

## スチュワードシップ活動状況の概要

独立行政法人勤労者退職金共済機構(以下「機構」という。)は、金融庁より公表された「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》(以下「コード」という。)の趣旨に賛同し、これを受け入れることを平成26年8月に表明しました。また、平成29年11月30日、令和2年9月23日には、それぞれ平成29年5月29日、令和2年3月24日に改訂された本コードの趣旨に賛同し、各原則に基づく方針を一部改訂しました。

機構は、株式運用のすべてを委託していることから、運用受託機関の活動を通じてスチュワードシップ責任を果たすよう努め、運用受託機関に対しては、各機関が実施しているスチュワードシップ活動の状況(エンゲージメントおよび議決権行使)について報告と説明を求めることとしております。

令和2年における当機構のスチュワードシップ活動の特徴点と、令和元年7月から令和2年6月の期間における運用受託機関の活動の概要は、以下のとおりです。

### 1. 令和2年における当機構スチュワードシップ活動の特徴点

当機構では、平成29年11月の改訂版コード受入を踏まえ、公的機関のアセットオーナーとして、平成30年からスチュワードシップ活動への本格的な取り組みを開始しました。

令和2年は、3巡目の実施となります。

具体的な活動内容としては、再改訂版コードの原則1の指針1-3※を踏まえ、前年に引き続き運用機関とのエンゲージメントとして、大手運用機関トップとの面談および運用受託機関によるスチュワードシップ活動報告会を実施いたしました。概要は下記のとおりです。

※「アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。  
(以下略)」

#### (1) 大手運用機関トップとの面談

機構理事長が、生命保険会社、信託銀行、銀行持株会社といった国内主要運用機関のトップマネジメントとの面談を行いました。昨年度に引き続き、約2年間に亘って取り組んできた中退共・清退共・林退共共同運用資産のアクティブ運用受託機関の見直し等の経験や、コード再改訂に対する当機構の考えを背景に、運用機関ビジネスの将来展望や、エンゲージメントにおける人的資源の質・量両面での不足、コロナ禍も踏まえた投資におけるESG要素の考慮の展望※等について意見を交換しました(令和2年10月～令和3年1月実施)。

当機構からは、以下の3点について説明を行いました。

- ① 今後、本邦金融市場がより発展していくためにも、資産運用分野には是非思い切った資源投入をお願いしたいこと、
- ② スチュワードシップ活動のうち、エンゲージメントは広く実施されるようになったが、企業の中長期的サステナビリティに繋がる経営そのものに切り込んだエンゲージメントを実施できる人材は少ない。質的にも量的にも人材の養成が急務である。そうしたエンゲージメントには、資産運用畑の人材よりも、資産運用畑以外の分野、例えば債務管理分野や主幹事証券業務のような分野で経営トップと企業経営について議論した経験のある人材の方が、適合性があるのではないかと。

また、議決権行使については、取締役会の構成等の案件では、徐々に実質的な行使が行われるようになってきているが、もう一段の活用方法として、親子上場も含めて企業内の揉め事が散見されるが、議決権行使やエンゲージメントを通じて、泥沼化することを防ぐことは出来ないか、と考えていること、

- ③ 投資におけるESG要素の考慮においては、コロナ禍を契機にリモートワーク等働き方改革が加速しているが、この結果、今後、日本では相対的に取組みが遅れて来た社会(S)要素の注目度、重要性が増すものとする。即ち、コロナ禍を機に、どのように顧客や従業員等を守りながらしかるべき企業活動を行っていくかが評価の対象にもなっており、またリモートワークが通勤時間の節約等から労働生産性を高めることも期待される。更に、勤務地に関する制約の緩和は、人材の流動化を促し、衰退分野から成長分野への資源再配分の起爆剤にもなり得ると考えていること。

こうした問題意識については、基本的に面談先と共有されました。また、殆どの先が、資産運用分野を戦略的分野と位置付け、今後の積極的な資源投入を企図していました。

なお、今後も定期的に面談を行うことについて合意が得られました。

※当機構の投資におけるESG要素の考慮に関する現在のスタンスは、以下の通り。

当機構では、ESG投資の重要性は認識しつつ、その実施方法については、特定の企業やファンドへのインベストメントやダイベストメントの収益性に関する評価が定まらない中、フィデューシャリーデューティの観点から、当面は、エンゲージメントを通じた意見の交換・表明の形で実施することとしている。この場合、エンゲージメントは、公的機関のアセットオーナーとして、運用受託機関との間で実施する。なお、こうした実施方針については、ESG投資に関する研究の動向や、共済契約者/被共済者等ステークホルダーの意向を踏まえ、適宜見直しを行う。

