

スチュワードシップ

概要

- 本ガイドでは、アクティブ・オーナーシップとしても知られるスチュワードシップについて紹介します。
- 責任投資におけるスチュワードシップの重要性と妥当性を説明し、投資家が方針、プロセス、実践に組み込めるスチュワードシップ・ツールの概要を説明します。
- 署名機関のスチュワードシップへのコミットメントについて記載されている PRI の原則 2 の「私たちは、アクティブ・オーナーとなり、所有方針と所有習慣に ESG 課題を組み入れます。」実施方法について、投資家に指針を示します。

PRI では、スチュワードシップを「リターンおよび顧客と受益者の利益が依存する共通の経済、社会および環境的資産の価値など、全体的な長期的価値を最大化するための機関投資家による影響力の行使」と定義しています¹。

スチュワードシップと ESG 組み入れ（投資家が投資や資本配分の決定に ESG 要因を含めることを推奨する）は補完的な戦略です。責任投資は、そのどちらにも関連し、例として、エンゲージメントで取得したインサイトを用いて投資の意思決定を向上させる²、またはその逆など、それぞれのフィードバックを相互に取り入れます³。

責任投資 の入門ガイド

[他のシリーズはこちら](#)



1 [スチュワードシップについて \(PRI\)](#)

2 獲得した情報は非公開の重要情報ではないとの前提。通常は、そうした情報の議論を避けてエンゲージメント・ミーティングを行います。

3 PRI リポーティングで使用する専門用語の定義は、[こちらで確認できます](#)。

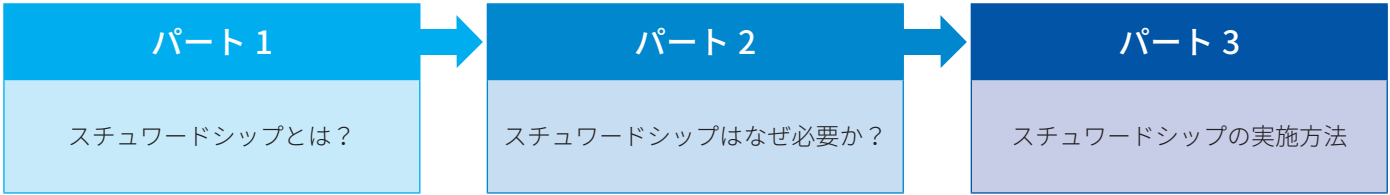
ポートフォリオ構築時の ESG 課題の検討 (ESG の組み入れとして知られる)			ESG 課題に関する発行体との対話 (アクティブ・オーナーシップまたはスチュワードシップとして知られる)	
ESG 課題は、統合、スクリーニング、テーマの三つのアプローチを組み合わせ、既存のポートフォリオ構築手法に組み込むことができます。			投資家は次のようなツールを通じて影響力を行使することができます。最も広範に使用されている二つのツールは、エンゲージメントおよび議決権で、その他、決議 / 提案、取締役としての役割、サプライヤーのモニタリング / 交渉、研究と情報開示への貢献、訴訟があります。	
統合	スクリーニング	テーマ型	エンゲージメント	議決権
ESG 課題を投資分析および意思決定に明示的かつ体系的に含めることで、リスクをより適切に管理し、リターンを向上させます。	投資家の優先順位、価値観、倫理に基づき、潜在的な投資リストにフィルタを適用し、投資対象としての可否を判断します。	特定の環境的または社会的成果に貢献する意図をもって、魅力的なリスク・リターン特性を組み合わせることを目指します。インパクト投資を含みます。	ESG 課題に関する慣行の改善、実社会における持続可能性の成果の変化または情報開示の改善を目的とした、投資家と現在または潜在的な投資先 / 発行体との間のやり取り。エンゲージメントは、政策立案者や基準設定者などの発行体以外と行うこともあります。	経営や株主決議での議決権行使（および決議の提出、関連事項の承認（または不承認）を正式に表明します。

PRI リソース：

責任投資とは？



本入門ガイドは、次の 3 つのパートで構成されています。



パート1：スチュワードシップとは？

スチュワードシップとは、投資家が、現在または潜在的な投資先 / 発行体、政策立案者、サービス・プロバイダまたはその他のステークホルダーに対する影響力を行使し（多くの場合は協働で）、全体的な長期的な価値を最大化することです。これには、リターンと顧客および受益者の利益が依存する共通の経済、社会および環境資産⁴の価値が含まれます。

