


令和7年度
スチュワードシップ活動の報告

 警察共済組合

目次

1	警察共済組合のスチュワードシップ活動概要	.....	2
2	令和7年度のスチュワードシップ活動について	.....	3
3	株式運用受託機関の取組状況	.....	4
4	債券運用受託機関の取組状況	.....	23
5	今後の取組	.....	25



1 警察共済組合のステュワードシップ活動概要

警察共済組合(以下「組合」といいます。)は、「組合員等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、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)の考慮に基づくエンゲージメント、議決権行使、ESG投資などの実効的なステュワードシップ活動に積極的に取り組む必要があると考えています。

また、組合は、運用受託機関(組合が資産の運用を委託する機関をいいます。)を通じて個別企業の株式等に投資する形態をとっており、ステ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、効果的にステュワードシップ責任を果たしていくことができると考えています。

- ステュワードシップ活動に関する方針の策定

平成26年5月に日本版ステュワードシップ・コードの受入れを表明し、その後2度の改訂についても受入れを表明しています。同コードの受入れに伴って、平成26年8月には「警察共済組合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」といいます。)及び「警察共済組合株主議決権行使ガイドライン」(以下「議決権行使ガイドライン」といいます。)を策定し、公表するとともに、運用受託機関に対し、これらの方針に基づきステュワードシップ活動を行うよう求めています。加えて、令和7年3月には「ステュワードシップ責任を果たすための方針」(以下、責任方針)を策定しています。

(<https://www.keikyo.jp/about/723.html>)

- ステュワードシップ活動対象資産の範囲拡大

令和2年3月の日本版ステュワードシップ・コード改訂内容を踏まえ、組合は令和2年9月にステュワードシップ・コード受入れ表明を改正し、「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。

組合では、既に、外国株式に係るステュワードシップ活動について、平成30年度からモニタリングの対象としていましたが、これに加えて令和6年度から債券に係るステュワードシップ活動について、モニタリングを開始しました。

- イニシアティブ等への参画

令和4年3月にTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への賛同を表明。令和6年6月に責任投資原則(PRI)へ署名しました。



2 令和7年度のステュワードシップ活動について

- 組合は、令和7年度のステュワードシップ活動として、運用受託機関におけるステュワードシップ活動を把握するため、運用受託機関に対して、エンゲージメントや株主議決権行使の状況等に関する調査及びヒアリングを行うとともに、課題や問題点などについての意見交換を実施しました。
- 組合は、各運用受託機関へのモニタリングを通して、組合のステュワードシップ・コードの受入れ方針及び各種方針を踏まえ、各運用受託機関がステ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。
- 令和7年度における主な取組内容は、以下のとおりです。

項目	実施時期	主な内容	備考(対象等)
ステュワードシップ活動の報告	令和7年3月	組合のステュワードシップ活動について	組合ホームページに掲載
運用報告書での報告	令和7年7月	組合のステュワードシップ活動について (要約)	組合ホームページに掲載
ステュワードシップ活動の実施状況調査	令和7年7月～10月	各運用受託機関に対し、調査票による調査とヒアリングを行い、責任方針において重視している以下の事項を中心にステュワードシップ活動への取組状況を確認。 1. 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 2. 議決権行使関連 (1) 組合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	対象： 運用受託機関 国内株式 11社 外国株式 12社 国内債券 5社 外国債券 6社
内外株式運用受託機関へのヒアリング			
内外株式運用受託機関へのフィードバック	令和8年2月	ステュワードシップ活動の実施状況に関する調査およびヒアリングを受けてフィードバックを実施	対象： 運用受託機関 国内株式 3社 外国株式 4社



3 株式運用受託機関の取組状況

- 日本版スチュワードシップコード原則に沿った取組状況について

【原則1:スチュワードシップ活動方針の策定及び公表】

組合は、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明において、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(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づくエンゲージメント、議決権の行使、ESG投資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」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、公表されていることを確認しました。また、これらの方針等において、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題の考慮方法について、明確に示されていることを確認しました。

【原則2:利益相反管理方針の策定及び公表】

組合は、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「警察共済組合株主議決権行使ガイドライン」において定めて公表しています。

ほぼ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、公表されていることを確認しました。

加えて、全ての運用受託機関において、顧客・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、公表されていることを確認しました。

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や、利益相反懸念がある議決権行使議案への対応として、議決権行使助言会社の助言に従って議決権を行使している運用受託機関もありました。

運用受託機関には、引き続き、利益相反管理に関する方針の公表など、利益相反管理に関する取組を推進することを求めています。



【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】

組合は、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こととしています。また、運用受託機関が投資先企業にエンゲージメントを行う際は、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、重要な選択肢だと考えています。

