

# 令和元年度 スチュワードシップ活動報告

---

令和2年3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..... P4
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..... P9
4. 株主議決権行使の状況..... P29
5. 今後の取り組み..... P35

---

# 1. はじめに

## はじめに

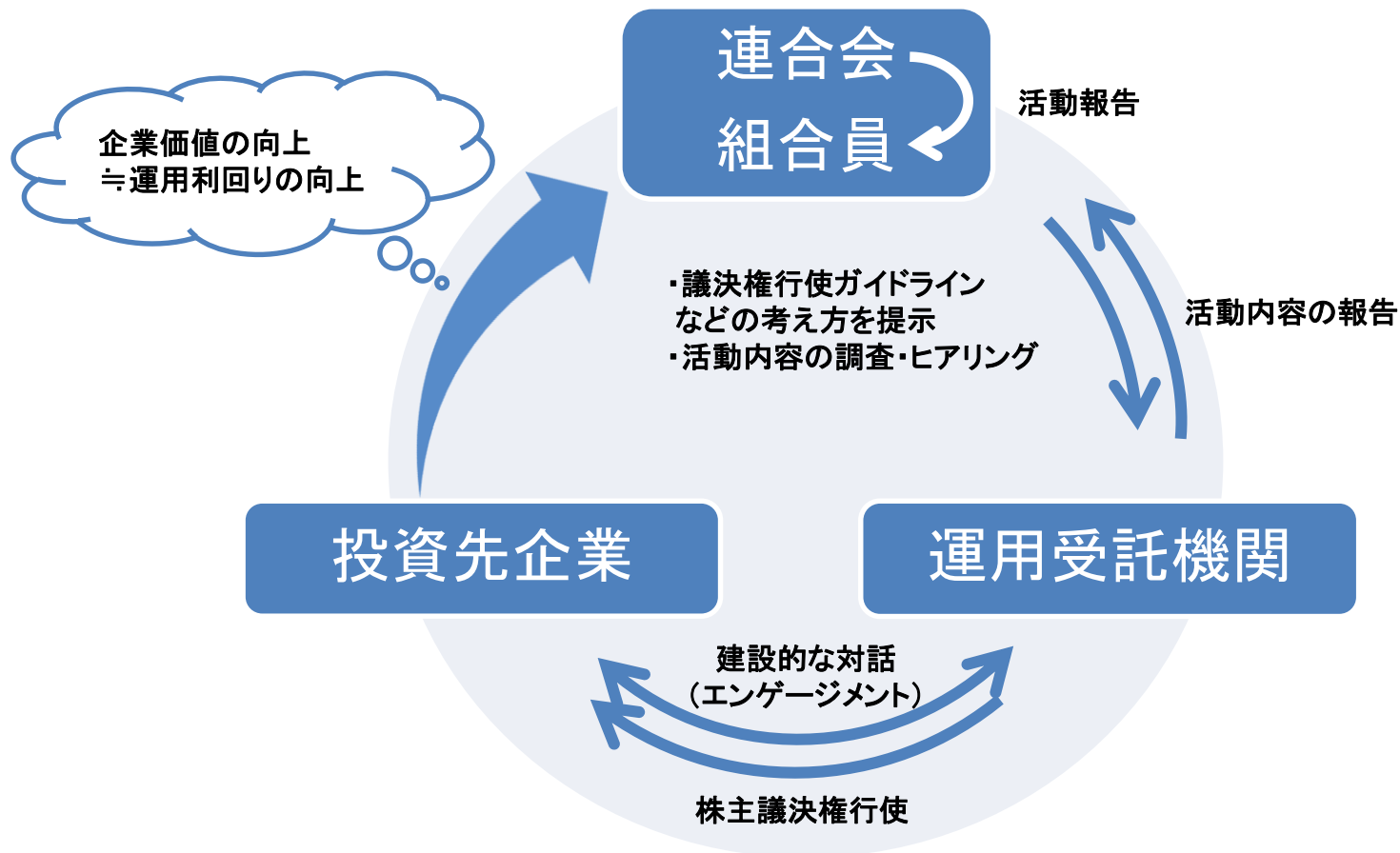
- 全国市町村職員共済組合連合会(以下「連合会」といいます。)は、「被保険者に対する受託者責任」と「公的年金としての社会的責任」を果たすことが求められており、投資先企業の中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促す手段として、株主議決権の行使、企業との建設的な対話(エンゲージメント)、ESG投資などのスチュワードシップ活動に積極的に取り組む必要があります。
- 連合会は、運用受託機関を通じて個別企業の株式に投資する形態をとっており、スチュワードシップ活動についても、個別企業との接触の機会が多く、企業経営に関する深い知見を有する運用受託機関がこれを行うことにより、効果的にスチュワードシップ責任を果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」(令和2年3月改訂)、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」(令和2年3月改訂)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、連合会が実施した令和元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

