

## 英国スチュワードシップ・コード（仮訳）

（2012年9月）

### スチュワードシップおよびコード

1. スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者[ultimate providers of capital]<sup>1</sup>も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、経済全体に恩恵を及ぼす。
2. 上場会社に関するスチュワードシップの責任は[取締役会と投資家が]共有する。第一義的な責任は、経営陣の活動を監視する取締役会に存する。投資家もまた、取締役会にその責任を果たさせるうえで重要な役割を担っている。
3. 英国コーポレート・ガバナンス・コードは、取締役会が実効的なものとなるための諸原則を明らかにしている。[一方、]英国スチュワードシップ・コードは、投資家による実効的なスチュワードシップのための諸原則を定めるものである。本コードは、スチュワードシップの責任を十分に果たすことができるよう機関投資家を支援し、「遵守か説明か[comply or explain]」の枠組みを活用するものである。
4. 投資家にとって、スチュワードシップは、単に議決権の行使だけを意味するものではない。その活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれるであろう。エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り、会社との間で目的ある対話を行うことを指す。
5. 機関投資家の活動には、アセット・アロケーション、運用委託契約の獲得、投資戦略の策定や個別の証券売買等に関する意思決定が含まれる。機関投資家内部や機関投資家間における役割は幅広く分担されており、アセット・オーナーに該当する機関もあれば、アセット・マネジャーに該当する機関もある。
6. 大別すると、アセット・オーナーには、年金基金、保険会社、インベストメント・トラスト、その他の集団投資スキームが含まれる。これらの機関は、資本の提供者として、スチュワードシップを方向付けることに加え、アセット・マネジャーと会社が優れたスチュワードシップを目指し行動するよう影響を及ぼすこともできるであろう。アセット・マネジャーは日々の資産運用の責任を負うものであるが、スチュワードシ

<sup>1</sup> 仮訳文中の[ ]は訳注を示す。

ップを通じて会社の長期的な業績に影響を与えることができる立場にある。

7. 本コードの遵守は会社の些事への干渉を惹起するものではない。また、保有株式の売却が顧客・受益者の最善の利益に適うと考えられる場合に、当該売却を妨げるものでもない。

## 本コードの適用

1. 英国スチュワードシップ・コードの起源は、2002年に機関株主委員会[ISC<sup>2</sup>]が初版を公表した「機関株主およびエージェントの責任に関する原則ステートメント」であり、これは2009年にISCによりコード化されている。2009年の金融機関のガバナンスに関する「ウォーカー報告書」では、財務報告評議会[FRC<sup>3</sup>]が本コード策定の責任を負うよう提言がなされた。FRCは、2010年に英国スチュワードシップ・コードの初版を公表したが、これはISCのコードをほぼそのまま反映したものである。改定後の本コード(2012年版)においても、2010年版コードの精神は変更されていない。
2. 本コードは、第一義的には機関投資家を対象にしている。ここで機関投資家とは、英国上場会社の株式を保有するアセット・オーナーとアセット・マネジャーを意味する。機関投資家は、スチュワードシップに関連する活動を外部のサービス・プロバイダーに委託する場合もあろう。しかしながら、彼らはスチュワードシップの責任までも委譲することはできない。機関投資家には、サービス・プロバイダーの活動がスチュワードシップに対する自らのアプローチと一致するよう確保する責任が残されている。したがって、本コードは、議決権行使助言会社や投資助言会社等のサービス・プロバイダーに対しても拡大適用される。
3. FRCは、コードの署名機関[signatories]が、それぞれのウェブサイト(ウェブサイトがない場合には他のアクセス可能な方式)で以下のステートメントを公表することを期待する。
  - ・署名機関が本コードの7つの原則[principle]をどのように適用しているかについての記述、および各原則の指針[guidance]が求める特定の情報の開示
  - ・または、適用しない原則がある場合や指針が求める情報を開示しない場合には、署名機関が本コードのその部分を遵守しなかった理由の説明
4. 本コードに基づく開示により、資産運用ビジネス市場の市場機能は強化されるべきである。アセット・オーナーは、アセット・マネジャーを評価するための備えを厚くすべきであり、アセット・マネジャーは、アセット・オーナーの要求に応じてサービスを提供できるよう、[アセット・オーナーの]意向をしっかりと知らされるべきである。

