

スチュワードシップ活動の概要 2018 年

2018 年 9 月 28 日

りそな銀行
信託財産運用部
アセットマネジメント部

はじめに

私たちは、お客さまからの信頼を託されたフィデューシャリーとして、高い専門性と倫理観を持ち、スチュワードシップ活動に取り組み続けています。2008年3月には国連PRI（責任投資原則）に署名し、また2014年4月には「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ表明を行いました。その後も、コードの改訂等を踏まえながら、その取り組みについて一層の改善・強化を行っております。

日本や世界の経済状況や社会情勢が大きく変化を続けています。経済全体が成長していく一方で、環境問題や社会問題などの側面もクローズアップされる機会が多くなっています。また、長期的に安定した資産運用を実現していく観点から、社会全体および金融市場の持続的成長の可能性の議論も重要なポイントとなってきています。

資産運用業務は、スチュワードシップ活動を通じてその持続的成長を実現していくための「チカラ」を有しています。また、私たち機関投資家はそのスチュワードシップ活動を実行していく責任も負っています。

私たちは、投資先企業と真摯に向き合い、課題認識を共有しながら建設的な対話を継続的に行うことにより、投資先企業の持続的な成長を促します。それに加えて、具体的な議決権行使基準の開示や議決権行使結果の個別開示を行うなど、透明性の高い議決権行使を適切に行っています。それらのスチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の中長期的な企業価値の向上に貢献していきます。その積み重ねが、経済全体の成長とお客様の安定的な資産運用成果の実現の双方に貢献すると考えます。

ここに、私たちが責任ある投資家として取り組んで参りました、スチュワードシップ活動の内容についてご報告申し上げます。

株式会社 りそな銀行
執行役員
西山明宏

目次

1. 投資の意思決定プロセスへの ESG の組み込み	1
1-1. 国内株式アクティブ運用における ESG の組み込み	
1-2. 国内債券アクティブ運用における ESG の組み込み	
1-3. 株式パッシブ運用における ESG の組み込み	
2. 投資先企業との建設的な対話・エンゲージメント	3
2-1. 対話・エンゲージメントの目的	
2-2. 対話・エンゲージメント実績	
2-3. 対話事例	
2-3-1. 国内株式アクティブ運用	
2-3-2. 国内株式パッシブ運用－責任投資グループ	
2-4. エンゲージメント事例	
2-4-1. 国内株式アクティブ運用	
2-4-2. 国内債券アクティブ運用	
2-4-3. 国内株式パッシブ運用－責任投資グループ	
2-5. その他の活動	
2-6. 今後の対話・エンゲージメント計画	
3. 受託者としての適切な議決権行使	12
3-1. 議決権行使基準	
3-2. 議決権行使基準の変更	
3-3. 議決権行使結果（国内株式、主な議案種別集計）	
3-4. 議決権行使結果（国内株式、個別の投資先企業かつ議案毎）	
3-5. 議決権行使結果（外国株式、主な議案種別集計）	
4. 責任投資活動の体制	18
4-1. 責任投資会議	
4-2. 責任投資検証会議	
5. スチュワードシップ活動の自己評価	20
5-1. 自己評価の方法	
5-2. 自己評価の結果	

1. 投資の意思決定プロセスへの ESG の組み込み

当社は 2008 年 3 月に責任投資原則への署名を行い、その後責任投資に対する取組みを進めて参りました。具体的な取組みの一つとして、国内株式アクティブ運用における「投資の意思決定プロセスへの ESG の組み込み」を掲げ、中長期的に安定した付加価値の追求に努めています。また国内債券アクティブ運用においても「投資の意思決定プロセスへの ESG の組み込み」を実施しています。

1-1. 国内株式アクティブ運用における ESG の組み込み

当社では、長年にわたるこれまでの運用経験から、ESG 情報は短期的には必ずしも企業価値に織り込まれないものの、中長期の視点では企業価値を決定する要因の一つであると考えています。そうしたなか、これまでは ESG を主にリスクチェック項目として捉え、それらを考慮した上で投資の可否、投資比率の決定を行ってまいりましたが、ESG を売上・利益の持続的成長を背景とした企業価値の拡大に資する要因としても捉え、その評価結果を投資先企業・投資比率決定に反映させるべく、様々な検討・試行を行っています。

当社には複数のストラテジーの国内株式アクティブファンドがあります。ESG 情報のどの部分に力点を置いて分析するのか、投資先企業選定で利用するのか、あるいはウェイト付けで利用するのかは、各ストラテジーのコンセプトごとに異なっています。ここでは、4 つの代表的なストラテジーについて、どのように ESG 情報を投資の意思決定に活用しているかの概略についてご紹介します。

【市場型】

「市場型」ファンドでは、売上・利益成長の持続性を重視した企業評価を行っています。社会利益と企業利益の両立という考え方を持続性評価のベースとしており、S (Social) の要素に重点を置いた ESG 分析を組み込んでいます。具体的には、ソリューションを提供しうる分野での社会の切実度 (社会的要請度) と、社会に対して効用をユニークに生み出すことができるかの尺度 (社会的効用の創出力) を基本に、企業活動に伴う社会的犠牲・リスクも加味し、事業活動を通じて社会の健全な発展に貢献する対価として安定的に利益を獲得できる企業選定に努めています。

【グローバル企業】

「グローバル企業」ファンドでは、企業の競争力を重視した企業評価を行っています。強みの認識⇒戦略の妥当性⇒成果計測⇒持続性評価が一連の運用プロセスですが、企業の戦略の実行力を測る目的で、G (Governance) の要素に重点を置いた ESG 分析を組み込んでいます。当ファンドにおけるガバナンスとは、戦略の実効性を高める組織体制を指し、企業の文化・理念から始まり、人財・組織・社外ネットワーク・意思決定プロセスを調査分析することで戦略が適切に実行される確からしさを測っています。

【割安株】

定性判断に基づく「割安株」ファンドでは、投資対象企業を選定する際に、株価が割安に陥っている原因を経営陣が正しく認識しており、かつ実現可能性が高い施策を計画・実行することで、株価の割安要因を払拭できるかということに焦点を当て調査分析を行っています。よって、企業価値を高めるエンゲージメントとともに、Gを中心とした評価が重要な投資判断材料となります。

