

年金積立金管理運用独立行政法人

Government Pension Investment Fund

平成27年 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について

平成27年の年金積立金管理運用独立行政法人（以下、当法人）のスチュワードシップ活動についてとりまとめましたので別紙のとおり公表いたします。

○当法人のスチュワードシップ・コードについての対応

「スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益拡大を図る」ことを明記した「投資原則」の策定に加えて、国連責任投資原則（UNPRI）の署名およびスチュワードシップ専任者採用等の体制強化を実施しました。（なお、当法人はスチュワードシップ・コードに基づき、議決権行使を含むエンゲージメントについては、委託先である運用機関に対し積極的な取り組みを促しています。）

○当法人の国内株式運用受託機関の状況

- ・主としてアクティブ運用において、企業の持続的成長と企業価値向上を目指した「目的を持った対話」（エンゲージメント）が具体化しつつある一方、パッシブ運用においては、アクティブ運用の一環として行われている以外にエンゲージメントが実践されている状況ではない。
- ・同じ運用受託機関においてパッシブ運用とアクティブ運用がある場合、投資期間と目標リターンの違いによって議決権行使判断が分かれる可能性があるが、単純にアクティブ運用担当者の意見に合わせる傾向がある。
- ・一部の金融機関グループ傘下の運用受託機関において、親会社等との利益相反の懸念について組織的な対応がなされていない事例があり、また運用受託機関自身のガバナンスに懸念がある事例も存在する。

<三谷隆博理事長コメント>

「当法人の運用機関が、適切なエンゲージメントを通じて投資対象企業の持続的な成長と企業価値向上に貢献すること、また、利益相反を含む課題について適切な対応を行うこと、更に、運用機関と企業との間の『対話』のツールであるコーポレート・ガバナンス報告書が双方向のエンゲージメントにおいて活用されることを期待しています。」

なお、当法人のパッシブ運用受託機関に対する総合評価においてスチュワードシップ活動の評価ウェイトを高めることとし、また運用受託機関へのヒアリングの客観性を担保するため、今回のヒアリングに加えてスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートを実施しています。

以上

平成27年 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について

1. 当法人の取り組み

当法人は、平成26年度の「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」及び「スチュワードシップ責任を果たすための方針」の公表に続き、「株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る」ことを明記した「投資原則」を策定し、公表した。また、国連責任投資原則（UNPRI）への署名を行い、スチュワードシップ専任者を採用することでスチュワードシップ・コードに対応するための体制強化を図っている。

平成27年9月に、当法人が国内株式の運用を委託する全ての運用受託機関（運用の再委託先を含む。）に対してスチュワードシップ活動に関する対応状況についてヒアリングを実施した。

○当法人のスチュワードシップ・コードへの対応状況

年月	内容
平成26年5月	「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表。
平成26年10月～平成27年3月	「年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究業務」を3社に委託。
平成27年3月	「投資原則」を公表。
平成27年9月	「国連責任投資原則（UNPRI）」に署名。
平成27年9月	当法人の国内株式の全ての運用受託機関（20社）に対して、スチュワードシップ活動の対応状況について20時間のヒアリングを実施。
平成27年12月	スチュワードシップ専任者を採用。

2. 運用受託機関におけるスチュワードシップ活動にかかる対応

当法人の運用受託機関（20社）へのヒアリングの結果、以下の点を運用受託機関のスチュワードシップ活動における課題として把握した。

(1) 運用受託機関の二極化

- 今年度の運用受託機関のスチュワードシップ活動のヒアリングを行った結果、その対応は二極化していることが確認された。
- 昨年度からの改善点としては、長期的に持続可能な資本生産性の向上を目的としたエンゲージメントが多く実施されたことが確認された。
- 一方で、主に企業の短期的な業績について行う取材と長期的な企業価値向上のためのエンゲージメントの区別がなされておらず、取材をエンゲージメントと捉えている事例も散見された。

