

平成30年度 スチュワードシップ活動報告

平成31年2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..... P2
2. 連合会のスチュワードシップ活動..... P3
3. 運用受託機関のスチュワードシップ活動に対するモニタリング結果..... P7
4. 株主議決権行使の状況..... P29
5. 今後の取り組み..... P34

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、「被保険者に対する受託者責任」と「公的年金としての社会的責任」を果たすことが求められており、投資先企業の中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促す手段として、株主議決権の行使、企業との建設的な対話(エンゲージメント)、ESG投資などのスチュワードシップ活動に積極的に取り組む必要があります。
- ◆連合会は、運用受託機関を通じて個別企業の株式に投資する形態をとっており、スチュワードシップ活動についても、個別企業との接触の機会が多く、企業経営に関する深い知見を有する運用受託機関がこれを行うことにより、効果的にスチュワードシップ責任を果たしていくことができると考えています。
- ◆連合会は、運用受託機関との契約にあたって、連合会が制定した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を示した「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」、実質的な株主としての議決権行使の方針を示した「株主議決権行使ガイドライン」に基づきスチュワードシップ活動を行うよう、明示しています。また、連合会は平成26年5月に日本版スチュワードシップ・コード(以下「日本版SSC」といいます。)、平成29年11月には日本版SSC(改訂版)の受け入れを表明し、スチュワードシップ活動に関する考え方を明確にしました。
- ◆このような考えのもと、連合会が実施した平成30年度のスチュワードシップ活動の概要について、以下のとおり公表します。

2. 連合会のスチュワードシップ活動

平成30年度の取り組み

- ◆ 連合会は、平成30年度のステュワードシップ活動として、運用受託機関に対して、株主議決権行使やエンゲージメントの状況等に関する調査及びヒアリングを行い、各社の運用スタイルや陣容に応じた効率的なステュワードシップ活動を行うよう促しました。また、ステュワードシップ活動に関する定期的な報告を行いました。

運用受託機関に対する調査及びヒアリング

項目	実施時期	対象	主な内容
議決権行使状況調査	平成30年8月	内外株式 運用受託機関 (国内株式12社、外国株式8社)	<ul style="list-style-type: none"> 議決権行使結果 議決権行使体制 などを確認
ステュワードシップ活動の実施状況調査	同年9月	国内株式 運用受託機関12社	<ul style="list-style-type: none"> 利益相反の管理体制 エンゲージメントの詳細 取り組みを強化した点、課題、問題点 個別議案の行使判断理由 などを確認
上記2項目に関するヒアリング	同年10月		

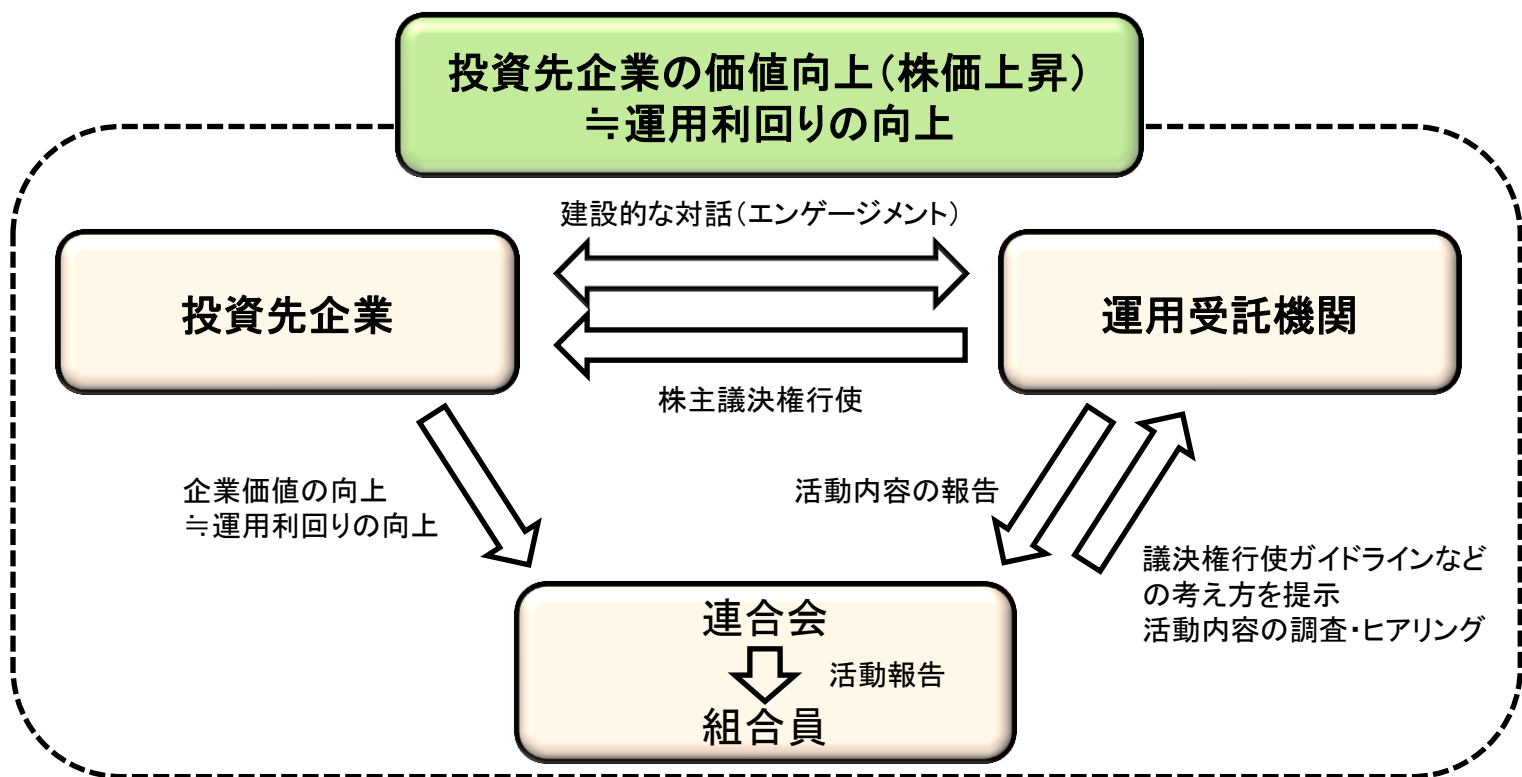
(注1) 国内株式の運用受託機関12社は、アセットマネジメントOne、インベスコ・アセット・マネジメント、キャピタル・インターナショナル、シュローダー・インベストメント・マネジメント、日興アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、野村アセットマネジメント、みずほ信託銀行、三井住友アセットマネジメント、三井住友信託銀行、三菱UFJ信託銀行、りそな銀行です。
 (注2) 外国株式の運用受託機関8社は、ウエルトン・マネジメント、MFSインベストメント・マネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、セリウ・アセット・マネジメント、東京海上アセットマネジメント、ナティクス・インベストメント・マネージャーズ、ブラックロック・ジャパン、三井住友信託銀行です。

