

令和7年度 スチュワードシップ活動の報告（概要版）

令和8年3月

令和7年度スチュワードシップ活動報告（概要）

KKRのスチュワードシップ活動

本報告書は、国家公務員共済組合連合会（以下「連合会」という。）が2025年度に実施したスチュワードシップ活動について、その基本的な考え方および具体的な取組状況を取りまとめたものです。

近年、わが国の資本市場を取り巻く環境は大きな転換期を迎えており、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、企業と投資家との間における建設的かつ実効性ある対話がこれまで以上に重要となっています。こうした中、2025年度にはスチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という。）の第三次改訂により、投資家には実質株主の透明性の向上や、協働エンゲージメントといったエンゲージメントの深化が求められることとなりました。

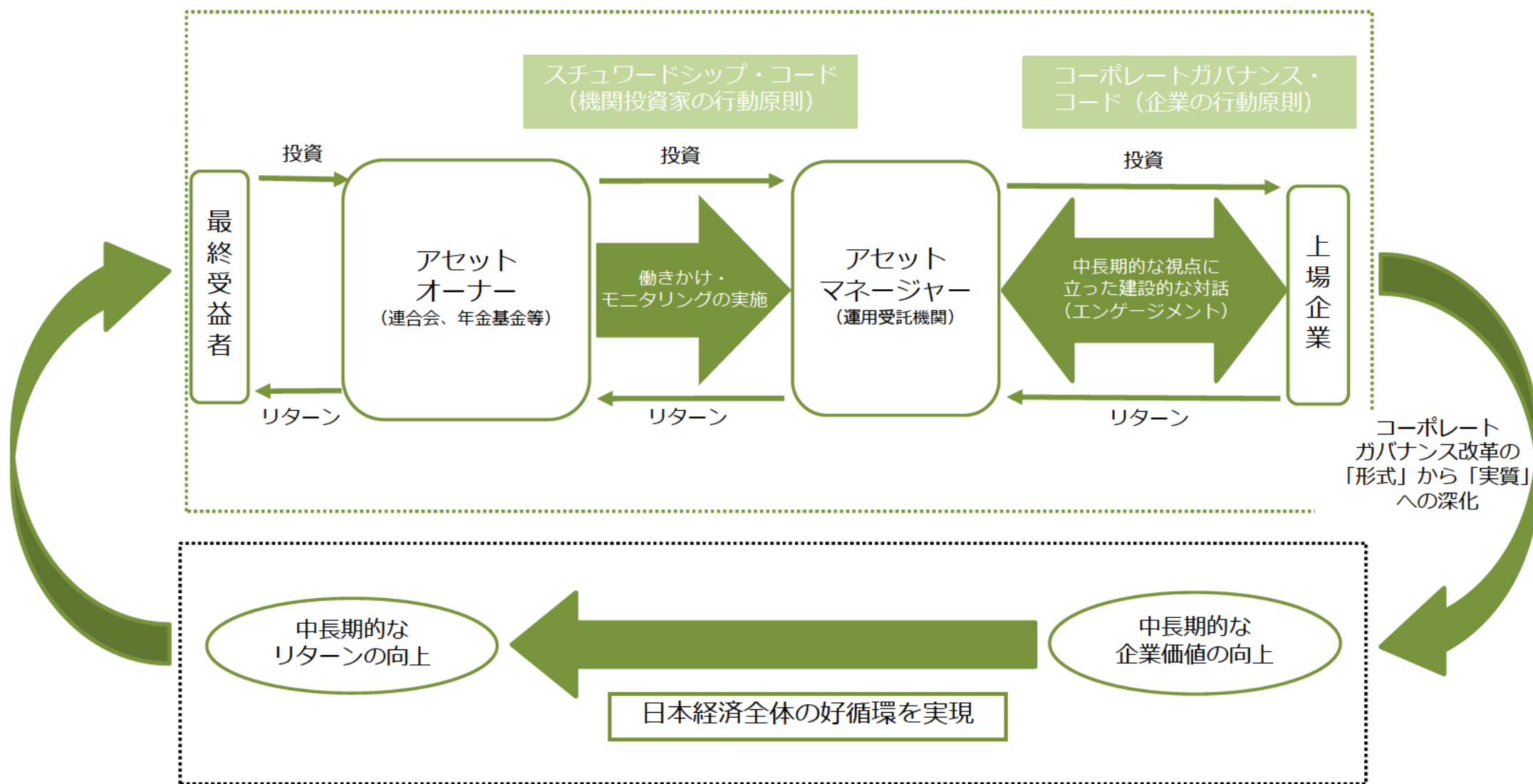
コーポレートガバナンス・コードの改訂を含め、これらの制度的進化は、年金積立金を運用する長期投資家としての連合会にとって、厚生年金保険の被保険者等の将来にわたる給付の安定性を確保する観点から、極めて重要な意義を有するものです。

