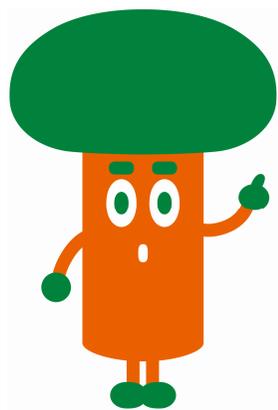


# 2025年 スチュワードシップ活動報告書



2026年3月

**国民年金基金連合会**  
National Pension Fund Association

# 目次

I. はじめに	1
II. 2025年におけるスチュワードシップ活動	2
1. 日本版スチュワードシップ・コード原則1に関する事項	2
2. 日本版スチュワードシップ・コード原則2に関する事項	6
3. 日本版スチュワードシップ・コード原則3に関する事項	7
4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項	9
5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項	16
6. 日本版スチュワードシップ・コード原則6に関する事項	23
7. 日本版スチュワードシップ・コード原則7に関する事項	24
8. 日本版スチュワードシップ・コード原則8に関する事項	27
III. サステナビリティ投資に関する取組	29
1. 連合会におけるサステナビリティ投資	29
2. ESGインテグレーションとその目的	30
3. 運用委託先におけるESGインテグレーションの実施状況	31
4. ESG債の保有状況	31
5. ESG投資に関する参考情報	32
IV. 近時のトピック	34
1. 米トランプ政権下におけるESG投資への影響	34
V. 今後の取組	35
1. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資の高度化	35
2. 運用委託先とのエンゲージメントの更なる推進	35
3. 他のアセットオーナーとのネットワーク拡大	35
4. コーポレートガバナンス・コードの改訂への対応	35
【参考資料】	36
1. 連合会の規程等への対応状況	36

# I. はじめに

スチュワードシップ活動とは、機関投資家が、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というスチュワードシップ責任を果たすために行う、建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)や議決権行使などの活動です。

こうした中長期的な投資リターンの拡大を図る活動は、連合会「積立金運用の基本方針」に定められた運用目標「長期的な目標として、将来にわたって健全な年金制度を維持するために必要な収益率を確保すること」にも沿うものです。

このため、国民年金基金連合会(以下「連合会」といいます。)では、2014年8月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し(その後2017年改訂版及び2020年再改訂版も受け入れ)、スチュワードシップ活動を行っています。

なお、連合会では、資産運用業務のうち直接的な投資業務を運用機関に委託しているため、連合会におけるスチュワードシップ活動は、運用委託先との間のエンゲージメント等を通じて、運用委託先が適切にスチュワードシップ責任を果たすことを促す形で実施しています。

また、近年、スチュワードシップ活動においては、サステナビリティ(ESG 要素 を含む中長期的な持続可能性)を考慮することも求められています。

この点について連合会では、長期にわたって運用収益を獲得するためには、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠であり、サステナビリティへの考慮は連合会の運用目標や運用受託機関としての忠実義務に反するものではないと考えています。

そうした考えの下、連合会では、運用委託先評価においてESGインテグレーションを評価ポイントに加えたり、債券投資においてESG債への投資を認めるなど、サステナビリティ投資を実施しています。また、2024年にはESG要素に配慮した投資を促進する国際的な取組であるPRI(責任投資原則)にも署名し、サステナビリティ投資を推進しています。

本報告書は、連合会の2025年におけるスチュワードシップ活動の実施状況と、サステナビリティ投資の内容について説明するものです。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 1. 日本版スチュワードシップ・コード原則1に関する事項

#### 【原則1】

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

【指針1-1】**機関投資家は**、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)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、**当該企業の企業価値の向上やその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**の拡大を図るべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、運用委託先を通じて資産運用を行っているため、運用委託先に対しスチュワードシップ活動を適切に実施するよう働きかけることで、間接的にスチュワードシップ責任を果たしています。  
2025年は、9月に全運用委託先(22社)とのスチュワードシップ活動定例報告会を実施した他、4-5月には臨時のヒアリングも行いました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・上記活動により、2025年も、全運用委託先が、エンゲージメントなどを通じて、投資先企業価値向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図っていることを確認しました。

【指針1-2】**機関投資家は**、こうした認識の下、**スチュワードシップ責任を果たすための方針**、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ(インベストメント・チェーン)の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての**明確な方針を策定し、これを公表すべき**である。  
その際、運用戦略に応じて、**サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべき**である。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年6月の日本版スチュワードシップ・コード改訂を受け、8月に「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を改訂し、運用委託先に通知すると共に公表しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・2025年も、全運用委託先が、①スチュワードシップ責任を果たすための方針を定め、公表していること、また、②その中で運用戦略に応じたサステナビリティに関する課題への方針等を明示していること、③スチュワードシップ・コード改訂に対応し、自社の方針を改定し、必要があれば体制整備も進めていること、が確認されました。

【指針1-3】**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。  
アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、運用委託先の2024年度におけるエンゲージメントの実施体制や実施状況、具体的な内容と成果の確認状況などについて確認し、意見交換を行うなど、実効的なスチュワードシップ活動の促進に努めました。

運用委託先のスチュワードシップ活動の具体的事例は4ページをご参照ください。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 1. 日本版スチュワードシップ・コード原則1に関する事項(続)

#### 【原則1】

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

【指針1-4】**アセットオーナー**は、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、**運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべき**である。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年には運用委託先の選定や運用委託契約の締結を行いませんでした。  
一方で、2025年6月に日本版スチュワードシップ・コードが改訂されたことに対応して改訂した連合会の「スチュワードシップ活動原則」※について、対外公表と共に運用委託先に通知し、同原則に準じた委託資産の管理・運用を依頼しました。  
各運用委託先の対応状況については、スチュワードシップ活動定例報告会において、全運用委託先が適切に対応していることを確認しました。  
※改訂内容は5ページをご参照ください。

【指針1-5】**アセットオーナー**は、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、**実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべき**である。このモニタリングに際しては、**運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべき**であり、運用機関と投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、下記の通り、全運用委託先に対し、スチュワードシップ活動の「質」に重点を置いた定期及び臨時のモニタリングを行いました。  
(定期):1先当たり約1時間のスチュワードシップ活動定例報告会を実施、スチュワードシップ活動の実施体制、具体的なエンゲージメントの内容、成果の確認方法などを聴取し、意見交換を実施しました。  
(臨時):4~5月に米国のトランプ政権によるESGに関する政策の影響に関してヒアリングを実施、運用委託先の対応方針、実際の対応内容を確認しました※。  
※具体的内容については、34ページをご参照ください。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 1. 日本版スチュワードシップ・コード原則1に関する事項(続)

#### (1) 実効的なスチュワードシップ活動【指針1-3関連】

実効的なスチュワードシップ活動として、運用委託先が行ったエンゲージメントで、投資先企業が行動変容を起こした主な事例は下表のとおりです。

テーマ	運用委託先	資産	概要
環境	A 社	グローバル債券 アクティブ	欧州不動産会社に対し、温室効果ガス排出削減目標の設定や ESG 情報開示の強化について提案、会社は 1.5℃目標に整合した外部認証済み目標を設定、また初の TCFD レポートを発行した。
社会	B 社	グローバル債券 アクティブ	米国住宅金融公社に対し、低所得層や多様な属性の借り手への住宅金融アクセス向上を目指したソーシャルボンドプログラムの導入を提案、公社は当該提案を取り入れた社会的ボンドフレームワークに基づく初のシングルファミリー・ソーシャルボンドを発行した。
ガバナンス	C 社	グローバル株式 パッシブ	国内の電子部品・電気機器メーカーに対し、資本効率の改善に向け政策保有株式縮減の加速を要請、会社は売却予定期間を従来の 5 年間から 2 年間に短期化した。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 1. 日本版スチュワードシップ・コード原則1に関する事項(続)

#### (2) 連合会の「スチュワードシップ責任を果たすための方針」及び「スチュワードシップ活動原則」の改訂【指針1-4関連】

2025年6月に日本版スチュワードシップ・コードが改訂されました。これは投資家と投資先企業の建設的な対話の促進に資する「実質株主の透明性向上」及び「協働エンゲージメントの促進」を図るものです。連合会は、これに対応し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」及び「スチュワードシップ活動原則」に下表に記載の条項を新設しました。

	実質株主の透明性向上	協働エンゲージメントの促進
スチュワードシップ責任を果たすための方針	連合会は、運用受託機関に対し、投資先企業との間で建設的な対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること、また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ます。	連合会は、運用受託機関に対し、投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独で対話を行うほか、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)も重要な選択肢とし、対話方法の選択の考え方について説明することを求めます。また連合会は、運用受託機関に対し、対話が連合会の利益にかなっているか、及び投資先企業の持続的成長に資する建設的なものとなるかどうかを念頭に置いているかについて説明することを求めます。
スチュワードシップ活動原則	運用受託機関は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること。また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。	運用受託機関は、投資先企業との対話を行うに当たって、単独で対話を行うほか、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)を重要な選択肢として検討し、対話方法の選択の考え方について連合会に説明すること。また、対話が連合会の利益にかなっているか、及び投資先企業の持続的成長に資する建設的なものとなるかどうかを念頭に置いているかについて連合会に説明すること。

# II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

## 2. 日本版スチュワードシップ・コード原則2に関する事項

### 【原則2】

機関投資家は、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、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

【指針2-1】機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。

### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、全ての運用委託先が、顧客・受益者の利益を第一として行動するため、利益相反を適切に管理していることを確認しました。

### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、自社グループ企業の議決権行使について、外部の議決権行使助言会社の助言を活用すると共に、諮問委員会の確認を経て議決権を行使するなど、利益相反を適切に管理しています。

【指針2-2】機関投資家は、こうした認識の下、運用機関による議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を含め、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための実効的な管理についての明確かつ具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、全ての運用委託先が、利益相反を管理するための具体的な方針を策定し、公表していることを確認しました。

### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、利益相反管理方針等を策定し、考え得る利益相反に関する管理体制、管理対象となる取引の類型及び管理方法等の明確かつ具体的な方針を公表しています。

【指針2-3】運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備し、これを公表すべきである。

### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、ガバナンス体制を整備し、公表していることが確認されました。運用委託先22社のうち21社は、独立取締役や責任投資モニタリング委員会、スチュワードシップ活動諮問委員会等を設置するなどのガバナンス体制を整備しています。残る1社は利益相反に関する厳格なガイドラインを設けています。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 3. 日本版スチュワードシップ・コード原則3に関する事項

<b>【原則3】</b> 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	
<b>【指針3-1】</b> 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。	<b>【連合会の対応・取組】</b> ・連合会は、全ての運用委託先について、投資先企業の状況を的確に把握していることを、定期及び臨時の報告やミーティング等を通して確認し、必要に応じ改善を促しました。 <b>【運用機関の対応・取組】</b> ・全ての運用委託先は、企業の状況を的確に把握するようエンゲージメントやリサーチ等を行っていますが、やや不十分と思われる先には改善を促しました。
<b>【指針3-2】</b> 機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていくかについて適切に確認すべきである。	<b>【連合会の対応・取組】</b> ・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会や臨時の特定テーマミーティングを通じ、運用委託先による投資先企業状況把握の継続性と実効性を確認しました。 <b>【運用機関の対応・取組】</b> ・全ての運用委託先が、投資先企業との継続的なエンゲージメント等を通して、実効的な企業の状況把握に努めていることを確認しました。具体的事例は8ページをご参照ください。
<b>【指針3-3】</b> 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用戦略には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。	<b>【連合会の対応・取組】</b> ・連合会は、運用資産の特性に鑑み、「スチュワードシップ活動原則」を改訂した際に、運用委託先に対し、あらためて、投資先のサステナビリティに関連するリスク・収益機会を把握し、それに基づいてエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動に積極的に取り組むことを求めました。企業価値毀損に繋がり得るイベント発生時には臨時の情報提供を求めました。 <b>【運用機関の対応・取組】</b> ・全ての運用委託先は、運用戦略や投資先企業の状況に応じて、重要事項の早期把握に努めていることを確認しましたが、一部不十分と思われる先には改善を促しました。企業価値を毀損するおそれのある事項について、早期に把握した事例は8ページをご参照ください。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 3. 日本版スチュワードシップ・コード原則3に関する事項(続)

#### (1) 投資先企業の状況把握の事例【指針3-2関連】

運用委託先がエンゲージメントを通じて投資先企業の状況を把握した主な事例は下表のとおりです。

テーマ	運用委託先	資産	概要
環境	D社	グローバル株式 アクティブ	欧州の化粧品会社に対するエンゲージメントにおいて、主要コモディティの使用による森林破壊の影響を減らす取り組みや、今後施行されるEU森林破壊規制(EUDR)への準備状況が十分に進んでいることを確認した。
社会	E社	グローバル株式 パッシブ	国内の大手リゾート施設関連企業に対するエンゲージメントにおいて、人材採用の困難化が予想される中での持続可能なビジネスモデルにかかる具体策の開示方針を経営陣に確認した。
ガバナンス	F社	グローバル株式 パッシブ	国内の資源会社に対するエンゲージメントにおいて、取締役会の多様性に関して、2025年6月開催の株主総会で女性取締役を1名増員し、8名中2名を女性とすることを確認した。

#### (2) 企業価値を毀損するおそれのある事項について、早期に把握した事例【指針3-3関連】

運用委託先が企業価値を毀損するおそれのある事項について早期に把握、投資先企業と認識を共有し、対応状況を確認した主な事例は下表のとおりです。

テーマ	運用機関	資産	概要
環境	G社	グローバル債券 アクティブ	米国の電力会社の企業価値を毀損するおそれがある森林火災リスクに関してエンゲージメントを行い、会社は1,500台のカメラの設置や風速・湿度などの要因の監視を通じて状況認識を強化し、火災の拡大を防止する措置を講じていることを確認した。
社会	H社	グローバル債券 アクティブ	米国のヘルスケア企業の企業価値を毀損するおそれがあるサイバー・セキュリティ・リスクに関してエンゲージメントを行い、会社がサイバーセキュリティを最優先事項として位置づけ、監査委員会と連携するために専門のサイバーセキュリティ企業と契約していることを確認。さらに事業継続計画の見直しやクラウド移行の加速などの取り組みが進められており、監査委員会にはサイバーセキュリティを継続的に評価するための適切なスキルセットが備わっていることを確認した。
ガバナンス	I社	グローバル債券 アクティブ	政権交代により信用格付や市場評価の悪化が懸念された新興国に対してエンゲージメントを行い、新政権発足後の経済・財政政策の継続性や国営石油企業に対するスタンス、近隣国との経済協定の見直し等について、前政権からの政策の継続性や国営企業に対する支援及び近隣国との関係維持の方針を確認した。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項

#### 【原則4】

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」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べきである。

【指針4-1】機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会や臨時のヒアリングを通じ、運用委託先が投資先企業とのエンゲージメントを通じ、当該企業と認識の共有を図っているか、また企業価値が毀損されるおそれがある場合には問題の改善に努めているか、を確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、投資先企業とのエンゲージメントを継続的に行い、認識の共有に努めていることが確認できました。また、投資先企業の価値が毀損されるおそれがある場合には、十分な説明を求めるなど、適切な対応が採られていました。  
具体的な対応事例は13ページをご参照ください。

【指針4-2】機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、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べきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年8月に「スチュワードシップ活動原則」を更新し、運用委託先に対して、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること、また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ました。連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、これらの状況を確認し、取り組みが未了である先には対応を促しました。

#### 【連合会の対応・取組】

・全ての株式の運用委託先は、主にエンゲージメントの場で投資先企業に対して、株式の保有状況を説明しています。また、投資先企業から求めがあった場合の対応方針の策定・公表について一部の運用委託先は対応済みで、その他は公表に向けて取り組んでいます。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### 【原則4】

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」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べきである。

【指針4-3】機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と総合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年8月に「スチュワードシップ活動原則」を更新した際に運用委託先に対して、あらためて、運用戦略に応じたサステナビリティに関する課題を考慮し、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動については、ショートターミズムに陥らないよう、中長期の視点から株主価値向上に資する内容、質を重視して取り組むことを求めました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先のサステナビリティを巡る対話は、連合会からの上記の要請にも沿う形で行われています。運用戦略に応じたエンゲージメントの取組み事例(オルタナティブ投資)は13ページをご参照ください。

【指針4-4】パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢に限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年8月に「スチュワードシップ活動原則」を更新した際にパッシブの運用委託先に対し、あらためて、連合会の株式運用におけるパッシブ運用比率が高く、市場全体の中長期的な成長が収益率向上には欠かせないことを踏まえ、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し、実効性のある取組みを実践することを求めました。また、「議決権行使原則」に基づき、中長期的な企業価値向上のために投資先企業のサステナビリティを考慮した上で適切に議決権行使するよう求めました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・パッシブの運用委託先は、広範に亘る投資先企業に対し、独自の体制・アプローチで中長期的視点に立ったエンゲージメントや議決権行使に取り組んでいます。具体的な取組み事例は14ページをご参照ください。

## Ⅱ. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### 【原則4】

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」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べきである。

【指針4-5】以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、運用委託先が設定する投資先企業ごとの課題、その課題解決に向けた局面に応じて実施するエンゲージメントの内容に関する方針について確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先は、投資先企業の課題を特定し、課題解決に向けた計画やステージ管理を行うために実施するエンゲージメントの内容に関する方針を策定しています。

【指針4-6】機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、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)も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年8月に「スチュワードシップ活動原則」を更新し、運用委託先に対して、投資先企業との対話を行うに当たって、単独で対話を行うほか、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)を重要な選択肢として検討し、対話方法の選択の考え方について連合会に説明すること、また、対話が連合会の利益にかなっているか、及び投資先企業の持続的成長に資する建設的なものとなるかどうかを念頭に置いているかについて連合会に説明することを求めました。

また、スチュワードシップ活動定例報告会において、これらの状況を確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先の多くは、原則として単独で対話を行っていますが、単独ではアプローチ困難な企業や、特定のテーマに特化した対話など、協働エンゲージメントが有益と判断する場合には、協働エンゲージメントに参加しています。

協働エンゲージメントの具体的事例は15ページをご参照ください。

## Ⅱ. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### 【原則4】

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」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べきである。

【指針4-7】投資先企業と対話を行う機関投資家は、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能であること、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等が図られるべきことを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、運用委託先から、インサイダー取引規制を含むコンプライアンスに関する規程の提出を受け、未公表の重要事実の受領に関する方針と対応状況を確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、企業との対話において未公表の重要事実を受領することを回避し、万が一、未公表の重要事実を受領したおそれのある場合は、社内規程に則り、厳格に情報を管理しています。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### (1) エンゲージメントで認識の共有や問題の改善に努めた事例【指針4-1関連】