【小型株】

「小型株」ファンドでは、社会構造の変化を背景とする持続的な需要の成長を認識し、その需要を取り込める経営戦略を持つ企業に投資しています。ESについては社会構造変化の重要な要素として、Gについては投資対象企業の組織体制が大企業に比べ脆弱である場合がしばしば見られるため、経営者の暴走を防ぐという観点で分析・評価し、投資先企業選定に臨んでいます。投資先企業を絞って集中的に投資する「小型株集中投資ファンド」では、ガバナンス面でのリスクチェックに留まらず、一步進んで「企業は社会の公器」との意識を持った、信頼できる優れた経営者の率いる企業に対し、高いウェイト付けを行っています。

このように当社では、中長期的に安定した付加価値を追求するため投資の意思決定プロセスをより洗練したものへとすべく日々取組んでおり、ESG情報を組込むことは有力なソリューションの一つであると考え、今後も効果的なESG情報の活用尽力して参ります。

1-2. 国内債券アクティブ運用における ESG の組み込み

債券運用における ESG の組み込みは、株式運用に比べまだ十分に浸透していないと考えています。しかしながら、持続可能な社会の実現に向けて ESG に対する関心が高まり、企業経営も ESG を無視することができなくなりつつあることから、発行体の信用力に ESG 要因が直接、間接的に影響を及ぼす可能性が今後ますます高まってくると考えています。ESG 要因に起因する信用力の悪化により信託財産等が棄損することを避けるため、債券投資にあたって定性分析の一環として ESG 評価を組み込み、長期安定的な運用収益の獲得を目指します。

具体的には、社債などの信用力分析において、発行体企業の定量評価と定性評価に基づいた分析を行います。クレジットアナリストによる発行体企業の定量評価を中核とし、これにビジネスモデル、事業基盤、経営者の資質、姿勢、外部サポート（メインバンク、政府等との関係）、ESG 要因などからなる定性評価を勘案し、当該発行体の信用力評価とします。

1-3. 株式パッシブ運用における ESG の組み込み

株式パッシブ運用では、ESG 要素を組み込んだファンドの組成、運用を行っています。2015 年より MSCI Japan ESG 指数と MSCI Governance-Quality 指数（Japan）、2016 年には MSCI Governance-Quality 指数（kokusai）パッシブファンドの運用を開始しています。

2. 投資先企業との建設的な対話・エンゲージメント

2-1.対話・エンゲージメントの目的

アクティブ運用のファンドマネージャーやアナリストおよび責任投資グループは、財務及び非財務面の両面から投資先企業の状況をモニタリングし、中長期的視点から投資先の企業価値向上や持続的成長を促すことを目的とした対話やエンゲージメントを積極的に実施しています。

国内株式アクティブ運用においては、独自の投資哲学に沿った分析とともに投資判断の確信度を高めるための対話や投資先企業の価値向上を促すという観点で、投資先企業の実態に即したエンゲージメントを行います。

国内株式パッシブ運用では、投資先企業の株式を幅広く継続的に保有することを前提としており、売却する選択肢が限定的であることを勘案し、市場全体の底上げを視野に入れた中長期的時間軸での対話・エンゲージメントを行います。

国内債券アクティブ運用では、対話・エンゲージメントを通じて、発行体企業の潜在的なリスクを認識し、発行体企業と問題意識を共有することで、償還までの期間に生じうる想定外の信用リスクを回避することができると考えています。

2-2.対話・エンゲージメント実績

当社のアクティブ運用のファンドマネージャーやアナリスト、責任投資グループが2017年7月から2018年6月末までの間に投資先企業と接触する年間件数は約4,000件となります。その中で投資先企業へ訪問する、あるいは投資先企業が当社に来訪し、対話・エンゲージメントを行った件数/企業数は下表のとおりです。

【対話・エンゲージメント 件数/企業数】

	対話 件数/企業数	エンゲージメント 件数/企業数
国内株式アクティブ運用 (ファンドマネージャー、アナリスト)	1,487/687	63/28
国内株式パッシブ運用 (責任投資グループ)	63/49	163/137
国内債券アクティブ運用 (ファンドマネージャー、アナリスト)	81/47	16/13

*国内株式パッシブ運用には、スマートベータ型運用等を含みます。

当社では、対話は「企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じ、相互理解を促進すること」、エンゲージメントは「解決すべき課題を設定、課題解決に向けて議論を行い、結果を出していくこと」と定義しています。

2-3. 対話事例

2-3-1. (対話事例) 国内株式アクティブ運用

国内株式アクティブ運用のファンドマネージャーやアナリストが、投資先企業とどのような問題意識を持ちながら対話をしているのかをご紹介します。当社では各ストラテジーが長年培ってきた付加価値の源泉を通じて、長期の企業価値拡大に効果的に結びつく非財務要因をテーマに、経営陣を中心に投資先企業と対話を行っています。以下がその対話の事例です。

【持続的成長のための ESG 経営】

A社は化学系消費財メーカーとして、原材料調達、生産、廃棄物処理に至るまで社会的影響が大きいと、自社の社会的課題として ESG へ積極的に取り組んでいます。A社との対話では、社会的課題を解決するための地道な努力や画期的な新商品は企業の経営戦略と関連して捉えようとしていることを確認し、ESG について、説明の工夫と取組の効果の具体例の開示について意見交換を行いました。本年の会社説明会では、「ESG はコストでなく企業の持続的成長のための投資である」とマネジメントから強いメッセージが伝えられ、今後開示が進むにつれ、同社の持続的成長に対する確信度を高めることが期待できると判断しました。

【競争力による持続的成長】

B社の強みは、地道な改善活動による効率経営です。成果を上げているが、海外には類似企業でより成果を上げている企業が存在します。B社との対話のなかで、同社の改善活動の強みを考慮すれば、M&A を行う時、他社よりも有利な買収価格を提示でき、買収企業不足に陥らない可能性を指摘しました。また、少数のトップマネジメント主導の同社の改善活動を、組織的・全社的なものに変えるべきとの方向性を提示しました。その後、「世界で評価されるマネジメントができる企業になりたい」ことや「仕組みによるマネジメントに取り組んでいる」との考え方を伺い、より競争力のある企業を目指し、創意工夫が続けられることが期待できると判断しました。

