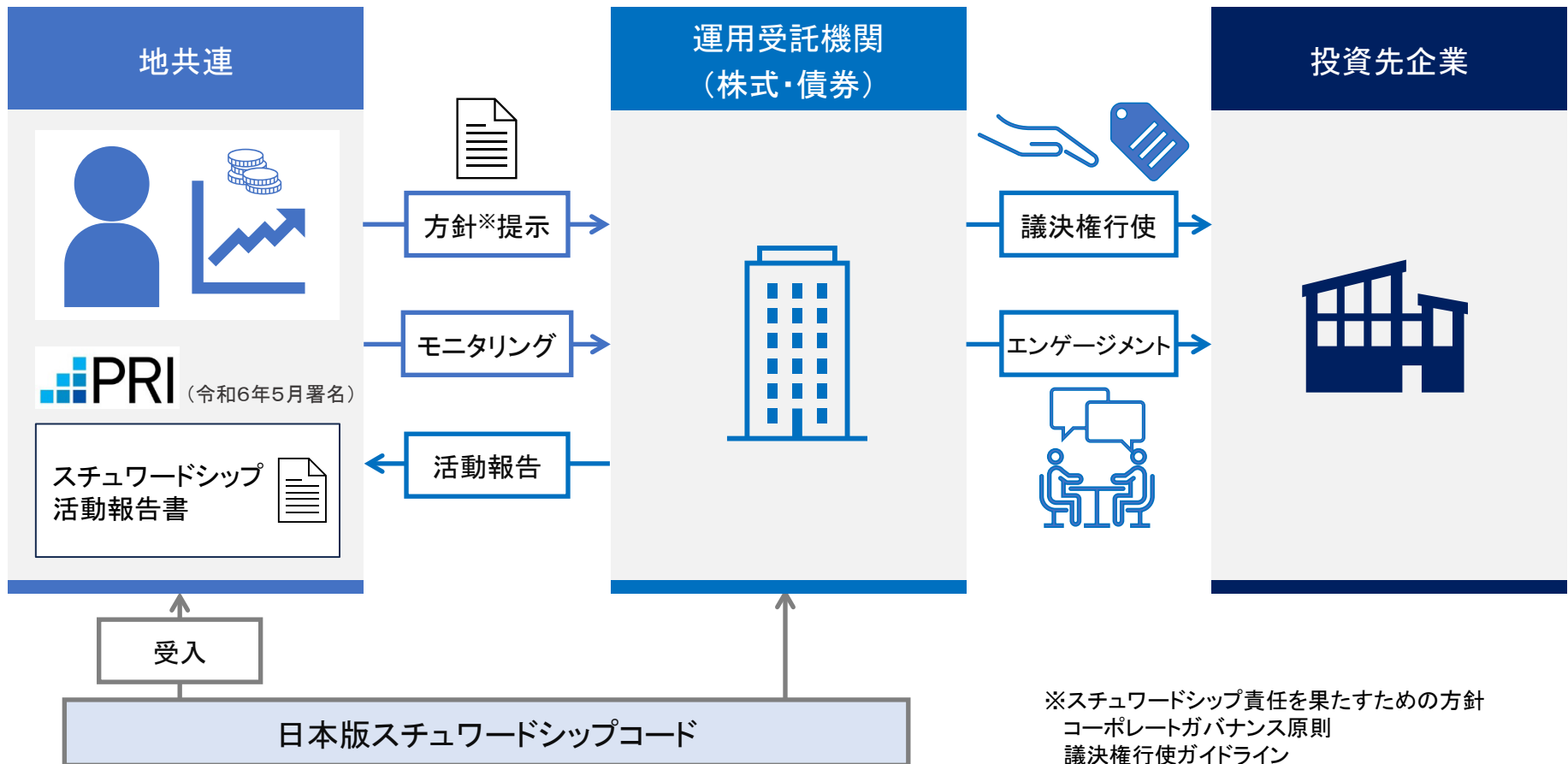


令和7年度 スチュワードシップ活動の報告 (要旨)