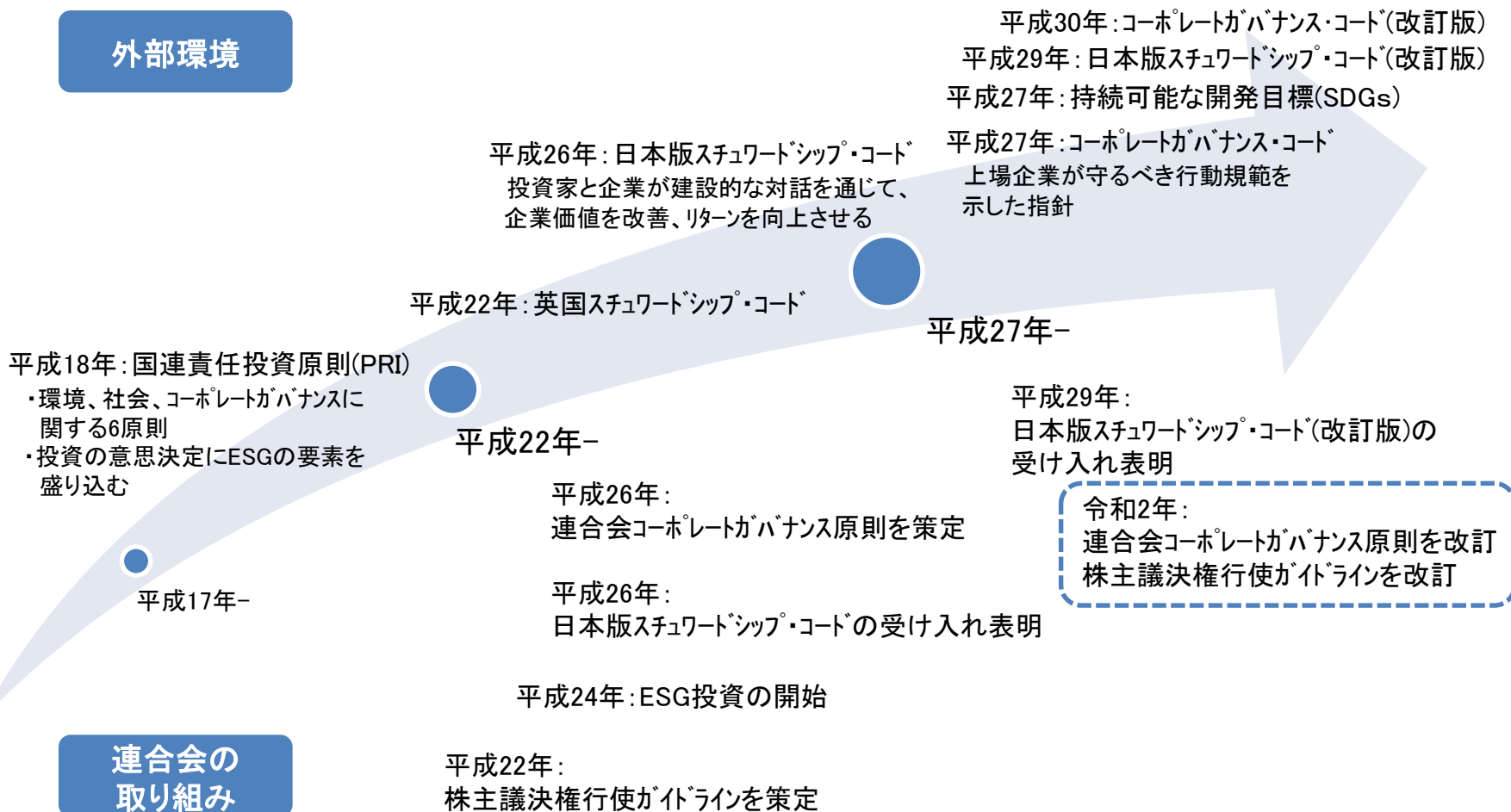
## スチュワードシップ活動における連合会の位置づけ

○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、最終的に年金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

