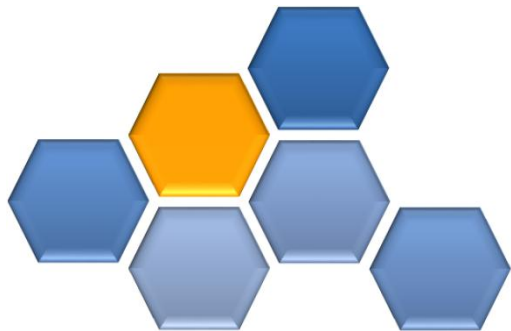


令和7年 スチュワードシップ活動の報告



目次

1. 私学事業団の取り組み	2
2. 運用受託機関の取り組み	
体制	7
ESG情報の考慮	9
エンゲージメント	10
協働エンゲージメント・イニシアティブ	14
議決権行使	15
今期の取り組みや今後の課題	20
3. 今後の課題・取り組み	21

1. 私学事業団の取り組み

- ◆ 日本私立学校振興・共済事業団(以下「私学事業団」といいます。)は、アセットオーナーとして、平成26年8月25日に日本版スチュワードシップ・コード(以下「コード」といいます。)の受け入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」(以下「方針」といいます。)を公表しました。
- ◆ 令和7年6月26日に公表されたコードの第3次改訂においてエンゲージメント(対話)機能の強化が謳われたことを受け、私学事業団においても、投資家と企業のエンゲージメントがより実質的なものとなるよう方針を見直し、同年12月に受け入れを公表しました。

【参考】日本版スチュワードシップ・コード(2025年6月26日改訂)

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。
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。
原則3	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。
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。
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。
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。
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。
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。

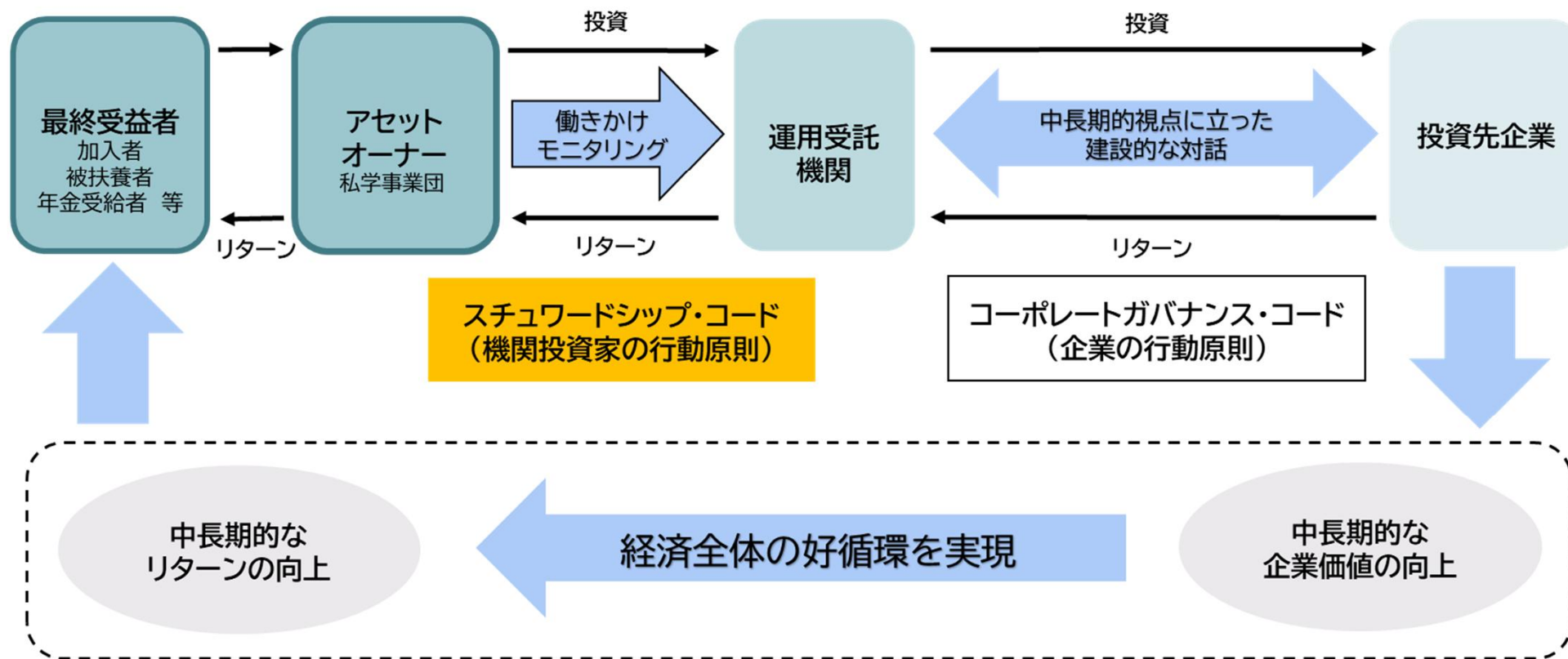
私学事業団では運用資産の多くを委託運用していますが、投資一任契約を結んでいるすべての運用受託機関がスチュワードシップ活動に係る明確な方針を策定・公表のうえ、令和7年6月に改訂されたコードを受け入れていることを確認しています。

外貨建て資産の再委託先など一部の運用機関でコードを受け入れていない場合もありますが、投資一任契約先からの情報共有によりその趣旨が理解されているとともに、PRIの原則に基づく取り組みや英国版スチュワードシップ・コードの受け入れ等により、同等又はそれ以上の質が維持されています。