ステュワードシップ活動に関する定期的な報告

項目	実施時期	対象	主な内容
運用報告書での活動報告	平成30年7月	— ※連合会ホームページに掲載	連合会のステュワードシップ活動について
連合会広報誌での活動報告	平成31年2月	連合会役職員 構成組合役職員等	連合会のステュワードシップ活動について
役員会等での定例報告に加え、必要に応じ情報提供	適宜	連合会役員 構成組合の役職員	連合会のステュワードシップ活動やESG投資の考え方

スチュワードシップ活動によって目指す好循環

- ◆ 連合会のスチュワードシップ活動は、運用受託機関を通じた投資先企業への働きかけによって以下のような好循環を期待しています。投資先企業の企業価値向上によって、最終的に各積立金の運用利回りの向上を目指します。



これまでの取り組み

外部環境

2017年: 日本版SSC(改訂版)

2015年: 持続可能な開発目標(SDGs)

2015年: コーポレートガバナンス・コード
上場企業が守るべき行動規範を示した指針

2014年: 日本版SSC
投資家と企業が建設的な対話を通じて、
企業価値を改善、リターンを向上させる

2010年: 英国スチュワードシップ・コード

2015年-

2017年:
日本版SSC(改訂版)の受け入れ表明

2006年: 国連責任投資原則(PRI)
・環境、社会、コーポレートガバナンスに関する6原則
・投資の意思決定にESGの要素を盛り込む

2010年-

2014年:
連合会コーポレートガバナンス原則を策定

2014年:
日本版SSCの受け入れ表明

2005年-

2012年: ESG投資の開始

連合会の取り組み

2010年:
株主議決権行使ガイドラインを策定

3. 運用受託機関のスキュワードシップ活動に対する モニタリング結果

日本版スチュワードシップ・コード原則

- ◆運用受託機関へのスチュワードシップ活動に対するモニタリングでは、日本版SSCの7原則への取り組み状況に注目して調査及びヒアリングを行いました。

【日本版スチュワードシップ・コード】

- 原則1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 原則6 機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

原則1: スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針

原則1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

(出所)金融庁「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>>(改訂版)から抜粋

- ◆原則1に基づき、連合会では、運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、公表しているかについて調査しました。
- ◆その結果、全ての運用受託機関において、スチュワードシップ活動を行う目的、エンゲージメントや議決権行使の考え方などに関して明確な方針を策定し、各社のホームページ上で公表していることを確認しました。

原則1: スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針

【スチュワードシップ責任を果たす上での課題】

- ◆運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たす上で認識している主な課題は以下の表のとおりです。
- ◆上場企業が守るべき行動規範である「コーポレートガバナンス・コード」や機関投資家の行動規範が示された「日本版SSC」などの影響もあり、企業・機関投資家双方で形式的な整備は進展したとの意見が多くありました。
- ◆一方で、スチュワードシップ活動の深化や適正な人員配置などを課題として認識している運用受託機関が多くありました。

運用受託機関	認識している課題
A社	コーポレートガバナンス・コード策定から3年超、多くの国内上場企業がガバナンスの形式面の整備をある程度進めたと認識。今後はいかに企業価値向上等につなげていくかというガバナンスの実効性に重きを置いた議論をより深める必要。
B社	知見を蓄積し、持続的に改善を行うことでより高いレベルの責任を果たしていく。ベストプラクティス事例などの共有を図る。また、外部有識者や専門家を招聘しての勉強会など実施しており、個人・組織の実力アップを図り責任を果たす。
C社	エンゲージメントの対象企業の拡大が見込まれる中、エンゲージメントの実効性を高めるための効率的な社内リソース配分が課題。
D社	対話の成果が見られる一方、課題解決には至っていない企業も引き続き存在しており、投資先企業の理解を深めた上での対話を継続していく必要。ESG課題の解決による企業価値向上余地は大きく、課題解決を促す対話を行うべく能力向上に努める。
E社	国内外のスチュワードシップ活動に取り組んできたが、リソース制約から海外に比べ国内の活動量が多くなっている。しかし、ESGに関わる潮流を捉えるには、グローバルな活動が必要不可欠。国際会議や国際的なプログラムへの参加、海外マネジャーとの協業などを通じ、一層の活動強化を図り、得られた知見を国内にも還流。