スチュワードシップ活動の概要

- スチュワードシップ活動とは、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、顧客・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。
- 地共連は、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、スチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいます。
- 地共連は、運用受託機関の取組状況のモニタリングを実施し、毎年度、スチュワードシップ活動報告書を公表しています。



運用受託機関に対するモニタリング

- 地共連は、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に沿ったものであるか確認するため、運用受託機関の活動状況をモニタリングしています。
- 毎年度、運用受託機関からステュワード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ています。
- モニタリングにおいては、ステュワードシップ活動の取組の「質」に重点を置いています。
- 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解及び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がなされ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います。

地共連がステュワード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〕	〔議決権行使関連〕
<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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

令和7年度の取組

- ・4月: 令和7年度のステュワードシップ活動の方向性を書面で説明。地共連がステュワードシップ活動において重視している事項等を周知。
- ・5月: 運用受託機関(株式)に対し、運用受託機関の令和6年度ステュワードシップ活動評価のフィードバックを実施。
- ・7月: 運用受託機関(株式・債券)に対し説明会を実施した上で、ステュワードシップ活動の状況の書面での報告を要請。
- ・10月: 運用受託機関(株式)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(株式・債券)のステュワードシップ活動評価を実施。
- ・1～2月: 運用受託機関(株式)に対し、運用受託機関の令和7年度ステュワードシップ活動評価のフィードバックを実施。

株式運用受託機関によるエンゲージメント活動実績

- 運用受託機関は、引き続き、投資先企業とのエンゲージメントを積極的に行いました。
- 国内株式のプロダクトにおいては、時価総額ベースで株式保有企業の9割超に対して対話を実施しました。
- 各運用受託機関は、エンゲージメントによって企業の行動変容を促していることを確認しました。

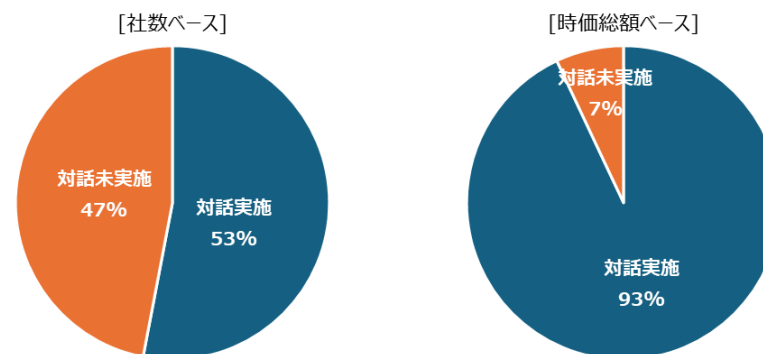
エンゲージメント活動実績

【プロダクトごとの対話実施社数及び件数(1プロダクトあたり)】

	国内株式	外国株式
アクティブ運用	62社 延べ317件	64社 延べ257件
パッシブ運用	484社 延べ2,560件	239社 延べ603件

※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。

【地共連の株式保有企業全体に対する対話実施割合(国内株式)】



※令和7年6月末時点における株式保有企業が対象(1,717社)