全ての運用受託機関がエンゲージメントに関する方針を定めており、投資先企業の状況を把握しながらエンゲージメントを実施していることを確認しました。

また、実効的なエンゲージメントに向けて、組合は、引き続き毎年度末時点における株式保有状況を公表し、投資先企業が自社の株式の状況を把握できるようにするとともに、運用受託機関に対して、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、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ることを求めていくこととしています。運用受託機関からの報告により、各社とも対応する方針であることを確認しました。

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、組合は運用戦略と統合的で、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こととしています。運用受託機関からの報告により、各社毎に方針を設定して活動していることを確認しました。



(1) エンゲージメント活動実績

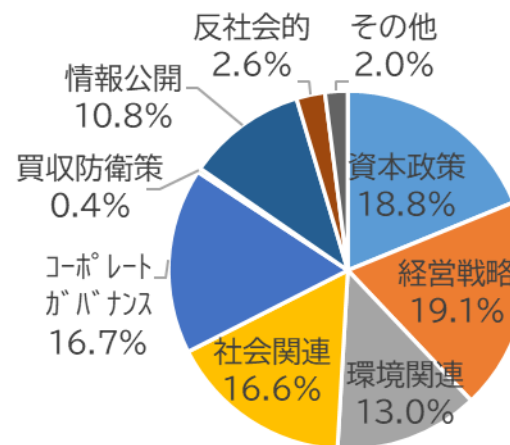
① 国内株式

- 厚生年金保険給付組合積立金においては、令和6年7月～令和7年6月に、国内株式の運用受託機関全11社を通じて、延べ1,583社、9,189件のエンゲージメントを実施しました。うち、企業の経営トップと直接対話をした件数は、2,127件、企業の社外取締役と直接対話をした件数は、279件となりました。
- エンゲージメントの主な内容は、資本政策に対する対話が1,728件、経営戦略に対する対話が1,758件でそれぞれ全体の18.8%、19.1%を占めました。
- なお、同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、活動件数は同様です。

エンゲージメント実施件数

対話の内容	対話件数	
	内、 経営トップ との対話	内、 社外取締役 との対話
資本政策関連	1,728	29
経営戦略関連	1,758	33
環境（ESGのE）関連	1,194	26
社会（ESGのS）関連	1,523	41
コーポレートガバナンス（ESGのG）関連	1,537	121
買収防衛策関連	35	2
情報公開関連	989	9
反社会的行為の防止関連	237	12
その他	188	6
合計	9,189	279

対話内容別構成比率



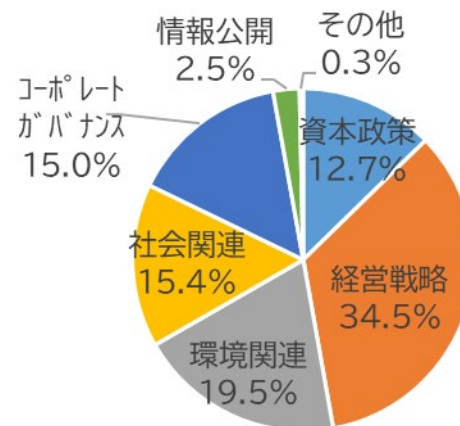
② 外国株式

- 厚生年金保険給付組合積立金においては、令和6年7月～令和7年6月に、外国株式の運用受託機関全12社を通じて、延べ664社、3,793件のエンゲージメントを実施しました。うち、企業の経営トップと直接対話をした件数は、428件となりました。
- エンゲージメントの主な内容は、経営戦略に対する対話が1,308件、環境関連に対する対話が741件でそれぞれ全体の34.5%、19.5%を占めました。
- なお、同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、活動件数は同様です。

エンゲージメント実施件数

対話の内容	対話件数	
		内、 経営トップ との対話
資本政策関連	482	29
経営戦略関連	1,308	76
環境（ESGのE）関連	741	126
社会（ESGのS）関連	585	69
コーポレートガバナンス（ESGのG）関連	569	93
情報公開関連	95	31
その他	13	4
合計	3,793	428

対話内容別構成比率



(2) 重視している事項に関する取組状況

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(国内株式)

- 組合は、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、「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ます。」としています。
- 今回のヒアリングで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を目的とした実効的なエンゲージメントの一例として、令和5年3月に東京証券取引所が全上場会社を対象に要請した、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する対話についてヒアリングしました。
- 上記テーマについての対話は広がりつつあることが確認できました。対話に使用された資本コストは、企業側が公表したコストに止まる事例から、運用受託機関が市場共通のコストを算出した事例。さらには個別企業別のコストを算出した運用受託機関もあり進歩がみられました。
- 取組についての事例は以下の通りです。

