

平成 2 9 年度

スチュワードシップ活動の報告



地方公務員共済組合連合会

Pension Fund Association for Local Government Officials

目次

1. はじめに	
・ 連合会のスチュワードシップ活動の概要	P 4
・ 平成29年度の運用受託機関へのモニタリング	
・ 運用報告書による取り組みの公表	P 5
・ 他の公的年金との連携等	
2. 株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）	
・ 議決権行使結果	P 6
・ 議案内容毎の行使事例①	P 7
・ 議案内容毎の行使事例②	P 8
・ 報告及びヒアリングを通じて確認された事項①	P 9
・ 報告及びヒアリングを通じて確認された事項②	P10
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題①	P11
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題②	P12
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題③	P13
3. エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）	
・ エンゲージメント活動件数	P14
・ 一定の成果に結びついたエンゲージメント事例	P15
・ 報告及びヒアリングを通じて確認された事項①	P16
・ 報告及びヒアリングを通じて確認された事項②	P17
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題①	P18
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題②	P19
・ 運用受託機関の優れた取り組みと課題③	P20
4. 運用受託機関の課題認識（国内株式）	
・ 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課題	P21

目次

5. E S G投資について	
・ E S G投資の取り組み	P22
・ E S G投資のアプローチ手法について	
・ E S G投資のパフォーマンスについて	P23
6. 株主議決権の行使状況と取り組みの総括（外国株式）	
・ 議決権行使結果	P24
・ 報告を通じて確認された事項	P25
7. エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（外国株式）	
・ エンゲージメント活動件数	P26
・ 一定の成果に結びついたエンゲージメント事例	P27
・ 報告を通じて確認された事項	P28
8. 日本版スチュワードシップ・コードへの対応について	
・ 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応	P29
・ 個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表について	P30
9. 今後の取り組み	
・ 連合会における今後の取り組み	P31
10. 資料集	
・ スチュワードシップ活動に関する方針①	P32
・ スチュワードシップ活動に関する方針②	P33
・ 連合会におけるスチュワードシップ活動の経緯	P34
・ 平成29年度のスチュワードシップ活動に関する報告項目（国内株式）	P35
・ 平成29年度のスチュワードシップ活動に関する報告項目（外国株式）	P36

はじめに

○連合会のスチュワードシップ活動の概要

地方公務員共済組合連合会（以下「連合会」という。）は、「被保険者のために財産価値を長期的に増大させるという受託者責任」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、議決権の行使、エンゲージメント、ESG投資など実効的なスチュワードシップ活動に積極的に取り組んできました。

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取っており、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ます。

このような考えのもと、連合会は、平成16年に「地方公務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（国内株式）」を、平成28年に「株主議決権行使ガイドライン（外国株式）」を策定し、運用受託機関との契約にあたって、これらの方針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、積立金の基本方針においてスチュワードシップ責任を果たすための対応について明記しています。さらに、連合会は、平成26年5月に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、平成29年11月にはコードの改訂に伴いスチュワードシップ活動に関する考え方をより明確に表明しました。

連合会では、平成22年にESGファンドへの投資を開始し、現在は国内株式の4プロダクトをESGファンドとして委託しています。

連合会は、運用受託機関のスチュワードシップ活動が、上記連合会の方針に沿ったものであるか確認するため、スチュワードシップ活動の取り組みの「質」に重点を置いたモニタリングを実施しています。

○平成29年度の運用受託機関へのモニタリング

連合会は、運用受託機関によるスチュワードシップ活動の適切性のモニタリングと情報収集の観点から、これまで毎年、国内株式の運用受託機関からスチュワードシップ活動に関する報告を受領するとともに、ヒアリングを実施しています。

また、平成28年度から外国株式の議決権行使を開始したことを受けて、平成29年度には、外国株式におけるスチュワードシップ活動に関する報告を受領しました。

連合会は、平成29年5月に、国内株式・外国株式の運用受託機関に対して、連合会における平成29年度のスチュワードシップ活動の方向性について説明会を行いました。平成29年8月には、国内株式の運用受託機関23社に対して「スチュワードシップ活動の報告」の様式を、外国株式の運用受託機関16社に対して「外国株式に係るスチュワードシップ活動の報告」の様式を送付したのち、各社の回答を精査した上で、国内株式の運用受託機関のうち18社を対象に、平成29年11月10日～24日の日程で、スチュワードシップ活動に関するヒアリングを実施しました。

平成29年度の運用受託機関へのモニタリングにおける主な着眼点は、次頁の通りです。

はじめに

株主議決権行使

- ✓ 議決権行使ガイドラインに沿った議決権行使が行われているか
- ✓ 個々の議案を精査せず、連合会ガイドラインを機械的に適用した議決権行使が行われていないか
- ✓ 議決権行使を通じ、投資先企業のカバナンスは改善しているか

エンゲージメント

- ✓ 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目的とした実効的なエンゲージメントが行われているか
- ✓ エンゲージメント効果の検証や質の向上など持続的な実施に向けた取り組みが行われているか

○運用報告書による取り組みの公表

連合会は、平成27年度より、地方公務員等共済組合法に基づき、実施機関における株式に係る議決権の行使に関する状況等を記載した運用状況報告を毎年度公表することが義務づけられ、その中で当該年度における連合会のスチュワードシップ活動について記載し、公表しています。

平成29年度のモニタリングで確認された平成28年度における連合会のスチュワードシップ活動については、平成29年度の運用報告書（平成30年度に公表予定）の中に記載します。

○他の公的年金との連携等

連合会は、スチュワードシップ活動の実効性を高め効率化を図る一助として、地方公務員共済（地方職員共済組合、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、全国市町村職員共済組合連合会）とスチュワードシップ活動に関する会議を開催するとともに、運用受託機関からスチュワードシップ活動に関する報告を受ける際に使用する報告様式を共通化するなど、連携を図っています。

また、連合会は、企業・アセットオーナーフォーラムに、第2回（平成29年4月12日）から参加しています。本フォーラムは、参加企業が運用受託機関との建設的な対話等に関して意見交換を行い、GPIF等のアセットオーナーがスチュワードシップ活動の参考に拝聴することを目的に開催されるものです。

次頁以降では、平成28年度における連合会のスチュワードシップ活動状況について記載しています。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○議決権行使結果

厚生年金保険給付調整積立金では、平成28年7月～平成29年6月の期間において、国内株式の運用受託機関全23社を通じて、平成28年4月～平成29年3月に決算を迎えた企業延べ15,636社に対して、株主議決権を行使しました。また、行使議案数は延べ56,079議案でした。

全56,079議案のうち、反対行使は13,403議案（うち株主提案議案は2,478議案）、反対比率は23.9%（前年度比＋2.1ポイント）、会社提案への反対比率は20.4%（前年度比＋0.8ポイント）でした。

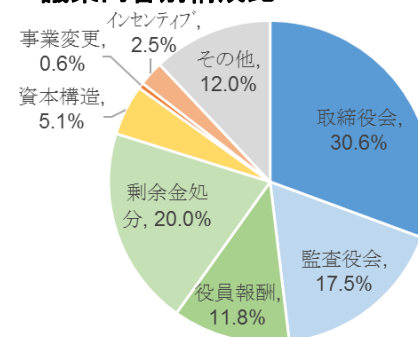
そのうち、取締役会・取締役に関する議案については40.9%（同＋1.1ポイント）、監査役会・監査役に関する議案は13.3%（同▲5.1ポイント）、役員報酬等に関する議案は15.3%（同＋4.5ポイント）、剰余金の処分に関する議案は4.7%（同＋0.3ポイント）に対して反対を行使しました。

株主議決権行使状況（厚生年金保険給付調整積立金）

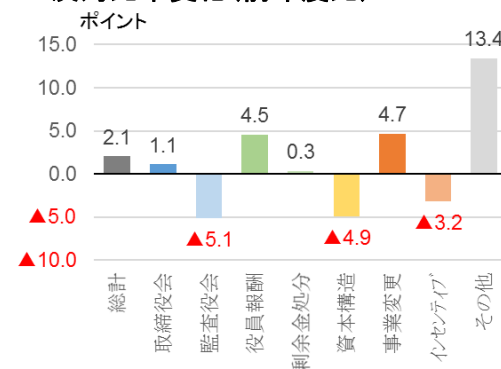
対象：平成28年4月～平成29年3月決算企業

議案内容	合計	構成比	賛成	比率	反対	比率	前年度の 反対比率
総計	56,079	100%	42,676	76.1%	13,403	23.9%	21.8%
うち会社提案に関するもの	53,449	95.3%	42,524	79.6%	10,925	20.4%	19.6%
うち株主提案に関するもの	2,630	4.7%	152	5.8%	2,478	94.2%	96.7%
内訳	56,079	100%	42,676	76.1%	13,403	23.9%	21.8%
取締役会・取締役に関する議案	17,172	30.6%	10,155	59.1%	7,017	40.9%	39.7%
監査役会・監査役に関する議案	9,803	17.5%	8,496	86.7%	1,307	13.3%	18.4%
役員報酬等に関する議案	6,594	11.8%	5,583	84.7%	1,011	15.3%	10.8%
剰余金の処分に関する議案	11,203	20.0%	10,679	95.3%	524	4.7%	4.3%
資本構造に関する議案	2,843	5.1%	2,032	71.5%	811	28.5%	33.4%
うち敵対的買収防衛策に関するもの	898	1.6%	103	11.5%	795	88.5%	63.2%
うち増減資に関するもの	46	0.1%	46	100%	0	0.0%	3.7%
うち第三者割当に関するもの	26	0.0%	21	80.8%	5	19.2%	19.2%
うち自己株式取得に関するもの	5	0.0%	0	0.0%	5	100%	37.3%
事業内容の変更等に関する議案	320	0.6%	299	93.4%	21	6.6%	1.9%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	1,406	2.5%	1,084	77.1%	322	22.9%	26.1%
その他議案	6,738	12.0%	4,348	64.5%	2,390	35.5%	22.1%

議案内容別構成比



反対比率変化（前年度比）



*同一プロダクトを採用している経過的長期給付調整積立金においても、議決権行使結果は同様です。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○議案内容毎の行使事例①

取締役会・取締役に関する議案

社内取締役の増員に十分な説明がなされていない等の理由から、反対比率は40.9%と高い水準を維持しています。社外取締役が複数名でない等、取締役会の構造に問題のある企業に対する反対行使の方法は運用受託機関毎に分かれました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 社外取締役が複数名選任されていない取締役会
- ✓ 十分な説明のない社内取締役の増員
- ✓ 取締役の員数が著しく多い取締役会
- ✓ 業績低迷に責任のある取締役会

監査役会・監査役に関する議案

監査役減員となった場合は代表取締役の選任に反対する方針に変更した運用受託機関があり、反対比率は低下しました。監査役減員に対する反対行使の方法は運用受託機関毎に分かれました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 独立性に問題があると判断される社外監査役
- ✓ 十分な説明のない監査役の減員

役員報酬等に関する議案

社外取締役・監査役への役員賞与支給には反対と行使基準を変更した運用受託機関があり、反対比率は前年度から上昇しました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 監査等委員である取締役への退職慰労金贈呈
- ✓ 監査役への役員賞与支給

剰余金の処分にに関する議案

反対比率は前年度と同様に低い水準となりました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 株主還元が不十分な企業の剰余金処分