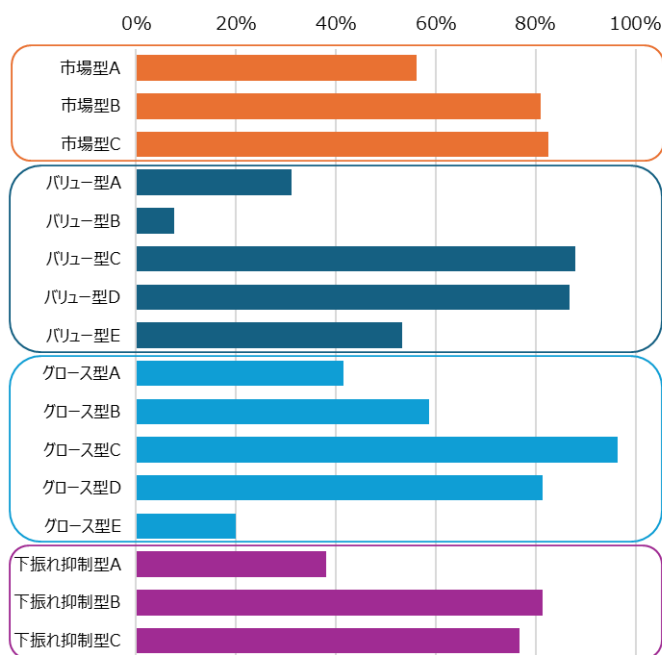
エンゲージメントの事例

対話先	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
対話内容	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。
結果	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。

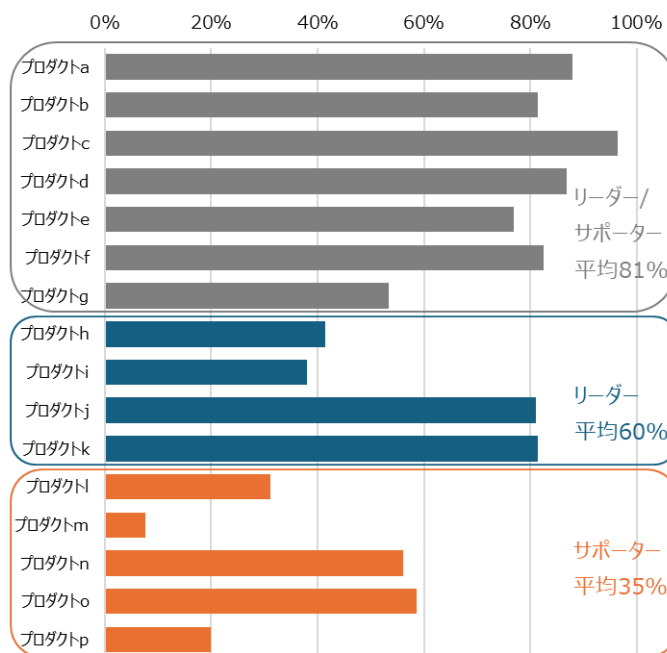
アクティブファンドのエンゲージメントに関する分析

- 国内株式アクティブ運用におけるプロダクトごとのエンゲージメント実施状況の違いについて分析を行いました。
- アクティブ運用の対話実施割合には、運用スタイルとの明確な関係性は見られませんでした。
- 一方で、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各運用受託機関の全社的な方針の影響が大きいと思われる結果が得られました。

運用スタイル別の対話実施割合



スチュワードシップ活動専門部署の役割別の対話実施割合



スチュワードシップ活動 専門部署の役割別に 対話実施割合を再集計

- ・ **リーダー**：専門部署がエンゲージメント機能を担う
- ・ **サポーター**：専門部署はESGリサーチや進捗管理をメインに行う
- ・ **リーダー/サポーター**：専門部署がいずれの役割も果たす

- 同一の運用スタイルの中でも、エンゲージメントの実施状況には、プロダクト毎に大きなばらつき
 - 背景として、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あるのではないか。

- 専門部署が「**リーダー**」として関わる場合、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
- 専門部署が「**サポーター**」として関わる場合、運用者が対象企業を、株式価値の維持・向上の観点から選定する傾向
 - 両部署(スチュワードシップ活動専門部署・運用者)の両方が関わる場合、対象企業のカバレッジが最も大きい

※運用スタイルは地共連独自の定義に基づく。
※両グラフともに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。

エンゲージメント活動量の実態調査

- 国内株式プロダクトにおけるエンゲージメントの活動量についての実態調査を行いました。
- TOPIXをベンチマークとするパッシブ運用では、対話実施企業数、エンゲージメントに要する総時間数とともに、アクティブ運用よりも高水準にありました。
- パッシブプロダクトの平均対話回数を分析したところ、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した。