投資先や発行体に影響を与える方法の例：

- すべての資産クラスにわたる現在または潜在的な投資先 / 発行体とのエンゲージメント
- 株主総会での議決権行使
- 株主総会決議・議案の提出
- 投資先の取締役会や委員会での直接的な役割の遂行
- 訴訟

他のステークホルダーに影響を与える方法の例：

- 政策立案者や基準設定者とのエンゲージメント
- 公共財への貢献（研究等）
- スチュワードシップの目標を支持する公開討論や情報開示へのエンゲージメント
- インベストメント・チェーンにおける他者との交渉および他者のモニタリング（例：アセット・オーナーによる運用会社とのエンゲージメント）

エンゲージメント

スチュワードシップとエンゲージメントは同じ意味で使われることが多いものの、エンゲージメントは投資家が利用できる多くのスチュワードシップ・ツールの一つにすぎません。主に、ESG 慣行、持続可能性の成果、または公開情報を改善するために、投資家（またはエンゲージメント・サービス・プロバイダ）が、現在または潜在的な投資先 / 発行体（企業など）とコミュニケーションをとることを指します。（エンゲージメントは、政策立案者や基準設定者などの発行体以外のステークホルダーと行うこともあります。）

エンゲージメントは通常、投資家とエンゲージメントの対象者との間のミーティング、電話、電子メール、手紙の形をとり、そのやり取りの間に課題を議論し、投資家は期待する内容を明確にします。優れたエンゲージメントは、関連する ESG 課題の特定、目標の設定、結果の追跡、エスカレーション戦略のマッピング、発見事項の投資の意思決定への組み入れを行います。

（投資先またはその他のステークホルダーとの）エンゲージメントは、個別または他の投資家と協働で、またはサービス・プロバイダを通じて行うことが可能です。



個別のエンゲージメントとは、投資家が現在または潜在的な投資先 / 発行体と自らエンゲージメントすることです。



協働エンゲージメントとは、投資家のグループが投資先や発行体と協働してエンゲージすることです。これは、正式な投資家ネットワークまたは他の会員組織の一環として行うことができますが、必ずしもそうではありません。こうしたグループの各投資家は、エンゲージメントにおいて異なる役割を果たす可能性があります。協働エンゲージメントでは、投資家は目的達成能力と正当性を高め、集団的目標を追求し（フリーライダー問題⁵などの対処など）、お互いに、そして他のステークホルダーと情報を共有し、コストや労力を分担します。



サービス・プロバイダによるエンゲージメントでは、投資家は、投資先 / 発行体とのエンゲージメントのために民間のサービス・プロバイダを指名するか、投資家組織がメンバーの代理として投資先 / 発行体とエンゲージメントを行います。こうしたサービス・プロバイダは、エンゲージメントを実施する際には、それぞれのメンバーの利益を表す、明確なマンドートを有します。

⁴ スチュワードシップについて（PRI）

⁵ フリーライダーの問題には、集団的な問題に対処するためのコストを回避する一方で、利益の恩恵を受けるなどが含まれます。

PRI リソース：

協働エンゲージメントの開始	
共同研究活動	
PRI が取り纏める現在の協働エンゲージメント	
PRI 協働プラットフォーム（PRI Collaboration Platform）	

エンゲージメントとはみなされない投資家と投資先 / 発行体との交流

慣行または開示の変更を求めている交流はエンゲージメントではありません。これには次のものが含まれます。

- データ収集や売買・保有の投資判断に関するリサーチのための企業との交流
- 情報収集と投資判断のために企業に送られる標準的なアンケート
- 企業のプレゼンテーション、年次総会またはその他の会議への、対話や協議を伴わない出席
- ESG 情報についての一括開示要求（通常は第三者機関を通じて実施）

エスカレーション

投資先または発行体とのエンゲージメントが成立しなかった場合、投資家は株主決議の提出、議決権を行使しての対応しない取締役の解任、訴訟の提起、および公に意見を述べること（メディアのオプ・エドなど）を検討することができます。

議決権

議決権行使は、上場株式の投資家が企業に見解を伝え、取締役の選任や役員報酬などの重要な意思決定に意見を取り入れてもらうために不可欠な手段です。株主からの提出された決議は、社会・環境問題にも、より深く関わるようになってきています。議決権には、議決権方針の策定、調査、投票、株主総会前後での投資先企業とのコミュニケーションが含まれます。

何千社もの企業を抱える投資家にとって、議決権行使業務を議決権行使助言会社に委ねることは不可欠ですが、責任ある投資家は、助言会社の提案に基づいた行動を自動的にするのではなく、最終的には、情報に基づいた意思決定を自分で行うために時間とリソースを費やす必要があります。

