

令和2年度 スチュワードシップ活動報告

令和3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..... P10
4. 株主議決権行使の状況..... P27
5. 今後の取り組み..... P35

1. はじめに

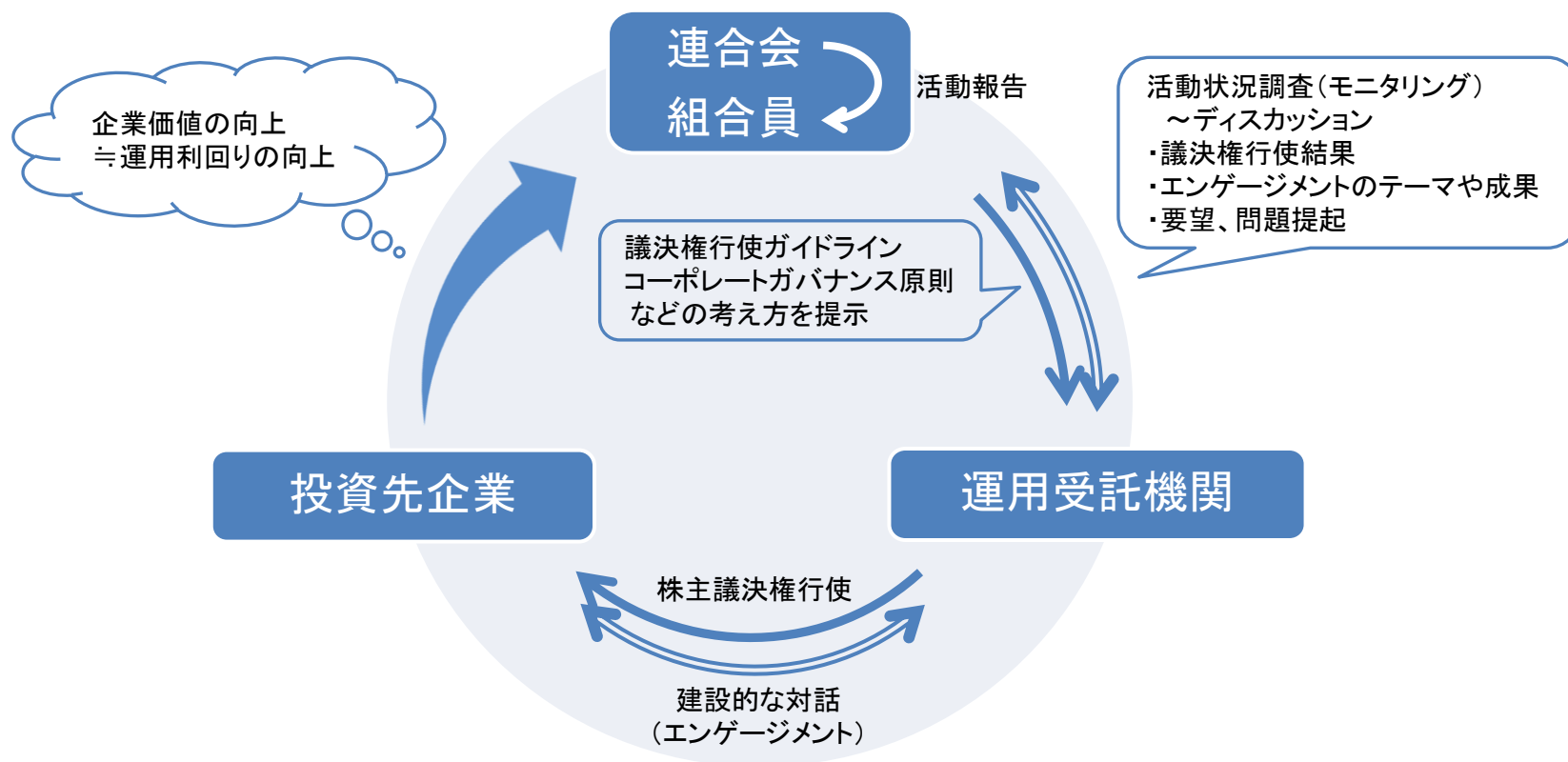
はじめに

- 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い、その活動状況を連合会が調査することで、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月変更)、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月変更)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)、令和2年9月には日本版SSC(再改訂版)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ています。
- このような考えのもと、連合会が実施した令和2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

