



# ICGN

## グローバル・スチュワード シップ原則

前回からの主な変更点には下線を引いています

ICGN グローバル・スチュワードシップ原則日本語訳版© November 2016 by ICGN. All rights reserved.

本原則の内容の配布は推奨されます。ただし、他の出版物に内容を引用するときは必ず出所を記載ください。

本原則の見解に基づき、行為を行うか又は行為を控えることにより生ずる損失に対し ICGN は責任を負いません。的確に状況を把握せず、また、適切な専門家の助言に基づかず、本書に記載の情報に基づいてのみ行動することも認められません。

British Library Cataloguing in Publication Data

ISBN 978-1-907387-18-0

©International Corporate Governance Network

# ICGN グローバル・スチュワードシップ原則



## はじめに

ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、投資家のスチュワードシップ責任・方針・プロセスにおけるベストプラクティスについて ICGN の見解を示したものです。これらの諸原則は、受益者・顧客に対し、投資家としての受託者責任を果たす際に必要となるスチュワードシップ活動を実践する枠組みを提供しています。

### (スチュワードシップの目的)

“スチュワードシップ”という用語は、国によっては的確に翻訳することができないため、スチュワードシップの意味、これに機関投資家がどのように関わるのかを明確にすることが重要となります。一般にスチュワードシップとは、「委託された資産の責任ある管理」と定義することができます。この定義では、委任された代理人の受託者責任とは、最終受益者の代理人として行動することとなります。投資の文脈に置き換えると機関投資家は長期預貯金者や年金基金の加入者といった受益者の代理人として行動することを意味します。

企業にとってのスチュワードシップとは、持続的な価値創造につながる高水準のコーポレートガバナンスの推進であり、このことは投資家及び受益者・顧客の長期的なリスク調整後リターンを向上させることにつながります。投資家にとってのスチュワードシップとは、責任投資の枠組みの中で、長期的な価値を維持・増加させることであり、受託者責任の中核的な構成要素としてより広範な倫理・環境・社会的要因、システミックなリスクを考慮することでもあります。このように、より大きな文脈からみると、スチュワードシップは、資本市場全体の安定性と経済成長の促進にも貢献することとなります。

### (ICGN グローバル・スチュワードシップ原則と政策動向)

コーポレートガバナンス・コードを補完する役割を担うスチュワードシップ・コードの採用がグローバルで広がる中、投資家のスチュワードシップ活動の動きも一段と拡大しています。また、持続的な資本市場の育成と責任ある投資家の行動を促進することを目的に、政府や規制当局が、このスチュワードシップの潮流を推進する動きも増えています。例えば、EU 株主権利指令 (SRD II) は、投資戦略とエンゲージメント方針の開示を通じ、アセットオーナーと運用機関(Asset manager)の透明性の確保とエンゲージメントを促進しようとしています。アセットオーナーは、委託先の運用機関へのインセンティブの内容、財務情報や非財務情報に基づいた投資判断プロセスなどの投資戦略が、適切であるか、負債の構造と適合しているか、について開示しなければなりません。また、運用機関は、顧客であるアセットオーナーに、この要求にどのように対応したかを報告しなければなりません。

ICGN の政策立案プログラム(Policy Programme)は、投資家の責任と実効的なスチュワードシップの実現を方針の中核としています。また、ICGN 株主責任委員会 (Shareholder responsibilities Committee) は、この重要な分野をサポートします。ICGN の策定した各種原則は、これまで 20 年間、スチュワードシップと責任投資の実践における ICGN の政策立案の作業

を基礎として作成されました。当原則は、「2003年が初版であった」ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities(2013)」を改訂する形で2016年に策定されています。2018年には、「ICGN Guidance on Investor Fiduciary Duties」も策定していますが、これらの原則は、市場行動や規制動向の変化を反映して、これまで発表されたガイダンスや推奨を取り込んだ形となっています。

直近において、ICGNは、コーポレートガバナンスとスチュワードシップにおける債権者の役割に関する見解（Viewpoint report）を公表しています。債券投資家のエンゲージメントの在り方について提示することにより、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則を補完するとともに、株式というアセットクラス以外の領域でスチュワードシップがどのように機能するのかも示しています。

ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、ICGN の「Model Contract Terms Between Asset Owners and Their Managers (2012)」の内容も含まれます。このガイダンスではスチュワードシップ活動を資産運用プロセスに統合させるために必要となるアセットオーナーと運用機関の間の運用委託契約の文面の雛形(Model contract)を示しています。このガイダンスにも、システミックなリスクに対する対応、長期志向、ESG 要因の投資分析・投資判断への統合に関する章が含まれています。

以上の考え方を基盤とし、ICGN は世界の多くの国でのスチュワードシップ・コード及びその関連施策の策定のためのコンサルテーションに寄与してきました。

（柔軟な解釈も一部必要ですが）当原則で勧奨している項目は、すべての投資スタイルとアプローチに適用することを意図する意欲的なものですが、適用状況のモニタリングについては、良好なコーポレートガバナンス・責任投資の実践・企業の持続的成功を推進する精神のもと、市場によって統治・モニタリングされるべきものと考えています。運用機関の諸原則遵守のモニタリングはアセットオーナーが行うべきですし、アセットオーナーが諸原則を遵守し、必要な手順に従っていることを確認するためのモニタリングは、アセットオーナーのガバナンス組織が行うべきものと考えているからです。市場によっては、署名した機関の開示を活用し、規制当局者がモニタリングを行うこともあります。アセットオーナーと運用機関の役割については、本書の「パート3：スチュワードシップのエコシステム」で詳細を記述しています。

ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、主要なスチュワードシップ責任の基本的枠組を示すものであって、先進国及び発展途上国での活用を目的として策定されています。本原則には以下のような活用方法があると考えています：

- スチュワードシップ・コードがない国や異なるコードが存在する複数の市場に投資を行う場合、投資家が自らのスチュワードシップへのアプローチを示すグローバルな方針を策定する際の国際的な枠組として機能します。この枠組によって国際的なポートフォリオを運用する投資家は、グローバルな文脈でスチュワードシップの基準の中でも重要となる部分について効率的に市場に伝えることができます。ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、投資家と企業がスチュワードシップで必要となる事項やスチュワードシップの実践的な履行方法について世界共通で参照できる唯一の尺度として機能します。投資家が自社のスチュワードシップ方針の定期的見直しや改訂の際の有用なベンチマークと

しても活用できます。

- ・「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する）の文脈で適用されるコーポレートガバナンス・コードを補完するよう、企業と投資家間の対話を促進します。企業の説明が適切でない場合、必要であれば株式の所有権を行使し、企業と対峙するのが投資家の役割です。投資家が積極的に“説明（エクスプレイン）”をモニタリングしないと「コンプライ・オア・エクスプレイン」のシステムは影響を及ぼすための最終的手段としての役割を失うこととなります。従って、ステewardシップ・コードは、コーポレートガバナンスの実践について、企業に説明責任を持たせるための“市場を活用したシステム(market-based system)”の提供という点で重要な役割を果たしているといえます。
- ・各国や各地域の状況に基づいて発展してきたステewardシップについての包括的なモデルを提供することにより、ステewardシップ・コード策定を目指す規制当局や基準設定主体のための基準点(point of reference)としての役割を果たします。グローバルの基準点として、ICGN グローバル・ステewardシップ原則は、策定途上にあるステewardシップ・コードにとっても、また既存のコードの定期的な見直し時にも、最新の新機軸として有用な情報源になります。従って、ICGN グローバル・ステewardシップ原則は、国内の状況、法律やガバナンスの水準を反映した国別や地域別のコードを補完（置換するのではなく）することを目指しています。従って、もし、ICGN グローバル・ステewardシップ原則と各地域のコードに差異や矛盾がある場合、投資家は、最初に、国内のステewardシップ・コードに規定されるステewardシップの基準を遵守すべきであると ICGN は考えています。

ICGN グローバル・ステewardシップ原則は、関係者のレビューと ICGN 会員へのコンサルテーションを経て策定されたもので、2016年に米国サンフランシスコで開催された ICGN 年次総会にて承認されました。このような取り組みにより、ICGN はすべての市場参加者に対し優良なステewardシップの方針の策定とその実践の進化に対する貢献への強いコミットメントを促すことを意図しています。ICGN は諸原則が時間を経ても有効性と適合性を維持するよう、原則の定期的見直しと更新を行って参ります。

ICGN グローバル・ステewardシップ原則を構成する 7 原則をパート1に纏めました。各原則について実務に応用するためのガイダンスをパート2で提供します。本書の最終章では、「ステewardシップのエコシステム」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」の仕組みの中での実効的なコーポレートガバナンスのモニタリングの前提条件について解説します。

このように、ICGN グローバル・ステewardシップ原則は、多岐にわたるガバナンス課題について詳細に記述された他の ICGN の原則・ガイダンスによって定期的に補足されていますが、すべての原則とガイダンスは ICGN ウェブサイトに過去分も含めて公開されておりダウンロード可能となっております。





# 目次

---

パート 1: <b>原則</b>	11
パート 2: <b>ガイダンス</b>	12
2.1 内部のガバナンス: 実効的なスチュワードシップの基盤	12
2.2 スチュワードシップ 方針の策定・実施	14
2.3 投資先企業のモニタリング及び評価	15
2.4 企業へのエンゲージメントと投資家の協働	16
2.5 議決権行使とその権利の保持	18
2.6 長期的な価値創造の促進と ESG 要因の統合	19
2.7 有用な透明性・開示・報告の確保	20
パート 3: <b>スチュワードシップのエコシステム(Ecosystem)</b>	21
付録 1: <b>謝意</b>	26
付録 2: <b>参照資料</b>	27



# パート 1: 原則

## 1 内部のガバナンス：実効的なスチュワードシップの基盤

**原則 1:** 投資家は、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則を考慮にいれつつ、国の要求事項との整合性を確保できるよう、自らのガバナンスのレビューと受益者・顧客に対する受託者としての役割を果たす能力についてのレビューを継続的に行うべきである。