パート 2：スチュワードシップを実施する理由

金融、規制、持続可能性に対するさまざまな動機が、アセット・オーナーおよび運用会社にもスチュワードシップを促しています。

リスク・リターンの向上

ESG 要因を特定し、それに対処することが、相対的なパフォーマンスの向上につながるという、学術的および業界的なエビデンスが増えています⁶。PRI は、企業の財務パフォーマンスと実社会での成果の両方を向上させるためのスチュワードシップの役割など、幅広いトピックをカバーする[学術研究](#)の登録を照合しました。

PRI リソース：

学術的な ESG レビュー



ESG エンゲージメントが投資家および企業に価値をもたらす仕組み



規制

年金、金融規制当局、政策当局は、機関投資家に対し、2010 年に英国で初めて公表されたスチュワードシップ・コードを通じたものを含め、投資先企業の監督と影響力行使に積極的な役割を果たすことをこれまで以上に奨励しています。これらの規範や基準は、自主的なものもあれば、強制的なものもあり、投資家が企業とのエンゲージメントを実施するための優良事例を概説し、エンゲージメントの質を高めることを目的としています。日本、南アフリカ、マレーシアなど、さまざまな国がスチュワードシップ・コードを導入しています。

[英国スチュワードシップ・コード](#)や EU の株主権指令 II (2017/828/EU) などの多くの規範や規制では、投資家のスチュワードシップにおいて ESG 課題にどのように取り組むかについて、明確な要件が定められています。OECD のような国際機関も、[G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則](#)や OECD 多国籍企業行動指針を通じて、ガバナンスおよび責任あるビジネスに関するガイダンス ([機関投資家のための責任ある行動原則](#)) を提示しています。

受託者責任

スチュワードシップの実施は、広くは、投資家の顧客および最終受益者に対する受託者責任の一環であると考えられています。こうした責任が満たされているか否かを評価するため、達成した成果とその後のプロセスを検討することが重要です。増加する学術文献によれば、リスクを管理し、リターンを最大化するためにエンゲージメントやその他のスチュワードシップ・ツールを効果的に使用しない場合、顧客や受益者に対する責任および義務と整合していない可能性があることを示唆しています。

PRI リソース：

受託者責任に関する PRI の取り組み



インパクトのための法的枠組み
(Legal Framework for Impact)



ユニバーサル・オーナーシップ

十分に分散化され、複数の資産を持ち、グローバルなポートフォリオを持つ投資家は、その保有資産が産業や資産クラスを越えて十分に分散化されており、実質的に市場全体の一部を保有していることから、頻繁に、ユニバーサル・オーナーと呼ばれます。したがって、ユニバーサル・オーナーは、個々の資産リターン（アルファ）と全体的な経済パフォーマンス（ベータ）の両方に関心を持っています⁷。つまり、ユニバーサル・オーナーは、システミックな課題に取り組むために、個々の投資先の利益にとどまらないところまで目を向け、より広範な持続可能性の成果と良好に機能する金融市場を支援するインセンティブを有します。

6 [Flammer \(2015\) Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach](#)
[Dyck et al. \(2019\) Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence](#)
[Hopener et al. \(2018\) ESG Shareholder Engagement and Downside Risk](#)
[Dimson, Karakas, Li \(2015\) Active Ownership](#)

7 [Quigley \(2020\) Universal Ownership in Practice: A Practical Positive Investment Framework for Asset Owners](#)
[Hawley and Lukomnik \(2018\) The Long and Short of It: Are We Asking the Right Questions? Modern Portfolio Theory and Time Horizons](#)

実社会のアウトカムを重視

規制当局、顧客、受益者は、投資家に対し、その投資による実社会のアウトカムを考慮することをこれまで以上に期待しています。投資家は、投資先 / 発行体とのエンゲージメント、議決権、ポリシー・エンゲージメントまたはその他の前述のステュワードシップ・ツールのいずれかを通じて影響力を行使することで、実社会のアウトカムの改善につながる変化を推進することを支援します。ダイベストメントは重要なツールとなり得ますが、ダイベストメントだけでは、企業に対する投資家の影響力は弱まり、実社会のアウトカムを改善する効果はほとんどないと言えます。

こうした検討事項にとって、国連の持続可能な開発目標（SDGs）が有用な枠組みであるとの見方が強まっています。PRI の [SDG の成果を伴う投資](#) では、a) ESG 課題から生じる財務上のリスク / 機会、および b) 実社会におけるプラス / マイナスの成果との関連性について概説しています。