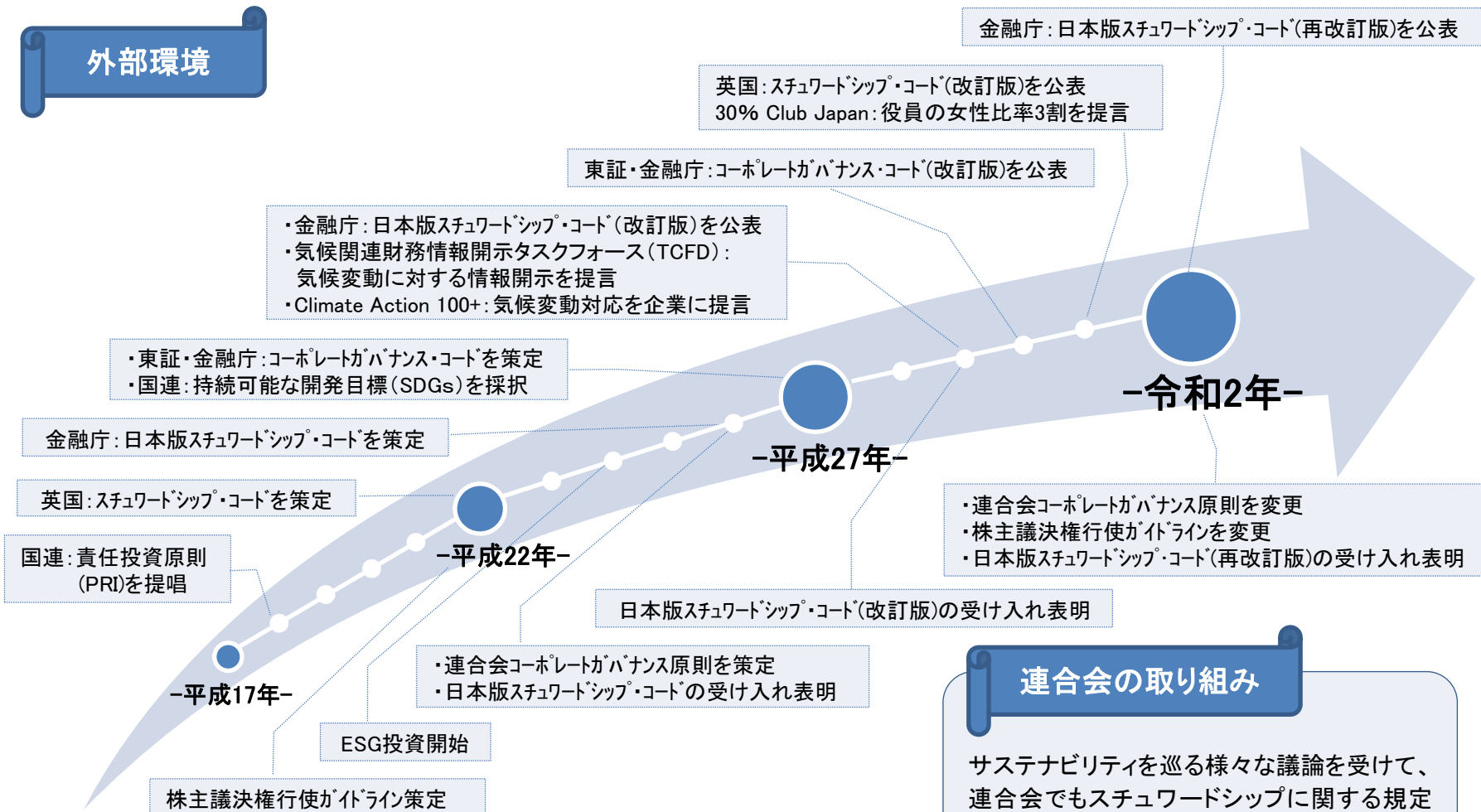
スチュワードシップ活動で目指す好循環

○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。投資先企業の中長期的な企業価値の向上によって、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



連合会の取り組み

サステナビリティを巡る様々な議論を受けて、連合会でもスチュワードシップに関する規定の策定・変更などを行ってきました。

ESGを考慮した運用

- 連合会では、平成24年度にMSCI Japan ESGリーダーズ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様々な方法でESGの課題を投資分析や意思決定プロセスに組み込んでいます。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。
- 連合会で採用しているプロダクトの中では、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もあります。

【ESGインテグレーションの例(イメージ)】



令和2年度の取り組み

○連合会は、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を行い、各社の取組状況を確認しました。さらに、各社毎の違いを明らかにするための追加質問などを行うことで、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の定期的な報告も行いました。

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2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"> 利益相反の管理体制 エンゲージメントの詳細
上記2項目に関する追加調査	同年11月		<ul style="list-style-type: none"> 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

(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、リソナ銀行です。

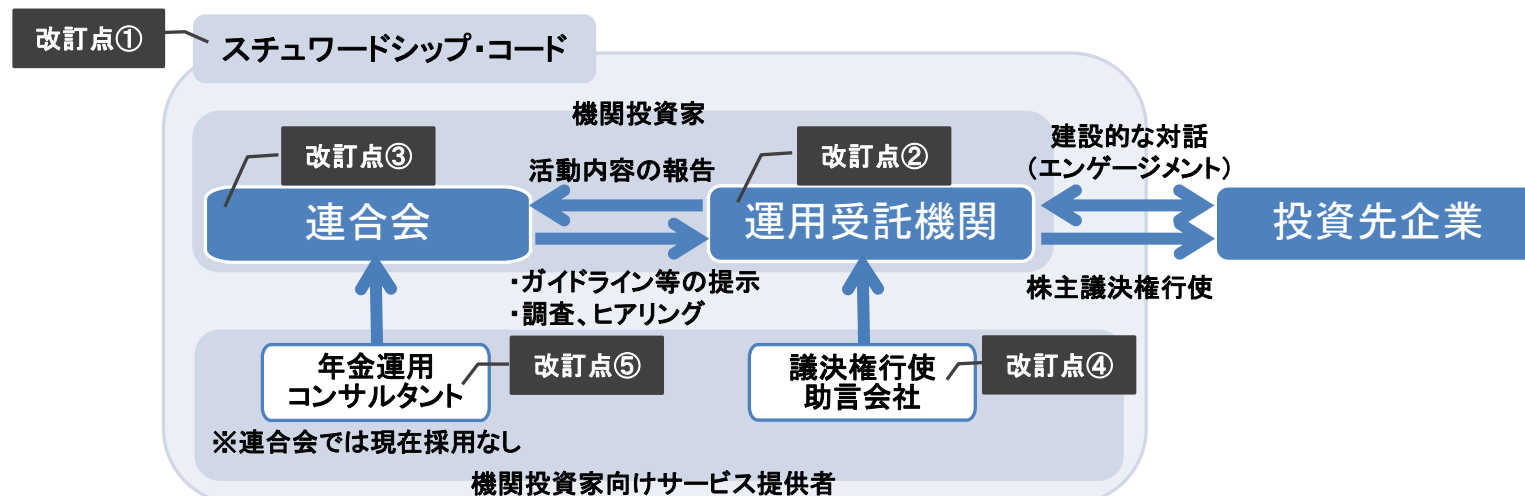
(注2) 外国株式の運用受託機関8社は、ウエルトン・マネージメント、MFSインベストメント・マネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、セリュウ・アセット・マネジメント、東京海上アセットマネジメント、ナイクシス・インベストメント・マネージャーズ、ブラックロック・ジャパン、三井住友信託銀行です。