原則2: 利益相反の管理

原則2 機関投資家は、ステュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

(出所)金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》(改訂版)から抜粋

- ◆原則2に基づき、連合会では、運用受託機関がステュワードシップ活動を行う上で起こり得る利益相反について、どのように管理しているかを調査しました。
- ◆その結果、運用受託機関では顧客・受益者の利益確保や利益相反防止のため、利益相反が起こり得る対象を整理し、ステュワードシップ活動が適切に行われているかの監督や議決権行使の意思決定の場として第三者委員会を設置するなど、しかるべき対応がなされていることを確認しました。

原則2: 利益相反の管理

【ガバナンス体制】

- ◆日系運用受託機関(全9社)は、利益相反防止の手段として第三者委員会を設けて、スチュワードシップ活動や議決権行使の意思決定等が適切に行われているかを監督する仕組みとしていました。
- ◆第三者委員会のメンバーには、独立性が確保されている点、経営の監視と同じ視点でチェックすることが可能という点から、独立社外取締役を含めるケースが多くみられました。
- ◆外資系運用受託機関(全3社)は、第三者委員会の設置はないものの、コンプライアンス責任者や法務責任者をメンバーに含む社内委員会でスチュワードシップ活動の監督をすることにより、利益相反を管理していることを確認しました。

ガバナンス体制の事例

第三者委員会の設置有無		ガバナンス体制
設置有り	A社	CIOを含む社内メンバー3名と、ダイバーシティの観点で選定した独立社外取締役5名で委員会を構成。
	B社	社外委員に、独立社外取締役、独立社外監査役、大学教授の3名を招聘。
設置無し	C社	コンプライアンス責任者を中心とした社内委員会でスチュワードシップ活動を包括的に管理。
	D社	法務責任者をメンバーに含む社内委員会で、グローバルに統一した基準で活動の正当性を検証。

原則3: 投資先企業の状況の的確な把握

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

- ◆原則3に基づき、連合会では、運用受託機関が投資先企業の持続的成長を促すために、当該企業の状況をどのように把握しているかについて調査しました。
- ◆その結果、投資先企業の財務情報に加え、非財務情報にも着目した多面的な分析を意識していることがわかりました。
- ◆今まで以上に非財務情報の重要性に注目が集まる中で、運用受託機関が企業に対して積極的に情報開示するように働きかけているとの報告が多くありました。

原則3: 投資先企業の状況の的確な把握

【投資先企業の取り組み姿勢の変化】

- ◆ 投資先企業の取り組み姿勢の変化として、運用受託機関からの主な報告は以下の表のとおりです。
- ◆ 非財務情報を中心として情報開示が進んだとの意見が多数聞かれる一方で、企業によって取り組みレベルに大きな差があるとの指摘がありました。

運用受託機関	投資先企業の取り組み姿勢の変化
A社	コーポレートガバナンスについて対話を持つ企業は継続的に増加している。ESG活動や取り組みについての開示も多くの企業で改善しており、ESG・CSR説明会を開催する企業や、ガバナンスのみならず、ESG全般についてエンゲージメントを実施する企業が着実に増加している。その結果、取り組みを進める企業とそうでない企業の格差が拡大していると感じており、取り組みの遅れている企業への底上げはエンゲージメントの重要なトピックの一つであると考える。
B社	ESGに関する情報開示を充実化させる企業が増えてきている。その中でも特に国連が定めたSDGs(持続可能な開発目標)と紐づける形でESGに関する開示を行う企業が増加している。一部の企業では投資家向けにESG・SDGs情報に特化した説明会を開催する動きもみられるようになってきた。また、株主総会の開催にあたって、事前に議案について投資家との意見交換を希望する企業も増えてきている。
C社	個別企業毎に差はあるものの、全般的には投資先企業におけるガバナンスの重要性に関する意識がより高まってきている。例えば、統合報告書を発行していない企業に対して統合報告書発行の意義と共に、後手に対応するよりもむしろ前向きにこれを積極的に活用することの有効性等を説明しているが、前向きな姿勢を示す企業が徐々に増えつつあると考える。
D社	少数株主利益を重視する姿勢は高まっており、統合報告書などディスクロージャーについても進展がみられる。但し、企業ごとに取り組みレベルに大きな差が感じられ、その格差の拡大から二極化の様相を呈している。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

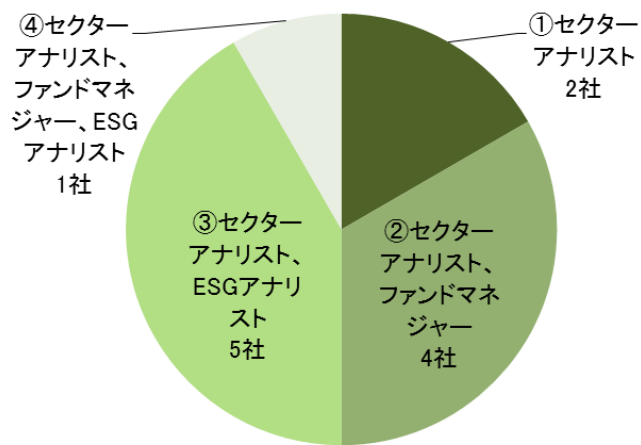
- ◆原則4に基づき、連合会では、運用受託機関が投資先企業に対して行うエンゲージメントの実施状況について調査しました。ヒアリングではエンゲージメントの件数や面談回数等の形式的な点ではなく、エンゲージメントを行う実施者、その体制を採用している考え方、エンゲージメント成果の測定方法などに着目しました。
- ◆その結果、各運用受託機関が最適だと考える方法でエンゲージメントを行っていることを確認しました。
- ◆集团的エンゲージメントへの取り組みとして、「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」が主宰するプログラムに参加している運用受託機関が12社中4社ありました。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

【エンゲージメントの実施者及び考え方】

- ◆セクターアナリストが主導している点は各社共通である一方、効果的なエンゲージメント体制への考え方については各社で差異がみられました。アクティブ運用に特化した運用受託機関か、パッシブ運用を含めた総合型の運用受託機関であるかといった経営形態の違いによるものが大きいと考えられます。

