント、議決権行使等)</li> <li>• 議決権行使結果および傾向</li> <li>• エンゲージメントの対象企業</li> <li>• エンゲージメントの実施プロセス (対話内容、期間設定、モニタリング方法等)</li> <li>• 取組みを強化した点</li> <li>• 実施上の課題、問題点</li> <li>• 企業側の変化</li> </ul>
エンゲージメントの 実施状況調査 (平成27年度～調査実施時点)	平成28年10月	国内株式 委託運用機関 12社 (実施時点で委託がある運用機関)	
運用機関のヒアリング	平成28年11月		

## 2-1. 運用機関における取組みの特徴

### ○運営体制の整備

- ◆投資における非財務情報の重要性に対する認識が広まってきたことを背景に、前年の調査時と比較して、ESGをはじめとした非財務情報の分析や情報収集を担当する専門部署を設置する運用機関が増えました。
- ◆これらの運用機関では、財務情報の担当者と別に非財務情報専任の担当者を設置し、テーマに応じてエンゲージメントの実施主体を分担するアプローチと、非財務情報専任の担当者がエンゲージメントの実施主体である企業調査アナリストへの情報連携等でサポートするアプローチが見られました。
- ◆スチュワードシップ活動が、利益相反やコンプライアンスの観点に照らして問題なく行われているかをチェックするため、全ての運用機関で、コンプライアンス責任者等を参加者に含めた会議体で活動報告を受ける体制が構築されていることを確認しました。その中には、社外委員を会議体のメンバーに起用し、外部の目で運営を監視する体制としている運用機関もありました。

#### <非財務情報担当部署設置の事例>

	取組み
事例①	議決権行使アナリストやESGアナリストで構成される専任部署のメンバーが非財務情報に関するエンゲージメントを実施。その他、ESGの調査や研究活動、統合報告書やCSRレポートに関する企業との意見交換を行う。
事例②	企業とのエンゲージメントは企業調査アナリスト、ESGスペシャリスト、アクティブ運用のファンドマネジャーで対応。財務情報に関するテーマは企業調査アナリスト、非財務情報に関するテーマはESGスペシャリストがエンゲージメントの実施主体となる。
事例③	ESG推進室を設置し、企業調査アナリストへのESGに関するサポートを行う体制を構築。週次で日本株を担当する全アナリストの出席を原則とするESGリサーチ会議を開催し、グローバルなESGの動向の情報提供や個別銘柄のESG評価についてのケーススタディ等を実施し、ESGに関するアナリストの感度向上に寄与している。

#### <利益相反・コンプライアンスチェックの事例>

	取組み
事例①	法務部門、運用部門、営業部門等で構成される委員会において、営業上の取引がある企業の議決権が企業に有利な行使になっていないかを確認している。
事例②	利益相反関係等フィデューシャリー・デューティー全般をチェックする第三者委員会を導入し、議決権行使ガイドライン通りに実行されていることを確認することとした。また、法人関係情報管理のため内部統制を強化した。
事例③	スチュワードシップ活動における方針の策定等を行う委員会は独立性の高い運用・調査関係者で構成され、利益相反の立場にある者を除外している。また、利益相反管理統括責任者と独立社外取締役のみで構成される諮問会議を設け、スチュワードシップ活動全般が利益相反なく意思決定されるよう監視する体制としている。

## 2-1. 運用機関における取組みの特徴

### ○エンゲージメントの対象企業選定

- ◆アクティブ運用を中心とする運用機関では、投資先企業の中から、エンゲージメントの対象を課題解決に積極的な企業などエンゲージメントの効果が高いと判断する企業に絞り込む事例が多く見られました。
- ◆一方で、一定規模のパッシブ運用を有する運用機関では、アクティブ運用の投資先企業に、パッシブ運用で保有する企業の中からガバナンス等一定のスクリーニングで抽出した企業を加える事例や、アクティブ・パッシブに区分せず、全社で保有する銘柄の中から共通の基準で対象企業を選定する事例がありました。
- ◆エンゲージメントの対象企業は、このように運用機関がそれぞれの投資ユニバースや運営体制を踏まえ、効率性の観点から選定している状況です。なお、全体として、エンゲージメント対象企業を拡大する運用機関が見られるなど、新たな取組みも出ています。