PRI リソース：

SDG の投資事例



SDG の成果を伴う投資：
5 つのパートで構成されるフレームワーク



パート 3：スチュワードシップの実施方法

すべてのアセット・オーナーおよび運用会社が実施すべき一連のステップに加え、資産クラス固有の考慮事項がいくつかあります。

方針

各国の規制、スチュワードシップ・コード、6つの[責任投資原則](#)に沿ったスチュワードシップ方針を策定し、開示します。この方針は、組織の投資戦略と整合し、定期的に見直す必要があります。

方針の範囲とそれがカバーする資産については、明確に提示する必要があります。特に、組織のスチュワードシップの目的、組織が使用するスチュワードシップ・ツール、協働の役割、内部情報と利益相反がどのように管理されているか、そして、スチュワードシップ活動が投資の意思決定にどのようにリンクしているかに焦点を当てる必要があります。

スチュワードシップ方針に、議決権決定に関する情報を記載することができますが、多くの組織では、個別の議決権方針を有しています。個別の議決権方針は、多くの場合、組織が特定の課題についてどのように投票するか、議決権に関する意思決定プロセス、および決議の提出または共同提出に対する組織のアプローチを決定する特定のガイドラインまたは原則を含めることができます。

PRI リソース：

投資家の責任投資方針のデータベース



実践

スチュワードシップ実践の重要な側面には、どの ESG 課題、どの投資先または他の目標（政策立案者など）に焦点を当てるか、スチュワードシップの目標がどのように設定されモニターされているか、エスカレーションへのアプローチなどの優先順位付けが含まれます。

オーナーシップの構造が異なるということは、通常は、資産クラスによるスチュワードシップの慣行も異なることを意味します。一般的には上場株式に関連することですが、スチュワードシップは、多くの資産クラスで実践することが可能です。

上場株式

上場株式の投資家は、企業の株主としての地位を利用して、その企業がどのような活動を行い、どのように行動し、事業活動を行うかという点に影響を及ぼすことができます。これは、企業とのエンゲージメントを通じて（個々または協働で実施が可能）、CEO、CFO、IR、または業界団体を通じて行うことができます。

上場株式の投資家は、経営や株主決議での議決権行使および決議案の提出（それが可能な管轄区域で）の両方によって、企業に意見を伝え、取締役の任命や取締役の報酬などの重要な決定に意見を述べる法的な（例えば議決権）権利を行使することができ、また、行使することがますます期待されています。

パッシブ戦略

パッシブ戦略に投資される資産の増加に伴い、投資家が議決権をどのように行使し、投資先企業とどのようにエンゲージするかがますます重要になっています。PRI ディスカッション・ペーパー [How can a passive investor be a responsible investor? \(パッシブ運用の投資家が責任ある投資家になる方法\)](#) では、さまざまなアプローチや課題が検討されています。それに続く、[署名機関とのコンサルティング結果](#)では、主要なパッシブ運用会社は、ユニバーサル・オーナーとして、協働エンゲージメントの障壁を軽減し、最も緊急かつ体系的な ESG 課題に焦点を当てるよう努める必要のあることがわかりました。

PRI リソース：

上場株式の積極的な所有に関する実践的な指針



上場株式の責任投資に関する PRI データ
(2017-2020 年) のスナップショット



債券

債券投資家は、株主と同じ立場にはないものの、発行体に影響力を持つ重要なステークホルダーであり、明確な法的権利を有しています。したがって、債券投資家は発行体と対話して、発行体がどのように行動し、どのように事業を運営しているかについて指摘することができます。

社債の投資家の場合、発行体との連絡は、多くの場合、企業の CFO または財務担当者との間で行われます。ソブリン債の投資家にとって、エンゲージメント・プロセスは、政府関係者だけでなく、労働組合、雇用者団体、メディア代表者、および IMF、世界銀行、OECD などの国際機関との会合も含まれます。

社債およびソブリン債投資家のためのエンゲージメントにおける重要なポイントは、債券のオリジネーションと再発行でしょう。エスカレーション戦略には、新規の債券発行の回避、対象債券のアンダーウェイトまたは売却という選択が含まれます。

PRI リソース：

債券投資家の ESG エンゲージメント



ソブリン債投資家に対する
ESG エンゲージメントの実践的な指針



私募市場

特にプライベート・エクイティまたは不動産への直接的なエクスポージャーを有する私募市場の投資家は、投資先企業や投資先の支配権を持ち、投資先企業の取締役会での地位を有することが多いため、スチュワードシップに関してはユニークな立場にあります。