企業とのエンゲージメント実施者



(注)運用受託機関12社へのヒアリングに基づいて、連合会で集計しています。

エンゲージメント実施者	左欄の体制を採用している考え方
①セクターアナリスト	企業の状況に最も精通したセクターアナリストが行うことが効果的である。
②セクターアナリスト +ファンドマネジャー	十分な情報共有と、企業や市場動向の把握が建設的な対話に繋がる。
③セクターアナリスト +ESGアナリスト	対象企業が多い中、ESGに関する対話は専任担当者が共通の尺度で行うべき。
④セクターアナリスト +ファンドマネジャー +ESGアナリスト	対象企業の置かれた状況によって、対話内容を柔軟に変化させる必要がある。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

【アクティブ運用とパッシブ運用によるエンゲージメントの違い】

- ◆日本版SSCでは、パッシブ運用において、中長期的視点に立ったエンゲージメントや議決権行使に取り組むべきとしています。それを踏まえ連合会では、運用受託機関におけるアクティブ運用とパッシブ運用のエンゲージメントの違いについて調査を行いました。
- ◆その結果、アクティブ運用とパッシブ運用では、エンゲージメントの目的が異なることから対象企業や対話内容、エンゲージメント実施者の評価体系など様々な違いがあることを確認しました。

アクティブ運用とパッシブ運用によるエンゲージメントの主な違い

項目	アクティブ運用	パッシブ運用
目的	中長期的な企業価値向上(投資先企業のリターン向上)	中長期的な企業価値向上(株式市場全体のリターン向上)
対象企業	投資先企業、セクターアナリスト調査企業	全企業を対象に、規模や業績不振、不祥事等の観点から、市場へ与えるインパクトが大きい企業を抽出
対話内容	課題解決によるリターン向上が見込めるテーマを企業ごとに選定。経営理念から財務戦略、ガバナンスまで広範囲	低収益性やガバナンス体制など、企業価値向上を阻む共通の課題に着目してテーマを選定
エンゲージメント実施者の人事評価	パフォーマンスによる定量評価が中心(ただし、定性評価の比重も従来に比べ高まっている)	エンゲージメントのプロセスを見る定性評価が中心 注目を集める分野であることも実施者のインセンティブに

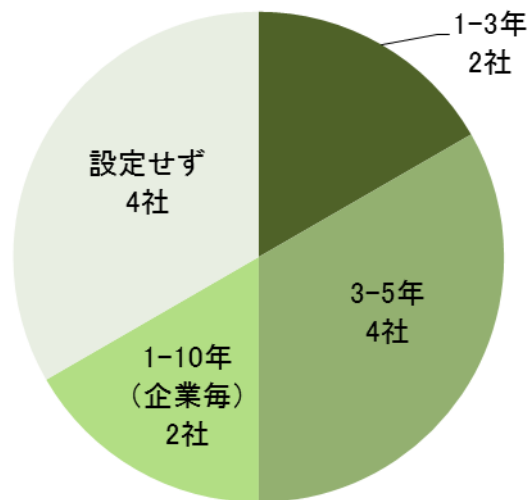
(注)運用受託機関へのヒアリングをもとに、主な意見を抜粋したものです。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

【エンゲージメントの効果測定】

- ◆ 連合会では、運用受託機関によるエンゲージメントの効果測定について調査しました。
- ◆ エンゲージメントの目標達成期間として、3-5年を一つの区切りとしている運用受託機関が多くあった一方で、期間を設定していない運用受託機関も確認されました。
- ◆ 進捗管理の方法としては、一元的なデータベースでの管理が大部分を占めました。

エンゲージメントの目標達成期間



(注) 運用受託機関12社へのヒアリングに基づいて、連合会で集計しています。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

◆運用受託機関のエンゲージメントの効果の検証方法及び成否の主な判断基準は以下の表のとおりです。

運用受託機関	エンゲージメントの効果の検証方法	成否の判断基準
A社	ROEや配当性向を始めとした財務数値の変化を確認。	ROEや配当性向を始めとした財務数値に会社側の変化が現れたことをもって、エンゲージメントの成功と判断。
B社	投資先企業毎に設定した目標が改善しているか、企業価値が向上しているかについてモニターし、エンゲージメントの効果を検証。	当社の提案が受け入れられる、企業行動に変化が認められる、それらにより企業価値が向上することがエンゲージメントの成否の判断基準。
C社	アナリスト・ファンドマネージャーは対話後、企業の課題解決に向けた行動および行動による結果の状況を踏まえて、ステージ判定。	課題に対する改善プロセスが継続していることが、成果と考えている。最終的には、「企業が(課題の解決や改善の)プランを実行する」ことを目標としている。
D社	エンゲージメントの効果のみを抽出し、ポートフォリオのリスクやリターンに与える効果を定量的に把握することは困難。	エンゲージメントの成否に関する判断基準は設けていない。
E社	定量的には、エンゲージメントにより課題解決が実現した場合、株価パフォーマンスによりその効果が測定される。	考えていた課題が完全に解決された場合、あるいは部分的にでも解決され、企業価値にプラスのインパクトが確認できる場合。
F社	投資先企業との対話や、各企業の取組みの状況に応じたマイルストーン(課題提起、課題共有、施策実行など)を設定。	投資先企業との間で、設定した課題を共有しその解決に向けた行動がとられたことをもってエンゲージメントの成功とみなしている。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