1. 私学事業団の取り組み

- ◆ 私学事業団は、最終受益者である加入者や被扶養者、年金受給者(以下「加入者等」といいます)の年金積立金の利益を守るため、運用受託機関に対する働きかけやモニタリングを通じて投資先企業の健全な成長を促しています。

【スチュワードシップ活動のイメージ図】 金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)」資料を基に作成

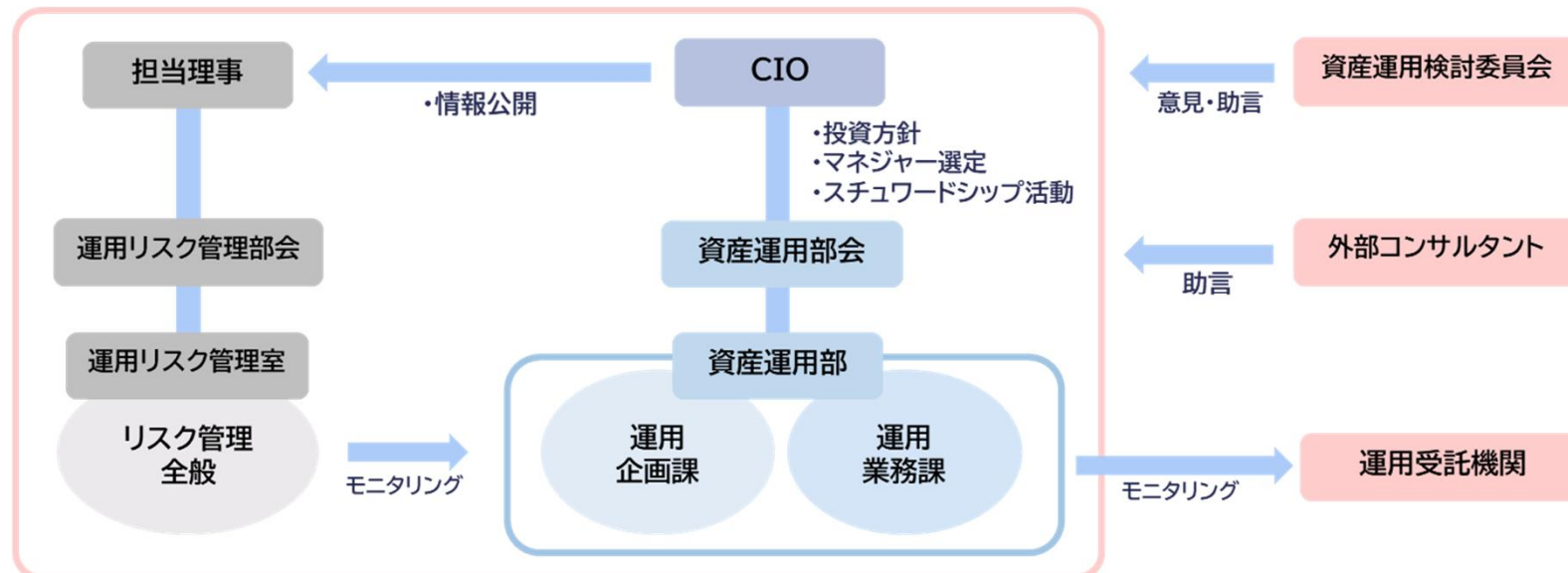


【スチュワードシップ活動】
機関投資家が、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、投資先企業について深く理解したうえで建設的な対話(エンゲージメント)を行い、企業価値の向上や持続的成長を促すこと。

1. 私学事業団の取り組み

○ スチュワードシップ活動に関するガバナンス

- ◆ 私学事業団は、受託者責任の観点から組織的なガバナンスのもとでスチュワードシップ活動を実施しています。
- ◆ 運用担当責任者(CIO)のもと、資産運用部が運用受託機関のスチュワードシップ活動のモニタリングの実務及び評価を行っています。
- ◆ 実務に当たっては、関係部署等を含む資産運用部会の審議を経たうえで実施しています。
- ◆ スチュワードシップ活動に関する方針や年次報告書、PRIレポーティング等の情報公開に関する事項については、担当理事の責任のもと実施しています。
- ◆ スチュワードシップ活動についても、必要に応じて資産運用検討委員会の専門的知見に基づく意見や助言を得ています。



- ◆ 私学事業団は外部コンサルタントの助言を受けていますが、その外部コンサルタントは利益相反管理方針の策定等、コンサルタントの中立性に関するガバナンス体制を強化する取り組みを行っていることを確認しています。

1. 私学事業団の取り組み

○ 「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」への参加

- ◆ 令和7年9月30日(火)に開催された第3回会合ではCIOが登壇し、アセットオーナー・プリンシプルを踏まえた取り組み等について説明したほか、他の管理運用団体やアセットマネジャー、企業との活発な意見交換に参加しました。
- ◆ 投資先企業の考えに触れる貴重な機会として、今後も参加を継続したいと考えています。



○ 責任投資原則(PRI)への署名

- ◆ 私学事業団は令和6年に責任投資原則(Principles for Responsible Investment:以下「PRI」といいます)の署名機関になりました。
- ◆ PRI署名を通じ、長期投資家として長期で安全かつ持続的な収益を確保する責務を全うするために、今後もESGを考慮した投資の推進について検討を進めたいと考えています。ESG投資については、パッシブ又はアクティブの投資手法を問わずポートフォリオ全体のリスク・リターン特性の改善に寄与が見込めることが望ましいと考えており、導入について継続的に検討していきます。
- ◆ 署名後初年度となる令和7年は、PRIジャパン・ネットワーク全体会合(7月及び10月開催)やアセットオーナーワークショップ(11月開催)、各種セミナーに参加し、中長期的な企業価値向上と社会的課題解決に向けてESGを考慮した投資活動に関する知見の蓄積に努めました。
- ◆ また、署名後初年度は任意提出とされる年次報告書を提出し、PRIより取り組みの評価を受けました。年次報告書の提出によって得た結果を基に、私学事業団の課題解決に向けて取り組みを進めています。