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2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3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

日本版スチュワードシップ・コード(再改訂版)の受け入れについて

○令和2年3月24日に、金融庁において日本版スチュワードシップ・コードの再改訂がなされました。連合会では、再改訂版の内容を踏まえて、各原則に基づく公表項目の更新を行い、その旨をホームページに公表しました。



日本版スチュワードシップ・コードの再改訂ポイント

改訂点	再改訂の概要	連合会の対応
① 全体に関わる点	・サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮 ・債券等に投資する機関投資家へのコードの適用 ・「中長期的な企業価値の向上」という目的の意識	原則1、4、7に追加
② 運用機関	建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実	原則5に追加
③ アセットオーナー	企業年金のスチュワードシップ活動の後押し	考え方に変更なし
④ 議決権行使助言会社	機関投資家向けサービスの質の向上	対応不要
⑤ 年金運用コンサルタント		原則8に追加

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、令和2年3月24日に改訂された日本版SSC(再改訂版)の各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。

※今回は、機関投資家向けサービス提供者を対象とした原則8は対象外としました。

【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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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8 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

(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》(再改訂版)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の実施状況について、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。また、サステナビリティレポートをホームページ上で公表している運用受託機関があることを確認しました。日本版SSC（再改訂版）についても、全社受け入れを公表していることを確認いたしました。

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の実施状況について、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、「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。
- また、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、以下のようなガバナンス体制を構築することで適切な管理がなされていることを確認しました。

【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の実施状況について、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を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分かりました。
- 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	・ESG活動の強化と取り組みの開示	→	P.15 ①
経営戦略	・デジタルトランスフォーメーション(DX)の強化	→	P.16 ②
環境面	・気候変動に対する方針の開示		
社会面	・ジェンダー目標の設定		
ガバナンス面	・政策保有株式の縮減 ・買収防衛策の廃止または非更新 ・取締役会の多様化	→	P.16 ③

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活動の強化と取り組み情報の開示

- 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いることを確認しました。
- 具体的には、ESG等を専門に担当する部門を新設する企業の増加、統合報告書作成企業の増加、社会・環境への貢献性に関する対話の増加が見られました。
- 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)	気候変動問題について、長期環境ビジョンに合わせて気候変動対応を行っている。具体的な対応策として、容器軽量化による温室効果ガス削減に加え、原料となる農作物について、保有技術活用による生産効率化や原産地の多様化も検討しながら対応を図っていく。また、企業版2°C目標SBTの認定を取得しているほか、気候関連財務情報開示タスクフォースTCFDにも賛同表明し先進的な取り組みがなされている。
S(社会)	労働生産性向上は経営課題の一つ。「働き方改革宣言」を制定し、「業務改革」「人事制度改革」「就業環境改革」を推進中。①年間総実労働時間2000時間、②休日数120日以上、有給休暇50%取得を目指す。また、季節変動が大きい工場稼働率の平準化の取組みを積極化し、成果も現れつつある。
G(ガバナンス)	上場子会社については、経営の独立性を尊重しており取締役会の構成についても各社の判断に委ねているが、投資家から独立性に係る要請が強まっている点(独立社外取締役を1/3以上または過半数選任)については弊社からも周知する。完全子会社化か持株比率引下げかといった親子上場解消策については慎重に進める必要があると考えている。

原則3: 投資先企業の状況の的確な把握

② デジタルトランスフォーメーション(DX)の強化

- 投資先企業の変化として、経営戦略のテーマとしてDXの重要性が増していることを確認しました。
- 現在、DXについて日本企業では9割程度がソフトウェア会社など社外にアウトソースしており、米国企業の6割程度と比べてアウトソース比率が高いといわれています。しかし、投資先企業の一部では、経営者がDXについて理解した上で社内にDX人材を抱え、独自のデータベースを構築してコロナ禍における従業員の負担軽減につながるなど効果的なDXの強化施策を行っている企業も見られました。

