


令和元年度
スチュワードシップ活動の報告

 警察共済組合

目次

1 はじめに	.....	2
2 組合のスチュワードシップ活動の概要	.....	3
3 株主議決権行使の状況(国内株式)	.....	4
(1) 議決権行使結果		
(2) 議案内容ごとの行使事例		
(3) 議決権行使結果の個別開示		
4 エンゲージメントの実施状況	.....	9
(1) エンゲージメント活動件数		
(2) エンゲージメントの対話内容		
(3) エンゲージメントにおけるESG情報の活用		
(4) 政策保有株式に関するエンゲージメント		
(5) エンゲージメントの効果検証		
5 今後の取り組み	.....	14
6 (参考) 株主議決権行使の状況(外国株式)	.....	15



1 はじめに

- 警察共済組合(以下「組合」といいます。)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ます。
- このような考えのもと、組合は、「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チュワードシップ活動を行うよう明示しています。
- 組合が実施した令和元年度のスチュワードシップ活動の概要について、以下のとおり公表します。



2 組合のステュワードシップ活動の概要

- 組合は、令和元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。
- また、組合は、ヒアリングの内容等を踏まえ、令和2年1月に、「コーポレートガバナンス原則」の変更を行いました。
- 令和元年度における主な取り組み内容は、下記のとおりです。

項目	実施時期	主な内容	備考(対象等)
運用報告書での報告	令和元年7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
ステュワードシップ活動の実施状況調査	令和元年8月～10月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議決権行使結果及び体制 ・ 各社のガイドラインの変更点 ・ エンゲージメントについて ・ ESG情報の活用 ・ 政策保有株式について ・ 個別議案の行使判断理由 	対象： 内外株式運用受託機関 国内株式7社、外国株式5社
運用受託機関へのヒアリング			対象： 国内株式運用受託機関5社
「コーポレートガバナンス原則」の変更	令和2年1月	下記の記載を追加 <ul style="list-style-type: none"> ・ 独立社外取締役について ・ 指名委員会等設置会社について 	—



3 株主議決権の行使状況（国内株式）

- 組合における株主議決権行使については、原則として、組合が定めた「株主議決権行使ガイドライン」に基づき運用受託機関が、株主議決権を行使しています。
- 具体的には、次の項目について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 ⑤余剰金の処分
 - ⑥組織再編等 ⑦増減資等の資本政策 ⑧定款変更 ⑨株主提案 ⑩反社会的行為
 - ⑪敵対的買収防衛策
- また、平成30年度(平成30年4月～平成31年3月末)決算企業の株主総会における議決権行使については、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、組合の「株主議決権行使ガイドライン」に基づき、適切に行使されていることを確認しました。
- 反対比率が高かった議案は、「退職慰労金に関する議案」、「買収防衛策に関する議案」等が挙げられます。



3 株主議決権の行使状況（国内株式）

(1) 議決権行使結果

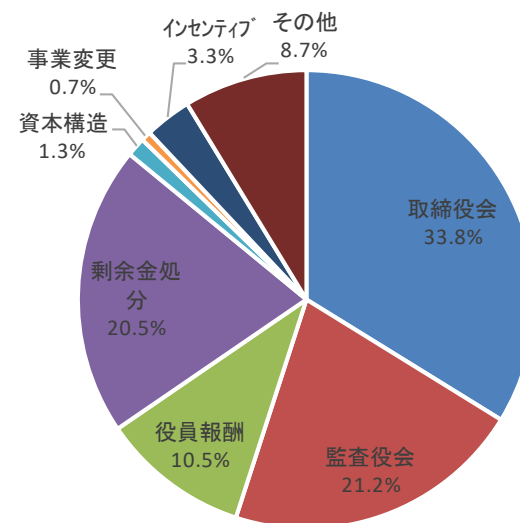
- 厚生年金保険給付組合積立金においては、平成30年4月～平成31年3月に決算を迎えた企業に対して、国内株式の運用受託機関全7社を通じて、延べ4,884社、16,815議案の株主議決権を行使しました。
- 全16,815議案のうち、反対行使は、4,018議案で、反対比率は23.9%でした。
- なお、同一プロダクトを採用している経過的長期給付組合積立金においても、議決権行使結果はほぼ同様です。