#### <対象企業選定の事例>

	取組み
事例①	アナリスト、ファンドマネジャーから提案のあった企業の中から、コーポレートガバナンス委員会において保有状況やエンゲージメントの有効性を総合的に考慮し、対象企業を選定する。
事例②	アナリストやファンドマネジャーで構成されるエンゲージメント会議において、投資先企業の中から、資本生産性等に改善余地があり、かつ対話により改善が期待できる企業を重点対話企業として選定する。
事例③	アクティブでは投資ユニバースを対象に、持続的利益成長や業績改善の確度が高い企業を選定。パッシブでは全保有銘柄を対象に、インデックリターン底上げのため企業価値向上の観点から問題がある企業を選定する。

	取組み
事例④	効率性の観点から、時価総額ウェイト上位の企業に絞り、その中からエンゲージメントの効果が期待できる企業を抽出する。さらに時価総額以外の観点で、不祥事企業やガバナンスに問題がある企業、ROEが低い企業等成長持続性に懸念がある企業を対象に加えている。
事例⑤	中長期的な視点に立ち、株式市場全体への影響度を考慮した上で、課題の解決が期待でき、企業価値向上が見込まれる企業を重点企業に選定する。選定にあたってはパッシブ・アクティブそれぞれの運用形態に着目し、パッシブでは企業価値向上を阻む市場共通の課題、アクティブでは個々の企業ごとの課題に着目している。
事例⑥	投資先企業のうち、全社での保有額上位または発行済株式数に対する保有比率上位の企業、運用部における重要企業、ESG課題のある企業といった観点から対象企業を選定。様々なプロダクトを有する中、全社的な重要度の観点でエンゲージメントを推進している。

## 2-1. 運用機関における取組みの特徴

### ○エンゲージメントの実施プロセス

- ◆エンゲージメントの実効性を高めるには、エンゲージメントの内容や進捗状況などの情報を適切に管理し、有効性や適切性を検証していくことが必要であるとの考えのもと、エンゲージメント記録のデータベースでの共有化や、委員会などの会議体における定期的な活動報告によって情報を管理する事例が多く見られました。
- ◆その中には、委員会メンバーである外部有識者から得られた知見を次回の対話に活用する事例、課題解決までのアクションプランを複数のステップに分けて設定し、進捗状況を管理する事例など、実効性向上のため独自の工夫を取り入れる運用機関もありました。

#### <エンゲージメントの実施プロセスの事例>

	取組み
事例①	スチュワードシップを含む責任投資全般の取組みの意思決定の場として「責任投資会議」を設置。議決権行使基準変更やスチュワードシップ活動公表内容の協議、エンゲージメントの状況と成果、ESGインテグレーションの取組み状況等の報告を行う。
事例②	エンゲージメントの進捗状況は、運用部門の関係者がアクセス可能な共有ファイルで管理するとともに、スチュワードシップ会議において定期的に状況を報告している。同会議はスチュワードシップに関連する複数の会議体を新たに統合したものであり、参加メンバーを同一とすることで内容の質向上を企図したもの。
事例③	エンゲージメントで得た情報や進捗はイントラネット等を通じて関係者間で適切に共有。また、社外委員が過半数を占める監督委員会において、定期的にスチュワードシップ活動の報告を実施。社外取締役等からの助言を次回のエンゲージメントに活用している。
事例④	投資先企業とのエンゲージメントは、責任投資に関する諸施策の企画立案・推進を行うための専門部署所管のもと、委員会で組織的に共有する。また、期初、年間の個別銘柄毎のアクションプランを作成。課題解決に至るまでの進捗度を複数のステップに区分して管理し、委員会において四半期・半期ごとに進捗を確認している。