③ 取締役会の多様化

- 投資先企業の変化として、取締役会の多様化に向けた取り組みが取られていることを確認しました。
- 投資先企業で取締役会の多様化といった場合、女性の活躍の他、独立社外取締役の増加や経験とスキルの充実などがあげられました。中でも、独立社外取締役の独立性の担保が企業価値向上の観点において、現在最も重要なアジェンダと認識されていると確認しました。
- 取締役会の多様化に関する投資先企業の取り組み事例は以下のとおりです。

運用受託機関	投資先企業の事例
A社	監査機能の強化の観点から監査等委員会設置会社への移行を検討する中で独立性、多様性の観点から社外取締役選任の重要性を認識し、今期の総会では監査等委員会設置会社へ移行と同時に、独立社外取締役比率の増加と女性の独立社外取締役の選任が実施された。
B社	今期の総会において取締役総数を減員することで、社外取締役比率1/3へ近づいた。次期の総会での社外取締役増員に向けて候補者の人選を進めている。執行役員クラスには女性が存在するが、社内からの女性取締役登用が実現するかは他の男性候補者と公平な評価の中で検討していく。

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の実施状況について、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。
- 具体的なエンゲージメント内容として、重要なサステナビリティ課題を「ESGマテリアリティ」として特定してエンゲージメントを行っている運用受託機関が見られました。
- 他にも、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。
- エンゲージメントに対する投資先企業の傾向を集計し、次ページ以降に記載しています。

エンゲージメント対象企業・対象者	→	P.18
エンゲージメント内容	→	P.19
エンゲージメントの成果事例	→	P20・P21
政策保有株式への取り組み	→	P22

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】

- 令和元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、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見られました。
- 社外取締役との対話を行う企業を決める要因として、課題解決に向けた取り組みが遅れている企業と回答した運用受託機関が数社見られました。



		企業数(R1年度)(社)		
			内、 経営トップ との対話(社)	内、 社外取締役 との対話(社)
東証1部	TOPIX100	856	376	12
	MID400	1,486	554	14
	SMALL	624	289	7
東証2部		3	2	1
ジャスダック		10	8	0
その他新興市場		12	11	0
合計		2,991	1,240	34

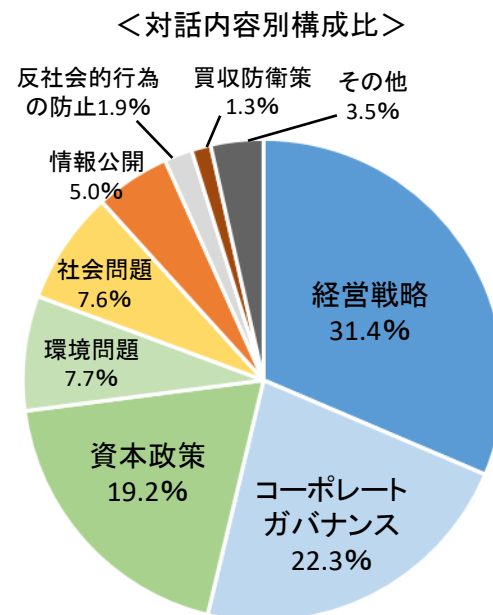
(注) TOPIX100: TOPIX算出対象のうち、時価総額、流動性の特に高い100銘柄
MID400: TOPIX100に次いで時価総額、流動性が高い400銘柄
SMALL: TOPIXの算出対象から、TOPIX100とMID400の構成銘柄を除いた銘柄(令和2年3月末時点)

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、令和元年度中に運用受託機関を通じて延べ2,911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11,340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3,346件で、全体の約29.5%でした。
- 主な内容は、経営戦略に関する事柄が3,561件と全体の31.4%を占め、次いでコーポレートガバナンスに関する事柄が前年度より大幅に増加して2,533件と全体の22.3%となりました。前年度に引き続き、環境問題の件数は増加傾向にあります。日本企業におけるエンゲージメントのテーマは、Gという基礎的な部分からEやSへと5年程度でシフトしていくと予想する運用受託機関がみられました。

対話の内容	エンゲージメント実施件数(R1年度)(件)			
	実施件数	割合	内、経営トップとの対話(件)	内、社外取締役との対話(件)
1 資本政策関連	2,180	19.2%	537	16.0%
2 経営戦略関連	3,561	31.4%	1,384	41.4%
3 環境問題関連	873	7.7%	213	6.4%
4 社会問題関連	863	7.6%	267	8.0%
5 コーポレートガバナンス関連	2,533	22.3%	678	20.3%
6 買収防衛策関連	148	1.3%	38	1.1%
7 情報公開関連	568	5.0%	149	4.5%
8 反社会的行為の防止関連	213	1.9%	35	1.0%
9 その他	401	3.5%	45	1.3%
合計	11,340	100%	3,346	100%