取組状況	
事例1	資本コストGAPモデルを開発し、資本コストに影響を与える要素について要因分解の上、企業が優先的に取り組むべき課題を特定・可視化することで、実効性向上を図っている。例えば、A社は業績低迷が続く中、資本コストGAPモデルによる資本コストは10%強と推定され1年前から上昇していたため、ROEが低位で推移していることや、将来の成長期待の低下が影響している可能性があるかと伝え対話した。対話後、A社は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を公表し、ROIC試験導入等の具体策を掲げるようになった。
事例2	CAPMIによる理論上の株主資本コストの算出だけでなく、市場から見た株主資本コストとして益回り(PERの逆数)を算出しギャップ分析を実施。
事例3	一般的な分析は、アナリストの主観や過去の状況などに左右されがちと考え、「市場が企業に期待するリターン」をもとに、企業の個別リスク(規模など)で調整し、各社に適用すべき資本コストを算出。



② エンゲージメント内容の質

ア 国内株式

- エンゲージメントにおける「質」の向上への取組については、各運用受託機関は投資先企業の企業価値向上と持続的な成長を促すことを目的に、エンゲージメントの「質」の向上に継続して取り組んでいることを確認しました。
- 主な取組状況については、以下のとおりです。

	取組状況
事例1	企業の経営戦略の深化の一助となることを目指し、さまざまな業種の上場企業の財務責任者(CFO)の交流会を主催。交流会では、資本効率の向上や資本コストの低減といった課題について、業種を超えた活発な意見交換が行われた。
事例2	2030年という具体的な時期と取組を示した「中長期視点に基づくスチュワードシップ活動(議決権行使・エンゲージメント)ロードマップ」を2024年9月に公表。
事例3	WBA(World Benchmarking Alliance; SDGs達成貢献度を評価するベンチマーク指標を設定、ランキングする非営利団体)とPRIを講師として招き、自然資本エンゲージメントについての勉強会を実施。



イ 外国株式

- 外国株式においても、各運用受託機関はエンゲージメントの「質」の向上に継続して取り組んでいることを、確認しました。
- 主な取組状況については、以下のとおりです。

	取組状況
事例1	複数年の自社戦略計画の一環として、年初にESGアナリストをセクター・リサーチ・チームに正式に組み込んだ。今では、こうした多面的なセクター別リサーチ・チームには株式、債券、ESG業界のエキスパートが在籍し、業界の動向や企業のファンダメンタルズへの理解を深めるためにチーム内で協力。同社は特定のセクターとそのセクター内の企業について多様な視点を持つことは、より総合的な理解と独自の運用知見につながると考えている。
事例2	企業の人権リスクについて、200以上の投資家が参加する「人権のための投資家アライアンス」などを通じた協働エンゲージメントを中心に活動。人権デューデリジェンスのスコアがゼロといった高リスク企業に対し、改善を働きかけている。
事例3	インパクト測定管理(IMM)プラクティスが進化。自社ESGリサーチチームの当初任務は、インパクト投資チームがそれぞれの投資テーマを支えるインパクト成果指標(KPI)を特定・追跡できるよう支援することであったが、時間の経過とともに、他の運用チームもこの非伝統的なデータと分析が役に立つことに気づく。IMMプラクティスは、社内のすべての運用チームがアクセスできる社内ダッシュボードを開発したほか、進化する業種別ベストプラクティスとの整合性を確保するため、企業レベルのインパクト分析やテーマ別フレームワークの開発によって各運用チーム等を支援。



③ プロセス(PDCAサイクルなど)の実効性

ア 国内株式

- エンゲージメントにおける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について、多くの運用受託機関において、行なわれていることを確認しました。
- 株価や財務指標の関係性についての効果測定に関しては下記のような取組がありました。

	取組状況
事例1	自社の対話が企業の変化に寄与したかを客観的に振り返り、対話の質を向上させることを目的に、「差分の差分法」を用い、対話データと企業の財務、非財務、企業価値に関する指標の統計的な分析を行った(エンゲージメント活動の効果測定)。分析の結果、同社との対話後CO2排出量削減目標の設定、女性取締役比率の向上、独立社外取締役比率の向上、役員持株比率の向上、統合報告書の作成促進、PBRおよびトービンのQの改善が有意にみられることを確認。
事例2	自社のエンゲージメント実施前後のトービンのQへの影響を経過年数ごとに分解して可視化する分析を行った。分析の結果、エンゲージメント開始後に、エンゲージメントを実施した企業群のトービンのQの水準が、未実施の企業群と比べておよそ3年程度の時間をかけて徐々に増大していることを確認。この分析結果は、同社のエンゲージメント活動が長期的な企業価値向上に寄与していること、また、その成果が企業価値向上にまで結び付くには数年の時間を要することを示唆しており、継続的なエンゲージメント活動の重要性を裏付けるものと同社では評価。
事例3	取締役会のスキルマトリクスの業績パフォーマンスの影響という観点で分析を行った。業績良好な企業では「科学技術」「国際経験」「リーダーシップ」などのスキルが相対的に多く見られ、更に「サステナビリティ」等のスキル追加が株価に好影響を与える傾向を確認。