## 2-2. エンゲージメントの状況

- ◆企業が抱える課題の解決に向けて運用機関各社がエンゲージメントに取り組んだ結果、昨年度と比較して対話内容がより深化しているとの意見が多くありました。また、対話後に企業が課題解決のための改善策を発表した事例、企業側の姿勢が変化し前向きな回答が得られた事例が増加したとの報告を受けました。
- ◆また、エンゲージメントの内容も、コーポレートガバナンスやマネジメント評価といった、非財務的な項目に広がりつつあるという意見がありました。

### ＜エンゲージメントの内容および成果の事例＞

項目	具体的な内容	
経営戦略	内容	経営理念と厳格な資本規律に基づいた中長期視点を重視する経営方針を支持する一方、現状から一段と成長力を高めるため、既存のビジネスモデルに捉われない新機軸の確立やこれを支える多様性が必要であると提言。
	成果	提示した方向性で前向きに検討したいとの回答が得られた。
資本政策	内容	過去数期にわたり配当性向100%超の状態が継続。市場では高配当銘柄として評価されているものの、現行のような配当政策が長期間継続するのは問題と考え、今後の企業価値向上策と併せて中長期的な資本政策について意見交換。
	成果	成長戦略としての案件がなかなか見つからないのが現状であり、現行の配当水準であれば財務的に問題ないとの判断から、足下では定額配当を維持しているとの回答。企業側の方針は理解できるものの、企業価値向上のためには成長投資が必要と考えることから、今後も継続的に対話を行っていく。
資本政策	内容	新中期計画策定にあたっての株主還元方針について意見交換。国内に焦点を当てた経営戦略に鑑み、資本を再投資する成長機会は多くはないことから、株主還元を積極化する余力は大きいと助言。
	成果	新中期計画において、総還元性向の水準が従来から引き上げられた。

項目	具体的な内容	
情報公開	内容	企業価値向上の為の改善点として、サービス売上の開示やサービス事業の具体的な成長戦略を提示することを提案。
	成果	会社主催の中期計画説明会において、事業部トップ自らが成長戦略を投資家に語る場が初めて設けられた。
コーポレートガバナンス	内容	中長期的な執行能力の底上げのための施策として、経営トップの育成等に関する取組みについて意見交換。
	成果	社外取締役の増員、業務執行サイドへの権限移譲、取締役会の機能強化、将来の経営層育成のための新制度導入などが実施された。
ESG全般	内容	不祥事問題を受けてESGの取り組みを強化していく中、情報発信のあり方や投資家における必要な情報等に関して幅広く意見交換。
	成果	今後は非財務的側面の強化を含め企業価値向上の努力を継続し、投資家への情報発信も強化していくとの前向きな回答が得られた。



## 2-3. エンゲージメントにおける企業側の変化

- ◆エンゲージメントにおける企業側の変化として、運用機関からは、企業価値向上のため業務体制の見直しや情報開示などに積極的に取り組んでいる企業と、消極的な企業の2極化が進んでいるとの意見が多くありました。
- ◆また、コーポレートガバナンス・コード施行から1年が経過し、独立社外取締役の設置など企業のガバナンスに関する外形的な整備は進んでいるものの、実態が伴っていない事例も存在しているとの意見がありました。課題として、ガバナンスが適切に機能しているかについて今後のエンゲージメント等を通じて確認することを挙げた運用機関が多くありました。

### <企業側の変化に関する運用機関の主な意見>

	取組み
意見①	これまで収益を上げてきた企業においても、コーポレートガバナンス・コードの施行に伴い、形式的な要件も整えた上で更に取組みを強化していく姿勢を打ち出している。
意見②	ガバナンス強化に関して先進的な企業はIR・SRの情報、統合報告書の内容が充実する一方で、インサイダー情報管理等の背景から、ディスクロージャが後退している企業も見受けられる。
意見③	コーポレートガバナンス・コードを受けた企業におけるガバナンス整備は想定より早く進んでいる印象。企業からの対話要請や経営層との対話機会も増えており、ガバナンス強化への意識の高まりを感じる。ただし、その弊害として、取組みに消極的な企業が目立つようになっていく。

