



ICGN

International Corporate Governance Network

ICGN

グローバル・スチュワード
シップ原則

Influence • Connect • Inform

ICGNグローバル・スチュワードシップ原則日本語訳版© December 2020 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される時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 978-1-907387-26-5

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・顧客に対する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。

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。これを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となります。投資家にとってのスチュワードシップとは、責任投資のアプローチとして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・社会的要因を考慮することでもあります。より大きな観点からみると、スチュワードシップは金融市場全体の安定性と経済成長の促進にもつながっています。

ICGNの政策立案プログラム(policy programme)で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。ICGN グローバル・スチュワードシップ原則はこれまで二十年間、当該分野を対象として取り組んできた ICGNの政策立案の作業を基礎として作成されました。本書に示されている諸原則は、2003年が初版であった”ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities(2013)”を改訂したものです。また、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は以前に発表されたガイダンスや推奨を盛り込んでいますが、また、市場行動や規制動向の変化を反映し、新規の原則やガイダンスも追加しています。特に、今回の改訂では長期的な価値創造の促進と環境・社会・ガバナンス(ESG) 要因を投資の意思決定に統合することに重点を置いています。

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重要な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資産保有者 (Asset owner) と資産運用者 (Asset manager) の運用委託契約の文面の雛形 (Model contract) を示しています。このガイダンスにはシステム全般に対する責任、長期志向、ESG要因の投資分析・意思決定への統合に関する章も含まれています。

最近出版されたICGNの “Global Governance Principles (2014)” も “responsibilities of institutional investors” を発展させた形で、投資先企業の責任として良好なコーポレートガバナンスの実践を取り上げるとともに機関投資家の内部のガバナンスについて焦点を当てています。

以上の考え方を取り込むことで、ICGN は多くの国でスチュワードシップ・コード策定のためのコンサルテーションに寄与してきました。こうしたコードは ICGN ウェブサイトからダウンロード可能です。

柔軟な解釈も一部必要ですが、本書に規定されている基準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しています。これらのコードはICGN会員とその関係者に、各々の状況に合せながら準拠するように勧奨している意欲的な基準です。グローバル・スチュワードシップ原則の適用は、良好なコーポレートガバナンス、投資家のスチュワードシップ、企業の持続的成功を促進する精神のもと、市場によって統治・モニタリングされるべきものです。ICGNは資産運用者と資産保有者にコードの建設的な活用を勧奨していますが、現状、順守状況をモニタリングすることは意図しておりません。資産運用者の諸原則順守のモニタリングは資産保有者が行うべきですし、資産保有者が諸原則を順守し、最終受益者のため諸原則順守のために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資産保有者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。

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・コードがない国の市場や異なるコードが存在する複数の市場に投資している場合、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ポートフォリオに投資する投資家は、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・コードを補完することによって、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”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になります。従って、スチュワードシップ・コードは投資家が企業のコーポレートガバナンスの実践についての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）を提供するという重要な役割を果たしているのです。

- ・ 各国や各地域の実情に適応した国際的な状況に基づいて発展してきたスチュワード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、スチュワードシップ・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・スチュワードシップ原則は、策定途上にあるスチュワードシップ・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えます。従って、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、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）することを意図しています。もし、ICGNグローバル・スチュワード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、国内のスチュワードシップ・コードに規定されるスチュワードシップの基準を順守すべきであるとICGNは考えています。

ICGN グローバル・スチュワード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チュワード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・スチュワード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、スチュワードシップのエコシステムとして、「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を説明します。

ICGNグローバル・スチュワード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のガイダンスによって補足されます。また、出版されるすべての原則とガイダンスは ICGNウェブサイト以前バージョン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: 原則	10
パート2: ガイダンス	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	16
2.4 企業へのエンゲージメントと投資家の協業	17
2.5 議決権行使	19
2.6 長期的な価値創造と環境、社会、ガバナンス(ESG)要因の統合	20
2.7 意味のある透明性、開示、報告の強化	21
パート3: スチュワードシップのエコシステム	22
付録1: 謝意	26
付録2: 参照資料	27