イ 外国株式

- 外国株式において株価や財務指標の関係性について効果測定を行っている受託運用機関はありませんでした。
- 進捗管理やPDCAサイクルなどの主な取組状況については、以下のとおりです。

	取組状況
事例1	<p>自社の「対話・エンゲージメント方針」において、①対話・エンゲージメント計画の策定、②対話・エンゲージメントの実施、③対話・エンゲージメントのモニタリング、④モニタリング結果を踏まえた対話・エンゲージメント計画の修正(①に戻る)という、対話・エンゲージメントのPDCAサイクルの運用を定めている。</p> <p>この方針に基づき、毎年度、重点テーマやエンゲージメント活動ごとの対象投資先企業、エンゲージメント項目目標、進捗管理のためのマイルストーン等を含む「対話・エンゲージメント計画」を策定。計画を踏まえた活動のモニタリングは、リスク管理部門が担当し、エンゲージメント活動ごとに対象企業とのエンゲージメント状況の進捗状況を確認。モニタリング結果を踏まえた改善提言が行われた場合は、それを反映した「対話・エンゲージメント計画」に改定。</p>
事例2	<p>自社グループで、上場企業とのエンゲージメント活動の進捗を記録しフォローアップする独自のシステム、エンゲージメント・トラッカーを構築。同システムは、企業との対話を深めるのに役立つ豊富なデータの蓄積が目標。上場企業とソブリン発行体のすべての運用チームがエンゲージメントの内容を記録し、エンゲージメント活動を監視するための共有ツールであり、運用チームがエスカレーションを必要とするエンゲージメントを特定するのに役立つ。運用チームはエンゲージメントの複数年にわたる進捗をエンゲージメント・データで確認することができ、こうしたデータは同社グループのエンゲージメント・レポート・ツールに利用。</p>
事例3	<p>ESGに焦点を当てた全てのエンゲージメントについて、目標、エンゲージメント活動、マイルストーンをベースとして追跡・監視している。自社のRIチームのエンゲージメントはデータベースで追跡され、その内容は専用のEメール配信リストを通じて全リサーチ・アナリストとポートフォリオ・マネジャーに共有。このデータベースにより、社内で使用するエンゲージメント活動報告書を作成することができ、また必要に応じて、クライアントや一般にも公開。この情報は、エンゲージメントのエスカレーション戦略の検討、企業分析、議決権行使の判断材料として活用。サステナビリティリサーチ・アナリストは、四半期ごとに「目標」とその進捗状況を確認。</p>



【原則5:議決権行使】

組合における議決権行使については、組合が定めた「議決権行使ガイドライン」に基づき運用受託機関が議決権を行使することとしています。

議決権行使の結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計したものが、後述(1)のとおりです。また、責任方針において重視している事項を確認した状況は後述(2)のとおりです。

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ることとしています。国内株式については、全ての運用受託機関が結果を公表していました。公表状況は後述ウのとおりです。外国株式では公表している運用受託機関がある一方、既存の投資家のみを開示する方針やコストの観点から非公表の運用受託機関がありました。

また、議決権の行使結果を公表する際には、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、その理由の公表を求めていくこととしています。国内株式では一部運用戦略上の理由で非公表の運用受託機関がありました。外国株式は一部既存の投資家のみを開示する方針としていたり、コストの面などから非公表としている運用受託機関がありました。外国株式で開示が劣化する運用受託機関に関しては、ゲートキーパーに対しても協力して開示の向上に努めるようフィードバックしました。

組合は、運用受託機関が議決権行使助言会社のサービスを利用する場合には、助言策定プロセスを踏まえて利用するよう求めるとともに、議決権行使の結果の公表に合わせて、議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表するよう求めていくこととしています。運用受託機関からの報告で、概ね適切に実施されていると確認しました。