1. 私学事業団の取り組み

○ 運用受託機関の選定

- ◆ 私学事業団では主に委託運用によって受託資産を運用していることから、運用受託機関を採用する際には、運用哲学や運用実績のほかESG要素の活用状況について確認しています。
- ◆ 株式の運用受託機関に対しては、保有する国内株式及び外国株式について、私学事業団が策定する「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」に基づき適切に株主議決権の代理行使することを求め、加入者等の利益のための投資収益の安定性確保を図っています。
- ◆ 運用受託機関の選定にあたっては、原則としてPRIの署名団体であることを求めています。



○ 運用受託機関のモニタリング

- ◆ 運用受託機関に対して求めるエンゲージメント活動は、企業との対話内容の質(企業価値を高めるための経営理念、中長期的なビジョンや事業戦略、ガバナンスの状況等)を重視し、運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む)の考慮に基づく建設的な対話も併せて求めることとしています。
- ◆ 採用後も、オルタナティブ資産を除くすべての運用受託機関に対し定期的にヒアリングを行い、運用やスチュワードシップ活動の状況についてモニタリングを実施しています。



私学事業団は、今後もより適切なスチュワードシップ責任の在り方を検討し、必要に応じて方針の見直しを実施します。

2. 運用受託機関の取り組み

○ 体制

- ◆ すべての運用受託機関でスチュワードシップ責任を果たすための具体的な方針を策定・公表しているほか、多くの運用受託機関においてスチュワードシップ活動の専任部署及びその活動を統括する会議体を設置し、組織的かつ継続的な取り組みを推進しています。
- ◆ 議決権行使を含むエンゲージメント活動においては、加入者等の利益を最優先とする観点から、利益相反が生じ得る局面をあらかじめ具体的に特定したうえでその影響を実効的に排除するための方針を策定し、公表しています。さらに、利益相反管理の独立性を確保するため、第三者委員会または社内の独立部署が意思決定プロセスを監督するほか、親会社や主要取引先に関する議案といった利益相反の懸念が高い案件については外部助言会社の意見を採用するなど、厳正に判断しています。
- ◆ 企業とのエンゲージメントやスチュワードシップ活動に伴う判断を適切かつ円滑に行うために、様々な取り組みが行われています。

スキルの習得や人材育成の取り組み事例

事例①	<p>ポートフォリオ・マネジャー、リサーチ・アナリスト、スチュワードシップ担当者が、投資先企業だけではなく、同業他社や他業種に属する企業も含め幅広く調査を行い、そこで得た情報を共有・蓄積することで、個人及び組織としての知見を高めている。また、プロフェッショナル人材の育成を目的として、従業員に対し専門性を高めるための研修を行っているほか、外部の専門家が開催するセミナー等に参加することで、スチュワードシップ活動に関する知識を高める努力をしている。</p>
事例②	<p>スチュワードシップ活動は運用チームの主導と責任で行っており、ESGの専門家である責任投資チームによる様々な研修、社内ツール等の整備といったサポートを受けている。責任投資及びESGに関する研修は様々な場やプログラムを通じて継続的に実施されている。海外の大学と共同で気候変動カリキュラムを開発し、調査研究を行っている他、外部データ、システム、ツールに関するトレーニングやエンゲージメント、現代奴隷問題、コーポレート・ガバナンスなどのトピックに関する研修も実施している。</p>

2. 運用受託機関の取り組み

- ◆ 顧客や受益者に対してはミーティング等を通じて定期的に自社の取り組み結果や今後の課題を報告しているほか、概ね1年毎に自己評価を実施し、結果をホームページ等で公表することで、スチュワードシップ活動の実効性及び透明性向上に向けて継続的に取り組んでいます。

顧客・受益者に対する報告における工夫についての事例

<p>事例① (国内株式)</p>	<p>ウェブサイトにて議決権行使基準及び個別議案の議決権行使結果を開示し、1年間のスチュワードシップ活動全般をまとめたレポートを公表している。 議決権行使結果は、国内の投資先企業における株主総会の全議案への賛否及びその理由、特に説明を要する議案については詳細についても開示しているほか、グループ関係会社の議案に関しては他社とは異なる項目を設けて説明している。公表に当たってはわかりやすさを意識してエンゲージメント事例を増やし、充実した情報開示及び報告に努めている。</p>
<p>事例② (外国株式)</p>	<p>議決権行使結果は検索機能により企業別及び総会日別に閲覧できるようウェブサイト上で公開している。 建設的な対話に資する観点から重要と判断した一部の議案についてはその理由も併せて公表しているほか、要望に応じてエンゲージメント活動の具体例やエンゲージメント活動の正式な報告書、ポートフォリオ内の投資先企業の分析及びエンゲージメント事例を含む最新のESG活動の動向を開示及び提供している。</p>