---

<sup>2</sup> 訳注 ISC : Institutional Shareholder Committee;

<sup>3</sup> 訳注 FRC : Financial Reporting Council;

5. 特に、本コードに基づく開示のうち、利益相反に関する開示は、意思決定において顧客利益を優先させることに焦点をあてるべきである。集团的エンゲージメントに関する開示は、署名機関が、どのような状況であれば、他の機関投資家と協力（重要な事項についての当方の懸念を取締役に認識させ、適切な時期に反応してもらうための協力）を行うのか、について記述すべきである。議決権行使助言機関に関する開示は、署名機関が助言をどのように活用しているのか、について記述すべきである。
6. 本コードの適用に関するステートメントは、インベストメント・チェーン内における各署名機関の役割と一致すべきである。
7. 本コードに対するアセット・オーナーのコミットメントは、会社との直接のエンゲージメントを含む場合もあれば、アセット・マネジャーへの運用委託を通じた間接的なものである場合もあるだろう。アセット・オーナーは、スチュワードシップに関する方針[policy<sup>4</sup>]をアセット・マネジャーに明確に伝達すべきである。スチュワードシップに関するアセット・マネジャーの顧客報告書・公表ステートメントの第一義的な読者はアセット・オーナーである。従って、アセット・オーナーは、アセット・マネジャーが行うスチュワードシップ活動について、アセット・マネジャーがアカウントブルであるよう求め続けるべきである。そうすることにより、アセット・オーナーは、運用資産に関してスチュワードシップを実行する、という受益者に対する責務をより良く果たすことになる。
8. アセット・マネジャーは、顧客のためにスチュワードシップの責任をどのように果たすのかを開示すべきである。2011年のStewardship Supplement to Technical Release AAF 01/06<sup>5</sup>に従い、アセット・マネジャーは、スチュワードシップのステートメントにおいて、独立性のある検証を受けて、その方針を記載することが奨励される。適切な場合には、アセット・オーナーもまた、自らのポリシー・ステートメントについて、独立性のある検証を受けることを考慮すべきである。
9. 本コードと同様の目的の他国または国際的なコードに準拠している海外投資家は、本コードを適用することによって、責任が重複したり混乱したりすることを心配すべきではない。これら外国の基準に基づいて行われる開示は、本コードをどこまで遵守しているのかを示すために活用することもできる。同様の趣旨で、本コードを適用する英国の機関投資家は、その保有する海外株式についても、本コードの諸原則を適用するよう最善を尽くすべきである。

---

<sup>4</sup> 訳注 以下、policy は全て方針と訳す。

<sup>5</sup> 訳注 英国の会計士協会（ICAEW）は、金融関連業の業務委託先の内部統制についての保証報告書を作成する際の指針 AAF 01/06 を公表している。同協会は、2011年、当該指針を補足する文書を新たに公表し、スチュワードシップ・コードの適用についてアセット・マネージャー（業務委託先）の保証報告書を作成する際のガイダンスを提示した。

10. 幾つかの種類ファンドや金融商品を保有する機関投資家であっても単一のステートメントを策定する必要があるが、当該ステートメント記載のアプローチはどのファンドや金融商品をカバーしているのか、を説明することが奨励される。機関投資家が他のアセット・クラス<sup>6</sup>についてもスチュワードシップ・アプローチを適用する場合には、その旨を開示することが奨励される。
11. FRC は、サービス・プロバイダー[議決権行使会社等]に対して、本コードの各原則のうち、その業務に関連するものについて、顧客の要望をどのように果たしているかを開示するよう奨励する。
12. 署名機関は、毎年ステートメントをレビューし、現実の実務における変更を反映するために必要な場合には、これをアップデートすることが奨励される。
13. ステートメントは、署名機関のウェブサイト上で（ウェブサイトがない場合にはその他のアクセス可能な方式で）、容易に見出せるようにすべきであり、また、ステートメントが最後にレビューされた時期を明記すべきである。追加的な情報を得たい場合や集团的エンゲージメントを行うことに関心がある場合の担当者の連絡先についても記載すべきである。ウェブサイトを持たない署名機関は、FRC のウェブサイトを利用することもできる。
14. FRC は、本コードの遵守等に関するステートメントを公表しているアセット・オーナー、アセット・マネジャーおよびサービス・プロバイダーのリストをウェブサイトで公開しており、署名機関が当該公表を行った場合やステートメントをアップデートした場合には、FRC に通知するよう求めている。
15. FRC は、本コードの適用割合や適用状況を随時モニターしている。FRC は、優れたスチュワードシップの実務、マーケットの構造・取引や、より幅広い規制の枠組みの発展を反映して、時間の経過とともに、本コードの内容が進化することを期待している。状況に変化がなければ、FRC は少なくとも 2014 年までは本コードの再改定を提案することは考えていない。