パート 1: 原則

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

投資家は国が要求する目標とICGN グローバル・スチュワードシップ原則の整合性が確保できるように自らのガバナンスの実務に対するレビューと受益者・顧客に対し受託者としての役割を果たす能力があるかどうかについてのレビューを継続的に行うべきである。

原則2 スチュワードシップ 方針の策定・実施

投資家は、責任ある投資の実践の範囲を特定する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るべきである。

原則3 投資先企業のモニタリング及び評価

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。

原則4 企業へのエンゲージメントと投資家の 協働

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、懸念のある分野について意見交換を行えるよう、他の投資家と協働する対応も行うべきである。

原則5 議決権の行使と保護

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。

原則6 長期的価値創造と環境・社会・ガバナンス(ESG)要因の統合の促進

投資家は企業の長期的な業績と持続的な成功の促進に努め、マテリアルな環境・社会・ガバナンス(ESG)の要因を投資判断とスチュワードシップ活動に統合すべきである。

原則7 意味のある透明性、開示、報告の強化

投資家は自らの責任の実効的な実施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・活動を公開し、それらがどのように履行されたかについて受益者・顧客にも報告を行うべきである。

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: 投資家は国が要求する目標とICGN グローバル・スチュワードシップ原則の整合性が確保できるよう自らのガバナンスの実務に対するレビューと受益者・顧客に対し受託者としての役割を果たす能力があるかどうか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

投資家のガバナンスは、受益者・顧客の利益に連動する価値を維持、向上させる受託者責任によって推進されるべきである。受託者責任は、伝統的な注意義務と忠実義務を超え、投資期間とシステミック・リスクの考慮を含む。

1.2 トップのリーダーシップ

投資家の受託者責任の基本的側面としてスチュワードシップの目的は、プロフェッショナルな投資活動の前提として最高経営責任者(CEO)と最高投資責任者(CIO)により十分に理解し推進されるべきである。

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理事会またはその他のガバナンス組織により監督されるべきである。このため、顧客のための投資活動を商業的なプレッシャーから分離、あるいは、隔離(ring-fence)する必要がある場合もある。独立した意思決定は統治する主体の構成が様々な関連する利益を代表していることにより、更に達成しやすくなる。アセット・オーナーについては、年金制度提供者や雇用者が統治主体を独占することは望ましくない。

1.4 ガバナンスの実効性と独立のレビュー

投資家のガバナンス組織は説明責任と実効性の期待に応える体制を確保する為、優良なるコーポレートガバナンスの実践との整合性があり、定期的な独立したレビューを受けるべきである。投資家自身の役員会は、説明責任と実効性の期待に応える体制を確保するため、定期的な第三者による評価を含む定常的な評価を行うべきである。ガバナンス組織に個人が指名される方法は開示されるべきである。

1.5 倫理・行動

投資家は、投資家の価値を反映し、顧客・受益者への受託者責任を支える強い文化によって導かれるべきである。投資家は、受益者・顧客のためのこれらの価値と責任への忠誠を要求し、投資及び受託活動を導く倫理規定・行動規範を持つべきである。投資家の役員会又は理事会は、投資家の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、適切な雰囲気 (tone) を醸成し、スチュワードシップ活動の実効性ある執行の為に枠組みを確保すべきである。

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 (特に、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。

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・顧客のために価値を維持・増加させるため、カスタ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と協働し、また説明を求めるように対応すべきである。

1.8 利害相反

投資家は、現実の、又は潜在的な利益相反の特定、評価、エスカレーション、緩和、開示を含み利害相反を最小限にするか回避し、顧客・受益者の利益が優先されるための確固たる方針を設定すべきである。この方針には、利益相反が生ずるかもしれない具体的な事例を想定すべきである。投資家は投資活動と顧客の利益を厳格にレビューし、適切に現実又は潜在的な利益相反を管理すべきである。この利益相反とその軽減策と共に開示されるべきである。

