
令和7年度
スチュワードシップ活動の報告

令和8年3月



地方公務員共済組合連合会

Pension Fund Association for Local Government Officials

目次

I. 地共連のステュワードシップ活動	
1. 地共連のステュワードシップ活動の概要	4
(1) 運用受託機関を通じたステュワードシップ活動	
(2) これまでの主な動き	
2. 運用受託機関に対するモニタリング	9
II. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果	
1. 日本版ステュワードシップ・コード原則1 関係	11
2. 日本版ステュワードシップ・コード原則2 関係	11
3. 日本版ステュワードシップ・コード原則3、原則4 関係	12
(1) 企業価値向上・持続的成長を目的とするエンゲージメントの実施	
(2) エンゲージメント内容の質	
(3) プロセス（PDCAサイクルなど）の実効性	
(4) エンゲージメント活動実績	
(5) アクティブ運用のエンゲージメントに関する分析	
(6) エンゲージメントの実態調査	
4. 日本版ステュワードシップ・コード原則5 関係	22
(1) 地共連の株主議決権行使ガイドラインの遵守等	
(2) 企業の状況に即した議決権行使	
(3) 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用	
(4) 議決権行使結果（国内株式）	
(5) 議決権行使結果（外国株式）	
5. 日本版ステュワードシップ・コード原則6 関係	31
6. 日本版ステュワードシップ・コード原則7 関係	31
7. 近年の注目テーマに対する取組	32
(1) 取締役会の実効性	
(2) 人的資本	
(3) 気候変動	
(4) 自然資本	
8. 投資パフォーマンスにおける重要なESG要素／テーマ	39

Ⅲ. 債券の運用受託機関に対するモニタリング結果	
1. 概要	4 1
2. 日本版スチュワードシップ・コード原則 1 関係	4 1
3. 日本版スチュワードシップ・コード原則 2 関係	4 2
4. 日本版スチュワードシップ・コード原則 4 関係	4 2
5. 日本版スチュワードシップ・コード原則 7 関係	4 3
Ⅳ. スチュワードシップ活動に関連する取組	
1. ESG投資	4 4
(1) ESG投資に対する基本的な考え方	
(2) 株式運用	
(3) 債券運用	
2. 運用報告書による取組の公表	4 8
3. 他の公的年金等との連携	4 8
Ⅴ. 今後の取組	4 9
Ⅵ. 資料集	
1. スチュワードシップ活動に関する方針等	5 0
2. 地共連におけるスチュワードシップ活動の経緯	5 1

～ 報告書作成にあたって～

本報告書は、日本版ステュワードシップ・コードの受入表明機関としての地共連が、同コード原則6に定められた「受益者に対する定期的な報告」として、令和7年度のステュワードシップ活動のモニタリング実績等を取りまとめて公表するものです。

これにより、受益者である組合員等に対して、地共連のステュワードシップ活動の取組を周知することを目的としています。

加えて、地共連が運用受託機関に対するモニタリングの結果として収集した事例等を公開することにより、運用機関におけるステュワードシップ活動のさらなる質の向上につながることを期待しています。

1 地共連のステewardシップ活動の概要

ステewardシップ活動とは、機関投資家が、株主議決権の行使やエンゲージメント（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（ESG要素を含む中長期的な持続可能性をいう。）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」をいう。）等を通じて、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る活動です。

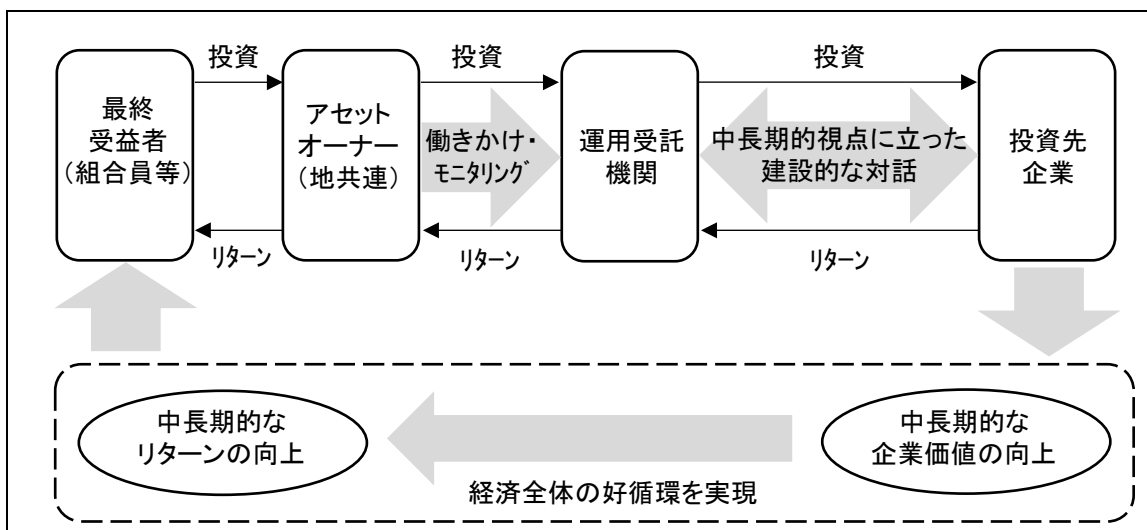
地方公務員共済組合連合会（以下「地共連」という。）は、公的年金としての社会的責任にも留意しつつ、組合員等のために財産価値を長期的に増大させるという受託者責任を果たすため、ステewardシップ活動に積極的に取り組んでいるところです。

(1) 運用受託機関を通じたステewardシップ活動

地共連では、資金運用について、運用受託機関を通じて企業に投資する形態を取っていることから、ステewardシップ活動についても、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を通じて行うことで、効果的にステeward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。

そのため、地共連では、運用受託機関に対し、「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」（以下「コーポレートガバナンス原則」という。）などの地共連が定める方針に基づきステewardシップ活動を行うことを求め、各運用受託機関の取組状況等についてモニタリングをすることで、ステewardシップ活動の状況把握及び実効性向上に取り組んでいます。

〔ステewardシップ活動のイメージ図〕



※金融庁「ステewardシップ・コードに関する有識者検討会（第1回）」（H29. 1）配布資料を基に作成。

(2) これまでの主な動き

ステewardシップ責任を果たす上でのガイドラインや基本的な方針の策定

地共連のステewardシップ活動に関する方針としては、平成16年4月に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）」（以下「ガイドライン（内株）」という。）を、平成28年4月に「株主議決権行使ガイドライン（外国株式）」（以下「ガイドライン（外株）」という。）を制定しています。

また、厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針等（以下「基本方針等」という。）においても、ステewardシップ責任を果たすための取組について、考え方を明記しています。

平成26年5月には、日本版ステewardシップ・コードの受け入れを表明し、ステewardシップ活動に関する考え方を明確に表明しました。

加えて、地共連のこれまでの考え方や取組を踏まえ、令和7年3月に「ステewardシップ責任を果たすための方針」を策定し、公表しています。

これらの方針については、随時改正した上で、いずれも地共連のウェブサイトでご公表しています。そして、運用受託機関との契約に当たっては、これらの方針を明示し、これらに基づいたステewardシップ活動を行うよう求めています。

ステewardシップ活動対象資産の範囲拡大

令和2年3月の日本版ステewardシップ・コードの改訂内容を踏まえ、地共連は同年9月にステewardシップ・コード受け入れ表明を改正し、「日本の上場株式以外の資産にも適用可能な原則について検討した上で、必要な取組を可能な範囲で実施していく」ことを表明しています。

地共連では、平成29年度から外国株式、令和5年度から債券に係るステewardシップ活動について、モニタリングを開始しています。

イニシアティブへの参画

地共連は、令和3年6月にTCFD¹（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同を表明しています。

また、令和6年5月にPRI²（責任投資原則）の署名機関となりました。

¹ TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) : G20 財務大臣・中央銀行総裁会合からの要請を受け、FSB (金融安定理事会) によって設立。平成29年6月に投資家の適切な投資判断のために、気候関連のリスクと機会がもたらす財務的影響について情報開示を促す任意の提言を公表。令和5年10月に解散し、進捗状況の監視機能を IFRS 財団 (国際財務報告基準の策定を行う民間の非営利組織) へと移管。

² PRI (Principles for Responsible Investment) : 機関投資家等が投資行動等において、ESG (環境、社会、ガバナンス) 課題を考慮することを求める国際的な原則。

(参考)

日本版ステュワードシップ・コード

ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会
平成26年2月26日 策定
令和7年6月26日 最終改訂

1. 機関投資家は、ステ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。
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。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてステ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。
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。
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。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、ステ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、受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
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テ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。
8. 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がステ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。

(Column) 日本版ステewardシップ・コードの第三次改定

令和7年6月26日付けで、日本版ステewardシップ・コードの第三次改訂版（以下「第三次改訂版」という。）が公表されました。地共連は第三次改訂版についてもコードを受け入れ、改訂した受け入れ表明文を令和7年12月23日付けで、地共連のウェブサイトで公表しました。

(<https://www.chikyoren.or.jp/sikin/governance/stewardship.html>)



今回の改訂においては、大きく2つのポイントがありました。

(1) 協働エンゲージメント**● 第三次改訂版の概要**

協働エンゲージメントとは、複数の機関投資家が集まり、共通の課題について投資対象の企業に協働して働きかけることを指します。協働エンゲージメントの利点としては、機関投資家と企業双方のエンゲージメント効率化のほか、機関投資家間での専門知識の共有が可能になることや、企業に対する影響力を大きくする効果などが挙げられます。

今回の改訂においては、原則4を補足する指針4-6として以下のとおり、新たな指針が加えられました。

「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。」

● 運用受託機関からのヒアリング結果

地共連が運用を委託している大部分の運用受託機関は、第三次改訂版の受け入れを表明しています。地共連で行ったヒアリングの中で、協働エンゲージメントの活用に前向きな意見を持つ運用受託機関も見られました。

地共連では、第三次改訂版に基づき協働エンゲージメントを重要な選択肢として位置づけ、協働エンゲージメントが効率的かつ効果的と考えられる場合については、運用受託機関に対し、協働エンゲージメントの実施を求めてまいります。

(2) 実質株主の透明性向上

● 第三次改訂版の概要

実質株主とは、ある株式について議決権行使指図権限や投資権限を有する者を指します。実質株主と対比される用語としては名義株主があり、これは株主名簿に記載された株主を指します。

現行の制度では、名義株主を株式発行企業や他の株主が把握することは容易である一方、実質株主については、株式の保有割合が5%超となった場合を除き、発行企業側から把握することができません。しかし、実質株主を発行企業が認識できるようにすることは、企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、重要な課題と考えられていました。

今回の改訂では、原則4の指針4-2として以下のとおり、新たな指針が加えられました。

「機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。」

● 運用受託機関からのヒアリング結果

地共連が運用を委託している大部分の運用受託機関はコードの受け入れを表明しており、今後、実質株主の透明性が高まることが期待されています。

一方で、地共連で行ったヒアリングの中で、実質株主の確認に際し、「問い合わせ対応によるバックオフィスのキャパシティオーバー」や「なりすましの問い合わせ」、「誤ったデータの伝達リスク」などの実務上の課題に対応する必要があり、運用受託機関において、様々な工夫をしつつ対応していることがわかりました。

地共連は、かねてより毎年度末時点における自らの株式保有状況（保有全銘柄、時価総額）を公表し、投資先企業が自社の株式の状況を把握できるようにしています。今後は運用受託機関に対しても、投資先企業からの求めに応じて株式保有状況を説明することと、求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表することを求めてまいります。

2 運用受託機関に対するモニタリング

地共連は、毎年度、運用受託機関のステewardシップ活動が地共連の方針に沿ったものであるか確認するため、運用受託機関からステewardシップ活動に関する報告を書面で受領するとともに、ヒアリングを実施し、運用受託機関の活動状況をモニタリングしています。

モニタリングでは、ステewardシップ活動の実施体制等の形式面のみならず、運用受託機関が投資先企業やその事業環境等を深く理解し、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づいた活動を行っているかという観点から、運用受託機関の具体的な取組内容や考え方を確認しており、ステewardシップ活動の取組の「質」に重点を置いています。