これらの投資家は、例えば、適切な社会的セーフガードや先進的慣行（国連指導原則の採択や生活賃金へのコミットメントなど）の採用を義務付けることによって、スチュワードシップ義務を果たすために、この直接的な影響力を行使することができます。プライベート・エクイティの投資家は、投資先企業の環境管理システムやプロセスの改善を支援する可能性があり、また、不動産投資家は効率性と安全性の基準を構築するための最良慣行を追求することが考えられます。

PRI リソース：

責任投資の入門ガイド：

プライベート・エクイティ（A introduction to responsible investment: private equity）



プライベート・エクイティでの ESG 統合 -
ジェネラル・パートナーのための指針：
オーナーシップ（Integrating ESG in Private
Equity – a guide for general partners:
ownership）



インフラへの責任投資に関する入門書（Primer
on responsible investment in infrastructure）



責任投資の入門ガイド：

不動産（An introduction to responsible
investment: real estate）



責任投資の入門ガイド：

森林（An introduction to responsible
investment: forestry）



第三者運用者およびサービス・プロバイダ

アセット・オーナーおよびその他の外部で運用される資産の保有者にとって、議決権行使やエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動は第三者機関が実施することが多くなりますが、アセット・オーナー（またはその他のクライアント）は、そのような第三者機関の選定、指名、モニタリングにスチュワードシップの考えを組み込むという依然として重要な役割を果たしています。

投資家はまた、特に上場株式を保有している場合には、エンゲージメント・サービス・プロバイダや議決権行使業者などの外部プロバイダを代理人として指名することで、自らのスチュワードシップ行為を強化することができます。サービス・プロバイダと第三者機関は、気候変動など、ポートフォリオ全体に影響を与える重要な課題に関しては、政策立案者や規制当局とのエンゲージメントに活用することもできます。

PRI リソース：

アセット・オーナーのリソース



プライベート・エクイティにおける ESG の
モニタリングリポーティングおよび対話



リミテッド・パートナーの
プライベート・エクイティへの責任投資ガイド



エンゲージメント、議決権、投資判断のつながり

エンゲージメント、および議決権、投資判断は相互に影響を及ぼします。エンゲージメントのために実施される調査は、議決権の意思決定にも使用することができます。エンゲージメントが機能しない場合、投資家は議決権行使と並行して、課題をエスカレートさせる株主決議を提出することも可能です。最後の手段として、投資家は、会社またはその取締役会に対し、売却または法的措置を取るという選択ができます。

アクティブ・オーナーシップ 2.0

PRI が 2006 年に設立されて以来、世界中でスチュワードシップ・コードの数が増加し、投資家はスチュワードシップ活動に割り当てるリソースを増やし、外部のスチュワードシップ・サービス・プロバイダも大幅に増加しました。

しかし、こうした多くの投資家の野心と積極性は、スチュワードシップ慣行への関心が進化していることを意味します。PRI は、[アクティブ・オーナーシップ 2.0](#) プログラムを通じて、投資家と協力しながらこの進化に取り組み、より良いスチュワードシップに向けた意欲的な基準を作成しています。既存の慣行と専門知識を基に作成しますが、体系的な目標と具体的な成果に向けた協働努力を優先しています。

アクティブ・オーナーシップ 2.0 のアプローチの中心となる三つの要素は以下の通りです。

- **インプットやプロセスではなく成果（アウトカム）：**投資先 / 発行体がどのプロセスを実施しているかを評価することに限定するのではなく、実社会での成果に焦点を当てます。
- **共通の目標：**ある投資先 / 発行体の他者に対する相対的なパフォーマンスではなく、経済や社会全体に利益をもたらすアウトカムに焦点を当てます。
- **協働行動：**他の投資家やサービス・プロバイダと協力し、これらの集合的な目標に取り組み、実社会のアウトカムをもたらします。

アクティブ・オーナーシップ 2.0 に沿ったスチュワードシップ慣行の例は、[PRI の Web サイト](#)に掲載されています。

PRI リソース：

アクティブ・オーナーシップ 2.0



追加資料

他の組織が発行するスチュワードシップに関する情報一覧については、[PRI のウェブサイトをご覧ください](#)。

CREDITS

LEAD CONTRIBUTORS

- Toby Belsom
- Paul Chandler
- Chloe Horne
- Tom Barron

EDITORS

- Mark Kolmar
- Rachael Revesz

DESIGNER

- Will Stewart