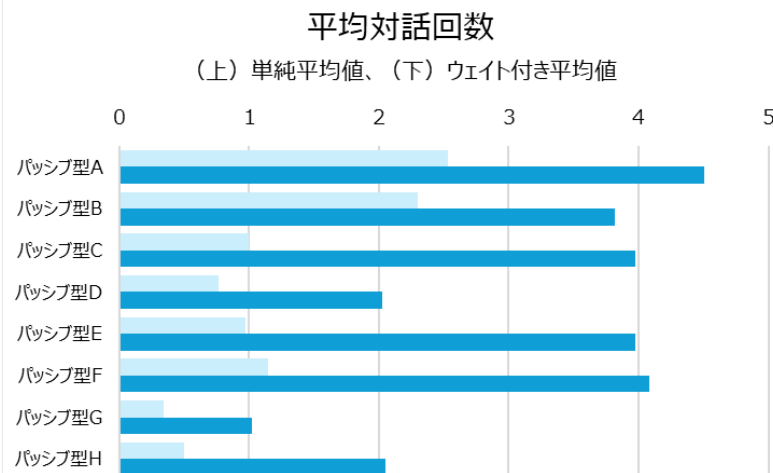
エンゲージメント効率化の取組事例(運用受託機関)

国内株式	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。
外国株式	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、余分なりサーチを省いている。

モニタリング効率化の取組事例(地共連)

- 運用受託機関への調査様式において、一般的な事項についてはスマート・フォーマット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し、質問項目が増えすぎないように工夫している。
- 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する。

パッシブ運用プロダクトにおける対話先の選定



※期末保有銘柄に対する対話回数の平均。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。
※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。

- プロダクトごとの、保有銘柄に対する対話回数は最大で16回、平均対話回数は単純平均値で0.5~2.5回
- 全てのパッシブ運用プロダクトにおいて、時価構成比率を考慮したウェイト付き平均値(下)は単純平均値(上)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る。

株式運用受託機関における取組状況： エンゲージメント事例

○今年度も、企業価値向上及び持続的成長を目的とする、質の高いエンゲージメントが実施されていることを確認できました。

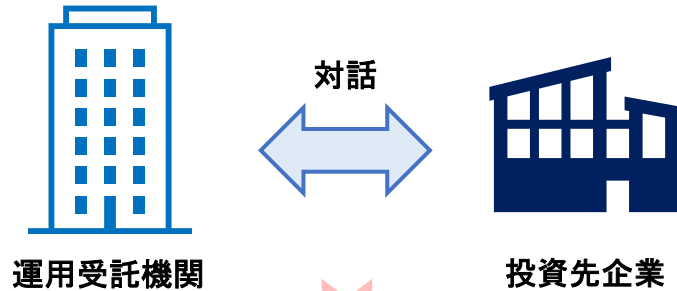
【環境(ESGのE)に関する対話】

投資先企業の懸念点

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)