(2) アクティブ運用とパッシブ運用の比較

<エンゲージメントについて>

- 厳選投資を行っているアクティブ運用については、スチュワードシップ・コードが導入される前から投資先企業とのエンゲージメントが実施されている傾向にある。また、先行している運用受託機関においては、非保有企業に対しても、課題があると考える企業に対しては長期的な企業価値向上の観点からエンゲージメントを実施している事例が確認された。
- 一方で、インデックスに入っている限り株式を長期保有し続けるパッシブ運用においては、エンゲージメント及び議決権行使に係るスチュワードシップ活動は社内のアクティブ運用の取材の一環として取り組まれている。そのため、アクティブ運用の投資対象及び投資対象候補に含まれない企業について網羅しきれていない傾向にある。
 - ◇ パッシブ運用においては、株式市場を長期的に底上げしていくために問題がある企業に対して持続的な企業価値向上を促すためのエンゲージメントが求められるが、現段階においてはエンゲージメント対象企業を絞り込むための選定基準が設定されていない傾向にある。また、企業の経営陣と長期的な企業価値向上の観点からエンゲージメントを行う専任者を配置するなどの体制整備が不十分である。
 - ◇ ただし、パッシブ運用においても一部の運用受託機関においては、運用受託機関の保有率や投資先企業が抱える経営課題の有無等を考慮して150～200社程度のエンゲージメント対象企業を選定している事例がある。同社ではエンゲージメント対象企業の課題の性質等に応じてマイルストーン（エンゲージメント戦略における目標）を管理して対応を分けている。また、社内にグローバルで25名のエンゲージメント・議決権行使の専門チームがおり、日本にいる4名の専門チームと連携して取り組む等のスチュワードシップ活動のための体制が整備されている事例も見られた。

<議決権行使について>

- 運用受託機関内にパッシブ運用とアクティブ運用の両方がある場合は、投資期間と目標リターンのギャップを理由として異なった議決権行使判断を引き起こす可能性があるが、単純にアクティブ運用担当者側の意見に合わせてパッシブで受託している分の議決権行使を行うという運用受託機関が多数であった。
 - ◇ 一部の運用受託機関については、議決権行使の最大活用という観点から、原則として全社統一的な基準に基づき、議決権を行使する方針を採用している事例が見られた。同社の議決権行使ガイドラインの改廃を担う会議のメンバーにアクティブ、パッシブなど各運用戦略の代表者を含め、議決権行使ガイドラインや各種方針の策定段階で様々な運用スタイルの意見を反映することで利益相反解決の体制構築に努めていることが確認された。

(3) 運用受託機関のガバナンスの問題

- 一部の金融機関グループの運用受託機関には、エンゲージメント及び議決権行使について親会社またはグループ会社の利益を考慮する事例において組織的な対応がなされていない事例が複数見られた。
- 運用受託機関は、監査役会設置会社または指名委員会等設置会社のいずれかの形態を取り入れているが、親会社またはグループ会社出身の独立性のない社外取締役が複数選任され、更に指名委員会等設置会社において各委員会の委員を務めている事例も見られ、機関投資家としてのガバナンスについて懸念がある。
 - ◇ 一部の運用受託機関の中には、エンゲージメント及び議決権行使に関わる利益相反を解消するため、専担部門を設置し、独立した会議体によるエンゲージメント及び議決権行使の監督を行っている事例が確認された。同社では、議決権行使判断を行うことが利益相反管理の観点から適切でないとみなされた場合には、議決権行使助言機関等の第三者の専門機関に行使判断を委ねている。

3. 運用受託機関への期待

運用受託機関に対しては、日本版スチュワードシップ・コードの目的の通り「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて投資先企業の企業価値向上と持続的成長に寄与することを期待する。但し、今回のヒアリングで把握された利益相反を含む様々な課題については運用受託機関が自らのスチュワードシップ責任を果たすために適切な対応を行うことを求めることとする。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の両輪であり、運用受託機関と投資先企業との間で企業価値向上のための真に建設的な対話が求められる。コーポレート・ガバナンス報告書はその対話のための主要なツールとして意図されたものであり、今後、“Comply or Explain”の趣旨に沿って運用受託機関と企業との間での双方向のエンゲージメントにおいて活用されることを期待する。

4. 当法人の今後の対応

来年度から日本株式及び外国株式の運用受託機関に対して国連責任投資原則(UNPRI)の署名の有無及び対応状況についてヒアリングを実施する方針にあるが、現時点においては国内株式の運用受託機関(再委託先を含む)は20機関中17機関、外国株式の運用受託機関(再委託先を含む)は21機関中19機関が署名していることを確認した。

今後の運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の課題として、パッシブ運用のスチュワードシップ活動のあり方、利益相反等、運用受託機関自体のコーポレート・ガバナンスのあり方が挙げられ、当法人としては運用受託機関に対して説明を求める方針にある。

パッシブ運用のスチュワードシップ活動については、既存の運用受託機関に対して

毎年実施する総合評価の中に組み入れているが、今回のヒアリングを踏まえて資金配分額の基準となる総合評価においてスチュワードシップ活動の評価ウェイトを高めることとする。