2012 年 9 月  
財務報告評議会（FRC）

---

<sup>6</sup> 訳注 英国では、株式だけでなく、債券等を保有する場合にもスチュワードシップを発揮すべきすべきとの議論があることから、そのことを指すと考えられる。

## 遵守か説明か[comply or explain]

1. 英国コーポレート・ガバナンス・コードとともに、英国スチュワードシップ・コードも「遵守か説明か」ベースで適用されるべきである。
2. 本コードは厳格な規則[rule]ではない。本コードは、「原則」と「指針」から構成される。「原則」が本コードの中核部分であり、本コードに準拠して業務を行うことを決定した機関投資家は、「原則」の適用方法を中心課題と捉えるべきである。「指針」は、「原則」がどのように適用され得るのか、を推奨するものである。
3. 「原則」のいずれかを遵守しなかったり、「指針」のうちに従わないものがある署名機関は、自らのスチュワードシップに対するアプローチを読者が理解することができるよう、有意な説明を行うべきである。こうした説明を行う場合、署名機関は、自らの現実の実務が、優れたスチュワードシップにどのように寄与し、自身と顧客の投資目的の達成をどのように促すのか、について説明するようにすべきである。当該アプローチの明確な論拠[rational]も示すべきである。
4. 英国金融サービス機構[FSA<sup>7</sup>]は、ファンド運用のオーソライズを受け、プロフェッショナル顧客（自然人を除く）の資産運用を行うすべての業者（ベンチャーキャピタルを除く）に対して、本コードに対する“コミットメントの状況[nature of its commitment]”か、あるいは“本コードにコミットしない場合には、代替的な投資戦略”を開示することを義務付けている（Conduct of Business Rule 2.2.3）。
5. FRC は、コードの全てがあらゆる署名機関にあてはまるものでないことは認識している。例えば、小規模な機関投資家は、「原則」や「指針」の中には自らには不相応なものがある、と判断することもあり得る。このような場合には、「遵守か説明か」のアプローチを有効に活用し、その理由を説明すべきである。
6. [署名機関の]説明に反応するに当たっては、顧客・受益者は、署名機関の個別の状況を十分尊重し、特に署名機関の規模と複雑性、直面するリスクと課題の性質、署名機関・顧客の投資目的、に留意すべきである。
7. 顧客・受益者は、署名機関の納得を得ない説明には反論するあらゆる権利を有しているが、当該説明を機械的に評価すべきではない。本コードからのかい離は、直ちに違反として処理されるべきではない。署名機関の顧客・受益者は、署名機関のステートメントに対して、「遵守か説明か」のアプローチに適うように、また、優れたスチュワ

---

<sup>7</sup> 訳注 FSA：Financial Services Authority 監督機構改革により、現在、本業務はFinancial Conduct Authority（FCA）に引き継がれている。

ードシップの本旨をも念頭に置いて、慎重に対応すべきである。顧客・受益者は、署名機関に自らの見解[views]を伝えるべきであり、顧客・受益者、署名機関の双方ともに、スタンスを定めるための議論に応じるべきである。

## 本コードの原則

最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。



**原則 1 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。**

#### 指針

スチュワードシップ活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれる。エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り、会社との間で目的ある対話を行うことを指す。

[原則 1 でいう]方針において、機関投資家は、最終受益者・顧客にとっての価値を増大・保全するためにスチュワードシップをどのように適用しているのか、について開示すべきである。

そのステートメントは、インベストメント・チェーン内における各機関投資家の業務と当該業務に伴う責任を反映したものとすべきである。特に、その業務が主としてアセット・オーナーとしてのものである者のスチュワードシップ責任は、主としてアセット・マネジャーである者やその他投資関連サービスである者のスチュワードシップ責任とは異なるかもしれない。