(1) 議決権行使結果

① 国内株式

ア 議決権行使の状況

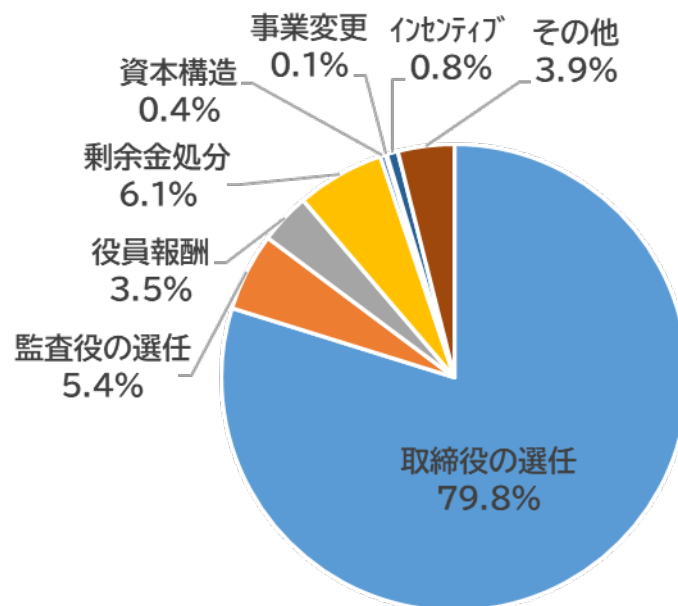
- 厚生年金保険給付組合積立金においては、令和6年7月～令和7年6月期の株主総会開催企業に対して、国内株式の運用受託機関全11社を通じて、延べ3,378社、37,326議案の株主議決権を行使しました。
- 全37,326議案のうち、賛成行使は30,900議案で、賛成比率は82.8%、反対行使は、6,426議案で、反対比率は17.2%でした。
- なお、同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議決権行使結果は同様です。

株主議決権行使状況

対象 令和6年7月～令和7年6月期の株主総会開催企業

	計	賛成	反対	反対比率
取締役の選任	29,790	24,684	5,106	17.1%
うち社外取締役	13,810	11,567	2,243	16.2%
監査役の選任	2,014	1,870	144	7.1%
うち社外監査役	1,320	1,179	141	10.7%
役員報酬	1,125	987	138	12.3%
役員賞与	138	126	12	8.7%
退職慰労金	57	2	55	96.5%
剰余金の処分に関する議案（資本準備金等の減少を伴う）	18	18	0	0.0%
剰余金の処分に関する議案（資本準備金等の減少を伴わない）	2,255	2,103	152	6.7%
資本構造に関する議案 うち買収防衛策	41	1	40	97.6%
資本構造に関する議案 うち減資・増資（第三者割当以外）	17	17	0	0.0%
資本構造に関する議案 うち増資（第三者割当）	8	4	4	50.0%
資本構造に関する議案 うち自己株式取得	50	3	47	94.0%
資本構造に関する議案 その他	25	25	0	0.0%
事業内容の変更等に関する議案	34	34	0	0.0%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	290	227	63	21.7%
定款変更	1,341	689	652	48.6%
取締役会の構成等	29	26	3	10.3%
その他議案	94	84	10	10.6%
合計	37,326	30,900	6,426	17.2%
うち、株主提案議案に関するもの	1,018	66	952	93.5%
うち、気候関連の議案に関するもの	75	4	71	94.7%

議案内容別構成比率



イ 議案内容ごとの反対の行使をした事例

取締役会・取締役に関する議案

- 合理的理由のない社内取締役の増員、独立社外取締役および社外監査役の減員
- 独立社外取締役が取締役総数の1/3以上選任されていない
- 独立性に問題があると判断される社外取締役の選任
- 親会社等を有する企業であるが、独立社外取締役が過半数設置されていない
- 3期連続営業赤字
- ROEが3期連続で基準値未満(下位1/3未満)かつPBRが1倍未満
- 株主総会の決議によらず買収防衛策を導入・更新
- 政策保有株式を過大に保有している
- 女性取締役が選任されていない

監査役会・監査役に関する議案

- 独立性に問題があると判断される社外監査役の選任

役員報酬等に関する議案

- 監督機能が期待される社外取締役等への役員賞与や株式報酬の支給
- ROEが3期連続で基準値未満(下位1/3タイル未満)でありながら、報酬増額または賞与を付与するもの
- 業績連動型株式報酬だが、年間の希薄化割合が1%以上で付与期間が明確でない
- 退職慰労金の贈呈(インセンティブとして相応しくない)



剰余金の処分に関する議案

- 会社提案を上回る配当を求めた株主提案
- 3期連続営業赤字(配当実施に反対)
- PBRが1倍未満かつROEがTOPIX構成銘柄の下位50%未満かつ配当性向が30%未満
- キャッシュリッチ企業ながら、PBR1倍未満かつROEがTOPIX構成銘柄の下位50%未満かつ配当性向が50%未満

資本構造に関する議案

- 企業価値向上に資すると判断されない買収防衛策

役職員のインセンティブ向上に関する議案

- 付与対象者に社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、社外監査役または業績向上との直接的な関連が認められない者が含まれているストックオプション制度