連合会は、こうした環境変化や社会的要請を踏まえ、運用受託機関が行う投資先企業との対話を通じたガバナンスの向上や持続的な企業価値創造を後押しすることが、結果として厚生年金保険の被保険者等の中長期的利益の最大化につながるものと考え、スチュワードシップ責任を果たす取組みを継続してまいりました。2025年度においては、全ての運用受託機関20社・29ファンドを対象に、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的持続可能性）を考慮した対話事例や、債券・オルタナティブ資産における取組みの状況について確認するとともに、2025年4月から12月にかけて計80回（注1）の面談を実施し、各運用受託機関の活動内容やエンゲージメント方針について丁寧な意見交換を行いました。さらに、2026年4月には、これら一連の活動を対外的に明確化する「責任投資方針」を施行し、今後のスチュワードシップ活動の指針として位置づける予定です。

本報告書が、連合会のスチュワードシップ活動に対する基本的な考え方および取組みの実態について理解を深めていただく一助となることを期待しています。

（注1）面談実施数は、スチュワードシップ面談、各戦略でのエンゲージメント事例にかかる取組報告を実施している四半期面談等を含みます。

スチュワードシップ活動のイメージ図



(出所：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）事務局説明資料」を基に作成)

「日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂版」の受入れについて

2025年6月26日に公表されました「第三次改訂」にあたって、改訂内容を踏まえてコードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目の更新を実施し、2025年12月26日に受入れを公表いたしました。

主な改訂項目

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するとともに、問題の改善に努めるべきである。【変更なし】

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。

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、必要に応じ、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）が有益な場合も重要な選択肢であり得る。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。

KKRの対応

- 当会は、従前より、運用受託機関によるサステナビリティに関する対話については、投資戦略と整合的で、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しているかモニタリングを実施しており、引き続き、適切に対応していきます。
- 当会は、運用受託機関に対し、投資先企業とのエンゲージメント（協働エンゲージメントを含む）を通じ、当該企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることを求めます。
- 当会は、運用受託機関に対し、投資先企業から当該株式保有状況にかかる説明の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。

株式のスチュワードシップ活動

連合会は、株式のスチュワードシップ活動について、実施体制、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮した投資先企業との対話（エンゲージメント）、議決権行使といった内容について運用受託機関の取組状況を確認しました。前年度より、大きな変更はなく、継続した対応が行われていました。

実施体制

- スチュワードシップ活動を統括する会議体、専門部署が設置されており、株式部門のアナリストや運用担当者とスチュワードシップ部門等の担当者が協働・連携してエンゲージメントを実施している運用受託機関が大半であり、運用と一体的なスチュワードシップ活動が行われていました。

対話（エンゲージメント）

- 投資先企業の企業価値向上と持続的成長に向けて、運用プロセスのなかで運用戦略に応じたサステナビリティを考慮した取り組みが行われていました。
- 対話内容の組織的な進捗管理、対話の達成度合いの定量的な効果測定など、自社の対話の実効性を高める取り組みを行っている運用受託機関が大半でした。対話の効果を高める目的でエンゲージメント・レターを活用する運用受託機関もありました。
- 協働エンゲージメントについては、各社の方針、投資先企業との課題状況を踏まえた対応で、不祥事企業へのエンゲージメントを強化する一つ的手段として活用する事例もありましたが、企業との1対1のエンゲージメントを優先して行っている事例もありました。
- イニシアティブについては、気候変動にかかる「Climate Action 100+（温室効果ガス排出量の削減や気候関連の情報開示の強化を促すことを目的とした国際的な投資家イニシアティブ）」など、各社の方針に整合的なものに参加し、サステナビリティ課題に向けた取り組みを進めていました。