運用委託先がエンゲージメントで認識の共有や問題の改善に努めた主な事例は下表のとおりです。

テーマ	運用委託先	資産	概要
環境	J社	グローバル債券アクティブ	グローバルに事業を展開する生活消費財メーカーに対するエンゲージメントにおいて、CO2排出量の削減目標を設定すれば投資家の評価が改善し負債調達コストが低下するメリットを説明。会社は製品輸送による排出量削減目標を設定したが、物流の混乱による影響で排出量は一時的に増加。製造拠点の脱炭素化も推進中ながら、改善余地も存在するためエンゲージメントを継続中。
社会	K社	グローバル株式パッシブ	組織風土改革が必要な国内の化学メーカーに対するエンゲージメントにおいて、イノベーションの創出によるROEや市場評価の改善を目指し、企業カルチャーや人的資本の強化を促した。
ガバナンス	L社	グローバル債券アクティブ	米国の大手銀行に対するエンゲージメントにおいて、報酬委員会委員長と面談し、経営陣の報酬および関連するガバナンス慣行について対話した。議論の中心は、株式報酬制度、経営陣報酬の構造、評価指標、目標、報酬額に関するものだった。

#### (2) オルタナティブ投資の資産特性に応じたエンゲージメントの取組み事例【指針4-3関連】

連合会はバンクローンと不動産のオルタナティブ投資を行っています。これら資産の特性に応じたエンゲージメントの取組み事例は下表のとおりです。

運用委託先	資産	概要
M社	バンクローン	プライベートな市場であるため、借入企業の経営層との直接対話が多く、また、借手企業だけでなく、財務戦略や経営方針に影響力を有するスポンサー(PEファンド等)やアレンジャー(シンジケートローンを組成する銀行等)ともエンゲージメントしている。
N社	不動産	ファンドの価値は保有する不動産により決まるため、投資家利益が毀損することを回避するための安定的な運用、透明性の向上といったテーマにより軸足を置いたエンゲージメントを行っている。

## Ⅱ. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### (3) パッシブ運用機関の取組み状況【指針4-4関連】

パッシブの運用委託先(すべて国内信託銀行)においては、外国企業とのエンゲージメントの体制面や議決権行使のプロセス面で下表の特徴がありました。

運用委託先	エンゲージメント	議決権行使
○社	自社グループ会社の東京拠点のほか、海外拠点のスタッフも動員した自社完結型	議決権行使助言会社の調査・分析・助言サービスを活用。自社の議決権行使ガイドラインに則して作成された賛否案を参考に受領し、行使を実施。
P社	協働エンゲージメントの機会を活用し、特定したテーマで効率的なエンゲージメントを目指す自社完結型	議決権行使助言会社の助言を参考に受領し、行使を実施。同社のプラットフォーム上で行使オペレーションを実施している。
Q社	外部提携先を活用するものの、自社グループの海外拠点のスタッフもエンゲージメントに参加する外部提携先活用型	議決権行使助言会社の調査・分析・助言サービスを活用。自社の議決権行使ガイドラインに則して作成された賛否案を参考に受領し、行使を実施。
R社	エンゲージメント先の選定は外部提携先と協議した上で、エンゲージメントは外部提携先が行い、それをモニタリングする外部提携先活用型	議決権行使助言会社の議決権行使ガイドラインに沿った行使推奨と自社の同ガイドラインに沿った賛否案の両方を参考に受領し、行使を実施。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 4. 日本版スチュワードシップ・コード原則4に関する事項(続)

#### (4) 協働エンゲージメントの事例【指針4-6関連】

運用委託先は、主に下表のような協働エンゲージメントに参加しています。

協働エンゲージメント	概要	エンゲージメント事例
Climate Action 100+	気候変動問題に関連して、排出量が多い企業への協働エンゲージメントを行う国際的なイニシアチブ。AIGCC (ASIA Investor Group on Climate change)、Ceres、IGCC (Investor Group on Climate Change)、IIGCC (Institutional Investors Group on Climate Change)、PRI (Principles for Responsible Investment) が共同で運営。	国内の製鉄会社に対するエンゲージメントにおいて、脱炭素目標が国内連結子会社のみで留まり事業戦略と環境目標が整合していない点を課題と認識し、連結グループ(海外)を含む脱炭素目標の設定を促した。会社は、GX 説明会の資料の中で、海外の持分法適用会社それぞれの温室効果ガス排出量の削減目標を示した。しかし、各社の目標値をそのまま記載したものに留まっているため、同社のグループガバナンスの効いた環境目標設定を求め、エンゲージメントを継続中。
PRI-Advance	PRI が主導する、人権と社会課題に関するスチュワードシップ・イニシアチブ。国連のガイドラインに基づき、人権課題の観点から企業へのエンゲージメントを実施。	米国の金鉱業会社に対するエンゲージメントにおいて、豪州の同業企業の買収後の人権方針等について、課題認識を会社と共有。その後、労働慣行の改善策やグリーンスマメカニズム(人権侵害に対する苦情処理の仕組み)が概ね機能していることを確認した。
一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム (IICEF: Institutional Investors Collective Engagement Forum)	機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家の企業との協働エンゲージメントを支援する目的で日本で設立された団体。「機関投資家協働対話プログラム」を運営。	健康被害が発生した国内の製薬会社に対するエンゲージメントにおいて、社外取締役を含む経営陣に対し、ガバナンスの創業家依存からの脱却に向けた取組みや再発防止策の具体的な施策とスケジュールの提示を促した。会社側の説明は十分でないと捉え、再度社外取締役との対話を要請中。

出所: 概要はマーサー社が作成

協働エンゲージメントに関して、PRI in Person 2017で発表された先行研究\*では、協働エンゲージメントが成功する要因として、①リーダーシップがあること(リードインバスターがいる場合に成功率は1/3 増加、なかでも当該投資家が対象企業と同じ地域を拠点とする場合に特に成功率が改善)、②投資家の影響力が大きいこと(参加投資家が多い、保有比率が高い、投資家の保有資産額が大きい)等が示されています。

\*Dimson, Karakas and Li. (2017) Local leads, backed by global scale: The drivers of successful engagement, highlights from the Academic Network Conference and PRI in Person 2017.

連合会の複数の運用委託先は協働エンゲージメントのリードインバスターとなっています。各社とも専門的な人材(ESG アナリストや対象企業のアナリスト等)を担当者として配置し、年2 回程度の対話のほか、協働インバスターと四半期ごと、あるいは対話前後での打合せ(対話方針のすり合わせ、情報共有、進捗管理等)や議事録作成等を行い、リーダーシップを発揮しています。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項

#### 【原則5】

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

【指針5-1】機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ活動定例報告会において、2024年7月～2025年6月に行った議決権行使のデータ提出を受け、その行使状況を確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先では、国内株式では棄権した議案はありませんでした。  
外国株式では棄権が1件ありましたが、これは株主属性を問う議案に対する投票として正当なものでした。  
・議決権行使の具体的状況は、18、19ページをご参照ください。

【指針5-2】機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、議決権行使の方針として「議決権行使原則」を策定・公表し、運用委託先に対し、長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針、ガイドライン等を定め、判断の根拠が明確になるよう公表することを求めると共に、運用委託先における議決権行使に係る方針の内容をモニタリングしています。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、議決権行使の明確な方針を策定し、公表しています。また、一部の先では2025年に行使基準の改定を行いました。連合会の原則に反するものではありません。主な改定の内容(議決権行使助言会社含む)は20、21ページをご参照ください。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### 【原則5】

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

【指針5-3】機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話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、その理由を公表すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、その「議決権行使原則」に沿って、運用委託先に、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を全て公表すること、また、重要と判断した議案については賛否を問わず、理由を公表することを求めています。

運用委託先における実施状況については、スチュワードシップ活動定例報告会において確認しました。また、運用委託先の議決権行使結果を、2025年3月にスチュワードシップ活動報告書において公表しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・殆どの運用委託先は、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果及び賛否の理由を公表しています。公表していない運用委託先が1社ありましたが、連合会は当該運用委託先から公表しない理由の説明を受け、妥当なものと判断しました。

【指針5-4】機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、当該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べきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、その「議決権行使原則」に沿って、運用委託先に対し、議決権行使助言会社を利用する場合には、推奨どおりに機械的に行使するのではなく、議決権行使の最終責任は運用受託機関にあると十分に認識した上で議決権行使すること(利益相反管理を目的とする場合は除く。)を求めています。また、2025年11月に運用委託先が利用している議決権行使助言会社の名称や活用方法が公表されていることを確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、議決権行使助言会社のサービスを利用していますが、利益相反管理を目的とする場合を除き、自らの責任と判断の下で議決権を行使しています。また、利用している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しています。議決権行使助言会社の利用の事例は22ページをご参照ください。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### (1) 国内株式の議決権行使状況【指針5-1関連】

2024年度(2024年7月～2025年6月の株主総会)に行った国内株式の議決権行使状況及び前年度との対比は、以下のとおりです。

##### 【2024年度 国内株式 議決権行使結果】

議案内容	賛成	反対	棄権	反対比率
利益処分案等	771	4	0	0.5%
定款一部変更	261	0	0	0.0%
取締役選任	3,284	343	0	9.5%
監査役選任	559	10	0	1.8%
退職慰労金支給	0	8	0	100.0%
役員報酬額改定	632	16	0	2.5%
新株予約権発行	19	7	0	26.9%
会計監査人選任	12	0	0	0.0%
再構築関連	5	0	0	0.0%
その他会社提案	73	17	0	18.9%
株主提案	4	601	0	99.3%
合計	5,620	1,006	0	15.2%