1.9 法令遵守

包括的な法令遵守の能力は、利益相反を最小化する事および投資家がインサイダー情報や市場操作を含む問題に対応する効果的な方針を投資家が持つことをサポートする。

1.10 適切な報酬

投資家は、相当する投資期間における受益者や顧客の利益に適切に連動した手数料や報酬を設定すべきである。投資家は、各スタッフの報酬体系とパフォーマンスが、いかに受益者・顧客の利益と一致するかについての説明を受益者・顧客に開示すべきである。

2. スチュワードシップ 方針の策定・実施

原則 2: 投資家は、責任ある投資の実践の範囲を特定するスチュワードシップ方針を策定し、実施することについてコミットするべきである。

2.1 方針の策定

投資家はICGN グローバル・スチュワードシップ原則と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）に対応しうるスチュワードシップ方針を策定するべきである。また、この方針では顧客と受益者の目的と投資期間を反映すべきである。

2.2 価値を実現する為の投資期間の範囲

特定の投資戦略には異なる投資期間があるが、投資家のスチュワードシップと企業との対話の実践は、主に長期的な企業の成功および持続的な価値創造に焦点を当てるべきである。投資家の開示は、どのように投資戦略が投資の目的にリンクし、中長期の価値創造に貢献しているかについて記述されるべきである。

2.3 対象範囲

スチュワードシップの方針は、運用資産の範囲やカバーする活動が異なる投資戦略や地域に関係することもあり開示されるべきである。特に株式と債券両方を保有する投資家にとって、資本の提供者として両方の観点からスチュワードシップ活動に反映されていることが重要である。投資家は、本原則を上場株式、債券を超えた資産クラスに適用し、それらの資産に投資家のアプローチを反映させたか、反映させた場合はいかに反映させたか説明すべきである。

2.4 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すべきである。この取り組みは、投資家が諸原則とガイダンスを順守するために必要な手順を確実に採用していることを顧客・受益者に示す説明責任の仕組みを提供することにもなる。

2.5 委任

資産保有者はスチュワードシップに関し受託者責任を果たすために受益者に説明すべきである。彼らが、投資先企業に対してスチュワードシップ活動を直接的に行使する能力がない場合、契約やその他の手段を活用し、資産の委託先である運用会社が自らに代わってその活動を実施するよう確実なものにしなければならない。適切な役員や役員会の監督により、投資家は特定のスチュワードシップ活動をスチュワードシップのスペシャリスト（第三者でありうる）にガバナンス方針の指導や議決権行使につき委託できる。そのような場合、投資家は第三者に投資チェーンに沿ったスチュワードシップ活動を委託する時、投資家の期待事項を明確に設定し、これらの活動がどのように実施されるか監視、監督すべきである。

2.6 運用委託契約

資産保有者はスチュワードシップの実践への期待を運用委託契約の締結時や資産運用会社の選定時に明確に組み入れ、株式保有者としての責任が適切にかつ完全に履行されることを確実にすべきである。

2.7 資産保有者によるスチュワードシップの監督

資産保有者は資産運用者のスチュワードシップ活動が資産保有者の投資理念、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。新たな資産運用者の選定や既存の資産運用者の継続的なモニタリングにおいて、パッシブ又はインデックス連動型戦略を採用する資産保有者の場合、多数の銘柄を保有されているケースが多いため、特に、資産運用者のスチュワードシップ活動の能力は考慮すべきである。

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、個社の置かれた状況、業績、長期的な潜在成長能力を評価するために投資先企業を定例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はエンゲージメントプログラムに統合し、対話を通じて価値の喪失のリスクや重要な長期的価値が付加される機会を認識できるようにすべきである。モニタリングを外部に委託する場合には、定期的に品質と成果を評価すべきである。