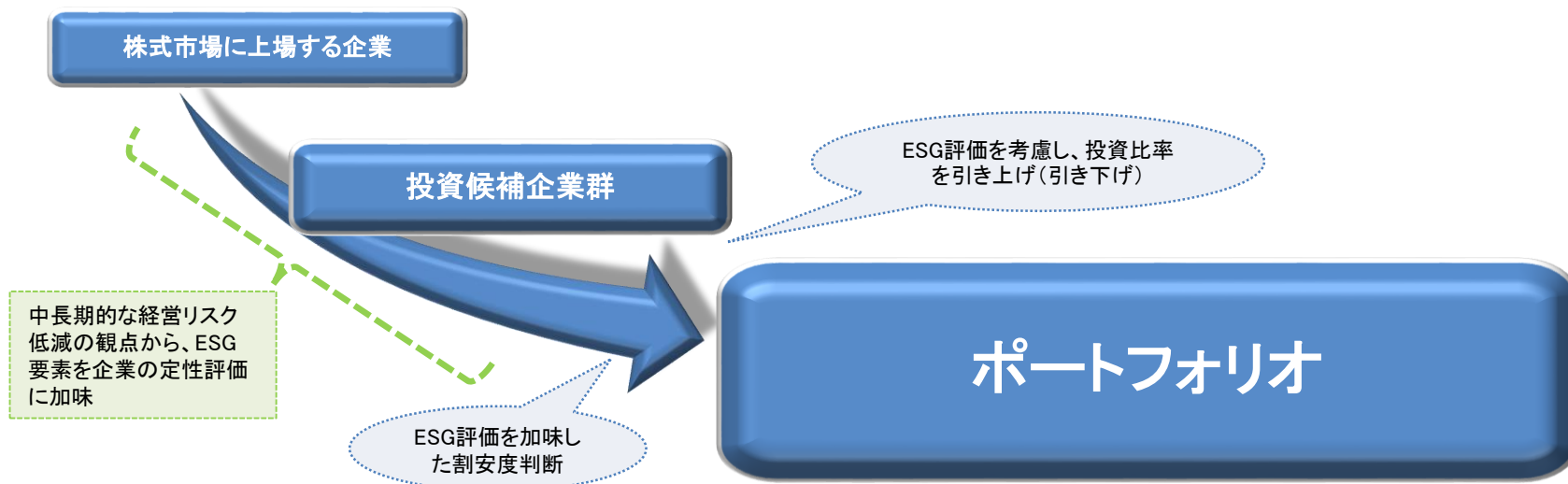
### 外部環境



## ESGを考慮した運用

- 連合会では、平成24年度にESG指数をベンチマークとする運用を開始しました。現在では多くの運用受託機関がESGの課題を投資分析と意思決定プロセスに組み込んでいますが、その手法は一律ではありません。
- アクティブファンドでは、上場企業の中からプロダクトの戦略に合致する銘柄を絞り込み（スクリーニング）、定量評価や定性評価を経て、投資する銘柄や投資比率を決定していきますが、その過程で独自のESG評価やESGレーティングなどを加味するなど“ESGインテグレーション”手法を取り入れた運用受託機関があります。
- 評価項目や評価尺度は様々ですが、企業の中長期的な経営リスクを低減させる観点で定性評価に盛り込むケース、企業の中長期的な業績予想にESG評価を加味して割高・割安判断を行うケース、ESG評価を考慮して投資比率を決定するケースなどが見られます。ESG評価にあたっては、投資候補企業が属する業界平均との比較や前年度からの変化等の分析、業種の特性に応じた評価ポイントを設定するといった事例が確認できました。

### 【ESGインテグレーションの例（イメージ）】





## 令和元年度の取り組み

○連合会は、令和元年度のスチ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チュワードシップ活動を行うよう促しました。また、スチュワードシップ活動に関する定期的な報告や、連合会規程の改訂も行いました。

### 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	令和元年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"> <li>議決権行使結果</li> <li>議決権行使体制 などを確認</li> </ul>
スチ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"> <li>利益相反の管理体制</li> <li>エンゲージメントの詳細</li> <li>取り組みを強化した点、課題、問題点</li> <li>個別議案の行使判断理由 などを確認</li> </ul>
上記2項目に関するヒアリング	同年10～11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DS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・マネージメント、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、セリュウ・アセット・マネジメント、東京海上アセットマネジメント、ナティグニス・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。

### スチ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	令和元年7月	— ※連合会ホームページに掲載	連合会のスチ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	令和2年2月	連合会役職員 構成組合役職員等	連合会のスチ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	連合会のスチュワードシップ活動やESG投資の考え方

---

### 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・コードとモニタリング

○国内株式の運用受託機関全12社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。

- 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、昨年度に引き続き、全ての運用受託機関において、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ活動を行う目的や方法、エンゲージメントや議決権行使の考え方などに関して「日本版スチュワードシップ・コードへの取組方針」や、「議決権行使の考え方」等と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2:利益相反の管理

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2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・受益者との利益相反防止のため、利益相反が起こり得る対象範囲や取引を整理し、スチ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、適切な管理がなされていることを確認しました。
- また、「利益相反管理方針」等として明確な方針を策定し、管理対象や取引の種類、管理方法・体制等を各社のホームページ上で公表していることも確認しました。

### 【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が適切に行われているかの監督や、議決権行使の判断を行う仕組みとしていました。第三者委員会のメンバーは独立性が確保されている点や、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、独立社外取締役を複数名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行ったり、運用部門・営業部門から独立した利益相反管理部署を設置するなどの対応がなされていることを確認しました。

### 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。

- 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、経営層を含む担当者との面談の継続や、業績等の財務面の評価に加えてリスク・収益機会への対応やESG価値といった非財務価値も考慮した多面的な分析など、投資先企業状況の実効的な把握に努めていることがわかりました。
- 投資先企業の取り組み姿勢の変化の傾向として、運用受託機関からの主な報告は以下の表のとおりです。

#### 【投資先企業の取り組み姿勢の変化】

情報開示	<ul style="list-style-type: none"><li>・ESG活動と取り組みの開示 → P.14 ①</li><li>・統合報告書作成企業数の増加 → P.15 ②</li></ul>
ガバナンス面	<ul style="list-style-type: none"><li>・社外取締役の増員 → P.15 ③</li><li>・業績連動報酬や株式報酬の増加</li><li>・政策保有株式の縮減</li><li>・買収防衛策の廃止または非更新</li><li>・取締役会の多様化促進への取り組みの増加</li></ul>

## 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】

#### ①ESG活動と取り組みの開示

- 投資先企業の変化として、ESG活動への取り組みの強化や情報開示を進める企業が増加しており、運用受託機関では、ESGの観点による情報の収集・分析も強化していることを確認しました。
- 方法としては、ESGアナリスト等による企業との継続的な対話や、頻度の高いESGミーティングの開催による情報共有、企業価値の評価にESG価値を考慮した多面的な分析の実施、ESGレーティングによる分類など、各社様々な方法で状況の把握を行っていました。
- また、ESG情報の開示が進んでいない企業には開示内容の改善を働きかけていることも確認しました。
- ESG活動促進のエンゲージメントの事例は以下のとおりです。