【経営戦略】

C社は賃貸住宅仲介管理会社として全国展開している企業です。安定的な収益源を持ち、かつ商品ラインナップの多様化により持続的な成長が可能と評価しました。しかし、業績面では会社計画の未達を繰り返していたことから株式市場からの信頼性が低く、成長性のない不動産会社という評価でした。C社との対話では、株式市場からの評価を伝える一方で、潜在的なポテンシャルを適切に評価してもらうためには、どのようなアプローチが有効で、かつ再成長軌道に乗せるためにはどのような戦略が同社に相応しいのかをディスカッションしてきました。2018年、社名を変更し、自己不動産物件を売却することでバランスシートをスリム化し、情報とサービスの会社であると内外に示すとともに、シェアリングエコノミーにリソースを傾注したことで、C社には中長期的に大きな成長が期待できることを確認しました。

2-3-2. (対話事例) 国内株式パッシブ運用-責任投資グループ

国内株式パッシブ運用は、幅広い企業に投資を行い継続的に保有し続ける運用となります。責任投資グループでは、より適切に議決権の行使ができるよう、主として議案関連、ガバナンスに関する事項をテーマとする対話を実施しています。

取締役会の実効性評価については昨年に引き続き多くの企業と対話しました。コーポレートガバナンス報告書に記載される実効性評価の内容だけでは不十分であることも多く、PDCA サイクルがしっかりと回っているのかどうかを確認するように努めました。

役員報酬に関しても重要な対話のテーマのひとつとして、多くの企業と対話しました。業績連動の株式報酬制度導入を検討している企業との対話では、中期経営計画における KPI との連動をどのように設計するのか、さらには ESG の要素をどのように業績連動報酬に反映させるのか等の議論を行いました。また、株主総会招集通知等で業績連動報酬部分の支払いが実際の業績と連動していることを分かりやすく開示することを要望しました。

【国内株式パッシブ運用（責任投資グループ）での対話テーマ】

テーマ	割合	内容
議案関連	39%	会社・株主提案の説明、取締役増員の説明、社外取締役への株式報酬の説明
ビジネスモデルの内容	13%	経営統合・再編、中計の説明
ガバナンスの状況	25%	経営陣の交代、取締役会の実効性評価、報酬関連（固定・連動の比率、業績連動型報酬、株式報酬）、社外役員関連（ダイバーシティ、独立性、選任方法など）、任意の委員会設置の活動状況、機関設計（監査等委員設置会社への移行）
長期的な資本生産性	6%	株主還元政策、資本政策の考え方、政策保有株の考え方、ROE 改善策
社会・環境への対応	12%	労働環境改善、気候変動による資産への影響、CDP に対する開示、TCFD の取組
反社会的行為	1%	不祥事の調査状況と今後の取組み
その他	5%	総会のレビュー、統合報告での情報開示

2-4. エンゲージメント事例

2-4-1. (エンゲージメント事例) 国内株式アクティブ運用

エンゲージメントの定義は、解決すべき課題を設定、課題解決に向けて議論を行い、結果を出していくこととしています。

国内株式アクティブ運用では、一部のファンドでエンゲージメントを実施しています。加えてエンゲージメント機能をオーバーレイすることで付加価値の追加的獲得を図っています。

国内株式アクティブ運用のファンドマネージャーは、投資先企業に応じて様々な課題を設定し、エンゲージメントを行っています。その課題をテーマ別に集計すると下記のようになります。収益性改善に向けた事業戦略が主要なテーマとなり、次に多いテーマが資本効率の改善となります。

【国内株式アクティブ運用でのエンゲージメントテーマ】

テーマ	割合
収益性改善/ビジネスモデル/事業戦略	66%
資本効率改善/資本政策	22%
買収防衛策の撤廃	12%

次にエンゲージメントの具体例をご紹介します。

【収益性改善、資本効率改善】

D社は、ハイエンド MFP（複合機）でグローバルトップシェアであるものの、事務機市場の縮小という外部環境の変化に対する対応が遅れ、業績が悪化していました。適切な施策が取られない背景として、ガバナンスに課題があるとみていましたが、トップマネジメントの交代、同時に社外役員比率が向上、報酬委員会の委員長を社外取締役が務めるなど、ガバナンス面での良い変化がみられました。

当社のステークホルダーとしての考え方をディスカッションペーパーにまとめ、CFO や IR 担当者と継続的な意見交換を実施しました。

同社の変化に対する期待感と共に、ノンコアアセットの売却、収益性改善に加えて成長戦略明確化の必要性について、意見交換を行い、同社も同様の課題認識を有していることを確認しました。今後の施策実行による企業価値拡大の進捗を見守りつつ、エンゲージメントを継続していきます。

【事業戦略、資本効率改善】

E社は、電気通信工事大手で、大手通信会社向け売上が約50%を占めていますが、それ以外の工事領域拡大に力を入れており、M & Aにより事業拡大を図っています。また、株主還元にも力を入れており、総還元性向は70%程度と充実しています。E社との対話においては、ホール

ディングス傘下の会社には収益性が低い会社も存在しており、事業の整理再編により、さらなる業務効率化が可能であること、バランスシートの効率化、特に有形固定資産の見直しの必要性があること、西日本における業界再編などについて、取締役やIR部門と議論を重ねてきました。

現在では、事業領域を考慮したカンパニー制の導入を実行に移しており、ホールディングス傘下各社の共通業務の再編効率化を進めています。また、実際に西日本における工事会社の買収を行い、業界再編を進展させており、今後の収益性改善が期待されると考えています。

2-4-2. (エンゲージメント事例) 国内債券アクティブ運用

発行体企業とのミーティングにおいては、業績の進捗や財務戦略に関するテーマだけでなく、中長期的な ESG 課題などにテーマを拡げています。当該発行体企業の潜在的なリスクを認識し、発行体企業と問題意識を共有することで、償還までの期間に生じうる想定外の信用リスクを回避することができると考えています。

対話・エンゲージメント対象先企業は、新たに投資を検討している、または既に投資を行っている債券の発行体企業です。発行体企業との ESG エンゲージメントに際しては、責任投資グループと気候変動、サプライチェーンリスクの2つのテーマを共有し、債券運用の観点から、いくつかのサブテーマを設定し、発行体企業に対して、中長期的なリスク排除のために、取るべきではないリスクの確認やディスクロージャの充実などを働きかけることを目的としています。