## 2 スチュワードシップ方針の策定・実施

**原則 2:** 投資家は、責任ある投資の範囲が特定されたスチュワードシップ方針の策定・と実施についてコミットすべきである。

## 3 投資先企業のモニタリング及び評価

**原則 3:** 投資家は、投資ポートフォリオに含まれる企業のモニタリングと投資対象企業の評価に努めるべきである。

## 4 企業へのエンゲージメントと投資家の協働

**原則 4:** 投資家は、受益者・顧客のために、投資先企業へのエンゲージメントを実施し、価値の維持・向上に努めるべきである。また、エンゲージメントの成果を高めることができるよう、他の投資家と協働する準備も行うべきである。

## 5 議決権の行使とその権利の保持

**原則 5:** 議決権を有する投資家は受益者・顧客の利益のため、ポートフォリオ全体において、適切な注意 (due care, diligence) と判断の下、十分な情報に基づき、独立した議決権行使の意思決定に努めるべきである。

## 6 長期的価値創造の促進と環境・社会・ガバナンス(ESG)要因の統合

**原則 6:** 投資家は、企業の長期的な業績の拡大と持続的な成功の促進に努め、重要な環境・社会・ガバナンス(ESG)の要因を投資の意思決定とスチュワードシップ活動に統合すべきである。

## 7 有用な透明性・開示・報告の確保

**原則 7:** 投資家は自らの責任の実効的な履行について十分な説明責任を果たすため、スチュワードシップ方針・活動を公表するとともに、履行状況について受益者・顧客にも報告すべきである。

# パート 2: ガイダンス

## 1. 内部のガバナンス: 実効的なスチュワードシップの基盤

**原則 1:** 投資家は、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則を考慮に入れつつ、国が要求する目標との整合性を確保できるよう、自らのガバナンスのレビューと受益者・顧客に対する受託者としての役割を果たす能力についてのレビューを継続的に行うべきである。

### 1.1 受託者責任(Fiduciary Duty)

受益者・顧客のために価値の維持・増加に努めるという最も重要な受託者責任が果たせるよう投資家のガバナンスは運営されるべきである。特に、長期視点の投資戦略を採用する投資家の受託者責任は、伝統的な注意 (care) と忠実 (loyalty) に関する義務を超え、投資期間やシステミックリスクへの配慮まで含むことになる。なお、投資家 (アセットオーナー・運用機関) の CEO・CIO などの経営陣には、基本的な事項として、スチュワードシップ、及び、受託者責任の一環としてのスチュワードシップの目的への理解が求められる。

### 1.2 価値を創出する期間

投資戦略により投資期間は様々であるが、スチュワードシップ活動と企業へのエンゲージメントは、長期的な企業の成功と持続的な企業価値創造に主に焦点をあてるべきである。長期的な負債を有するアセットオ

のために運用する運用機関の場合、このことは、より明確となる。開示においては、投資戦略がアセットオーナーの要求事項 (Investment mandate) とどのように関連しているのか、中長期的な持続的な価値創造へどのように貢献しているのか、といった点が含まれるべきである。

### 1.3 独立した監督

投資家は、受益者・顧客の利益促進のため、偏向のない独立したガバナンス組織に監督されるべきである。このため、投資活動を商業的なプレッシャから分離、あるいは、隔離 (ring-fence) することが必要な場合もある。独立した判断は、ガバナンス組織が様々なバックグラウンドを持った人から構成される場合、より容易となる。逆に、年金制度提供者 (Plan Sponsor) や雇用者 (Employer) が、ガバナンス組織を支配する状況は望ましいことではない。たとえ、ルールはないとしても、受益者に説明責任を果たすという観点で人物本位の検討がなされるべきである。

## 1.4 ガバナンスの実効性と独立したレビュー

投資家のガバナンス組織は、優良なガバナンスの実践ができていのか否かの観点から定期的に独立したレビューを受けるべきである。このレビューは説明責任と実効性を確保するために行われ、日常的な社内評価と第三者による定期的な評価により構成される。また、個々人のガバナンス組織への選任方法も開示されるべきである。投資家自身のガバナンスも、企業と同様、関連するコーポレートガバナンス・コードやICGN グローバル・ガバナンス原則に沿った形で運営されるべきである。

## 1.5 倫理・行動

投資家の行動は、投資家の理念 (Investor's value) や受益者・顧客に対する受託者責任を反映した強い文化を基礎とすべきである。このため、投資家は、投資家の理念を反映し、受益者・顧客のための投資や諸活動の指針となる倫理・行動規範を持つべきである。投資家の取締役会等はスチュワードシップ活動に対し、最終的な説明責任を負っており、実効性のあるスチュワードシップ責任の履行のための適切な雰囲気 (tone) の醸成と履行を確かなものとする枠組みを設定する責務がある。

## 1.6 能力 (Capacity) と経験

投資家は、受益者・顧客のため、スチュワードシップ責任 (モニタリング、議決権行使、エンゲージメント) を実効的に監督・管理する適切な能力と経験を持つべきである。受託者責任とスチュワードシップ責任の実践に関し、インベストメント・チェーンの意思決定者 (特に、ファンドマネージャー) に対し時間をかけたトレーニングを行うことも必要となる。また、適切な監督のもと、外部のスチュワードシップの専門家にガバナンスに関する方針と議決権行使を委託することも可能である。

## 1.7 インベストメント・チェーン

投資家は、スチュワードシップ責任の連鎖における自らのポジションの役割を考慮すべきである。また、受益者・顧客のためにカストディアンやサービス提供者を含むインベストメント・チェーン上の他の代理人にも説明責任を求めることができるように対応すべきである。