(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1部 電気機器	対話	伝統的に開発に対して積極的な投資姿勢を継続してきたが、それは時として収益を犠牲にして続けられることを課題としている。本業で稼いだ収益を新たな収益機会に投資することへの理解を示しつつ、一方で事業環境の変化が大きい中で見通しが甘いまま開発投資を続けることの適切性について議論し、収益管理の強化と、その取り組み姿勢の背景にある考え方の説明を行うべきではないかと伝達。
		成果	開発投資における収益管理の重要性についての認識は共有され、その後の説明会やIRミーティングの場で、開発案件の棚卸をする上での考え方や方針、自前主義による開発の見直しなど、費用管理の厳格化に対する具体的な取り組みが示された。
資本政策	東証1部 電気機器	対話	CFOと面談を実施し、複数の子会社に係る事業計画や、成長と還元とのバランス等について協議。当該子会社についてあらゆる選択肢を検討していることを確認。
		成果	一部を売却や完全子会社化。残りについても、決算説明において複数の子会社を分離した情報開示がなされるなど、再編への高いコミットメントが伺える。
コーポレート ガバナンス	東証1部 化学品	対話	少数株主間の利益相反を防ぐため、グループ会社関係の人物が取締役として招聘されても、独立した社外取締役を1/3以上確保し、経営モニタリング機能の強化の必要性について対話を実施。
		成果	総会では、取締役を減員、そのうち独立した社外取締役は1/3以上を確保したほか、買収防衛策の廃止も発表。今後も引き続き少数株主保護の視点が取締役会でより意識されるようエンゲージメントを継続する方針。

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1部 医薬品	対話	代表取締役社長と対話を実施して、COVID-19に対する社会的貢献について質問した。
		成果	感染症を重点領域の一つとしていることから、診断薬・方法など周辺分野を含めて積極的に貢献をしていくと回答。その後、診断方法に関する業務提携、ワクチン開発の進捗など、積極的な取り組みを对外公表している。
環境問題	東証1部 小売業	対話	パーム油問題のエンゲージメント対象先として、2017年11月から対話を開始。RSPO(持続可能なパーム油のための円卓会議)への加盟とRSPO認証パーム油の使用検討を促してきた。
		成果	RSPOに加盟。今後は積極的なRSPO認証パーム油の使用とトレサビリティ体制(原材料の調達から生産、そして消費または廃棄まで追跡可能な体制)の構築、またそれらに関する情報開示の充実を促していく方針。
情報公開	東証1部 電気機器	対話	投資家との面談に消極的な企業に対し、ESGアナリスト、セクターアナリスト共同で情報開示を含めたESGへの取組みの重要性を指摘してきた。
		成果	IR担当者が面談、その後、社長の面談が実現。情報開示を含めたESGへの取組みに前向きな姿勢も確認。今後も投資家訪問及び統合報告書等を通じた積極的な情報発信の継続を促していく方針。

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)」

【政策保有株式への取り組み】

- 企業や運用受託機関共に政策保有株式に対する意識の高まりを確認しました。投資先企業では、政策保有株式の縮減と合わせて自社株買いを実施する企業もみられました。また、運用受託機関では、「保有させている側」の問題も大きいと考え、政策保有株主から売却を打診された際に売却を妨げない旨の記載など積極的な開示姿勢を促すエンゲージメントをしている運用受託機関も見られました。
- 金融庁では、「記述情報の開示の好事例集」の更新(役員の報酬等)及び「政策保有株式:投資家が期待する好開示のポイント(例)」の公表を行っております。
- 政策保有株式の保有が認められる一例として、持ち合い先の会社にノウハウを提供する見返りを政策保有株式の株価上昇に求める例が見られました。
- 政策保有株式に対する運用受託機関の主な見解は以下のとおりです。

運用受託機関	各社の見解
A社	政策保有株式は、持ち合い先とのシナジーで見るべきである。資本コストを上回る収益率をあげていれば政策保有株式の保有を認めているという話も聞かすが、収益率を観点とする場合は純投資とするべきである。投資家としては、政策保有株式の保有理由の開示を促すことで合理的な理由のない政策保有株式の売却を進めていきたいと考えている。
B社	政策保有株式は中長期的には0%であるべきである。また、現段階でも政策保有株式の総資産比率が10%超の会社は持ちすぎている。資本コストの観点から政策保有株式の保有を認めることはしていない。資本コスト自体が恣意的な要素を含むかつ事業会社が資本の割り当てを株式に行うのは不自然だからだ。
C社	政策保有株式全てを否定するわけではない。事業ポートフォリオやバランスシート全体で考えて不採算事業・資産は何かを特定し、効率性の観点から効果を検討してエンゲージメントすることが一番効率的だと考えている。

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、投資先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の実施状況について、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、次ページのとおり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」の変更を行いました。

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(再改訂版)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。
- 全運用受託機関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。
- 全運用受託機関で会社提案への反対理由を公開していることを確認しました。また、会社提案・株主提案全ての賛成・反対理由を簡潔に記載している運用受託機関も一部で確認しました。
- 各運用受託機関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/report.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DSアセットマネジメント	https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/
三井住友信託銀行	https://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/
三菱UFJ信託銀行	https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html
りそな銀行	https://www.resona-am.co.jp/investors/giketuken.html

(令和2年6月株主総会分まで)

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の実施状況について、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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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の実施状況について、連合会では運用受託機関に対して、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。
- 運用受託機関の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視して配置されている傾向がありました。

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、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

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。
(中略～)

特に、外観的な利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由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》(再改訂版)から一部抜粋

