



2019年11月8日  
ICGN CEO ケリー・ワリング

## 「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」への意見書〈概略版〉

(本資料は、日本語訳(概略版)となります。詳細は原文をご覧ください)

最初に、スチュワードシップ・コードに関する ICGN の意見を提出できる機会をいただき感謝いたします。

ICGN (International Corporate Governance Network) は、1995年に設立されたグローバルの機関投資家を主体とする組織(事務局:英国ロンドン)であり、会員の運用資産合計金額は34兆米ドル(国別では45か国以上)となっています。機関投資家以外にも、監査法人、アドバイザー、企業の方もメンバーとなっています。ICGN は、コーポレートガバナンスと投資家のスチュワードシップに関するグローバルの権威であり、そのミッションは、グローバル経済の持続的な発展に向けた長期的な価値創造の追求という同じ志を持った投資家と企業が、ガバナンスの向上を通じ、その実現が可能となるよう推進することです。

当意見書の多くの部分は、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則(以下、ICGN 原則と記載)からの引用となっています。ICGN 原則は、現在、公開草案として、加盟メンバーのコンサルテーション(2019年11月22日〆切)に付されており、2020年6月9日に、カナダのトロントで開催される ICGN 年次総会にて承認を受けることとなっております。この意見書で引用している ICGN 原則で下線を引いているところが、主な変更点となります。

この ICGN の意見書では、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(4)(以下、意見書(4)と記載)の投資家のスチュワードシップに関わる部分やこれまでのフォローアップ会議での議論も踏まえ、以下の点につき、提言したく思います。

1. 議決権行使判断におけるプロセスと理由の開示
2. スチュワードシップ活動とその結果の開示
3. 議決権行使助言会社の運営・開示・企業との対話

4. 資産横断的なスチュワードシップの範囲
5. スチュワードシップ活動への ESG 要因の統合

また、ICGN 原則に関わる部分で、日本版スチュワードシップ・コードに関連する以下の点についても提言したく思います。

6. スチュワードシップ活動における統合アプローチ
7. エンゲージメントの強化

なお、ICGN の内部監査と子会社ガバナンスへの考え方については変更ありません。フォローアップ会議（4月10日）に提出した意見書をご覧ください。（英文資料 Annex1）

## **1. 議決権行使判断におけるプロセスと理由の開示**

ICGN は、意見書（4）での記載どおり、投資家は、議決権行使プロセスや議決権行使判断の賛否の理由の開示について改善を奨励されるべきと考えています。このことは、ICGN 原則の 5.1～5.4 でも推奨されています。

### **5.1 議決権行使方針**

投資家は、明確な議決権行使方針を公開するとともに、定期的にその方針を見直すべきである。方針では、議決権行使の判断基準、この基準から乖離する判断を行う範囲、国内外での基準の違いなどが示されるべきである。また、特定の事情で行使しないことを選択する場合（例えば、保有比率が一定以下である場合）、この方針についても開示されるべきである。

### **5.2 議決権行使プロセス**

投資家は、議決権行使判断に至るプロセスを開示すべきである。この開示には、潜在的な利益相反への対処方法やプロセスの妥当性の検証方法も含まれることとなる。また、議決権行使の判断権者（部署）を開示すべきである。議案の種類・地域・保有の規模により、判断権者が変わる場合、その事項も開示すべきである。

### **5.3 意思決定**

投資家は、会社提案が優良なコーポレートガバナンスの実践とは整合的でない、

と判断する場合には、棄権又は反対するように対応すべきである。この場合、(望ましくは株主総会前に) 企業に議決権行使判断の根拠を説明するように努めるとともに、株主総会に(物理的に)出席する場合には、何故、出席することが必要なのかも明確にすべきである。

#### 5.4 議決権行使結果

投資家は、定期的に議決権行使結果 (集計ベースと個別議案ベース) をホームページ上で公表し、(理想的には議決権行使から時間を置かず) 顧客へも直接、報告すべきである。議決権行使結果は、議案に対し、賛成・反対・棄権のどの判断を行ったかを示すこととなる。