【サブテーマ：脱炭素】

電力会社 F 社との対話において、石炭火力発電に対しては国際的にネガティブな見方が広がっている中であって、将来的な電源構成をどのようにしていくべきかなどの点について対話を行いました。F 社は我が国のエネルギー基本計画の枠組みの中で電源構成を考えているため、低コスト安定電源として石炭火力は重要との見解を示しましたが、当方からは、石炭火力発電設備が座礁資産化する懸念を伝え、もう一方の安定電源である原子力発電の再稼働が進まない中であって、電源構成の抜本的な見直しが必要となるリスクなどの開示を要請しました。

【サブテーマ：少子高齢化】

鉄道会社、電力会社など、長期債を発行するインフラ関連企業に対し、少子高齢化の進展に伴い、メンテナンス要員の確保が難しくなることなどによってユニバーサルサービスの維持が困難になるリスクについて確認し、それに対する認識と対策について適宜ディスクロージャするように要請しました。また、具体的な方策があるのであれば、説明会などの形で資本市場に情報発信を依頼しました。

2-4-3. (エンゲージメント事例) 国内株式パッシブ運用-責任投資グループ

責任投資グループでは2017年7月から2018年6月まで、投資先企業137社と163回のエンゲージメントミーティングを行いました。主にコーポレートガバナンス関連のエンゲージメントが中心となる投資先企業とのSRミーティングでは、取締役会のスリム化や業績連動役員報酬など、各投資先企業の現状に応じたエンゲージメント課題を設定し、コーポレートガバナンス改善に向けたミーティングを行いました。また、社外取締役を複数名選任しておらず代表取締役に対して継続的に反対票を投じている投資先企業を訪問し、社外取締役の増員をエンゲージメント課題としてミーティングで改善を促しました。

エンゲージメントにおいて課題設定したテーマの割合は以下の通りとなっています。

【パッシブ運用（責任投資グループ）でのエンゲージメントテーマ】

テーマ	割合	内容
資本政策関連	11%	資本政策の考え方（過剰な現金保有の資金使途）、キャッシュフロー・成長投資・株主還元 の考え方、政策保有株式の売却方針
経営戦略関連	1%	中期経営計画、M&A、事業構造改革
環境問題関連	16%	森林破壊、温室効果ガス排出量削減
社会問題関連	14%	サプライチェーンにおける人権問題（児童労働・強制労働）、働き方改革
コーポレートガバナンス 関連	25%	取締役会の実効性評価、独立社外取締役充実、 取締役会のスリム化、業績連動役員報酬
買収防衛策関連	13%	買収防衛策継続の理由、取締役会での議論内容/ 社外取締役の考え、前回継続時からの企業価値 向上への取組実績&今後、買収防衛策のスキーム 向上
情報公開関連	17%	統合報告書作成・充実、環境関連情報開示充実
反社会的行為の防止関連	3%	不祥事の調査状況と今後の取組み

①環境問題関連、社会問題関連をテーマとするエンゲージメント

2017年8月から、環境問題関連、社会問題関連に係る「持続可能なパーム油」の調達をテーマとしたエンゲージメントを開始しています。

パーム油は世界で一番使用されている植物油であり、多くの食品、洗剤などの家庭用品、化粧品
の原料として使用されています。その一方で、主要生産国であるマレーシアやインドネシアに
おいて、パーム農園開発に伴う森林破壊、児童労働や強制労働、先住民との軋轢等の問題をはら
む植物油でもあります。パーム油を原料とした製品を取り扱う企業、つまりパーム油のサプライ

チェーンに関わる企業は日本にも数多く存在しますが、欧米の企業に比べると、パーム油問題への対応状況はまだ改善の余地が大きいと考えています。

当社は 2016 年 8 月から、高崎経済大学副学長の水口剛教授と一般社団法人 CSR レビューフォーラムなどの NGO の方々と協力し、日本での「持続可能なパーム油」の普及を目指してパーム油問題検討会で情報交換を行っています。この検討会は本年 7 月で 10 回目を迎えましたが、ここで得た知見を活かして、パーム油サプライチェーンに属する投資先企業を訪問し、「持続可能なパーム油」の使用を働きかけています。

具体的には、パーム油サプライチェーンに属する投資先企業をリストアップし、2017 年 8 月から 2018 年 6 月までの間に、小売企業 15 社、食品製造企業 10 社、トイレットリー製造企業 6 社、化学・製油企業 4 社の合計 35 社を訪問しミーティングを行いました。ミーティングでは、パーム油サプライチェーンにはらむ環境・人権リスクを説明し、「持続可能なパーム油」に対する取組状況の確認を行い、先進的な取組を行っている企業の事例を紹介し、「持続可能なパーム油のための円卓会議（RSPO）」への加盟を促し、「持続可能なパーム油」の使用を求め、パーム油問題への取組目標と取組実績の開示をお願いしました。

また、2018 年 1 月には当社アナリストが、マレーシアとシンガポールに本社を置く大手パーム農園運営企業ともミーティングを行いました。

2018 年 7 月以降も、パーム油サプライチェーンの川上企業である総合商社や外食企業も新たにエンゲージメント対象企業に加え、ミーティングを開始しています。2017 年、2018 年は、多くのパーム油サプライチェーンに属する日本企業が「持続可能なパーム油のための円卓会議（RSPO）」に加盟しました。今後も多くの日本企業が「持続可能なパーム油」を使用し、森林破壊や児童労働・強制労働の撲滅を目指すためのサポートを行いたいと思います。

②協働エンゲージメント - 国内企業向け

当社は 2017 年 10 月より、「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」が主宰する「機関投資家協働対話プログラム」に参画しています。「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」は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、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」（協働エンゲージメント）を支援する目的で設立された一般社団法人です。

「機関投資家協働対話プログラム」で行う協働対話は、短期的な株主利益の追求が目的ではなく、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することを目的としています。2018 年 1 月には、「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題（マテリアリティ）の特定化と開示」をエンゲージメントアジェンダとした協働対話を開始しました。

詳しくは一般社団法人協働対話フォーラムのホームページをご覧ください。

https://www.iicf.jp/#sec_01

③協働エンゲージメント - 海外企業向け

責任投資グループでは、海外企業に対するエンゲージメント活動として主に PRI などのプラットフォームを活用した協働エンゲージメント等に参加しました。

ESG 課題	エンゲージメント名 / 活動プラットフォーム
気候変動	Climate Action 100+
	Climate change transition for oil and gas / PRI
環境、森林破壊	Cattle-linked Deforestation / PRI-Ceres
人権、労働慣行、 サプライチェーン	UNGP Reporting Framework Investor Initiative / PRI (賛同表明)
	Labor Practices/Agricultural Supply Chain / PRI (賛同表明)
統合報告	国際統合報告評議会 / IIRC (賛同表明)