【エンゲージメントの内容】

- ◆厚生年金保険給付組合積立金では、平成29年度中に、国内株式の運用受託機関全12社を通じて、延べ2,486社に対して、エンゲージメントを実施しました。また、実施件数は延べ6,623件でした。うち、企業の経営トップと直接対話を実施した件数は1,679件で、全体の25.4%でした。
- ◆主な内容は、経営戦略に関する事柄が2,971件と全体の44.9%を占め、次いでコーポレートガバナンスに関する事柄が1,461件と全体の22.1%となりました。対話件数は少ないものの、環境問題、社会問題、情報公開に関する事柄が増加傾向にあります。
- ◆エンゲージメントの内容は多岐にわたっており、画一的に分類するのは難しいとの意見もあり、今後の連合会によるモニタリング方法については工夫の余地があると考えます。

エンゲージメントの内容	対話件数(平成29年度)				対話件数(平成28年度)			
	対話件数	構成比	内、 経営トップ との対話	構成比	対話件数	構成比	内、 経営トップ との対話	構成比
1 資本政策関連	622	9.4%	197	11.7%	488	8.5%	147	10.3%
2 経営戦略関連	2,971	44.9%	955	56.9%	3,440	60.2%	961	67.5%
3 環境問題関連	415	6.3%	48	2.9%	120	2.1%	14	1.0%
4 社会問題関連	492	7.4%	105	6.3%	222	3.9%	51	3.6%
5 コーポレートガバナンス関連	1,461	22.1%	266	15.8%	1,018	17.8%	195	13.7%
6 買収防衛策関連	200	3.0%	20	1.2%	132	2.3%	8	0.6%
7 情報公開関連	289	4.4%	64	3.8%	170	3.0%	31	2.2%
8 反社会的行為の防止関連	116	1.8%	20	1.2%	42	0.7%	10	0.7%
9 その他	57	0.9%	4	0.2%	78	1.4%	7	0.5%
合計	6,623		1,679		5,710		1,424	

(注1) 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、傾向は同様です。

(注2) 運用受託機関12社への調査票に基づいて、連合会で集計しています。

(注3) エンゲージメントの内容を個別に分類していない運用受託機関分は除いて集計しています。

原則4: 投資先企業との建設的な「目的を持った対話(エンゲージメント)」

- ◆エンゲージメントの内容及び一定の成果に結びついた主な事例は以下の表のとおりです。
- ◆また、複数の運用受託機関が同一企業に同じテーマのエンゲージメントを実施する事例も確認されました。

対話項目	企業	具体的な内容	
資本政策	東証1部 サービス業	対話	保有するキャッシュの増加傾向が顕著で、今後もキャッシュが積み上がり続けることへの懸念を伝達。その上で、効率的なキャッシュマネジメントのために、キャッシュポジションの考え方の明示が必要な旨を伝達。
		成果	客観的に見てキャッシュが多いというのは事実であり、配当政策をどうするかは次期中計の課題と考えている旨の回答。その後発表された経営計画において、経営陣が必要と考える現金の水準が数値で明示されることとなった。
経営戦略	東証1部 電気機器	対話	主力事業のコスト構造改革の進捗を受けて、成長戦略へ舵を切りつつあるが、新たに打ち出されたM&Aによる事業強化は、ターゲット領域と資金額が提示されただけで、具体性が乏しい。外部から進捗を把握できる目標設定の提示が必要と考えを伝えた。
		成果	事業毎の当面の目標値は策定したが、継続的に外部から進捗を把握できる目標設定は検討を継続する。中期経営計画の進捗にあたり、投資家と進捗を共有する姿勢に変化。企業価値向上に向けた対話を継続。
環境問題	東証1部 機械	対話	一般の燃料用に使われる石炭に対する風当たりが強まる中で、一般炭へのビジネスエクスポージャー、マネジメントの担当者の意識、リスク管理の考え方等についての開示の充実を期待する旨を伝えた。
		成果	他の投資家からも同様の懸念・要望を頂くことが増えており、社内でも共有し、どういった開示が出来るか検討したいとの旨の回答を受けた。
社会問題	東証1部 保険業	対話	新規参入した介護事業につき、社会的課題への対応と企業価値向上の両立の観点から事業戦略に関して繰り返し個別対話を実施。持続的成長達成に向けては、介護人材の安定確保や職場の生産性向上が重要である旨等の意見を伝達。
		成果	介護人材の安定確保や職場の生産性向上の必要性について認識を共有する旨の回答。対話が進捗する中で、2017年度決算においては介護事業における入居率の改善が進み、早期黒字化を達成。
コーポレートガバナンス	東証1部 ゴム製品	対話	執行と監督の分離、社内取締役の減員、社外取締役の増員、取締役への女性の登用等を課題設定して課題点について対話を行った。
		成果	株主総会で、社内取締役は9名から6名へと減員し、社外取締役は3名から4名と増員し、社外取締役比率は25%から40%へと上昇。コーポレートガバナンス体制が改善したものととらえている。
情報公開	東証1部 情報・通信	対話	新規事業立ち上げに関する発表が会社側から相次ぐ一方で、将来の利益成長に対する強い意志が示されなかったため、株価は大幅に下落。先行投資による短期的な業績悪化についてではなく、詳細説明を通じて中長期的な事業ビジョンを投資家と共有する姿勢を会社が示さなかったことへの問題意識を会社側に伝え、改善を求めた。
		成果	決算説明会では、先行投資の目的と内容、目指す姿について、一定の納得感を得られる説明がなされた。

原則5: 議決権行使と行使結果の公表

原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

(出所)金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステewardシップ・コード》(改訂版)から抜粋

- ◆連合会は、投資した企業が長期にわたって収益を確保し、株主の利益を最大限尊重した経営を行う必要があると考えています。議決権の行使は、企業価値を高める重要な手段であり、長期的に企業価値の増大に資する企業経営が行われるように促していくために「株主議決権行使ガイドライン」を策定しています。原則として株主議決権行使ガイドラインの趣旨を踏まえ、運用受託機関が作成し連合会が確認した株主議決権行使に関する方針に則り、運用受託機関が行うこととしています。
- ◆原則5に基づき、連合会では、運用受託機関が連合会の「株主議決権行使ガイドライン」の趣旨を踏まえて議決権行使を行っているかを調査しました。
- ◆その結果、全ての運用受託機関で適切に行われていることを確認しました。