	取組み
意見④	バランスシート面では、キャッシュの有効活用に取組む企業は確実に増加し、ROE向上についても前向きに取組む企業が増えている。また、経営陣も投資家との対話に応じるケースが増加してきている。しかし、全く姿勢に改善がみられない企業が存在していることも事実。
意見⑤	コーポレートガバナンス・コードの施行後、企業におけるガバナンス整備は急速に進んだものの、一旦は外形的な整備が完了した状況。今後のエンゲージメントを通じて、実態が伴っているかどうかを確認していく必要がある。
意見⑥	TOPIX時価総額上位の企業は投資家の意見も聞き、ガバナンス強化へ前向きに動いている印象。一方でウェイト下位の企業はオーナー系の企業も多く、全く耳を傾けない事も多い。ただし、インデックスリターン底上げのためにはそれでも辛抱強く対話を続けていく必要がある。

## 2-4. 株主議決権行使の状況

- ◆株主議決権行使については原則として、連合会が定めた「株主議決権行使ガイドライン」に基づき運用機関が各社で定めた規定に則り議決権を行使しています。
- ◆平成27年度(平成27年4月～平成28年3月)決算企業の株主総会における議決権行使については、運用機関から行使結果や反対した議案の判断理由、議決権行使体制等の報告を受けるとともに、ヒアリングを通じて、連合会の株主議決権行使ガイドラインを踏まえて適切に行使されていることを確認しました。

## 2-4. 株主議決権行使の状況

### ○国内株式 議決権行使結果(厚生年金保険給付組合積立金)

対象:平成27年4月～平成28年3月決算企業

(単位:件)

議案内容	合計	賛成		反対		棄権		前年度の 反対比率
			比率		比率		比率	
合計	29,110	23,504	80.7%	5,606	19.3%	0	0.0%	18.8%
(うち、株主提案に関するもの)	(855)	(23)	(2.7%)	(832)	(97.3%)	(0)	(0.0%)	(98.5%)
内 訳								
取締役会・取締役に関する議案	8,253	5,719	69.3%	2,534	30.7%	0	0.0%	28.4%
監査役会・監査役に関する議案	5,913	4,880	82.5%	1,033	17.5%	0	0.0%	16.6%
役員報酬等に関する議案	4,026	3,582	89.0%	444	11.0%	0	0.0%	18.4%
剰余金の処分に関する議案	5,396	5,146	95.4%	250	4.6%	0	0.0%	4.9%
資本構造に関する議案	820	570	69.5%	250	30.5%	0	0.0%	32.4%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	467	235	50.3%	232	49.7%	0	0.0%	44.0%
うち、増減資に関する議案	31	29	93.5%	2	6.5%	0	0.0%	
うち、第三者割当に関する議案	15	11	73.3%	4	26.7%	0	0.0%	
うち、自己株式取得に関する議案	27	16	59.3%	11	40.7%	0	0.0%	
事業内容の変更等に関する議案	131	131	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	0.0%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	776	501	64.6%	275	35.4%	0	0.0%	30.6%
その他	3,795	2,975	78.4%	820	21.6%	0	0.0%	16.9%
うち、定款変更に関する議案	3,511	2,720	77.5%	791	22.5%	0	0.0%	17.0%

※年金制度が厚生年金保険制度に一元化された平成27年10月以前の行使結果を含みます。

同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議案ごとの賛否の傾向は同様です。

## 2-4. 株主議決権行使の状況

### ○外国株式 議決権行使結果(厚生年金保険給付組合積立金)

対象:平成27年4月～平成28年3月決算企業

(単位:件)