2-5. その他の活動

当社は 2008 年 3 月に責任投資原則への署名を通して責任投資に対する取組みを進めており、責任投資の普及活動を行う PRI 日本ネットワークに立ち上げ時より積極的に参画しています。現在、当社責任投資グループの責任者が PRI 日本ネットワークコーポレートワーキンググループの議長を務めています。

その他にも、環境省「持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会」委員を務めたほか、日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) 運営委員、環境省 21 世紀金融行動原則運用・証券・投資銀行業務ワーキンググループ共同座長を務めています。また、2018 年以降、環境省 21 世紀金融行動原則運営委員、経済産業省「グリーンファイナンスと企業の情報開示の在り方に関する「TCFD 研究会」」ワーキンググループ委員等を務めており、引き続き、これらの活動を通して、持続可能な社会の実現に向けて運用機関としての責任を果たしていきます。

2-6. 今後の対話・エンゲージメント計画

今後も、国内株式アクティブ運用と国内株式パッシブ運用、国内債券アクティブ運用での対話・エンゲージメントを継続すると同時にレベル向上を目指します。また、国内外企業向けの協働エンゲージメントも継続して行っていく計画です。各分野での計画は以下の通りです。

国内株式アクティブ運用では、各ストラテジーが長年培ってきた付加価値の源泉を通じて、長期の企業価値拡大に効果的に結びつく非財務要因をテーマに設け、引き続き経営陣を中心とした投資先企業と対話を強化・継続すると同時に、対話の質の向上も目指します。

国内債券アクティブ運用では、引き続き当該発行体企業の潜在的なリスク認識のために中長期的な ESG 課題での対話・エンゲージメントを強化していく計画です。

国内株式パッシブ運用では、コーポレートガバナンスコードの改定も踏まえ、従来からの対話・エンゲージメント課題に加え、社外取締役の独立性やダイバーシティを意識したガバナンスでのエンゲージメント強化や、資本コストを意識した政策保有株などの資本生産性分野でのエンゲージメント強化を行う計画です。また、環境問題関連・社会問題関連をテーマとしたエンゲージメントでは、引き続きパーム油のテーマを継続すると同時に、新たなテーマ設定の準備も行う予定です。

国内外企業向けの協働エンゲージメントでは、引き続き PRI や「機関投資家協働対話プログラム」などのプラットフォームを活用した協働エンゲージメント等に参加していく計画です。

3. 受託者として適切な議決権行使

信託財産等で保有する株式のうち、当社が運用者として株主議決権を行使できる株式（REIT含む）についてはすべての議決権を行使しています。

3-1. 議決権行使基準

議決権行使基準の制定・変更等は、責任投資会議での協議を経て決定します。行使基準で明確に判断できない議案については責任投資会議で協議し賛否を決定します。

議決権行使の基本的な考え方、体制、具体的な行使基準、過去の行使結果は以下をご参照ください。

<https://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html>

3-2. 議決権行使基準の変更

議決権行使基準は、企業のガバナンスの状況、法改正などを考慮しながら見直しを図っております。行使基準の見直しタイミングを従来よりも早め、また年1回以上定期的に見直しを検討することを決めました。

【国内株式の議決権行使基準の変更】

国内株式の行使基準については以下の3点について変更しました。

① 買収防衛策の基準を厳格化

買収防衛策に対する当社のスタンスは以下の通りです。

「濫用的買収者」の脅威から身を守るために必要な場合があり、また少数株主に有利な買収条件を引き出すためのツールとして機能する場合があります。しかしながら、経営陣の保身に利用されると少数株主の利益を阻害する恐れがあります。よって、買収防衛策は発動にあたって経営者の恣意性が排除できるスキーム（客観性確保）となっていることが必須条件と考えています。

経営者の恣意性が排除できることの客観的な基準として、取締役会に対して一定以上の独立性を求めています。「取締役会に社外取締役が2名以上存在しない場合、反対する。」から、「取締役会に独立した社外取締役が2名かつ20%以上存在しない場合、反対する。」に変更しました。

② 親会社または支配株主がある企業に対する基準追加

親会社または支配株主を有する企業においては、親会社等の利益を優先させ少数株主の利益を損なう、潜在的な利益相反の関係にあると考えられます。企業はそのような利益相反に懸念がある取引について規定を設けていますが、外部からは利益相反があるかどうかの判断が困難です。そのための対処として取締役会のガバナンス体制に一段高い独立性を求めることにしました。

「親会社または支配株主を有する企業については、取締役会に独立した社外取締役が3分の1以上選任されていない場合、代表取締役の選任に反対する。」を取締役会に関する事項に追加しました。

③ 情報開示不足に対する基準の明確化

議案を判断する際に必要十分な情報がない場合には、賛否判断ができず反対としていましたが、その他に関する事項に、「対象議案についての情報開示が不足しており、かつ十分な説明がない場合は反対する。」を明記しました。

【外国株式の議決権行使基準の変更】

主な変更点は以下です。

一つの行使基準ですべて国に対応できるよう、まず冒頭に「各国の株式の議決権行使を行うにあたり、各国の異なる法令、商慣習、コーポレートガバナンスを鑑み、各国の実態を勘案して判断を行う」を追加しました。

取締役会に関する事項に関して、従来は「取締役会には社外取締役の参加が望ましい」から「取締役会には独立した社外取締役が複数選任されることが望ましい」を追加しました。また、「取締役会及び各委員会（監査、報酬、指名委員会等）は、十分な独立性が確保されていることが望ましい。」も追加しました。

その他に、国内株式同様に、対話・エンゲージメントとの関係を追加しました。

3-3. 議決権行使結果（国内株式、主な議案種類別集計）

2017年7月から2018年6月に開催された国内株式における株主総会での議決権行使結果（主な議案種類別）については次ページの集計表をご覧ください。多くの議案は招集通知等の開示内容で判断しますが、企業との対話・エンゲージメントなどを通じて相互の理解を深めた上で議案の賛否を判断するケースもあります。