## (2) 運用受託機関毎のステュワードシップ活動報告会開催

合同運用資産(中退共、清退共、林退共)における国内株式および外国株式の運用受託機関11社について、ステュワードシップ活動をテーマとした年度活動報告会を開催しました(新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、リモート形式で開催)。また、建退共においても、日本版ステュワードシップコード再改訂の趣旨も踏まえ、今年度から年度活動報告会を開始致しました(2社:従来は定期報告の中で聴取)。開催に際しては、情報共有と事務合理化の観点から合同運用資産と建退共の共通する運用受託機関(4社)については共催としました。この結果、機構全体としての年度活動報告会での報告社数は、13社となりました。

今年度は、再改訂版コードの受入を踏まえ各運用受託機関のステュワードシップ活動に係るガバナンス(基本方針や資源配分の決定体制等)の確認を行ったほか、サステナビリティに関する課題を自らの運用戦略の中でどう考慮するのか、その方針と具体的活動、株式以外の資産についてのステュワードシップ活動の方向性等について確認し、意見交換等を行いました(令和2年11月実施)。

ステュワードシップ活動に関する意見交換では、再改訂版コードに関する当機構の解釈や、公的機関のアセットオーナーとして引き続き、ステュワードシップ活動に積極的に取り組む意向であること、コロナ禍の影響も踏まえ、投資におけるESG要素のうち社会(S)に注目していること、等を伝えました。

この他、今回の報告会を通じて機構が把握した、運用受託機関におけるステュワードシップ活動の現状と注目点の概要は下記のとおりです。

### ① 概観

- ・コード再改訂への対応については、何れの運用受託機関もコード再改訂を受け入れ済でした。再改訂において可能性が示唆された、国内株式以外へのステュワードシップ活動の適用については、開始したり、既に適用している先については拡充する動きが少なからず見られました。

エンゲージメントにおいては、ESG要素中でガバナンス(G)に比べて取組みが遅れが見られた環境(E)や

社会(S)に関する話題が増加傾向にあることが窺われました。また、グローバルなイニシアチブへの参加も増加しており、より中長期の目線で取り組む姿勢が見られました。なお、ESGの観点からのダイベストメントについては、クラスター爆弾製造等の国際条約違反がある場合など、極めて限定的なケースに限られ、問題がある場合は議決権行使とエンゲージメントを通じて改善を働き掛けることが基本となっていました。

コロナ禍の影響については、一部にコロナ禍による業績悪化に配慮した議決権行使基準の一律緩和(ROE基準、剰余金基準等)を行った先がみられましたが、多くの先は個別判断としていました。エンゲージメントについては、殆どの先が対面から実施形式をWeb会議やビデオ会議へ変更していましたが、件数に影響はなく、むしろ増えたとした先もみられました。一方、エンゲージメントの内容において、コロナ禍関連の話題が多くなったとの声が多く聞かれました。

## ② 実施体制

- 一部のブティック型の小規模な運用機関を除き、殆どの先が専担部署を設置しています。引き続き、体制強化や人員を増強する方針を表明する先も少なくありませんでした。
- 報告先13社中、10社が専担部署の活動内容をモニタリングする機関を設置していました。そのうち6社は、モニタリング部署を取締役会や企業グループの経営会議に直結させていました。この間、少数ながら、活動の内容が、株主議決権行使やエンゲージメントに携わってきた専担者に任されている先もみられました。また、専担部署が直接、経営会議に報告している先もありました。
- 役員の関与については、専担部署ないしそのモニタリング部署から取締役会ないし経営会議が報告を受ける形が多くみられました。議決権行使の最終権限者等直接的に担当役員が関与する先はなお限定的でした。ただ、重要案件については、殆どの先が役員の参加する委員会や会議体での審議対象としていました。

## ③ 利益相反の管理体制

- 利益相反の管理については、スチュワードシップ担当部署と営業担当部署間の人事異動や接触の制限のほか、議決権行使に関する内部監査部署による点検を制度化している先が多くみられました。

また、利益相反問題が生じ得る関係会社における議決権行使については、外部の議決権行使助言機関の利用が一般的となっていました。ただし、利用方法については、そのまま適用する先と、飽くまでも最終的には自社判断とする先に分かれました。また、ごく一部ながら、関連会社の株式については議決権を行使しない、という先もみられました。