〔令和7年度の取組〕

時期	取組
4月	令和7年度のステewardシップ活動の方向性を書面で説明。地共連がステewardシップ活動において重視している事項等を周知。
(前年度3月) ～7月	希望のあった株式運用受託機関に対し、運用受託機関の令和6年度ステewardシップ活動評価のフィードバックを実施。
7～9月	運用受託機関（国内株式14社、外国株式13社、国内債券11社、外国債券13社）に対し、説明会を実施した上で、ステewardシップ活動の状況について書面での報告を要請。
10月	株式運用受託機関に対し、ヒアリングを実施。
11～12月	書面での報告及びヒアリングを基に、運用受託機関のステewardシップ活動評価を実施。
1～2月	全ての株式運用受託機関に対し、運用受託機関の令和7年度ステewardシップ活動評価のフィードバックを実施。

〔地共連がステewardシップ活動において重視している事項〕

〔エンゲージメント関連〕

- ① 企業価値向上・持続的成長を目的とするエンゲージメントの実施
- ② エンゲージメント内容の質
- ③ プロセス（PDCAサイクルなど）の実効性

〔議決権行使関連〕

- ① 地共連の株主議決権行使ガイドラインの遵守
- ② 企業の状況に即した議決権行使
- ③ 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用

1 日本版スチュワードシップ・コード原則1 関係

【原則1：スチュワードシップ活動方針の策定及び公表】

地共連は、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明において、受託者責任と社会的責任を果たすため、「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、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くエンゲージメント、議決権の行使などの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」があり、サステナビリティに関する課題の考慮については、「運用受託機関に対し、運用戦略に応じて検討を行った上で方針を明確に示すことを求めていく」こととしています。

全ての運用受託機関において、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針等が策定され、公表されておりました。また、これらの方針等において、運用戦略に応じたサステナビリティに関する課題の考慮方法が明確に示されておりました。

2 日本版スチュワードシップ・コード原則2 関係

【原則2：利益相反管理方針の策定及び公表】

全ての運用受託機関において、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、明確な方針が策定されており、また、これらの方針が公表されておりました。加えて、全ての運用受託機関において、受益者の利益の確保や利益相反防止のためのガバナンス体制が構築され、その体制についても公表されておりました。中には、ガバナンス体制として、第三者委員会や社内の独立した部署による利益相反管理を徹底している運用受託機関があるほか、利益相反懸念がある議決権行使議案については、議決権行使助言会社の助言に従って行使している例もありました。

3 日本版スチュワードシップ・コード原則3、原則4関係

【原則3：投資先企業の状況の的確な把握】【原則4：エンゲージメント】

（1）企業価値向上・持続的成長を目的とするエンゲージメントの実施

地共連は、受益者の長期的な投資リターンの拡大を図るというスチュワードシップ責任を果たすために、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明において、「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」としています。

また、「サステナビリティを巡る課題に関するエンゲージメントに当たっては、運用戦略と整合的で、これらの目的に結び付くものとなるよう意識することを求めていく」としています。

全ての運用受託機関において、各社が定めるスチュワードシップ活動に関する方針類および運用戦略に整合する形で、エンゲージメント対象企業・課題の選定が行われていました。また、9割超の運用受託機関において、エンゲージメントが方針どおり進まない場合のエスカレーション方法について、実効性の高いプロセスが定められていました。さらに、9割程度の運用受託機関において、エンゲージメントの効果を高める目的から協働エンゲージメント等が行われていました。

運用受託機関には、引き続き、運用戦略に応じて、企業価値向上・持続的成長を目的とするエンゲージメントを実施することを求めていきます。

（2）エンゲージメント内容の質

地共連は、運用受託機関が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解や運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づいたエンゲージメントを行う等、質の高いエンゲージメントを行うことが、企業価値向上・持続的成長につながると考えています。

エンゲージメントの質の向上に関しては、対話のESG課題ごとに最適な情報源を選定するアプローチを採用し、複数のESGデータプロバイダーや非政府組織から、企業分析や格付、セクター・国別の情報を収集することで、多角的な評価を行っている事例がありました。

運用受託機関には、引き続き、エンゲージメントの質の向上に向けた取組を求めていきます。

(3) プロセス（PDCAサイクルなど）の実効性

地共連は、エンゲージメントが「目的を持った対話」であることから、エンゲージメントの目的を明確にした進捗管理やその達成状況の効果測定を行う等のプロセスを確立し、実効性を高めることが重要であると考えています。

エンゲージメントに関する組織的な進捗管理や効果測定、エンゲージメントプロセスの実効性向上に関して、以下の観点から、具体的な取組事例が確認されました。

① 目標設定・進捗管理手法のブラッシュアップ

全ての運用受託機関において、エンゲージメントの効果を高める目的から、適切な目標設定や進捗管理が行なわれていました。その中の工夫として、例えば、ESGに関するエンゲージメント目標の設定においては、国際的な開示基準等による要請や機関投資家イニシアティブが定めるベンチマークなど、多角的な情報を考慮していました。

② 効果測定（進捗管理結果を踏まえたエンゲージメントプロセス等の見直し）

9割程度の運用受託機関においては、進捗管理結果を踏まえて、エンゲージメントプロセスや方針を修正するなど、PDCAサイクルを適切に機能させる取組が行われていました。例えば、エンゲージメントと企業行動の変化をマイルストーンで管理している場合については、年度末にマイルストーンの進捗により結果を測定・検証し、次年度の注力課題の設定や難易度の高い課題についてのエンゲージメント手法の工夫などに活用している事例がありました。

③ 効果測定（株価や財務指標との関連性の検証）

4割程度の運用受託機関は、エンゲージメントが株価や財務指標へ与える影響について、効果測定を行いました。例えば、財務指標や株価指標について、統計的分析により時間的要因や企業特性の影響を排除してエンゲージメントとの因果関係を推定し、一部の指標についてはエンゲージメントによる有意な改善が見られた事例がありました。

④ 大学等との共同研究

大学等の研究機関との連携によって、エンゲージメントの効果測定、実効性向上のための共同研究を行った運用受託機関もありました。

運用受託機関には、引き続き、組織的にエンゲージメントプロセスの実効性を高めていくことを求めています。

(4) エンゲージメント活動実績

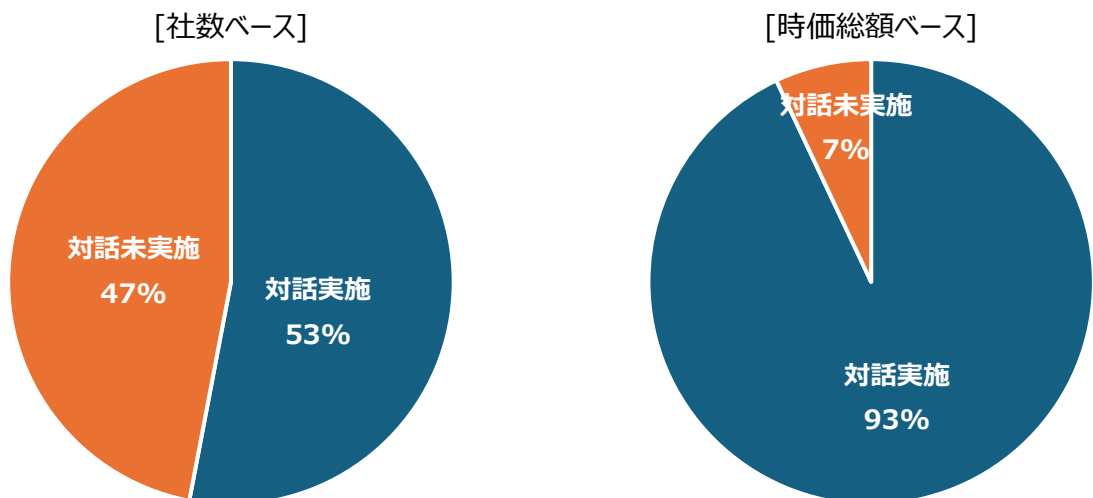
国内株式におけるプロダクトごとのエンゲージメント活動実績³については、パッシブ運用では、1プロダクト当たり484社を対象に延べ2,560件⁴のエンゲージメントを行いました。アクティブ運用では、1プロダクト当たり62社を対象に延べ317件のエンゲージメントを行いました。

外国株式においては、パッシブ運用では、1プロダクト当たり239社を対象に延べ603件のエンゲージメントを行いました。アクティブ運用では、1プロダクト当たり64社を対象に延べ257件の対話を行いました。

また、地共連の国内株式全体のエンゲージメント活動実績としては、地共連が令和7年6月末時点で株式を保有している企業のうち、令和6年7月～令和7年6月の期間にエンゲージメントを実施した割合は、社数ベースで約53%、時価総額ベースで約93%となりました。社数ベースでは前年から11ポイントもの大幅な上昇を見せましたが、TOPIX構成銘柄数減少に伴う一部プロダクトにおける保有社数の減少が要因の1つとして挙げられます。

株式保有企業に対する対話実施割合

対象：令和7年6月末時点における株式保有企業（1,717社）



(注) 時価総額は各社の株価×発行済株式数で算出

³ プロダクトごとのエンゲージメント活動については、令和6年6月末以前から契約があり、かつ、令和7年6月末時点で契約を継続しているプロダクトを対象に集計（国内株式：27プロダクト、外国株式：21プロダクト）。件数は、集計期間中（令和6年7月～令和7年6月）に実施した全エンゲージメントを対象に集計。割合は、令和7年6月末時点で各プロダクトが保有する企業を対象に集計。

⁴ 1回の対話で複数テーマを扱った場合には、テーマ件数ごとに1件として集計（アクティブ運用及び外国株式も同様）。

Ⅱ. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

エンゲージメントの事例		
(A)	対話内容	【コーポレートガバナンス（ESGのG）に関する対話】 強いリーダーシップを持つ社長の在任期間が長期にわたっており、後継者育成計画（サクセッションプラン）の構築と実行が重要な経営課題となっていた企業と対話。サクセッションプラン構築の重要性に加え、指名報酬委員会の委員長が社内取締役であるという独立性の問題や、同委員会の組織・機能面での強化が必要な点について指摘した。
	成果	同社は、指名報酬委員会の委員長を社外取締役に交代させるなど、前向きな取組を行った。
(B)	対話内容	【経営戦略に関する対話】 複数の事業で構成される企業に対して、一部の事業が国内外とも停滞しており、事業縮小も含めたあらゆる施策を検討し将来を見据えた経営判断が必要との課題認識を持っていた。対話では成長領域への投資に振り向ける必要性を指摘した。
	成果	同社は、当該ビジネスの一部について生産・販売の終了を発表し、決算のROEにも改善が見られた。また、株主還元にも進展が見られた。
(C)	対話内容	【資本政策に関する対話】 自己資本が積みあがり、ROEが伸び悩んでいる企業に対し、最適資本構成の設定と株主還元の向上を要望した。しかし、改善の取組が見られなかったため、決算説明会の場で課題の進捗について質問する等、積極的なアプローチを試みた。
	成果	同社は、その後、自社株買いや今後の還元拡大方針を公表した。
(D)	対話内容	【環境（ESGのE）に関する対話】 消費財・日用品セクターの企業におけるカナダのボレアル原生林からの木材パルプ調達による生物多様性への悪影響（森林劣化、生態系等）を懸念し、対話を実施。森林劣化リスクの評価と軽減策の強化、より包括的かつ透明性の高い生物多様性戦略の策定を要求した。
	成果	同社は、生物多様性影響評価の強化を実施し、森林調達に関する情報開示を改善させるとともに代替繊維への投資を表明した。
(E)	対話内容	【気候変動に関する対話】 高炉におけるCO ₂ 排出削減が重要課題である鉄鋼メーカーと対話。同社は2030/2050年カーボンニュートラルに向けた目標やロードマップを開示しているが、必要な技術革新に関する実現性が不透明であるなど具体性に欠ける部分があり、更新を要請した。
	成果	同社は、技術開発の具体的な進捗状況、大型電炉の開発検討状況、グリーン鋼材市場形成への取組状況、さらに政策提言の具体化について、より詳細かつ具体的な内容が盛り込まれたロードマップへの更新を行った。

Ⅱ. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

エンゲージメントの事例		
(F)	対話内容	<p>【社会（ESGのS）に関する対話】</p> <p>多国籍製鉄企業に対し、従業員の安全対策について対話を行った。過去に死亡事故につながる鉱山火災を起こしたことがあるA国における安全対策について、従業員の健康と安全に関する懸念を伝え、ガバナンス等について協議した。</p>
	成果	<p>同社はA国における安全水準を他国並みに引き上げることは現実的でないことを認識していたものの、継続的な対話の結果、A国を含めた安全対策と方針をレビューし、公表するために第三者監査人を任命した。</p>
(G)	対話内容	<p>【人的資本に関する対話】</p> <p>脱炭素戦略と統合的な事業ポートフォリオへの変革や、PBRが1倍割れしている中での成長事業育成が課題となっている企業と対話。旧来の企業風土からの転換のための人的資本戦略や人的資本開示の強化の必要性を指摘した。</p>
	成果	<p>同社はサステナビリティ説明会にて、「経営戦略・事業戦略・人事戦略の同期」を経営の重要課題として掲げた。実現に向け、経営トップやCFOが現場に赴き、従業員に社のビジョンを直接伝えていることや、人事制度改革の他に、評価制度についての管理職へのトレーニングの強化といった取組が開示された。</p>

