



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© 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 (ISBN refers to the English version of the guidance)

© 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。

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取り込んでいますが、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きました。

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資産保有者(Asset owner)と資産運用者(Asset manager)の間の運用委託契約の文面の雛形(Model contract)を示しています。また、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、企業のコーポレートガバナンス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。上述した各種の原則は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、各々の状況に応じて準拠するように勧奨している意欲的な基準です。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推進する精神のもと、グローバル・スチュワードシップ原則の適用状況は市場によって統治・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いません。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、コーポレートガバナンスの実践に関し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应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「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、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: 原則	11
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	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 議決権の行使	18
2.6 長期的な価値創造の促進とESG要因の統合	19
2.7 透明性、開示、報告の強化	20
パート 3: スチュワードシップのエコシステム(Ecosystem)	21
付録 1: 謝意	25
付録 2: 参照資料	26

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: 投資家は国が要求する目標やICGN グローバル・スチュワードシップ原則と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否か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。
- 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、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準備も行うべきである。
- 5 議決権の行使

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。
- 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)の要因をスチュワードシップ活動に統合すべきである。
- 7 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、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やICGN グローバル・スチュワードシップ原則と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否かについてのレビューを継続的に行うべきである。

1.1 価値を創出する期間

適切な期間内（多くの場合、長期）に受益者・顧客の利益に沿った形で価値の維持・増加に努めることが投資家の第一義的な責任と認識すべきである。

1.2 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、顧客のための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) する必要がある場合もある。また、ガバナンス組織は優良なガバナンスの実践との整合性がとれているかどう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。

1.3 倫理・行動

投資家は受託者としての活動を行うための倫理・行動規範を持つべきである。投資家の取締役会あるいは受託者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履行のため、適切な雰囲気 (tone) の醸成とサポートを行うべきである。

1.4 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。このため、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、コーポレートガバナンスの専門家にガバナンスに関する方針と議決権の行使を委任することも可能である。

1.5 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られるように対応すべきである。

1.6 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。この方針には、受益者・顧客間の相互の利益が対立する状況が発生した時の処理手順も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。利益相反の例としては、投資家が投資対象企業に金融商品・サービスも提供している状況が挙げられる。この利益相反とその軽減策は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（Capacity）は利益相反の可能性を極力小さくするとともに、投資家に対し、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。

1.7 適切な報酬

投資期間に対し適切に調和した手数料・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。また、この方針では適用されるアセットクラスの範囲（上場株式や債券に限定せず）を特定すべきである。

2.2 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受益者・顧客に示す説明責任の仕組みを提供することにもなる。

2.3 委任

資産保有者は受託者責任までは委任できない。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資産運用会社が自らに代わってその活動を実施することを確実になものにしなければならない。

2.4 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や資産運用会社の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にかつ完全に履行されることを確実にすべきである。

2.5 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。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、多数の銘柄が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されるべきである。

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をエンゲージメントプログラムに統合し、介入により企業の変化を後押しすることで価値が創出できる状況やタイミングを認識できるようにすべきである

3.2 リスク分析

投資家は、ポートフォリオで保有されている企業をよりよく理解し、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。これにより、環境：E、社会：S、ガバナンス：Gの（ESG）課題も含む、詳細な分析とそれに基づくエンゲージメントが可能となる。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資産所有者と資産運用者にとって、この取り組みは特に重要である。

3.3 包括的要因

投資家はどのような基準により、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) 企業のビジネスモデル、戦略、業績動向、さらに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。

- b) 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

3.4 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・エクスプレイン」に基づく報告で、コーポレートガバナンス・コードからの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について定期的にレビューし、測定を行うべきである。また、その結果を受益者・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、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リソース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。

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手順の説明を含む明確な方針を策定すべきである。この方針の中には、懸念が解決されない場合、どのようにエンゲージメントの強化が実施されるかについての方針も含まれるべきである。

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) 直接、または株主総会の場で、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、投資からの撤退または撤退するとの脅し

上記のエンゲージメントの戦術の多くの項目、例えば、取締役選任での株主による候補者の指名等はエンゲージメントの強化が必要とされない状況でも妥当となる場合もある。

4.4 統合的アプローチ

コーポレートガバナンスチームやポートフォリオマネージャーチームに属する投資家はひとつのチームとして、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、エンゲージメントは支配株主に及ぶこともある。

4.5 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。

4.6 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、議決権行使における潜在的な利益相反に対する対策を含む明確な議決権行使方針を策定し、これを公表すべきである。投資家が特定の事情で行使しないことを選択する必要がある時には（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 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。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。

5.3 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を顧客へ直接開示するとともにウェブサイトでも公表すべきである。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べきである。

5.4 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どうかを企業に確認するよう努めるべきである。

5.5 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（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、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。投資家はどのように行使を行うかを確定した上で、自らの議決権行使方針と整合的に行使が行われるよう対応すべきである。

5.6 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どのような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。

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) の要因をスチュワードシップ活動に統合すべきである。

6.1 長期的フォーカス

投資家は顧客・受益者の目標と投資期間を理解し、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。この長期的な視点は特に年金基金、その他の長期貯蓄、退職金積立基金などで重要となる。

6.2 意識と理解

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。

6.3 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、汚職防止、人権など）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、スチュワードシップへのアプローチの一環として、ESGに関連するリスクと機会の分析・モニタリング・評価・統合の手法の導入について検討すべきである。特に、モニタリング、議決権行使、エンゲージメントの実践においてESGの統合が重要となる。

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明確に結びつけられるよう統合された報告(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. 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履行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・活動を公表するとともに、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 意味のある開示

投資家は、スチュワードシップ方針を公表すべきである。（望ましくは自社ウェブサイト）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味のある説明を行うべきである。

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表内容を毎年レビューすべきである。スチュワードシップ活動についてもICGN グローバル・スチュワードシップ原則も参考にしつつ、国内のスチュワードシップ・コードと照らし合わせレビューすべきである。

7.4 記録の保持

投資家は、受益者・顧客のために実施したスチ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。

7.5 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履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・顧客に内部のガバナンスの枠組みを開示すべきである。

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、この報告書にはスチ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。

7.7 保証

投資家はスチュワードシップ・コードに基づく活動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

資産運用や資本市場では、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。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。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ことになる。

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るものと考えている。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、真摯な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ト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。

資産保有者（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でき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項目を実施することに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につながることを企業は認識すべきである。このため、企業は投資家と真摯に協業し、協働する投資家 (investors acting collectively) との会合をも進んで行うなど、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、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、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運用する投資家にとっては、各地域の異なる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好ましい場合もある。

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。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。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）」的な順守が行わ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。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ことになるのである。ただし、この枠組みの中では、コードの中で準拠しない項目がある場合には、この項目について企業に説明責任が生じることを意味する。

従って、「コンプライ・オア・エクスプレイン」システムの実効性を維持するには、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生じるのである。規制当局には成文法(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に関し、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。

付録 1: 謝辞

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) 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

郵送先住所

ICGN Secretariat, Saffron House,
6 -10 Kirby Street, London, EC1N 8TS, UK



(ISBN refers to the English version of the guidance)