【議決権行使結果（主な議案種類別）】

1. 会社提案議案に対する行使件数

		合計				反対比率 (前年)	
		賛成	反対	棄権	白紙委任		
会社機関に関する議案	取締役の選解任	15,049	1,370	0	0	16,419	8.3% (8.0%)
	監査役の選解任	1,513	150	0	0	1,663	9.0% (10.8%)
	会計監査人の選解任	33	0	0	0	33	0.0% (0.0%)
役員報酬に関する議案	役員報酬(※1)	616	129	0	0	745	17.3% (17.5%)
	退任役員の退職慰労金の支給	143	37	0	0	180	20.6% (38.3%)
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,393	71	0	0	1,464	4.8% (4.6%)
	組織再編関連(※2)	37	0	0	0	37	0.0% (0.0%)
	買収防衛策の導入・更新・廃止	24	38	0	0	62	61.3% (61.4%)
	その他資本政策に関する議案(※3)	101	4	0	0	105	3.8% (1.7%)
定款に関する議案		468	18	0	0	486	3.7% (5.2%)
その他の議案		0	1	0	0	1	100.0% (0.0%)
合計		19,377	1,818	0	0	21,195	8.6% (8.8%)

2. 株主提案議案に対する行使件数

	合計				賛成比率 (前年)	
	賛成	反対	棄権	白紙委任		
合計	5	154	0	0	159	3.1% (1.5%)

(※1) 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※3) 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、種類株式の発行等

【会社提案】

今回行使した会社提案の議案数は 21,195 議案で、株式併合に関する議案が減少したこと等から前年度に比べて 284 議案減少しました。また、株主提案の議案数は、159 議案で前年度に比べて 40 議案減少しました。なお、今回より取締役選任、監査役選任については、1 候補者につき 1 議案として集計し、比較しています。

会社提案（合計）に対する反対比率は、8.6%で前年度に比べて 0.2%低下する結果となりました。取締役選任及び買収防衛策に対する行使基準を厳格化しましたが、「監査役の選解任」と「退任役員の退職慰労金の支給」の反対比率が低下したことが要因と分析しています。

「取締役の選解任」では、取締役会構成等の妥当性・適切性、会社の業績や資本効率、社外取締役の独立性等の妥当性を審議し、問題があると判断した場合は反対しました。独立性の高い社外取締役の導入は進んでいますが、親会社等を有する企業への基準を厳格化したことから、反対比率は若干上昇しました。

「監査役の選解任」では、社外監査役の独立性等の妥当性を審議し、問題があると判断した場合は反対しましたが、独立性の高い社外監査役の導入が進んでいることから反対比率は低下しました。また、監査役の総数や社外監査役を減員するに際して十分な説明がない場合、監査役を含めたガバナンス体制構築の責任は取締役会にあることを勧告し、代表取締役の選任に反対しました。

「役員報酬」では、役員報酬等の水準、仕組み等妥当性を審議し、社外取締役、監査役等に対する役員賞与の支給・ストックオプション付与について反対しましたが、反対比率は前年度とほぼ同じでした。

「退任役員の退職慰労金の支給」では、社外取締役や監査役等に対する支給であっても退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給の場合は、コーポレートガバナンス強化の証左と判断し賛成しました。社外取締役や監査役等に対して支給していた同制度が数多く廃止されたことから議案数は減少し、反対比率は大幅に低下しました。

「剰余金の処分」では、株主還元策、内部留保等の水準の妥当性を審議し、問題があると判断した場合は反対しましたが、前年度とほぼ同じ反対比率となりました。また、株主総会ではなく取締役会で配当を決定する企業について、問題があると判断した場合は取締役の再任に反対しました。

「買収防衛策の導入・継続・廃止」は、その目的や内容が株主価値向上に資するものか十分に検討し、その発動を含めた運営において少数株主の立場に立って客観的かつ適切な判断を下せる体制または仕組みが担保されていないと判断した場合は反対しました。買収防衛策に対する行使基準を厳格化しましたが、企業側が取締役会の独立性を向上していることから前年度と同程度の反対比率となりました。

【株主提案】

株主提案については、中長期の株主価値向上に資するものか、あるいは株主の権利をより保護するものか十分に検討し、判断にあたっては議決権の行使基準を通じて当社が求めるガバナンス体制や財務面での水準等を当該企業が満たしているかを考慮しました。結果として、定款一部変更（取締役任期の短縮、買収防衛策の導入方法、任意の委員会設置）、買収防衛策廃止の議案に賛成しました。

3-4. 議決権行使結果（国内株式、個別の投資先企業及び議案毎）

個別の投資先企業及び議案毎の行使内容について、2017年4月以降の株主総会から四半期ごとにHP上に開示しています。

当行基準による行使内容については開示資料をご参照ください。

<https://www.resonabank.co.jp/nenkin/sisan/giketu/index.html>

3-5. 議決権行使結果（外国株式、主な議案種類別集計）

2017年7月から2018年6月に開催された外国株式における株主総会での議決権行使結果（主な議案種類別）は下の表をご覧ください。

1. 会社提案議案に対する行使件数

		合計				反対比率 (前年)	
		賛成	反対	棄権	白紙委任		
会社機関に関する議案	取締役の選解任	12,403	1,625	0	0	14,028	11.6% (10.4%)
	監査役の選解任	457	87	0	0	544	16.0% (25.4%)
	会計監査人の選解任	1,781	21	0	0	1,802	1.2% (1.2%)
役員報酬に関する議案	役員報酬(※1)	3,265	810	0	0	4,075	19.9% (17.3%)
	退任役員の退職慰労金の支給	23	6	0	0	29	20.7% (36.4%)
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,373	13	0	0	1,386	0.9% (0.9%)
	組織再編関連(※2)	2,808	572	0	0	3,380	16.9% (14.0%)
	買収防衛策の導入・更新・廃止	59	23	0	0	82	28.0% (40.2%)
	その他資本政策に関する議案(※3)	639	40	0	0	679	5.9% (4.7%)
定款に関する議案		736	92	0	0	828	11.1% (10.5%)
その他の議案		4,855	485	0	0	5,340	9.1% (8.4%)
合計		28,399	3,774	0	0	32,173	11.7% (10.9%)

2. 株主提案議案に対する行使件数

	合計				賛成比率 (前年)	
	賛成	反対	棄権	白紙委任		
合計	664	351	0	0	1,015	65.4% (54.0%)

(※1) 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※3) 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、種類株式の発行等