## ④ 議決権行使

- 議決権行使のガイドラインについて、多くの先で取締役会におけるガバナンス強化を求めた行使基準改訂の動きが見られました(独立社外取締役比率“1/3以上”の要求対象企業拡大等)。また、国別にまとめられている議決権行使基準について、相対的に基準が厳しい欧米に鞘寄せする意向を示す先もありました。
- 外国株式においては、行使対象国を拡大し全銘柄について全議案精査する方針に切り換えた先の議案数が倍増する等、スチュワードシップ活動の範囲を拡大・強化する動きがみられました。
- 国内株式、外国株式を問わず、全ての先が外部の議決権行使判断支援サービスを利用していましたが、行使結果は、必ずしも助言会社の助言内容に沿うものではありませんでした。また、多くの先が行使基準についてコロナ禍の影響を考慮していましたが、機械的な一律の対応で無く、企業毎に対応した先が多く見られました。

## ⑤ エンゲージメント

- エンゲージメントについては、何れの先も引き続き強化の方向性を打ち出していました。エンゲージメント内容については、中長期の課題への取り組みが多く見られ、ESG要素中では環境(E)や社会(S)がさらに増えました。
- 実施体制については、多くの先が、株式運用担当部署のアナリストと、スチュワードシップ担当部署の専担者

によって取り組む体制を採っていました。アクティブ運用の投資対象企業についてはアナリスト単独または専担者との共同で取り組み、パッシブ運用やクオンツ運用投資対象企業、およびトップダウンのエンゲージメントテーマに沿った企業については専担者が取り組む、といった役割分担をする先が多いようです。

- 取り上げられるテーマとしては、ガバナンス(G)が先行していましたが、環境(E)が重みを増し、社会(S)についてもコロナ禍を受けて増加傾向が見えました。また、ガバナンス(G)においても、情報開示やダイバーシティ等のROE向上以外のテーマが多く見られました。
- エンゲージメントの内容については、運用受託機関の間で差異があり、解決すべき問題に関する認識の共有、までは共通していますが、その後の展開については、積極的に問題解決のための施策を提案する先と、企業側が提示する施策案のヒアリングに止まる先がみられ、現状では後者が過半を占めました。
- エンゲージメントの成果については、複数の先が、問題点に関する認識の共有状況や、改善施策の策定・実施状況、事態の改善状況等に応じたランク付けを行って管理していました。これらの先からは、継続的な取り組みが、中期的に成果に繋がっているとの見方が示されました。
- 集团的エンゲージメントについては、個別企業への影響力強化を目的とするケースは少なく、世界的に改善が求められている共通テーマへの働きかけに参画するケース(Climate Action 100+ など)が殆どでした。

なお、利用している先からは、先方に問題意識を持たせることには有効ながら、具体策の議論にはむしろ単独エンゲージメントの方が向いている、との声も聞かれました。

- 株式以外の資産におけるスチュワードシップ活動については、オルタナティブを含むすべての先を対象とする先から、国内債券のみを対象として対応を検討している先まで、現時点での進捗には差異がみられますが、総じて対象拡大の動きが見られました。

株式とそれ以外の債券等では、エンゲージメントで示す改善の方向性が異なることがあり得ますが、ほとんどの先が、財務指標の評価などで方向性が異なることはあるものの、食い違いの生じない中長期的な共通課題を対象としてエンゲージメントを行っているとのことでした。また、株式と債券等を同時に保有する企業に対するエンゲージメントについては、資産毎に個別に行う先と社として統一する先に分かれました。

## 2. 運用受託機関が投資先企業に対して実施したエンゲージメントの状況

機構が運用受託機関から報告を受けたエンゲージメントの事案には、次のような例がありました。

	テーマ	対話	具体的内容	成果
事例1 (国内)	ROE低迷 ガバナンス	認識共有 施策提言	余剰金融資産と縦割り組織が背景にあるとして、ROEを含む目標値の公表とガバナンス改善を提言。	企業がROEの目標値を公表、指名・報酬委員会の設置、社外取締役1/3について検討中。
事例2 (国内)	ガバナンス	認識共有 施策提言	取締役会の多様性向上のため、女性取締役の登用について提言。	企業がダイバーシティ専任組織を設置。
事例3 (国内)	環境問題	認識共有 現状確認	業界対比でCO2排出量の多い石炭の使用比率が高く、評価にもリスクプレミアムが反映されていると指摘、CO2削減に向けた具体的な取り組みについて対話。	企業の進める代替策や設備転換等について進捗を確認。