- a) 企業のビジネスモデル、戦略、業績動向、さらに企業価値および企業が直面するリスクに影響する可能性のある投資先企業の内部及び外部で生じている事項。
- b) 例えば国連の持続可能な開発目標に記述されているような企業の持続的な長期的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。
- c) 企業の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の課題を含めポートフォリオで保有されている企業のよりよい理解と対話のための優先順位付けを可能にする手法、リスクベースのツールを開発すべきである。例えば、ESG要素と財務情報を組み合わせるリスク・モデル・ダッシュボードは、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資産所有者と資産運用者にとって重要である。

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、企業のコーポレートガバナンス・コードからの乖離に対する説明を含み国内外の関連コードに照らして、企業報告のクオリティを検討するべきである。また、投資家は、法的環境、文化規範、所有構造の個別の状況も考慮に入れ、投資先企業の個別の状況を理解すべきである。

3.3 包括的要因

投資家はどのような基準を採用し、どのように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。

3.5 定期的レビュー

投資家はモニタリング活動の効果について定期的にレビューし、測定を行い、また、その結果と対話の成果を受益者・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業

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、懸念のある分野についての意見交換を行えるよう他の投資家と協働する対応も行うべきである。

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の方針に沿った形で、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し、採用されたエンゲージメント手法の適切性にも影響するであろう。エンゲージメント手法の実効性は定期的に見直されるべきである。

4.2 エンゲージメント方針

投資家は、どのような対話を優先し、懸念点が解消されない場合にどのようにエスカレートされるか、エンゲージメントの手順の説明を含む明確な方針を策定すべきである。これらの方針は、企業との対話の枠組みの一部として企業に伝達されるべきである。エンゲージメントは、企業の成功を推進するためおよび投資家の疑問や懸念を伝えるため、建設的な精神の下、実施されるべきである。それは根拠に基づき明確な結果に焦点を絞るべきである。

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るべきである。

- a) 直接、または書面にて株主総会の場で、企業の代表者(representatives)または社外取締役(non-executive directors)に対し懸念を表明する
- b) 他の投資家と協働して懸念を表明する
- c) 公表する
- d) 株主提案を実施する
- e) 株主総会で発言する
- f) 取締役選任において複数名の適切な候補者を提出、株主総会の召集を行う
- 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) 最後の手段として、投資からの除外リストに正式に追加するまたは撤退するとの脅し

4.4 統合されたアプローチ

投資家がコーポレートガバナンスチームとポートフォリオマネージャーチームの両方を有する場合には、これらのチームは一貫性あるメッセージを確保し企業に伝達するよう完全に連携すべきである。企業の株式と債券を保有する場合、投資家は、株式チームと債券チームが共通の関心事項についてエンゲージメントに参加すべきである。投資家は、企業経営者だけでなく、取締役にもエンゲージメントを実施すべきである。支配株主がいる会社の場合、支配株主の利益が投資家と連携するものか、食い違うものかを探索するため、エンゲージメントは支配株主に及ぶこともある。

4.5 資本の配分

債権者と株主は、企業経営者に対する資本配分に関する希望について意見交換をすべきである。債権者と株主による実効的なエンゲージメントには持続可能な企業は資本提供者の基本的で正当な要求を満たさねばならないことの理解を反映させねばならない。

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。投資家は共同行為（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そこへの参加により集団的エンゲージメントを推進する対応を行うべきである。

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およびより広範でシステミックな統一化を促す上で有用なものとなりうる。

5. 議決権行使

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、定期的に見直されるべき明確な議決権行使方針を公開するべきである。議決権行使方針には、議決権行使判断を導く原則の概要を記載し、特定の場合における例外の範囲を特記し、国内保有と国外保有におけるアプローチの違いについて明記すべきである。この方針では投資家が特定の事情で行使しないことを選択するとき（例えば、保有比率が一定以下である場合）この方針も開示されるべきである。