2. 運用受託機関の取り組み

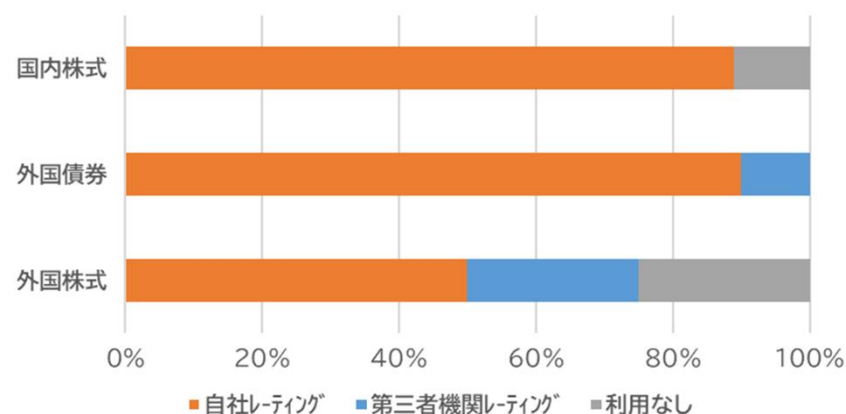
○ ESG情報の考慮

- ◆ ESG情報は、すべてのアクティブ運用において投資戦略に応じて投資プロセスに統合されています。
- ◆ ESG情報の活用方法

(株式)アナリストが行う銘柄調査に組み込まれ、収益予測、リスク測定、ESGレーティングへ反映されるとともに、レーティングによるスクリーニング、投資判断・ウェイト決定にも活用されている。
 (債券)主にファンダメンタル分析に統合され銘柄選択に反映されている。
 株式と異なり、企業の経営に関する議決権行使がなく、債券は利率が固定されていることが多く、リターンの上振れ余地が限定的で、投資期間が有限であることから、主にダウンサイドリスクの軽減に活用されている。

- ◆ ネガティブスクリーニングについては、クラスター爆弾、生物・化学兵器等非人道的兵器の関連銘柄、児童労働、ガバナンスリスクが重大と判断した企業等を除外している運用受託機関がある一方で、単一の定義のみで除外することは超過収益の機会損失となる、あるいは単純に投資先から除外するよりもエンゲージメントを通じて企業の改善を求めていく方が運用会社として責務を果たすことになるとの考えから、導入に慎重な運用受託機関もありました。

ESGレーティング利用状況(アクティブ運用)



多くの運用受託機関が独自にESGレーティングを付与し、運用プロセスにおいて投資判断の材料としています。

第三者機関のデータを利用する場合も、複数機関の情報を併用したり、アナリスト調査やエンゲージメント内容を踏まえてフォワードルッキングの視点を加えるといった調整を行っています。

ESGレーティングを利用していないと回答した運用受託機関も、銘柄の定性評価に組み込む等、何かしらの形でESG情報を考慮しています。

2. 運用受託機関の取り組み

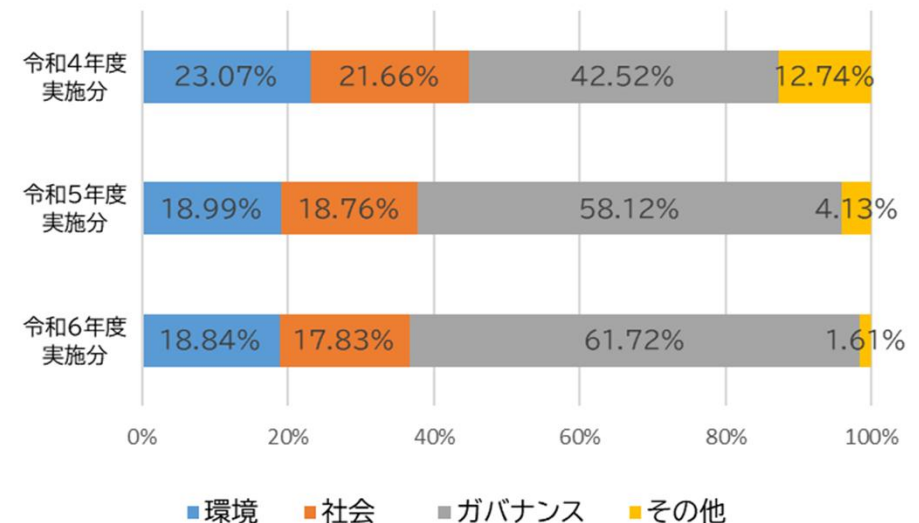
○ エンゲージメント

- ◆ エンゲージメントについては、株式部門と債券部門が一体となって実施している場合や、財務・非財務の観点毎に専門のアナリストが対応している場合など、運用受託機関毎に多様な形態が見られます。こうした中、専任チームがサポートする、あるいはESGチームが指揮を取るなど、各社がそれぞれの体制に合わせた方法で実施しています。
- ◆ 債券は株式と異なり企業の経営に関与する議決権がないものの、債券投資家の立場から、エンゲージメントを通して投資先企業の持続性が高まることや、国や国際機関のような公的セクターのガバナンス意識が高まることは有益であるとの考え等により、多くの運用受託機関で積極的にエンゲージメントを行っています。
- ◆ エンゲージメントの担当部署は、その他の部署と以下のような連携によりエンゲージメントの精度を高めています。

- ・ スチュワードシップ会議・ESG会議を定期的に行う
- ・ エンゲージメントを通じて得られた知見は社内プラットフォームを通じて他の運用チームと共有

- ◆ 重要度の高いテーマを設定し、優先順位をつけて体系的に課題に取り組むことで、企業価値向上に向けた対話の質と実効性を一層高めています。
- ◆ 東京証券取引所の「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ついて」を踏まえ、国内株式ではガバナンスに関するエンゲージメントが継続的に実施されています。