ESG	取り組み内容
E(環境)	気候変動への取り組みを最重要課題として長期ビジョンを策定したことを評価した上で、低・脱炭素社会に向けた取り組み内容がまだ総花的であることを指摘し、同業他社の計画と比較し、取り組みの具体化・明確化について議論した。会社側より、「気候変動問題への取り組みと原動機等主力事業との親和性は高い。長期的なエネルギー需要拡大に対応し、温室効果ガス削減目標の策定を含め、長期ビジョンの具体化を進める。」との回答を得た。
S(社会)	コーポレートガバナンスの改善として、取締役会の多様性に関して継続的にエンゲージメントを行っている。当初はまずは社員のダイバーシティとして女性社員、女性管理職の比率を上げることを目標としていたが、その後数年にわたり継続的に対話を進め、令和元年6月の株主総会において、初めての女性社外取締役を選任し、取締役会の多様性を高めた。
G(ガバナンス)	総資産に占める政策保有株式の割合が高いことから、政策保有株式は非効率な資本管理であり、経営に対する規律の低下に繋がるとして削減を促し、検証結果や削減実績を明確に開示することを求めた。企業側の反応は、政策保有株式については意識して削減の方向で進めており、開示については検討するとのことだった。その結果、コーポレートガバナンス報告書に政策保有株式の検証結果を開示、平成30年度は複数銘柄を売却する対応を行った。

## 原則3: 投資先企業の状況の的確な把握

### ②統合報告書作成企業数の増加

- 非財務情報の開示として、統合報告書を作成している企業が増加していることを確認しました。
- 統合報告書の作成において、課題やPDCAサイクル等、記載すべき内容を助言したり、統合報告書を発行した企業数を運用受託機関の重要業績評価指標(KPI)とすることで、作成を促す動きがみられました。
- また、作成を促す際に、統合報告書の意義や積極的に活用することの有効性等を説明することで、前向きな姿勢を示す企業が増加しているとの報告も受けました。

### ③社外取締役の増員

- 社外取締役が増加している状況において、社外取締役の牽制機能の有効性をどのようにみているかヒアリングを行いました。
- 社外取締役がどのような経歴や専門分野を持っているか等を主な判断材料とする一方で、件数自体は少ないながらも、社外取締役本人との対話を行う運用受託機関もありました。外形的な判断を中心としながらも、実効性を見極めようとする動きがみられました。

運用受託機関	取り組み内容
A社	実効性を評価している。社外取締役の選任議案においては、議決権行使ガイドラインで取締役会への出席率を他社より高い水準にしている。取締役会に出席できないような状況では、その役割は期待できないと考えている。
B社	社外取締役の人数が確保されているか。そして、その人物がどのような目的で選任され、どのようなスキルを持っているのかという点を確認している。
C社	取締役会で社外取締役はどのような質問や意見をしているかなどを、社内取締役へヒアリングすることで、牽制機能が働いているかを確認している。



#### 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。

- 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。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、エンゲージメント対象の選定方法や、エンゲージメントの内容と傾向、エンゲージメントの進捗管理と成果事例などに着目しました。
- また、エンゲージメントに対する投資先企業の変化として、機関投資家との対話を求める企業数の増加や、エンゲージメントにおける経営トップの参加、社会・環境への貢献の仕方に関する対話の増加などが確認できました。

## 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)」

### 【エンゲージメント対象企業】

- 平成30年度に運用受託機関が実施した時価総額による規模別のエンゲージメントの企業数は以下の表のとおりです。
- 投資先企業の内、時価総額の大きい企業に対して、よりエンゲージメントを重点的に行っていることを確認しました。一方、経営トップとの対話においては規模別で大きな差は見られませんでした。
- また、投資先企業の株式の保有比率や不祥事などの発生状況、課題解決による企業価値への影響度を勘案して企業を抽出し、エンゲージメント重点対象企業を選定しているケースもみられました。
- 運用方法の違いとして、アクティブ運用は投資先企業や将来投資する可能性がある企業を対象とし、パッシブ運用では業績が低迷している企業や資本効率やガバナンス等において懸念がある企業で、インデックスに与える影響度などを考慮して対象企業を選定しているケースも見られました。

		企業数(H30年度)		
			内、 経営トップ との対話	
大 時価総額 小	東証1部	TOPIX100	705	178
		MID400	1,270	277
		SMALL	497	118
		非分類	7	1
	東証2部		5	2
	ジャスダック		7	7
	その他新興市場		8	7
	合計		2,499	590

(注) TOPIX100: TOPIX算出対象のうち、時価総額、流動性の特に高い100銘柄

MID400: TOPIX100について時価総額、流動性が高い400銘柄

SMALL: TOPIXの算出対象から、TOPIX100とMID400の構成銘柄を除いた銘柄(1,624銘柄、平成31年3月末時点)

## 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)」

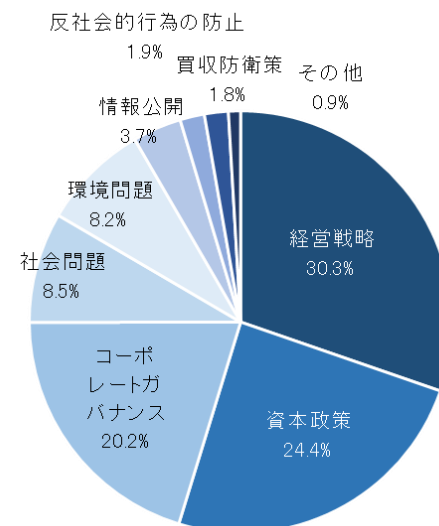
### 【エンゲージメントの内容】

○厚生年金保険給付組合積立金では、平成30年度中に運用受託機関を通じて延べ2,499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10,292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1,965件で、全体の19.1%でした。

○主な内容は、経営戦略に関する事柄が3,118件と全体の30.3%を占め、次いで資本政策に関する事柄が前年度より大幅に増加して2,515件と全体の24.4%となりました。前年度に引き続き、環境問題、社会問題の件数は増加傾向にあります。