## 1.8 利益相反

投資家は、利益相反を最小限にするか、回避するための確固たる方針を設定すべきである。この方針では、利益相反が発生した場合の対処方法も含まれるとともに、顧客・受益者の利益が何よりも優先されることが定められるべきである。投資家は投資活動と顧客の利益を厳格にレビューし、すでに存在する利益相反と潜在的な利益相反を認識し、適切な管理を行うべきである。方針の中では、例えば、投資家が投資先企業に金融商品・サービスを提供しているケースなど、具体的に利益相反の恐れが強い事象が特定されるべきだが、同時に、この事象への軽減策も開示されるべきである。包括的なコンプライアンスの能力は、利益相反の可能性を極力小さくするとともに、インサイダー情報や市場操作を含む課題に対応可能な実効的な方針を提供することができる。

## 1.9 適切な報酬

投資期間と対応した適切な手数料・報酬体系の設定により、投資家は受益者・顧客に対する責務の履行をより確実なものにすべきである。投資家は、各スタッフの報酬体系とパフォーマンスの計測方法が、いかに受益者・顧客の利益との一致を促進するのかについての説明を受益者・顧客に行うべきである。

## 2. スチュワードシップ方針の策定・実施

**原則 2:** 投資家は、責任ある投資の範囲が特定されたスチュワードシップ方針を策定・実施することについてコミットすべきである。

### 2.1 方針の策定

投資家は国が要求するスチュワードシップ・コードの事項（コードが存在する場合）と ICGN グローバル・スチュワードシップ原則に（適切に）対応しうるスチュワードシップ方針を策定すべきである。

### 2.3 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。

### 2.3 定期的なレビュー

投資家の経営トップ層とガバナンス組織により承認されたスチュワードシップ方針は、定期的に見直されるべきである。この取組みは、投資家が諸原則とガイドランスを遵守するために必要な手順を採用していることを受益者・顧客に示すことにもつながる。

### 2.4 委任

アセットオーナーは、投資先企業に対してスチュワードシップ行動を直接的に行使できない場合でも、受託者責任までは委任できない。このため、アセットオーナーは、契約やその他の手段を活用し、委託先である運用機関が自らの代理となつて、スチュワードシップ活動を履行するように対応すべきである。

### 2.5 運用委託契約

アセットオーナーは、スチュワードシップの実践への期待を運用委託契約や運用機関選定時に明確に評価に組み入れ、株式保有者としての責任が適切かつ完全に履行されるように対応すべきである。

### 2.6 アセットオーナーによるスチュワードシップの監督

アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が、アセットオーナーの投資理念・方針・ガイドラインと整合的かどうかについて実効的な監視・監督をすべきである。パッシブ又はインデックス連動型戦略を採用するアセットオーナーの場合、多数の銘柄を保有しているケースが多いため、特に、運用機関のスチュワードシップ活動の能力を考慮すべきである。

## 3.投資先企業のモニタリング及び評価

**原則 3:**投資家は投資ポートフォリオに含まれる企業のモニタリングと新規の投資対象企業の評価に努めるべきである。

### 3.1 定例モニタリング

投資家は、経営環境、財務業績、重要な環境・社会・ガバナンス（ESG）要因を含む、長期的な潜在成長能力を評価するため、投資先企業を定期的にモニタリングすべきである。投資先企業のモニタリングをエンゲージメントプログラムに統合し、価値喪失のリスクやエンゲージメントで長期的な価値を高める機会を認識できるようにすべきである。また、投資先企業へのモニタリング機能を外部に委託するときには、委託先のクオリティとパフォーマンスを定期的に評価すべきである。

b) 企業の持続的かつ長期的な成功に影響する可能性のある環境及び社会課題への対処の仕方。企業やビジネスモデルに関連する場合には、国連の持続可能な開発目標（SDGs）への考慮も含まれる。

c) ガバナンス及びリーダーシップの実効性。

d) 企業報告のクオリティ

### 3.2 リスク分析

投資家は、ESG 課題についての詳細な分析とそれに基づくエンゲージメントができるよう、ポートフォリオ内の企業の優先順位付けを可能とする手法であるリスクベースのツールを開発すべきである。この取り組みは、企業のESG 課題と財務状況を一覽で把握すること（risk model dashboard）を可能とする。ポートフォリオに保有されている企業数が多いパッシブポートフォリオを採用あるいは運用するアセットオーナーと運用機関にとって、この取り組みは特に重要となる。

### 3.3 包括的な要因

投資家はどのような基準に基づき、投資先企業のモニタリングを実施しているのかを明確にすべきである。投資対象企業のモニタリングには以下のような広範囲の項目が含まれる。

a) ビジネスモデル・戦略・業績動向・企業価値及びリスクに影響する可能性のある企業の内部及び外部で生じている事項。

### 3.4 コーポレートガバナンス

投資家は企業のコーポレートガバナンスへの理解を深め、国内外の関連コードに基づき行われた企業報告のクオリティをレビューすべきである。また、投資家は、法的環境、文化規範、所有構造などの状況も考慮に入れ、投資先企業の状況を理解すべきである。

### 3.5 合理的判断

企業の「コンプライ・オア・エクスプライン」に基づく報告で、コーポレートガバナンス・コードから乖離する項目が存在する場合、投資家はその説明の質（quality of explanations）を慎重に評価し、合理的な判断がなされたか否かについて企業にエンゲージできるように準備すべきである。