議決権行使

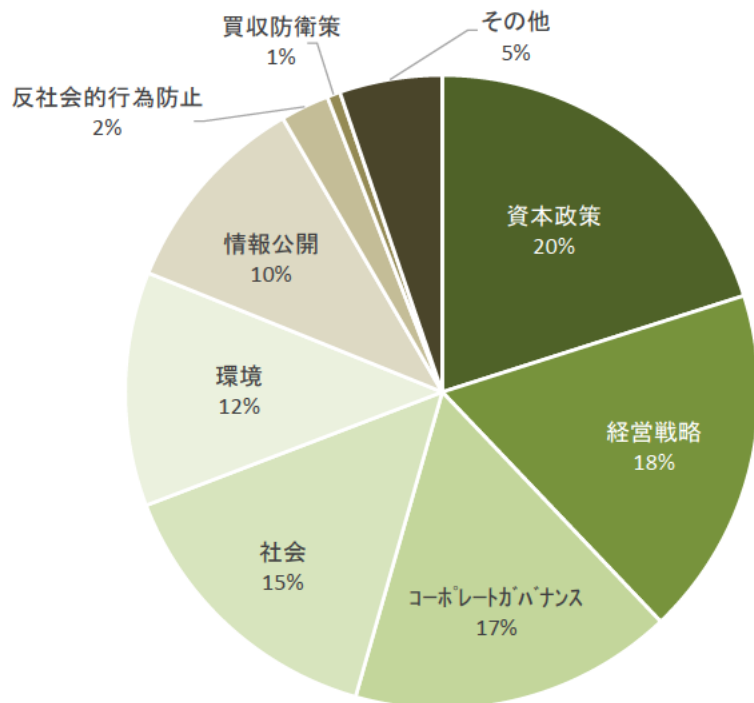
- 議決権行使助言会社の活用方法と選定理由、議決権行使の意思決定と事務プロセスの取組状況をヒアリングしました。

令和7年度スチュワードシップ活動報告（概要）

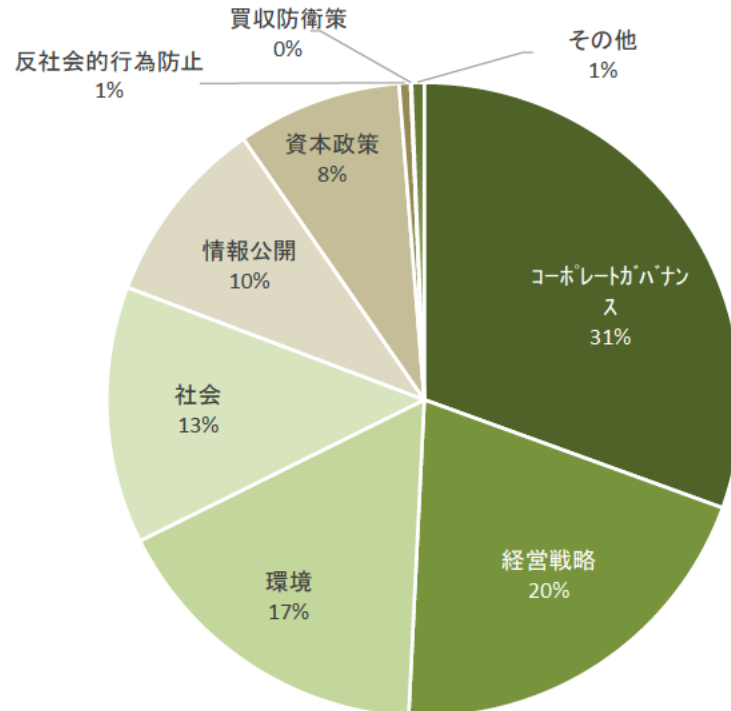
投資先企業との対話（エンゲージメント）

- 運用受託機関が、投資先企業の企業価値向上と持続的成長に向けて、運用プロセスのなかで運用戦略にサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮した投資先企業との対話（エンゲージメント）を行っていることを確認しました。
- 国内株式については、前年度と比較し、資本政策・経営戦略・ガバナンスの比重がさらに高まり、実効性重視へと変化しています。経営トップとの対話も増加し、企業の資本効率改善や開示強化を促す動きが強まっていることが見て取れます。
- 外国株式については、前年度に続きガバナンス関連の比率が最も高く、経営戦略や環境対応も増加しました。近年、欧米でのサステナビリティ開示規制強化や気候関連開示義務化が進むなか、エンゲージメントは形式的な開示から実効性検証へと深化し、経営トップとの対話拡大が企業価値向上策の議論をさらに促進していると考えられます。

対話内容別構成比(国内株式)



対話内容別構成比(外国株式)



令和7年度スチュワードシップ活動報告（概要）

株主議決権の行使状況

- 議決権とは、受託者責任の観点から、専ら被保険者の利益のために行使されるもので、投資先企業の企業価値の向上と持続的成長を図るために株主に与えられた最も重要な権利と考えています。
- 議決権行使については、運用受託機関にその執行業務を委任することとしており、連合会で定める「株主議決権行使にかかるガイドライン」に従い、運用受託機関からの毎年度の株主議決権の行使状況について報告を求め、取組状況を確認しています。2025年の議決権行使状況についても、適切に行使されていることを確認しました。
- 議決権行使助言会社の利用について、取引先やグループ会社への議決権行使など、利益相反管理の一環で活用している運用受託機関が多くありました。