(5) アクティブ運用のエンゲージメントに関する分析

① 運用スタイルとエンゲージメントの関係性

昨年度のエンゲージメント件数の分析において、アクティブ運用ではパッシブ運用と比べ、プロダクトごとのエンゲージメント実施状況に大きなばらつきがあるという結果が得られました。そこで、今年度はアクティブ運用のエンゲージメント実施状況について、より詳細な分析を行いました。

まず、ヒアリングの場において運用受託機関から、運用スタイルによって運用者のエンゲージメントへの関わり方やエンゲージメントの方針が異なりうるとの意見があり、代表的なものとしては以下のようなものがありました。

一方で、地共連の委託しているプロダクトにおいて、次ページの図1のとおり対話実施割合（社数ベース）を運用スタイルごとに並べてみると、同一の運用スタイルの中でもプロダクトごとのばらつきが大きく、運用スタイルとの明確な関係性は見られませんでした。

運用スタイルによるエンゲージメント方針の違いについての意見	
グロース	大型優良株についてはエンゲージメントによるアップサイドは相対的に小さいが、長期保有を前提しており、リスク顕在化による下落リスクも伴うことから、ガバナンスの改善が重要である。また、非大型の成長株については情報開示やビジネスの安定性などに課題を抱えている場合もあり、エンゲージメントの余地がある。
バリュー	資本効率や経営戦略の改善によって株価の割安感解消を目指すことができ、エンゲージメントとの親和性は高いと考えられる。一方、「バリューアップ」型ではない戦略ではエンゲージメントをアルファ源泉としない場合もあることに留意する必要がある。
小型	資本効率や情報開示がテーマとなりやすい。スチュワードシップ専門部署による全社的なリサーチのカバレッジに入らない銘柄も多く、運用者の関与が大きい。

② 運用受託機関の体制とエンゲージメントの関係性

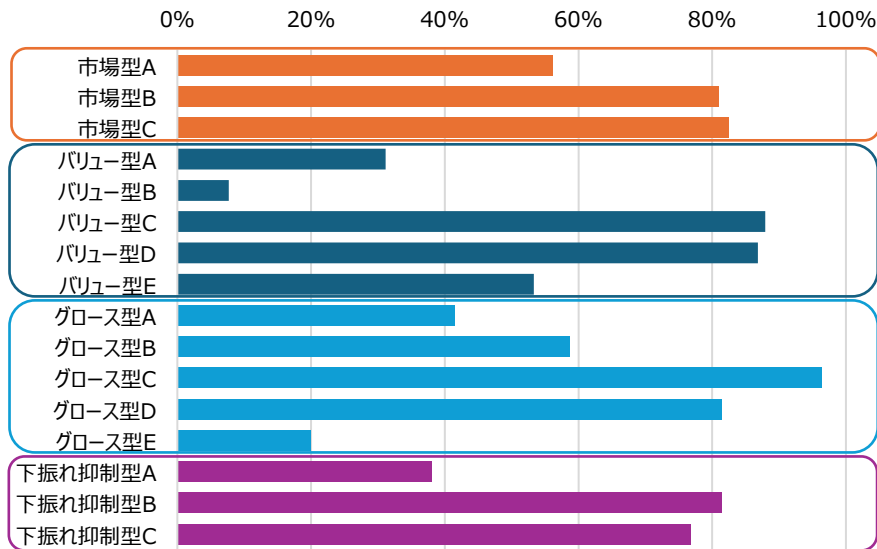
アクティブファンドの対話実施割合に運用スタイルとの明確な関係性が見られない背景として、そもそも各プロダクトにおいて、運用者が関与するエンゲージメントの割合が異なることが考えられます。

次ページの表1において、運用者が関与する割合は、「0割」から「10割」まで幅広く分布しており、各運用受託機関において、スチュワードシップ活動の専門部署が担う役割の違いが、運用者の関与割合に影響を与えていることが確認されました。専門部署がESGリサーチや進捗管理をメインとする「サポータ

Ⅱ. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

一」の役割であれば運用者の関与が大きい傾向があり、専門部署の規模が大きく、エンゲージメント機能を担う「リーダー」の役割であれば、運用者の関与は小さい傾向にあります。専門部署の担う役割に基づいてエンゲージメント実施割合を並べると、専門部署が「サポーター」の場合、エンゲージメント実施割合が低くなりやすい傾向が見られました。

【図1】運用スタイル別の対話実施割合（社数ベース）



(注) 運用スタイルは地共連独自の定義に基づく。また、プロダクトの特定を避けるため、一部プロダクトを除いた。

(注2) 地共連の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

【表1】専門部署の役割と運用者のエンゲージメント関与割合の関係

運用機関名	運用者が関与するエンゲージメントの割合	専門部署の位置付け
A社	10割	サポーター
B社	4-6割	サポーター
C社	4-6割	サポーター
D社	4-6割	リーダー/サポーター
E社	4-6割	リーダー/サポーター
F社	1-3割	サポーター
G社	1-3割	リーダー/サポーター
H社	1-3割	リーダー/サポーター
I社	1-3割	リーダー/サポーター
J社	1-3割	リーダー
K社	0割	リーダー
L社	0割	リーダー

(注) 「リーダー/サポーター」は、テーマ等によって役割分担を変更することで、専門部署がいずれの役割も果たす。

(注2) 地共連の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

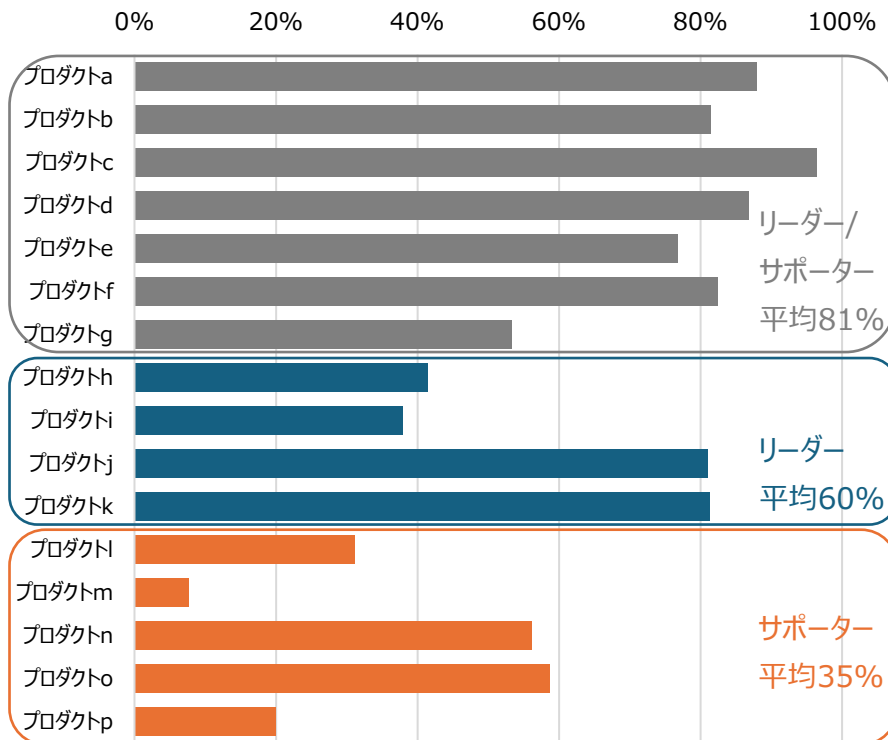
③ 総括

以上をまとめると、アクティブ運用のエンゲージメント実施状況にプロダクトの運用スタイルが影響を与える余地は否定できないものの、スチュワードシップ活動の専門部署の役割をはじめとする全社的な方針の影響が大きいと考察されます。

図2のとおり、専門部署の役割（リーダー・リーダー／サポーターの両方・サポーター）別に各プロダクトの対話実施割合を整理した場合も、傾向の差が確認できます。ヒアリングでは、専門部署が「リーダー」としてエンゲージメントを進める場合には、ESG要素の観点から幅広い企業を対象としたエンゲージメントが行われる傾向にあり、専門部署が「サポーター」として運用者を後方支援する場合には、運用者が対象企業を、株式価値向上の観点から選定する傾向にあることを確認しています。

したがって、専門部署が「リーダー／サポーターの両方」である場合、ESG要素の観点及び株式価値の維持・向上の観点を兼ね揃えたエンゲージメントが行われることから社数ベースでのカバレッジが最大となり、「リーダー」の場合のカバレッジが次に大きく、「サポーター」の場合のカバレッジが小さい傾向にあると考えられます。

【図2】専門部署の役割別の対話実施割合（社数ベース）



(注) 地共連の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

(6) エンゲージメント活動量の実態調査

今回のヒアリングでは、エンゲージメントの活動量についての実態調査も行いました。

運用受託機関は、自ら日本版スチュワードシップ・コードを受け入れていることのほか、地共連を含む様々なアセットオーナーからのスチュワードシップ活動の求めなどを踏まえ、企業へのエンゲージメントを行っています。

また、地共連では、運用受託機関のほうが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しているため、エンゲージメントの内容や実施頻度などについては、運用受託機関のリソースで対応可能な範囲で行うよう、運用受託機関の裁量に委ねています。

① 運用受託機関における工夫

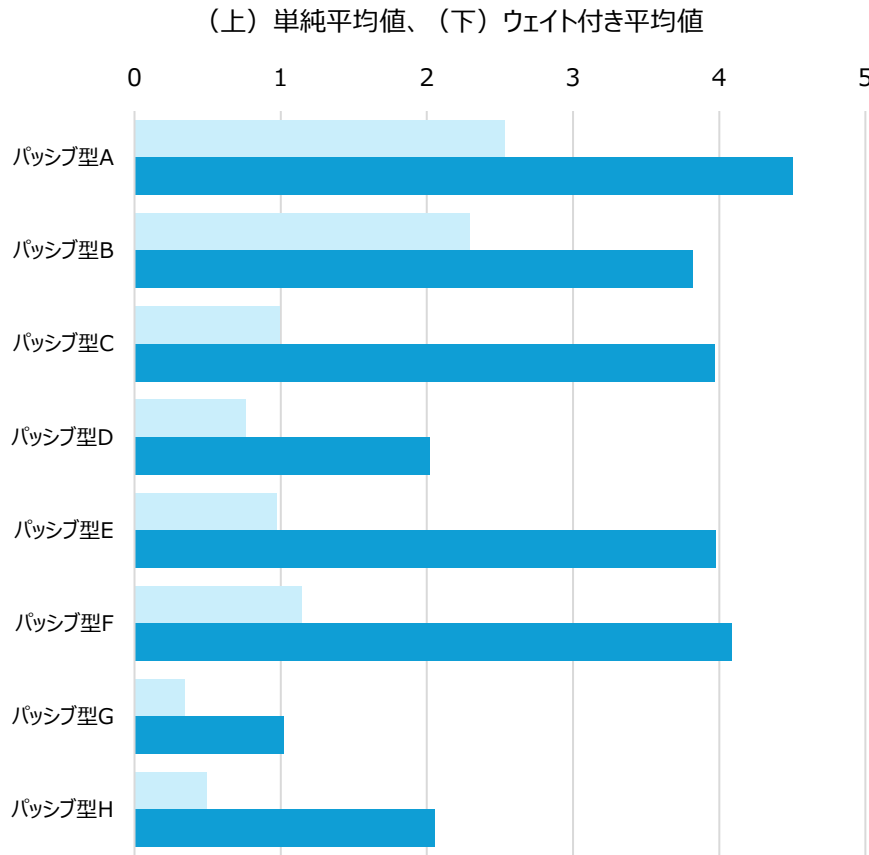
TOPIXをベンチマークとするパッシブ運用はアクティブ運用と比べて保有銘柄が多いことから、対話実施企業数、エンゲージメントに要する総時間数ともに、アクティブ運用よりも高水準にありました。このように、パッシブ運用を中心としてエンゲージメントにかかる時間が大きいことがわかりましたが、一部の運用受託機関においては、エンゲージメントを効率的に行うための工夫を積極的に行っていることを確認しました。