### 3.6 定期的レビュー

投資家は、モニタリング活動の効果を定期的にレビューし、その測定を行うとともに、その結果をエンゲージメントの結果と併せ、受益者・顧客に報告すべきである。

## 4. 企業へのエンゲージメントと投資家の協働

**原則 4:** 投資家は受益者・顧客のために、投資先企業へのエンゲージメントを実践し、価値の維持・向上に努めるべきである。また、エンゲージメントの成果を高めることができるよう他の投資家と協働する準備も行うべきである。

### 4.1 戦略的アプローチ

投資家は、全体の投資戦略とスチュワードシップ方針に沿った形で、エンゲージメントを行う企業を選定することのできる独自のリスクベースアプローチを策定すべきである。投資の性質や株式保有割合によりエンゲージメントのあり方は様々であるため、これらの事項はエンゲージメント手法の適切性にも影響することとなるであろう。エンゲージメントのために必要とされる投資家サイドの資源の限界から明確な成果が期待できる（数値や過去の事例などに基づく）クオリティの高いエンゲージメントに重点を置くことが必要となる。エンゲージメントの手法の実効性は定期的にレビューされるべきである。

### 4.2 エンゲージメント方針

投資家は、企業との対話の枠組のひとつとして、エンゲージメントの目的と手法の説明を含む明確なエンゲージメント方針を策定すべきである。エンゲージメントは、企業の成功の推進と投資家の疑問・懸念を解消するという建設的な精神のもと実施されるべきであり、方針の中では、エンゲージメントの目的・優先順位付けの手法・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が明確にされるべきである。

### 4.3 エンゲージメントの強化

企業との対話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、投資から撤退/撤退するとの脅しを行う。



#### 4.4 統合的アプローチ

ステeward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。

#### 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。

#### 4.6 投資家との協働

投資家は、必要があれば、少数株主の声を結集し、投資先企業に影響を及ぼすことができるよう、他の投資家（国内外の投資家）と協働することについてオープンであるべきである。共同行動( act in concert )や市場操作に関する各国の規制を尊重しつつ、投資家団体の設立や団体への参加により集团的エンゲージメントを推進する準備を行うべきである。

#### 4.7 公共政策

投資家は責任ある投資やコーポレートガバナンスに影響を与える課題について必要であれば政策立案者にエンゲージメントを行うべきである。ICGN や各国にある投資家団体などの組織は公共政策の変更を促す上で有用なものとなりうる。

## 5. 議決権の行使とその権利の保持

**原則 5:** 議決権を有する投資家は受益者・顧客の利益のため、ポートフォリオ全体において、適切な注意 (due care, diligence) と判断の下、十分な情報に基づき、独立した議決権行使の意思決定に努めるべきである。

### 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には（例えば、保有比率が一定以下である場合など）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。このプロセスには、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。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は、そのこと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も示すことになる。

### 5.5 議決権行使の確認

投資家は顧客・受益者向けの報告に議決権行使に関する活動を含めるべきである。また、可能であるならば、投資先企業によって投票指図が受領され、正式に票決に算入されたかを企業に確認するよう努めるべきである。

### 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、どのような行使判断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。

## 5.7 貸株

投資家は、貸株と議決権行使への考え方を明確な方針として開示すべきである。この方針では、議決権行使のために貸株が回収されることや、貸株が議決権行使活動にどのような影響を及ぼすのかも明記されるべきである。また、株主総会の健全性の確保のため、投票を目的とした株式の貸し借りを行うべきでない。

## 5.8 議決権の権利の保持

投資家は、様々なアジェンダでエンゲージメントを行うこととなるが、「1株1議決権」の原則から逸脱した株式（unequal voting right）を発行する企業とも対峙する準備を行うべきである。  
複数議決権株式（Dual class share）など支配権に差をつける株式形態は、議決権の稀薄化を通じ、投資家のスチュワードシップ活動の有効性と企業の少数株主に対する説明責任を低下させることとなる。また、株主が、経済的分与に応じた支配権を議決権行使やエンゲージメントを通じて行使するというスチュワードシップの考え方とは全く対立するものとなる。



## 6. 長期的な価値創造の促進と環境、社会、ガバナンス(ESG)要因の統合

**原則 6:** 投資家は、企業の長期的な業績の拡大と持続的な成功の促進に努め、重要な環境・社会・ガバナンス (ESG) の要因を投資の意思決定とステewardシップ活動に統合すべきである。

### 6.1 意識

投資家は、企業の長期的な見通しに影響を与える要因について感度を高めなければならない。企業のビジネスモデル、戦略、長期業績、持続性に影響するリスクと機会に ESG 要因がいかなる影響を与えているか等がそれにあたる。

### 6.2 システミックな脅威

投資家は、ESG 要因・経済発展・資本市場の品質と安定性などの長期的なシステミックリスクに対し、その意識を高め、システミックリスク軽減と基本的価値観（例えば、気候変動・人権・汚職防止）への尊重を短期的な価値より優先すべきである。

### 6.3 ESG の統合 (Integration)

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・エンゲージメントといった）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。