ICGN は、投資家の議決権行使判断の理由の開示については、日本だけでなく、グローバルにおいても改善する余地があると認識しています。実際、こういったことが背景となり、例えば、2018年に策定されたオランダ版スチュワードシップ・コードでは、「アセットオーナーと運用機関が会社側提案に反対や棄権する場合、企業の取締役会に対し、議決権行使の判断の理由について説明すべきである」と定められています。また、本年10月25日に、FRCにより公表された英国版スチュワードシップ・コード2020の原則12でも、「署名者(投資家)は、議決権行使判断の理由、特に取締役会案に対する反対、株主提案に対する反対、棄権、議決権行使基準と異なる判断を行った行使判断については、その理由を開示すべきである」とされています。

最後に、4月に提出した意見書の中で記載しましたように、投資家は、貸株についての考え方や貸株が議決権行使に与える影響についても開示すべきと考えます。この開示は、議決権行使のため貸株が回収されることや議決権行使に与える影響の度合いを明確化することにつながります。英国版スチュワードシップ・コード2020の原則12でも、「貸株や(議決権行使のための)貸株の回収についてどのような方針を採用したのか、エンプティ・ボートイングの縮減にいかにつとめたのか、について明言する」ことが署名者(投資家)に求められています。

このような考えを背景として、ICGNは、日本版スチュワードシップ・コードにおいても、現状の原則5の注14にある貸株の取り扱いを「指針」とした方が適切ではないか、と考えております。

## **2. スチュワードシップ活動とその結果の開示**

ICGN は、意見書 (4) での記載にあるとおり、建設的な対話の実質化に向け、スチュワードシップ活動を開示するという考えに賛同いたします。このことは、ICGN 原則の 7.3 でも推奨されています。

### **7.3 スチュワードシップの実効性**

スチュワードシップ活動の開示は、受益者・顧客に対し、その実効性を伝えるもの  
のとすべきである。この開示では、スチュワードシップ活動のプロセスだけでは  
なく、その成果にも焦点があてられ、成功例（や失敗例）・関連データも含まれる  
べきである。

英国版スチュワードシップ・コード 2020 でも、スチュワードシップ方針の開示からスチュワードシップ活動の実効性と結果（成果）の開示に重点が大きく移されています。また、署名者は、毎年、組織がどのようにコードを適用したかが明確にわかるひとつにまとまった書類を策定することが求められています。更に重要なことは、この書類は、毎年、ガバナンス組織で検証された後、承認され、議長・CEO・CIO の誰かにより署名されなければならないということです。このことは、開示資料の正確性や内容のバランスの確保に資するだけでなく、機関投資家の組織の上層部がスチュワードシップ活動に参画していることを確かなものにする効果があると考えています。

スチュワードシップ活動の結果の開示においては、いつ、どのように企業にエンゲージメントを実施したかというケーススタディを用いることができると考えます。また、この開示では、活動内容と活動による結果に焦点があたることとなります。更に、ICGN は、全体のエンゲージメントと議決権行使活動をまとめたデータを、最低でも 1 年に 1 回、提出することを奨励しています。例えば、このデータは、アジェンダ種類毎（戦略、資本政策、役員報酬など）、地域毎、業種毎などでまとめて、提出されることが期待されます。

## **3. 議決権行使助言会社の運営・開示・企業との対話**

ICGN は、意見書 (4) の記載にあるとおり、議決権行使助言会社は、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と助言策定プロセスの具体的な公表を行うとともに、建設的な対話を促進する議決権行使のため、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、とい

う考えに賛同いたします。このことは、日本版スチュワードシップ・コードでも、すでに言及されているとも認識しています。

近年、規制当局が議決権行使助言会社（以下、助言会社）の業務に関し注目度を高めているということも認識しています。特に、米国における、コーポレートガバナンスの改善に焦点をあてる投資家の議決権行使までも損ないかねない規制の導入に対しては警戒しています。多くの投資家は、数千の議案に対する議決権の行使に責任を持っていますが、各種のサービス業者から提供されるリサーチにより、効率的に対応することが可能となっています。投資家は、助言会社に丸投げしているとの認識を持っている方もいらっしゃると思いますが、多くの ICGN メンバーについては、これは事実ではないと考えています。実は、助言会社が採用する議決権行使の方針は、グローバル投資家のコンセンサスを反映している場合が多いからです。また、投資家は、自らの議決権行使の方針と整合性が取れるよう、個別に助言会社に指示を出す場合も多くあるからです。