##### 【2023年度 国内株式 議決権行使結果】

議案内容	賛成	反対	棄権	反対比率
利益処分案等	987	10	0	1.0%
定款一部変更	278	1	0	0.4%
取締役選任	3,883	462	0	10.6%
監査役選任	793	69	0	8.0%
退職慰労金支給	0	18	0	100.0%
役員報酬額改定	652	28	0	4.1%
新株予約権発行	39	10	0	20.4%
会計監査人選任	4	0	0	0.0%
再構築関連	6	0	0	0.0%
その他会社提案	69	13	0	15.9%
株主提案	18	287	0	94.1%
合計	6,729	898	0	11.8%

注1)再構築関連は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割に関する議案

注2)その他会社提案は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合等に関する議案

##### <国内株式の議決権行使結果について>

- ・「監査役選任」議案の反対比率が前年度比低下した(8.0%→1.8%)
- ・「新株予約権発行」議案の反対比率が前年度比上昇した(20.4%→26.9%)
- ・「その他会社提案」議案の反対比率が前年度比上昇した(15.9%→18.9%)
- ・「株主提案」議案の反対比率が前年度比上昇した(94.1%→99.3%)

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### (2) 外国株式の議決権行使状況【指針5-1関連】

2024年度(2024年7月～2025年6月の株主総会)に行った外国株式の議決権行使状況及び前年度との対比は、以下のとおりです。

##### 【2024年度 外国株式 議決権行使結果】

議案内容	賛成	反対	棄権	反対比率
利益処分案等	433	0	0	0.0%
定款一部変更	348	31	0	8.2%
取締役選任	11,238	947	0	7.8%
監査役選任	90	7	0	7.2%
退職慰労金支給	11	7	0	38.9%
役員報酬額改定	3,039	412	0	11.9%
新株予約権発行	695	120	0	14.7%
会計監査人選任	4,141	1	0	0.0%
再構築関連	193	17	0	8.1%
その他会社提案	5,843	507	1	8.0%
株主提案	875	2,011	0	69.7%
合計	26,906	4,060	1	13.1%

##### 【2023年度 外国株式 議決権行使結果】

議案内容	賛成	反対	棄権	反対比率
利益処分案等	480	0	0	0.0%
定款一部変更	321	3	0	0.9%
取締役選任	12,144	1,003	0	7.6%
監査役選任	81	26	0	24.3%
退職慰労金支給	18	3	0	14.3%
役員報酬額改定	3,528	454	0	11.4%
新株予約権発行	753	114	0	13.1%
会計監査人選任	4,351	1	0	0.0%
再構築関連	216	11	0	4.8%
その他会社提案	6,249	450	2	6.7%
株主提案	1,547	2,257	0	59.3%
合計	29,688	4,322	2	12.7%

注1)再構築関連は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割に関する議案

注2)その他会社提案は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合等に関する議案

##### <外国株式の議決権行使結果について>

- ・「定款一部変更」議案の反対比率が前年度比上昇した(0.9%→8.2%)
- ・「監査役選任」議案の反対比率が前年度比低下した(24.3%→7.2%)
- ・「退職慰労金支給」議案の反対比率が前年度比上昇した(14.3%→38.9%)
- ・「株主提案」議案の反対比率が前年度比上昇した(59.3%→69.7%)

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### (3) 運用委託先の議決権行使基準の改定状況【指針5-2関連】

運用委託先の議決権行使基準改定の主な内容は下表のとおりです。

資産	項目	改定の概要
国内株式	取締役選任(ジェンダー・ダイバーシティ)	プライム市場上場企業で、取締役会全体に占める女性取締役の比率が 10%に達していない場合、代表取締役の選任に反対(従前は「取締役、監査役、指名委員会等設置会社の執行役に、女性の存在が確認できない場合」)
	取締役選任(資本効率)	効率的な企業経営が行われていない企業(3年連続で ROE が 8%未満)の中で、ネットキャッシュが過大(3年連続で総資産の 25%以上)または業種別で ROE が3年連続下位 25%以下である企業の取締役選任にあたっては、合理的かつ納得性ある説明がなければ、在任 3 年以上の代表取締役に反対(従前は「5%未満」、「総資産の 25%以上」)
外国株式	報酬委員会委員である取締役の再任	肯定的な判断を行わないケースに以下を追加 ・過去の株主総会において、役員報酬関連議案への賛成比率が低かったにもかかわらず、十分な対応が行われていない
	株主提案	賛否判断する際に勘案する項目に以下を追加 ・取締役会の統制・経営監視機能が強化されるものであるか

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### (4) 議決権行使助言会社の議決権行使基準の改定状況【指針5-2関連】

議決権行使助言会社の議決権行使基準改定の主な内容は下表のとおりです。

国別ポリシー	ISS(Institutional Shareholder Services Inc.)	グラス・ルイス(Glass, Lewis & Co.,)
日本	<ul style="list-style-type: none"><li>2026年より、社外役員の独立性基準に在任期間(12年以上)を追加。在任期間が12年以上の社外取締役及び社外監査役は独立性がないと判断し、選任議案に反対投票を推奨。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>ジェンダー・ダイバーシティの基準を厳格化。プライム市場以外の上場企業に対しても、取締役会の性別多様性の要件を満たさない場合に例外条項適用の対象から除外。また、2026年以降、プライム市場上場企業に対し、取締役会に占める多様な性別の取締役の比率の基準を20%に引き上げる。プライム市場以外の上場企業に対し、多様な性別の取締役を1名以上求める。</li><li>2025年より、過度な政策保有株式の保有に関する方針の例外条項を厳格化。</li><li>社外取締役や社外監査役全員の在任期間が12年超の場合、取締役会議長、指名委員会委員長等に対して反対を推奨。</li><li>AIに関する記載を追加。AIに関する監督や管理が不十分であったために株主に重大な損害を与えた場合、しかるべき取締役に対して反対助言を行うことがある。</li></ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"><li>買収防衛策について、株主承認なしに短期間で採用された場合の基準を明確化。</li><li>取締役会のダイバーシティに関する議決権行使助言方針の適用を停止(2025年2月に公表)。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>AIに関する記載を追加。AIに関する監督や管理が不十分であったために株主に重大な損害を与えた場合、しかるべき取締役に対して反対助言を行うことがある。</li><li>取締役会のダイバーシティに関する議決権行使助言方針について柔軟なアプローチを採用(2025年3月に追加で改訂)投資家には取締役のダイバーシティに関する基準を適用した助言とそうでない助言の双方を提供。</li></ul>
英国	<ul style="list-style-type: none"><li>(米国で適用が停止されたダイバーシティについて、以下のポリシーを記載)UKコーポレート・ガバナンス・コードに基づき、取締役会の最低40%は女性が占めること、取締役会のシニアなポジションの一人を女性が占めることを含む、FCA上場基準に対する報告が求められている企業で開示基準を満たしていない場合には、反対を推奨する可能性がある。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>取締役会議長の任期:9年を超える場合に反対推奨していたが、9年を超える場合でもその理由について個別に評価することとする。</li><li>取締役会の多様性強化:全上場企業は40%の性別多様性を持つべきという上場基準を鑑み、取締役会の性別多様性に関する最低基準を2名に引き上げた。FTSE350については取締役会の性別多様性の最低基準を引き続き33%とする。FTSE250についてエスニックマイノリティ出身の取締役が一人もいない取締役会には反対推奨。</li><li>AIに関する記載を追加。AIに関する監督や管理が不十分であったために株主に重大な損害を与えた場合、しかるべき取締役に対して反対助言を行うことがある。</li></ul>

出所:議決権行使助言会社の資料を基にマーサー社が作成

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 5. 日本版スチュワードシップ・コード原則5に関する事項(続)

#### (5) 主な議決権行使助言会社の利用事例【指針5-4関連】

主な議決権行使助言会社の利用事例は以下のとおりです。

運用委託先	資産	概要
S社	グローバル株式 パッシブ	親会社等株式及びグループ会社が5%以上保有する米国金融株式については、議決権行使助言会社の助言に従い、議決権行使を実施。また、議決権行使事務の代行、行使プラットフォームとして利用するほか、議案の背景や各国における望ましいガバナンスに関する考え方等を参考情報として活用。
T社	グローバル株式 パッシブ	外国株式総会の議決権行使では、議決権行使助言会社の調査・分析・助言サービスを活用。また、自社の議決権行使ガイドラインに則して作成された行使推奨(カスタム推奨)を受領。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 6. 日本版スチュワードシップ・コード原則6に関する事項

#### 【原則6】

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

【指針6-1】運用機関は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、定期的に報告を行うべきである。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、連合会に対し、スチュワードシップ活動定例報告会において、スチュワードシップ責任をどのように果たしているか報告を行っています。

【指針6-2】アセットオーナーは、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、2025年3月に「2024年スチュワードシップ活動報告書」及び「2024年サステナビリティ投資報告書」を作成し、ホームページに掲載しました。

【指針6-3】機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年3月に「2024年スチュワードシップ活動報告書」、「2024年サステナビリティ投資報告書」に加え、両報告書の簡易版として、「国民年金基金連合会における安全かつ効率的な積立金運用への取組について(スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資)」を作成し、ホームページに掲載しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、スチュワードシップ活動定例報告会等において、連合会の求めに応じた報告を行いました。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 7. 日本版スチュワードシップ・コード原則7に関する事項