【会社提案】

当社では2,421社、2,960総会についての議案を審議し、議決権を行使しました。会社提案（合計）に対する反対比率は、11.7%と前年比若干上昇しました。

「取締役の選解任」の反対比率は、11.6%と前年比若干上昇しました。議案の約 58%を米国、カナダ、南米を含むアメリカ地域の議案が占め、約 25%がヨーロッパ、中東及びアフリカ地域（EMEA）、約 18%がアジア・オセアニア地域の議案でした。社外取締役の独立性に懸念がある、取締役会の独立性が十分に確保できていない、業績不振企業で在任期間の長い取締役候補者に反対しました。また米国では、株主による定款変更を禁止している企業のガバナンス委員や取締役報酬議案（say-on-pay）に対して対応が不十分な再任取締役候補者にも反対しました。

「役員報酬」に関する議案の反対比率は約 20%と若干上昇しました。役員報酬議案の内、約 48%をヨーロッパ、中東及びアフリカ地域（EMEA）、約 32%を米国、カナダ、南米を含むアメリカ地域が占めました。目標達成水準の開示や前年からの増額について十分な説明がなされていないことから反対しました。反対比率が高い国はフランスで、30%の反対比率となりました。米国では 10%の反対比率でした。

【株主提案】

株主提案の議案を国別で見ると、全体の約 4 割が米国企業、約 3 割が中国企業での提案でした。株主提案の賛成比率は前年から大きく上昇しました。主な上昇要因は、米国の株主提案に対する賛成比率が 77%と前年比で約 10%上昇したためでした。

米国では、多岐にわたる株主提案が提出され、約 56%がガバナンスや株主権利に係るもの、約 34%が環境、社会、政治献金等に係る開示要求、約 9%が取締役報酬の開示要求に関する内容でした。株主権利に係る提案の内、臨時株主総会の招集権に係る要件緩和を求める提案や書面同意による株主総意の提案が前年と比べ数多く付議され、約 9 割の提案に賛成したことで賛成比率が上昇しました。

また、独立性のある取締役会議長の就任を求める株主提案も多く見られました。当社では株主リターンが相対的に芳しくない企業やガバナンスに問題のある企業の株主提案に賛成しました。

その他、複数クラス議決権構造の解消を求める株主提案に関しては、議決権の数と経済的な価値は比例関係にあるべきとの考えから、全ての株主提案に賛成しました。

4. 責任投資活動の体制

4-1. 責任投資会議

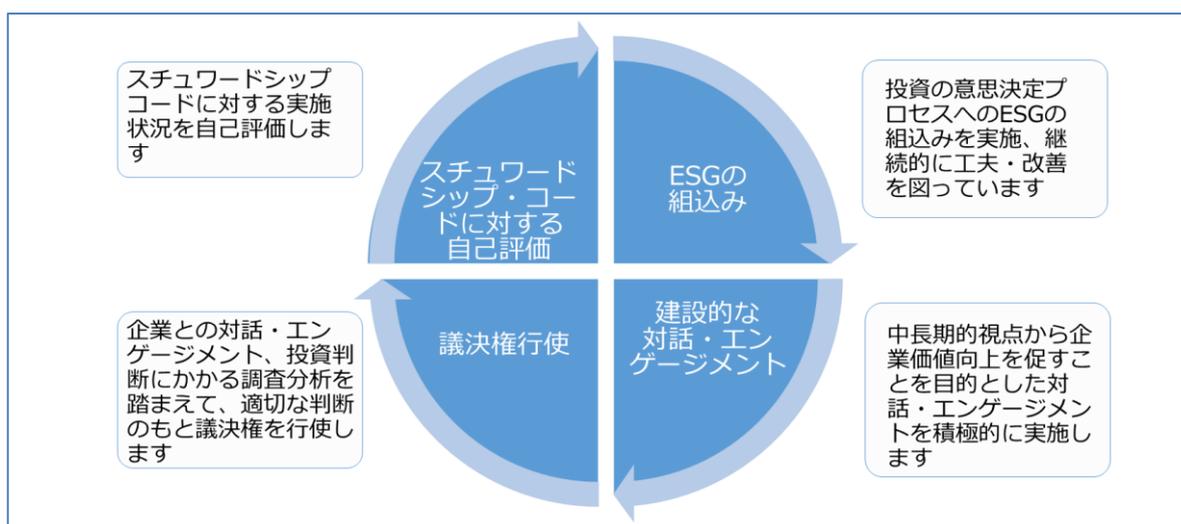
責任投資にかかる基本方針を遂行し、諸々の取組みが「責任ある機関投資家の諸原則」及び「責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）」に適切に対応しているかを検証、継続的に工夫・改善させていくコントロールタワーとして重要な役割を担っているのが責任投資会議です。

投資先企業の持続的成長に資するような取組みが行えるよう、信託財産運用部署の担当役員および部・室長のほか、内部統制管理の観点から信託財産運用管理部署の担当役員および部・室長が参画し構成、それぞれの経験、知見を結集して対応にあたっています。さらに、責任投資に関する第一人者である社外の有識者（水口 剛教授、高崎経済大学副学長）を2017年5月より本会議に構成メンバーとして招き、社外の目を通しての当社の活動に対する意見・アドバイスを受けています。

責任投資会議では、責任投資にかかる基本方針にある3つの具体的な取組み状況の報告、議決権行使基準の変更や議案の審議などを通じて様々な検討・協議を行っています。

【責任投資にかかる基本方針における具体的な取組み】

1. 投資の意思決定プロセスへの ESG の組み込み
2. 投資先企業との建設的な対話・エンゲージメント
3. 受託者として適切な議決権行使



責任投資会議は、2017年7月から2018年6月末までに8回開催しました。本会議では、明確に判断できない議案の審議、議決権行使基準の変更協議、スチュワードシップ活動報告・PRI報告の内容協議、自己評価結果の協議、国内外の議決権行使状況、対話・エンゲージメントの状況と成果等の報告を行いました。

本会議での協議内容や改善への意見、スチュワードシップ・コードに対する実施状況の自己評価（2018年9月実施）をもとに、今後のスチュワードシップ活動の改善を図り、より高いレベルでのスチュワードシップ責任を果たして参ります。

4-2. 責任投資検証会議

信託財産の運用において、利益相反管理等に係るガバナンス体制強化のため、議決権行使を含むスチュワードシップ活動が適切に行なわれていることを、社外第三者の視点で検証する会議として、責任投資検証会議を2017年11月に設置しました。

構成委員は、りそなホールディングス社外取締役の馬場千晴氏、りそな銀行社外監査役の土田亮氏、社外有識者としての一橋大学大学院准教授の円谷昭一氏の3名です。オブザーバーとして責任投資会議メンバーが参加します。