### 6.4 統合報告

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明確に結びつけた上で報告を行う統合された報告 (Integrated reporting) を企業に奨励すべきである。企業の ESG 開示が不十分なため、投資家が企業の重要なサステナビリティ関連のリスクに関し適切な理解を得られない場合、投資家はより充実した ESG に関する報告を企業に対し奨励すべきである。

## 7. 有用な透明性の確保・開示・報告の強化

**原則 7:** 投資家は、自らの責任の実効的な履行について十分な説明責任を果たすため、ステュワードシップ方針・活動を公表するとともに、履行状況について受益者・顧客にも報告すべきである。

### 7.1 コミットメントの表明

投資家は、ICGN グローバル・ステュワードシップ原則も念頭に置きつつ、関連する国内コード（存在する場合）に署名し、ステュワードシップへのコミットメントを表明すべきである。

### 7.2 有用な開示

投資家は、ステュワードシップ方針を（望ましくは自社ウェブサイトに）公表するとともに、「コンプライ・オア・エクスプレイン」において、遵守しなかったステュワードシップ・コードの項目があれば、有用な説明を行うべきである。

### 7.3 ステュワードシップの実効性

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

### 7.4 定期的レビュー

投資家はステュワードシップに関する公表内容のレビューを、毎年、実施し、各国のステュワードシップ・コードや ICGN グローバル・ステュワードシップ原則のような関連す

る国際的なガイダンスの変更も考慮に入れ、必要に応じ、その方針を更新すべきである。

### 7.5 記録の保持

投資家は、受益者・顧客のために実施したステュワードシップ活動を文章化し、ミーティング、議決権行使、エンゲージメントに関する記録として保持すべきである。

### 7.6 説明責任

ステュワードシップ責任の履行についての説明責任を果たすため、投資家は、受益者・顧客に内部のガバナンスの枠組みを開示すべきである。この開示には、ステュワードシップ活動の運営・管理方法も含まれるべきである。

### 7.7 顧客報告

投資家は、定期的に適切な報告書を顧客に提出すべきである。その報告に含まれるステュワードシップ活動とパフォーマンスに関する報告は公表されている情報より詳しい場合もある。また、この報告書にはステュワードシップ活動における重要な優先事項や将来のエンゲージメント戦略についても含まれるべきである。

### 7.8 保証

投資家は、ステュワードシップ・コードに基づく活動への第三者保証は、グッドプラクティスとして奨励されていることを認識すべきである。

## パート 3: スチュワードシップの エコシステム

機関投資家は、最終受益者が所有する資産の代理人あるいはスチュワードとなる。この最終受益者には、個人貯蓄者、年金生活者、長期保険契約の被保険者が含まれるが、彼らは自らの代理人としてアセットオーナーと運用機関からなる機関投資家に依存することになる。

機関投資家は、投資リターンを獲得するため、上場企業の株式や債券など幅広いアセットに投資を行う。特に、年金を運用する年金基金や保険会社などの機関投資家の視点は一般的に長期的なものとなるため、機関投資家・受益者ともに、投資先企業が長期的に成功し、持続可能性を確実なものにすることについて強い利益を共有している。このことは、スチュワードシップが、健全な資本市場の維持や経済の発展といった広範なシステム的な事象と関わりを持つことを示唆する。

スチュワードシップ・コードは、投資家の責任に関する最も基本的な声明であるが、同時に、スチュワードシップ活動の効果的な実践には多くの市場参加者間の建設的な調整が必要となる。ICGN グローバル・スチュワードシップ原則では、スチュワードシップを成功裡に実践するためには、インベストメントチェーン全体において各々の主体が異なった役割を担う必要があり、また、スチュワードシップを成功させるには、参加者がポジティブな結果につ

ながるよう自らの役割を理解し、真摯な働きかけを行う必要もあるとしている。市場参加者は、資金提供者から資金使用者までインベストメントチェーン全体に渡って存在し、アセットオーナー・運用機関・企業・規制当局・サービス提供者等が各々の役割を果たす。

### アセットオーナー

アセットオーナーは、受益者の財産の価値の保持・増価をはかるため、投資活動を行う。投資の理念 (Investment Brief) の設定、投資戦略の策定・開示を行い、資産配分・運用機関への委託を実施する。また、自らのために活動するよう委任した運用機関のパフォーマンスのモニタリング・測定も行う。 ICGN グローバル・スチュワードシップ原則の主たる活用方法の一つは、アセットオーナー等に運用機関がスチュワードシップを遵守しているかどうかをモニタリングするためのガイダンスを提供することにある。多くのアセットオーナーにとって、スチュワードシップの全項目を自ら実施することには組織的な能力の限界を伴う。このため、アセットオーナーは、運用機関やサービス提供者によりスチュワードシップ原則が十分に履行されるよう対応すべきである。

## 運用機関(Asset managers)

多くの場合、運用機関は、アセットオーナーと受益者のため、モニタリング、エンゲージメントや議決権行使などのスチュワードシップ・サービスを提供する。運用機関は運用委託契約を遵守し、顧客の投資理念・方針・指針に確実に沿った形で、スチュワードシップへのコミットメントを示すべきである。特に、ビジネスモデルの観点から全社のリソース配分を見直し、スチュワードシップへのコミットメントを実行できる能力を確保することが運用機関にとって重要になる。運用機関は、企業のガバナンス・戦略・その他の経営課題が、企業の長期的な発展や少数株主の利害と沿わないと判断される場合、企業に対峙するよう対応するとともに、スチュワードシップ責任の履行状況について顧客に定期的に報告すべきである。