株主議決権行使状況

対象 平成30年4月～平成31年3月末決算企業

議案内容	計	賛成	反対	反対比率
取締役会・取締役に関する議案（親議案）	5,681	3,539	2,142	37.7%
取締役の選任	40,850	32,139	8,711	21.3%
取締役の選任 うち社外取締役	12,619	9,809	2,810	22.3%
監査役会・監査役に関する議案（親議案）	3,567	2,836	731	20.5%
監査役の選任	6,259	5,428	831	13.3%
監査役の選任 うち社外監査役	4,145	3,323	822	19.8%
役員報酬	1,028	948	80	7.8%
役員賞与	396	300	96	24.2%
退職慰労金	337	47	290	86.1%
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	17	1	5.6%
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）	3,421	3,278	143	4.2%
資本構造に関する議案 うち買収防衛策	154	35	119	77.3%
資本構造に関する議案 うち減資・増資（第三者割当以外）	15	15	0	0.0%
資本構造に関する議案 うち増資（第三者割当）	15	14	1	6.7%
資本構造に関する議案 うち自己株式取得	5	0	5	100.0%
資本構造に関する議案 その他	36	36	0	0.0%
事業内容の変更等に関する議案	117	117	0	0.0%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	555	462	93	16.8%
定款変更	1,282	982	300	23.4%
取締役会の構成等	76	64	12	15.8%
その他議案	112	107	5	4.5%
合計（親議案ベース）	16,815	12,797	4,018	23.9%
うち、株主提案議案に関するもの（親議案ベース）	396	22	374	94.4%

議案内容別構成比率



3 株主議決権の行使状況（国内株式）

(2) 議案内容ごとの行使事例

取締役会・取締役に関する議案

社外取締役が複数名でない場合や、社内取締役の増員に十分な説明がない等の理由から反対比率は高い水準でした。

＜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
- 親会社等を有する企業において、独立社外取締役が1/3以上選任されていない取締役会
- 独立性に問題があると判断される社外取締役の選任
- 取締役に経営責任があると判断される低ROEの状態が継続

監査役会・監査役に関する議案

監査役の独立性に問題がある場合などを中心に反対しました。

＜反対行使の主な理由＞

- 独立性に問題があると判断される監査役の選任
- 出席率に問題のある監査役の選任

役員報酬等に関する議案

社外取締役や監査役に対する役員賞与支給等に反対しました。

＜反対行使の主な理由＞

- 社外取締役や監査役への退職慰労金の贈呈
- 業績低迷に責任のある取締役への役員報酬引き上げ

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 ガラス・土石業	社外取締役が複数名選任されていない取締役会
	東証一部 電気・ガス業	独立性に問題があると判断される社外取締役の選任
	東証一部 情報・通信業	親会社等を有する企業において、独立社外取締役が1/3以上選任されていない取締役会
	東証一部 食料品	取締役に経営責任があると判断される低ROEの状態が継続
監査役会・監査役に関する議案	東証一部 建設業	独立性に問題があると判断される監査役の選任
	東証一部 卸売業	出席率に問題のある監査役の選任
役員報酬等に関する議案	東証一部 化学	監査機能が阻害されるおそれのある監査役に対する退職慰労金の贈呈
	東証一部 機械	業績低迷に責任のある取締役への役員報酬引き上げ