議案内容	合計	賛成		反対		棄権		前年度の 反対比率
			比率		比率		比率	
合 計	14,368	12,458	86.7%	1,853	12.9%	57	0.4%	7.8%
(うち、株主提案に関するもの)	(1458)	(574)	(39.4%)	(835)	(57.3%)	(49)	(3.4%)	(47.4%)
内 訳								
取締役会・取締役に関する議案	4,338	3,834	88.4%	493	11.4%	11	0.3%	5.0%
監査役会・監査役に関する議案	865	848	98.0%	15	1.7%	2	0.2%	0.5%
役員報酬等に関する議案	2,444	2,214	90.6%	229	9.4%	1	0.0%	10.2%
剰余金の処分に関する議案	284	284	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	0.0%
資本構造に関する議案	1,176	1,056	89.8%	120	10.2%	0	0.0%	12.0%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	217	203	93.5%	14	6.5%	0	0.0%	7.4%
うち、増減資に関する議案	419	360	85.9%	59	14.1%	0	0.0%	
うち、第三者割当に関する議案	154	153	99.4%	1	0.6%	0	0.0%	
うち、自己株式取得に関する議案	269	259	96.3%	10	3.7%	0	0.0%	
事業内容の変更等に関する議案	563	489	86.9%	74	13.1%	0	0.0%	7.5%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	748	625	83.6%	122	16.3%	1	0.1%	16.5%
その他	3,950	3,108	78.7%	800	20.3%	42	1.1%	15.8%
うち、定款変更に関する議案	435	363	83.4%	72	16.6%	0	0.0%	14.3%

※年金制度が厚生年金保険制度に一元化された平成27年10月以前の行使結果を含みます。

同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議案ごとの賛否の傾向は同様です。

一部の投資対象国について、行使にかかる費用やシェアブロッキング制度等を踏まえ、議決権を行使していない場合があります。

## 2-4. 株主議決権行使の状況

### ○議決権行使に関する主な特徴(国内株式)

- ◆反対行使の割合が最も高かったのは「敵対的買収防衛策に関する議案」、次いで「自己株式取得に関する議案」、「役職員のインセンティブ向上に関する議案」となりました。
- ◆「敵対的買収防衛策に関する議案」の反対比率は、昨年度に比べ上昇しています(44.0%→49.7%)。これは、企業のコーポレートガバナンスの動向等を踏まえ、複数の運用機関の議決権行使規定において買収防衛策導入および発動の際の要件を厳格化したことが主な理由です。
- ◆「取締役会・取締役に関する議案」「監査役会・監査役に関する議案」については、昨年度と反対比率に大きな変化はありませんでした。複数の社外取締役設置等の動きは見られるものの、運用機関の議決権行使規定で定める厳格な独立性基準を満たしていないことが主な理由です。
- ◆コーポレートガバナンス・コードの施行を背景に、業績連動型株式報酬制度の導入など、役員報酬制度見直しに関する議案の件数が増加傾向にあります。

### ○議決権行使に関する主な特徴(外国株式)

- ◆反対行使の割合が最も高かったのは「定款変更に関する議案」、次いで「役職員のインセンティブ向上に関する議案」となりました。
- ◆株主が持つ権利への関心が従来以上に高まっており、特に米国市場では、Say On Pay(経営者報酬に対する株主投票)への株主の支持拡大や、プロキシアクセス(一定要件を満たす株主が取締役選任を提案できる権利)を導入する企業の増加などの傾向が見られています。
- ◆ESGに関連する株主提案の件数が増加傾向にあり、過半数の賛成票を得る事例も発生しています。

### 3. 今後の取組み等について

- ◆ 今回の調査やヒアリングを通じて、運用機関各社が運用スタイルの特性などを考慮して、工夫しながらステュワードシップ活動に取り組んでいることを確認する一方で、運用機関各社が標榜するエンゲージメントの定義や範囲などの差異が大きいことも認識しました。
- ◆ このような現状も認識した上で、連合会では、運用機関が連合会のコーポレートガバナンス原則等を踏まえたステュワードシップ活動を行っているか、体制面や運用プロセス等でその活動を発展させているか、また効果的な取組みが実現できているかを引き続き確認していきます。
- ◆ その他、各種セミナーへの参加、外部有識者や先進的な取組みを行っている運用機関を招聘した勉強会の開催等を通じて、情報収集を行っていきます。また、必要に応じて、他の実施機関等と意見交換を行うなどの取組みを実施します。
- ◆ 上記の取組みによりステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための能力を備え、法令や社会情勢等を考慮しながら、必要に応じてガイドライン等の見直しを検討し、より実効性の高いステュワードシップ活動の実施を目指します。



全国市町村職員共済組合連合会  
National Federation of Mutual Aid Associations for Municipal Personnel