#### 【原則7】

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、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、当該企業との対話や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べきである。

【指針7-1】**機関投資家は**、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、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、当該企業との対話や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ていることが重要である。

このため、機関投資家は、こうした**対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべき**である。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年4月に、スチュワードシップ活動、ESG投資に係る対応等を所管業務とするフィデューシャリー業務推進部に1名を増員するなど、体制の強化を図りました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・複数の運用委託先が、スチュワードシップ活動の強化に資する体制の整備を行っています。主な体制整備の事例は26ページをご参照ください。

【指針7-2】特に、**機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべき**であり、系列の金融グループ内部の論議などに基づいて構成されるべきではない。機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等の**スチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成**に関して、また、運用機関の経営陣は、ガバナンス強化・利益相反管理に関して、それぞれ重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する**取組みを推進すべき**である。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年4月に理事長、常務理事及び運用執行理事の交代がありました。新しく就任した運用執行理事は、前任者と同様に十分な資産運用の経験を有しています。同理事はスチュワードシップ活動定例報告会の企画立案を主導、ミーティングにも出席するなど、スチュワードシップ活動に係る取組みを推進しています。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先の経営陣は、自社の「責任投資会議」等での意見、責任投資活動に係る自己評価や外部評価の内容を踏まえ、責任投資活動の実効性向上のため、組織の構築や人材育成、ガバナンス強化・利益相反管理等の取組みを推進しています。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 7. 日本版スチュワードシップ・コード原則7に関する事項(続)

#### 【原則7】

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、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、当該企業との対話や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べきである。

【指針7-3】対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年4～5月に国内の公的アセットオーナー10機関と面談し、スチュワードシップ活動に関する意見交換を行いました。また、年間を通して、PRIの会合に出席するなど、他の投資家との交流を通じ、知見向上に努めました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・多くの運用委託先は、協働エンゲージメント等の国内外のイニシアティブに参加、提言や意見交換を行っています。また、アクティビスト・ファンドやNGOともエンゲージメントを実施し、株主提案を行った理由や投資先企業の対応状況を確認したうえで、判断しています。

【指針7-4】機関投資家は、本コードの各原則(指針を含む)の実施状況を適宜の時期に省みるにより、本コードが策定を求めている各方針の改善につながるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則(指針を含む)の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年6月の日本版スチュワードシップ・コードの改訂時に、あらためて本コードの各原則の実施状況を振り返りつつ、必要な対応として8月に「スチュワードシップ責任を果たすための方針」及び「スチュワードシップ活動原則」を更新しました。更新内容は5ページをご参照ください。また、各原則の実施状況については、本報告書にまとめ、公表します。

運用委託先における各原則の実施状況および自己評価の公表状況と内容については、スチュワードシップ活動定例報告会等において確認しています。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先は、本コードの各原則(指針を含む)の実施状況を毎年自己評価し、その結果を公表しています。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 7. 日本版スチュワードシップ・コード原則7に関する事項(続)

#### (1) 運用委託先の主な体制整備の事例【指針7-1関連】

運用委託先における主な体制整備の事例は以下のとおりです。

運用委託先	資産	概要
U社	グローバル株式 アクティブ	顧客やファンドの投資目標に照らした投資戦略の整合性を高めるために、スチュワードシップ活動を行うチームをパッシブとアクティブの2チームに分割。
V社	国内債券アクティ ブ	セクターアナリスト、ESG アナリスト、議決権行使担当者、マクロエコノミストを1つの組織に集約し、財務分析を担当するセクターアナリストと非財務分析を担当する ESG アナリストが投資先企業の抱える課題について議論を深め、当該企業の着目すべき事項について従来以上に的確に把握することを可能とした。
W社	グローバル債券 アクティブ	ESG コミッティを支援するため、複数の作業グループ(規制/情報開示、議決権行使&エンゲージメント、テック&データ等)を設立し、ガバナンスの枠組みを強化。

## II. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 8. 日本版スチュワードシップ・コード原則8に関する事項

#### 【原則8】

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

【指針8-1】議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、契約している年金運用コンサルタントから、2025年10月に利益相反管理に関する方針の提出を受け、またこれが公表されていることを確認しました。議決権行使助言会社については、直接の契約がありませんが、運用委託先が利用している会社の利益相反管理に関する方針が公表されていることを確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先が、利用している議決権行使会社の利益相反管理体制について、発行体向けコンサルティングを行う子会社との、物理的なファイアウォールによる情報共有制限を確認するなどのモニタリングを行っていることを確認しました。

#### 【年金運用コンサルタントの対応・取組】

・連合会が契約している年金運用コンサルタントは、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表しています。

【指針8-2】議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することにより、企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきである。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、議決権行使助言会社と直接の契約はありませんが、2025年11月に運用委託先が利用している会社の所在地や体制等について確認しました。

#### 【運用機関の対応・取組】

・全ての運用委託先が利用している議決権助言会社は、日本に拠点を有し、人的・組織的体制や助言策定プロセスを公表しています。

## Ⅱ. 2025年におけるスチュワードシップ活動

### 8. 日本版スチュワードシップ・コード原則8に関する事項(続)

#### 【原則8】

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

【指針8-3】議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。  
助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。

#### 【連合会の対応・取組】

・連合会は、2025年8月に「スチュワードシップ活動原則」を更新した際に運用委託先に対し、あらためて、議決権行使助言会社が正確な情報に基づく助言を行うため適切な体制を整備しているかモニタリングすることを求めました(議決権行使助言会社が必要に応じて自ら投資先企業と対話しているかどうか、投資先企業の求めに応じ当該企業の意見を合わせて提供することがあるかどうか、を含む)。

#### 【運用機関の対応・取組】

・運用委託先は、利用している議決権助言会社の利益相反管理体制や正確な助言を行うための体制整備やシステム面でのリスク管理体制について確認しています(投資先企業との直接的対話や当該企業の意見の利用への取組姿勢を含む)。

# Ⅲ. サステナビリティ投資に関する取組

## 1. 連合会におけるサステナビリティ投資

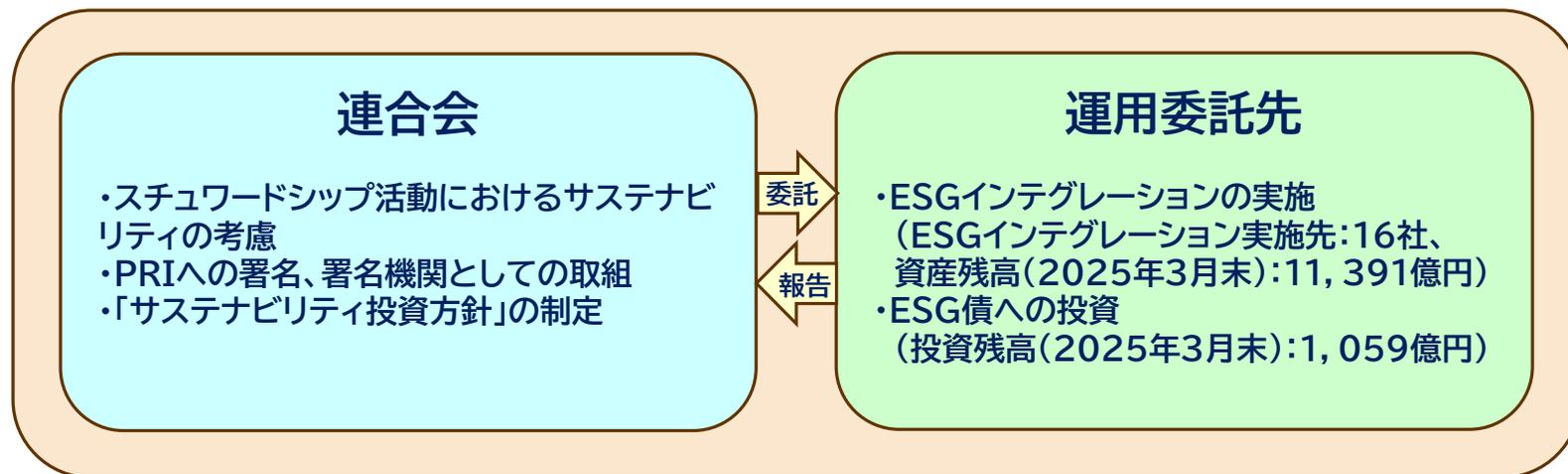
近年、スチュワードシップ活動においては、サステナビリティ(ESG 要素 を含む中長期的な持続可能性)を考慮することも求められています。

この点について連合会では、長期にわたって運用収益を獲得するためには、市場全体が持続的かつ安定的に成長することが不可欠であり、サステナビリティへの考慮は連合会の運用目標や運用受託機関としての忠実義務に反するものではないと考えています。

そうした考えの下、連合会では、運用委託先評価においてESGインティグレーションを評価ポイントに加えたり、債券投資においてESG債への投資を認めるなど、サステナビリティ投資を実施しています。

連合会は、2024年にはESG要素に配慮した投資を促進する国際的な取組であるPRI(責任投資原則)にも署名し、サステナビリティ投資を推進しています。また、PRIの署名機関としてサステナビリティ投資へのコミットメントを示すため「サステナビリティ投資方針」を制定し、ホームページに公表しています。