エンゲージメントの効率化の取組事例	
(A)	グローバル株運用の場合は地域ごとの法制度やガバナンス水準の理解が不可欠であり、多国籍・多言語のメンバーを戦略的に配置することにより、余分なリサーチを省いている。(外国株式)
(B)	運用部署で情報セキュリティに配慮した独自のAIを提供している。社内データベースの利用や、個別作業に特化した作業でも利用可能となっている。スチュワードシップ専門部署では、AIを用いた投資先による不正・不適切行為の収集、統合報告書情報の収集等に取り組んでいる。(国内株式)

各パッシブ運用プロダクトにおける保有銘柄に対する対話回数⁵は最大で16回でした。また、図3のとおり、平均対話回数は単純平均値で0.5~2.5回ほどとなっています。一方で、時価構成比率を考慮したウェイト付き平均値は単純平均値と比べ大きく、効率的に市場全体としての底上げを図るような対話先の選定が行われていることが推察されます。

⁵ 対話回数は運用受託機関が取材やウェブミーティングなどで企業と対話した回数であり、アンケートやセミナー、大人数が集まるカンファレンスは含まない。

【図3】平均対話回数



(注) ウェイト付き平均対話回数はファンド内の時価構成比率×対話回数の合計であり、これが大きいほど保有比率の大きい銘柄に対する関与が大きい。表4は異なるファンド間の比較には馴染まないが、同一ファンド内で単純平均値(上)とウェイト付き平均値(下)を比較すると、全てのファンドにおいて後者の値が大きく効率的な対話先選定が行われていることが確認できる。

(注2) 地共連の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

② 地共連における工夫

地共連は、運用受託機関によるエンゲージメントの負荷に鑑み、参考となるようなエンゲージメントの効率化の取組について、引き続き、事例を収集し、周知を図っていきます。

また、地共連は、モニタリングの報告に当たって、一般的な事項についてはスマート・フォーマット⁶を活用しているほか、地共連独自の質問項目についても極力精査の上、負担が増えすぎないよう工夫しているところです。

今後も、インベストメント・チェーンにおけるアセットオーナーに対する期待の高まりに応える必要があるため、スチュワードシップ活動のモニタリングの質を維持しながら、運用受託機関の負担軽減ができる方策について継続的に検討します。

⁶ スマート・フォーマット：ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブによって作成された、アセットオーナー（年金基金等）に対するアセットマネージャー（運用受託機関）からのスチュワードシップ活動報告に関する新しい報告モデル。

日本版スチュワードシップ・コード原則5関係

【原則5：議決権行使】

(1) 地共連の株主議決権行使ガイドラインの遵守等

(ア) 地共連の株主議決権行使ガイドラインの遵守

地共連は、コーポレートガバナンス原則及びガイドライン（内株・外株）を作成し、その方針に基づき議決権を行使するよう運用受託機関に明示しています。

全ての運用受託機関が、議決権行使案を作成するにあたり、社内で行使案を作成している場合、議決権行使助言会社から行使案を受け取っている場合、いずれにおいても、行使案がガイドラインを遵守しているかを事前に検証していました。また、8割程度の運用受託機関は、判断が難しい議案について、第三者を含めた委員会による議決権行使案の検証プロセスを置く等、検証の客観性を高める取組を行っていました。

運用受託機関には、引き続き、ガイドラインを遵守し議決権を行使することを求めています。

(イ) 議決権行使基準の策定と公表

9割超の運用受託機関は、議決権行使基準を策定した上で公表し、必要に応じて見直しを行っていました。その中には、議決権行使委員会等の会議体を設置し、議決権行使基準の改定に関する議論を行っている運用受託機関もありました。

(2) 企業の状況に即した議決権行使

地共連は、運用受託機関にガイドライン（内株・外株）を示す一方で、運用受託機関が企業の状況に即した適切な議決権の行使を行うことが重要だと考えています。画一的な議決権行使ではなく、個々の企業状況等に応じた適切な判断が行われるよう、運用受託機関に対して、企業との対話等を踏まえて把握した企業の状況に即した議決権行使を行うことを求めています。

全ての運用受託機関において、企業との対話等を踏まえて把握した企業の状況に即した議決権行使を行うためのプロセスが構築されていました。ガイドラインと異なる判断を行った事例については、ガイドラインの趣旨を十分に理解した上で、企業の状況を踏まえた判断がなされていました。

運用受託機関には、引き続き、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を求めています。

加えて、地共連のガイドラインについても、必要に応じて、実態に即したものに改訂していく必要があることから、モニタリング等の機会を通じて、運用受託機関から提言を受けています。いただいた提言を踏まえつつ、地共連のガイドラインが全ての運用受託機関・投資先企業に共通して適用される基準であることを念頭に、必要に応じて、改訂について検討します。

企業の状況に即した議決権行使の事例		
(A)	ガイドラインの規定	独立社外取締役以外の取締役の（中略）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。
	運用受託機関の対応	社内取締役の増員議案について、1名の新任社内取締役は、製造・技術部門を広範に統括する。取締役会に対して柔軟に製造・技術部門の報告や議論をするために必要な人事であり、増員の理由が明確かつ合理的であると考え、賛成行使した。（国内株式）
(B)	ガイドラインの規定	独立社外取締役、監査等委員及び監査役、社外者等は経営執行に対する監督機能が期待されることから、これらの者への業績連動報酬制度の導入については、原則として反対する。
	運用受託機関の対応	社外者等へのストックオプション付与に関する議案について、対象者は「常勤で会社の担当業務を遂行」する者とされており、業務執行の性質が強く、インセンティブの付与については監督機能を毀損するものではないと判断し、賛成行使した。（国内株式）

(3) 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用

地共連は、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、スチュワードシップ活動を通じて、必要な取組を投資先企業に対して求めていく必要があると考えます。そのため、運用受託機関においては一方的に議決権の行使をするのではなく、議決権行使の前後にエンゲージメントを実施し課題認識を投資先企業と共有することや、議決権行使に至るまでの考え方を伝達すること等により、スチュワードシップ活動の実効性を向上させるよう取り組むべきであると考えています。

全ての運用受託機関において、株主総会前のエンゲージメントや議決権行使後のフィードバック等、議決権行使とエンゲージメントが一体的に運用されていました。更に、一部の運用受託機関では、議決権行使基準の改定が行われた際には一定の周知期間を設ける、企業からの問い合わせが多い基準については「考え方」を公表するなど、企業と認識を合わせる取組が見られました。他に、複数の運用受託機関で、投資先企業と議決権行使結果についてフィードバックし、意見交換のミーティングを実施するなど、一体的運用に向けたプロセスが整備されていました。

運用受託機関には引き続き、議決権行使とエンゲージメントを一体的に運用することを求めていきます。

議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

(A)	<p>会社の功労者として長年在任している社外取締役がいる企業との対話。議決権行使基準では「在任期間が10年を超えている場合には、当該社外取締役は独立性があるとは認められない」「取締役会のうち、独立性を満たす社外取締役の数が1/3未満の場合の代表取締役の選任議案に反対」と定めている。このため、議決権行使基準に抵触することを伝え、当該社外取締役の選任議案に反対した。同時に、当該選任議案への反対により独立性を満たす社外取締役の数も1/3を下回る状況となるため、代表取締役の選任基準にも反対した。株主総会では当該取締役が候補から外れていたため、代表取締役の選任議案に賛成した。</p>
(B)	<p>米ヘルスケア企業におけるCEOの交代に伴い公表された新しいCEOの報酬プランにおいて、元々あったビジネスと財務の健全性にリンクした報酬指標および目標が削除され、100%ストックオプションに置き換えられた。</p> <p>報酬委員会の議長と対話し、これはネガティブな変更であるため、目標を再導入してほしいと伝え、株主総会で当該報酬プランに反対票を投じた。その後、新しいCF0の採用に際して、会社は方針を転換し、同CF0の報酬プランにビジネスと財務の健全性にリンクした目標を再導入し、これをより広範に適用する意向を示した。</p>

(4) 議決権行使結果（国内株式）

全ての運用受託機関において、議決権の行使結果が、個別の投資先企業及び議案ごとに公表されておりました。また、全ての運用受託機関において、投資先企業とのエンゲージメント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、その理由が公表されておりました。

① 厚生年金保険給付調整積立金

委託先の運用受託機関14社（延べ27ファンド）を通じて、令和6年7月～令和7年6月に開催された株主総会において、延べ12,444社に対して株主議決権を行使しました。行使議案数は延べ132,790議案⁷でした。

全議案のうち、反対行使は21,708議案（うち株主提案議案は2,896議案）、反対比率は16.3%、会社提案への反対比率は14.5%でした。

取締役の選任議案については16.7%、監査役の選任議案は7.0%、役員報酬等に関する議案は8.9%に対して反対を行使しました。

② 経過的長期給付調整積立金

委託先の運用受託機関14社（延べ27ファンド）を通じて、令和6年7月～令和7年6月に開催された株主総会において、延べ12,444社に対して株主議決権を行使しました。行使議案数は延べ132,790議案でした。

全議案のうち、反対行使は21,708議案（うち株主提案議案は2,896議案）、反対比率は16.3%、会社提案への反対比率は14.5%でした。

取締役の選任議案については16.7%、監査役の選任議案は7.0%、役員報酬等に関する議案は8.9%に対して反対を行使しました。

⁷ 以下、国内株式・外国株式ともに議案件数はすべて子議案ベースで集計。

Ⅱ. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

株主議決権行使状況（対象：令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案）

● 厚生年金保険給付調整積立金

提案者別議案数	賛成		反対		棄権		合計
	数	比率	数	比率	数	比率	
会社提案に関するもの	110,889	85.5%	18,812	14.5%	2	0.0%	129,703
株主提案に関するもの	191	6.2%	2,896	93.8%	0	0.0%	3,087
合計	111,080	83.7%	21,708	16.3%	2	0.0%	132,790
議案種類別議案数	賛成		反対		棄権		合計
	数	比率	数	比率	数	比率	
取締役の選任議案	88,276	83.3%	17,711	16.7%	2	0.0%	105,989
監査役の選任議案	6,834	93.0%	516	7.0%	0	0.0%	7,350
役員報酬等に関する議案	3,508	85.7%	586	14.3%	0	0.0%	4,094
剰余金の処分に関する議案	7,961	94.8%	433	5.2%	0	0.0%	8,394
資本構造に関する議案	249	38.4%	400	61.6%	0	0.0%	649
うち敵対的買収防衛策に関するもの	3	1.5%	197	98.5%	0	0.0%	200
うち増減資に関するもの	65	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	65
うち第三者割当に関するもの	13	41.9%	18	58.1%	0	0.0%	31
うち自己株式取得に関するもの	15	7.9%	175	92.1%	0	0.0%	190
事業内容の変更等に関する議案	131	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	131
役職員のインセンティブ向上に関する議案	1,160	82.1%	253	17.9%	0	0.0%	1,413
その他議案	2,961	62.1%	1,809	37.9%	0	0.0%	4,770
合計	111,080	83.7%	21,708	16.3%	2	0.0%	132,790
うち気候関連の議案	2	1.3%	147	98.7%	0	0.0%	149