○日本版SSC(再改訂版)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。令和2年度(平成31年4月～令和2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31年4月～令和2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	
		構成比	比率	比率	比率		
総計	25,581	100.0%	20,091	78.5%	5,490	21.5%	23.3%
（うち、会社提案に関するもの）	24,674	96.5%	20,028	81.2%	4,646	18.8%	21.3%
（うち、株主提案に関するもの）	907	3.5%	63	6.9%	844	93.1%	93.1%
内訳	25,581	100.0%	20,091	78.5%	5,490	21.5%	23.3%
取締役会・取締役に関する議案（親議案ベース）	9,268	36.2%	6,449	69.6%	2,819	30.4%	33.5%
【参考】取締役の選任（子議案ベース）	62,769	-	53,977	86.0%	8,792	14.0%	14.9%
【参考】うち、社外取締役（子議案ベース）	22,163	-	19,002	85.7%	3,161	14.3%	15.8%
監査役会・監査役に関する議案（親議案ベース）	4,971	19.4%	4,126	83.0%	845	17.0%	19.8%
【参考】監査役の選任（子議案ベース）	8,673	-	7,669	88.4%	1,004	11.6%	12.9%
【参考】うち、社外監査役（子議案ベース）	5,811	-	4,865	83.7%	946	16.3%	18.9%
役員報酬等に関する議案	2,476	9.7%	1,824	73.7%	652	26.3%	28.8%
うち、役員報酬	1,577	6.2%	1,348	85.5%	229	14.5%	17.0%
うち、役員賞与	539	2.1%	449	83.3%	90	16.7%	20.0%
うち、退職慰労金	360	1.4%	27	7.5%	333	92.5%	79.2%
剰余金の処分に関する議案	5,164	20.2%	5,073	98.2%	91	1.8%	5.4%
うち、資本準備金等の減少を伴う	23	0.1%	23	100.0%	0	0.0%	3.0%
うち、資本準備金等の減少を伴わない	5,141	20.1%	5,050	98.2%	91	1.8%	5.4%
資本構造に関する議案	428	1.7%	166	38.8%	262	61.2%	60.2%
うち買収防衛策	264	1.0%	28	10.6%	236	89.4%	80.8%
うち減資・増資（第三者割当以外）	23	0.1%	23	100.0%	0	0.0%	0.0%
うち増資（第三者割当）	77	0.3%	71	92.2%	6	7.8%	12.5%
うち自己株式取得	24	0.1%	4	16.7%	20	83.3%	92.9%
その他	40	0.2%	40	100.0%	0	0.0%	0.0%
事業内容の変更等に関する議案	91	0.4%	91	100.0%	0	0.0%	0.5%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	711	2.8%	604	85.0%	107	15.0%	23.2%
その他議案	2,472	9.7%	1,758	71.1%	714	28.9%	24.3%
定款変更	1,975	7.7%	1,315	66.6%	660	33.4%	26.9%
取締役会の構成等	248	1.0%	232	93.5%	16	6.5%	12.0%
その他議案	249	1.0%	211	84.7%	38	15.3%	11.5%

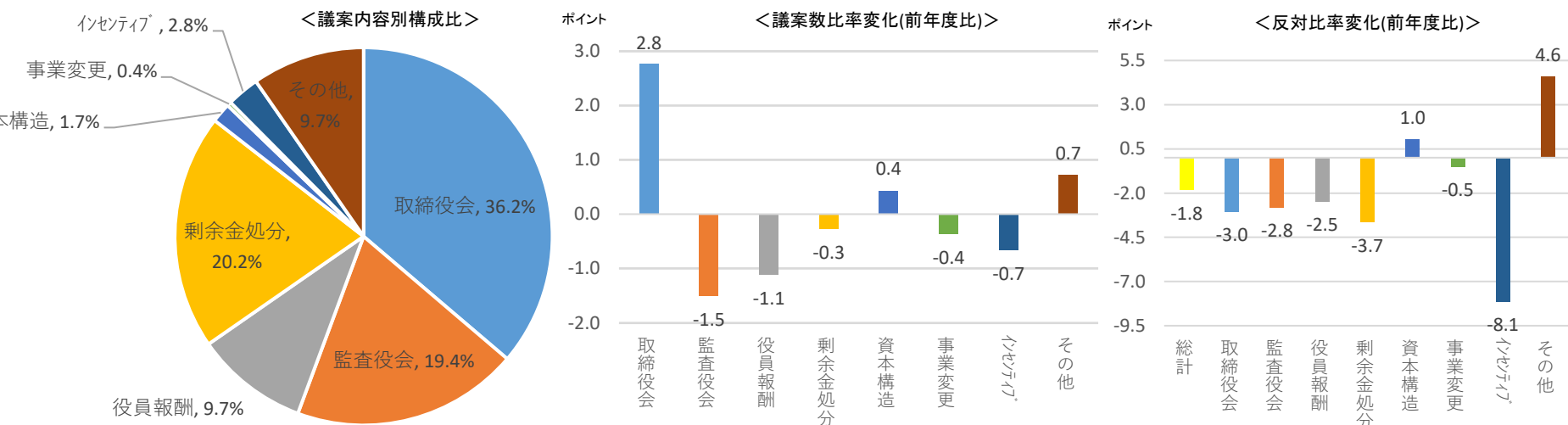
(注1) 同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議案ごとの賛否の傾向は同様です。

(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及び議案の主な傾向

【国内株式（厚生年金保険給付組合積立金）】

対象：平成31年4月～令和2年3月決算企業



○ 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(取締役会)」、「退職慰労金に関する議案(役員報酬)」、「買収防衛策に関する議案(資本構造)」等でした。

○ 「取締役の選任」のうち、社外取締役に関する議案数は、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となり増加しました。しかし、令和2年6月の感染拡大の影響を考慮して一部適用を停止した複数の運用受託機関があり、反対比率は昨年対比で低下しました。企業側では取締役会に占める社外取締役の割合について、1/3以上を確保する企業が多く見受けられました。