### 【連合会におけるサステナビリティ投資の概要】



# Ⅲ. サステナビリティ投資に関する取組

## 2. ESGインテグレーションとその目的

連合会の運用委託先では、ESG関連の情報を運用プロセスに組み込み(ESGインテグレーション)投資先を評価しています。具体的事例は以下のとおりです。

運用委託先	資産	目的(概要)
X社	グローバル債券 アクティブ	ESG 関連の情報を独自に収集・分析し、運用プロセスに組み込んでいる。これにより信用力分析の一環として発行体の持続可能性を評価する上で潜在的なリスクの早期把握が可能になっている。
Y社	国内債券アクティブ	ESG の情報・分析結果を一情報として運用プロセスに組み込んでいる。ESG 評価が低い企業はスプレッドが厚い傾向があるが、リスクを十分に考慮した上で、ESG 評価の低い企業に投資し、エンゲージメントで評価を改善させることで、スプレッドのタイト化(運用収益の向上)につなげている。
Z社	グローバル株式 アクティブ	独自開発の計量モデルを用いて非財務情報を魅力度判断に考慮することによって、投資アイデアの分散が図られている。

### 【ESGインテグレーションとは】

ESG投資の代表的な投資手法の一つです。

投資判断の際、従来用いられていた「財務情報」に加えて、環境や社会問題への対応など企業のESG(環境・社会・企業統治)に関する取り組みを「非財務情報」として組み入れ、総合的に企業を評価することです。

# Ⅲ. サステナビリティ投資に関する取組

## 3. 運用委託先におけるESGインテグレーションの実施状況

連合会の運用委託先におけるESGインテグレーションの実施状況は、2025年3月末時点で、16社、約11,391億円(連合会の運用資産の約22%)となっています。詳細は、以下のとおりです。

ESGインテグレーションを実施しているプロダクト	社数	時価残高合計(億円) (2025年3月末)	連合会資産内の比率
国内債券アクティブファンド	1	308	0.58%
グローバル債券アクティブファンド	8	4,278	8.07%
グローバル株式アクティブファンド	2	4,336	8.18%
不動産ファンド	2	1,523	2.87%
バンクローンファンド	3	945	1.78%
合計	16	11,391	21.50%

## 4. ESG債の保有状況

連合会におけるESG債の保有状況は、2025年3月末時点で、約1,059億円(連合会の運用資産の約2%)となっています。詳細は、以下のとおりです。

種類	概要	時価残高合計(億円) (2025年3月末)	連合会資産内の保有比率	【参考】 時価残高合計(億円) (2024年3月末)	連合会資産内の保有比率
1 グリーンボンド	環境問題の解決に資するグリーンプロジェクトに要する資金の調達を目的とする債券	498	0.94%	431	0.81%
2 ソーシャルボンド	社会課題の解決に資するソーシャルプロジェクトに要する資金の調達を目的とする債券	285	0.54%	125	0.23%
3 サステナビリティボンド	グリーン及びソーシャル双方のプロジェクトに要する資金の調達を目的とする債券	188	0.36%	165	0.31%
4 トランジションボンド	脱炭素社会への「移行」に関連する事業に要する資金の調達を目的とする債券	10	0.02%	3	0.00%
5 サステナビリティ・リンクド・ボンド	発行体の定めるサステナビリティ目標の達成度合いに応じて条件が変動する債券	78	0.15%	68	0.13%
合計		1,059	2.00%	792	1.49%

# Ⅲ. サステナビリティ投資に関する取組

## 5. ESG投資に関する参考情報

### (1) ESG債の種類・市場規模

ESG債の種類・市場規模は、以下のとおりです。

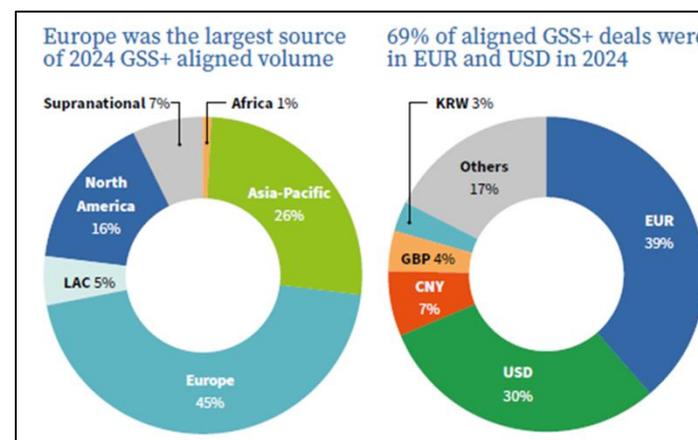
ESG債の種類・市場規模

種類	内容	市場規模（2006年からの累積）	%
1 グリーンボンド	環境問題の解決に資金用途を限定した債券	33,663億ドル	62
2 ソーシャルボンド	社会問題の解決に資金用途を限定した債券	10,529億ドル	19
3 サステナビリティボンド	環境・社会課題の解決に資金用途を限定した債券	9,565億ドル	18
4 サステナビリティ・リンクド・ボンド	発行体のサステナビリティに関するKPIの達成状況によりクーポンが変動する債券（多くの場合目標達成によりクーポンが上昇）	554億ドル	1

出所: Climate Bonds Initiative を基にマーサー社が作成



出所: Climate Bonds Initiative



出所: Climate Bonds Initiative

# Ⅲ. サステナビリティ投資に関する取組

## 5. ESG投資に関する参考情報(続)

### (2) ESG指数

株式運用の代表的なESG指数の例としては、以下のようなものが挙げられます。(マーサー社が同社の登録データを基に代表的と考えられる指数を選択)

名称	指数会社	指数の内容
MSCI World ESG Focus Index	MSCI	ESG要因へのエクスポージャーを最大化する一方、親指数と同様のリスク・リターン特性を示すように設計される。多様なセクターにおける高いESGレーティングの企業を対象とし、タバコや特定の武器、化石燃料採掘、石炭発電関連の企業は除外する。
FTSE4Good Index	FTSE	ESGの観点からFTSEが策定する基準を満たす企業に投資する。FTSEではESGの各要素について300の基準を設定、スコアを算出している。
MSCI World Low Carbon Target Index	MSCI	炭素排出量と化石燃料埋蔵量に着目し、最適化する。炭素エクスポージャーを親指数対比で50%削減、親指数とのトラッキングエラーを最小とし、セクターや国、地域のバイアスは低位に保つ。
FTSE All-World ex CW Climate Balanced Factor Index	FTSE	サステナビリティを考慮したスマートベータ戦略。(i)バリュー、クオリティ、低ボラティリティ、サイズの各要因へのバランスの取れたエクスポージャーを達成し、(ii)気候変動に関連するリスクと機会を考慮するよう、ウェイトを調整している。
MSCI World Selection Index (MSCI World ESG Leaders Indexから改称)	MSCI	MSCI World Indexを親指数とし、ESG基準に基づいて企業を選定した、浮動株調整後の時価総額加重平均型インデックス。株式市場へのトラッキングエラーを比較的低く抑えつつ、強力なサステナビリティプロファイルを持つ企業へのエクスポージャーを求める機関投資家向けに設計。

過去10年の実績

	MSCI World ESG Focus Index	FTSE4Good Index	MSCI World Low Carbon Target Index	FTSE All-World ex CW Climate Balanced Factor Index	MSCI World Selection Index	MSCI World
リターン (年率)	15.38%	15.57%	15.41%	13.12%	15.32%	15.40%
標準偏差 (年率)	17.26%	16.35%	16.42%	14.91%	16.44%	16.36%
リターン/標準偏差	0.64	0.69	0.68	0.60	0.67	0.68

\*過去実績は2025年9月末時点

出所:eVestmentのデータを基にマーサー社が作成

## IV. 近時のトピック

### 1. 米トランプ政権下におけるESG投資への影響

「米トランプ政権下におけるESG投資への影響」について、運用委託先22社(再委託先を含む)にヒアリングを実施しました。調査結果は、以下の通りです。

#### (1)2025年4～5月における調査

米トランプ政権による反ESG政策の影響が広がりを見せるなか、運用委託先に対し、NZAM(Net Zero Asset Managers initiative)等のESG関連の国際的枠組みからの脱退の動き等の近時の動向を踏まえ、サステナビリティ投資への取組方針・体制等にどのような変化があるか確認しました。

各種枠組みから脱退した運用委託先及び運用委託先の親会社が一部にあったものの、いずれも脱退後もサステナビリティ投資が重要との考えに変化はなく、これまでの取り組みを継続・強化していく方針としていました。なお、PRIから脱退した社はありませんでした。

また、各種枠組みから脱退していない運用委託先においても、サステナビリティ投資に対するコミットメントに変化なく、方針・体制等が弱まる動きは見られませんでした。

#### (2)2025年8～9月における調査

米国企業に対するエンゲージメント及び議決権行使にどのような変化が生じているかを確認しました。

米国企業に対するエンゲージメントに影響があったと回答した社数(4社)よりも影響がなかったと回答した社数(8社)が多くを占めていました(残りの10社は米国企業とエンゲージメントしていない、回答無し等)。影響があった社は、主に気候変動やダイバーシティ等をテーマとした対話が減少したと回答しました。

議決権行使については、米国のSECによる株主提案除外ルールの規定が変更され、発行体側が株主提案を除外しやすくなったことにより、株主提案数が減少したとの回答が多くの中から示されました。

## V. 今後の取組

---

### 1. スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資の高度化

連合会は、スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資に関する最新の取組等について調査研究を行い、知見やノウハウを蓄積し、スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資の高度化を図ってまいります。