エンゲージメント実施状況



※件数自体の増減の他、ファンド数の増減による影響があります

2. 運用受託機関の取り組み

<エンゲージメント事例(気候変動)>

業種(資産)		概要	
事例 ①	食品製造 (国内株式)	対話内容	<p>プラスチック製の飲料容器を使用することが環境負荷や消費者からのレピュテーションリスクを高めるとの懸念や、国内外での規制強化の動向を踏まえ、プラスチック量削減等の対応を促す対話を行った。</p> <p>同社からは、地域ごとの規制に従いプラスチックの削減に取り組んでいるが、コスト面からすべての地域で同様の方法を実施するのは難しいとのコメントがあった。</p>
		成果	<p>2024年の統合報告書において、マテリアリティに「プラスチック包装容器」を設定し、2030年のKPIを設定し取り組むことが公表された。また、プラスチック容器対策委員会を設置したことでガバナンス面も強化された。</p> <p>エンゲージメントを経てプラスチック使用に関する将来のリスクが軽減されたことを高く評価している。</p>
事例 ②	先進国 (外国債券)	対話内容	<p>自社が設定する当該年度の政府発行体との重点テーマと照らし合わせて同国の二酸化炭素及びその他の温室効果ガスの排出削減に関する対策や取り組みを確認したところ、目標に対する達成度合いが不十分であると評価した。</p> <p>そのため、同国の気候変動・エネルギー担当大臣宛に、同国の気候政策とその変遷、石炭採掘への対応や、公表されたネットゼロ目標に係る情報提供を求める書簡を送付した。</p>
		成果	<p>書簡送付後は政府が発表する指標等を確認することにより成果をモニタリングしている。本エンゲージメントにおける直接的なリアクションは得られなかったが、今後も継続的にエンゲージメントを行い、より直接的なリアクションを受けられるよう書簡の内容等を工夫していく。</p>

2. 運用受託機関の取り組み

<エンゲージメント事例(人権問題)>

業種(資産)		概要	
事例 ①	総合電機 (国内株式)	対話内容	サプライヤーの工場労働者に対する強制労働への関与が疑われたため、サプライチェーン体制の確立に向けてエンゲージメントを開始した。紛争鉱物の調達に関する外部調査に対して自ら情報開示をすることで、人権侵害に対する疑念を晴らす工夫が必要である旨や、サプライチェーン上の人権リスクに対し、第三者監査に加え自社内での人権デューデリジェンスの実施や、リスク管理の必要がある旨を指摘した。
		成果	同社が人権侵害防止のために、より強固なサプライヤーに関する調査体制を構築したことを確認した。現在もサプライヤーでの是正が実現しなかった際の撤退プロセスや、救済措置の体制整備が進められている。 人権リスクの評価プロセスと開示状況のモニタリング、責任ある撤退や救済メカニズムの構築等、更なる改善に向けてエンゲージメントを継続している。
事例 ②	IT (外国株式)	対話内容	同社が国際的なESG評価機関の人権に関するウォッチリストに掲載されたことを受け、同社及び当該第三者評価機関と直接対話を実施し、告発の根拠や改善策を確認した。同社は一部の告発を否定しており、当該第三者評価機関が通常は企業と直接対話しないことから書面で継続的にフィードバックと最新情報を提供してレビューを求めていると説明した。
		成果	同社は、人権侵害企業であるという主張には同意しない姿勢を示しつつも、当該第三者評価機関のレビュー後、報告体制の強化、英語でのポリシー公開、関連ポリシーの一元化によるアクセス性向上等の改善策を講じた。 当社は同社の方針と透明性を前向きに評価し、クオリティやバリュエーションの観点からも更なる成長が期待できる企業であると認識している。

2. 運用受託機関の取り組み

<エンゲージメント事例(資本政策)>

業種(資産)		概要	
事例 ①	総合小売 (国内株式)	対話内容	当該企業及びその子会社に対し、ROEの目標達成プロセスが不明瞭であるとして、不採算事業の整理、事業別のROIC設定、持株比率の影響を踏まえたポートフォリオ戦略の開示を要請した。また、純利益ベースのROEが株主資本コストを下回る点を踏まえ、同コストの認識及び開示を求めたほか、上場子会社としてグループ取引の妥当性を定量及び定性で示すよう求めた。
		成果	企業側はROE達成プロセスと資本コスト開示を検討する姿勢を示し、グループ取引の開示強化にも前向きに対応した。さらに親会社による完全子会社化が発表され、成長施策の一体的運営を通じた企業価値向上が期待される。ただし、目標とするROE水準と実績には乖離があるため引き続き改善を促す方針である。
事例 ②	製鉄 (国内株式)	対話内容	不明瞭な株主還元方針によるベータの高まりや高炉事業の中長期的な収益性への懸念が株主資本コストを高めていると想定されたため、改善を求めてエンゲージメントを開始した。同社からは、鋼材市況の低迷は継続しており減益減配は避けられなかったと説明があったほか、成長戦略については今後説明予定だが、企業価値向上のために具体的な情報開示を行ってほしいとの回答があった。
		成果	課題着手への進展を確認した。今後は海外事業拡大や高付加価値品比率引き上げによる利益成長イメージの具体的な開示をより求めていく方針である。同社の成長戦略自体に違和感はなく、市場からの信頼感を高められるよう開示等に関する議論を継続する。株主還元方針の示し方も道半ばといった印象のため、引き続き改善を訴えかけていく。

2. 運用受託機関の取り組み

○ 協働エンゲージメント

- ◆ 運用受託機関や受託資産によって取り組み状況に差が見られましたが、いずれの運用受託機関も、協働してエンゲージメントすることが投資先企業の行動変容に有効であると判断した場合には、積極的に実施する姿勢であることを確認しました。
- ◆ 協働エンゲージメントを実施する上での留意点として、以下のような意見が挙げられました。
 - ・ 自社のESGを重視した対話方針等を十分に勘案する必要がある。
 - ・ 個別案件における協働については守秘義務を考慮し慎重に判断する。

【協働エンゲージメント】
他の機関投資家と協働して行う対話

○ イニシアティブ

- ◆ すべての運用受託機関が複数のイニシアティブに参加し、運用プロセスの強化や協働エンゲージメントに役立てています。
- ◆ イニシアティブへの参加や脱退については、各運用受託機関のステュワードシップ活動方針との整合性等を考慮し、適宜見直しを行っています。