対話の内容	件数 (本年度)		内、 経営トップ との対話		件数 (前年度)		内、 経営トップ との対話	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
1 資本政策関連	2,515	24.4%	475	24.2%	622	9.4%	197	11.7%
2 経営戦略関連	3,118	30.3%	680	34.6%	2,971	44.9%	955	56.9%
3 環境問題関連	845	8.2%	159	8.1%	415	6.3%	48	2.9%
4 社会問題関連	871	8.5%	150	7.6%	492	7.4%	105	6.3%
5 コーポレートガバナンス関連	2,083	20.2%	368	18.7%	1,461	22.1%	266	15.8%
6 買収防衛策関連	188	1.8%	29	1.5%	200	3.0%	20	1.2%
7 情報公開関連	384	3.7%	65	3.3%	289	4.4%	64	3.8%
8 反社会的行為の防止関連	192	1.9%	28	1.4%	116	1.8%	20	1.2%
9 その他	96	0.9%	11	0.6%	57	0.9%	4	0.2%
合計	10,292	100%	1,965	100%	6,623	100%	1,679	100%

＜対話内容別構成比＞



(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) 国内株式の運用受託機関全12社への調査票に基づいて、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)」

### 【エンゲージメントの進捗管理】

- 進捗管理の方法としては、担当者の記録を社内でデータベースとして共有化したり、活動状況を社内のスチュワードシップに関する委員会で報告したり、エンゲージメントの進捗度合いをステージ設定し、案件毎にどのステージに位置しているのか判断する方法、また、それらを組み合わせる方法等がありました。
- 工夫としては、定期的なミーティング以外にエンゲージメント報告を集中的に行う委員会の新設や、専門部署とアナリストの連携の強化、組織で共有する際に比較評価を行うことでステージ判断の標準化を図る等の取り組みがみられました。

運用受託機関	エンゲージメントの進捗管理の方法
A社	エンゲージメントを担当した者が実施内容を記録し、社内管理システム等を活用してデータとして保存。また、マイルストーンとして複数のステージを設定し、最初は課題を企業に伝えることから始まり、最後は企業が課題の解決や改善のプランを実行することとして、進捗をフォローしている。
B社	月次で活動を管理することに加え、四半期ではスチュワードシップ活動を統括する委員会に、活動件数、全活動件数に対する類型毎の割合、設定した課題の進捗状況、個別の対話事例などを報告している。
C社	スチュワードシップ会議において、毎月アナリスト及びスチュワードシップ推進部員による記録に基づいて実施している。共通フォームで進捗管理を行うことにより、アナリスト毎のエンゲージメントの質の均質化や全体の質の底上げにつなげている。対象先が複数の課題を有する場合には、課題毎に順序を付けてエンゲージメントを実施していく場合もある。

## 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)」

### 【エンゲージメントの成果事例】

○エンゲージメントが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、同一企業に複数の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	
経営戦略	東証第1部 精密機器	対話	当初より業績計画の水準が高く、結果として計画未達が相次ぎ、株式市場からの信頼性が低下していたため、適切な目標設定と着実な計画の遂行が課題だった。今回の3か年中期計画も当初の業績目標値には届かずに終了する見込みが高いため、次期中期計画においては適切な目標設定と着実な執行を期待する旨を伝達した。
		成果	その後発表された新中期経営計画では、同社実力相応の適切な目標設定がなされていると判断できる内容だった。新中期経営計画における目標の着実な執行については今後も議論していく方針。
資本政策	東証第1部 鉄鋼	対話	保有現金水準の高まりや、優れた会社と見ているにもかかわらず株価が極めて過小評価されていること等に鑑み、CEOとの直接の対話を通して様々な観点から意見交換を実施。資本配分や、社外取締役増員の必要性、投資家とのコミュニケーションやタイムリーな英語での情報開示の必要性などについて意見を伝えた。
		成果	CEOとの直接の対話機会を継続的に得られたことはエンゲージメント活動の一定の成果。また、平成31年4月には、平成31年3月期の増配及び令和2年の配当予想引き上げを発表している。同社の投資家とのコミュニケーション姿勢の変化は、ガバナンス改善に向けた粘り強い働き掛けの成果として評価している。また、資本配分政策見直しの実現にも継続的な働き掛けが一定程度は貢献したのと考えている。
コーポレート ガバナンス	東証第1部 サービス業	対話	創業者社長の経営理念が同社の成長を牽引してきた事実がある一方で、選任されている社外取締役には独立性がなく、経営判断・意思決定に客観的な立場からの意見が介在しない点を同社の課題として認識していた。そのため、株主総会で社外取締役2名の選任議案に対して反対した旨を伝え、独立性のある社外取締役の重要性についての認識を共有した。
		成果	社外取締役の2名は実質的に機能しているという認識をもっているが、他の投資家からも同じような意見があり、検討したいとの回答を受領した。その後の株主総会では、社外取締役2名のうち1名が独立性のある候補者に入れ替えとなり、進捗が見られた。引き続き、更なる独立した社外取締役の採用について促していく方針。