○ 「役員報酬等に関する議案」のうち、退職慰労金の支給に関する議案数は年々減少傾向が見られます。

○ 「資本構造に関する議案」のうち、買収防衛策については更新期を迎えた企業が多く議案数が増加。一部判断基準を厳格化する運用受託機関もあり反対比率は上昇しました。機関投資家や外国人株主から厳しい見方をされることから、買収防衛策の更新を見送り、廃止する企業が増加傾向にあります。

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31年4月～令和2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
		構成比		比率		比率	
総計	16,472	100.0%	14,169	86.0%	2,303	14.0%	13.2%
（うち、会社提案に関するもの）	14,890	90.4%	13,498	90.7%	1,392	9.3%	8.5%
（うち、株主提案に関するもの）	1,582	9.6%	671	42.4%	911	57.6%	58.9%
内訳	16,472	100.0%	14,169	86.0%	2,303	14.0%	13.2%
取締役会・取締役に関する議案 親議案ベース	4,844	29.4%	4,182	86.3%	662	13.7%	11.5%
【参考】子議案ベース	21,996	-	20,861	94.8%	1,135	5.2%	4.1%
監査役会・監査役に関する議案 親議案ベース	254	1.5%	252	99.2%	2	0.8%	0.4%
【参考】子議案ベース	300	-	298	99.3%	2	0.7%	0.4%
役員報酬等に関する議案	2,652	16.1%	2,422	91.3%	230	8.7%	10.8%
剰余金の処分に関する議案	376	2.3%	375	99.7%	1	0.3%	0.6%
資本構造に関する議案	1,886	11.4%	1,521	80.6%	365	19.4%	18.2%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	199	1.2%	192	96.5%	7	3.5%	7.5%
うち、増減資に関する議案	949	5.8%	735	77.4%	214	22.6%	25.2%
うち、第三者割当に関する議案	162	1.0%	144	88.9%	18	11.1%	4.0%
うち、自己株式取得に関する議案	345	2.1%	335	97.1%	10	2.9%	4.4%
事業内容の変更等に関する議案	260	1.6%	250	96.2%	10	3.8%	2.3%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	667	4.0%	521	78.1%	146	21.9%	19.0%
その他	5,533	33.6%	4,646	84.0%	887	16.0%	15.7%