なお、当法人運用受託機関にエンゲージメント活動のヒアリングを行うだけでは一方的な情報収集になり客観性に欠ける懸念があること、またエンゲージメント活動がどのように事業会社側に受け止められているかを把握することにより全体のレベルアップを図ることを目的として、事業会社に対して運用受託機関のスチュワードシップ活動についてのアンケートを実施している。

株主議決権行使状況の概要（平成 27 年 4 月～6 月）

1. 国内株式

パッシブ運用受託機関 10 ファンド、アクティブ運用受託機関 17 ファンド
（合計 27 ファンド）

(1) 概況

- ・全ての運用受託機関が株主議決権を行使している。
- ・昨年度に比べると、「取締役の選任」等の増加により、全体の議案数は増加している。
- ・会社提案について、反対件数が最も多い議案は「取締役の選任」であり、反対の割合が高い議案は「退任役員の退職慰労金の贈呈」、「買収防衛策（ライツプラン）」、「社外監査役の選任」となっている。

(2) 会社機関に関する議案

- ・「社外取締役の選任」については、昨年度に比べ議案数は増加しているが、これは会社法改正¹（2014 年 6 月 27 日公布）や、コーポレートガバナンス・コードの公表の影響を受け、社外取締役を新たに採用する会社が増加したことによる。
- ・「取締役等の選任」については、主に次のような場合に反対が行われている。
 - （ア） 社内取締役の選任では、業績不振や不祥事の有責性が見られる場合
 - （イ） 社外取締役の選任では、独立性や出席率に問題があると判断された場合
 - （ウ） ROE 基準・社外取締役の員数基準に関する議決権ガイドラインの改定に伴い、基準値に達していない場合

(3) 役員報酬等に関する議案

- ・「退任役員の退職慰労金の贈呈」については、昨年度に比べ議案数、反対件数ともに増加している。これはコーポレートガバナンス・コードの公表も伴って、機関投資家をはじめとする株主の評価が厳しくなっていることによる。
- ・「役員報酬」については、昨年度に比べ議案数が大幅増加している。これは監査等委員会設置会社の導入に伴うものである。

¹ 社外取締役が選任されていない監査役設置会社で上場会社の場合には、定時株主総会において「社外取締役を置くことが相当ではない理由」を説明しなければならないとされる。（327条の2）

(4) 定款変更に関する議案

- ・「定款変更に関する議案」については、昨年度に比べ議案数は大幅に増加している。
- ・監査等委員会設置会社への移行に伴い、新たに社外取締役の採用・増員を検討している会社が増加している。その結果、取締役員数枠の変更に関する議案や役員の実任免除に関連した定款変更が特に多くみられる。

(5) 買収防衛策に関する議案

- ・「買収防衛策」については、昨年度に比べ議案数は減少している。これは買収防衛策の更新が少ない年であったことと廃止する企業も少なからずあったことによる。
- ・反対の理由としては、企業価値、株主価値の確保に疑義がある場合や発動、解除を検討する独立委員会の独立性に疑義がある場合等がみられる。

(6) その他

- ・株主提案については、全ての運用受託機関が精査の対象にしている。
- ・エンゲージメントと議決権行使を連続する一体のものと捉え組織的に対応するため、議決権行使委員会をスチュワードシップ委員会と改称し、体制を整備する取組みもみられる。

2. 外国株式

パッシブ運用受託機関 6 ファンド、アクティブ運用受託機関 15 ファンド
(合計 21 ファンド)

(1) 概況

- ・全ての運用受託機関が株主議決権を行使している。
- ・全体の議案数は増加している。これは、昨年度集計時点以降、エマージング株が追加されたことによる。
- ・会社提案について、反対件数が多い議案は、「取締役の選任」であり、反対の割合が高い議案は「買収防衛策」、「退任役員退職慰労金の贈呈」となっている。

(2) 行使対象国

- ・一部の投資対象国について議決権を行使していない運用受託機関が 7 ファンドある。主たる理由としてエマージング市場においてシェアブロッキング制度²の対象国があったことを挙げている。

² 株主総会が終了するまでの一定期間、議決権を行使する株主の株式売却が凍結される制度。

(3) 議決権行使コンサルタントの活用

- ・全ての運用受託機関が議決権行使コンサルタントを利用しており、利用形態としては、自社における行使判断のための情報の提供を受けるケースやガイドラインを示して議決権行使コンサルタントから行使判断に関する助言を受けるケース等様々である³。
- ・議決権行使コンサルタントを利用する理由としては、専門的能力の活用のほか、第三者の判断を組み入れることにより利益相反を回避すること等が挙げられている。

3. 議決権行使に関する課題（各運用受託機関から挙げられたもの）

(1) 国内株式

・株主総会集中時への対応

企業に対して総会開催時期の分散化を働きかけるとともに、議決権行使コンサルタントの活用や議決権行使システムの改良、社内体制の整備・強化等により、業務の効率化を図る。