## 企業(Companies)

企業（株式及び債券の発行者）はスチュワードシップ・コードの署名者ではないが、スチュワードシップ・コードを実効的なものにする点においてコードの基盤となる考え方やその目標を支援する役割を担っている。投資家との関係構築は投資家の信頼感向上を通じ、安価な資金へのアクセスを可能とし、結果的に財務的柔軟度を高める便益があることを企業は認識すべきである。このため、企業も、投資家と真摯に協業し、協働する投資家(investors acting collectively) との会合にも進んで参加するなど、エンゲージメントや建設的な対話を促進すべき立場にある。また、ガバナンス項目について主要な投資家と会合を持つことは、取締役（社外取締役を含む）の責任と認識すべきである。

自らの企業年金基金を保有する上場会社の場合、企業は、アセットオーナーとしても行動し、企業年金基金に対し、適切なスチュワードシップの実践を求めるべきである。

## 規制当局(Regulators)

市場を問わず、スチュワードシップを推進する規制当局は、その策定・公表・国内のスチュワードシップ・コード対応の報告において中心的な役割を果たす。ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は 各国の要求事項を補完することを目的としており、各国のコードを置き換えることは意図していない。むしろ、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、国際的に認められた諸原則をまとめたものであり、市場横断的に適用可能な高次元の声明ともいえる。一部の投資家、特に国際的に分散されたポートフォリオを運用する投資家にとっては、各地域の異なった複数のコードに対応するよりは、単一のグローバル・スチュワードシップ方針に対応する方が望ましい場合もある。

## 債権保有者 (Creditors)

スチュワードシップは、一義的には議決権行使や所有権の観点から株式を保有している投資家に焦点が当たる傾向がある。しかし、スチュワードシップは、アセットクラスとしては上場株やプライベート・エクイティに限定される必要はない。債券投資分野においても重要である。債権保有者は長期のリスク性資本を企業に提供し、責任ある持続的な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の実践を促進する点で株式保有者と共通の利害を持つ。従って、議決権行使に関連する箇所など一部の規定において例外はあるが、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、債券保有者にも適用可能である。債権保有者のエンゲージメントは、既存債券の借換えや新規債の発行時のデュー・ディリジェンスにおいて特に重要となりうる。コベナンツを設定することにより、企業のガバナンスに影響を及ぼすこともできるのである。債券保有者の観点からのスチュワードシップにおける主要な焦点は、企業のリスク管理に対するモニタリング、株主と債権保有者の利害を適切にバランスさせる財務方針の策定にある。この意味で、スチュワードシップ原則におけるモニタリングとエンゲージメントは債権保有者にとっても重要となる。



### 投資コンサルタント/助言者/サービス提供者

投資コンサルタントと助言者は、アセットオーナーと運用機関をサポートすることを通じ、自らの責任を果たす。ステュワードシップ責任の履行をサポートするために調査や議決権行使サービスを提供するため、彼らもステュワードシップ責任及びICGNグローバル・ステュワードシップ原則の諸原則の対象となる。コンサルタントなどのサービス提供者（議決権行使助言会社・分析サービス提供者・カスタディアン等）は、インベストメント・チェーンにおける自らの役割を理解し、直接の顧客とともに最終受益者のためにもサービスを提供しているということを念頭におき、活動すべきである。

### 実効的なステュワードシップの前提条件

ステュワードシップが実効性のあるものとなる前提条件のひとつは、ステュワードシップを採用する意志のある投資家とエンゲージメントに真摯に対応する意志のある企業が一定規模以上存在する場合である。アセットオーナーは、ステュワードシップ責任を資産の運用委託方針に組み込むという点において特に重要な役割を担っている。また、ステュワードシップ活動を規制当局が奨励することも極めて重要である。

市場ごとに極めて異なる法的・文化的枠組が存在し、このことがステュワードシップとモニタリングの実効性に影響することを認識することも重要である。更に重要となるのは、異なるモデルの企業金融や上場企業の所有構造が世界中に存在することを理解することである。例えば、米国、英国、オーストラリアなどでは企業の所有構造が極めて分散しているのが一般的ではあるが、一方、アジアや欧州大陸諸国では同族企業や国有企業モデルが支配的である。これらのモデルの間には、株主至上主義 VS ステークホルダー主義などのように基本的な思想においても差異がある。このようなことが、ステュワードシップの実効性に与える影響についてはより深い考察が必要となる。

ステュワードシップ・コードへの過度な規範的アプローチのリスクとして、投資家の「チェックボックス (tick box)」的な対応が挙げられる。これは逆効果であり、ICGNグローバル・ステュワードシップ原則の意図にも反するものとなる。むしろ、ステュワードシップ・コードの成功に欠かせない構成要素として、雰囲気 (tone) や文化の醸成のような無形のクオリティ (quality) に注目すべきである。

投資家は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）の枠組みの実効性の確保において重要な役割を果たす。

この枠組では、優良なガバナンスを構築するにあたって、コーポレートガバナンス・コードの全ての原則が全ての企業に重要でない場合もあるという考えのもと、法的・規制による制裁を受けずに、企業はコードの規定を遵守しない柔軟性が得られる。一方、コードの中で準拠しない項目がある場合、企業はコンプライしない理由について説明する必要が生じる。