【イニシアティブ】
長期的に健全な市場を形成するため、参加団体が自発的に協働し、知見や原則を共有しつつ、企業や社会に働きかける仕組み

協働エンゲージメントやイニシアティブへの参加事例

事例①	気候変動に取り組む投資家ネットワークであるAIGCCに参加している。オンライン講座は多くのステュワードシップ部社員が履修し気候変動や森林破壊リスクに関する知見を広げているほか、AIGCCの下、GHG排出量の大きいアジア企業にエンゲージメントを行うAUEPにおいて、電力会社のリードマネジャーに就任し債券発行体向けの協働エンゲージメントを開始している。
事例②	国連PRIが新たに立ち上げたアドバンス・イニシアティブ(人権と社会問題に関する協働ステュワードシップ・イニシアティブ)に参画している。鉱山会社とのエンゲージメントでは共同リードとして参加し、コミュニティやステークホルダーへの対応方法について協議した。エンゲージメントは依然進捗段階ではあるが、協働エンゲージメントによりシニアマネジメントへのアクセス改善が見られている。

2. 運用受託機関の取り組み

○ 議決権行使

- ◆ すべての運用受託機関が議決権判断基準を策定・公表し、企業や市場の環境の変化を踏まえて定期的に見直しを行っています。
- ◆ ほぼすべての議案において、スクリーニングのみで形式的に対応することなく議案毎に内容を精査したうえで行使しています。数値基準が抵触していても、エンゲージメントにより改善に向けた取り組みが確認できた場合はその改善状況を踏まえた議決権行使をするなど、形式的な賛否ではなく、実質的な理解に基づく取り組みが行われています。
- ◆ 今年度の議案の傾向

【国内株式】

- ・ TOPIX構成銘柄の見直しで経営効率の低い企業が減少したことに伴い、会社提案議案数及び反対比率が低下した。
- ・ 多くの企業で取締役会の構成や資本政策への意識の高まりが見られ、取締役の選解任や配当に関する議案の反対比率が低下した。

【外国株式】

- ・ 米国での環境規制に対する反発を背景に環境に関する議案数が減少した。
- ・ 生成AIの台頭やインフレ、地政学リスク等、市場の急速な変化に対応するためにCEO交代の議案数が増加した。

- ◆ 多くの運用受託機関において議決権行使の結果や詳細を四半期ごとにホームページ等で開示していますが、理由の開示を顧客のみに限定したり、公表の頻度を年に1回とするといった対応を取っている運用受託機関もありました。

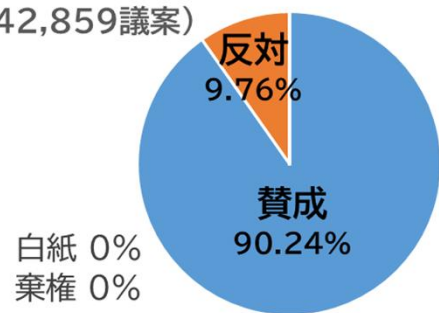
2. 運用受託機関の取り組み

○ 国内株式:株主議決権の行使状況(令和6年4月～令和7年3月株主総会開催分)

◆ 運用受託機関12社(19ファンド)で延べ3,763社、43,843議案でした。

会社提案

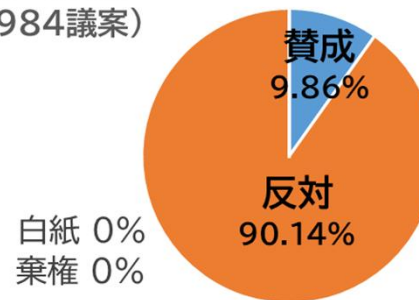
(42,859議案)



【反対割合が高かった議案】
 ・退職慰労金の贈呈
 ・株式および株式派生商品の発行
 ・買収防衛策

株主提案

(984議案)



【賛成割合が高かった議案】
 ・ストックオプション等の株式報酬プラン
 ・剰余金の配当
 ・その他の議案

(単位:件数)

議案	会社機関			報酬				資本政策				組織再編 (合併、営業譲渡・譲受、会社分割等)	定款変更	買収防衛策 (大規模買付行為に関する対応)	その他		合計
	取締役の選任	監査役の選任 (補欠監査役含む)	会計監査人の選任	役員報酬の改定	役員賞与の支給	退職慰労金の贈呈	ストックオプション等の株式型報酬プラン	剰余金の配当	自己株式の取得	株式および株式派生商品の発行	その他の資本政策関連議案				財務諸表・法定報告書の承認	その他の議案	
総計	34,813	3,128	46	1,287	199	47	288	2,549	38	4	31	33	1,317	42	0	21	43,843
会社提案	計	34,591	3,126	44	1,232	199	47	2,502	0	4	31	32	718	42	0	13	42,859
	賛成	30,928	2,955	43	1,158	186	4	2,387	0	0	31	29	703	2	0	7	38,674
	反対	3,663	171	1	74	13	43	115	0	4	0	3	15	40	0	6	4,185
	白紙委任	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	棄権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株主提案	計	222	2	2	55	0	0	47	38	0	0	1	599	0	0	8	984
	賛成	23	0	0	3	0	0	12	3	0	0	0	51	0	0	1	97
	反対	199	2	2	52	0	0	35	35	0	0	1	548	0	0	7	887
	白紙委任	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	棄権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