3 株主議決権の行使状況（国内株式）

(2) 議案内容ごとの行使事例

剰余金の処分に関する議案

反対比率は低い水準でした。

<反対行使の主な理由>

- 株主還元が不十分な企業の剰余金の処分

資本構造に関する議案

敵対的買収防衛策議案を中心に、反対比率は高い水準となりました。

<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
- 客観的な運営に懸念があると判断される買収防衛策

役職員のインセンティブ向上に関する議案

付与対象者の適切性に問題のあるストックオプション及び譲渡制限付き株式報酬制度等に、反対しました。

<反対行使の主な理由>

- 付与対象者が適切でないストックオプション
- インセンティブの効果に欠ける譲渡制限付き株式報酬制度

その他議案

ガバナンスの低下が懸念される定款変更等について、反対しました。

<反対行使の主な理由>

- 発行可能株式総数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
剰余金の処分に関する議案	東証一部 情報・通信業	株主還元が不十分な企業の剰余金の処分
資本構造に関する議案	東証一部 紙パルプ業	客観的な運営に懸念があると判断される買収防衛策
	東証一部 海運業	株主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	東証一部 医薬品	付与対象者が適切でないストックオプション
	東証一部 鉄鋼	インセンティブの効果に欠ける譲渡制限付き株式報酬制度
その他議案	東証一部 サービス業	発行可能株式総数を増加する定款変更
	東証一部 化学	取締役会に対する配当決定権限の授権



3 株主議決権の行使状況（国内株式）

(3) 議決権行使結果の個別開示

- 組合は、運用受託機関に個別の企業及び議案ごとの議決権行使の結果について、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。
- 組合は、国内株式の運用受託機関全7社（平成31年3月末時点）に対して、行使結果の個別開示を要請し、全ての運用受託機関が既にホームページにて公表済みであることを確認しました。

運用受託機関（再委託先名）	公表URL
日興アセットマネジメント	https://www.nikkoam.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/report.html
ピクテ投信投資顧問	https://www.pictet.co.jp/company/policy/proxy_voting_results
みずほ信託銀行（アセットマネジメントOne）	https://www.mizuho-tb.co.jp/corporate/unity/giketsuken_koushi.html
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.smtb.jp/business/instrument/voting/voting_right.html
三菱UFJ信託銀行	https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html
りそな銀行	https://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketui/index.html



4 エンゲージメントの実施状況

- 組合は、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であるかどうか、ヒアリング等を通じてモニタリングしました。

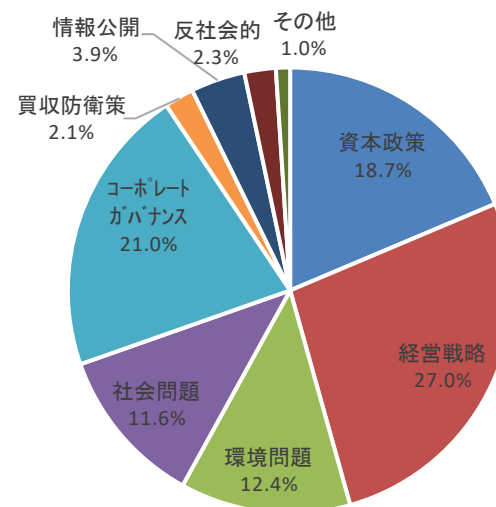
(1) エンゲージメント活動件数

- 厚生年金保険給付組合積立金においては、平成30年度中に、国内株式の運用受託機関全7社を通じて、延べ1,223社に対して、延べ5,729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、1,024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、1,546件で全体の27.0%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	1,069	197
経営戦略関連	1,546	330
環境問題関連	710	118
社会問題関連	664	105
コーポレートガバナンス関連	1,201	192
買収防衛策関連	123	19
情報公開関連	226	37
反社会的行為の防止関連	131	22
その他	59	4
合計	5,729	1,024