この企業の説明が強固な根拠を持ったものであるか否かをモニタリングすることが、この「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みの実効性の確保に必要となる。

しかし、規制当局は、成文法 (hard law) と規制の観点から企業の準拠状況をモニタリングすることが求められるが、企業の説明のクオリティまで主観的な判断を行う立場にない。

この点において、機関投資家には、説明が不十分な企業に積極的にエンゲージするという役割が生ずる。説明が不適切な場合には、所有権を行使し、必要ならば対峙する役割があるのである。

他の投資家と同じ見解を共有する集团的エンゲージメントは、企業へのエンゲージメントにおいて、効率的かつ実効的な方策となりうる。

企業の説明に対し投資家が積極的にモニタリングしないと「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムは影響を及ぼすための最終的な手段としての役割を失うことになる。

このような理由から、ステewardシップ・コードは、投資家がコーポレートガバナンスの実践について企業に説明責任を持たせるための市場を活用したシステム (market-based system) を提供する、ということにおいて決定的に重要な役割を果たしているといえる。

## 付録 1：謝意等

---

ICGN は 1995 年に設立され、その活動を支える投資家の運用資産合計は 26 兆米ドルとなります。

ICGN のミッション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の実効的な水準の向上を通じ、世界における効率的な市場と持続的な経済の発展を推進することです。このミッションに沿い以下の作業プログラムが設定されています。

### Influencing

ガバナンスとスチュワードシップに関する投資家の経験・意見を結集、信頼できる意見発信を行い、政策に影響を及ぼす。

### Connecting

企業・投資家・他のステークホルダー対話のフォーラムを提供するグローバルなイベントを開催、仲間を結びつける。

### Informing

深い見識に基づいた討論・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プロフェッショナリズムを高めるための研修を通じ、情報を提供する。

ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、"ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities (2013)"を改訂したものです。旧基準を参照すると同時に規制やマーケットの変化を反映し新たな原則と指針を追加しています。

ICGN は "ICGN Shareholder Responsibilities Committee" (ICGN 株主責任委員会) に感謝します。また、世界中のコードを調査し、既存の ICGN ガイダンスを見直し、本原則を作成した George Dallas 氏 と Kerrie Waring 氏 に感謝します。

最後に、本原則の日本語翻訳版作成にあたり、監修を行った井口謙二氏に感謝します。

詳細は ICGN 事務局にお問い合わせ下さい  
電話：+44 (0) 207 612 7011、  
電子メール：[secretariat@icgn.org](mailto:secretariat@icgn.org)  
または [www.icgn.org](http://www.icgn.org) をご参照くだ

## 付録 2: 参照資料 (アップデート予定)

---

**International Corporate Governance Network:**  
Global Governance Principles, 2014

**International Corporate Governance Network:**  
Statement of Principles for Institutional Investor  
Responsibilities, 2013

International Corporate Governance Network: Model  
Contract Terms Between Asset Owners and Their  
Managers, 2012

**G20/OECD Principles of Corporate Governance,**  
2015

**Principles for Responsible Investment:** Fiduciary  
Duty in the 21<sup>st</sup> Century, 2015.

**United Nations Environment Programme Finance  
Initiative:** The Financial System We Need, 2015

**CFA Institute:** Asset Manager Code of Professional  
Conduct and Pension Trustee Code of Conduct

**Australia:** FSC Standard 23: Principles of Internal  
Governance and Asset Stewardship, Financial  
Services Council, 2015

**Canada:** Principles for Governance Monitoring,  
Voting and Shareholder Engagement, Canadian  
Coalition for Good Governance, 2010

**European Union:** Code for External Governance,  
European Fund and Asset Management Association,  
2011

**Hong Kong:** Consultation Paper on the Principles of  
Responsible Stewardship, Securities and Futures  
Commission, 2015

**Italy:** Stewardship Principles for the Exercise of  
Administrative and Voting Rights in Listed  
Companies, Assogestioni, 2013

**Japan:** Principles for Responsible Institutional  
Investors, Financial Services Agency, 2014

**Kenya:** Draft Stewardship Code for Institutional  
Investors, Capital Markets Authority, 2015

**Malaysia:** Code for Institutional Investors, Minority  
Shareholders Watchdog Group, 2014

**Netherlands:** Best Practices for Engaged Share-  
Ownership, EUMEDION Corporate Governance  
Forum, 2011

**Singapore:** Singapore Stewardship Code, Monetary  
Authority of Singapore, forthcoming 2016

**South Africa:** Code for Responsible Investing,  
Institute of Directors of Southern Africa, 2011

**Switzerland:** Guidelines for institutional investors,  
governing the exercising of participation rights in  
public limited companies, Ethos Foundation, 2013

**Taiwan:** Draft Stewardship Principles for Institutional  
Investors, Taiwan Stock Exchange, 2016

**United Kingdom:** The UK Stewardship Code,  
Financial Reporting Council, 20





# ICGN

International Corporate Governance Network

## 連絡先

メール : [secretariat@icgn.org](mailto:secretariat@icgn.org)

電話 : +44 (0) 207 612 7011

郵送先住所 : ICGN Secretariat, Saffron House,  
6-10 Kirby Street, London, EC1N 8TS, UK