議案内容	企業	反対理由
取締役会・取締役に関する議案	東証一部 化学	社外取締役が複数名選任されていない取締役会 独立した社外取締役が複数名選任されていないため反対
	東証一部 電気機器	十分な説明のない社内取締役の増員 社内取締役の増員について、明確かつ合理的な理由がないため反対
	東証一部 繊維製品	取締役の員数が著しく多い取締役会 取締役の員数が多く、取締役の迅速な意思決定を阻害するおそれがあるため反対
	東証一部 銀行業	業績低迷に責任のある取締役会 低ROEの状態が継続していることについて、取締役の経営責任があると判断されるため反対
監査役会・監査役に関する議案	東証一部 輸送用機器	独立性に問題があると判断される社外監査役 社外監査役候補者が大株主出身者で独立性に問題があるため反対
	東証一部 鉄鋼	独立性に問題があると判断される社外監査役 社外監査役候補者が主要取引銀行出身者で独立性に問題があるため反対
	東証一部 建設業	十分な説明のない監査役の減員 社外監査役の減員について明確かつ合理的な理由がないため反対
役員報酬等に関する議案	東証一部 輸送用機器	監査等委員である取締役への退職慰労金贈呈 監査等委員である取締役への退職慰労金の贈呈は、監督機能を阻害するおそれがあるため反対
	東証一部 建設業	監査役への役員賞与支給 役員賞与は単年度のインセンティブ報酬であり、監督機能を担う監査役への支給は不適切であるため反対
剰余金の処分にに関する議案	東証一部 電気機器	株主還元が不十分な企業の剰余金処分 長年にわたり配当性向が低位であるため反対
	東証一部 鉄鋼	株主還元が不十分な企業の剰余金処分 配当性向およびROEが低位であるため反対

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○議案内容毎の行使事例②

資本構造に関する議案

株式併合議案の占める割合の増加等を理由に、反対比率は前年度から低下しました。一方、敵対的買収防衛策議案については、運用受託機関において行使基準が見直され、反対比率は88.5%と前年度から大きく上昇しました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 株主価値向上に資すると判断されない買収防衛策

事業内容の変更等に関する議案

反対比率は前年度から上昇しましたが、引き続き低い水準となりました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 株主価値を毀損するおそれのある株式交換
- ✓ 株主価値向上に資すると判断されない合併

役職員のインセンティブ向上に関する議案

反対比率は前年度から低下しました。なお、業績連動型株式報酬に関する議案については、市場価格を下回る行使価格のストックオプションと判断し反対した運用受託機関と、インセンティブ向上策として有効であると判断し賛成した運用受託機関とで対応が分かれました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 行使価格が市場価格を下回るストックオプション
- ✓ 付与対象者の適切性に問題のあるストックオプション

その他議案

株主提案の増加を主な理由として、反対比率は上昇しました。

[反対行使の主な理由]

- ✓ 不適切に取締役員数枠を増加する定款変更
- ✓ 取締役会に対する配当決定権限の授権

議案内容	企業	反対理由
資本構造に関する議案	東証一部 食料品	株主価値向上に資すると判断されない買収防衛策 取締役会に独立社外取締役の占める割合が低く、少数株主の立場からの判断がなされていない可能性があるため反対
	東証一部 その他製品	株主価値向上に資すると判断されない買収防衛策 独立委員会の独立性に懸念があり、少数株主の立場からの判断がなされていない可能性があるため反対
	東証一部 化学	財団への第三者割当 割当の対象となった財団法人が新たな安定株主となる懸念があるため反対
事業内容の変更等に関する議案	東証一部 電気機器	株主価値を毀損するおそれのある株式交換 株式交換比率が市場価格を下回る等低水準であると判断されるため反対
	東証一部 情報・通信業	株主価値向上に資すると判断されない合併 合併によるシナジー等が明確に示されず、合併の株主価値への貢献が不明であるため反対
役職員のインセンティブ向上に関する議案	東証一部 医薬品	行使価格が市場価格を下回るストックオプション ストックオプションの行使価格が市場価格を下回るため反対
	東証一部 情報・通信業	付与対象者の適切性に問題のあるストックオプション 付与対象に社外取締役を含み、監督機能を阻害するおそれがあるため反対
その他議案	東証一部 医薬品	不適切に取締役員数枠を増加する定款変更 取締役員数枠を増員する定款変更について、合理的な理由がないと判断されるため反対
	東証一部 輸送用機器	取締役会に対する配当決定権限の授権 剰余金分配の決定権限を取締役会に受権する定款変更について、社外取締役の割合も少なく、株主利益を害するおそれがあるとして反対
	東証一部 輸送用機器	不適切な対象者を含む責任限定契約 責任限定契約の締結について、過去の業績に責を負うべきものは対象から除外される旨の記載がないため反対

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○報告及びヒアリングを通じて確認された事項①

連合会は、連合会における議決権行使の考え方に対する運用受託機関の理解が深まる中で、株主議決権行使ガイドライン（国内株式）に沿って株主議決権が適切に行使されたことを確認しました。

企業のコーポレートガバナンスの状況については、複数名の社外取締役を設置する動きの広がりや、社外取締役や監査役の独立性に対する企業意識の向上など、改善の動きがみられる一方で、反対行使の比率が依然として高いことから、いまだ改善余地は大きいと考えます。

- ✓ 連合会が委託する全ての国内株式ファンドにおいて、連合会の議決権行使ガイドラインが各社のガイドライン等に優先適用されていることを確認しました。
- ✓ 前年度の議決権行使において、連合会ガイドラインの理解が不十分であった運用受託機関については、理解の浸透が図られ、連合会ガイドラインに沿った行使が徹底されていたことを確認しました。敵対的買収防衛策に関する議案については、例外規定に基づく賛成比率が大幅に低下しました。
- ✓ 一方、一部運用受託機関においては、連合会ガイドラインの内容が各運用受託機関における基準に十分に落とし込まれていないことが確認されました。（例：連合会の議決権行使ガイドラインでは、3期以上連続して赤字の場合は当該期間に連続して在任していた取締役の再任に原則反対と定められているが、連合会委託口座で保有する銘柄の取締役選任議案について判断する際の基準に3期以上連続赤字に関する条件が含まれていない）
- ✓ 取締役選任や敵対的買収防衛策等に関する議案について、多くの運用受託機関において議決権行使基準の見直し・変更が行われ、企業に対してより高度なコーポレート・ガバナンスの確立を求めていることが確認されました。

連合会における認識

- ✓ 今年度の議決権行使で、会社提案に対する反対比率が前年度比横ばいとなったことについて、運用受託機関が企業に対してより高度なコーポレートガバナンスの確立を求めている中で、企業のコーポレートガバナンスは連合会のコーポレートガバナンス原則に示す望ましい企業像に近づいた結果であると考えられるものの、依然として20.4%の会社提案に反対しており、さらなる取り組みが求められます。
- ✓ 特に取締役会・取締役に関する議案では、明確かつ合理的な説明なく社内取締役が増員されている等の理由で反対比率が依然として高い水準（40.9%）にあることから、改善の余地が大きいと考えます。
- ✓ 一部運用受託機関においては、連合会ガイドラインの内容が運用受託機関における詳細な議決権行使基準に十分に落とし込まれていないことが確認されたことから、運用受託機関に対して、引き続き、連合会のガイドラインに対する理解の徹底を求めていく必要があると考えます。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○報告及びヒアリングを通じて確認された事項②

- ✓ 取締役会や監査役会の構成に問題があるため反対の意思表示をする際、以下の方法があることを確認しました。
 - ・ 社内取締役が増員された場合
 - 代表取締役あるいは経営トップの再任に反対／増員となる新任社内取締役の選任に反対
／社内取締役の再任に反対／（社外取締役を含む）全取締役の選任に反対
 - ・ 社外取締役が複数名選任されていない場合
 - 代表取締役あるいは経営トップの再任に反対／社内取締役の再任に反対
／（社外取締役を含む）取締役全員の選任に反対
 - ・ 監査役が減員された場合
 - 代表取締役あるいは経営トップの再任に反対／社内監査役の再任に反対／全監査役の選任に反対
- ✓ 連合会は、「株主議決権行使ガイドライン（国内株式）」を策定し、議決権行使に関する方針を示した上で、個別の議案への対応については運用受託機関が議決権行使を行うこととしています。そのため、運用受託機関毎の判断基準の差異を理由に、同一議案における行使判断が異なる事例もありました。
- ✓ 取締役の選任等における業績基準や、社外取締役の選任等に係る独立性など、運用受託機関に判断を委ねている議案については、各運用受託機関が基準を定め、それに則って行使判断がなされていることを確認しました。
- ✓ スtockオプションに関する議案で、招集通知の記載に不十分な点（連合会の議決権行使ガイドライン（国内株式）で否定的に判断すると定められている社外者へのストックオプションの付与が含まれているか否かが不明）があり、招集通知の内容のみをもって判断した運用受託機関と、企業側に照会して判断した運用受託機関で対応に差がある事例が確認されました。

連合会における認識

企業は、コーポレートガバナンス・コードに基づき、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資する情報について、必要に応じ適確に提供すべきであり、そのような情報は、株主総会参考資料等を含む招集通知に記載することが望ましいと考えます。また、運用受託機関は、株主総会参考資料等を含む招集通知の記載に不十分な点がある場合、企業側に照会するなど議案の詳細を把握する必要があると考えます。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題①

連合会がスチュワードシップ責任を果たしていく上で、国内株式の運用受託機関において、株主議決権の行使に関する優れた取り組みが見られる一方で、課題があることも確認しました。

以下に運用受託機関における優れた取り組みを紹介するとともに、連合会が認識する課題の共有を図ることにより、運用受託機関の実効性あるスチュワードシップ活動の向上に向けた工夫と改善を期待します。

✓ 議決権行使に関するエンゲージメント

企業に対して主体的に株主総会前のエンゲージメントや議決権行使結果のフィードバックを行うなど、議決権行使とエンゲージメントを一体的に運用している事例が確認されました。特に、反対行使が継続している場合には、エンゲージメントを強化する方針を明示的に掲げている事例を確認しました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	重点的に対話すべき企業を優先して議決権行使結果のフィードバックを実施している。反対行使を行った際には、反対理由を説明するとともに改善案を提案するなどして、理解を得られるよう努めている。
B社	フィードバックのような事後的な対話も重要だが、当社は事前の対話に重点を置いている。当社は、議決権行使基準に抵触した企業だけでなく、抵触しそうな企業に対しても能動的にエンゲージメントを行っている。
C社	複数年にわたり反対行使を行っていることは、資本効率、株主還元、ガバナンス体制等に課題を抱え、エンゲージメントを行う必要性の高い候補企業群を選定する基準の1つに採用しており、そうした企業には、重要性を考慮して順次エンゲージメントを行っている。

一方で、議決権行使結果の個別開示や議決権行使基準の公表を行っているといった理由で、議決権行使結果の能動的なフィードバックを行っていない事例もありました。また、中小型株を中心に、対話に消極的な企業への対応については課題があることを確認しました。

連合会における認識

連合会は、投資先企業が長期的な株主価値の増大に資する経営を行うことを期待しており、それが見込まれない場合、そのために必要な経営を求めていく必要があると考えます。その際には、一方的に議決権を行使するだけでなく、その行使に至るまでの考え方を伝えるなど、多様な手段で課題認識を共有すべきであると考えます。