ICGN は助言会社と企業の建設的な対話を支持します。特に、助言会社が作成するレポートにおいて事実誤認があると企業が懸念する場合、この対話は重要になると考えています。分析アプローチの違いが見解の相違につながることもあるとは思いますが、事実誤認は訂正されなければなりませんので、いかなる事実誤認についても、助言会社は、企業が議論できるように対応すべきであると考えています。しかしながら、ICGN は、米国で提唱されているような、助言会社が、強制的かつ事前に、助言レポートを企業と共有化すべきであるという意見には賛同いたしません。この対応については、各々の助言会社の選択に任せるべきと考えているからです。

投資家の責任を通じ、助言会社への監督を行うという観点からは、日本版スチュワードシップ・コードの指針 5.4 を強化する方向が有益ではないかと考えています。ICGN 原則の 5.6 の推奨でも同様の考えとなっています。

## 5.6 議決権行使サービス

投資家は、議決権行使に関する調査とサービスの活用度合いを開示すべきである。この開示では、サービス機関のことがわかる情報（Identity）及びその推奨を活用した程度を含む。議決権行使助言会社の活用は、十分な情報に基づいた責任ある議決権の行使を行う投資家自身の責任を置き換えるものではない。まず、自らの議決権行使方針では、どのような行使となるかを確認した上で、自らの行使方針

と整合的に行使が行われるように対応すべきである。

英国版スチュワードシップ・コード 2020 でも、サービス提供者の責任について焦点があてられ、サービス提供者向けの 6 つの原則が明確に定められています。サービス提供者については、スチュワードシップ活動の効率性と質を上げるため、エンゲージメント、議決権行使判断の推奨や行使サポート、調査やデータ提供、報告書のフレームワークの提供を行うものと定義することができると思っています。

また、2019年6月に開始された “Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis”（議決権行使の調査・分析の提供者に関する好事例原則）を紹介したいと思います。この中では、議決権行使助言会社に対し、方針や行動に関する様々な開示が求められていますが、ISS や Glass Lewis も、この原則に署名して、その内容について自ら独立した監督を受けることとなっています。

詳細は以下のリンクからご覧ください。

<https://bpggrp.info/the-2019-bpp-principles/>

#### **4. 資産横断的なスチュワードシップの範囲**

4月に提出しました ICGN 意見書の中にも記載しているとおおり、ICGN は、日本版スチュワードシップ・コードの範囲が、株式分野だけではなく、資産横断的なものとなることを推奨しています。ICGN 原則の 2.2 や新しく追加した、資本政策と債権者のスチュワードシップ責任に焦点をあてた 4.5 でも同様の考えを示しています。

##### **2.2 範囲**

スチュワードシップ方針の開示では、アセットクラス・投資戦略・地域など、適用される範囲についても開示されるべきである。また、ICGN は、上場株式以外へのスチュワードシップの適用を推奨するが、各資産クラスにおけるエンゲージメントへの考え方や実践手法を明確にすることは好事例にあたる、と考える。

##### **4.5 資本政策**

リスク性資本の提供者として、重要なエンゲージメントのテーマのひとつに資本政策がある。長期の債権保有者と株式保有者は、お互いの見解を理解した上で、



経営者にその要求を伝えなければならない。一般的に、債券保有者は、安定と予想可能な範囲内の信用リスクを求め、株式保有者はアップサイドと資本に対するリスク調整後リターンに注目することとなる。ただし、企業は資本提供者の基本的かつ正当な要求を満たさなければならない、という共通の理解が実効的なエンゲージメントを行うにあたって債権保有者と株式保有者にはある。

この資産横断的なスチュワードシップの適用の重要性は、英国のスチュワードシップ・コード原則 12「権利の行使と責務」の中でも述べられています。

## **5. スチュワードシップ活動への ESG 要因の統合**

4 月に提出しました ICGN 意見書の中にも記載しているとおり、日本版スチュワードシップ・コードにおいて、ESG 要因のスチュワードシップ活動への統合の重要性について、更に明確に定めることができるのではないかと考えています。ICGN 原則では、原則 6 のすべてを、投資家が、ESG 要因を投資判断とスチュワードシップ活動に統合することにより、企業の持続的な成功を推進することの重要性について強調することに充てています。重要な事項は、以下のとおりです。