対話内容

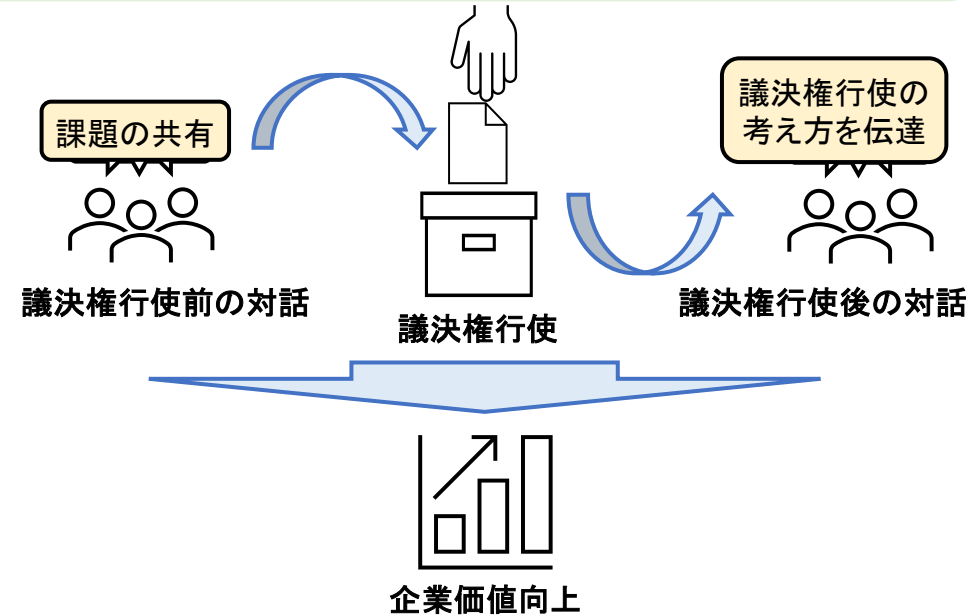
森林劣化リスクの評価と軽減策の強化、より包括的かつ透明性の高い生物多様性戦略の策定を要求



企業の変化

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

【議決権行使とエンゲージメントの一体的運用】



議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

対話先	CEOの交代に伴い報酬プランを変更した企業
対話内容・議決権行使	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るというネガティブな変更であったため、目標を再導入してほしいと伝え、当該報酬プランに反対票を投じた。
結果	その後、新しいCFOの採用に際して、会社は方針を転換し、同CFO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

株式運用受託機関における取組状況： 株主議決権行使

○地共連は、コーポレートガバナンス原則、ガイドライン(内株・外株)等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。令和7年度のモニタリングでは、前年度に引き続き全ての運用受託機関において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ることを確認しました。

○地共連は、運用受託機関に議決権行使ガイドラインを示す一方で、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。

議決権行使結果(国内株式)

【議決権行使状況(厚年)】

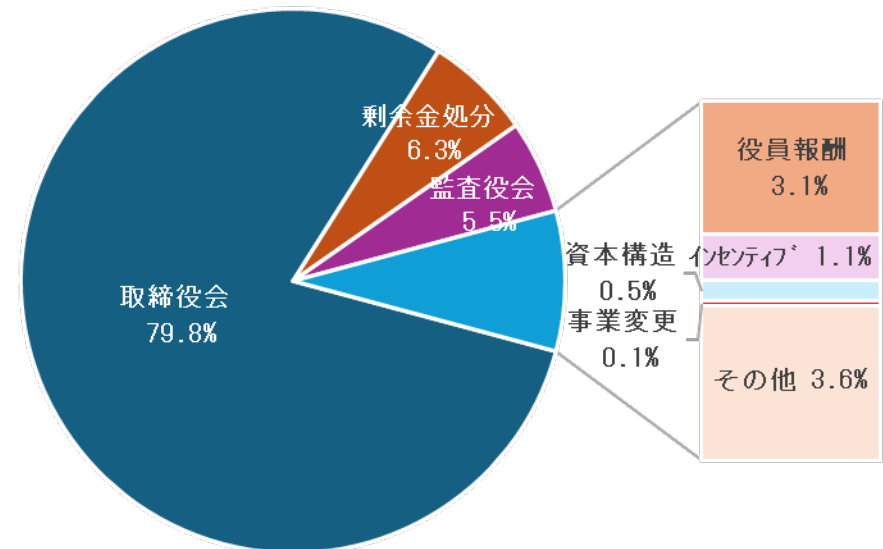
※令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案が対象

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

【議案内容別構成比(厚年)】

※令和6年7月～令和7年6月開催の株主総会上程議案が対象



株式運用受託機関における取組状況： 近年の注目テーマに対する取組

○令和7年度のモニタリングでは、①取締役会の実効性、②人的資本、③気候変動、④自然資本の4つを注目テーマとして、運用受託機関の考え方や取組状況を確認しました。

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。

モニタリングの中で、多くの運用受託機関が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ることを確認しました。人的資本に係る取組としては、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。