議決権行使結果

- 2025年4月から同年6月までの議決権行使の状況は、以下の通りでした。

国内株式

- 全43,916議案で、会社提案42,916議案に対して、反対行使は3,845事案(9.0%)でした。このうち「取締役会・取締役に関する議案」は3,354議案(9.6%)、「監査役会・監査役に関する議案」は161議案(6.7%)に反対行使しました。

外国株式

- 全62,778議案で、会社提案60,152議案に対して、反対行使は4,427事案(7.4%)でした。このうち「取締役会・取締役に関する議案」は1,208議案(4.7%)、「定款変更に関する議案」は485議案(24.6%)に反対行使しました。

債券のスチュワードシップ活動

連合会は、債券のスチュワードシップ活動について、実施体制、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮した投資先企業との対話（エンゲージメント）の内容を中心に運用受託機関の取組状況についてモニタリングを実施しました。前年度より、大きな変更はなく、継続した対応が行われていました。

実施体制

- 債券部門のクレジットアナリストとESGリサーチ部門の担当者との協働での実施や、株式運用を行っている運用受託機関については、株式のスチュワードシップ活動と一体で統合した形で運営している運用受託機関が大半でした。

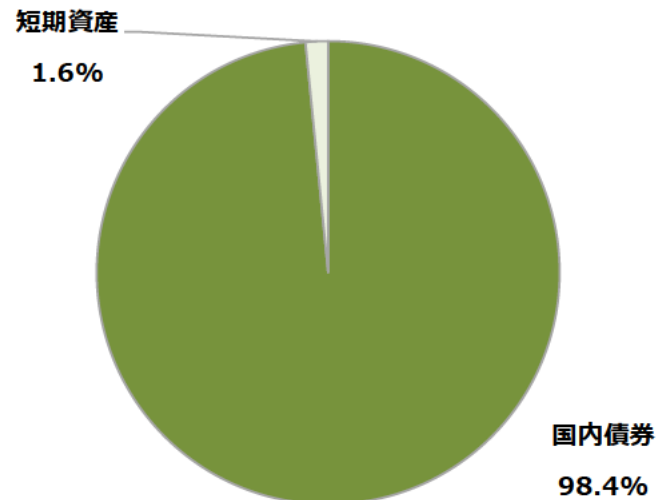
対話（エンゲージメント）

- 信用リスクが顕在化した時のダウンサイドのリスク管理に重点を置く運用受託機関が大宗でした。
- 債券投資家は議決権を持っておらず、株式と比較して、発行体との対話の頻度や影響力という観点で、実効性の高い対話が難しいという側面も見られました。
- 運用プロセスのなかで運用戦略に応じたサステナビリティを考慮した取り組みが行われており、主な内容としては、中長期的な企業価値の向上と持続的成長を促すこと、発行体のサステナビリティ課題に向けた取り組みを後押しすること、信用リスクへの影響、資金使途の適切性の確認などでした。