対話内容別構成比率



4 エンゲージメントの実施状況

(2) エンゲージメントの対話内容

- エンゲージメントの対話内容の事例としては、下記のとおりです。

対話項目	企業	具体的な内容	
資本政策	東証一部 保険業	対話	同業他社比で政策保有株の削減余地が大きいことから、それを踏まえた資本政策、株主還元政策について議論。
		成果	政策保有株式の削減は順調に進捗しており、また、その売却益を活用する形で増配を発表した。
経営戦略	東証一部 電気機器	対話	海外での原発プロジェクトが、安全性の見直し等から建設コストが高騰し、投資リスクに見合うだけのリターンを得ることが難しいことを指摘。
		成果	原発プロジェクトの凍結を発表した。
環境問題	東証一部 電気・ガス業	対話	環境負荷が大きい石炭火力発電所と相対的に負荷が小さい天然ガス燃料による発電所を比較したときの石炭の事業リスクを指摘。
		成果	環境負荷の高い石炭火力発電所を断念し、LNG燃料による発電所の開発を検討することを発表した。
社会問題	東証一部 電気機器	対話	中長期的なダイバーシティの観点から、取締役会への女性登用が重要になることを提言。
		成果	国際性やジェンダー一面を鑑み、取締役会の多様性を確保することを宣言し、女性の社外取締役を1名選任したことに加え、ダイバーシティ推進室の新設を発表した。

対話項目	企業	具体的な内容	
コーポレートガバナンス	東証一部 鉄鋼	対話	同社は社内カンパニー制を採用しているが、各カンパニーへの裁量が大きいことから、全社視点が不足していることを指摘。
		成果	本社主導での各事業間のシナジー強化を目指し、社内カンパニー制から事業本部制への移行を発表した。
買収防衛策	東証一部 鉄鋼	対話	買収防衛策の必要性について議論。買収防衛策の継続が却って同社の価値を毀損する可能性を指摘。
		成果	買収防衛策の非継続を発表。
情報公開	東証一部 その他金融	対話	付加価値の高い資産にシフトすることで、資本効率を向上させる経営戦略の方向性は正しいと評価できる。一方で、セグメントごとのデータ開示がないため、外部が評価しづらいことを指摘し、データ開示の充実を提言。
		成果	同社としては初めて事業部門別の粗利益が開示された。また、今後も事業部門別の利益や資産へと、開示対象を順次拡大する方向が示された。



4 エンゲージメントの実施状況

(3) エンゲージメントにおけるESG情報の活用

- 組合は、運用受託機関によるエンゲージメントにおけるESG情報の活用について、調査しました。
- 全運用受託機関が、ESG情報を活用したエンゲージメントを実施していることが確認されました。
- 活用方法の事例については、下記のとおりです。

運用受託機関	プロセス
A社	業種や置かれている環境を踏まえ、企業のマテリアリティ(重要課題)を特定し、企業に対するESG課題を設定。そのESG課題に対して、ESGアナリストや通常の企業アナリストがエンゲージメントを実施している。
B社	投資先企業の「情報開示姿勢」が、エンゲージメントを実施する際に重要な課題の1つであると捉え、ESG情報を含む非財務情報の開示促進に向け情報開示に消極的な企業に対する個別対話を実施している。
C社	アナリストは、ESG要因が及ぼす財務的影響を勘案した上で、企業の長期業績予想を作成している。また、この作成プロセスを通じて、企業価値向上の観点から企業が抱える課題についての示唆を得ることができ、この示唆をもとに、アナリストは各企業とのエンゲージメントを実施している。



4 エンゲージメントの実施状況

(4) 政策保有株式に関するエンゲージメント

- 組合は、運用受託機関による政策保有株式に関するエンゲージメントの方針及び課題を調査しました。
- 全運用受託機関とも、「議決権の空洞化」、「資本効率の悪化」等の観点から、原則として、政策保有株式について、縮減を求める方針であることが確認できました。
- ただし、形式的に政策保有株式を全て売却するように促すだけでなく、保有意義や資本効率に与える影響等を勘案しながら、エンゲージメントを進める運用受託機関が、複数見られました。
- 一方で、各運用受託機関が、政策保有株式に関して認識している課題については、下記のとおりです。