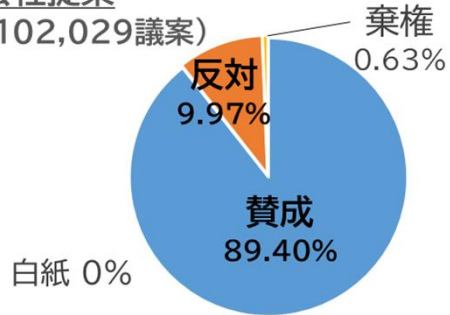
2. 運用受託機関の取り組み

○ 外国株式:株主議決権の行使状況(令和6年4月～令和7年3月株主総会開催分)

◆ 運用受託機関7社(13ファンド)で延べ6,624社、107,713議案でした。

会社提案

(102,029議案)

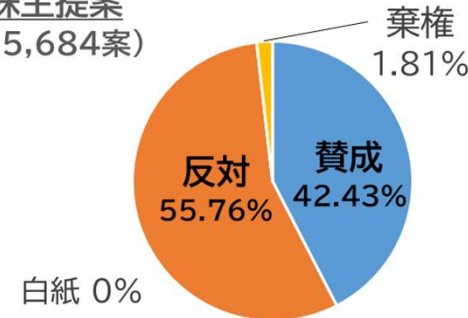


【反対割合が高かった議案】

- ・ストックオプション等の株式型報酬・貯蓄プラン
- ・定款変更
- ・その他の議案

株主提案

(5,684案)



【賛成割合が多かった議案】

- ・会計監査人の選任
- ・組織再編
- ・財務諸表・法定報告書の承認

(単位:件数)

議案	会社機関			報酬		資本政策				組織再編 (合併、営業譲渡・譲受、会社分割等)	その他		合計			
	取締役の選任 (監督役含む)	監査役の選任	会計監査人の選任	役員報酬の改定	ストックオプション等の株式型報酬・貯蓄プラン	配当	自己株式の取得	株式および株式派生商品の発行	授権資本の変更		組織再編	定款変更		財務諸表・法定報告書の承認	その他の議案	
総計	48,584	1,460	5,114	9,614	2,460	3,934	2,164	3,529	133	4,751	4,437	141	7,121	14,271	107,713	
会社提案	計	46,580	1,002	5,108	9,435	2,444	3,922	2,164	3,523	133	4,560	4,231	137	7,119	11,671	102,029
	賛成	42,158	894	5,082	8,551	2,021	3,920	2,110	3,229	121	4,136	3,079	125	6,868	8,923	91,217
	反対	3,922	41	26	875	420	2	54	294	12	424	1,146	12	251	2,691	10,170
	白紙委任	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	棄権	500	67	0	9	3	0	0	0	0	0	6	0	0	57	642
株主提案	計	2,004	458	6	179	16	12	0	6	0	191	206	4	2	2,600	5,684
	賛成	1,301	431	6	35	0	9	0	2	0	188	51	2	2	385	2,412
	反対	622	15	0	144	16	3	0	4	0	3	155	2	0	2,205	3,169
	白紙委任	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	棄権	81	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	103

2. 運用受託機関の取り組み

- ◆ 業績等が各運用受託機関が定める議決権行使における判断基準に抵触した場合であってもエンゲージメントを通じて業績改善や組織体制の強化が確認できたものには賛成し、反対に基準に抵触していない場合であっても株主の利益の最大化に向けた取り組みが不十分であると判断した場合は反対するなど、投資先企業の問題点及び現状に対する実質的な理解に基づく行使が行われています。

エンゲージメントの内容を行使判断に反映させた事例

事例① (国内株式)	企業の課題	収益性が非常に高く、安定的に高成長を続ける優良企業だが、キャピタルアロケーション方針が不在であり、株主還元も低水準であるため手元現預金が積みあがり続けていた。
	議案に関する賛否判断等	エンゲージメントを通じて、経営層に対して課題認識を共有し改善を働きかけたが、目立った改善は確認できなかった。これを踏まえ、経営パフォーマンスは当社の議決権行使基準に抵触していないものの、エスカレーション施策として、2025年6月の定時総会では剰余金処分議案、取締役再任議案において反対行使を行った。 同社は2025年10月の中間決算において、配当計画の大幅上方修正を発表。併せて、資本効率向上に向けて今後も継続的に配当増額、自社株買いを検討する意向が示されるなど、会社の姿勢に前向きな変化が生まれている。
事例② (国内株式)	企業の課題	完全子会社化を前提とした買収提案を受けたが、取締役会が真摯に検討することはなく、株主が当該企業株式を売却する機会を妨げていた。
	議案に関する賛否判断等	買収価格を上回る企業価値の実現の可否に関する説明について、独立した立場にある社外取締役に対し再三対応を求めるも説明責任は果たされなかった。同社は取締役会限りでの買収防衛策の対応方針を導入、新株予約権無償割当を決議し、買収提案は取り下げられた。 これを踏まえ、社外取締役候補者は当社基準を満たしていたものの買収提案への対応を適時的に行わなかった責任は重いと判断し、4名の再任に反対した。