2018年1月に第1回責任投資検証会議が開催され、当社のスチュワードシップ活動体制とプロセスについて報告を行うとともに、外国株式議決権行使基準の適切性について検証を受けました。また、2018年4月開催の第2回責任投資検証会議では、当社の国内株式議決権行使基準の適切性について検証を受け、さらに、2018年8月開催の第3回責任投資検証会議では、2017年7月から2018年6月に開催された株主総会における当社の議決権行使結果について利益相反のおそれがある取引類型に沿って検証を受けました。これら3回の責任投資検証会議において、すべての検証議題の適切性を各委員に確認して頂きました。

5. スチュワードシップ活動の自己評価

当社は、「資産運用者としての機関投資家」として、中長期的な観点からお客さまの利益の拡大を図る姿勢を明確化するために「責任投資にかかる基本方針」を定め、3つの具体的行動に取り組んでいます。これらの取組みレベルをさらに高めていくために、定期的に自己評価を実施しています。

5-1. 自己評価の方法

当社のスチュワードシップ・コードへの取組方針では、「当社の責任投資にかかる方針や取組みに対して適切な自己評価を行うことが重要であるとの考えのもと、責任投資会議構成メンバーによる自己評価を基本としつつ、外部評価を組み合わせる的確な課題設定を行う等、実効的な評価体制を構築してまいります。」と明記しています。責任投資会議は、当社の責任投資、スチュワードシップ責任を果たしていく上での重要な役割を担っている会議です。

同会議の構成メンバーに対して、スチュワードシップ・コードの各原則・各指針が要求する取組みに対し十分な取組みが実施できているのか、スチュワードシップ活動を実施するに十分な組織体制が整備されているのか、活動の実績・評価・改善のPDCAがきちんと回っているかどうか、責任投資のコントロールタワーである責任投資会議の運営は適切かどうかに関して、段階評価と自由記述のアンケートを実施しました。自己評価対象期間は2017年7月から2018年6月としました。

2018年9月の責任投資会議で、前年の課題に対する取組状況とアンケート結果を報告し、新たな課題認識とその課題への対応について議論しました。

5-2. 自己評価の結果

① スチュワードシップ・コードへの取組状況

- 明確な取組方針のもとスチュワードシップ活動は適切に実施されており、外部評価は高い評価を維持しています。
- 責任投資グループの専担者増員、利益相反管理体制の強化として責任投資検証会議を設置・運営するなどスチュワードシップ責任を果たすための体制を強化しました。
- 中長期的な視点からグローバル・イシューを設定、それに応じたテーマによるエンゲージメントを開始しました。また国内では「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」に参加、海外ではPRIの協働エンゲージメントやClimate Action 100+に参加、他の機関投資家と共同でエンゲージメントを開始しています。
- 国内外の議決権行使基準の見直しを実施しました。また見直しを検討する時期を早めることを決定しました。

② 責任投資会議の運営等

- 責任投資会議はおおむね適切に運営されていると評価しました。

③ 課題

当社のスチュワードシップ活動の実効性をより高めていくには以下のような課題があることを認識・共有し課題解決に向けたアクションプランを検討、実行していきます。

- 責任投資会議で、より実効性の高いスチュワードシップ活動への助言や監督が議論できるよう、個々のメンバーの自己研鑽に励むとともに組織として効果的な情報・知識の共有方法の検討や効率的な会議運営を行う必要がある。
- アクティブ・パッシブ間、株・債券間のスチュワードシップ活動の情報共有・連携を強めていくことが必要である。
- スチュワードシップ活動における当社の独自色を強めるとともにしっかりと情報を発信していくことが重要である。

参考：外部評価

外部評価はPRIの年次評価を参考にしています。評価を維持または向上させるには何が必要であるか課題を設定し取り組んでいます。

当社の2018年の責任投資への取組み（組織の責任投資に対する包括的アプローチ）への評価はA+となり、2015年から最上位のA+を維持しています。また上場株式におけるESGの組込み（下表2）とエンゲージメント（下表3.1）もA+の評価を維持しています。議決権行使（下表3.2）は、個別企業、個別議案ごとに行使結果を四半期ごとに開示、また反対理由（株主提案の場合は賛成理由）を記載したことを受けてBからAに評価が上がりました。

モジュール	2018	2017
1. Strategy & Governance (組織の責任投資に対する包括的アプローチ)	A+	A+
2. Listed Equity – Integration	A+	A+
3. Listed Equity – Active Ownership	A	A
3.1 – Engagement	A+	A+
3.2 – Proxy Voting	A	B
4.1 Fixed Income – SSA	B	B
4.2 – Corporate Financial	B	B
4.3 – Corporate Non-Financial	B	B

おわりに

私たちはスチュワードシップ・コードを、遵守すべきルールとしてではなく、お客さまおよび投資先企業を含む社会とともに持続的に成長するビジネスモデルを構築する取組みとして捉えています。

そして、それが私たちの理念である「運用部門が有する、長年の年金運用で培った運用スキルおよび国内外資産への長期分散投資にかかる豊富なノウハウを、りそなグループのユニット各部門と共有し、お客さまの資産形成を支援・促進する。」に通ずると考えております。

また、これらの理念を追求していくため、私たち役職員一人一人が“運用者としての職業倫理”を深く理解し、運用のプロフェッショナルとして「お客さまのために正しく汗をかく」という組織文化を醸成してまいります。

私たちが最も大切にしたいことは職業倫理であり、ステークホルダーみなさまへの誓約です。これは受託者責任を全うしつつ、責任投資を実践するための基本的な考え方だと考えております。そして、その前提には私たちは専門家集団であるという自負と思いやりの心が大切です。

一般的にプロフェッショナルとは『専門的な知識や技能によって報酬を得ている人』と理解されています。しかし Professional の語源『Profess』は、『神に誓いを立てて、これを職とする』という意味です。

それは、いかに専門性や優れた技能を持っていても、倫理性を欠き自分や自社の利益ばかりを考えた判断を下す職業人は、真のプロフェッショナルとは言えないと捉えております。

真のプロフェッショナルには高い倫理観とともにみなさまと共鳴する（=resona）感性が大切です。常に長期投資家として、長期的視点と私たちの職業倫理と皆様への誓約を拠り所にスチュワードシップ責任を果たしてまいります。

以上