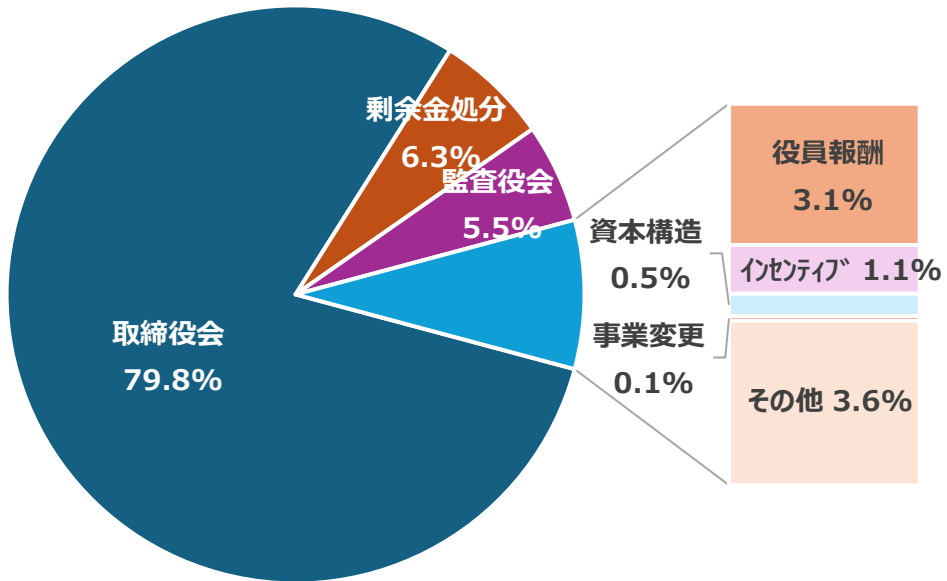
● 経過的長期給付調整積立金

提案者別議案数	賛成		反対		棄権		合計
	数	比率	数	比率	数	比率	
会社提案に関するもの	110,889	85.5%	18,812	14.5%	2	0.0%	129,703
株主提案に関するもの	191	6.2%	2,896	93.8%	0	0.0%	3,087
合計	111,080	83.7%	21,708	16.3%	2	0.0%	132,790
議案種類別議案数	賛成		反対		棄権		合計
	数	比率	数	比率	数	比率	
取締役の選任議案	88,276	83.3%	17,711	16.7%	2	0.0%	105,989
監査役の選任議案	6,834	93.0%	516	7.0%	0	0.0%	7,350
役員報酬等に関する議案	3,508	85.7%	586	14.3%	0	0.0%	4,094
剰余金の処分に関する議案	7,961	94.8%	433	5.2%	0	0.0%	8,394
資本構造に関する議案	249	38.4%	400	61.6%	0	0.0%	649
うち敵対的買収防衛策に関するもの	3	1.5%	197	98.5%	0	0.0%	200
うち増減資に関するもの	65	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	65
うち第三者割当に関するもの	13	41.9%	18	58.1%	0	0.0%	31
うち自己株式取得に関するもの	15	7.9%	175	92.1%	0	0.0%	190
事業内容の変更等に関する議案	131	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	131
役職員のインセンティブ向上に関する議案	1,160	82.1%	253	17.9%	0	0.0%	1,413
その他議案	2,961	62.1%	1,809	37.9%	0	0.0%	4,770
合計	111,080	83.7%	21,708	16.3%	2	0.0%	132,790
うち気候関連の議案	2	1.3%	147	98.7%	0	0.0%	149

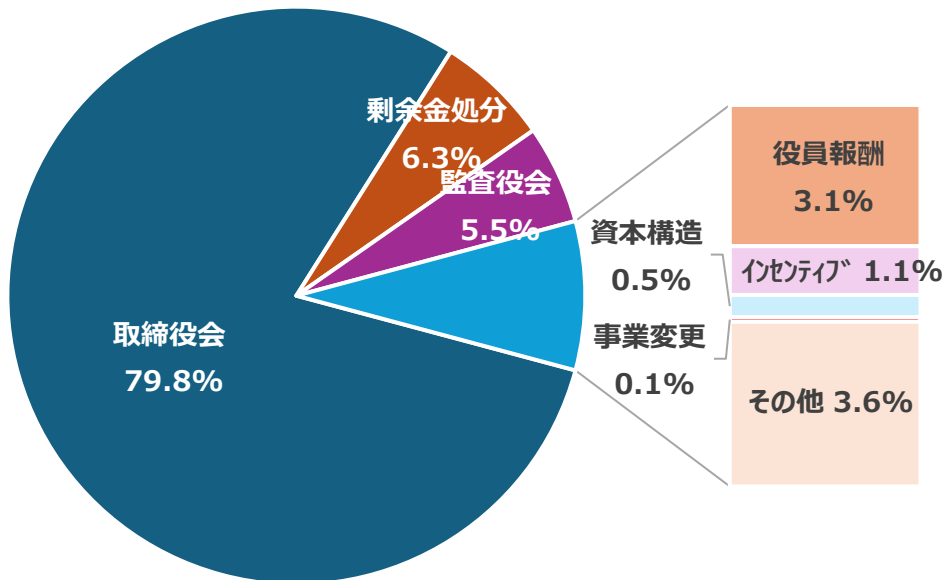
※下線部分は過去親議案ベースで集計し、今年度子議案ベースで集計している部分。詳細は30ページ～議決権行使件数の集計方法の変更について（国内株式・外国株式）～を参照。

議案内容別構成比（対象：令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案）

● 厚生年金保険給付調整積立金



● 経過的長期給付調整積立金



(5) 議決権行使結果（外国株式）⁸

8割程度の運用受託機関において、議決権の行使結果が、個別の投資先企業及び議案ごとに公表されていきました。また、8割程度の運用受託機関において、投資先企業とのエンゲージメント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、その理由が公表されていきました。

① 厚生年金保険給付調整積立金

委託先の運用受託機関14社（延べ25ファンド）を通じて、令和6年7月～令和7年6月に開催された株主総会において、延べ8,779社に対して株主議決権を行使しました。行使議案数は延べ126,270議案でした。

全議案のうち、反対行使は12,550議案（うち株主提案議案は2,708議案）、反対比率は9.9%、会社提案への反対比率は8.2%でした。

役員選任に関する議案については5.2%、役員報酬等に関する議案は10.7%に対して反対を行使しました。

② 経過的長期給付調整積立金

委託先の運用受託機関14社（延べ25ファンド）を通じて、令和6年7月～令和7年6月に開催された株主総会において、延べ8,784社に対して株主議決権を行使しました。行使議案数は延べ126,350議案でした。

全議案のうち、反対行使は12,558議案（うち株主提案議案は2,708議案）、反対比率は9.9%、会社提案への反対比率は8.2%でした。

役員選任に関する議案については5.2%、役員報酬等に関する議案は10.7%に対して反対を行使しました。

⁸ 地共連では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、運用受託機関に対し議決権を行使すべき国・地域を示し、議決権の適切な行使を求めている。

Ⅱ. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

株主議決権行使状況（対象：令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案）

● 厚生年金保険給付調整積立金

提案者別議案数	賛成		反対		棄権		合計
		比率		比率		比率	
会社提案に関するもの	109,998	91.5%	9,842	8.2%	369	0.3%	120,209
株主提案に関するもの	3,348	55.2%	2,708	44.7%	5	0.1%	6,061
合計	113,346	89.8%	12,550	9.9%	374	0.3%	126,270
議案種類別議案数	賛成		反対		棄権		合計
		比率		比率		比率	
役員選任に関する議案	55,572	94.6%	3,073	5.2%	69	0.1%	58,714
役員報酬等に関する議案	8,270	88.6%	1,003	10.7%	66	0.7%	9,339
剰余金の処分に関する議案	4,273	99.1%	24	0.6%	15	0.3%	4,312
資本構造に関する議案	11,962	88.5%	1,502	11.1%	50	0.4%	13,514
うち敵対的買収防衛策に関するもの	509	96.8%	17	3.2%	0	0.0%	526
うち増減資に関するもの	3,866	80.1%	920	19.1%	39	0.8%	4,825
うち第三者割当に関するもの	1,208	92.4%	100	7.6%	0	0.0%	1,308
うち自己株式取得に関するもの	3,690	98.5%	45	1.2%	11	0.3%	3,746
事業内容の変更等に関する議案	3,966	82.1%	846	17.5%	16	0.3%	4,828
役職員のインセンティブ向上に関する議案	1,537	71.7%	603	28.1%	3	0.1%	2,143
その他議案	27,766	83.1%	5,499	16.5%	155	0.5%	33,420
合計	113,346	89.8%	12,550	9.9%	374	0.3%	126,270
うち気候関連の議案	89	17.5%	419	82.5%	0	0.0%	508

● 経過的長期給付調整積立金

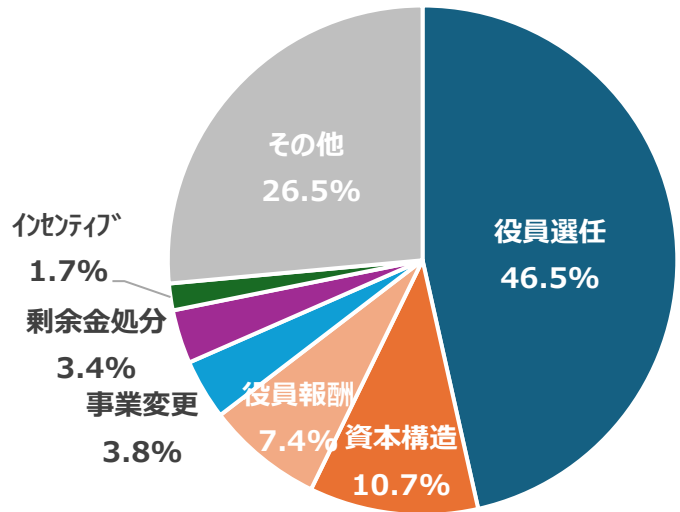
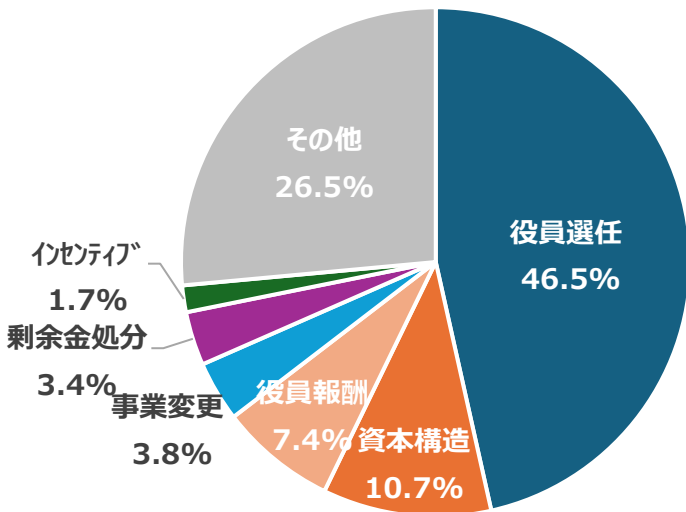
提案者別議案数	賛成		反対		棄権		合計
		比率		比率		比率	
会社提案に関するもの	110,038	91.5%	9,850	8.2%	369	0.3%	120,257
株主提案に関するもの	3,380	55.5%	2,708	44.4%	5	0.1%	6,093
合計	113,418	89.8%	12,558	9.9%	374	0.3%	126,350
議案種類別議案数	賛成		反対		棄権		合計
		比率		比率		比率	
役員選任に関する議案	55,598	94.6%	3,077	5.2%	69	0.1%	58,744
役員報酬等に関する議案	8,270	88.6%	1,003	10.7%	66	0.7%	9,339
剰余金の処分に関する議案	4,275	99.1%	24	0.6%	15	0.3%	4,314
資本構造に関する議案	11,991	88.5%	1,502	11.1%	50	0.4%	13,543
うち敵対的買収防衛策に関するもの	509	96.8%	17	3.2%	0	0.0%	526
うち増減資に関するもの	3,866	80.1%	922	19.1%	39	0.8%	4,827
うち第三者割当に関するもの	1,208	92.4%	100	7.6%	0	0.0%	1,308
うち自己株式取得に関するもの	3,693	98.5%	45	1.2%	11	0.3%	3,749
事業内容の変更等に関する議案	3,971	82.1%	849	17.6%	16	0.3%	4,836
役職員のインセンティブ向上に関する議案	1,540	71.8%	603	28.1%	3	0.1%	2,146
その他議案	27,773	83.1%	5,500	16.5%	155	0.5%	33,428
合計	113,418	89.8%	12,558	9.9%	374	0.3%	126,350
うち気候関連の議案	89	17.5%	419	82.5%	0	0.0%	508

※下線部分は過去親議案ベースで集計し、今年度子議案ベースで集計している部分。詳細は30ページ～議決権行使件数の集計方法の変更について（国内株式・外国株式）～を参照。

議案内容別構成比（対象：令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案）

● 厚生年金保険給付調整積立金

● 経過的長期給付調整積立金



～議決権行使件数の集計方法の変更について（国内株式・外国株式）～

令和6年度までは、親議案と子議案が存在する議案については親議案ベースで議決権行使件数を集計していました。しかし、運用受託機関への聞き取りの中で、親議案・子議案という形を取ることが通例ではない一部の国・地域の議決権行使件数については、アセットオーナーへの報告のために、運用受託機関の判断基準で親議案ベースに集計し直していることが判明しました。

このことから、令和7年度の調査では全て子議案ベースでの報告を求め、報告にあたっての運用受託機関の負担軽減に努めました。そのため、令和6年度までは親議案ベースで集計を行っていた「取締役の選任」、「監査役の選任」（内株）「役員選任」（外株）等について、これまでの報告書に記載の件数から大幅な変動がありますのでご注意ください。