ウ 議決権行使結果の公表状況

- 国内株式については全ての運用受託機関が個別企業及び議案ごとの議決権行使結果を公表しており、以下のとおりそれぞれの運用受託機関のホームページにてご覧いただけます。

運用受託機関(再委託先名)	公表URL
アモーヴァ・アセットマネジメント※	http://www.amova-am.com/about/vote/results
ニッセイアセットマネジメント	https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html
ピクテ・ジャパン	https://www.pictet.co.jp/company/policy/proxy-voting-results.html
アセットマネジメントOne	https://www.am-one.co.jp/company/voting/
三井住友信託銀行 (三井住友トラスト・アセットマネジメント)	https://www.smtam.jp/company/policy/voting/result/
三菱UFJ信託銀行	https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html
三井住友DSアセットマネジメント	https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/report/
ブラックロック・ジャパン	https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/important-information/voting
野村アセットマネジメント	http://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/vote.html
ナティクス・インベストメント・ マネージャーズ(ハリス・アソシエイツ)	https://www.im.natixis.com/ja-jp/site-information/regulatory-information
東京海上アセットマネジメント	https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible_investment/vote.html

公表URLについては、令和7年3月現在のものです。
※アモーヴァ・アセットマネジメントは令和7年9月現在



② 外国株式

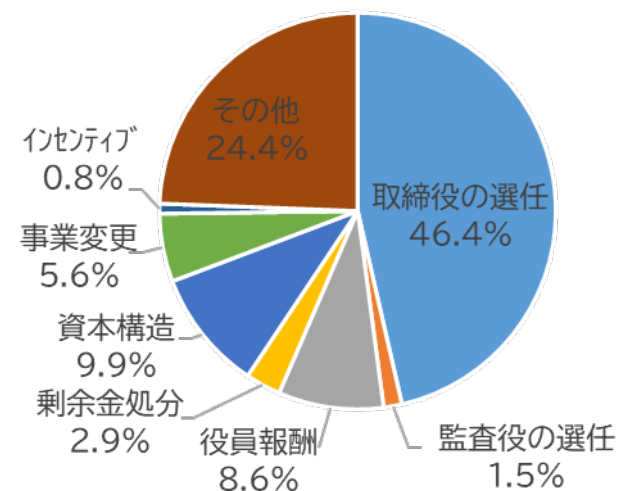
- 厚生年金保険給付組合積立金においては、令和6年7月～令和7年6月期の株主総会開催企業に対して、外国株式の運用受託機関全12社を通じて、延べ2,936社、45,362議案の株主議決権を行使しました。
- 全45,362議案のうち、賛成行使は40,619議案で、賛成比率は89.5%、反対行使は、4,736議案で、反対比率は10.4%でした。
- なお、同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議決権行使結果はほぼ同様です。

株主議決権行使状況

対象 令和6年7月～令和7年6月期の株主総会開催企業

議案内容	本年度				
	計	賛成	棄権	反対	反対比率
取締役の選任	21,052	19,917	1	1,134	5.4%
監査役の選任	679	662	0	17	2.5%
役員報酬等に関する議案	3,893	3,188	0	705	18.1%
剰余金の処分に関する議案	1,306	1,300	0	6	0.5%
資本構造に関する議案	4,477	4,087	0	390	8.7%
1 うち買収防衛策に関する議案	193	185	0	8	4.1%
2 うち増減資に関する議案	1,832	1,543	0	289	15.8%
3 うち第三者割当に関する議案	541	502	0	39	7.2%
4 うち自己株式取得に関する議案	1,210	1,201	0	9	0.7%
事業内容の変更等に関する議案	2,521	1,958	0	563	22.3%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	367	279	0	88	24.0%
その他議案	11,067	9,228	6	1,833	16.6%
合計	45,362	40,619	7	4,736	10.4%
うち、株主提案議案に関するもの（親議案ベース）	2,522	1,299	3	1,220	48.4%
うち、気候関連の議案に関するもの（親議案ベース）	253	51	0	202	79.8%

議案内容別構成比率



(2)重視している事項に関する取組状況

① 組合の株主議決権行使ガイドラインの遵守

組合では、次の項目については株主議決権の行使基準を設け、運用受託機関に株主議決権の行使を求めています。

①取締役会の構造 ②取締役の選任 ③監査役の選任 ④役員報酬等

剰余金の処分、組織再編、増減資等の資本政策、定款変更、敵対的買収防衛策、株主提案等に関しては、長期的な株主価値向上又は毀損防止の観点から個別に判断することとしています。