人的資本に係るエンゲージメントの事例

対話先	従業員エンゲージメント(組織貢献への意欲度等)に課題がある企業
対話内容	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、社内で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、従業員エンゲージメントサーベイの導入の必要性を伝達した。
結果	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。

人的資本の潮流

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」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。

有価証券報告書

- 第4【提出会社の状況】
 - ▶従業員の状況
 - ：～～～
 - ：～～～

新規開示項目（※）

- ・企業戦略と関連付けた人材戦略及びそれを踏まえた従業員給与等の決定方針
- ・従業員の平均給与の対前年比増減率

※「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」(案)等に対するパブリックコメントの実施について(金融庁)

<https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20251126/20251126.html>から引用

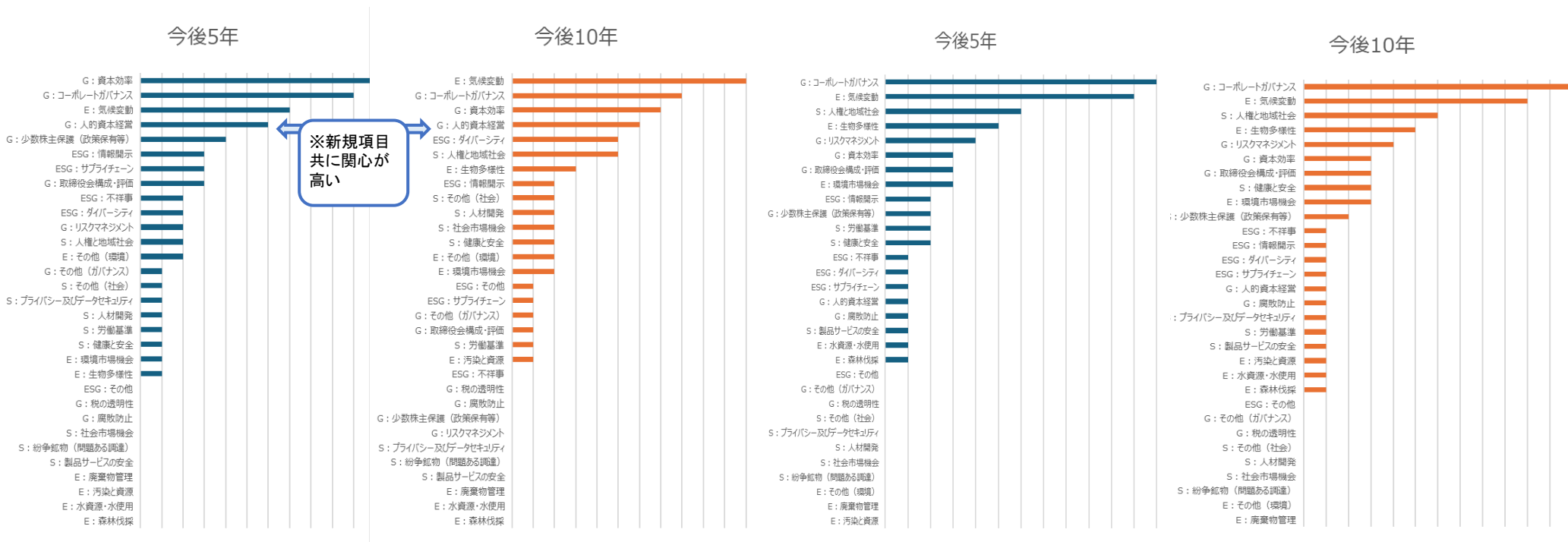
株式運用受託機関における取組状況： 投資パフォーマンスにおける重要なESG要素／テーマ

○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：前年度の傾向と大きな変化はなく、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、東証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おります。
- 外国株式：前年度と同様投資期間による重要テーマの差はほぼなく、重要テーマとして、気候変動、コーポレートガバナンス、人権と地域社会、生物多様性が多く挙げられていました。