※過去に親議案ベース集計していた項目の件数は、26ページ及び29ページの議決権行使状況表中に太字で示しております。

5 日本版ステュワードシップ・コード原則6 関係

【原則6：ステュワードシップ活動に関する報告】

全ての運用受託機関は、地共連に対し、毎年度、自社のステュワードシップ活動に関する報告を行いました。また、これらの運用受託機関は、自社のステュワードシップ活動の状況について、自社のウェブサイト等で定期的に公表しています。

6 日本版ステュワードシップ・コード原則7 関係

【原則7：ステュワードシップ活動を適切に行うための実力の具備】

全ての運用受託機関において、企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行う実力を備えるために、ステュワードシップ活動を統括する会議体やステュワードシップ活動推進部署を設置するなどの体制が整備されました。また、体制強化・人材育成の観点から、以下のような取組事例がありました。

① 体制強化

内部の組織体制の強化やセクション間、拠点間の連携の強化をしている運用受託機関がありました。

例えば、国内株式運用においてもグローバルな運用チームとの協働として週次、月次で意見や情報を共有し、常にグローバル水準を意識している事例がありました。

② 人材育成

担当者の実力向上を図るため、大学や企業と連携した研修プログラムを開発し、研修で得た知見をステュワードシップ活動に活用している運用受託機関がありました。

例えば、外部講師や国際機関での勤務経験のある社内有識者による勉強会を実施している事例がありました。

7 近年の注目テーマに対する取組

(1) 取締役会の実効性

地共連では、平成16年にコーポレートガバナンス原則を定めるなど、以前から企業のガバナンス向上に注力してきました。

組合員等の利益のため、長期的に価値が増大すると見込まれる企業に投資し、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求めていくことが重要であり、そうした経営が行われるよう規律付けるための仕組みとして取締役会が適切に機能することが必要であると考えています。

① 社外取締役への業績連動報酬制度の採用

ウイリス・タワーズワトソン⁹が実施している「日米欧社外取締役報酬比較」2025年調査によると、各国の主要大企業において、社外取締役に対して株式報酬を支給する割合は日本で14%であり、その割合は近年増加しています。その背景としては、「特にグローバル志向のある企業においては、株式報酬を用いた報酬構成の改定等を行うトレンドが見られ、株式の保有を通じた株主価値とのアラインメント強化が期待できることに加え、グローバル化に伴う外国籍役員の登用・アトラクションに向けた有力な手段として捉える」傾向が指摘されています。

地共連では、コーポレートガバナンス原則を基にしたガイドライン（内株）において、「独立社外取締役、監査等委員及び監査役、社外者等は経営執行に対する監督機能が期待されることから、これらの者への業績連動報酬制度の導入については、原則として反対する」としています。

② 業績連動報酬制度についての運用受託機関の考え

令和7年度には、社外取締役への役員報酬制度について、各運用受託機関の考えをヒアリングしました。

国内株式においては、社外取締役への業績連動報酬に原則反対する運用受託機関が多数派でした。しかしながら、業績連動報酬に基本的には反対するものの、例外的に、条件付きで容認しうるといった運用受託機関もありました。

⁹ ウイリス・タワーズワトソン：リスク管理、保険仲介、人材・福利厚生、年金・運用に関する高度なコンサルティングおよびソリューション提供を行う国際的な上場企業。

外国株式運用においては、業績連動報酬を推奨・容認する運用受託機関の割合が、国内株式運用と比べて増えました。

業績連動報酬を推奨・容認する運用受託機関からは、中長期的な株主利益の最大化を目指す上で株主と同じ目線を持つためにも、業績連動報酬が社外取締役の報酬に含まれることが望ましいという意見がありました。一方、支給対象としては、監査等委員、監査役への支給に反対する運用受託機関がほとんどでした。また、大部分の運用受託機関が、株式の譲渡制限期間やオプションの行使可能期間、株式の希薄化率など、報酬制度設計を細かく精査する必要性に触れていました。

今回のヒアリング結果を踏まえ、地共連は、社外取締役への業績連動報酬に関する現行のガイドラインを維持することとしましたが、企業の状況の変化や運用受託機関の考えを継続的に調査し、時代に沿った適切なガイドラインとなるよう、引き続き整備・見直しを行います。

固定報酬	役職に応じて支払われる報酬であり、金額は変わらない
業績連動報酬	ある指標に連動して金額が変わる報酬 例：業績連動型株式（例：一定期間の事業年度における営業利益、売上高、投下資本利益率（ROI C）、ESG指標の達成度等に連動）、ストックオプション

③ コーポレートガバナンス・コードの第三次改訂に向けて

コーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所）は令和8年に5年ぶりの改訂が予定されています。取締役会の実効性については「取締役会等の機能強化」として、社外取締役や取締役会事務局（コーポレートセクレタリー）の機能強化等が論点化されているほか、経営資源の適切な配分を通じた投資の促進や、有価証券報告書の株主総会前の開示の環境整備の検討など、コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた様々な論点が盛り込まれる見込みです。

これにより、企業のガバナンス向上への対応がより深化することが期待されますが、地共連としてもコーポレートガバナンス・コード改訂の動きに注目し、今後のステュワードシップ活動のヒアリング等を通じて、企業の取組状況を確認してまいります。

(2) 人的資本

人的資本とは、企業の構成員としての個人が持つ資質（倫理観、協調性、リーダーシップなど）や能力（知識、技術、技能など）を企業の付加価値を生み出す資本とみなす概念です。また、人的資本経営とは、人的資本により企業の目指す経営戦略と現在とのギャップを解消するため、経営戦略と人事戦略を連動させて取り組むことを指します。

① 人的資本可視化指針の見直し等による開示の充実

国内では、令和4年度に有価証券報告書での人的資本に関する情報開示が義務化されて以降、人的資本の充実と企業価値向上との間に相関関係が見出されており、主要企業を中心に人的資本に関する情報開示を拡充する動きが広がっています。

一方で、開示の内容が最低限の内容にとどまる企業もあるなど、課題はあります。令和7年6月に改訂版が閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の中では、「人的資本可視化指針」¹⁰の見直しを含めた、人的資本に関する情報開示の充実に向けた対応が明記されています。また、令和8年3月期の有価証券報告書からは、企業戦略と関連付けた人材戦略とそれを踏まえた従業員給与等の決定方針の開示が求められることとなっています。これらの動きから人的資本の重要性は今後ますます注目されることが予想され、人的資本に関する情報開示に向けた企業の姿勢について、地共連は投資家として注視することが求められます。

② 企業価値向上に向けた人的資本に関する取組

地共連では国内株式の運用受託機関に対して、スチュワードシップ活動における人的資本に関する取組についてヒアリングを行いました。全ての運用受託機関が人的資本に関する取組を行っており、人的資本を企業価値向上に資する事業戦略の重要な要素として位置付けていました。

エンゲージメントの方針については、賃上げする余力がある企業が競争力を維持向上できるという考えのもと、賃上げ率の開示に向けた対話を行うものや、将来的な企業価値向上のため従業員エンゲージメント（組織貢献への意欲度等）の質の向上や働き方のシステム改革に着目した対話を行うものがあるなど、運用受託機関によるアプローチに多様性が見られました。

¹⁰ 内閣官房に設置された非財務情報可視化研究会にて議論が行われ、令和4年8月に公表された指針。

多くの運用受託機関が、企業との対話において人的資本に関する情報開示の充実を求めています。また、人的資本に関するKPIの設定による定量的な評価を重視する運用受託機関も見られました。

人的資本に関する取組事例

- | | |
|-----|--|
| (A) | 人的資本が業績の主要要素となる情報・通信企業に対し、人材戦略の検討が必要と考え対話を行った。対話後、企業は4つの特定スキルにおける強化人材の人数目標や、女性管理職比率などのダイバーシティ目標、社員エンゲージメントスコアなどの複数のKPIを公表した。同KPI向上によって期待されるビジネスへの影響などを統合的に説明した人材戦略レポートが開示され、KPI達成による定量的な業績インパクトの推計にも取り組んでいることが確認できた。 |
| (B) | 人的資本戦略において、従業員エンゲージメントに課題がある企業と対話を行った。年齢に関係なく優秀な人材が評価される人事制度、中途採用の積極化、社内のリスクリング促進などによるグローバル人材やDX人材の育成制度の導入が必要であり、従業員エンゲージメントサーベイの導入が必要であると伝えた。対話後同社は、幹部社員のマネジメント強化による働きやすい職場確保に加え、社内公募制の活性化やリファラル採用強化の方針を打ち出した。 |

(3) 気候変動

地共連は、運用受託機関に対し、運用戦略に応じてサステナビリティを巡る課題を考慮したスチュワードシップ活動に取り組むことを求めており、例年、気候変動に係る取組についてヒアリングを行っています。

① 投資先企業の状況

気候変動に係るエンゲージメントについて、国内株式では、情報開示の要請のほか、気候関連目標の設定や、既に設定された目標に沿った取組状況を確認するものなど、企業の取組により踏み込んだ対話もありました。外国株式では、企業の目標に対する進捗を確認したり、企業が設定している目標の見直し及び達成に向けた事業戦略の改善を求めたりと、より深い対話が基本となる中、同業他社に比して気候変動リスクへの対応強化が遅れる企業の株式を売却するなど、投資判断に直接影響した事例もありました。また、外国株式においては協働エンゲージメントを活用する運用受託機関が多く見られました。

② 気候変動イニシアティブにおける協働エンゲージメント活用の状況

他方、協働エンゲージメントについては、CA100+¹¹など気候変動関連の一部のイニシアティブに対して米共和党が批判を強めるなど、法的リスクの高まりが指摘されています。このような外部環境を受けて、令和7年度には、地共連の運用受託機関に対して、イニシアティブへの参加や協働エンゲージメントについての考え方をヒアリングしました。

従前どおりの活動を維持している運用受託機関が多かったものの、一部の運用受託機関からは、イニシアティブでの活動を後退させたとの意見が聞かれました。その背景として、米国における協働エンゲージメントの規制環境が不透明であることを挙げる運用受託機関もありました。また、法的リスクへの対処として、米国籍の親会社はイニシアティブから脱退する一方で、米国外に籍がある関連会社がイニシアティブに参加するという工夫を行っている運用受託機関がありました。

一方、イニシアティブでの活動を後退させた運用受託機関においても、法的リスクの高まり以外の理由を挙げる声もあり、グローバルにスチュワードシップ活動が成熟するとともに各社のスチュワードシップ体制が拡充され、必ずしも協働エンゲージメントを行わなくとも自社で個別のエンゲージメントを行うことができるようになったとの声もありました。

¹¹ CA100+ (Climate Action 100+) : 脱炭素化社会の実現において重要度の高い上場企業に焦点を当てて、企業との対話やエンゲージメントの強化を図る投資家主導のイニシアティブ。2017年に発足。

他方、大部分の運用受託機関においては、イニシアティブでの活動を現状維持している様子が見られました。引き続き協働エンゲージメントのプラットフォームとしてイニシアティブに参加するほか、イニシアティブが算出する気候リスクに関わるスコアを自社での進捗管理・効果測定に利用するなど、自社のステューワードシップ活動をより深化させるためにイニシアティブの知見を活用している事例も確認できました。

③ SSBJ基準に沿った開示義務の適用に向けて

日本国内では、令和7年3月にSSBJ（サステナビリティ基準委員会）が日本国内のサステナビリティ情報の開示基準となるSSBJ基準を公開しました。今後、上場企業の企業規模に応じたサステナビリティ情報の開示が義務化される予定であり、最も適用開始の近い株式時価総額3兆円以上の企業においては、令和9年3月期の有価証券報告書からの基準適用となり、さらに令和10年3月期からは第三者保証の義務付けがなされることとされています。

今年度は米国を中心とした反ESGの動きが大きく報道されたため、ヒアリングでは気候変動イニシアティブの参加・脱退の動向について聞き取りましたが、日本国内ではこれまでと変わらず、サステナビリティ情報の開示が財務諸表と同等の信頼性の求められる法定開示となる方向性で制度整備が進んでいます。

地共連としても、サステナビリティ情報の開示の充実に向けて企業の対応が進むことを期待しており、今後もヒアリング等を通じて、企業の取組状況を確認してまいります。

(4) 自然資本

自然資本とは、森林、土壌、水、大気、生物資源など、自然によって形成される資本を指し、自然を、社会経済を支える資本の一つとして位置付ける概念です。あらゆる社会活動や企業活動は自然資本から得られる生態系サービス¹²を活用して行われており、生態系サービスを提供する自然資本は、社会活動や企業活動を行う上で重要かつ不可欠であるとして、近年注目を集めています。