5.2 議決権行使過程

投資家は、潜在的な利益相反にどう対処したか、相応の注意が払われたかを含み、議決権行使判断に至ったプロセスを開示すべきである。開示には議決権行使判断が議案の性格、地域または保有規模によって異なるかを含み、誰が責任者であるかを明示すべきである。

5.3 意思決定

投資家は、会社提案が投資家のスチュワードシップとコーポレートガバナンスの方針とは整合的でないと見なされるものであれば、棄権又は反対するよう対応すべきである。また、その際、望ましくは株主総会前に対象企業に意思決定の根拠を説明するよう努めるべきである。投資家は実際の株主総会への出席が適切である場合についても明示すべきである。

5.4 議決権行使結果

投資家は定期的な実際の議決権行使結果（個別議案毎および累計）を議決権行使後限られた遅延で顧客へ直接開示するとともにウェブサイトでも公開すべきである。投資

家が反対または棄権をした場合、その理由が提示されるべきである。

5.5 議決権行使の確認

可能であるならば、投資家は、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どう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サービスとの活用度合い（サービス機関自体の情報及びその推奨に従った程度も含む）を開示すべきである。議決権行使助言会社の活用は、情報を十分に活用し、責任ある形で行使を行うという投資家自身の責任を置き換えるものではない。投資家はどのように行使を行うかを明示し、自らの議決権行使方針と整合的に行使が確実に行われるよう対応すべきである。

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。この方針には議決権行使のために貸株を回収することや、貸株が議決権行使活動に影響を及ぼす可能性があるかを明記するべきである。また、株主総会のインテグリティ保全のため、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 議決権の保護

投資家は、議決権を希薄化させる効果のある種類株式や不平等な株式構成に対して異議を唱える用意をすべきである。投資家はまた少数株主の権利保護を確保するため政策当局と対話すべきである。

6. 長期的な価値創造と環境、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と持続的な成功の促進に努め、マテリアルな環境・社会・ガバナンス(ESG)の要因を投資判断およびスチュワードシップ活動に統合すべきである。

6.1 タイム・ホライズン

投資家は顧客・受益者の目標と投資期間を理解すべきで、企業の長期的成功と持続可能な価値創造を短期志向に優先させて促進すべきである。

6.2 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。投資先企業のビジネスモデル、戦略、長期業績と持続可能な価値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がそれにあたる。

6.3 システミックな脅威

投資家は、ESG要因・経済成長・資本市場の品質と安定性など長期的なシステミックなリスクに対しその意識を高めるべきである。そしてシステミックリスク軽減と基本的価値観（例えば、気候変動リスク、感染症大流行、人権、腐敗）への尊重を短期的な価値より優先させるべきである。

6.4 ESGの統合

投資家は、資産の種類を超え、より周知された投資判断と議決権行使、エンゲージメントにより連動・強化されたESGに関連するリスクと機会を分析・モニタリング・評価・統合する手法を考慮すべきである。

6.5 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オペレーション、最終的には長期的価値創造により明確に結びつけられるよう、統合された報告(Integrated reporting)、標準的な数値の利用、ESGデータの検証を企業に奨励すべきである。投資家は、投資家の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るための情報が十分確保するに必要な場合、投資家は企業と対話すべきである。

7. 意味のある透明性、開示、報告の強化

原則 7: 投資家は自らの責任の実効的な実施について十分に説明責任を果たすため、スチュワードシップ方針・活動を公開し、それらがどのように履行されたかについて受益者・顧客にも報告を行うべきである。

7.1 コミットメントの表明

投資家は、ICGN グローバル・スチュワードシップ原則を公に支持しつつ、関連する国内コード（存在する場合）に署名し、スチュワードシップへのコミットメントを表明するべきである。

7.2 有意義な開示

投資家は、自社ウェブサイトにもスチュワードシップ方針を公開するべきである。また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の文脈において、順守しなかったスチュワードシップ・コードの項目があれば意義のある説明を提供するべきである。投資家は、顧客または受益者のために実施したスチュワードシップ活動について、その結果並びに提言、対話の成功（および失敗）の例に関する情報を報告するべきである。