運用受託機関には、連合会委託口座における反対行使が継続しており、議決権行使では株主価値増大を実現する上で十分な効果が上がっていない企業に対しては、対話に消極的な企業も含めて、継続的なエンゲージメントにより改善を促すことを期待します。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題②

✓ 企業の状況に即した議決権行使

優れた取り組みを実施している運用受託機関では、連合会ガイドラインの趣旨を十分に理解した上で、企業との対話内容を踏まえて議決権行使を行っている事例が確認されました。また、機械的な議決権行使を行わないための仕組みを整備している事例も確認されました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	ある企業の監査役選任議案について、当社は社外監査役が減員となっていたものの、技術系監督体制強化の一環として、技術系出身の社内監査役に交代するものと対話によって確認し、監督体制強化のための交代であると判断し、賛成した。 ※ 連合会の株主議決権行使ガイドライン(国内株式)では、社外監査役の減員については、その理由が明確かつ合理的に説明されない限り、否定的に判断すると定めている。
B社	ある企業の取締役選任議案について、当社は社内取締役が増員となっていたが、増員となる候補者は今後拡大予定の事業の統括者であり、取締役会の実効性向上に資すると判断し、賛成した。 ※ 連合会の株主議決権行使ガイドライン(国内株式)では、社外取締役以外の取締役の増員については、その理由が明確かつ合理的に説明されない限り、原則として反対すると定めている。
C社	ガイドライン上反対となる議案については、企業側の事情を聴取し、十分な理由があると認められる場合には第三者も参加する責任投資会議に諮った上で賛成している。反対から賛成に変更する場合、利益相反が懸念されるため、第三者委員会を設立し、より利益相反管理を充実させた体制のもとで行使判断の審議を行っている。

一方で、連合会ガイドラインでは、社外取締役を除く取締役の増員については、その理由が明確かつ合理的に説明されない限り、原則として反対すると定めていますが、個別の議案を精査せず、増員となった場合は一律に反対する運用受託機関が見られました。

連合会における認識

連合会は、株主議決権行使ガイドライン(国内株式)を示した上で、企業の状況に即した適切な判断を行うため、具体的な議決権行使の判断を運用受託機関に委託しています。

運用受託機関には、連合会ガイドラインを機械的に当てはめて議決権を行使するのではなく、ガイドラインの趣旨を十分に理解した上で、その企業の状況に即した適切な判断に基づき議決権を行使することが望まれます。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題 ③

✓ 議決権行使のPDCAサイクル

議決権行使判断に関して、議決権行使に係る意思決定部門から独立した部門あるいは会議体によって組織的に行使案の事前検証、または行使結果の事後検証の少なくとも一方を行っている運用受託機関が太宗を占めることが確認されました。

また、連合会委託口座に適用する具体的な行使基準についても、その妥当性を検証している運用受託機関が太宗を占めることが確認されました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	議決権行使案については、運用や営業から独立した者を含む社内の委員会及び、同委員会が指名する運用や営業の部署から独立した者が二段階で検証を行う。 議決権行使結果についても、同委員会での検証を行う。 連合会委託口座に適用する具体的な行使基準については、同委員会において事後的に議決権行使状況をチェックする他、同委員会の諮問を受けた取締役会で議決権行使を含むスチュワードシップ活動の自己評価を行うことにより、次年度の基準改訂につなげている。
B社	議決権行使案は社内の会議の審議を経て運用部門担当役員が内容を決定する。会議には第三者委員会の構成員が適宜参加し、意思決定状況を確認する。 議決権行使結果の検証については、以下の通り実施する。 ①意思決定プロセス等のモニタリング(運用部門内で実施) ②利益相反モニタリング(特定の部門に属さない本部部署で実施) ③第三者委員会による検証(社内コンプライアンス部署のモニタリング結果を第三者委員会が検証) 連合会委託口座に適用する具体的な行使基準については、当社行使基準と同様に社内の会議で審議し、運用部門担当役員が決定する。

連合会における認識

連合会は、議決権行使は企業経営に株主としての連合会の意見を十分に反映させるための重要な手段の1つであり、運用受託機関はその実効性を高める取り組みを続ける必要があると考えます。

運用受託機関には、議決権行使において、他部門や第三者の視点も踏まえつつ、PDCAサイクルを構築・活用し、実効性を高めることを期待します。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○エンゲージメント活動件数

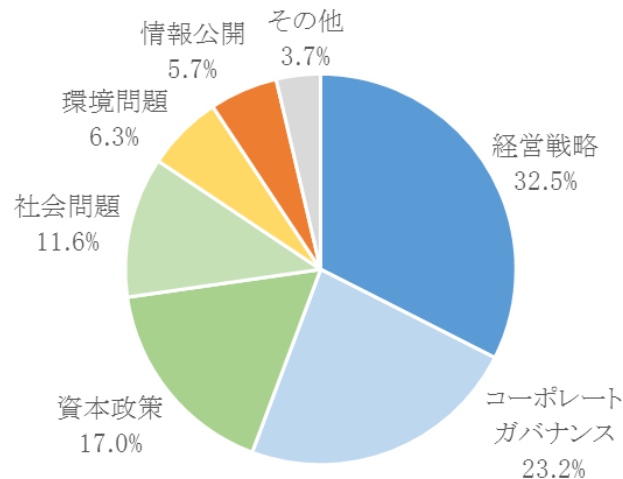
厚生年金保険給付調整積立金では、平成28年度中に、国内株式の運用受託機関全23社を通じて、延べ5,134社に対して、エンゲージメントを実施しました。また、実施件数は延べ10,732件（前年度比▲3,275件）でした。うち、企業の経営トップと直接対話を実施した件数は2,822件で、全体の26.3%となりました。

エンゲージメントの主な内容は、経営戦略に関する対話が3,485件（前年度比▲4,402件）と全体の32.5%を占め、次いでコーポレートガバナンスに関する対話が2,493件（同＋454件）で全体の23.2%、資本政策に関する対話が1,827件（同▲67件）で全体の17.0%となりました。

平成28年度のエンゲージメント活動件数（重複を含む）

対話内容	件数		うち経営トップとの対話		前年度の件数
		構成比		比率	
総計	10,732	100.0%	2,822	26.3%	14,007
経営戦略に関する対話	3,485	32.5%	1,263	36.2%	7,887
コーポレートガバナンスに関する対話	2,493	23.2%	578	23.2%	2,039
資本政策に関する対話	1,827	17.0%	445	24.4%	1,894
社会問題に関する対話	1,249	11.6%	202	16.2%	669
環境問題に関する対話	678	6.3%	82	12.1%	419
情報公開に関する対話	607	5.7%	161	26.5%	790
その他の対話	393	3.7%	91	23.2%	309

対話内容別構成比



*同一プロダクトを採用している経過的長期給付調整積立金においても、活動件数は同様です。

*エンゲージメントを集計する際、1回の面談実績を複数の対話項目に重複して計上するファンドや、書面でのやり取りを計上するファンドもあり、ファンドごとにエンゲージメントを集計する際の基準は異なっています。

*エンゲージメント実施件数が前年度比で減少した主な原因は、運用受託機関の一つで、平成27年度にはエンゲージメントのきっかけ作りのため経営戦略に関する対話を幅広く行ったものの、平成28年度は内容・質を重視したエンゲージメントにシフトしたため経営戦略に関する対話が大きく減少したことです。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○一定の成果に結びついたエンゲージメント事例

対話項目	企業	具体的な内容	
経営戦略に関する対話	東証一部 電機	対話	グループ全体の経営効率を上げるための施策について、上場子会社との資本関係に見直しも含め採り得る選択肢について対話。
		成果	上場子会社との経営統合を発表。
	東証一部 食料品	対話	財務体質改善策として、持ち合い株式や非中核事業の見直し検討を要請。
		成果	持ち合い株式の売却を発表。
コーポレートガバナンスに関する対話	東証一部 化学	対話	資本収益率を意識した経営を現場にまで根付かせる報酬体系の検討を提案。
		成果	従業員持株信託の導入を決定。また、次世代幹部社員へのインセンティブ報酬体系（株価連動型）も検討。
	東証一部 銀行	対話	人事委員会・報酬委員会の構成についての課題を指摘、社外者によるチェックが十分に働く体制構築を提案。
		成果	両委員会について体制変更を行い、過半数を社外者とし、委員長にも社外者が就任することを発表。
資本政策に関する対話	東証一部 建設	対話	株主還元の指標として株主資本配当率の採用や、増えすぎている自社株を消却し、株式市場に潜在する株式放出懸念を低下させることなどを提案。
		成果	株主還元の指標として株主資本配当率を採用することを発表。自社株の消却についても、引き続き社内で検討すると回答。

対話項目	企業	具体的な内容	
資本政策に関する対話	東証一部 その他製品	対話	中期経営計画・ROE目標値の設定、資本政策の明示、決算説明会の実施等を提案。
		成果	中期経営計画の策定、ROE目標値の設定、株主還元強化、決算説明会の実施、IR体制強化を発表。
社会問題に関する対話	東証一部 情報通信	対話	女性活躍推進に関する行動計画の進捗状況や、ダイバーシティに関する情報開示の充実について対話。
		成果	女性活躍推進については、新卒採用の女性比率を引き上げる等、行動計画に則って改善。情報開示については、取組状況や数値データの開示等も含めて大きく改善。
環境問題に関する対話	東証一部 機械	対話	主として単体ベースで進められているESG活動（CO2排出総量削減、CSR調達、ダイバーシティなど）の連結ベースへの拡大や、CSRの統一的指針の明文化、SDGsの対応と活用、先端的ESG活動の促進を提案。
		成果	中期経営計画で、2020年における連結ベースの環境負荷目標を提示。CSR基本方針を策定したことに加え、SDGs12項目に対応したCSR課題マテリアリティを明示。
情報公開に関する対話	東証一部 建設業	対話	同業他社の模範的事例を引き合いに出し、数値目標を含む中期経営計画の公表を提案。
		成果	中期経営計画を対外的に公表。同時に営業利益率、配当性向についての数値目標も発表。
	東証一部 非鉄金属	対話	IR姿勢に課題があるため、情報開示（特に事業の状況を把握し難い海外市場動向等）をより積極的に行うべきと提案。
		成果	本決算説明会資料では、海外事業関連情報の充実が図られ、初めて会社側の業績予想前提等を開示。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○報告及びヒアリングを通じて確認された事項①

連合会は、多くの運用受託機関で、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目的としたエンゲージメントが行われていること、実効的なエンゲージメントの実施に向けた取り組みを確認しました。また、同じ運用受託機関でも、ファンドによって異なるエンゲージメントが行われている事例を確認しました。

- ✓ 多くのファンドにおけるエンゲージメントについて、以下の事項を確認しました。
 - ・ エンゲージメントを「投資先企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長に向けて実施する、投資先企業との建設的な対話」などと定義していること。
一方、エンゲージメントを「リサーチ活動の一環」と定義する運用受託機関もあること、そのような運用受託機関では、エンゲージメント対象企業数や、担当者1人あたりのエンゲージメント対象企業数が多いことを確認しました。
また、エンゲージメントの定義が他の運用受託機関と異なることにより、エンゲージメントの件数を集計する際の基準も異なる事例があることを確認しました。
 - ・ 「企業の持続的成長」や「企業価値向上」を目的にエンゲージメントに取り組んでいること。
一方、「認識の共有」を目的にエンゲージメントを行う運用受託機関や、「エンゲージメントは投資判断のために実施しており、企業の行動を変えることを一義的な目的にしていない」とする運用受託機関もあることを確認しました。
 - ・ 企業価値向上のために、「課題を抱えること／持続的成長に貢献できること」を基準にエンゲージメント対象企業を選定していること。
 - ・ 「企業の収益性向上」および「リスク(課題)」の観点からエンゲージメントの対話内容・手法を選定していること。