・議決権行使ガイドラインの改正

社外取締役に関する員数基準やROE基準に関する議決権行使ガイドライン改正など、会社法の改正や環境の変化に対応した議決権行使の見直しを行い、株主価値の向上に寄与を図る。

・企業との対話の強化

日本版スチュワードシップ・コードの制定やコーポレートガバナンス・コードの公表に伴い、投資先企業との建設的な目的を持った対話を通じて長期投資家の観点から企業の持続的な成長の促進を図る。

(2) 外国株式

・現地事情に関する情報の把握等

海外関係会社のコーポレート・ガバナンスチームや議決権行使コンサルタントを活用し、現地情報の把握に努める。

・議決権行使プロセスの強化

投資国拡大に伴い、行使議案数が昨年に比べ大幅に増加している。他の運用機関や株主グループと連携し、ガバナンス（内部統制）を強化することで、議決権行使プロセスの効率化および体制の強化を目指す。

³ 国内株式の場合、議決権行使コンサルタントを利用する運用受託機関は25ファンドである。

平成27年度株主議決権行使状況報告(平成27年4月～6月)

1. 国内株式の状況

(1) 運用受託機関の対応状況

すべての運用受託機関(27ファンド)で議決権を行使している。

(2) 議案別行使状況

(単位: 延べ議案件数)

議案		総件数	会社提案			株主提案		
			行使 件数計	賛成	反対	行使 件数計	賛成	反対
会社機関に関する議案	取締役の選任	120,269	120,013 (100.0%)	111,457 (92.9%)	8,556 (7.1%)	256 (100.0%)	0 (0.0%)	256 (100.0%)
	うち社外取締役	28,116	28,007 (100.0%)	24,226 (86.5%)	3,781 (13.5%)	109 (100.0%)	0 (0.0%)	109 (100.0%)
	監査役の選任	23,052	23,043 (100.0%)	19,659 (85.3%)	3,384 (14.7%)	9 (100.0%)	0 (0.0%)	9 (100.0%)
	うち社外監査役	15,337	15,337 (100.0%)	12,089 (78.8%)	3,248 (21.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	会計監査人の選任	89	73 (100.0%)	73 (100.0%)	0 (0.0%)	16 (100.0%)	0 (0.0%)	16 (100.0%)
役員報酬等に関する議案	役員報酬	2,881	2,881 (100.0%)	2,793 (96.9%)	88 (3.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	役員賞与	1,850	1,850 (100.0%)	1,793 (96.9%)	57 (3.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	退任役員への退職慰労金の贈呈	1,671	1,671 (100.0%)	745 (44.6%)	926 (55.4%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	ストックオプションの付与	1,166	1,166 (100.0%)	991 (85.0%)	175 (15.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	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)	剰余金の配当	10,273	10,209 (100.0%)	9,785 (95.8%)	424 (4.2%)	64 (100.0%)	11 (17.2%)	53 (82.8%)
	自己株式取得	71	43 (100.0%)	43 (100.0%)	0 (0.0%)	28 (100.0%)	0 (0.0%)	28 (100.0%)
	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等	380	380 (100.0%)	375 (98.7%)	5 (1.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
定款変更に関する議案		9,400	7,774 (100.0%)	7,506 (96.6%)	268 (3.4%)	1,626 (100.0%)	44 (2.7%)	1,582 (97.3%)
買収防衛策 (ライツプラン)	事前警告型	700	700 (100.0%)	324 (46.3%)	376 (53.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	信託型	0	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
その他議案	その他の議案	66	66 (100.0%)	59 (89.4%)	7 (10.6%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
合計		171,868	169,869 (100.0%)	155,603 (91.6%)	14,266 (8.4%)	1,999 (100.0%)	55 (2.8%)	1,944 (97.2%)

※()内は各議案の計に対する割合。四捨五入のため、合算値が合計と必ずしも一致するとは限らない。

※棄権2件は反対に含む。不行使は0件。

※J-REITの投資主総会議案も含む。

2. 外国株式の状況(全ファンド)

(1) 運用受託機関の対応状況

すべての運用受託機関(21ファンド)で議決権を行使している。

○ 議決権行使した21ファンドにかかる行使状況

行使国	①すべての投資対象国	14ファンド	(66.7%)
	②投資対象国の一部	7ファンド	(33.3%)

(注)割合は合計(21ファンド)に対する数値。

(2) 議案別行使状況

(単位:延べ議案件数)