原則5: 議決権行使と行使結果の公表

【株主提案に対する各社の判断】

- ◆注目度が高かった株主提案に対して、運用受託機関がどのような議論を行って判断したかを確認しました。
- ◆その結果、形式的な基準だけでなく、投資先企業の長期的な株主価値の向上という観点を重視して議決権行使を行っていたことが確認できました。また、複数の運用受託機関で株主議決権行使後に、判断に至った経緯等を対象企業にフィードバックしており、継続的なエンゲージメント活動の一例として確認できました。

例) X社が保有するZ社の含み益への対応として、300%の配当性向を求めた株主提案に対する各社判断

賛否	具体的な内容
賛成	資本効率の低さ及びそれに対する説明力の不足から、賛成。もともと可決する可能性は低い事案ではあったが、問題提起すること自体も目的。エンゲージメント時に同議案に賛成した旨を投資先企業に伝えている。
	株主提案に賛成するとともに、利益処分に関する会社提案に反対。過大な金融資産を保有する企業に関する基準に該当したため。
	総合的判断。まず保有目的を考えた際、コーポレートガバナンス原則では方針、目的を開示すべきとなっている。招集通知では明確な説明がなく、株主提案の賛成へは一定の合理性があった。次に、提案者と一部株主の利益にならないかを検討した。Z社株はX社の総資産の19%弱を占め、保有目的は不明だった。手放した場合、ROEの押し上げ効果は0.2-0.3%と資本効率は想定よりも小さく、課税上も問題もあったが、短期的な問題だと判断。
反対	X社の資本効率の悪さを鑑みれば、株主提案の内容的に問題ない。ただし、現物配当というのが税金関係も含めて実現可能なのか疑問であり、反対とした。現金配当であれば賛成したかもしれない。
	基本的に「株主価値向上に資するか」をベースに判断。これは、配当性向が300%の配当を求めるもので当該水準は過大。また、単発であり中長期的な観点から「株主価値向上に資する」とは判断できず反対とした。
	総資産に占める政策保有株式の割合や、その内のZ社の割合が1/3以上というのは異常だが、200億円近くの課税負担や現物配当にかかる事務負担を考慮すると、最終的に反対した。ただし、現状の政策保有株式の持ち方を認めているわけではなく、ROEと独立性の低さから、取締役の選解任には全て反対した。また、議決権行使後の8月に役員に説明を行い、株主提案には反対したが、会社側の方針そのものを認めたわけではない旨を伝えている。会社提案の剰余金の処分は、配当性向を高めるので賛成した。
	株主が現金配当を受け取る観点で議論。権利落ち日を挟んで、株価形成で悪い影響が出ると判断。増配・権利+空売り。基準日が起きた後、株価の14%程度の額に及ぶため反対した。

原則5: 議決権行使と行使結果の公表

【議決権行使結果の公表(個別開示)】

- ◆日本版SSCでは、議決権行使結果について、個別の投資先企業及び議案ごとに公表(個別開示)することが求められています。連合会ではこのような方針のもと、国内株式の運用受託機関全12社へ個別開示を要請しており、全12社で個別の行使結果をホームページで公表済みであることを確認しました。
- ◆個別の議決権行使結果を公表している国内株式の運用受託機関12社のホームページのリンク先は以下の表のとおりです。

運用受託機関名	公表先URL
アセットマネジメントOne	http://www.am-one.co.jp/company/voting/
インベスコ・アセット・マネジメント	http://www.invesco.co.jp/footer/proxy.html
キャピタル・インターナショナル	https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html
シュローダー・インベストメント・マネジメント	http://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/
日興アセットマネジメント	http://www.nikkoam.com/about/vote
ニッセイアセットマネジメント	https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html
野村アセットマネジメント	https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html
みずほ信託銀行	https://www.mizuho-tb.co.jp/corporate/unyou/giketsuken_koushi.html
三井住友アセットマネジメント	http://www.smam-jp.com/company/responsibility_investment/voting/index.html
三井住友信託銀行	http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/voting_right.html
三菱UFJ信託銀行	https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html
りそな銀行	http://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html

(平成30年12月末時点)

原則6: スチュワードシップ活動の報告

原則6 機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

- ◆原則6に基づき、連合会では、運用受託機関がスチュワードシップ活動に関して、どのような形式で顧客・受益者に対して報告を行っているかを確認しました。
- ◆その結果、具体的な報告手段として、年に1回、スチュワードシップに関する活動報告書を作成し、ホームページ上で公表する形をとっている運用受託機関が大半でした。
- ◆顧客に対する活動内容の定期的な報告や、顧客からの具体的な開示要請に対応する取り組みを行っている運用受託機関も複数ありました。

原則7: 実力を備えるための取り組み

原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

- ◆原則7に基づき、連合会では、スチュワードシップ活動を適切に行うための実力を備えるために、運用受託機関に対してどのような取り組みをしているかについて確認しました。
- ◆その結果、運用受託機関では様々なスキル向上の方策を講じていました。主なスキル向上の具体的な取り組みは以下の表のとおりです。

運用受託機関	スキル向上の具体的な取り組み
A社	全アナリストが出席の下で定期的で開催している「ESGリサーチ会議」の場を活用しながら底上げを図っている。また、ベテランアナリストによる若手アナリストへの指導も行っている。
B社	企業との対話・エンゲージメント内容を共有、活用することでノウハウ、経験を深めている。また外部有識者や専門家を招聘しての勉強会など実施、個人・組織の実力アップを図っている。
C社	責任投資に係わる担当者の社内勉強会の実施、スチュワードシップ研究会への参加、及び外部セミナーへの積極的な参加などを実施している。経営陣に対しても、スチュワードシップ活動に係る各種研修会を実施している。
D社	エンゲージメント活動に関する情報共有の一層の強化を推進しており、詳細な対話記録を残すことによって投資先企業との協議の内容や対話の品質の向上に努めている。
E社	アナリスト・ファンドマネージャーで行う個別銘柄を議論する会議において、対話の実行プロセスについて改善策の検討を行っている。