連合会における認識

- ✓ 連合会は、スチュワードシップ・コードの受入表明で、「運用受託機関に対して、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目的とした実効的なエンゲージメントを通じて、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ように求めていく」としており、ヒアリングを通じて、運用受託機関の取り組みが、概ね連合会の考え方に沿ったものであることを確認できたと考えます。
- ✓ エンゲージメントの定義や取り組みの考え方について、引き続き、連合会の考え方に対するさらなる理解を求めていく必要があると考えます。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○報告及びヒアリングを通じて確認された事項②

- ✓ 運用受託機関によって、アクティブ運用とパッシブ運用における社内リソースの切り分けに特徴があることを確認しました。具体的には、以下の事例が確認されました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	アナリストが企業に対してエンゲージメントを行うにあたり、超過収益を目的とするアクティブ運用の目線で行う場合もあれば、市場全体の底上げを目的とするパッシブ運用の目線で行う場合もある。
B社	アクティブ運用ではアナリストが超過収益獲得を期待できる企業に対してエンゲージメントを行い、パッシブ運用ではスチュワードシップ専任部署が市場全体の底上げの観点から対象企業を選定しエンゲージメントを行う。
C社	アクティブ運用では各ファンドマネージャー・アナリストが注目するテーマに基づき個別にエンゲージメントを行い、パッシブ運用ではスチュワードシップ専任部署が網羅的な議題についてエンゲージメントを行う。

連合会における認識

- ✓ 各運用受託機関で組織体制に違いはあるものの、パッシブファンドでも、アナリストやスチュワードシップ活動専門担当者を配置し、対象企業の状況の適切な把握に基づくエンゲージメントを行える体制が整備されていると考えます。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題①

連合会がスチュワードシップ責任を果たしていく上で、国内株式の運用受託機関において、エンゲージメントに関する優れた取り組みが見られる一方で、課題があることも確認しました。

以下に運用受託機関における優れた取り組みを紹介するとともに、連合会が認識する課題の共有を図ることにより、運用受託機関の実効性あるスチュワードシップ活動の向上に向けた工夫と改善を期待します。

✓ エンゲージメントの効果検証

優れた取り組みを実施している運用受託機関では、定量的または定性的なエンゲージメントの目標を設定し、会議体や関連部署でエンゲージメントの効果検証を実施している事例が確認されました。

エンゲージメントの効果検証の方法については、対話ステップの進捗度合いによるとの報告が多く見られました。

運用機関	具体的な取り組み
A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を設定している。重点的にエンゲージメントを行う企業については、各企業のマイルストーンの達成状況をモニタリングすることで、エンゲージメントの効果を確認している。 スチュワードシップ専任部署は、週次ミーティングにおいてエンゲージメント実績・計画のチェックを実施し、課題の設定やエンゲージメントの進捗状況などをモニタリングしている。 月次で活動を管理しながら、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。
B社	エンゲージメントの成否は、当社の設定した課題認識に対する投資先企業の行動が、順調に進んでいることをステージアップとして評価する。最終的な解決に至る過程の各段階において、共通の基準でステージ判定を行うことで、進捗状況を共有しエンゲージメントの実効性を高めている。 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、ステージ判定を行う。その結果を四半期毎に集計し、社内の会議において検証・評価され、以後のエンゲージメント方針に反映している。

一方、エンゲージメントの効果検証の実施体制が無い運用受託機関や、エンゲージメントの成否の判断を行っていない運用受託機関も見られました。

連合会における認識

連合会は、エンゲージメントが「目的を持った対話」であることから、エンゲージメントにより目的が達成されたか否かを検証する必要があると考えます。また、エンゲージメントを持続的に行うため、その実効性を確認すべきであると考えます。
運用受託機関には、組織的にエンゲージメントの効果検証を実施することを期待します。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題②

✓ エンゲージメントの＜質＞の定義と、その向上に向けた取り組み

エンゲージメントの＜質＞について、多くの運用受託機関が「投資先企業と持続的成長につながる課題認識を共有できおり、その課題の解決に向けて具体的な施策が設定される方向で、進捗が認められること」と捉えていることを確認しました。

エンゲージメントの＜質＞の向上に向けた優れた取り組みとして、以下の事例が確認されました。

- ・ エンゲージメントの進捗管理における工夫
- ・ エンゲージメント活動の統括部署立ち上げなどの組織体制強化
- ・ 企業側の意識改革の促進や対話による影響力を高める取り組み
- ・ 組織的なエンゲージメントの実施
- ・ 外部機関との提携によるノウハウの吸収・蓄積

運用機関	具体的な取り組み
A社	対話のプロセスをさらに細分化した上で、個別の対話の進捗を管理する。
B社	今期からはエンゲージメントの進捗管理と監督機能を部会が担う体制に移行していく。エンゲージメントを執行するアナリストは部会に対し、対話の進捗状況や企業側の反応および今後のアジェンダの設定・修正等について、その時点の自己評価とともに定期的な報告を行う。
C社	エンゲージメントの際には、株式市場の見方や株主価値・資本コストの考え方、グローバル企業のベストプラクティスの紹介など、単一の企業が必ずしも持ち合わせていない分析を対話先企業に提供する。
D社	委員会を設置し、エンゲージメントに関する情報共有、意思決定を行っている。
E社	海外拠点の運用チームと連携。加えて、海外のエンゲージメントサービス会社と契約し、グローバルなエンゲージメントテーマ等を把握するとともに、エンゲージメント会社のアプローチを勉強している。

連合会における認識

連合会は、エンゲージメントの持続的かつ実効的な実施のため、回数や時間等の形式的な側面ではなく、課題認識の共有や課題解決に向けた進捗につながる＜質＞こそが重要であると考えます。

エンゲージメントの対象である企業や必要となる対話内容・進捗は様々であることから、運用受託機関には、エンゲージメントの＜質＞の向上に向けた取り組みのさらなる強化を期待します。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（国内株式）

○運用受託機関の優れた取り組みと課題 ③

✓ 社外取締役の機能・実効性の確認

コーポレートガバナンス・コード制定などを背景に、2名以上の社外取締役がいる企業の割合は増加しているものの、社外取締役が複数社兼務しているなど、その機能や実効性に疑問があるケースが散見されるとの認識から、エンゲージメントを通じて社外取締役の機能や実効性を確認している事例が確認されました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	社外取締役との面談を要望し、それが叶わない場合も、社外取締役からどのような意見具申をもらっているかという具体例を確認している。 当社としては、業界全体の知識を持ち、社内の論理にメスを入れるだけの力のある、知識のある方が社外取締役に就かれることを希望している。

連合会における認識

連合会は、取締役会を経営執行に対する監督の中心と考えており、取締役会が必要かつ十分に経営監督できるように、複数名の社外取締役の設置を求めています。

運用受託機関には、社外取締役の人数のみならず、その機能や実効性についてもエンゲージメントを通じて確認することを期待します。

運用受託機関の課題認識（国内株式）

○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課題

連合会は、モニタリングの結果、運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たす上で以下の課題を認識していることを確認しました。

運用受託機関における課題

- ✓ 体制強化、人員増強、組織・個人の能力アップ
- ✓ エンゲージメントと議決権行使の連携強化によりガバナンス強化と資本効率向上を促すこと
- ✓ 日本版スチュワードシップ・コードで運用受託機関に求められている自己評価の方法の確立
- ✓ 長期志向の投資、対話のアジェンダ設定、その他の実力を備えること
- ✓ アセットオーナー、運用受託機関、投資先企業の三者で、スチュワードシップ活動の効率化を図ること

企業における課題

- ✓ 資本コスト等の十分な経営の知識がない、当事者意識に欠ける
- ✓ エンゲージメント効果を高めるための、企業情報の提供に消極的な企業が少なくない
- ✓ 課題を共有できない企業や改善を実施しない企業がある

連合会における認識

- ✓ 連合会は、運用受託機関に対し、引き続き上記の課題に取り組むことにより、実効的なスチュワードシップ活動を行っていくことを期待します。また、企業に対し、連合会のコーポレートガバナンス原則で定める望ましい企業像に近づくとともに、積極的に運用受託機関と対話を行うことを期待します。
- ✓ 連合会は、スチュワードシップ活動の効率化を図るため、地方公務員共済と、運用受託機関からスチュワードシップ活動に関する報告を受ける際に使用する報告様式を共通化するとともに、さらなる効率化に向けた取り組みを検討します。

ESG投資について

QESG投資の取り組み

連合会は年金資金を長期間で運用することから、投資において、短期的な企業業績だけでなくESGといった持続可能性の要素に着目することによって、長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的です。

連合会では、投資先企業の持続的成長と株主価値向上を通じた投資リターンの向上を図るとともに、環境問題や人権・雇用といった社会的課題を解決するための後押しをすることによって、「被保険者のため、株式価値を長期的に増大させるという受託者責任」と「公的年金としての社会的責任」の両立を果たすことができると考えます。

連合会では、平成22年にESGファンドへの投資を開始しました。その後、徐々に採用プロダクトや投資金額を増やし、平成29年12月末時点でESGファンドとして委託しているのは国内株式の4プロダクトで、時価総額は計1,158億円(国内株式残高の約2%)となっています。また、既存のアクティブファンドのうち約9割が運用プロセスにおいてESG要素を考慮しているとしており、主に銘柄選択の判断材料の一部として補助的に活用されています。

QESG投資のアプローチ手法について

連合会で採用しているESGファンドの4プロダクトのうち、3プロダクトはESGインテグレーション、1プロダクトはエンゲージメントとなっています。ESGインテグレーションとは、投資ユニバースの中からポートフォリオ組み入れ候補となる銘柄を選択する際にESG要素を考慮する運用手法です。また、エンゲージメントとは、投資先企業や事業環境に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」を表します。

連合会で採用している各プロダクトでは、具体的に以下の方法で運用を行っています。

分類	運用機関	アプローチ手法
インテグレーション	A社	外部機関を活用し、業種内の相対評価でESG評価の高い銘柄をユニバースとして選定。ファンドマネージャーは、ユニバースの中から株価評価および企業のESGへの取り組みが業績成長に結び付くかという2つの評価軸で銘柄選択を行う。ファンドマネージャーによるESG評価が高い銘柄を中心にポートフォリオを構築する。
	B社	調査対象銘柄のファンダメンタルズ評価およびESG評価をアナリストが実施。ESG評価は、外部ESG評価機関等の第三者情報をベースとする基礎評価と対話等を通じて得た定性情報によるアナリスト評価を組み合わせ、E・S・Gにおける各詳細項目ごとに点数表を作成。ファンドマネージャーは、ファンダメンタルズ評価とESG評価を統合し、ポートフォリオ全体でE・S・G各項目の偏差値がそれぞれ50以上になるように銘柄選定を行う。
	C社	ESG評価と株式価値評価を組合わせた独自インデックスを作成し、インデックスに追随するスマートベータ戦略。外部機関を活用し、ESG評価が一定基準以上の企業をインデックス構成銘柄として認定。基本ウェイト(各銘柄均等ウェイト:全体の60%)に、株式価値評価にESG評価の係数を加えたESG調整後株価により算出したウェイト(全体の40%)を加えてウェイト配分を決定。
エンゲージメント	D社	ROIC(投下資本利益率)に着目してクオリティの高い銘柄を抽出の上、競争力向上の余地、対話効果の実現性等を鑑み、銘柄の選定を行い、協調的なエンゲージメントを通じてESGの観点から企業価値向上を目指す。