### 2. 運用委託先とのエンゲージメントの更なる推進

連合会は、今後も運用委託先とのエンゲージメントを通じて、スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資を推進してまいります。

### 3. 他のアセットオーナーとのネットワーク拡大

連合会は、他のアセットオーナーとのネットワークを拡大し、スチュワードシップ活動・サステナビリティ投資の強化に資する情報交換を行ってまいります。

### 4. コーポレートガバナンス・コードの改訂への対応

連合会は、コーポレートガバナンス・コードの見直しに関し情報収集を行い、それに基づく対応について検討し、実施してまいります。

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (1) 連合会規程「スチュワードシップ責任を果たすための方針」への対応状況

チェック項目	チェックポイント	評価			評価集計結果			
		十分対応している	対応している	対応していない	十分対応している	対応している	対応していない	対応していない理由等
各コード・原則の受入れ状況	コード受入れの有無	スチュワードシップコード(日本版or英国版)、国連PRI原則いずれも受け入れ	スチュワードシップコード(日本版or英国版)、国連PRI原則いずれかを受け入れ	スチュワードシップコード(日本版or英国版)、国連PRI原則いずれも受け入れず	100%	0%	0%	
スチュワードシップ責任を果たすための方針	方針の内容	明確な方針が策定されている。組織的・定期的な内容見直しの仕組みがある。	明確な方針が策定されている。必要が生じた場合に見直しをすることとしており、組織的・定期的な見直しの仕組みはない。	方針が策定されていない。または策定されていても不十分な内容である。	95%	5%	0%	
	サステナビリティ	活動においてどのようにサステナビリティの考慮を行うのが方針に盛り込まれている。考慮の方法が運用戦略とどう整合的であるのか、投資先企業の価値向上に資するものであるのが明確である。	活動においてどのようにサステナビリティの考慮を行うのが方針に盛り込まれているが、運用戦略やスチュワードシップ責任との整合性について説明が不十分である。	活動においてどのようにサステナビリティの考慮を行うのが方針に盛り込まれていない。	100%	0%	0%	
	情報開示	方針は自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請に基づき、特定の顧客にのみ開示されている。	方針は公表されていない。	100%	0%	0%	
	各原則に対するコンプライの状況、またはエクスプレインの内容	全ての原則についてコンプライまたはエクスプレインされており、内容に合理性がある。	全ての原則についてコンプライまたはエクスプレインされており、内容はおおむね合理的である。	コンプライまたはエクスプレインされていない原則がある。またはコンプライまたはエクスプレインされていても内容が合理的でない。	95%	5%	0%	
	方針に変更がある場合、その内容と変更理由	変更理由が明確に説明されており、変更内容は合理的である。	変更理由が明確に説明されており、変更内容はおおむね合理的である。	変更理由が説明されていない。または変更理由は合理的でない。	100%	0%	0%	
	組織体制	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されており、投資哲学との一貫性がある。	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されている。	議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されていない。	100%	0%	0%	
	運用との連携	スチュワードシップ活動を行う部署と運用チームが定期的な情報共有を行い、スチュワードシップ活動の結果を運用に活用している。	スチュワードシップ活動を行う部署と運用チームの連携はあるものの、確立されたプロセスがない。あるいは実際の運用に活用されていない。	スチュワードシップ活動を行う部署と運用チームの連携はない。	100%	0%	0%	
	議決権行使の意思決定プロセス	意思決定プロセスが確立されており、投資哲学との一貫性がある。	意思決定プロセスが確立されている。	意思決定プロセスが確立されていない。	100%	0%	0%	

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (1) 連合会規程「スチュワードシップ責任を果たすための方針」への対応状況(続)

チェック項目	チェックポイント	評価			評価集計結果			
		十分対応している	対応している	対応していない	十分対応している	対応している	対応していない	対応していない理由等
スチュワードシップ責任を果たすための方針	議決権行使助言会社の利用状況、利用目的	利用している場合、会社名と具体的な活用方法の説明がある。自社の意思決定を基本とし、議決権行使助言会社の推奨は参考としている。	利用している場合、会社名と具体的な活用方法の説明がある。一部の対象会社について、議決権行使助言会社の推奨をそのまま行使内容としている。	利用している場合、会社名またはかつ具体的な活用方法の説明がない。議決権行使助言会社の推奨をそのまま行使内容としている。	100%	0%	0%	
	議決権行使助言会社の管理体制	議決権行使助言会社の利益相反管理体制、正確な助言を行うための適切な体制整備がとれているか定期的に確認している。	議決権行使助言会社の利益相反管理体制、正確な助言を行うための適切な体制整備がとれているか確認している。	議決権行使助言会社の利益相反管理体制、正確な助言を行うための適切な体制整備がとれていない。	100%	0%	0%	
	体制やプロセスに変更がある場合、その内容と変更理由	変更理由が明確に説明されており、変更内容は合理的である。	変更理由が明確に説明されており、変更内容はおおむね合理的である。	変更理由が説明されていない。または変更理由は合理的でない。	100%	0%	0%	
利益相反を管理するための方針	方針の内容	類型化された利益相反に対する管理方針が具体的に策定されており、定期的な内容見直しの仕組みがある。	利益相反を管理するための明確な方針が策定されている。	利益相反を管理するための方針が策定されていない。または策定されていても十分な内容でない。	100%	0%	0%	
	情報開示	方針及び利益相反防止のための体制は自社のホームページなどで公表されている。	方針及び利益相反防止のための体制は要請のある、特定の顧客にのみ開示されている。	方針及び利益相反防止のための体制は公表されていない。	95%	5%	0%	
投資先企業とのエンゲージメントの方針	方針の内容	対象企業の選択基準や対話すべき内容など、エンゲージメントを行うための仕組みが整えられており、明確な対話の方針が策定されている。	対象企業の選択基準や対話すべき内容など、明確なエンゲージメントの方針が策定されている。	対象企業の選択基準が策定されていない。または策定されていても十分な内容である。	100%	0%	0%	
	情報開示	自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請のある、特定の顧客にのみ開示されている。	方針は公表されていない。	100%	0%	0%	
株主議決権行使方針(行使基準)	方針の内容	明確な方針が策定されている。組織的・定期的な内容見直しの仕組みがある。	明確な方針が策定されている。必要が生じた場合に見直しをすることとしており、組織的・定期的な見直しの仕組みはない。	方針や基準が策定されていない。または策定されていても十分な内容である。	95%	5%	0%	
	情報開示	自社のホームページなどで公表されている。	方針は要請のある、特定の顧客にのみ開示されている。	方針は公表されていない。	90%	10%	0%	

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (2) 連合会規程「スチュワードシップ活動原則」への対応状況

	項目	内容	遵守している割合	遵守していない理由等
運用受託機関におけるコーポレート・ガバナンス体制	1. (1)	運用受託機関は、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れること。	94%	【外国債券アクティブ】 「日本版スチュワードシップ・コード」は日本の上場株式以外へも適用可能とされているが、「引き続き、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いて各原則・指針が定められており」としているため受入れていない。
	1. (2)	運用受託機関は、自らのコーポレート・ガバナンス体制を整えること。特に、運用機関としての独立性、透明性を高めるため、独立性の高い社外取締役を導入する等、監督の仕組みを整えること。	94%	【世界株式アクティブ】 親会社は、社外取締役を導入している。
	1. (3)	運用受託機関は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための組織・体制の構築、人材育成を行うこと。	100%	
	1. (4)	運用受託機関は、役職員の報酬体系がどのように受益者の利益に合致しているか説明を行うこと。	100%	
運用受託機関における利益相反管理	2. (1)	運用受託機関は、受益者の利益を第一として行動するために、適切に利益相反(企業グループに所属する場合にはグループ内における利益相反、年金運用コンサルタントとの利益相反を含む。)を管理すること。管理に当たっては、利益相反の種類を資本関係、取引関係等に類型化した上で、管理方針を策定し、公表すること。	94%	【世界株式アクティブ】 公表は行っていないが顧客向け開示はしている。親会社の株式には投資を行っていない。
	2. (2)	運用受託機関は、独立性の高い第三者委員会の設置等、利益相反を防止するための体制・仕組みを構築し、公表すること。第三者委員会の構成は、独立性、経験等も十分考慮して検討すること。	94%	【世界株式アクティブ】 利益相反に関して、厳しいガイドラインを制定している。顧客の利益を守ることを第一目標とした適切な行動を取る措置が講じられる。
	2. (3)	運用受託機関は、自社、親会社又はグループ会社等の利害関係先に対して議決権行使を行う場合、第三者委員会等による行使判断や妥当性の検討、議決権行使助言会社の推奨の適用等、恣意性を排除する仕組みを整えること。	100%	
エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針	3. (1)	運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を実施するに当たり、スチュワードシップ活動方針を策定し、公表すること。	100%	
	3. (2)	運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動についてはショートターミズムに陥らないよう、中長期の視点から株主価値向上に資する内容、質を重視して取り込むこと。また、実効的な活動が行えるよう、中長期のアクションプランの策定等も検討すること。	100%	
	3. (3)	運用受託機関は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書、統合報告書等に記載の非財務情報も十分に活用しエンゲージメントを行うこと。	100%	
	3. (4)	運用受託機関は、各国のコーポレートガバナンス・コード又はそれに準ずるものの各原則において、企業が実施しない理由を説明している項目について、企業の考えを十分にヒアリングすること。	100%	

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (2) 連合会規程「スチュワードシップ活動原則」への対応状況(続)