外国株式については、議決権行使ガイドラインの適用可能な箇所を除き、各運用受託機関が作成した株主議決権行使に関する方針によるものとしています。

令和6年7月～令和7年6月期に開催の株主総会における議決権行使について、運用受託機関から行使結果や議決権行使体制等の報告を受けるとともに、ヒアリング等を通じて確認した結果、組合の議決権行使ガイドラインに従って、適切な行使がなされていることを確認しました。

② 企業の状況に即した議決権行使

- 組合は、企業の状況に即した適切な行使を行うため、議決権行使ガイドラインを示した上で、具体的な議決権行使の判断を運用受託機関に委任しています。
- 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て議決権行使を行うためのプロセスが構築されていることを確認しました。一部の運用受託機関においては、ガイドラインで原則反対としている社外取締役への株式報酬、社内取締役増員等について、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て賛成の判断がなされていることを確認しました。
- 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。



③ 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用

ア 国内株式

- 運用受託機関による議決権行使とエンゲージメントの一体的運用への取組については、各運用受託機関が、エンゲージメントの内容を踏まえて議決権を行使していることを確認しました。
- 主な取組状況については、以下のとおりです。

	取組状況
事例1	一体的運用が効果を発揮するためには、企業に運用会社の期待を伝えることが重要と考え、議決権行使前においても、十分な周知期間を設ける観点から、毎年2-3月頃に「国内株式議決権行使の方針と判断基準」を改訂・公表し、新基準適用開始の6月の株主総会までに企業側とコミュニケーションをとっている。更に、2025年3月改訂では、投資先企業等から問い合わせが多い基準について「基準の考え方」を追記した。同社は「議決権行使も企業との対話のひとつ」として捉えており、企業の取組が形式的ではなく企業価値向上につながる実効的なものになることを期待して対応。
事例2	個別開示：四半期ごとに議決権行使の個別開示を実施。個別開示では、投資先企業への理解を促すために、賛成・反対理由が複数ある場合はそのすべてを開示。加えて、特に説明を要する議案に関しては、さらに詳細な判断理由や背景、図表を用いた説明を公開。 総会后対話：事前告知プロセスのテーマでもある①不正不祥事が確認された企業、②TCFDに準拠した開示が不十分な企業、③TNFDに準拠した開示が不十分な企業、④一定以上の政策保有株式を保有する企業、⑤低ROE・低PBR企業、⑥人権リスクが高いと特定された企業を中心に、総会后対話を実施。対話内容は総会前対話と同様にデータベースに登録し、運用部内へ共有。
事例3	企業の状況に即して議決権行使を実施するために、各企業ごとにESGに関する重要ポイントについて評価するESGマトリックスのフレームワークを活用。ESGマトリックスのフレームワークでは、企業がESGのどの領域に課題を抱えているのかを明確に把握することができるため、その情報を行使判断に活用するとともに、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の際も活用し、継続的に課題改善を促すことに役立っている。



イ 外国株式

- 外国株式についても、各運用受託機関が、エンゲージメントの内容を踏まえた議決権行使や、議決権行使を企業との対話のきっかけとして活用していることが確認されました。
- 主な取組状況については、以下のとおりです。

	取組状況
事例1	<p>自社グループにおいて、企業とのミーティングの日程が決まると、セントラルカレンダー（全運用担当者間で共有する日程表）を通じて他の運用チームに案内を送信。様々な資産クラスの専門家が一堂に会すことで、企業の経営陣は財務レバレッジ、資本配分、重要なESG課題など、多様な視点から情報を得られる。このようなアプローチは、同社グループが企業をより総合的に理解するために役立つ。同社グループの運用チーム、グローバル産業アナリスト(GIA)、ESGアナリストは、企業との建設的な対話を通じて業界との関係や深い専門知識を活用し、議案の審議にその知識を生かしている。重要な問題に関するエンゲージメントが望ましい結果を生み出していない場合は、株主提案への賛成票や取締役への反対票など適切な議決権行使行動を取ることで、こうした懸念をエスカレーションすることもある。同社グループは経営陣と幅広くコミュニケーションが取れるため、多くの小規模なアセットオーナーより経営陣や取締役会に影響を与えられる立場にあると考えている。</p>
事例2	<p>投資先企業との対話において、保有株式数（総会権利確定日または対話前月末時点）を伝えるとともに、前回総会議案の議決権行使結果およびその判断理由を説明。また、投資先企業からの依頼に応じて、その時点で公表されている情報を基に、次回総会での議決権行使の見込みやその判断理由、行使基準策定の考え方などについて議論。</p>
事例3	<p>一貫した体系的アプローチに基づいてエンゲージメントと議決権行使を実施。以下のように、エンゲージメントを行うことによって議決権行使プロセスを一層強化することを企図。</p> <ol style="list-style-type: none">a) 議決権行使前の段階で主要企業と積極的に対話。b) 一部のケースでは、企業側に反対や棄権の理由を個別に説明。議決権行使の記録や背景については同社の専用ページで詳細を公表。c) 株主総会以外での議決権行使事項について企業に助言を提供。d) エンゲージメントの結果を企業のESG評価に反映し、議決権行使の判断に活用。