ESGのアプローチ手法はプロダクトにより様々ですが、各プロダクトともESGの要素の把握に努め、銘柄選択において活用していることを運用受託機関へのヒアリング等を通じて確認されており、企業価値が毀損されるリスクの軽減や中長期的に価値が向上すると見込まれる企業への投資を図っています。

ESG投資について

QESG投資のパフォーマンスについて

各プロダクトともESG評価だけではなく株価評価モデルを組み合わせて運用しており、その手法も様々であるものの、連合会の多くのプロダクトが政策ベンチマーク(TOPIX配当込み)に対して超過収益を獲得しています。

ESGが超過収益の獲得につながるかどうかについては評価が定まっておらず、ESG評価やエンゲージメントとパフォーマンスの関係を分析する手法はプロダクトによって様々ですが、具体的に以下の内容となっています。

<インテグレーション>

運用機関	分析手法
A社	割高・割安評価も加味した6象限(高ESG・並ESG)×(割安・中立・割高)の分類でESG評価毎の銘柄の寄与度合計を表示。過去5年の累計ではESG評価が高いと判断した銘柄で超過収益を獲得できており、長期的な観点でESG評価は一定機能していると考えられる。(イメージ:図1)
B社	ESG評価の高低、ファンダメンタルズ評価の高低の分類で銘柄の寄与度合計を表示。ESG評価の高い銘柄群は、中長期的にトラッキングエラー(TE)が抑制されていることから、超過収益よりもインフォメーションレシオ(IR)の改善で効果を発揮している。(イメージ:図2)
C社	中型株のオーバーウェイト、大型株・小型株のアンダーウェイトが継続する傾向があるため、サイズの影響を除いたESG銘柄選択配分効果を算出。当効果は株式価値評価の要素も含まれているもののプラス寄与の傾向となっている。(イメージ:図3)

<エンゲージメント>

運用機関	分析手法
D社	エンゲージメントの効果を、便宜的に対話・エンゲージメント効果込みと無しの期待リターン之差にエンゲージメント成功確率をかけて計測。エンゲージメントによる寄与はプラスとなっており、超過収益の一定割合を占めている。(イメージ:図4)

各プロダクトによる収益の状況は年度によりまちまちで、投資開始から3年未満と計測期間が短いプロダクトも多いため、ESGの要素が運用成果に対してどのように寄与しているか運用受託機関とともに確認していくことを通じて、ESG投資の有効性・実効性を投資ホライズンに合わせて評価するなど、引き続き取組みを進めていく方針です。

(図1)

	...	2017年度	過去5年
超過収益率	...	○%	○%
評価銘柄の寄与度	...	○%	○%
高ESG	...	○%	○%
割安	...	○%	○%
中立	...	○%	○%
割高	...	○%	○%
並ESG	...	○%	○%
割安	...	○%	○%

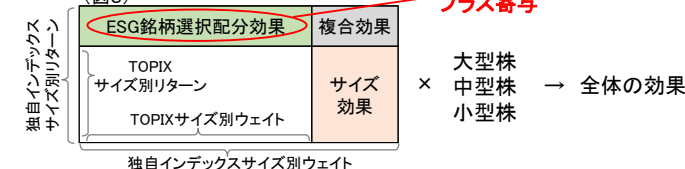
プラス寄与

(図2)

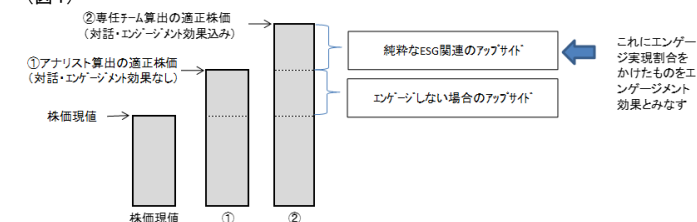
	高ESG		低ESG		
過去○年	ファンダメンタルズ 評価 高	ファンダメンタルズ 評価 低	ファンダメンタルズ 評価 高	ファンダメンタルズ 評価 低	全体
超過収益率	○%	○%	○%	○%	○%
TE(年率)	○%	○%	○%	○%	○%
IR(年率)	○	○	○	○	○

運用効率が高い

(図3)



(図4)



株主議決権の行使状況と取り組みの総括（外国株式）

○議決権行使結果

厚生年金保険給付調整積立金では、外国株式の運用受託機関全16社を通じて、平成28年4月～平成29年3月に決算を迎え、平成28年7月1日以降に株主総会を行った企業延べ7,771社に対して、株主議決権を行使しました。また、行使議案数は延べ55,546議案でした。

全55,546議案のうち、反対行使は5,868議案（うち株主提案議案は1,590議案）、反対比率は10.6%、会社提案への反対比率は8.2%でした。

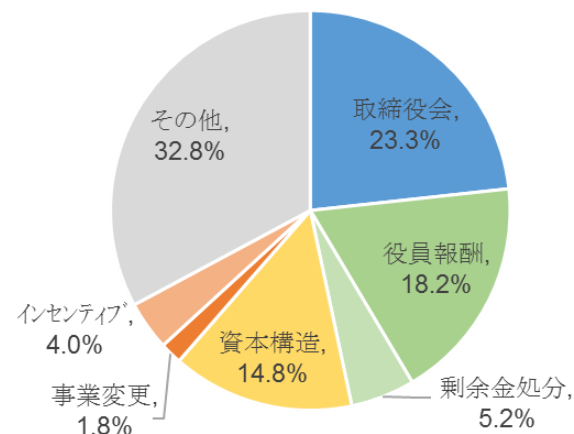
そのうち、取締役会・取締役に関する議案については11.2%、役員報酬等に関する議案は7.7%、剰余金の処分に関する議案は2.5%に対して反対を行使しました。

株主議決権行使状況（厚生年金保険給付調整積立金）

対象：平成28年4月～平成29年3月決算企業

議案内容	合計	構成比	賛成		反対	
				比率		比率
総計	55,546	100%	49,678	89.4%	5,868	10.6%
うち会社提案に関するもの	52,345	94.2%	48,067	91.8%	4,278	8.2%
うち株主提案に関するもの	3,201	5.8%	1,611	50.3%	1,590	49.7%
内訳	55,546	100%	49,678	89.4%	5,868	10.6%
取締役会・取締役に関する議案	12,924	23.3%	11,475	88.8%	1,449	11.2%
役員報酬等に関する議案	10,112	18.2%	9,330	92.3%	782	7.7%
剰余金の処分に関する議案	2,884	5.2%	2,813	97.5%	71	2.5%
資本構造に関する議案	8,198	14.8%	7,207	87.9%	991	12.1%
うち敵対的買収防衛策に関するもの	444	0.8%	404	91.0%	40	9.0%
うち増減資に関するもの	2,426	4.4%	2,034	83.8%	392	16.2%
うち第三者割当に関するもの	488	0.9%	482	98.8%	6	1.2%
うち自己株式取得に関するもの	1,759	3.2%	1,697	96.5%	62	3.5%
事業内容の変更等に関する議案	988	1.8%	932	94.3%	56	5.7%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	2,206	4.0%	1,686	76.4%	520	23.6%
その他議案	18,234	32.8%	16,235	89.0%	1,999	11.0%

議案内容別構成比



*同一プロダクトを採用している経過的長期給付調整積立金においても、議決権行使結果は同様です。

*議決権行使に係る運用上の制約および追加的な費用負担の観点から、16ヶ国（アメリカ、カナダ、イギリス、アイルランド、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港、チリ、チェコ、インドネシア、メキシコ、フィリピン、南アフリカ、台湾、タイ）を議決権行使対象国としています。

株主議決権の行使状況と取り組みの総括（外国株式）

○報告を通じて確認された事項

連合会は、平成28年度に「株主議決権行使ガイドライン（外国株式）」を策定し、外国株式における株主議決権の行使を開始しました。

連合会は、外国株式における株主議決権が、株主議決権行使ガイドライン（外国株式）に従って行使されていること、議決権行使の手順に国内株式とは異なる点も見られることを確認しました。

- ✓ 連合会が委託する全ての外国株式ファンドにおいて、連合会の議決権行使ガイドラインが各運用受託機関のガイドライン等に優先適用されていること、議決権行使の対象国について概ね株主議決権が行使されていることを確認しました。
- ✓ 連合会は、国内株式と同様に、「株主議決権行使ガイドライン（外国株式）」を策定し、議決権行使に関する方針を示した上で、個別の議案への対応については運用受託機関が議決権行使を行うこととしています。そのため、運用受託機関毎の判断基準の差異を理由に、同一議案における行使判断が異なる事例もありました。
- ✓ 連合会が委託する国内株式ファンドとは異なり、連合会が委託する全ての外国株式ファンドが、議決権行使助言会社を利用していることが確認されました。この背景としては、コーポレート・ガバナンスの基準は世界の各地域で大きく異なっており、各国の関連する企業の提出議案に対する考え方について専門家のアドバイスを受ける必要があることが考えられます。
- ✓ 国内株式と比べて、外国株式の議決権行使における反対比率が低い理由としては、以下が考えられます。
 1. 諸外国においては取締役会において独立性を有する取締役が過半数を占めるケースが多いことなどから、取締役会・取締役に関する議案の反対比率が低いこと。
 2. 諸外国においては取締役会において独立性を有する取締役が過半数を占めるケースが多く、敵対的買収防衛策は、株主価値の保護が十分に図られたうえで導入されていると判断されることから、敵対的買収防衛策に関する議案の反対比率が低いこと。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（外国株式）

○エンゲージメント活動件数

厚生年金保険給付調整積立金では、平成28年度中に、外国株式の運用受託機関全16社のうち13社を通じて、延べ1,137社に対して、エンゲージメントを実施しました。なお、エンゲージメントを実施しているものの、その集計を行っていないファンドが2ファンドありました。また、エンゲージメントの実施件数は延べ3,051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967件で、全体の31.7%となりました。

エンゲージメントの主な内容は、コーポレートガバナンスに関する対話が952件と全体の31.2%を占め、次いで経営戦略に関する対話が691件（同22.6%）、環境問題に関する対話が404件（同13.2%）となりました。

国内株式と比べてコーポレートガバナンスや環境問題に関する対話の構成比が高い理由としては、一部の運用受託機関で、ガバナンスを重視する考え方にに基づきコーポレートガバナンスに関する対話を多く行う、ESG専門担当者を置く、ESGに強みを持つ外部機関と共同してエンゲージメントを行うなどの取り組みが見られたことが挙げられます。