事例4 (外国)	社会問題サブ ライチェーン	認識共有 現状確認	コロナ禍の前線にある小売チ ェーン大手とコロナ対策につ いて対話。	企業の臨時賞与の前払いや リスクの高い業務担当者への 支援策等について確認。持 続可能なサプライチェーン構 築に向けた対策を実施。
-------------	------------------	--------------	---	---

### 3. 議決権行使の状況

機構は運用受託機関から株主義決権行使の状況について報告と説明を受けました。

- 個別議案毎の行使結果公表については、国内株式運用受託機関全社が実施済みの旨、確認しました。
- 一部の外国株式運用受託機関では、外国株式の行使結果を公表する方針であることを確認しました。

議案種類別の行使結果は、国内株式については別紙 1、外国株式については別紙 2 の通りです。

- 国内株式、外国株式ともに、対象企業数(延べ数)は前年度と比べて増加しました。(国内株式 5,912社→6,953社、外国株式 2,782社→3,281社)。
- 国内株式では、ガバナンス上の問題で話題になった企業について、議決権行使結果と、その理由について説明を受けました。
  - ✓ ガバナンス関連では、コロナ禍による業績への影響の勘案について、有力議決権行使助言会社が評価基準を一律緩和しましたが、殆どの運用受託機関では、一律の適用はせず、個別企業毎に対応を検討していました。また、社外取締役選任についての株主提案についても、企業毎に賛否が異なっており、多くの運用受託機関が、それぞれの企業の状況や提案内容の背景等を多角的に調査したうえで各社の基準に沿って判断したことが確認されました。

以上

## 令和元年度株主議決権の行使状況(国内株式)

## (1)運用受託機関の対応状況

全ての運用受託機関(18ファンド、解約ファンドを含む)で議決権を行使している。

## (2)対象企業数および議案の総数

対象企業数(延べ)は6,953社、議案の総数は76,499議案である。

## (3)議案別行使状況

議案	総計	会社提案						株主提案						
		計	賛成	反対	棄権	反対比率	参考:前年度 反対比率	計	賛成	反対	棄権	賛成比率	参考:前年度 賛成比率	
会社機関に関する議案 (※)	取締役の選任・解任	57,957	57,679	49,823	7,856	0	13.6%	14.7%	278	66	212	0	23.7%	22.1%
	うち社外取締役	20,238	20,120	17,198	2,922	0	14.5%	17.3%	118	37	81	0	31.4%	25.5%
	監査役の選任・解任	8,014	7,996	7,043	953	0	11.9%	14.4%	18	8	10	0	44.4%	0.0%
	うち社外監査役	5,394	5,378	4,443	935	0	17.4%	21.2%	16	8	8	0	50.0%	0.0%
	会計監査人の選任	166	166	166	0	0	0.0%	0.9%	0	0	0	0	-	-
役員報酬等に関する議案	役員報酬	1,840	1,823	1,722	101	0	5.5%	8.0%	17	1	16	0	5.9%	12.5%
	役員賞与の支給	512	512	417	95	0	18.6%	25.8%	0	0	0	0	-	-
	退任役員の退職慰労金の贈呈	355	355	23	332	0	93.5%	89.9%	0	0	0	0	-	-
	ストックオプション	286	285	227	58	0	20.4%	15.9%	1	0	1	0	0.0%	-
資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)	剰余金の処分	4,833	4,809	4,750	58	1	1.2%	5.0%	24	5	19	0	20.8%	9.5%
	自己株式取得	27	3	3	0	0	0.0%	-	24	4	20	0	16.7%	0.0%
	合併、営業譲渡・譲受、会社分割等	158	158	158	0	0	0.0%	0.5%	0	0	0	0	-	-
定款変更に関する議案	2,038	1,425	1,395	30	0	2.1%	1.6%	613	50	563	0	8.2%	6.1%	
買収防衛策に関する議案	268	263	22	241	0	91.6%	76.8%	5	5	0	0	100.0%	100.0%	
その他の議案	45	40	29	11	0	27.5%	8.3%	5	0	5	0	0.0%	-	
合計	76,499	75,514	65,778	9,735	1	12.9%	14.3%	985	139	846	0	14.1%	11.2%	