(注1) 同一プロダクトを採用している経過の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。

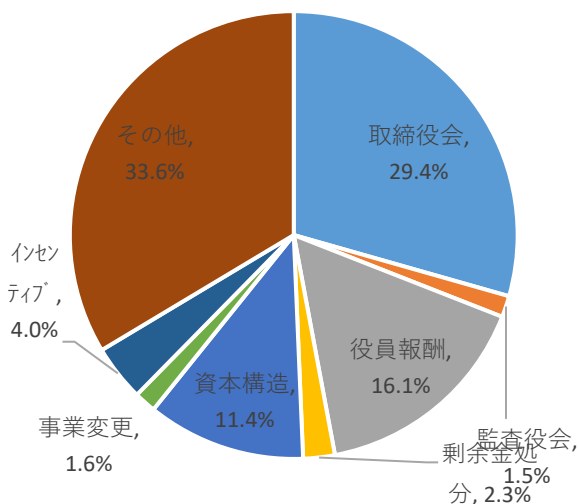
(注3) 議案合計は親議案ベースで集計しています。

株主議決権行使結果及び議案の主な傾向

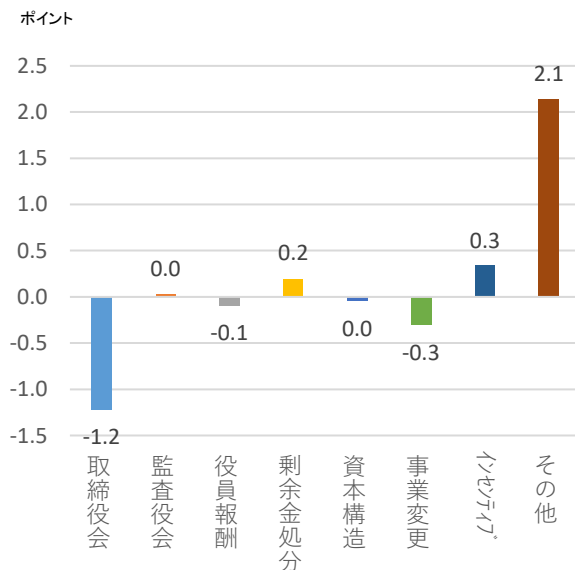
【外国株式（厚生年金保険給付組合積立金）】

対象：平成31年4月～令和2年3月決算企業

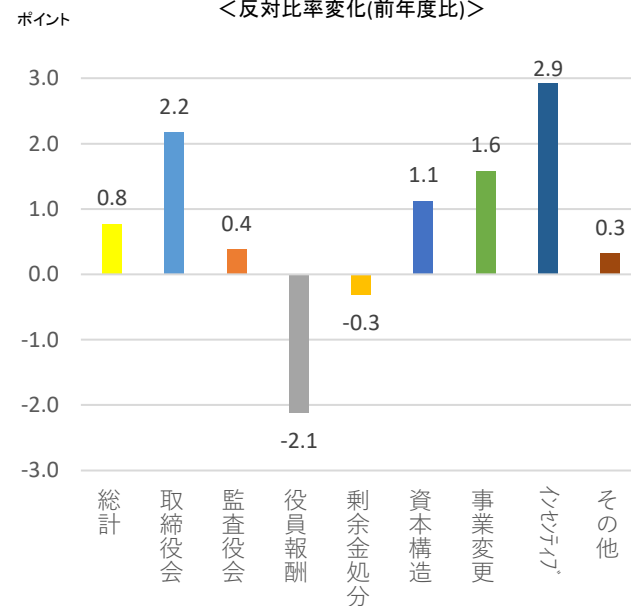
＜議案内容別構成比＞



＜議案数比率変化(前年度比)＞



＜反対比率変化(前年度比)＞



○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(資本構造)」、「役職員のインセンティブ向上に関する議案(インセンティブ)」等でした。

○株主提案を中心に、気候変動や気候関連開示、ダイバーシティ、人的資本など環境や社会に関する提案の注目度が高まっており、提案内容も多様化しています。

○取締役選任議案ではダイバーシティの欠如が賛成多数獲得を阻害する要因のひとつになりつつあります。

コロナ禍における株主総会や株主議決権行使にあたっての対応(国内株式)

- 令和2年3月決算企業の株主総会、議決権行使等においては、新型コロナウイルスの感染拡大防止の観点から、これまでとは異なる運営等が必要となり、投資先企業や運用受託機関において、以下のとおり柔軟な対応が取られていることを確認しました。

【株主総会の開催・運営方式について】

- 投資先企業の企業判断を尊重しつつ、株主総会の延期や二段階方式(当初予定した定期株主総会と継続会)等に柔軟に応じていることを確認しました。

運用受託機関	具体的な対応方針
A社	株主や企業側関係者の健康・安全を最優先として、投資先企業各社が開催時期や形式を判断することが適切との認識に立ち、各社の判断を尊重する方針。
B社	決算業務や監査業務の従事者の安全確保に十分な配慮を行った結果として、計算書類や監査書類の作成が遅れた場合において、定時株主総会の開催延期、二段階方式での開催、何れのケースにおいても柔軟に対応する方針。
C社	関係者の健康に配慮した運営が可能となる定時株主総会・継続会／バーチャル株主総会の開催に賛同。

【議決権行使の判断材料が完全ではない場合における対応】

- 運用受託機関毎に対応方針が異なることを確認しました。

運用受託機関	具体的な対応方針
A社	新型コロナウイルス感染拡大阻止のためのテレワーク対応に伴う監査業務の遅延等の事情により、事業報告、計算書類や監査の報告が継続会においてなされるケースにおいて、当初の株主総会における議決権行使に際して、判断材料が完全ではないとの理由だけでは、議案への反対や棄権は行わない方針。
B社	継続会を採用し監査報告書なしで定時総会を開催する企業に対しては、特例的な扱いとして原則として全議案に対し反対を検討する方針
C社	決算後の監査が未了で計算書類を確認できない、決算短信を公表していない場合は令和2年4月28日に金融庁、法務省、経済産業省から示された指針「継続会(会社法317条)について」に基づき、議決権行使を行う方針。

コロナ禍における株主総会や株主議決権行使にあたっての対応(国内株式)

【議決権行使判断における対応について】

○投資先企業の実態等を踏まえながら、判断基準を柔軟に対応していることを確認しました。

運用受託機関	具体的な対応方針
A社	議決権行使判断において、ROE・剰余金処分(配当)・業績等における基準の数値にこだわらず、手元流動性の状況や企業活動等の実態を踏まえて弾力的な行使を行うこととする。
B社	議決権行使判断にあたっては、一律的な対応(「業績基準の適用猶予」、「継続会開催企業の議案判断への棄権」等)ではなく、より緊密な対話等を通じて、投資先企業各社の中長期的な経営の考え方及び取り組み、およびコロナの業績影響等を個社ごとに考慮して、個別判断を行った。
C社	剰余金の配当に係る議案に対する議決権行使に際しては、通常の経済環境を前提とした議決権行使ガイドラインを機械的に適用するのではなく、企業の手元流動性確保にも十分配慮した行使判断を行う方針。なお、取締役選任議案等の議決権行使に関しては、従来からの単年度の業績ではなく中期的な業績動向に基づいた行使判断を継続する方針。
D社	ROE基準に抵触する企業の場合、エンゲージメント等により合理的かつ納得性のある説明を得られた場合は賛成した。

○特例対応した事例

項目	企業	運用受託機関	特例対応の内容
取締役選任の件	東証1部 公益	A社	業績が基準(低ROE)に抵触するが、改善に向けた取り組みを評価し賛成。
		B社	ROEが5%を下回ったのはコロナ禍による原油価格下落の影響を受けた減損損失が大きく影響していることを確認。今後ROEが5%以上となる見込みであることを対話で確認し、在任3年以上の代表取締役も賛成。

5. 今後の取り組み

今後の取り組み

今後も継続的に、連合会のステ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、ステ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テ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、外部有識者によるオンラインセミナーへの参加、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。また、コロナ禍における運用受託機関の対応について引き続き注視していきます。

○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テ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3年春に予定されている「コーポレートガバナンス・コード改訂版」が公表された後、必要に応じて「連合会コーポレートガバナンス原則」(令和2年3月変更)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