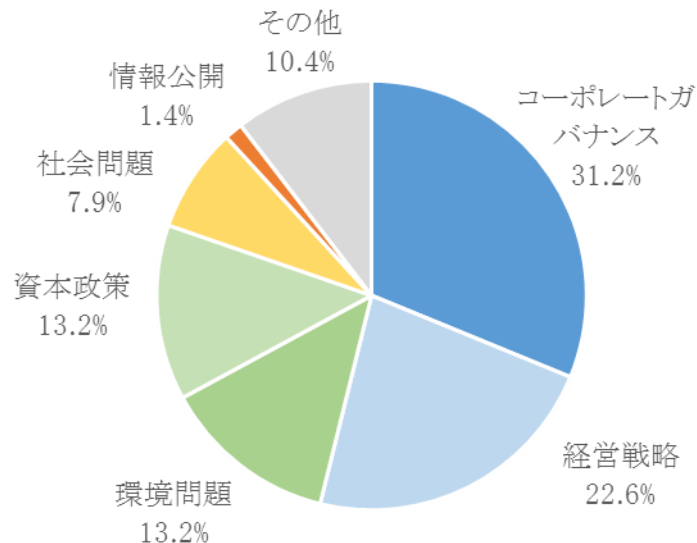
平成28年度のエンゲージメント活動件数（重複を含む）

対話内容	件数	構成比	うち経営トップとの対話	
			件数	比率
総計	3,051	100.0%	967	31.7%
コーポレートガバナンスに関する対話	952	31.2%	157	16.5%
経営戦略に関する対話	691	22.6%	278	40.2%
環境問題に関する対話	404	13.2%	29	7.2%
資本政策に関する対話	403	13.2%	236	58.6%
社会問題に関する対話	241	7.9%	44	18.3%
情報公開に関する対話	42	1.4%	9	21.4%
その他の対話	318	10.4%	214	67.3%

*同一プロダクトを採用している経過的長期給付調整積立金においても、活動件数は同様です。

*ファンドごとにエンゲージメントを集計する際の基準は異なっています。

対話内容別構成比



エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（外国株式）

○一定の成果に結びついたエンゲージメント事例

対話項目	具体的な内容	
コーポレートガバナンスに関する対話	対話	CEOの報酬が現金に偏り過ぎているため、株式付与の割合を増やすよう提案。
	成果	フリーキャッシュフローや1株あたり利益を基準とした、より定式的な短期インセンティブ制度を採用。隔年の現金報酬に代えて3年ごとの業績連動型株式報酬を導入。
経営戦略に関する対話	対話	主力事業と関連の薄い事業が株価のディスカウント要因になっていると考えられることから、分社化もしくは売却を提案。
	成果	当該事業の分離を発表。
環境問題に関する対話	対話	子会社が保有するプラントーションにおいて、水質汚染の嫌疑が発生したため、事実関係を確認するとともに、事態改善に向けた取り組みについて対話。
	成果	問題改善に向けた環境アセスメントを実施し、今後の対応方針について地元住民と合意。

対話項目	具体的な内容	
資本政策に関する対話	対話	過度なレバレッジが懸念材料となっていることから、資本と投資の水準感に関する対話を実施。
	成果	継続的にレバレッジを低下。
社会問題に関する対話	対話	女性の取締役が登用されていなかったことから、ダイバーシティに係る課題認識および取り組み状況について対話。
	成果	企業側から、ダイバーシティは課題と認識しており、次回株主総会時には女性取締役の選任に取り組めるよう努力していきたいとの回答を得た。
情報公開に関する対話	対話	人的資本のパフォーマンスに関する開示データが欠如していたため、開示レベルの改善を要請。
	成果	人的資本に関して従業員の回転率、従業員満足度、男女の報酬格差を含む意義のあるデータの報告を開始。

エンゲージメントの実施状況と取り組みの総括（外国株式）

○報告を通じて確認された事項

連合会は、多くの運用受託機関で、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目的としたエンゲージメントが行われていること、実効的なエンゲージメントの実施に向けた取り組みを確認しました。

- ✓ 連合会は、エンゲージメントを実施している多くのファンドについて、以下の事項を確認しました。
 - ・ エンゲージメントを「投資先企業の持続的な成長や中長期的な企業価値向上に向けて実施する、投資先企業との建設的な対話」や、「ESG課題に関する投資先企業との持続的な対話」などと定義していること。
一方、「企業とのコミュニケーション」と定義する運用受託機関もあることを確認しました。
 - ・ 「企業の持続的成長」や「企業価値向上」を目的にエンゲージメントに取り組んでいること。
一方、「課題の共有（気づきの提供）」や「事業見通しを確かなものにする」ことを目的とする事例もありました。
 - ・ 「課題を抱えること」や「ESGへの取組状況」を基準にエンゲージメント対象企業を選定していること。
 - ・ 「企業の収益性向上」や「リスク（課題）」などの観点からエンゲージメントの対話内容・手法を選定していること。
- ✓ 連合会は、一部のファンドにおいて、エンゲージメントが実施されていないことを確認しました。
- ✓ 連合会は、エンゲージメントの＜質＞向上に向けた優れた取り組みとして、以下の事例を確認しました。

運用機関	具体的な取り組み
A社	深度のあるエンゲージメントの実施と効率的な活動のため、外部機関と共同でエンゲージメントを行う。
B社	エンゲージメントに関する記録を2000年から内部データベースに保存しており、効果的なエンゲージメント活動遂行のため、進捗状況の管理を行うと同時に、関係者間の情報共有に役立てている。

連合会における認識

- ✓ 連合会は、運用受託機関に対して、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目的とした実効的なエンゲージメントを通じて、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ように求めていく方針であり、報告を通じて、多くの運用受託機関の取り組みが、概ね連合会の考え方に沿ったものであることを確認できたと考えます。
- ✓ エンゲージメントの定義や取り組みの考え方について、引き続き、連合会の考え方に対するさらなる理解を求めていく必要があると考えます。

日本版スチュワードシップ・コードへの対応について

○日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応

日本版スチュワードシップ・コードは、平成26年2月に策定され、連合会においては、平成26年5月30日に当該コードの受け入れを表明いたしました。その後、連合会のスチュワードシップ活動に関する考え方に変更はないものの、より明確に表明するため、平成29年5月29日に改訂版コードが公表されたことを契機に、見直しを行った上で、受け入れを表明いたしました。

連合会は、日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対応しています。
各原則における受入表明の概要は以下の通りです。

原則1

- ✓ 連合会がスチュワードシップ活動に取り組む意義（受託者責任、社会的責任）
- ✓ 長期的に必要な利回りを確保するには、市場全体の持続的・安定的成長を促す必要があること
- ✓ スチュワードシップ活動は、運用受託機関が行い、連合会はその実施状況をモニタリングすることにより、効果的にスチュワードシップ責任を果たすことができること
- ✓ 連合会はガイドライン等を策定し、運用受託機関にスチュワードシップ活動を行うよう明示していること
- ✓ 連合会は取り組みの「質」に重点をおいたモニタリングを実施していくこと

原則2

- ✓ 連合会は議決権行使等を直接行わず、運用受託機関を通じて行うこと
- ✓ 連合会は適切なガバナンス体制が構築されているとともに、利益相反の発生が回避されているかどうかをモニタリングしていること

原則3

- ✓ 連合会は運用受託機関に対し、エンゲージメントの前提となる投資先企業の状況の把握を求めること

原則4

- ✓ 連合会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が実効的に行われているかどうかをモニタリングすること
- ✓ 連合会は運用受託機関に対し、エンゲージメント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よう求めること

日本版スチュワードシップ・コードへの対応について

原則5

- ✓ 連合会は個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果については運用受託機関に公表するよう求め、公表しない場合は理由を求めること

原則6

- ✓ スチュワードシップ活動の実施状況について、運用報告書や広報誌に加え、スチュワードシップ活動に特化した年次報告書において報告していること

原則7

- ✓ 連合会はスチュワードシップ・コードの各原則の実施状況を定期的にレビューすること
- ✓ 連合会はスチュワードシップ活動のための体制整備や人材育成に取り組み、また、運用受託機関に対して、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よう求めること

○個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表について

日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明の原則5に記載の通り、連合会は、国内株式の全ての運用受託機関に対して、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表を要請し、公表を行うとの回答を受けました。

連合会では、公表の実施状況を確認するとともに、まだ公表を行っていない運用受託機関については、公表を行う方針であることを再度確認しました。

公表を行った運用受託機関の公表先と、まだ公表を行っていない運用受託機関の公表予定時期は、連合会ホームページの下記のページに掲載しています。

<http://www.chikyoren.or.jp/sikin/kobetukaiji.html>

今後の取り組み

○連合会における今後の取り組み

連合会は、受託者責任と社会的責任を両立すべく、議決権行使、エンゲージメント及びESG投資を中心とするスチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいくこととしています。

連合会としては、株主議決権行使ガイドライン等の連合会のスチュワードシップ活動方針を引き続き適切に整備し、連合会としての考え方や方針を示したうえで、企業経営に関する深い知見を有する運用受託機関を通じてスチュワードシップ活動を実施し、実効性を高める観点から、運用受託機関の行うスチュワードシップ活動を適切にモニタリングすることによって、全体として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ます。

具体的には以下の取り組みを検討しています。

✓ 運用受託機関に対する効果的なモニタリングの実施

運用受託機関のスチュワードシップ活動が連合会の方針と整合的になっていることを引き続き確認するとともに、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・議決権行使が効果的であるか、実質のあるコーポレートガバナンスを促しているかなど、取り組みの「質」に重点を置いたモニタリングを実施します。

✓ エンゲージメントに対する考え方の整理

運用受託機関におけるエンゲージメント活動の実効性・持続性を高める観点から、連合会におけるエンゲージメントに対する基本的な考え方を整理します。

✓ コーポレートガバナンス原則等の改正

「地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則」、「株主議決権行使ガイドライン(国内株式)」及び「株主議決権行使ガイドライン(外国株式)」について、法令やコード、社会情勢等の変化を考慮しながら、必要に応じて改正します。

✓ 他の公的年金等との連携

投資先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とともに、スチュワードシップ活動の実効性を高め効率化を図る一助として、地方公務員共済や他の公的年金等と意見交換を行うなどの取り組みを実施します。

資料集

○スチュワードシップ活動に関する方針①

積立金に関する基本方針（平成27年10月1日制定）

3. スチュワードシップ責任を果たすための対応

株主議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、行使する。連合会が個別に行使の指図を行う場合には、連合会は、受託機関が当該指図に従い行使するよう指示し、個別に行使の指図を行わない場合には、連合会は、受託機関に対し、連合会の制定するコーポレートガバナンス原則の趣旨に沿い、連合会の制定する株主議決権行使ガイドラインの趣旨に従って行使させる。また、連合会は受託機関に議決権行使の状況等について報告を求める。その際、「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》（平成26年2月26日日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）及びコーポレートガバナンス・コード（平成27年6月1日株式会社東京証券取引所）を踏まえ、コーポレートガバナンス原則、株主議決権行使ガイドライン等を随時見直すとともに、スチュワードシップ責任（機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行う。

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を見直す場合には委員会の審議を経るとともに、スチュワードシップ活動の状況については、適時に委員会に報告を行う。

また、投資先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一助として、必要に応じ、他の実施機関、他の管理運用主体（年金積立金管理運用独立行政法人、国家公務員共済組合連合会及び日本私立学校振興・共済事業団）等と意見交換を行うことやそのための場を設けることを検討する。