## 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)」

対話項目	企業	具体的な内容	
社会問題	東証第1部 小売業	対話	サプライチェーンの人権尊重等への取り組み強化を促した。
		成果	会社から経営トップに伝わったこと、及び人権委員会、リスクマネジメント委員会の設置など対応策の実施の報告を受けた。これらを受け、一連の活動内容を高く評価していることを伝えた。
環境問題	東証第1部 陸運業	対話	トラックを中心に運輸部門のCO2排出量は産業別でも大きなウェイトを占めていた。現在検討中の中期経営計画の中で、鉄道・海運・航空などの多彩な輸送方法での技術を生かし、SCOPE3(間接的に排出するサプライチェーンの温室効果ガス)まで視野に入れた中長期的なCO2削減目標を掲げるとともに、積極的に顧客へ拡販をすすめる必要があるのではないかと伝えた。
		成果	創立100周年の長期ビジョン実現に向け、令和5年度までに達成すべきKPIとしてCO2排出量削減(単体)の平成29年度比▲2.4万tを公表した。今後は、CO2削減状況を確認していく方針。
情報公開	東証第1部 輸送用 機器	対話	平成28年から継続的に対話を実施している。中期経営計画の数値目標が開示されず、役員との対話機会もない等開示が不十分なため、将来の企業価値を予想しづらいことから、改善を求めている。
		成果	中期経営計画の数値目標の開示、役員とのスモールミーティング開催にはじまり、投資家の意見を取り入れ、年々開示が改善している。今後も開示内容の充実に向けて対話を継続する予定。

## 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)」

### 【気候変動への取り組み】

- 投資先企業や運用受託機関で、気候変動に対する意識が高まっています。投資先企業では、運用受託機関への気候変動の開示内容に関する質問の増加や、情報開示の充実を図る企業の増加がみられ、よりよい開示への意識の高まりがみられました。また、長期の環境目標の設定を3~5年の経営計画へ盛り込む企業や、TCFD提言(気候関連のリスク・機会に関する情報開示のフレームワーク)に沿ったリスク・機会の評価やシナリオ分析を行うなど、一歩進んだ企業もみられました。
- TCFDへの署名が進む中、運用受託機関は7社署名しており、また、TCFD提言に基づいたレポートを発行する運用受託機関もみられました。
- 気候変動への取り組みに際し、投資先企業の経営サイドのコミットの重要性が挙げられました。また、投資先企業の今後の課題として、投資家の理解のための客観的数値の開示やリスクとビジネス機会のアピール促進が挙げられました。

運用受託機関	取り組み内容
A社	石炭ダイベストメント(再生可能エネルギーの拡大、石炭利用の低炭素化・脱炭素化等)に関し、より積極的な情報発信の必要性を企業へ指摘。企業側より「ESGに関する情報発信の不足を改めて痛感した。海外事例なども参考に、今後、攻めの広報ができるように工夫する」との反応があった。その後、当該企業はTCFD賛同を表明。引き続き情報開示を含めた気候変動問題への取り組みを支援する。
B社	CO2削減効果の実績開示がある企業に対し、今後の中長期的なターゲットを設定し、中期経営計画目標や長期ビジョンと整合するようなKPIの設定を進言。企業側は「どのように表現していくかが課題でありKPI等は設定し難い。一方、気候変動に対する機会とリスクを整理する中で、効果的な検証の必要性を感じている。」との反応であったが、その後、当該企業は温室効果ガス削減目標(KPI)の設定の上、その目標が「SBT(科学的根拠に基づいた排出削減目標)」に認定されたことを公表した。
C社	石炭関連事業拡大をした企業に対し、一般炭に対する事業エクスポージャー、石炭リスクマネジメントの考え方について開示強化を働きかけた。その後、開催されたESG説明会において、気候変動を含む環境管理体制、石炭鉱山向け売上エクスポージャーやビジネスリスクの考え方、TCFDの検討状況等について説明がなされた。

## 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。

- 連合会は、投資した企業が中長期的に企業価値を向上し、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、中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。連合会の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、運用受託機関が議決権行使を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」に則り、議決権行使を行っているかを確認しました。その結果、全ての運用受託機関で適切に行われていました。
- また、連合会では、東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コード改訂(平成30年6月1日)などを踏まえ、令和2年3月に「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」及び「株主議決権行使ガイドライン」の改訂を行いました。



## 原則5: 議決権行使と行使結果の公表

### 【株主提案議案に対する各社の判断】

- 株主提案議案を受ける企業が増加する中、注目度が高かった議案に対して、運用受託機関がどのような議論のもと判断を行ったかを確認しました。
- その結果、形式的な基準だけでなく、今後の会社の様々な経営状況を想定し、議案が可決された場合の中長期的な企業価値の向上に資する判断をしていることを確認しました。

### 例) X社の株主提案議案に対する各社判断

議案A: 定款の一部変更。取締役の報酬について、毎年、事業報告および有価証券報告書に個別に報酬額、内容を開示。決定方法も具体的に示す。  
 議案B: 定款の一部変更。業績連動報酬の基礎数値が誤っていた場合や株式報酬において誤った情報を反映して株価が不当に高値だった場合等に、報酬の返還または減額を行う。(クローバック条項の採用)