	項目	内容	遵守している割合	遵守していない理由等
エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針	3. (5)	パッシブ運用を行う運用受託機関は、連合会の株式運用におけるパッシブ運用比率が高く、市場全体の中長期的な成長が収益率向上には欠かせないことを踏まえ、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し、実効性のある取組みを実践すること。	100%	
	3. (6)	運用受託機関は、エンゲージメント代行会社を利用する場合、採用に当たり、組織体制、人員等についてデューデリジェンスを実施するとともに、採用後にはサービス内容についてモニタリング・評価を継続的にを行い、必要に応じてエンゲージメントを行うこと。	100%	
	3. (7)	投資先企業におけるESG(環境・社会・ガバナンス)を適切に考慮することは、中長期的なリスク調整後の収益率の拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するものであり、投資にESGの要素を考慮することの意義は大きいと考えられることから、運用受託機関には、セクターにおける重要性、企業の実情等を踏まえて、ESG課題に取り組むこと。	100%	
	3. (8)	投資先企業におけるサステナビリティを適切に考慮することは、中長期的なリスク調整後の収益率の拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長等に資するものであり、投資にサステナビリティを考慮することの意義は大きいと考えられることから、運用受託機関は、セクターにおける重要性、企業の実情等を踏まえて、投資先のサステナビリティに関連するリスク・収益機会を把握し、それに基づいてエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動に積極的に取り組むこと。	100%	
	3. (9)	運用受託機関は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すること。また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。	87%	
	3. (10)	運用受託機関は、投資先企業との対話を行うに当たって、単独で対話を行うほか、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)を重要な選択肢として検討し、対話方法の選択の考え方について連合会に説明すること。また、対話が連合会の利益にかなっているか、および投資先企業の持続的成長に資する建設的なものとなるかどうかを念頭に置いているかについて連合会に説明すること。	94%	
議決権行使	4. (1)	運用受託機関は、議決権行使について、連合会から委託されたものであることを十分に認識し、受託者責任の観点から専ら受益者の利益のために議決権を行使すること。	100%	
	4. (2)	運用受託機関は、投資先企業がコーポレートガバナンス・コードに対して適切な対応(コンプライ・オア・エクスプレイン)を取っているかを踏まえて議決権を行使すること。	100%	
	4. (3)	運用受託機関は、議決権行使において議決権行使助言会社を利用する場合、採用に当たり、人的・組織的体制の整備や助言策定プロセスについてデューデリジェンスを実施するとともに、採用後には議決権行使助言会社の名称及び活用方法を公表し、その助言内容についてモニタリング・評価を継続的にを行い、必要に応じてエンゲージメントを行うこと(利益相反管理を目的とする場合は除く)。	100%	

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (3) 連合会規程「議決権行使原則」への対応状況

	項目	内容	遵守している割合	遵守していない理由等
議決権行使原則	1.	運用受託機関は、長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針、ガイドライン等を定め、判断の根拠が明確になるよう公表すること。	100%	【世界株式アクティブ】 公表は行っていないが、顧客向け開示は行っている。
	2.	運用受託機関は、形式的な議決権行使とならないよう投資先企業とのエンゲージメントを重視すること。	100%	
	3.	運用受託機関は、サステナビリティを考慮することは中長期的な企業価値向上のために重要であると認識し、投資先企業のサステナビリティを考慮した上で適切に議決権行使すること。	100%	
	4.	運用受託機関は、少数株主の権利を損なうおそれがある議案については十分検討を行い適切に議決権行使すること。	100%	
	5.	運用受託機関は、各国のコーポレートガバナンス・コードが企業に対して求めている事項を踏まえて適切に議決権行使すること。同様のコード又はそれに準ずるものが無い場合には各運用受託機関が投資先企業に求める水準に従って適切に議決権行使すること。	100%	
	6.	運用受託機関は、議決権行使において議決権行使助言会社を利用する場合には、推奨どおりに機械的に行使するのではなく、議決権行使の最終責任は運用受託機関にあると十分に認識した上で議決権行使すること(利益相反管理を目的とする場合は除く。)	100%	
	7.	運用受託機関は、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を全て公表すること。議決権行使の賛否の理由についても、投資先企業とのエンゲージメントにおいて重要と判断した議案は賛否を問わず、公表すること。	86%	【世界株式アクティブ】 公表は行っていないが、顧客向け開示は行っている。
	8.	運用受託機関は、重要性又は必要に応じて、企業に議決権行使結果及び判断理由を説明又は公表すること。	100%	【世界株式アクティブ】 公表は行っていないが、顧客向け開示は行っている。
	9.	運用受託機関は、議決権行使結果を定期的に振り返り、自己評価を行い、スチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すること。	100%	
	10.	運用受託機関は、自己評価の結果を踏まえ、必要に応じて、翌年度以降の議決権行使方針を見直すこと。	100%	

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (4) 連合会規程「サステナビリティ投資方針」への対応状況

	チェック項目	チェックポイント	評価			判断基準	評価集計結果			
			十分対応している	対応している	対応していない		十分対応している	対応している	対応していない	対応していない理由等
ESGに関する評価基準	投資方針	国基連の投資原則との整合性	ESG投資の目的は長期的なリスクまたはリターンの改善に位置づけられており、投資原則に整合している。	ESG投資の目的は、短期的なリスク・リターン改善やESG問題の解決のみになっており、投資原則に整合しない点が多い。	ESG投資の方針・目的が明確でない。	-	100%	0%	0%	
		ESG投資の運用哲学及び投資方針との整合性	ESG投資の運用哲学及び投資方針が明確であり、投資プロセスとの整合性もある。	ESG投資の運用哲学及び投資方針はあるものの、投資プロセスとの整合性が見られない。または不十分な内容である。	ESGの運用哲学及び投資方針が明確でない。	-	100%	0%	0%	
	投資プロセス	体系的な投資プロセス	投資プロセスはルール化されており、体系的なESG要素の活用がされている。投資プロセスに従った運用になっているかの監視や、定期的なプロセスの見直しが実施されている。	投資プロセスや投資の監視は、一部マネジャーの主観的な判断によっており、ルール化されていない部分がある。	投資プロセスが明確でない。	-	90%	10%	0%	
		投資プロセスの内容	プロセスの各ステップで、どのようにESGリサーチ、データを取り入れるかが明確である。最終意思決定者がESGの問題を把握し、投資判断に反映している。	ESGリサーチの取り入れ方は確実なシステムでない。最終意思決定者がESGの問題を把握し、投資判断に反映していることが確認できない。	投資プロセスが明確でない。	-	95%	5%	0%	
		パフォーマンス	パフォーマンスがESG投資の運用哲学及び投資方針と一致している。	パフォーマンスがESG投資の運用哲学及び投資方針と一致していない。	ESGの運用哲学及び投資方針が明確でない。	投資方針から想定されるファクター・リターンとパフォーマンスの方向が一致しているか。	-	95%	5%	0%

# 【参考資料】

## 1. 連合会の規程等への対応状況

### (4) 連合会規程「サステナビリティ投資方針」への対応状況(続)

	チェック項目	チェックポイント	評価			判断基準	評価集計結果			
			十分対応している	対応している	対応していない		十分対応している	対応している	対応していない	対応していない理由等
ESGに関する評価基準	体制	知識・能力	ESG投資が運用会社の内部で広く認知され、一部の担当者に任せきりになっていない。	ESG投資の担当者は存在するが、組織内の他の担当者のESGに関する認知が不十分である。	ESG投資の責任者が不明確。	-	100%	0%	0%	
		投資チーム	ESGリサーチ専門チームが置かれており、投資チームやスチュワードシップチームとの定期的な議論や助言が行われている。もしくは専門チームはないが、運用に携わるメンバーはESGについて専門知識を有し、リサーチを行っている。	ESGリサーチ専門チームと他チームの情報交換の方法は予め決められていない・ESGリサーチ専門チームが下位に置かれ、他チームの運用を監督できない。もしくは運用に携わるメンバーのESGに対する理解、知識は不足している。	運用に携わるチームやメンバーの関係性、知識が不明確。	体制の形によらず、ESGリサーチの内容が確実に運用チームに把握され、活用されていることを確認する。	95%	5%	0%	
		データの活用、評価要領	ESG投資の判断インフラが整備されている。複数かつ投資プロセスに統合した独自性のある情報源やデータを活用している。アウトソーシングを活用しつつも、主体的な判断をしている。	アウトソーシングに頼り、主体的な判断がなされていない。	ESG投資の判断インフラが整備されていない。	-	95%	5%	0%	
		情報開示	ESG投資について年次報告書や自社のホームページなどで公表されている。	ESG投資の方針は、要請のある特定の顧客にのみ開示されている。	方針は公表されていない。	-	85%	15%	0%	
	ポートフォリオ	ESG投資基準との整合性	ポートフォリオはESG投資基準が反映されたものとなっている。	ポートフォリオはESG投資基準がある程度反映されたものとなっている。	ポートフォリオとESG投資基準との整合性が見られない。	投資基準から考えてオーバーウェイトとなるべき業種・ファクターが逆になっていないが。	76%	24%	0%	
ESGリスク管理		ポートフォリオの長期パフォーマンスに影響を与えるESGリスクを具体的に特定し、測定可能な指標によってモニタリング・管理されている。甚大なESGリスクが発生した場合の対処方法が予め定められている。	ESGリスクの定義は抽象的で、体系的な監視が行われていない。甚大なESGリスクへの対処方法は確立されていない。	ESGリスク管理について明確でない。	-	83%	17%	0%		