2. 運用受託機関の取り組み

エスカレーションの事例

事例① (外国株式)	企業の課題	世界的自動車メーカーである同社は、排ガス不正スキャンダルの影響、現代奴隷制へのエクスポージャーに対する批判、電動化で先頭に立つための取り組みなど、重大なガバナンスの課題に直面している。
	運用受託機関の働きかけ	経営陣を当社オフィスに招き、業務再編計画の前倒し、排ガス不正問題の罰金、規制スケジュール、資本配分についてなど多くのエンゲージメントを実施した。同社のガバナンス構造がこうした戦略的決定をどのように支えるか、あるいは妨げるかを評価しようとした。
	結果	同社が特にその複雑なガバナンス構造とステークホルダー間の利益相反のために大きな課題に直面していることが明らかになり、重大な変化を推進する同社の能力に対する懸念が生まれた。これらを踏まえ、当社のポートフォリオマネージャーの一人は同社への投資が価値基準を満たさなくなったため、この投資から撤退する決定を下した。
事例② (外国債券)	企業の課題	役員報酬の大部分を業績に関わらず在籍期間に応じて付与される株式報酬として付与している点を懸念。役員報酬に関する諮問投票に反対票を投じてきたが、支持率が低いにも関わらず役員報酬制度に大幅な修正を加えていなかった。
	運用受託機関の働きかけ	上記課題については経営陣の代表と対話してきたが、改善の傾向が見られなかったため報酬委員会に直接書簡を送付し、役員報酬構造と業績指標に関する協議を要請した。
	結果	報酬委員会との対話においては報酬プログラムにおける厳格な業務指標の導入を要望するとともに、財務健全性と業績を示す指標としてROICを重視する運用受託機関としての姿勢を強調。2024年の株主総会に先立ち公表される年次報告書において報酬制度に何らかの変更が加えられるものと予想される。

【エスカレーション】

投資先企業とのエンゲージメントで改善が見られない場合に、経営陣や取締役会(社外取締役等)などより高いレベルでの対話の推進、それでも問題が解決しない場合は議決権による反対行使や株式の売却等により、働きかけを強めるプロセス

2. 運用受託機関の取り組み

○ 今期の取り組みや今後の課題

- ◆ スチュワードシップ責任を果たす上での取り組みや今後の課題と考えていることについて、確認しました。

今期の取り組みや今後の課題(抜粋)

A社	責任投資委員会で策定した重点テーマに沿って対象企業にエンゲージメントを行い、継続的な働きかけを行っている。エンゲージメントの実施状況については同委員会に定期的に報告を行うほか、関係部署間で連携し、投資先企業の評価に係る情報共有を図っている。関係部署間での連携強化や効果測定手法の改善で、より適切なエンゲージメントができたと評価している。
B社	運用資産の大部分がインデックス運用によるポートフォリオで占められており、投資先企業のすべてに対してエンゲージメントを行うことは困難であるため、インパクト最大化につながる適切なエンゲージメント計画の設定が課題であると考えます。
C社	国内企業のガバナンスは体制面では大きく改善している一方で、依然ROEやPBRの低迷する企業もみられ、そのような企業のパフォーマンス底上げは課題である。議決権行使ガイドラインの改定でROE基準の引き上げを実施し、投資先企業に幅広く業績の改善を促していく。併せてPBR基準(1倍)も導入し、足元の業績が低迷していたとしても将来に向けた取り組みは評価する。今後も経営の改善は確り促しつつも、評価すべきところは評価する丁寧な議決権行使、エンゲージメントに注力していく。
D社	ガバナンス関連の基準においては、マクロ経済、政治、規制当局や法制度の発展度合いおよび市場慣行など、各国固有の事情があり、グループ全体のスチュワードシップ活動方針を前提としつつも、各国市場の動向を緊密に反映することが課題となりうる。
E社	アクティブマネジャーとして人材育成は重要課題であり、対話事例の共有やベストプラクティスの文書化、対話データベースの構築などが高度な専門人材の育成につながり、組織力、受益者利益の向上に寄与することになると考えている。

3. 今後の課題・取り組み

○ 運用受託機関のモニタリング

- ◆ 私学事業団は、アセットオーナーとしてのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関から企業との対話の「質」を高めるための取り組みやその成果、非財務情報の運用プロセスへの統合方法等について、運用戦略に照らして説明を受け理解を深めるとともに、その成果が不十分な場合は働きかけを行っていきます。
- ◆ 運用受託機関との対話は、運用受託機関が作成しているスチュワードシップ活動報告や自己評価なども活用しながら、テーマを明確にしたうえで行っていきます。また、運用を再委託している場合には、再委託先のスチュワードシップ活動についても十分把握することを求めています。



○ 報告事項の検討

- ◆ 運用受託機関に対するスチュワードシップ活動のヒアリングにおいては、ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブが提供するスマートフォーマットを活用するほか、私学事業団として重点的に確認したい内容に関して資料の提供を依頼し、運用受託機関のスチュワードシップ活動の実態把握に努めています。今後も、投資先企業の企業価値向上、ひいては加入者の利益につながるスチュワードシップ活動が適切に実施されているかを確認するために、運用受託機関へのヒアリング内容の検討を行っていきます。
- ◆ また、ホームページで公表している活動報告についても、私学事業団としての方針や取り組み結果について、加入者等や関係団体に対し適切な情報提供となるよう、適宜内容を見直していきます。



3. 今後の課題・取り組み

○ オルタナティブ投資におけるESGの考慮

- ◆ 私学事業団が投資しているオルタナティブ資産は、不動産とインフラストラクチャーです。株式や債券の場合は、運用受託機関は有価証券へ投資し、発行している企業等へエンゲージメントを行うことによりESGへの考慮を求めたり、状況に応じて売買を行うことができますが、オルタナティブ投資では運用受託機関は長期保有している実物資産の管理においてESGを考慮することとなり、より直接的な関与になります。
- ◆ 投資しているファンドはいずれもGRESB(不動産会社、ファンドのESGへの配慮を測定する組織)の高い評価を受けており、一定の考慮がされていることは確認済みであり、運用状況のヒアリングにおいて取り組みの概要を聴取していますが、今後はより詳細に把握するために、ヒアリング等の実施も検討します。



○ 情報収集・意見交換

- ◆ 私学事業団では各種勉強会への参加や他の公的年金等との意見交換に積極的に参加しています。今後もスケジュールワードシップ活動の実効性を高めるために、各種セミナーへの参加や他共済との情報交換等を積極的に行っていきます。





Promotion and Mutual
Aid Corporation for
Private Schools of Japan