原則7: 実力を備えるための取り組み

【ステュワードシップ活動の自己評価】

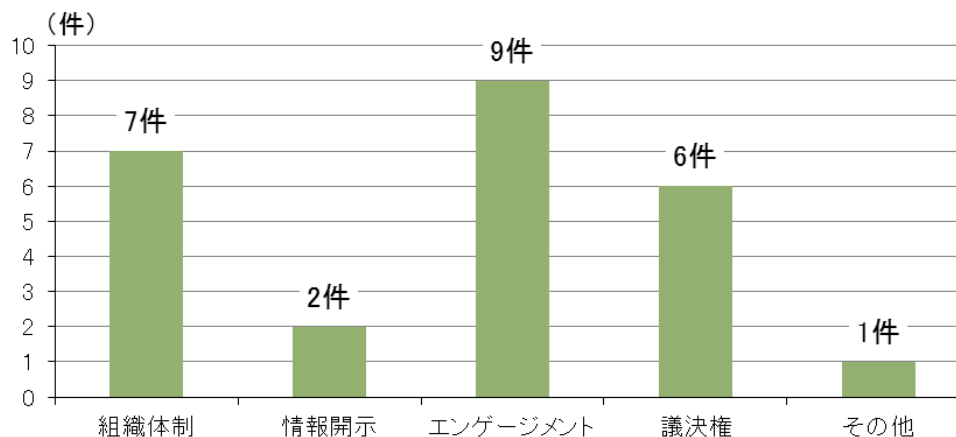
- ◆日本版SSCでは、運用受託機関が自らのステュワードシップ活動等の改善に向けて、各原則の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきとしています。それを踏まえ連合会では、運用受託機関各社がどのような方法でステュワードシップ活動の自己評価を行っているか確認しました。
- ◆大半の運用受託機関において、既にステュワードシップ活動の自己評価を実施してホームページ上に公表していることを確認しました。自己評価の方法として、責任投資委員会のメンバーなど関係者を対象に自己評価アンケートを実施する方法や、国連責任投資原則(PRI)※の年次評価を組み入れている事例がありました。一方で、多くの運用受託機関は引き続き評価方法を模索している状況でした。
- ◆国内株式の運用受託機関全12社はPRIに署名しています。平成30年のPRI年次評価における総合評価(戦略とガバナンス)の項目で、ほぼ全ての運用受託機関が評価結果の6段階中(A+、A、B、C、D、E)で最高ランクの「A+」を獲得しており、外部評価において、高い評価を得ていることを確認しました。

(※)国連責任投資原則(PRI:Principles for Responsible investment)とは、国連の提唱により平成18年に策定されたもので、機関投資家の意思決定プロセスにESG(環境・社会・ガバナンス)を反映させることなどを定めた原則です。

運用受託機関がスチュワードシップ活動で重視した点

- ◆ 連合会では、運用受託機関に対して、平成29年度のスチュワードシップ活動において重視した点について調査しました。
- ◆ 傾向として、エンゲージメントや組織体制の分野に経営資源を投入したとの意見が多くありました。エンゲージメントの主な事例として、集团的エンゲージメントの実施や情報共有の強化などがありました。組織体制の主な事例として、エンゲージメント強化のための人員増強などがありました。
- ◆ 運用受託機関との意見交換の中で、スチュワードシップ活動を行う上での体制は整いつつあると認識しました。運用受託機関は様々な分野で取り組みを強化しており、今後のスチュワードシップ活動の成果が期待されます。

運用受託機関が注力したスチュワードシップ活動の分野



(注)運用受託機関12社への調査票及びヒアリングに基づいて、連合会で集計しています。

4. 株主議決権行使の状況

株主議決権行使方針

原則1 指針1-3

アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

原則5 指針5-2

機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

原則5 指針5-3

機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。
(後略～)

(出所)金融庁「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》(改訂版)から抜粋

◆日本版SSCでは、議決権行使結果について、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表することが求められています。平成29年度(平成29年4月～平成30年3月)決算企業の株主総会における国内株式及び外国株式の議決権行使結果は、次のとおりです。

株主議決権行使結果

【国内株式（厚生年金保険給付組合積立金）】

対象：平成29年4月～平成30年3月決算企業

(単位：件)