議案	行使総件数	会社提案			株主提案			
		行使件数計	賛成	反対	行使件数計	賛成	反対	
会社機関に関する議案	取締役の選任 (社外取締役を含む)	66,148	64,974 (100.0%)	60,835 (93.6%)	4,139 (6.4%)	1,174 (100.0%)	599 (51.0%)	575 (49.0%)
	監査役の選任 (社外監査役を含む)	2,816	2,540 (100.0%)	2,283 (89.9%)	257 (10.1%)	276 (100.0%)	160 (58.0%)	116 (42.0%)
	会計監査人の選任	7,504	7,438 (100.0%)	7,331 (98.6%)	107 (1.4%)	66 (100.0%)	39 (59.1%)	27 (40.9%)
役員報酬等に関する議案	役員報酬	12,045	11,755 (100.0%)	10,656 (90.7%)	1,099 (9.3%)	290 (100.0%)	127 (43.8%)	163 (56.2%)
	役員賞与	282	280 (100.0%)	251 (89.6%)	29 (10.4%)	2 (100.0%)	2 (100.0%)	0 (0.0%)
	退任役員の退職慰労金の贈呈	211	203 (100.0%)	150 (73.9%)	53 (26.1%)	8 (100.0%)	6 (75.0%)	2 (25.0%)
	ストックオプションの付与	2,773	2,643 (100.0%)	2,073 (78.4%)	570 (21.6%)	130 (100.0%)	47 (36.2%)	83 (63.8%)
資本政策に関する議案 (定款変更に関する議案を除く)	剰余金の配当	6,234	6,198 (100.0%)	6,190 (99.9%)	8 (0.1%)	36 (100.0%)	1 (2.8%)	35 (97.2%)
	自己株式取得	3,353	3,353 (100.0%)	3,091 (92.2%)	262 (7.8%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	合併・営業譲渡・譲受、会社分割等	8,099	8,083 (100.0%)	6,649 (82.3%)	1,434 (17.7%)	16 (100.0%)	10 (62.5%)	6 (37.5%)
定款変更に関する議案	4,815	4,487 (100.0%)	4,115 (91.7%)	372 (8.3%)	328 (100.0%)	235 (71.6%)	93 (28.4%)	
買収防衛策 (ライツプラン)	225	210 (100.0%)	126 (60.0%)	84 (40.0%)	15 (100.0%)	15 (100.0%)	0 (0.0%)	
その他議案	財務諸表・法定報告書の承認	8,822	8,822 (100.0%)	8,702 (98.6%)	120 (1.4%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	その他の議案	25,593	22,338 (100.0%)	20,094 (90.0%)	2,244 (10.0%)	3,255 (100.0%)	1,409 (43.3%)	1,846 (56.7%)
合計	148,920	143,324 (100.0%)	132,546 (92.5%)	10,778 (7.5%)	5,596 (100.0%)	2,650 (47.4%)	2,946 (52.6%)	

※()内は各議案の計に対する割合。四捨五入のため、合算値が合計と必ずしも一致するとは限らない。

※反対には棄権65件を含む。

議決権行使件数 年度比較(4月～6月期)

* 会社提案に対する反対等件数、株主提案に対する賛成件数の年度比較

(単位:件)

		13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	27年度
国内株式	会社提案に反対・棄権	132	1,872	2,594	5,377	12,917	16,840	16,907	14,009	15,472	17,674	22,074	18,044	16,191	12,911	14,266
		0.5%	2.2%	2.8%	3.6%	8.1%	12.1%	10.3%	10.2%	8.7%	11.6%	13.3%	11.6%	11.5%	9.5%	8.4%
	株主提案に賛成	15	38	48	89	57	41	76	37	42	47	34	58	34	56	55
		2.2%	3.7%	5.8%	8.0%	6.9%	6.3%	7.0%	3.5%	3.1%	2.6%	1.9%	2.7%	2.3%	2.9%	2.8%
外国株式	会社提案に反対・棄権	412	2,336	1,513	2,453	3,571	4,299	5,770	6,427	8,849	7,293	6,087	5,422	7,161	7,269	10,778
		5.8%	9.9%	4.6%	5.0%	5.7%	5.4%	6.2%	6.5%	8.1%	6.9%	5.3%	4.9%	6.0%	6.7%	7.5%
	株主提案に賛成	123	381	999	907	1,074	1,724	1,669	1,745	2,821	2,085	1,486	1,655	1,503	1,483	2,650
		25.8%	15.2%	28.0%	14.4%	24.7%	31.7%	29.5%	29.7%	44.2%	38.9%	32.9%	35.2%	32.0%	40.3%	47.4%

以上