【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】

組合は、運用受託機関に対して、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き、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活動を統括する会議体やスチュワードシップ活動推進部署を設置するなど、体制を整備していることを確認しました。

一部の運用受託機関あてにフィードバックを実施して、スチュワードシップ活動の実効性向上を求めました。



4 債券運用受託機関の取組状況

● 概要

令和2年3月に日本版スチュワードシップ・コードが改定されて、日本の上場株式以外にも適用可能であるとされました。組合では令和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30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、これを受けて、令和6年度からは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。

令和7年度は、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。対象となった運用受託機関のうち一部の国債のみを投資対象とする運用受託機関を除いて、債券におけるスチュワードシップ活動が行われており、中には、その目的として、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、信用リスクに繋がる事象の理解などの債券投資家ならではの視点を持って取り組んでいる運用受託機関もありました。

※投資対象範囲に社債が含まれない運用スタイルの外国債券ファンドについても、ソブリン債発行国との対話状況の確認のため対象としています。

● 日本版スチュワードシップコード原則関連について

【原則1:スチュワードシップ活動方針の策定及び公表】

対象となった運用受託機関のうち一部の国債のみを投資対象とする運用受託機関を除いて、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、公表されていることを確認しました。

【原則2:利益相反管理方針の策定及び公表】

対象となった運用受託機関のうち一部の国債のみを投資対象とする運用受託機関を除いて、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ることを確認しました。一部の運用受託機関では、運用部門から独立した外部有識者、社外取締役が過半を占める委員会等でモニタリングを実施。その他の運用受託機関でも、コンプライアンス部署及びそれに準ずる部署がモニタリングを行っていることを確認しました。



【原則3:投資先企業の状況の的確な把握】

【原則4:エンゲージメント】

対象となった運用受託機関のうち一部の国債のみを投資対象とする運用受託機関を除いて、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。大部分の運用受託機関では、エンゲージメント・プロセスとして、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、当該事象について情報開示や改善を求める形で対話を行っています。

また、今年度は国内債券の運用受託機関に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関連する債券投資家としての対話についての考え方、対話事例を確認しました。

(債券投資家としての対話についての考え方)

一般的に株式投資家は資本効率を重視することにに対し債券投資家は財務規律を重視することなど考えが相違するケースもありますが、以下のような意見がありました。

- ・ ガバナンスを通じた企業価値の向上が進んでいる点は、債券投資家にとっても大きなプラス材料。
- ・ 資本コストや株価を意識した経営方針を掲げる発行体との対話では、中長期的に信用力の維持・向上ができるような財務規律を確保するよう意見表明するとともに、財務運営方針の開示も促すこととしている。

【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】

対象となった運用受託機関のうち一部の国債のみを投資対象とする運用受託機関を除いて、運用部門又は専任部署の設置により、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、国内債券の運用受託機関では、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を図る下記のような取組も見られました。

(取組事例)

- ・ チーフクレジットアナリストが、日本証券業協会の社債市場の活性化に向けたワーキンググループで、市場活性化や社債権者保護の観点からルール整備に参加。
- ・ スチュワードシップ活動の課題洗い出しや実効性向上を目指し、定期、不定期で金融庁、証券取引所、財務省、経済産業省、日本銀行等関係当局と意見交換を実施。



5 今後の取組

- 組合は、「組合員等に対する受託者責任」と「公的年金としての社会的責任」を果たすため、スチュワードシップ活動に、引き続き積極的に取り組みます。
- 組合は、運用受託機関に対するモニタリングについては、運用受託機関のスチュワードシップ活動と組合の方針が整合的であることを確認するとともに、投資先企業へのエンゲージメントや議決権行使などの取組が、効果的であるかなどの、スチュワードシップ活動の「質」に重点を置いたモニタリングを実施します。
- 組合は、スチュワードシップ活動の実効性を高めるため、他の公的年金との連携を取った上で、意見交換や情報収集も行っていきます。
- 組合は、スチュワードシップ活動対象資産の更なる範囲拡大について、必要な取組を可能な範囲で検討していきます。
- 組合は、上記の各取組を踏まえ、法令や社会情勢等を鑑みながら、必要に応じて「日本版スチュワードシップ・コードへの取り組み方針」「コーポレートガバナンス原則」等の改正を検討します。