※取締役・監査役・会計監査人の選任については、1候補者につき1議案としている。

※反対比率・賛成比率は、各議案数に占める割合。

## (4)行使概要

・本年度の行使状況の前年度との比較においては、当該期間に運用受託機関を大幅に入れ替えたことを勘案する必要がある。

・行使対象議案数76,499議案のうち、会社提案議案は75,514議案であった。行使結果は、賛成65,778議案、反対9,735議案(反対比率12.9%)、棄権1議案であった。会社提案議案に対する反対比率は、やや低下した。

・議案の内容別にみると、“退任役員の退職慰労金の贈呈”、“買収防衛策”について、多くの運用機関がガバナンスの問題や企業価値確保の観点から厳格な基準を採用していることから、反対比率が高い。なお、コロナ禍の影響を勘案した動きとしては、一部の運用機関で、“取締役選任・解任”、“監査役選任・解任”、“役員賞与の支給”等における業績基準の柔軟な対応が見られた。

・株主提案議案数は985議案で、全体の1.3%であった。うち、賛成139議案(賛成比率14.1%)、反対846議案であった。株主提案議案に対する賛成比率は、前年度より小幅上昇した。

## 令和元年度株主議決権の行使状況(外国株式)

## (1)運用受託機関の対応状況

全ての運用受託機関(14ファンド、解約ファンドを含む)で議決権を行使している。

## (2)対象企業数および議案の総数

対象企業数(延べ)は3,281社、議案の総数は42,965議案である。

## (3)議案別行使状況

議案	総計	会社提案							株主提案					
		計	賛成	反対	棄権	反対比率	参考:前年度 反対比率	計	賛成	反対	棄権	賛成比率	参考:前年度 賛成比率	
会社機関に関する提案 (※)	取締役の選任・解任	27,978	27,915	26,415	1,432	68	5.1%	4.1%	63	36	27	0	57.1%	61.1%
	監査役の選任・解任	80	73	56	16	1	21.9%	1.3%	7	4	3	0	57.1%	60.0%
	会計監査人の選任	3,060	3,055	3,032	20	3	0.7%	0.0%	5	3	2	0	60.0%	-
役員報酬等に関する議案	役員報酬	4,006	3,896	3,391	495	10	12.7%	11.3%	110	60	50	0	54.5%	48.5%
	役員賞与の支給	23	19	14	5	0	26.3%	0.0%	4	4	0	0	100.0%	100.0%
	退任役員の退職慰労金の贈呈	16	13	11	2	0	15.4%	26.4%	3	3	0	0	100.0%	100.0%
	ストックオプション	720	717	635	82	0	11.4%	9.4%	3	2	1	0	66.7%	50.0%
資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)	剰余金の処分	581	581	546	24	11	4.1%	0.0%	0	0	0	0	-	-
	自己株式取得	472	469	443	23	3	4.9%	4.9%	3	1	2	0	33.3%	75.0%
	合併、営業譲渡・譲受、会社分割等	695	691	603	86	2	12.4%	3.8%	4	4	0	0	100.0%	100.0%
定款変更に関する議案	851	531	497	33	1	6.2%	5.2%	320	148	172	0	46.3%	64.1%	
買収防衛策に関する議案	79	68	59	9	0	13.2%	2.1%	11	10	1	0	90.9%	57.1%	
その他の議案	4,404	2,661	2,411	215	35	8.1%	4.1%	1,743	1,009	733	1	57.9%	60.9%	
合計	42,965	40,689	38,113	2,442	134	6.0%	4.5%	2,276	1,284	991	1	56.4%	60.1%	

※取締役・監査役・会計監査人の選任については、1候補者につき1議案としている。

※反対比率は、各議案の総計に占める割合。

## (4)行使概要

- ・本年度の行使状況の前年度との比較においては、当該期間に運用受託機関を大幅に入れ替えたことを勘案する必要がある。
- ・行使対象議案数42,965議案のうち、会社提案議案は40,689議案であった。行使結果は、賛成38,113議案、反対2,442議案(反対比率6.0%)、棄権134議案(棄権比率0.3%)であった。会社提案議案に対する反対比率は、前年度より小幅上昇した。
- ・議案の内容別に見ると、“退職役員の退職慰労金の贈呈”以外の議案の反対比率は前年度より上昇した。
- ・株主提案議案数は2,276議案で、全体の5.3%であった。うち、賛成1,284議案(賛成比率56.4%)、反対991議案、棄権1議案であった。株主提案議案に対する賛成比率は、前年度より低下した。