議案内容	合計	賛成		反対		前年度の 反対比率
			比率		比率	
合計	26,422	20,383	77.1%	6,039	22.9%	21.5%
(うち、株主提案に関するもの)	(810)	(91)	(11.2%)	(719)	(88.8%)	(94.8%)
内 訳						
取締役会・取締役に関する議案(親議案ベース)	9,166	6,000	65.5%	3,166	34.5%	33.2%
【参考】取締役の選任(子議案ベース)	66,607	55,983	84.0%	10,624	16.0%	14.5%
【参考】うち、社外取締役(子議案ベース)	19,705	16,386	83.2%	3,319	16.8%	
監査役会・監査役に関する議案(親議案ベース)	4,753	3,974	83.6%	779	16.4%	12.8%
【参考】監査役の選任(子議案ベース)	6,517	5,676	87.1%	841	12.9%	10.6%
【参考】うち、社外監査役(子議案ベース)	4,461	3,657	82.0%	804	18.0%	
役員報酬に関する議案	1,533	1,292	84.3%	241	15.7%	
役員賞与に関する議案	791	606	76.6%	185	23.4%	16.4%
退職慰労金に関する議案	569	314	55.2%	255	44.8%	
剰余金の処分に関する議案(資本準備金等の減少を伴う)	37	36	97.3%	1	2.7%	6.5%
剰余金の処分に関する議案(資本準備金等の減少を伴わない)	5,580	5,209	93.4%	371	6.6%	
資本構造に関する議案 うち買収防衛策	191	16	8.4%	175	91.6%	64.4%
資本構造に関する議案 うち減資・増資(第三者割当以外)	24	24	100.0%	0	0.0%	0.0%
資本構造に関する議案 うち増資(第三者割当)	11	8	72.7%	3	27.3%	28.6%
資本構造に関する議案 うち自己株式取得	4	2	50.0%	2	50.0%	100.0%
資本構造に関する議案 その他	291	289	99.3%	2	0.7%	0.4%
事業内容の変更等に関する議案	121	119	98.3%	2	1.7%	1.8%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	835	642	76.9%	193	23.1%	24.9%
定款変更に関する議案	2,133	1,542	72.3%	591	27.7%	
取締役会の構成等に関する議案	190	159	83.7%	31	16.3%	35.0%
その他議案に関する議案	193	151	78.2%	42	21.8%	

(注1) 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。

(注2) 議案合計は、親議案ベースで集計しています。

株主議決権行使結果

【外国株式（厚生年金保険給付組合積立金）】

対象：平成29年4月～平成30年3月決算企業

(単位：件)

議案内容	合計	賛成		反対		前年度の 反対比率
		比率	比率			
合 計	16,585	14,481	87.3%	2,104	12.7%	13.6%
(うち、株主提案に関するもの)	(1,530)	(610)	(39.9%)	(920)	(60.1%)	(58.3%)
内 訳						
取締役会・取締役に関する議案 親議案ベース	4,914	4,458	90.7%	456	9.3%	9.9%
【参考】子議案ベース	22,417	21,543	96.1%	874	3.9%	
監査役会・監査役に関する議案 親議案ベース	248	245	98.8%	3	1.2%	0.3%
【参考】子議案ベース	265	262	98.9%	3	1.1%	
役員報酬等に関する議案	3,123	2,847	91.2%	276	8.8%	14.6%
剰余金の処分に関する議案	325	325	100.0%	0	0.0%	0.6%
資本構造に関する議案	1,727	1,467	84.9%	260	15.1%	17.0%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	181	168	92.8%	13	7.2%	8.6%
うち、増減資に関する議案	774	609	78.7%	165	21.3%	24.0%
うち、第三者割当に関する議案	297	295	99.3%	2	0.7%	0.0%
うち、自己株式取得に関する議案	300	298	99.3%	2	0.7%	2.3%
事業内容の変更等に関する議案	187	183	97.9%	4	2.1%	2.2%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	688	532	77.3%	156	22.7%	12.3%
その他	5,373	4,424	82.3%	949	17.7%	20.0%

(注1) 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。

(注2) 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。

(注3) 議案合計は親議案ベースで集計しています。

議決権行使結果及び議案の主な傾向

【国内株式】

- ◆反対行使の比率が高かった主な議案は「取締役会・取締役に関する議案」、「退職慰労金に関する議案」、「買収防衛策に関する議案」等でした。
- ◆「買収防衛策に関する議案」の反対比率は、前年度に引き続き大きく上昇しました（前々年度49.7%→前年度64.4%→今年度91.6%）。一部の運用受託機関による議決権行使基準の厳格化が主な理由です。一方で、議案数自体は減少しました。更新時期を迎える企業の減少が主な要因ですが、一部企業が廃止（非継続）したことも要因となりました。
- ◆全議案のうち「株主提案に関するもの」は、反対比率が僅かに低下しました（94.8%→88.8%）。企業のコーポレートガバナンスの改善につながると期待される提案が増加したことが主な理由です。また、議案数も減少となり、1提案者当たりの議案数が減少したことが要因となりました。

【外国株式】

- ◆反対行使の比率が高かった主な議案は「増減資に関する議案」、「役職員のインセンティブ向上に関する議案」等でした。
- ◆「役員報酬等に関する議案」は、前年度から反対比率が低下しました（14.7%→8.8%）。株主価値に貢献する報酬提案の増加や開示内容の改善等が主な理由です。
- ◆環境（E）・社会問題（S）に関する株主提案が増加しました。米国においては、環境・社会問題（E&S）を争点とする株主提案の提出数が485件となり、過去最高となりました。取締役関連議案においても、ESG等非財務要因に係るリスクに対応出来る監視体制（独立性とスキル）が評価されるようになりました。

5.今後の取り組み

運用受託機関との意見交換等を通じて、連合会のスチュワードシップ活動の在り方を適宜見直していきます。

◆ガイドラインの見直し

法令や社会情勢等を考慮しながら、必要に応じて「コーポレートガバナンス原則」や「株主議決権行使ガイドライン」の見直し等を検討し、より実効性の高いスチュワードシップ活動の実施を目指します。

◆運用受託機関のスチュワードシップ活動に対する評価の在り方の検討

連合会では、画一的な評価体系ではなく、運用受託機関のビジネスモデルやプロダクトラインアップなどの違いを考慮したものが必要であると認識しています。運用受託機関が効果的なスチュワードシップ活動を行っているかモニタリングを継続し、運用受託機関の評価の在り方について検討していきます。

◆継続的な情報収集

他の機関投資家とのミーティング、外部有識者などを招聘した勉強会の開催、GPIFが主催する企業・アセットオーナーフォーラムや各種セミナーへの参加などを通じて、情報収集を行っていきます。

◆情報還元強化

ホームページ等を通じて広く情報提供を行うとともに、組合員(受益者)への定期的な活動報告等を通じて、連合会のスチュワードシップ活動の理解が深まるように一層努めます。



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