① 投資先企業の状況

国内株式、外国株式ともに、令和5年9月にTNFD¹⁹（自然関連財務情報タスクフォース）提言が公表されて以降、自然に関する情報開示への関心が高まっている一方で、現時点では、大部分の投資先企業において、開示への対応を始めた段階であることから、エンゲージメントにおいては、投資判断に資する開示内容の充実を促すことに重点を置いていました。

そうした中で、運用受託機関においては、独自に抽出した事業セクターと関連する自然資本リスクに関して、自社で行った分析結果を示すことで、投資先企業の開示内容の充実を図るといった事例がありました。

自然資本に関する取組事例	
(A)	投資先企業において生物多様性全般に対する管理方針やガバナンス体制が構築されているか等の生物多様性に特化した基準を設け、企業の取組をスコアリングし、その結果をESG分析や格付けに組み込んでいる。
(B)	投資先企業において、TNFDに準拠した開示がなされていない場合などにおいて、エンゲージメントを通じて実施改善の期待が持てる場合には、議決権に賛成することを検討するといった議決権行使のスキームに自然資本・生物多様性に関する基準を反映させている。

¹² 生態系サービス：生物・生態系に由来し、人類の利益になる機能を指す。具体的には、食料や水、木材などの供給、大気や水の浄化、気候調節、自然災害の抑制、レクリエーションや観光などの文化的な価値提供など、様々な機能が含まれる。

8 投資パフォーマンスにおける重要なESG要素／テーマ

運用受託機関に対して、今後5年間／10年間の投資パフォーマンスにとって重要だと考えるESG要素／テーマについて、アンケートを実施しました。

国内株式の運用受託機関では、特に資本効率やコーポレートガバナンスに係る項目が「今後5年間」で重点テーマに多く選ばれており、東京証券取引所の市場改革や政府のコーポレートガバナンス改革の動きが継続して背景にあるものと考えられます。「今後10年間」では気候変動に係る項目が重点テーマとして多く選ばれており、二酸化炭素排出量削減等に向けた目標への取組に関心が高まっていくと考えています。

また、「今後5年間」「今後10年間」に共通する重要テーマとして、アンケート項目に新たに追加した人的資本に係る項目が多く挙げられていました。

一方、外国株式の運用受託機関では、投資期間による重要テーマの差は殆どなく、重要テーマとして、コーポレートガバナンス、気候変動、人権と地域社会、生物多様性が多く挙げられていました。

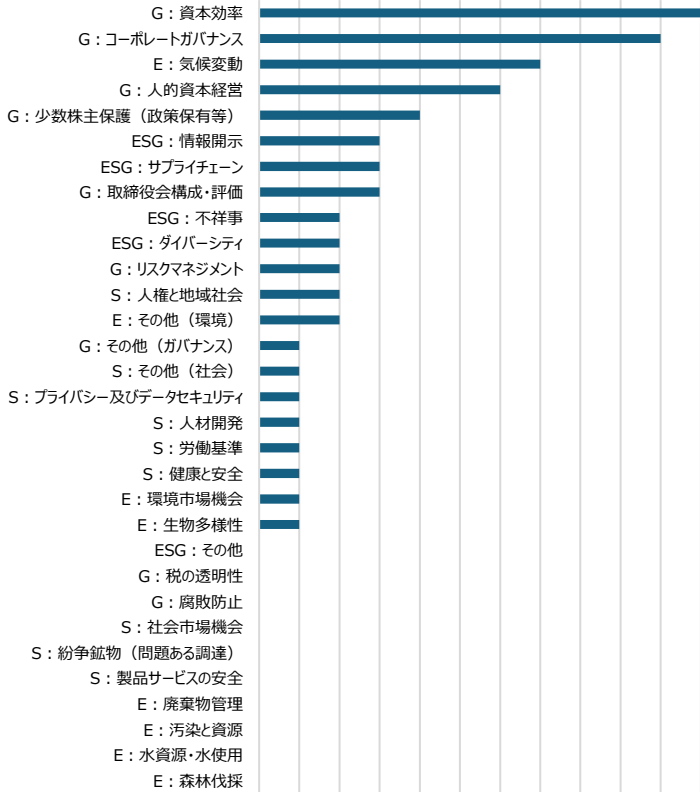
II. 株式の運用受託機関に対するモニタリング結果

今後5年間／10年間の投資パフォーマンスにとって重要だと考えるESG要素／テーマ

対象：令和6年6月における株式の運用受託機関

〔国内株式〕

今後5年

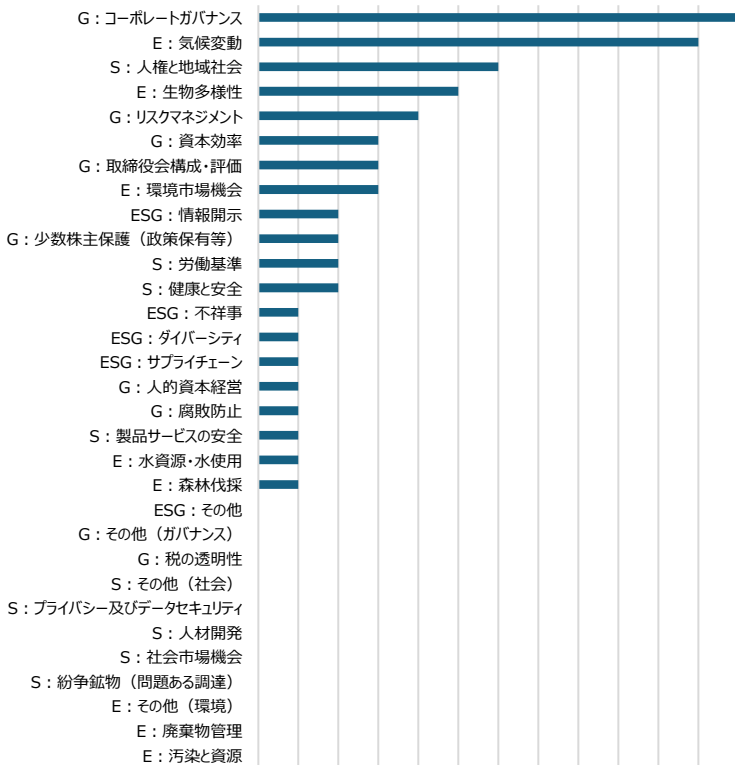


今後10年

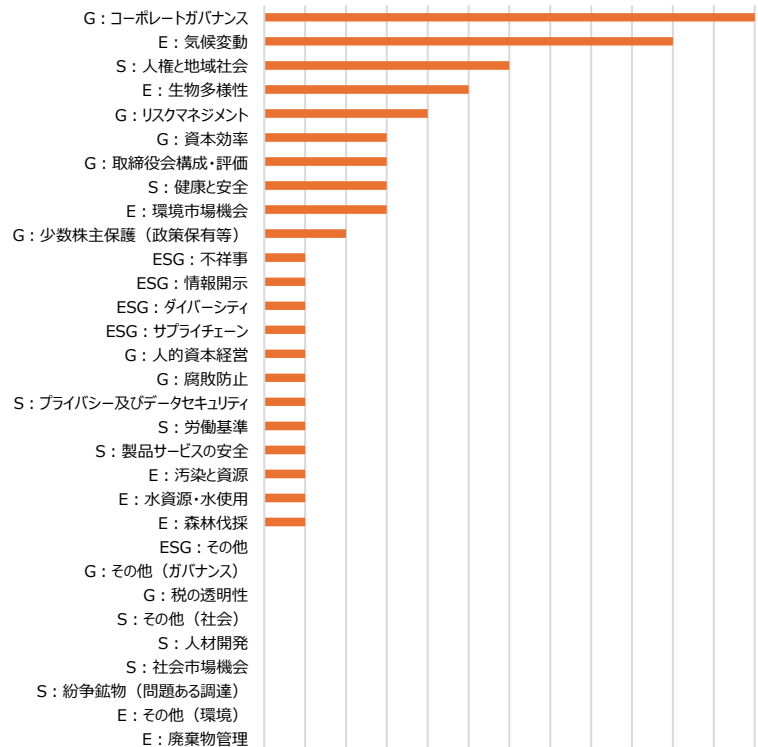


〔外国株式〕

今後5年



今後10年



(注) 地共連の委託により野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社が作成。

1 概要

令和2年3月に日本版スチュワードシップ・コードが改定され、日本の上場株式以外にも適用可能であるとされたことから、地共連は令和2年9月にスチュワードシップ・コード受け入れ表明を改正し、「日本の上場株式以外の資産にも適用可能な原則について検討した上で、必要な取組を可能な範囲で実施していく」ことを表明しています。

既に、外国株式に係るスチュワードシップ活動については、平成29年度からモニタリング及び評価の対象としていましたが、令和5年度から債券の運用を委託している運用受託機関¹³のスチュワードシップ活動についても、モニタリング及び評価を開始しました。

令和7年度は、前年度に引き続き、債券におけるスチュワードシップ活動の方針・体制やプロセスが整備されているかという観点でモニタリング及び評価を行いました。対象となった全ての運用受託機関において、債券におけるスチュワードシップ活動が行われており、プロセスを備え目的をもって、スチュワードシップ活動に取り組んでいることを確認しました。

債券におけるスチュワードシップ活動の目的・意義としては、長期的な目線に立った企業の価値向上や投資家の利益向上といった株式と共通する目的に加え、デフォルトや格下げなどによる債券価格下落リスクの抑制が複数の運用受託機関から挙げられました。情報収集や投資判断への活用のほかにも、企業がサステナビリティ投資への資本配分を拡大する機会を増やすため、気候変動関連の指標や情報開示の強化等について国や自治体との対話を行っていることや、株式の議決権行使による働きかけが出来ないような非上場企業との対話を行うことで市場全体の底上げを図っていることなど、運用受託機関が債券の特徴を踏まえた手法で対話が行われています。

2 日本版スチュワードシップ・コード原則1関係

【原則1：スチュワードシップ活動方針の策定及び公表】

全ての運用受託機関において、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針等が策定され、公表されていました。

¹³ 投資対象範囲に社債を含む運用スタイルをとるファンドで、現に社債への投資行動を行っているファンド（23 ファンド）の運用受託機関（20 社）を対象。

3 日本版スチュワードシップ・コード原則 2 関係

【原則 2：利益相反管理方針の策定及び公表】

全ての運用受託機関において、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、明確な方針が策定されていました。また、スチュワードシップ活動において利益相反が懸念されるものとして管理すべき事象を取引先等の類型に応じて整理し、部署の分離・情報遮断等の適切な管理を行った運用受託機関もありました。

4 日本版スチュワードシップ・コード原則 4 関係

【原則 4：エンゲージメント】

全ての運用受託機関において、債券に関連するエンゲージメント方針・プロセスが確立されていました。対話のプロセスとしては、クレジットアナリストなどが発行体の信用力やキャッシュフロー創出能力に影響を与える事象を特定し、当該事象について改善を求める形が挙げられました。中には、対話の中で負債の削減目標の進捗を確認し財務の健全化につなげるほか、資金使途の確認や、脱炭素関連の投資状況など発行体の事業環境に影響の大きい事項についての開示の要求等、債券投資家ならではの視点から、資産価値の保全を企図した行動もみられました。

エンゲージメントの事例

(A)	<p>【社債の早期償還に関する対話】</p> <p>株式非公開化に向けたTOB開始が発表された企業と、社債の早期償還実施について対話し、社債権者集会が開催され早期償還される予定となった。対話を通じて社債保有者の利益を守った。</p>
(B)	<p>【有利子負債削減に関する対話】</p> <p>国内化学セクター企業から発表された短期集中業績改善策について対話を行った。対話の中で25年3月期末の有利子負債残高目標の達成確度について確認し、有利子負債の削減余地は大きい旨の回答を得たため、目標の前倒しでの実現を求め、対話後有利子負債削減目標の上積みと内訳の開示が行われた。</p>

5 日本版スチュワードシップ・コード原則7 関係

【原則7：スチュワードシップ活動を適切に行うための実力の具備】

全ての運用受託機関が、債券部門又はスチュワードシップ活動の専門部署により、スチュワードシップ活動を行うための体制を確立していました。

9割超の運用受託機関は、ESGリサーチやエンゲージメントなどを集約した専門部署を設置しており、外部委託業者を使ったスチュワードシップ活動を行っている運用受託機関は少数でした。