7.3 定期的レビュー

投資家はスチュワードシップに関する公開内容を毎年レビューし、法令や国内のスチュワードシップ・コードや本スチュワードシップ原則のようなガイダンスの変更をも勘案し必要があればその方針を更新するべきである。また、公開した内容が顧客や受益者にとってどのように有益であるか、フィードバックを求めるべきである。

7.4 記録の保持

投資家は、受益者・顧客のためにスチュワードシップに関する報告をサポートするスチュワードシップ活動の要約を文章化し、面談、議決権行使、エンゲージメントに関する記録を保持するべきである。

7.5 説明責任

受益者・顧客のためにスチュワードシップ責任を実行することについて実効的な説明責任を果たすため、受益者・顧客に重要な内部のガバナンスの仕組みを開示するべきである。これには、スチュワードシップがどのように運営され、監督されているかの概要、スチュワードシップ活動の外部監査が行われているかの説明（実施した場合）、受益者または顧客が関心を示したプロセスの詳細を含むべきである。

7.6 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チ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開されている情報より詳しい場合もある。また、この報告書にはスチュワードシップ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。

パート 3: スチュワードシッ プのエコシステム

資産運用や資本市場では、機関投資家はスチュワードシップの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。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、彼らは自らの利益のための代理人として資産保有者(Asset Owner)と資産運用者(Asset Manager)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と保険会社については機関投資家の視点は一般的に長期的なものとなる。従って、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。このことは健全な資本市場と経済の発展を促進するという広範なシステムティックな意味合いも有する。

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。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タ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るものと認識している。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、誠実に働きかけを行う必要もある

市場参加者は資金提供者から資金使用者までインベスタメントチェーン全体に渡って存在し、資産保有者・資産運用者・企業・規制当局・サービス提供者等が各々の役割を担う。。

資産所有者 (Asset owners)

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、資産保有者及び受託者に対し資産運用者がスチュワードシップを順守しているかどうかをモニタリングするガイダンスを提供することにある。多くの資産保有者にとってスチュワードシップの全側面を実施することは組織的な能力の限界を伴う。従って、資産保有者はスチュワードシップ原則が十分に資産運用者とサービス提供者によって履行されるよう努めるべきである。

資産運用者 (Asset managers)

多くの場合、資産運用者は資産保有者・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。

資産運用者は、運用委託契約を順守し、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顧客に示すべきである。特に、資産運用者はビジネスモデルの観点から全体の社内リソースを見直しつつ、スチュワードシップのコミットメントを実行できる能力を確保することが重要である。資産運用者は、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べきである。また、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からの信頼感を高め、安価な資金へのアクセスが可能となり、結果的に財務的柔軟度を高めることを企業は認識すべきである。このため、企業は投資家と誠実に協業し、協働する投資家(investors acting collectively) との会合をも進んで行うことも含めエンゲージメントや建設的な対話を促進すべきである。また、企業はガバナンス項目に関して理解と対話を構築するために、主要な投資家と会合を持つことも取締役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、企業は資産保有者としても行動し、企業年金における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、実効的なスチュワードシップを推進したい規制当局は、その策定・公表・国内のスチュワードシップ・コード対応の報告の要求において中心的役割を果たす。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持つ投資家にとっては、各地域の異なった複数のコードに対応するよりはひとつのグローバル・スチュワードシップ方針を提供する方が好まれるかもしれない。

債権者 (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てられる傾向がある。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。特に、債券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券保有者にとっても重要である。

投資コンサルタントと助言者 (Investment consultants and advisors)

投資コンサルタントと助言者は助言サービスを通じ自らのスチュワードシップ責任を実践し、同時に資産保有者と資産運用者をサポートすることができる。コンサルタントと助言者はスチュワードシップ責任及びICGNグローバル・スチュワードシップ原則の諸原則の多くに適合した調査や議決権行使サービスを提供する。従って、コンサルタント、助言者やその他のサービス提供者（議決権行使助言会社・分析サービス・カストディアンを含む）もインベストメント・チェーンにおける自らの役割を理解し、直接の顧客と最終の受益者の利益のためにサービス提供に努めるべきである。