賛否	議案Aの判断理由	議案Bの判断理由
賛成	株主価値向上又はコーポレートガバナンス強化に資すると考えられる。	グローバル水準の報酬体系を志向している同社にとってクローバック条項は株主価値向上に資すると考えられる。
	役員報酬の個別開示はガバナンス機能の向上に資すると判断したため。	クローバック条項は、取締役に必要なインセンティブをもたらすスキームとして有効であると判断したため。
反対	対象が取締役全員のため反対した。開示の必要性を説明することが出来ない。(代表取締役の報酬は業績と連動しており情報として有用であると考えているため、代表取締役のみの報酬開示は賛成としている。)	現在の報酬体系が、中長期的な業績に連動する報酬体系になっており、適切なプロセスであると認識している。不適切会計が発覚時は、経営陣が法的手段等で返金してもらうという意味を示しており、あえて定款に書かなくても良いと判断した。
	報酬決定に関するプロセスが適切かどうか重要と考えているため、報酬の個別開示は絶対要件ではない。	定款に記載するには細かすぎるという点と、議案の内容がクローバック条項の拡大解釈であり、減損という会計処理にも当てはめるのは誤りという点から反対した。
	1億円以上は開示されているため、1億円未満も、総額と人数で概ね推測できるため、定款に盛り込むほどではないと判断した。	クローバック条項導入の考え方には賛成するものの、提案の内容は経営判断を過度に制限するものであるため。

## 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おり、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います。
- 国内株式の運用受託機関全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。また、行使の賛成・反対理由を簡潔に記載している運用受託機関も複数みられました。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	賛成・反対理由の開示項目
アセットマネジメントOne	<a href="http://www.am-one.co.jp/company/voting/">http://www.am-one.co.jp/company/voting/</a>	無し
インベスコ・アセット・マネジメント	<a href="http://www.invesco.co.jp/footer/proxy.html">http://www.invesco.co.jp/footer/proxy.html</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成・反対
キャピタル・インターナショナル	<a href="https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html">https://www.capitalgroup.com/advisor/jp/ja/proxy-voting.html</a>	無し
シュローダー・インベストメント・マネジメント	<a href="http://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/">http://www.schroders.com/ja-jp/jp/asset-management/about-schroders/proxy-voting/</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成
日興アセットマネジメント	<a href="http://www.nikkoam.com/about/vote">http://www.nikkoam.com/about/vote</a>	無し
ニッセイアセットマネジメント	<a href="https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html">https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html</a>	会社提案・株主提案への賛成・反対
野村アセットマネジメント	<a href="https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html">https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/vote.html</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成
みずほ信託銀行	<a href="https://www.mizuho-tb.co.jp/corporate/unyou/giketsuken_koushi.html">https://www.mizuho-tb.co.jp/corporate/unyou/giketsuken_koushi.html</a>	無し
三井住友DSアセットマネジメント	<a href="https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/">https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/</a>	会社提案への反対、株主提案への反対
三井住友信託銀行	<a href="http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/voting_right.html">http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/voting_right.html</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成
三菱UFJ信託銀行	<a href="https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html">https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成・反対
りそな銀行	<a href="http://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html">http://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html</a>	会社提案への反対、株主提案への賛成

(令和元年6月株主総会分)

## 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。

- 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。その他、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への対応、直接訪問による説明を行っているという運用受託機関もありました。
- 運用受託機関のスチュワードシップ活動報告書に記載している内容は、スチュワードシップ活動の目的、体制、エンゲージメントのテーマ、活動評価、ESG投資への取り組み、議決権行使基準と結果報告等で、どのような方針のもと、どのような体制で具体的に活動を行っているかを各社開示しています。

## 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。

- 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各社が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。
- エンゲージメント従事者は、資産運用や企業分析の経験の豊富なアナリストや、企業とのコミュニケーション能力に優れた人物等を重要視して配置されている傾向がありました。
- また、スキル向上への取り組みは、以下のとおりです。

### 【スキル向上への取り組み例】

- ・エンゲージメント対象企業や業界知識の習得
- ・社内勉強会の実施、外部セミナーへの参加
- ・ミーティングによるエンゲージメント活動の情報の共有と組織力の向上
- ・経験の長いアナリストが若いアナリストのサポートやフィードバックを実施
- ・責任投資部署と運用部署の連携の強化

## 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。
- 自己評価に記載している内容は、運用受託機関のステュワードシップ活動の方針、自己評価の方法、ステュワードシップ・コードの原則毎の自己評価の結果、対話の事例等の活動実績等でした。
- 運用受託機関の認識している課題としては、株式市場との対話に消極的な企業への対話の働きかけや、ESG評価を取り入れた対話力の向上、人材の確保や部署の新設、効率やコスト面も考慮した取り組み等があげられていました。

---

## 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～)

○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30年度(平成30年4月～平成31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、次の表のとおりです。