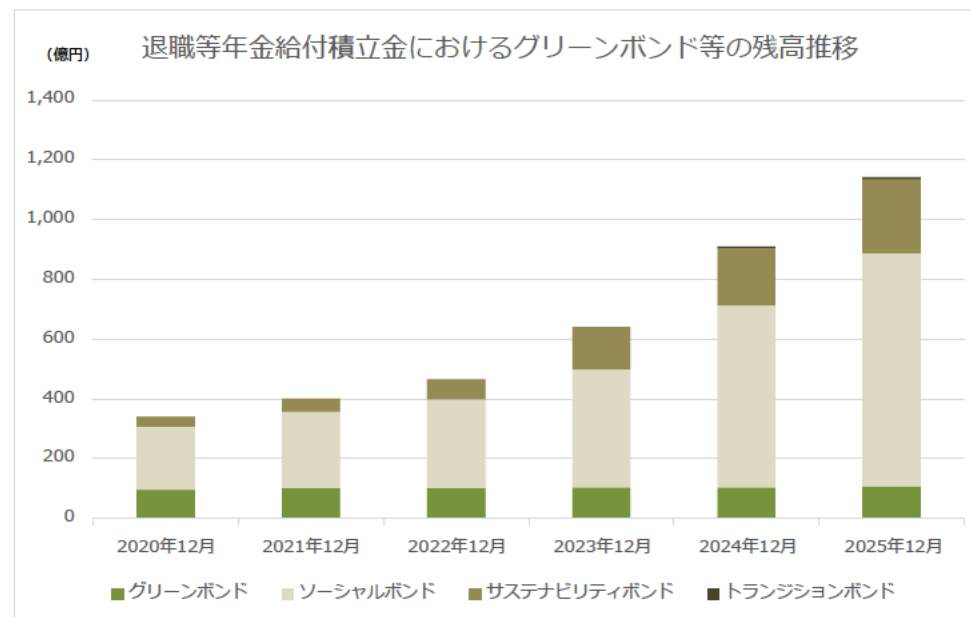
退職等年金給付積立金における自家運用の取組状況

- 基本ポートフォリオは国内債券100%で、国債、政府保証債、財投機関債を中心に購入し、財投預託金などでも運用しています（運用資産額：10,596億円（2025年12月末））。
- グリーンボンド等の保有残高（簿価）は、約1,143億円です（2025年12月末）。
- 債券の購入検討にあたっては、発行体の財務状況の分析に加え、事業計画、調達方針、サステナビリティ活動の取り組みなど、IR説明会の参加や発行体との直接面談を通じた情報収集やコミュニケーションも実施しています（IR説明会等参加実績：13件、期間：2025年4月～12月）。

資産構成割合（2025年12月末時点）



グリーンボンド等の残高推移



運用受託機関の課題と期待

（1）エンゲージメント

連合会は、運用受託機関に対し、形式的・断片的な対話にとどまらず、投資先企業の経営課題やサステナビリティ課題を的確に捉えた、中長期的視点に立つ実効性の高いエンゲージメントが求められると考えています。

課題としては、対話の深度や成果の測定にばらつきが見られる点や、ESG課題が投資判断や企業価値向上にどのように結び付いたかの説明が十分でない点が挙げられます。

今後は、目的・進捗・成果を意識した対話の高度化を通じ、企業の持続的成長と受益者利益の最大化に資するエンゲージメントの実践を期待しています。

（2）議決権行使

議決権行使は、運用受託機関が受託者責任を具体的に果たす重要な手段であり、連合会は各議案の背景や企業の状況を踏まえた主体的かつ一貫性のある判断が不可欠であると考えています。

課題としては、事務管理上の過誤防止や、行使結果とエンゲージメントの連動性の更なる明確化が挙げられます。

今後は、フロント部門とミドル・バック部門の連携強化を通じて事務品質を確保するとともに、議決権行使を通じて企業価値向上を促す姿勢を一層明確にさせていただくことを期待しています。

今後の取り組み

（1）責任投資方針の施行

連合会は、2026年4月に、新たに策定した「責任投資方針」を施行します。本方針において連合会は、世界的な気候変動、自然資本・生物多様性、人権、コーポレートガバナンスをはじめとする重要なサステナビリティ課題について、対応の失敗や遅延が投資先企業のみならず、経済・社会全体に悪影響を及ぼし得るリスクであると認識しています。一方で、これらの社会・環境的課題への対応は、技術開発や事業革新を通じた新たな収益機会をもたらすものとも捉えています。

こうした認識の下、連合会は、責任投資の目的を長期的なリスクの低減および投資収益の拡大と位置付け、本方針に基づく取り組みを着実に推進していきます。

（2）運用受託機関のモニタリングの充実化

連合会は、引き続き四半期ごとに実施する面談を通じて、運用受託機関に対し、エンゲージメント事例に関する取組状況の報告を求め、ヒアリングを行っていきます。あわせて、債券およびオルタナティブ資産についても、各社における具体的な取組内容や進捗状況の確認を継続します。また、運用受託機関の取組状況の評価にあたっては、実施体制や方針といった形式面にとどまらず、各運用戦略の特性を踏まえ、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮した実効性ある対話や働きかけが行われているかといった点を重視します。

こうした観点から、スチュワードシップ活動の内容や成果を含め、その実質を重視したモニタリングを一層充実させていきます。

（3）運用受託機関の評価

運用受託機関からの報告については、それぞれの機関が取り扱っている資産によっても違いが見られます。連合会は、これらを考慮した上で、運用受託機関のスチュワードシップ活動の評価に向けた取り組みを進めていきます。

（4）責任投資を支える体制基盤の強化

責任投資の取り組みを推進するために必要となる人材の確保、外部組織の活用、専門的知見の蓄積に努めていきます。

KKR国家公務員共済組合連合会
Federation of National Public Service Personnel Mutual Aid Associations

<https://www.kkr.or.jp/shikin>