実効的なスチュワードシップの前提条件

スチ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チュワードシップを採用する意志のある投資家と誠実にエンゲージメント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。資産保有者はスチュワードシップ責任を確実に資産の運用委託方針に組み込み、資産運用における標準型とする役割を果たせるという点において特に重要な役割を担っている。また、スチ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、このことがスチュワードシップの実践とモニタリングの方法に影響していることを認識することは重要である。更に重要となるであろうことは、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あるのとは対照的に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り、従ってスチュワードシップが実効的に適用されるかについてはより深い考察が必要となる。

スチュワードシップコードに対する過度に規範的アプローチのリスクとして、投資家による「チェックボックス(tick box)」的な遵守が奨励されることが挙げられる。これは逆効果であり、ICGNグローバル・スチュワードシップ原則の意図に反するものでもある。この文脈の中ではあらゆる市場でスチュワードシップ・コードが成功するために欠かせない構成要素として、雰囲気醸成(tone)や文化のような無形のクオリティ(quality)を強調することが重要となる。

「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）の枠組みの実効性において投資家の役割は決定的に重要である。この枠組みにより、企業は法的または規制による制裁を受けずにコーポレートガバナンス・コードの規定を順守しない柔軟性が得られる。このことは、個々の企業の優良なガバナンスの実践においてコーポレートコードの全項目に準拠する必要はないという認識を反映するものである。しかしこのアプローチはガバナンスコードの項目に準拠しなかった場合、説明責任が企業に発生することも意味する。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムが実効性を持つにはコーポレートガバナンス・コードを順守しない企業の説明が強固な根拠を持ったものであるかをモニタリングする必要がある。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能力がなければならない一方、企業の説明の質に関して主観的判断を行う立場にはない。この点において、機関投資家は説明

が不十分な企業に積極的にエンゲージする役割がある。

企業の説明が不適切な場合には、機関投資家には、所有権を行使し、必要ならば対峙する役割がある。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。従って、スチュワードシップ・コードは投資家が企業のコーポレートガバナンスの実践に関し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)を提供する点において決定的な役割を果たしている。

付録 1: 謝意

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54兆米ドルとなります。

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に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)”を改訂したのですが、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)特に

2013年に原則策定に携わった以下の専門作業部会メンバーに感謝いたします。

Paul Lee氏, Rita Benoy Bushon氏, Stephen Davis氏, Carol Drake氏, David Jackson氏, Niels Lemmers氏, Charles Macek氏, 上田亮子氏。

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。また、Chris Hodge氏やGlobal Network of Investor Associationsの方々、ICGN理事会メンバーからフィードバックを頂いたことに対して感謝します。

更に、本原則の草案作成過程に意見を提供して頂いた以下の方々にも感謝します。

Aberdeen Asset Management, AMEC, Assogestioni, bclMC, CalSTRS, Cartica Capital, CFA Institute, Daiwa SB Investments (UK) Ltd, Delphic Advisors, Eumedion, FirstState, FRC, FutureFund, Governance Institute of Australia Ltd, Hermes, IIRC, Investec Asset Management, Martin Currie, MSCI, MSWG, Nationwide Pension Fund, NEI Investments, Regnan, SASB, Susannah Haan, The CAQ, ValueBridge Advisors, Walter Scott氏

最後に、本原則の日本語翻訳版作成にあたり、監修を行った井口讓二氏及び藤本周氏に感謝します。

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

またはwww.icgn.orgをご参照ください。

付録 2: 参照資料

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 21st 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, 2012



ICGN

International Corporate Governance Network

連絡先

メール

secretariat@icgn.org

電話

+44 (0) 207 612 7011

ISBN 978-1-907387-26-5



9 781907 387265