## 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30年4月～平成31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	27,326	20,966	76.7%	6,360	23.3%	22.9%
（うち、株主提案に関するもの）	(759)	(52)	(6.9%)	(707)	(93.1%)	(88.8%)
内 訳						
取締役会・取締役に関する議案（親議案ベース）	9,141	6,083	66.5%	3,058	33.5%	34.5%
【参考】取締役の選任（子議案ベース）	66,979	56,996	85.1%	9,983	14.9%	16.0%
【参考】うち、社外取締役（子議案ベース）	20,891	17,600	84.2%	3,291	15.8%	16.8%
監査役会・監査役に関する議案（親議案ベース）	5,720	4,587	80.2%	1,133	19.8%	16.4%
【参考】監査役の選任（子議案ベース）	10,129	8,820	87.1%	1,309	12.9%	12.9%
【参考】うち、社外監査役（子議案ベース）	6,682	5,420	81.1%	1,262	18.9%	18.0%
役員報酬に関する議案	1,749	1,452	83.0%	297	17.0%	15.7%
役員賞与に関する議案	675	540	80.0%	135	20.0%	23.4%
退職慰労金に関する議案	528	110	20.8%	418	79.2%	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）	33	32	97.0%	1	3.0%	2.7%
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）	5,559	5,257	94.6%	302	5.4%	6.6%
資本構造に関する議案 うち買収防衛策	234	45	19.2%	189	80.8%	91.6%
資本構造に関する議案 うち減資・増資（第三者割当以外）	31	31	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）	16	14	87.5%	2	12.5%	27.3%
資本構造に関する議案 うち自己株式取得	14	1	7.1%	13	92.9%	50.0%
資本構造に関する議案 その他	44	44	100.0%	0	0.0%	0.7%
事業内容の変更等に関する議案	198	197	99.5%	1	0.5%	1.7%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	941	723	76.8%	218	23.2%	23.1%
定款変更に関する議案	2,026	1,482	73.1%	544	26.9%	27.7%
取締役会の構成等に関する議案	208	183	88.0%	25	12.0%	16.3%
その他議案に関する議案	209	185	88.5%	24	11.5%	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30年4月～平成31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	16,301	14,148	86.8%	2,153	13.2%	12.7%
(うち、株主提案に関するもの)	(1,513)	(622)	(41.1%)	(891)	(58.9%)	(60.1%)
内 訳						
取締役会・取締役に関する議案 親議案ベース	5,044	4,464	88.5%	580	11.5%	9.3%
【参考】子議案ベース	22,651	21,724	95.9%	927	4.1%	3.9%
監査役会・監査役に関する議案 親議案ベース	249	248	99.6%	1	0.4%	1.2%
【参考】子議案ベース	273	272	99.6%	1	0.4%	1.1%
役員報酬等に関する議案	2,667	2,379	89.2%	288	10.8%	8.8%
剰余金の処分に関する議案	344	342	99.4%	2	0.6%	0.0%
資本構造に関する議案	1,893	1,548	81.8%	345	18.2%	15.1%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	228	211	92.5%	17	7.5%	7.2%
うち、増減資に関する議案	795	595	74.8%	200	25.2%	21.3%
うち、第三者割当に関する議案	322	309	96.0%	13	4.0%	0.7%
うち、自己株式取得に関する議案	338	323	95.6%	15	4.4%	0.7%
事業内容の変更等に関する議案	310	303	97.7%	7	2.3%	2.1%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	612	496	81.0%	116	19.0%	22.7%
その他	5,182	4,368	84.3%	814	15.7%	17.7%

(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、前年度に引き続き「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。
- 「退職慰労金に関する議案」の反対比率は、上昇しました。原則反対にするなど、複数の運用受託機関で行使基準を厳格化した影響が見られました。
- 「買収防衛策に関する議案」の反対比率は、高水準で推移しているものの低下に転じました。3年の買収防衛策の有効期限を迎える企業が多い時期でしたが、投資家の考えが企業側に浸透し、廃止（非継続）や内容を見直した企業が多いことが反対比率の低下要因となりました。
- 「取締役の選任」のうち、社外取締役に関する議案数は、増加しました。コーポレートガバナンスの改善に向けた社外取締役の増強が進んだことが要因です。
- 株主提案を扱う企業数は増加しました。また、内容が合理的と判断できる株主提案が増加し、会社提案の一部が否決され株主提案が可決されたケースも見られました。

## 議決権行使結果及び議案の主な傾向

### 【外国株式】

- 議案類型毎の比率や件数等は昨年度と概ね同様の傾向となっています。
- 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。
- 米国において、環境・社会問題の株主提案は増加傾向が続きました。TCFDの導入に伴い、気候変動への対応策の公表を要求される企業が増えています。
- 取締役関連議案においては、取締役の多様性(ジェンダーやダイバーシティなど)や役員報酬に関する株主提案が過去最高の賛成票を集めました。取締役会における女性比率は着実に拡大し、過去10年で倍増していると言われています。
- 一方、取締役選任議案に対する反対比率は近年では最高水準にあります。取締役会の実効性向上に対する要求が高まっていることが背景にあると思われます。取締役の兼任社数の多さに対する懸念が更に高まっており、5社以上兼任している候補者の選定議案に対しては賛成比率が80%未満にとどまるケースもみられます。
- そのほか、令和2年の米国大統領選を控えて政治献金やロビー活動の開示拡大を求める株主提案や、人権問題、薬害リスク等に関する株主提案も増加しています。

---

## 5. 今後の取り組み

## 今後の取り組み

今後も継続的に、連合会のスチュワードシップ活動の在り方を検討し、見直していきます。

### ○運用受託機関の特性に則した評価方法の検討

連合会では、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の違いなどを考慮した上で、スチュワードシップ活動を評価する必要があると考えています。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をどのようにモニタリングし、どういう評価を行うのが的確なのかを継続的に検討していきます。

### ○幅広い情報収集

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、運用受託機関との情報交換等を通じた情報収集を継続します。国内株式以外の資産についても、債券におけるESGの考え方や、海外でのESGレーティングの手法、海外から見た日本企業の取り組み具合といったテーマでアナリスト等との勉強会などもすでに行っていますが、今後は、投資への反映や効果計測の手法、プロダクト評価にあたっての論点整理等につき広く情報収集を行い、当該分野での知見を高めていきます。

### ○情報還元の強化

ホームページ等を通じて広く情報提供を行うとともに、広報誌や連合会の総会等での定期的な報告などを通じて、組合員(受益者)における連合会のスチュワードシップ活動の理解がより深まるよう努めます。

### ○連合会規程類の見直し

令和2年に予定されている「日本版スチュワードシップ・コード改訂版」が公表された後、必要に応じて「日本版スチュワードシップ・コード受け入れ表明」(平成29年11月改正)の見直し等を検討し、社会情勢等を考慮しながら、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。



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