[国内株式]

[外国株式]



※令和7年6月末時点における株式保有企業が対象

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

債券運用受託機関における取組状況

○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。令和5年度から新たに債券の運用を委託している運用受託機関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。

債券におけるスチュワードシップ活動の目的

債券におけるスチュワードシップ活動の目的・意義としては運用受託機関から以下のようなものが挙げられました。

- ・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
- ・サステナビリティ投資への資本配分拡大の機会を増やすための、気候変動関連の指標や情報開示の強化等についての国や自治体との対話
- ・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による市場全体の底上げ

スチュワードシップ活動の方針・プロセス

令和7年度のモニタリングでは、前年度に引き続き全ての運用受託機関に対して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ことを確認しました。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任部署により、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ることを確認しました。

また、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・プロセスを確立していることを確認しました。

エンゲージメントの事例

【社債の早期償還に関する対話】

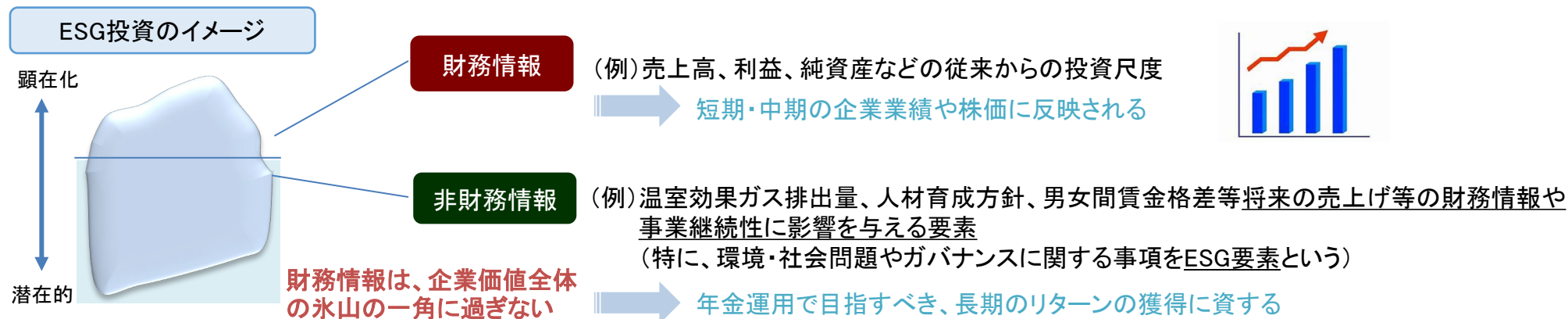
株式非公開化に向けたTOB開始が発表された企業と、社債の早期償還実施について対話し、社債権者集会が開催され早期償還される予定となった。対話を通じて社債保有者の利益を守った。

【有利子負債削減に関する対話】

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。

ESG投資

○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ており、ESGプロダクトの採用をはじめとする各種取組を推進しています。



ESGプロダクトへの投資

国内株式

平成21年度からESGプロダクトの投資を開始。
 令和6年度末の残高: 約1兆3,747億円 (国内株式残高の約15.7%)

外国株式

令和4年7月からESGプロダクトの投資を開始
 令和6年度末の残高: 約1,568億円 (外国株式残高の約1.8%)

※上記のほか、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要素の考慮の状況进行评估。また、株式の運用受託機関のステ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(ESG要素を含む 中長期的な持続可能性)を考慮した活動を行うことを要請しているほか、その取組み状況について確認。

ESG債

令和元年度から自家運用において、地方自治体や財投機関等が発行するESG債への投資を開始。
 令和6年度末の残高:246億円(地方債 88億円、財投機関債等 158億円)※簿価



ESG債は国内の環境保全や再生可能エネルギーの普及など、地域社会における課題の解決に貢献しています。

ESG債の活用事例① (ESGのE)

【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



ESG債の活用事例② (ESGのE)

【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」)