コーポレートガバナンス原則（平成16年4月1日制定）

(1) 連合会の基本的視点

連合会は、地方公務員共済制度の中で厚生年金保険給付調整積立金、退職等年金給付調整積立金及び経過の長期給付調整積立金を運用するという役割を担っており、他の公的年金と同様に忠実義務及び注意義務から成る受託者責任を負っていると考えられる。

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らない。このため、連合会は、他の多くの株主と同様に、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、その企業が長期的な株主価値の増大に資する経営を行うことを期待するものであり、万が一、株主価値の増大が見込まれない場合には、受託者責任を果たすために株主価値増大に必要な経営を求めていく。

即ち、連合会は長期的に株主価値が十分に増大すると見込まれない場合に行動するものであり、その際の視点は、企業経営に株主としての連合会の意見が十分に反映されるようにすることである。

さらに、連合会は公的年金の一つとして社会的責任を果たしていくことが求められていると考えられ、この意味においてもコーポレートガバナンスの向上に積極的に取り組むことが必要である。

株主議決権行使ガイドライン（国内株式） （平成16年4月1日制定）

2 運用

連合会の保有する株式は現在委託運用のみであること、また、連合会よりも各受託者の方が個別企業との接触の機会が多く、連合会自らで判断するよりもその企業の状況に即した適切な判断が行われるものと考えられることから、当分の間、具体的な議決権行使の判断は、原則としてこのガイドラインの趣旨に従って各受託者が行うものとする。ただし、受託者が議決権行使において利益相反の発生を懸念する場合には、受託者において利益相反の発生を回避するための方針を定めるものとする。また、連合会は貸株取引を受託者に委託する場合があるが、この場合でも一定の議決権を確保するべく、受託者において貸付可能株数を管理するものとする。

なお、連合会で統一的に議決権を行使すべき事案と判断する場合には、個別の議決権行使について受託者に具体的な指示・指図を行う。

連合会は、受託者の議決権行使状況等コーポレートガバナンスに関する行動の報告を求め、受託者に対する指示・指図等に反映させるとともに、受託者の評価において考慮するものとする。

連合会は、企業の経営執行の透明性を高めることが必要であると考えていることから、各企業には情報開示及び株主や投資家との対話を積極的に求め、受託者にもこのような機会を積極的に活用し、よりその企業に即した適切な判断を行うことを期待する。また、企業経営の監督、執行に重要な役割を果たす取締役の選任議案においては、取締役会の構造、企業業績、資本効率性、社会的責任、株主総会運営、情報開示等に対する取締役の姿勢等を総合的に評価して議決権を行使するものとする。

受託者責任の観点から判断を明確にすることが望ましいこと及び法的効果として実質的に変わらないことに鑑み、具体的な議決権行使において、「棄権」や「白紙委任」は原則として採らないものとする。

なお、議決権について、「不行使」は原則として採らないものとする。

*全文は連合会のホームページに掲載してあります。

○スチュワードシップ活動に関する方針②

日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明(平成26年5月30日制定、平成29年11月30日改正)

地方公務員共済組合連合会(以下「連合会」という。)はここに日本版スチュワードシップ・コード(平成29年5月29日改訂)の各原則を受け入れる旨を表明する。

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。

- 連合会は、「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、議決権の行使、エンゲージメント、ESG投資など実効的なスチュワードシップ活動に積極的に取り組む必要がある。
- その際、運用資産の規模が大きく、市場全体に幅広く投資を行っているという特徴から、長期的に必要な利回りを確保するには、市場全体の持続的・安定的成長を促す必要がある。
- また、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る。
- このような考えのもと、連合会は、平成16年に「地方公務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(国内株式)」を策定し、運用受託機関との契約にあたって、これらの方針に基づきスチュワードシップ活動を行うよう、明示している。
- 連合会は、運用受託機関のスチュワードシップ活動が、上記連合会の方針に沿ったものであるか確認するため、スチュワードシップ活動の取り組みの「質」に重点をおいたモニタリングを実施していく。

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。

- 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、議決権行使等を直接行わず、運用受託機関を通じて行うこととしている。
- 連合会は、運用受託機関の議決権行使における利益相反の発生回避に関する方針を「株主議決権行使ガイドライン(国内株式)」に定めて公表している。
- 連合会は、報告やヒアリングを通じて、運用受託機関において適切なガバナンス体制が構築されているかとともに、利益相反の発生が的確に回避されているかどうかをモニタリングしている。

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。

- 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、運用受託機関に対して、スチュワードシップ責任を適切に果たすため、投資先企業の状況を的確に把握することを求め、その状況について、定期的にモニタリングを行っている。

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。

- 連合会は、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が実効的かどうかをモニタリングすることを通じて、運用受託機関によるエンゲージメントの実施状況を把握している。
- 連合会は、運用受託機関に対して、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目的とした実効的なエンゲージメントを通じて、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ように求めている。

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。

- 連合会は、投資先企業の中長期的な企業価値の向上や持続的成長のために、「株主議決権行使ガイドライン(国内株式)」を策定し、議決権行使に関する方針を示した上で、個別の議案への対応については運用受託機関が議決権行使を行うこととしている。
- 個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使の結果については、運用受託機関に公表するように求め、公表をしない運用受託機関に対しては、その理由の説明を求めている。
- 連合会は、運用受託機関による議決権行使について、「株主議決権行使ガイドライン(国内株式)」に沿った行使がされているかどうかモニタリングすることを通じて、運用受託機関の実施状況を把握している。また、把握した議決権行使の結果については、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表している。

原則6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、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。

- 連合会は、スチュワードシップ活動について、運用実績等に係る年次報告書(運用報告書)や関係組合向けの広報誌での報告に加え、スチュワードシップ活動に特化した年次報告書を公表し、これらをホームページにおいて随時閲覧できるようにしている。
- 「地方公務員共済組合連合会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(国内株式)」についてもホームページで随時参照することが可能となっている。

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。

- 連合会は、本コードの各原則の実施状況を定期的にレビューし、将来のスチュワードシップ活動がより適切になるように努めている。
- このため、連合会は、スチュワードシップ活動のための体制整備や人材育成に取り組む。また、運用受託機関に対しても、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とともに、スチュワードシップ活動の実効性の向上に向けて工夫と改善を図るべきことを求めている。

資料集

○連合会におけるスチュワードシップ活動の経緯

平成14年	5月	特定包括信託契約に基づき議決権行使を行うよう信託銀行に指示	平成25年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・社外取締役、社外監査役の再任に出席率等を考慮するよう求める
平成15年	6月	投資一任契約に基づき運用受託機関が議決権行使を行うよう変更	平成26年	5月	「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明 「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・日本版スチュワードシップ・コードの原則2(利益相反の防止)および原則5の脚注(貸株に伴う議決権)に対応した記載を追加 国内株式について新規にESGファンドを採用
平成16年	4月	「地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則」を制定 「株主議決権行使ガイドライン」を制定 同ガイドラインに沿って議決権行使を行うよう運用受託機関に指示	平成27年	3月	「地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則」を改正 ・独立社外取締役および業務執行取締役でない取締役の活用に関する記載を追加 ・企業経営陣に非財務情報も含めた情報開示を望む記載を追加 ・企業経営陣に投資家との積極的な対話を求める記載を追加 「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・社外取締役、社外監査役の再任において他の企業の役員との兼任状況を考慮するよう求める ・敵対的買収防衛策について原則否定的に判断することとする
平成17年	6月	「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」を公表		10月	年金制度の一元化に伴い「管理運用の方針」及び「基本方針」を制定 ・スチュワードシップ責任を果たすための対応を明記
平成18年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・社外取締役の設置を要請 ・反社会的行為の定義を明示 ・敵対的買収防衛策の項目を新設		12月	国内株式について新規に2つのESGファンドを採用
平成19年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・利益相反の懸念がある自社及び親会社株式等に係る不行使を容認	平成28年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・「株主議決権行使ガイドライン(国内株式)」に名称を変更するとともに、外国株式ガイドライン制定に合わせて文言を統一
平成20年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・剰余金処分を取締役選任議案における検討要素に追加		4月	「株主議決権行使ガイドライン(外国株式)」を制定 同ガイドラインに沿って議決権行使を行うよう運用受託機関に指示
平成21年	3月	「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・剰余金処分に過少配当の視点も含める ・株主提案を会社側提案と同様に精査するよう求める ・反社会的行為の要件を明確化 「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」を改正 ・被買収者による検討期間の無期限延長は賛成できない旨を追加	平成29年	11月	「日本版スチュワードシップ・コード(改訂版)」の受入れを表明
平成22年	2月	国内株式についてSRIファンドの委託運用を開始			
	3月	「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」を改正 ・第三者委員会の独立性について明示的に言及			
平成23年	3月	「地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則」を改正 ・表現を統一および内容を明確化 「株主議決権行使ガイドライン」を改正 ・特別取締役の選任議案について個別判断に変更 ・市場価格を下回る行使価格のストックオプションは個別判断とする 「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」を改正 ・買収防衛策の発動要件が明確で、裁量の余地がない場合に、独立社外者の判断が重視されていなくても賛成できることとする			

資料集

○平成29年度のステュワードシップ活動に関する報告項目(国内株式)

No.	報告内容
Q1	ステュワードシップ活動全般について
Q1-1	日本版ステュワードシップ・コードの各原則のうち、実施していない原則がある場合は、その理由についてご説明下さい。 なお、平成29年5月29日改訂の日本版ステュワードシップ・コードへの対応状況についても回答ください。
Q1-2	ステュワードシップ責任を果たすにあたり、方針や体制等について前回から変更した点があれば、変更内容とその理由についてご説明ください。また、現在変更を検討している点があれば、ご回答ください。※前回が未回答の運用機関においては、「前回」を「昨年」と読み替えてください。
Q1-3	ステュワードシップ責任を果たすうえで、認識している課題等があればご回答ください。
Q1-4	連合会のステュワードシップ活動への提言等があればご回答ください。
Q2	議決権行使全般
Q2-1	貴社名およびファンドに関する情報、対象企業数および議決権行使の結果をご記入下さい。※分類については補足を参照ください。
Q2-2	貴社の直近の議決権行使ガイドラインをファイルで添付して下さい。また、ガイドライン以外に内規等がある場合、そのファイルも添付して下さい。(解答欄なし)
Q2-3	貴社の議決権行使ガイドラインにおける具体的な議決権行使基準(「自社基準」)について、ご記入ください。前回からの変更点があれば、変更内容と背景についてご回答ください。※前回が未回答の運用機関においては、「前回」を「昨年」と読み替えてください。
Q2-4	貴社の直近の議決権行使体制(含む人員)について、ご記入ください。前回からの変更点があれば、変更内容と背景についてご回答ください。また、現体制についての課題や変更を検討している点があれば、ご回答ください。※前回が未回答の運用機関においては、「前回」を「昨年」と読み替えてください。
Q2-5	貴社の直近の議決権行使のプロセスについて、ご記入ください。外部の有利議決権行使サービスを利用している場合は、提供者の名称、サービスの内容、議決権行使プロセスにおける位置づけについてもご回答ください。※企業へ議決権行使結果のフィードバックを実施されている場合は、その実施方法についてもご回答ください。
Q2-6	貴社の議決権行使における利益相反管理の方針と体制をご回答ください。また、利益相反管理の対象となる議案の行使に係る審査を行う第三者委員会の設置の有無、第三者委員会の機能・位置づけ、運営状況(開催頻度、時期等)、第三者委員会における独立社外メンバーの構成割合、独立の定義についてもご回答ください。
Q2-7	買株取引を行っている場合、議決権確保のための買株可能株数の管理方針をご回答ください。
Q2-8	当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)と貴社の議決権行使ガイドラインにおける具体的な議決権行使基準(「自社基準」)の違いにより、実際の行使判断が他の顧客と異なった事例があれば、具体例を示してご回答下さい。
Q2-9	複数年に渡り反対行使が続いた企業への対応方針について具体的に説明して下さい。
Q3	取締役及び監査役選任
Q3-1	取締役及び監査役選任議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q3-2	取締役及び監査役選任議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則賛成ないし肯定的に判断する議案でありながら、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q3-3	取締役及び監査役選任議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則反対ないし否定的に判断する議案でありながら、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q3-4	取締役会において、貴社が考える社外取締役が有効に機能するために必要な要素(例、構成(人数)・兼任状況・資質等)について、ご回答下さい。
Q4	役員報酬等
Q4-1	役員報酬に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q4-2	役員報酬議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則賛成ないし肯定的に判断する議案でありながら、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q4-3	役員報酬議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則反対ないし否定的に判断する議案でありながら、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q5	剰余金の処分
Q5-1	剰余金の処分に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q5-2	剰余金処分議案について、現物配当については、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則反対することとしていますが、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q6	組織再編等
Q6-1	組織再編に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q6-2	合併、営業譲渡、会社分割等の議案について、その目的、取引内容、バリュエーション等について妥当であることを示す客観的な評価が併せて提示されない場合は、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則反対することとしていますが、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。