- ・投資家は、企業の長期的な業績や持続性に影響するリスクと機会に ESG 要因が与える影響について意識を高めなければならない。
- ・投資家は、ESG 関連のリスクと機会を分析・モニタリング・評価し、投資判断、議決権行使、エンゲージメントなどの投資プロセスへ統合する手法について、資産横断的に検討すべきである。
- ・投資家は、ESG とその他の質的な要因を企業戦略や企業運営、最終的には長期的な価値創造に結びつけた上で報告を行う統合された報告を企業に奨励すべきである。

更に、ICGN 原則では、経済発展、資本市場の品質と安定性に関連する要因を含む、長期的なシステミックリスクへの投資家の理解と意識を高めることに焦点をあてており、投資家は、短期的な価値よりもシステミックリスクの低減と基本的価値観を優先させるべきであると考えています。例えば、気候変動は、全ての市場・産業に大きな影響を与えることとなりますが、投資先企業において気候変動の影響が適切に認識され、モニタリング・管理ができていることを確認するため、ICGN メンバーは、気候変動の影響がビジネスモデルやリスク

管理手法にどのように織り込まれているかについてエンゲージメントを行う機会が増えています。

## **6. スチュワードシップ活動における統合アプローチ**

ICGN 原則では、機関投資家の組織内での統合アプローチの重要性を強調しています。ICGN 原則の 4.4 の推奨では、エンゲージメントで企業に優先事項を伝える際に、適切ならば、債券運用チーム・株式運用チームを含めたすべてのスタッフの間で一貫性を保つことが重要であるとしています。

### **4.4 統合的アプローチ**

スチュワードシップチームとポートフォリオマネージャーチームは、企業に対し一貫したメッセージを伝えることができるよう行動すべきである。また、経営陣だけではなく、取締役にもエンゲージメントを実施すべきである。同じ企業の株式と債券を保有している場合、株式・債券運用の両チームの投資家は、少なくとも懸念を共有している分野においては、エンゲージメントに共同して参加すべきである。支配株主が存在する場合には、エンゲージメントを支配株主にも拡大し、支配株主の考え方が、投資家と同じ方向にあるか、対立するものであるかを探るべきである。

スチュワードシップ活動の実効性は、十分な人材配置・資源投入や効果的な顧客とのコミュニケーション手段・プロセスなど、機関投資家の組織の上層部のコミットメントに大きく依存しています。上層部が、スチュワードシップの意義を理解し、投資活動全般においてスチュワードシップ活動を実行していくという意欲を持つことは極めて重要と考えています。

## **7. 投資先企業へのエンゲージメントの強化**

日本版スチュワードシップ・コードでは、対話に進展が見られないときに、投資家がどのようにエンゲージメントの強化(エスカレーション)を図るかについての言及がありません。多くの ICGN メンバーは、エンゲージメントの目的、エンゲージメントの優先順位付けのプロセス、懸念が解消されない場合のエンゲージメントの強化の手順を含む、エンゲージメント方針を開示しています。ICGN 原則の 4.3 の推奨は、以下のとおりです





### 4.3 エンゲージメントの強化

企業とのエンゲージメントが失敗しつつある状況において、いかにエンゲージメントを強化するかを投資家は明確にすべきである。a)ミーティングや文面で、あるいは、株主総会の会場で、企業の代表者や社外取締役に対し懸念を伝える、b)他の投資家と協働して懸念を表明する、c)公表、d)株主提案の実施、e)株主総会で発言を行う、f)取締役選任において複数名の適切な候補者を提出・株主総会の招集を行う、g)法的措置または調停によるガバナンス改善/損害賠償請求、h)正式に投資除外リスト(exclusion list)に企業名を加える、あるいは、投資からの撤退/徹底するとの脅しを行う。

日本版スチュワードシップ・コードでも、このようなエンゲージメントの強化について、織り込まれることが望ましいのではないかと考えています。

最後となりましたが、再度、コーポレートガバナンスとスチュワードシップの改革における、当検討会のリーダーシップに対し、高い賛辞を贈りたく思います。多くの諮問委員の方々と、11月8日の会議でお会いすることを楽しみにしております。

以上