8割程度の運用受託機関は、株式部門との協働に関して、中長期的な課題解決において利益相反のリスクは低いと考えており、両部門の協働や専門部署を通じた情報共有、対話への同時出席などの形で積極的な協働が行われていました。一方で、資本・財務政策やメガバンクとの関係などについては利益相反の可能性があることを踏まえ、投資判断は投資チームごとに独立して実施する、剰余金処分や財務健全性に関するガイドラインや方針を定めることで資産間の対立を防ぐ、といった対応を行う運用受託機関もありました。

債券におけるスチュワードシップ活動の効果を投資パフォーマンスにおいて単独で抽出することは困難ではあるものの、9割程度の運用受託機関は、対話を通じた投資先への理解が、投資判断における分析の強化やリスク管理に貢献するといった見解を示しています。債券に係るスチュワードシップ活動の質の向上が長期的なパフォーマンスの向上に寄与することを期待しています。

(1) ESG投資に対する基本的な考え方

地共連は、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あると考えます。

そのため、基本方針等において、「投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、組合員等の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、ESG（環境、社会、ガバナンス）を含めた非財務的要素を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を実施する」こととしています。

(2) 株式運用

委託運用プロダクトにおけるESG要素の考慮

地共連は、年次で実施している委託運用プロダクトの総合評価及び新規プロダクトの選考において、ESG要素の考慮状況を評価しています。不動産及びインフラストラクチャーの運用受託機関に対しては、GRESB¹⁴の評価取得を推奨し、その取組状況についても確認しています。

また、株式の運用受託機関のスチュワードシップ活動においても、エンゲージメント・議決権行使を行う際にサステナビリティを考慮した活動を行うことを要請しているほか、その取組状況についても確認しています。

株式運用におけるESGプロダクトへの投資

地共連は、平成21年度に国内株式アクティブ運用においてESGプロダクトへの投資を開始し、徐々に採用プロダクトや投資金額を増やしてきました。

令和2年度には国内株式パッシブ運用、令和4年度には外国株式アクティブ運用において、それぞれESGプロダクトへの投資を開始しました。地共連のESGプロダクトは、令和6年度末時点で国内株式の総額（時価）は計13,747億円（国内株式残高の約15.7%）、外国株式の総額（時価）は計1,568億円（外国株式残高の約1.8%）となっています。

¹⁴ GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) : 不動産・インフラストラクチャーを保有・運用する企業やファンドのESGに関する取組状況を評価する世界的な指標。ESGに関する体制・方針の整備状況などの「マネジメント」と、個別物件におけるエネルギー使用量や環境認証の取得状況などの「パフォーマンス」の2つの評価軸で評価を行い、格付が付与される。

(アクティブ運用)

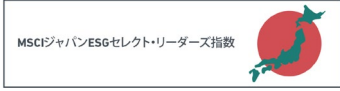

アクティブ運用のESGプロダクトについては、運用プロセスにおいてESG要素を十分に考慮しつつ、超過収益を獲得することを期待しています。

(パッシブ運用)

パッシブ運用のESGプロダクトについては、地共連がESGプロダクト(ESG指数)に投資を行うことで、ESG指数への注目を集め、幅広い企業が企業価値の向上を目指してESG課題の改善に向けた取組を行うことを促し、ひいては国内の株式市場全体の価値向上につながるような底上げ効果を期待しています。

ESG指数と連動した株式運用

パッシブ運用のESGプロダクトは、ESG指数に連動した運用を行っています。地共連で運用しているパッシブ運用プロダクトは、下記の指数に基づき運用されています。

	MSCI ジャパン ESGセレクト・リーダーズ 指数 	S&P/JPXカーボン・ エフィシエント指数 
考慮するESG要素	総合型	テーマ型
指数構築方法	選別型	ウェイト調整型
指数のコンセプト	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業収益の持続性に影響を与える様々なESGリスクへの耐性を持つことを企図し、ESG全般を考慮した総合型指数。 ・ MSCI社のESG格付けや不祥事スコアに着目して構成銘柄及びウェイトを決定する。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 環境情報の開示状況、炭素効率性(売上高当たり炭素排出量)の水準に着目して、構成銘柄のウェイトを決定する指数。 ・ 環境情報の開示を十分に行っている企業や炭素効率性の高い(売上高当たり炭素排出量が少ない)企業のウェイトを引き上げるなどのルールを採用することで、市場全体の環境に関する取り組み、情報開示を促し、株式市場の活性化を目指す。

令和2年度のESGプロダクト採用時には、指数の特色（考慮するESG要素、指数構築方法）が分散するように選定を行いました。地共連は、ESG投資の効果として、企業がESG対応を進めるインセンティブを高め、長期的な企業価値や投資収益の向上につなげることを期待しています。企業がESG対応を進めるためには、指数会社が当該指数の構成方法を詳細に開示することが望ましいと考えています。これにより、企業側のESG情報の開示が充実し、ESG評価の精度も向上していくものと考えます。地共連が採用するESG指数は、いずれも指数の構成方法を公開しています。

- 「MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ」指数の構成方法



- 「S&P/JPXカーボン・エフィシエント」指数の構成方法



(3) 債券運用

地共連は、令和元年度から、国内債券の自家運用においてESG要素を考慮した投資を行っているところであり、当面は地方公共団体や財投機関等が発行するESG債を中心に投資を行うこととしています。令和6年度末時点では、総額（簿価）は246億円（地方債88億円、財投機関債等158億円）となっています。

責任ある投資家として～ESG債の有効活用事例～

地共連が投資するESG債を財源とした活用事例を紹介します。

<活用事例①>

【治水、治山対策の推進（埼玉県）】

気候変動の影響により激甚化・頻発化する気象災害から県民の命や財産を守るため、河川整備計画に取り組んだもの

【河川整備の事例】 和田吉野川



<活用事例②>

【EVシャトルバスの整備（岡山県）】

空港周辺施設の脱炭素化推進計画に基づき、空港のシャトルバスとして県内初となるEVバスを導入し令和7年4月から運行を開始したもの

【EVシャトルバス整備の事例】 岡山桃太郎空港EVシャトルバス



(①②写真出典) グリーン共同発行団体連絡協議会「令和6年度グリーン共同発行市場公募地方債インパクトレポート」)

2 運用報告書による取組の公表

地共連は、地方公務員等共済組合法に基づき、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付けられていることから、地共連のスチュワードシップ活動について、運用報告書に記載しています。

3 他の公的年金等との連携

地共連は、スチュワードシップ活動の実効性を高め効率化を図るため、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必要に応じて開催するとともに、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の報告様式を共通化するなど、連携を図っています。

また、地共連は、GPIFなどの他の公的年金とスチュワードシップ活動の在り方などについても随時意見交換を行い、連携を図っています。そうした中で、令和7年度は、企業と投資家の建設的対話の促進に向けた活動の一環として、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」にも参加し、スチュワードシップ活動のあり方等について相互理解を深めました。

さらに令和7年度は、前年度に署名したPRIのネットワークも活用し、ESG投資に係る最新の動向等について、適切に把握するよう努めました。

Signatory of:



地共連は、受託者責任と社会的責任を両立すべく、引き続きステュワードシップ活動に積極的に取り組んでいきます。

(1) 運用受託機関に対する効果的なモニタリングの実施

運用受託機関のステュワードシップ活動が地共連の方針と整合的であることを確認するとともに、取組の「質」に重点を置いたモニタリングを実施します。

(2) 運用受託機関等との対話

持続的にステュワードシップ活動の実効性を向上させるという観点から、運用受託機関と地共連が重視する事項等について対話を行います。

(3) 地共連内部での知見の蓄積

モニタリングや運用受託機関との対話等を通じて、地共連としてもステュワードシップ活動に対する知見を蓄積し、評価・モニタリング手法の向上等を図ります。また、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」などの枠組みも活用し、運用受託機関や投資先企業との相互理解の促進を図ります。

(4) 非財務的要素を考慮した対話・投資の推進等

組合員等の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、ESGや社会・環境的效果（インパクト）を含めた非財務的要素を考慮した投資を推進することについて検討した上で、必要な取組を実施するとともに、運用受託機関のステュワードシップ活動のモニタリングにおいても、サステナビリティを考慮した活動を行っているかを確認します。

(5) コーポレートガバナンス原則等の改正

法令や社会情勢等の変化を考慮しながら「ステュワードシップ責任を果たすための方針」、「コーポレートガバナンス原則」、「ガイドライン（内株・外株）」及び「日本版ステュワードシップ・コードの受け入れ表明」を必要に応じて改正します。

(6) 他の公的年金等との連携

ステ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組を実施します。

また、令和6年度、新たに署名機関となったPRIのネットワークなども活用しながら、ESG投資に係る最新の動向等の把握、国内外のアセットオーナーや運用受託機関とのリレーション構築に努めます。

1 スチュワードシップ活動に関する方針等

各方針は地共連のホームページに掲載していますので、下記に記載のURLまたは二次元バーコードよりご確認ください。

(1) 資金運用全体に関する運用方針

> 資金運用関連情報 > 運用方針

(<https://www.chikyoren.or.jp/sikin/housin.html>)



- 厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針 (令和7年3月31日最終改正)
- 退職等年金給付調整積立金に関する基本方針 (令和7年3月31日最終改正)
- 経過的長期給付調整積立金に関する基本方針 (令和8年3月31日最終改正)
- 運用力強化の取組方針 (令和7年4月1日改正)
- アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明 (令和6年9月4日制定)

(2) スチュワードシップ活動に関する方針

> 資金運用関連情報 > スチュワードシップ活動

(<https://www.chikyoren.or.jp/sikin/governance/>)



- スチュワードシップ責任を果たすための方針 (令和7年3月31日制定)
- 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 (令和4年2月15日最終改正)
- 株主議決権行使ガイドライン (国内株式) (令和4年2月15日最終改正)
- 株主議決権行使ガイドライン (外国株式) (令和4年2月15日最終改正)
- 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明 (令和7年12月18日最終改正)

2 地共連におけるステewardシップ活動の経緯

時期	取組
平成14年	5月 特定包括信託契約に基づき議決権を行使するよう信託銀行に指示
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を行使するよう変更
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を行使するよう運用受託機関に指示
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
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
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
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22年	2月 国内株式についてESGプロダクト（アクティブ運用）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 ・ 表現を統一及び内容を明確化 「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い場合でも賛成できることとする

時期		取組
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26年	5月	「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明 「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）及び原則5の脚注（貸株に伴う議決権）に対応した記載を追加 国内株式のESGプロダクト（アクティブ運用）を追加
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 「スチュワードシップ活動の報告」の公表を開始
	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
	12月	国内株式のESGプロダクトに新規採用した（アクティブ運用）を追加
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
	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を行使するよう運用受託機関に指示
平成29年	11月	「日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）」の受け入れを表明
平成31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 ・取締役会の役割と機能の追加 ・求められる独立社外取締役の人数について追加 ・「諮問委員会の設置」という項目の新設 ・取締役会の多様性の具体例としてジェンダーや国際性を記載 ・監査役にふさわしい人材の具体例を記載 「株主議決権行使ガイドライン（国内株式・外国株式）」を改正 ・企業の状況に即した議決権行使について記載 ・議決権行使とエンゲージメントの一体的運用について記載 ・議決権行使のPDCAサイクルについて記載

時期		取組
令和元年	9月	国内債券の自家運用においてESG債への投資を開始
令和2年	3月	厚生年金保険事業の管理積立金に関する管理運用の方針等及び基本方針等を改正 ・財務的な要素に加えて、ESGを含めた非財務的要素を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を実施することを記載
	9月	「日本版スチュワードシップ・コード（再改訂版）」の受け入れを表明
	12月	国内株式のESGプロダクト（アクティブ運用、パッシブ運用）を追加
令和3年	6月	TCFDへの賛同を表明
令和4年	2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」及び「株主議決権行使ガイドライン（国内株式・外国株式）」を改正 「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」を廃止
	7月	外国株式についてESGプロダクト（アクティブ運用）の委託運用を開始
令和5年	4月	債券におけるスチュワードシップ活動のモニタリングを開始
令和6年	5月	PRI（責任投資原則）に署名
	9月	「運用力強化の取組方針」を公表 「アセットオーナー・プリンシプル」の受け入れを表明
	10月	経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブルに参加
令和7年	7月	PRI報告書を提出
	9月	経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブルに参加
	12月	「日本版スチュワードシップ・コード（第三次改訂版）」の受け入れを表明