運用受託機関	課題
A社	政策保有株式の縮減が進んでいない背景の一つに、営業上等の関係から、政策保有株式を「持たされている」ため、売却しづらいケースがある。 対応策としては、政策保有株式を保有させている側にも問題があると考え、そちらに対してもエンゲージメントなどを通じて、株主からの売却意向がある場合の売却を妨げないよう訴求する等が考えられる。
B社	2019年3月期決算に関する有価証券報告書から、政策保有株式に係る情報の開示が拡充されることとなったが、その合理性の検証等については、抽象的な開示にとどまっている企業が多い。 企業側と建設的なエンゲージメントを行うためには、より中身のある実質的な情報開示の充実化が課題になる。
C社	大多数の企業においては、有価証券報告書の提出は定時株主総会終了後に行われており、政策保有株式の縮減状況をタイムリーに踏まえた上での総会前エンゲージメントや議決権行使判断が難しい。



4 エンゲージメントの実施状況

(5) エンゲージメントの効果検証

- 組合は、運用受託機関によるエンゲージメントの効果検証やその成否の判断基準について、調査しました。
- 定量面、定性面から各社それぞれ様々な手法でエンゲージメントの効果検証を実施していることが確認できました。
- 検証方法及びそれに対する課題については、下記のとおりです。

運用受託機関	効果検証方法	課題
A社	企業行動の変化、それに伴う利益水準やROEなど財務数値の変化を確認することにより、検証。	当社が行ったエンゲージメントに限定した寄与度や、企業行動、財務数値、あるいは株価の変化の中からエンゲージメントの寄与度を、定量的に測定することは困難であること。
B社	個別企業に対するエンゲージメントについては、企業及びアジェンダ(議題)毎に進捗管理を実施。また、その進捗については責任者が定期的にモニタリングを実施することで、効果を把握。	同一企業に対して、エンゲージメントを実施した場合と未実施の場合での差分検証は困難であり、厳密な効果検証は極めて難しいと考えられること。
C社	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及び行動による結果の状況を踏まえて、ステージを判定。	ステージ判定には、ある程度の尺度は設けているが、最終的な評価は個々のアナリストの判断によるため、個人差が生じることもある。
D社	エンゲージメント対象企業に対し、その内容に沿ったコーポレート・アクションがあったかどうかを集計し開示。また、その企業に対して、その後のROE変化をモニタリング。	株価やROEの変化については、エンゲージメント以外の影響もあることから、エンゲージメントだけの効果の評価は定量的には難しい。



5 今後の取り組み

- 組合は、「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」を果たすため、議決権の行使、エンゲージメント、ESG投資などの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り組みが、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うえで、意見交換や情報収集も積極的に実施します。
- 組合は、上記の取り組みを踏まえ、法令や社会情勢等を鑑みながら、必要に応じて「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」の改正等を検討します。



6 (参考) 株主議決権の行使状況 (外国株式)

- 厚生年金保険給付組合積立金においては、平成30年4月～平成31年3月に決算を迎えた企業に対して、外国株式の運用受託機関全5社を通じて、延べ3,401社、38,832議案の株主議決権を行使しました。
- 全38,832議案のうち、反対行使は、3,966議案で、反対比率は10.2%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、議決権行使結果はほぼ同様です。

株主議決権行使状況

対象 平成30年4月～平成31年3月末決算企業

議案内容	計	賛成	反対	反対比率
取締役会・取締役に関する議案	13,233	12,305	928	7.0%
親議案ベース				
子議案ベース	16,644	15,868	776	4.7%
監査役会・監査役に関する議案	218	215	3	1.4%
親議案ベース				
子議案ベース	421	418	3	0.7%
役員報酬等に関する議案	4,327	3,631	696	16.1%
剰余金の処分に関する議案	1,209	1,204	5	0.4%
資本構造に関する議案	6,327	5,545	782	12.4%
うち、敵対的買収防衛策に関する議案	162	150	12	7.4%
うち、増減資に関する議案	2,125	1,503	622	29.3%
うち、第三者割当に関する議案	1,232	1,177	55	4.5%
うち、自己株式取得に関する議案	1,367	1,335	32	2.3%
事業内容の変更等に関する議案	2,539	2,176	363	14.3%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	957	588	369	38.6%
その他議案	10,022	9,202	820	8.2%
合計	38,832	34,866	3,966	10.2%
うち、株主提案議案に関するもの(親議案ベース)	1,955	1,305	650	33.2%

議案内容別構成比率