No.	報告内容
Q7	増減資等の資本政策
Q7-1	増減資等の資本政策に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q7-2	増減資等の資本政策に係る議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則賛成する議案でありながら、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q7-3	第三者割当議案について賛成行使した事例があれば、割当先と賛成した理由をご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q8	定款変更
Q8-1	定款変更に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q8-2	指名委員会等設置会社への導入について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則賛成することとしていますが、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q8-3	相談役・顧問制度を新たに規定する定款変更について賛成行使、ないし廃止する定款変更議案について反対行使した事例とその理由をご回答ください ※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q9	株主提案
Q9-1	株主提案議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q9-2	株主提案議案について、賛成行使した事例とその理由をご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q10	反社会的行為
Q10-1	反社会的行為を行った企業の把握方法を具体的に回答下さい。また、前回からの変更点があればご回答下さい。※前回が未回答の運用機関においては、「前回」を「昨年」と読み替えて下さい。
Q10-2	反社会的行為を行った、貴社当該ファンドで投資している企業への対応についてご回答下さい。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q11	買収防衛策
Q11-1	買収防衛策に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q11-2	買収防衛策の導入・継続議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は否定的に判断することとしていますが、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q12	エンゲージメント活動全般
Q12-1	貴社当該ファンドにおけるエンゲージメントの定義と目的、取組の考え方等および議決権行使との関連性、投資判断における位置づけ等をご回答ください。
Q12-2	貴社当該ファンドの直近のエンゲージメント実施プロセス(対象企業や対話内容および手法の選定、対象企業の課題設定、計画(定性・数値目標)および達成期間目標の設定、進捗状況の管理、モニタリングおよび効果の検証、エンゲージメントの成否に関する判断基準等)について、具体的に記入してください。外部のエンゲージメントサービスを利用している場合は、提供者の名称、採用理由、サービスの内容、エンゲージメント実施プロセスにおける位置づけについてもご回答ください。
Q12-3	貴社におけるエンゲージメント活動の〈質〉と〈量〉の向上のための取り組みをご回答ください。
Q12-4	貴社のエンゲージメント活動に係る利益相反管理方針・体制・プロセスについてご回答ください。
Q12-5	貴社当該ファンドの運用手法とエンゲージメント活動の関係性についてご回答ください。
Q12-6	貴社当該ファンドの直近のエンゲージメント体制(含む人員)および議決権行使の体制との関係性をご回答ください。
Q12-7	貴社当該ファンドのファンドマネージャーおよびアナリストのエンゲージメントへの係わり方についてご回答ください。
Q12-8	貴社のエンゲージメント使事者の人事評価・報酬体系におけるエンゲージメント活動の評価基準、評価ウエイト等をご回答ください。
Q12-9	貴社当該ファンドの本年度に実施したエンゲージメント活動について、対象企業数および実施件数をご記入下さい。
Q12-10	貴社当該ファンドの本年度に実施したエンゲージメント活動について、対象企業とのエンゲージメント実施内容を記入ください。なお、実施内容としてはエンゲージメント対象事象、対話先、貴社提案事項(簡潔に)をご回答ください。※事象No. 対話先No.については補足②を参照ください。
Q12-11	本年度に実施したエンゲージメント活動に限らず、投資先企業の企業価値向上や持続的成長の促進に結びついた事例があれば、企業名と対話の目的、活動内容および結果について具体的な事例を最大5つまで記述して下さい。
Q12-12	エンゲージメント活動の持続可能性を担保するための仕組み(貴社内でのエンゲージメントに係る情報共有・スキル向上・研修・体制等)をご回答ください。

資料集

○平成29年度のステュワードシップ活動に関する報告項目(外国株式)

№	報告内容
Q1	ステュワードシップ活動全般について
Q1-1	ステュワードシップ責任を果たすにあたっての方針や体制等についてご説明下さい。また、現在変更を検討している点があれば、ご回答ください。
Q1-2	ステュワードシップ責任を果たすうえで、認識している課題等があればご回答ください。
Q1-3	連合会のステュワードシップ活動への提言等があればご回答ください。
Q2	議決権行使全般
Q2-1	貴社名およびファンドに関する情報、対象企業数および議決権行使の結果をご記入下さい。※分類例については補足をご参照ください。
Q2-2	貴社の直近の議決権行使ガイドラインをファイルで添付して下さい。また、ガイドライン以外に内規等がある場合、そのファイルも添付して下さい。(解答欄なし)
Q2-3	貴社の議決権行使ガイドラインにおける具体的な議決権行使基準(「自社基準」)について、ご記入ください。
Q2-4	貴社の直近の議決権行使体制(含む人員)について、ご記入ください。また、現体制についての課題や変更を検討している点があれば、ご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q2-5	貴社の直近の議決権行使のプロセスについて、ご記入ください。外部の有料議決権行使サービスを利用している場合は、提供者の名称、サービスの内容、議決権行使のプロセスにおける位置づけについてもご回答ください。※1、企業へ議決権行使結果のフィードバックを実施されている場合は、その実施方法についてもご回答ください。※2、運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q2-6	貴社の議決権行使における利益相反管理の方針と体制をご回答ください。また、利益相反管理の対象となる議案の行使に係る審査を行う第三者委員会の設置の有無、第三者委員会の機能・位置づけ、運営状況(開催頻度、時期等)、第三者委員会における独立社外メンバーの構成割合、独立の定義についてもご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q2-7	買株取引を行っている場合、議決権確保のための買株可能株数の管理方針をご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q2-8	当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)と貴社の議決権行使ガイドラインにおける具体的な議決権行使基準(「自社基準」)の違いにより、実際の行使判断が他の顧客と異なった事例があれば、具体例を示してご回答下さい。
Q2-9	複数年に渡り反対行使が続いた企業への対応方針について具体的に説明して下さい。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q2-10	当連合会委託口座において、議決権行使対象国において不行使とした事例があれば、議案の概要と不行使となった理由をご回答ください。※1、該当する全企業の事例を列挙して下さい。※2、運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q3	取締役及び監査役選任
Q3-1	取締役及び監査役選任議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q3-2	取締役選任議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は、取締役会長とCEOの職務分離について肯定的に判断するものとしていますが、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q3-3	取締役選任議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は原則反対ないし否定的に判断する議案でありながら、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。

№	報告内容
Q4	役員報酬等
Q4-1	役員報酬に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q4-2	役員報酬議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は、企業の中長期の業績に連動する仕組みであることを肯定的に判断するとしていますが、反対行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q5	資本政策
Q5-1	2種類の議決権株式の創設・拡大ないし、優越的な議決権を有する新種の普通株の創設に関して、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q6	反社会的行為
Q6-1	反社会的行為を行った企業の把握方法を具体的に回答下さい。
Q6-2	反社会的行為を行った、貴社当該ファンドで投資している企業への対応についてご回答下さい。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q7	買収防衛策
Q7-1	買収防衛策に関する議案における、当連合会委託口座に係る具体的な議決権行使基準(「口座基準」)をご回答ください。
Q7-2	買収防衛策の導入・継続議案について、当連合会の議決権行使ガイドライン上は否定的に判断するものとしていますが、賛成行使した事例があれば、ご回答ください。※該当する全企業の事例を列挙して下さい。
Q8	エンゲージメント活動全般
Q8-1	貴社当該ファンドにおけるエンゲージメントの定義と目的、取組の考え方等および議決権行使との関連性、投資判断における位置づけ等をご回答ください。
Q8-2	貴社当該ファンドの直近のエンゲージメント実施プロセス(対象企業や対話内容および手法の選定、対象企業の課題設定、計画(定性・数値目標)および達成期間目標の設定、進捗状況の管理、モニタリングおよび効果の検証、エンゲージメントの成果に関する判断基準等)について、具体的に回答ください。外部のエンゲージメントサービスを利用している場合は、提供者の名称、採用理由、サービスの内容、エンゲージメント実施プロセスにおける位置づけについてもご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q8-3	貴社におけるエンゲージメント活動の「質」・「量」の向上のための取り組みをご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q8-4	貴社のエンゲージメント活動に係る利益相反管理方針・体制・プロセスについてご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。
Q8-5	貴社当該ファンドの運用手法とエンゲージメント活動の関係性についてご回答ください。
Q8-6	貴社当該ファンドの直近のエンゲージメント体制(含む人員)および議決権行使の体制との関係性を回答ください。
Q8-7	貴社当該ファンドのファンドマネージャーおよびアナリストのエンゲージメントへの関わり方についてご回答ください。
Q8-8	貴社のエンゲージメント従事者の人事評価・報酬体系におけるエンゲージメント活動の評価基準、評価ウェイト等をご回答ください。
Q8-9	貴社当該ファンドの本年度に実施したエンゲージメント活動について、対象企業数および実施件数をご記入下さい。
Q8-10	貴社当該ファンドの本年度に実施したエンゲージメント活動について、対象企業とのエンゲージメント実施内容をご記入ください。なお、実施内容としてはエンゲージメント対象企業、対話先、貴社提案事項(簡潔に)をご回答ください。※事象No.対話先Noについては補足②をご参照ください。
Q8-11	本年度に実施したエンゲージメント活動に限らず、投資先企業の企業価値向上や持続的成長の促進に結びついた事例があれば、企業名と対話の目的、活動内容および結果について具体的な事例を最大5つまで記述して下さい。
Q8-12	エンゲージメント活動の持続可能性を担保するための仕組み(貴社内でのエンゲージメントに係る情報共有・スキル向上・研修・体制等)をご回答ください。※運用の外部委託を行っている場合、当該項目については外部委託先の状況を回答するとともに、貴社のモニタリング体制・プロセスについても併せてご回答ください。



地方公務員共済組合連合会
Pension Fund Association for Local Government Officials