業務を外部委託している場合には、これが機関投資家のスチュワードシップ責任の適切な発揮にどのように合致するのか、をステートメントにおいて説明すべきである。また、機関投資家は、ステートメントに記載する自らのスチュワードシップのアプローチと一致する方法で外部委託業務が実行されるよう確保するために、どのような手段を講じたのか、についても、ステートメントにおいて説明すべきである。

[原則 1 の]開示では、投資のプロセスを広めに捉え、その中でスチュワードシップを統合的なものとするための工夫[*arrangement*]について記述すべきである。

**原則2 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。**

指針

機関投資家の責務は、顧客および（または）受益者の利益のために行動することである。

利益相反は、時には不可避免的に発生するものである。親会社や顧客に影響を与える事項について議決権を行使する場合などがこれに含まれるであろう。

機関投資家は、顧客・受益者の利益を第一として合理的な範囲であらゆる行動をとることを目指し、利益相反を特定して管理するための方針を策定・維持し、公表すべきである。また、当該方針では、顧客・受益者の利益が互いに一致しない場合にはどう対処するのか、についても述べるべきである。

### 原則3 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

#### 指針

実効的なモニタリングは、スチュワードシップの重要な構成要素である。モニタリングは不断に実施され、また、モニタリングの実効性は定期的にチェックされるべきである。

会社をモニタリングするに当たり、機関投資家は以下を追求すべきである。

- 会社業績の最新状況を把握すること。
- 会社の価値やリスクを左右するような会社内外の状況変化について、最新状況を把握すること。
- 会社内に実効的なリーダーシップが存在することを確認すること。
- 取締役会議長や他の取締役とのミーティング等を通じて、会社の取締役会・委員会が英国コーポレート・ガバナンス・コードの精神に忠実であることを確認すること。
- 会社の開示・会計情報の品質を検討すること。
- 適切かつ実務的に可能な場合には、主要株主となっている会社の株主総会に参加すること。

機関投資家は、会社が英国コーポレート・ガバナンス・コードから乖離した場合に行う説明を慎重に検討し、それぞれの場合に応じて合理的な判断を下すべきである。会社のスタンスを受け容れることができない場合には、機関投資家は、会社に対して、(適切な場合には書面により)速やかに説明をし、会社との対話のための準備に入るべきである。

機関投資家は、投資価値に大きな損失をもたらすような事象については、早期に把握できるよう尽力すべきである。懸念を有している場合には、投資先企業の取締役会か経営陣の適切なメンバーに当該懸念を認識してもらうよう尽力すべきである。

機関投資家は、インサイダー[内部者情報受領者]となるよう希望することも、そうならないよう希望することもできる。インサイダーになっても構わない機関投資家は、スチュワードシップ・ステートメントにおいて、その意思とその方法を明示すべきである。

機関投資家は、投資先会社株の取引に影響を与える情報を当該会社とそのアドバイザーが事前の合意無しに伝達してしまわないよう確保することを、当該会社とそのアドバイザーに期待する。

**原則4 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていく[escalate]のかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。**

#### 指針

機関投資家は、どのような場合[*circumstances*]に積極的に関与[*intervene*]を行うのか、を明らかにするとともに、関与を行った場合には、その結果について定期的に評価すべきである。関与は、アクティブ・パッシブの運用方針に関わらず、検討されるべきである。また、[当該会社株を]アンダーウエイトしていることそれ自体は、関与を行わない理由にはならない。機関投資家が関与を行おうとする場合の例（これらに限られるものではない）としては、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク（社会問題・環境問題に関連するリスクを含む）へのアプローチに対して懸念を有する場合などがあげられるであろう。

当初の議論は、非公開で行われるべきである。しかしながら、機関投資家が関与を行ったにもかかわらず会社が建設的に対応しない場合には、機関投資家は、例えば下記の方法によりその活動を強化[*escalate*]するかどうか、を検討すべきである。

- 懸念事項のみに特化した議論を行うために、経営陣と追加的な会合をもつこと。
- 会社のアドバイザーを通じて、懸念を表明すること。
- 取締役会議長その他の取締役と会合を持つこと。
- 事項を特定のうえ、他の機関投資家と協調して関与を行うこと。
- 株主総会の前に意見を公表すること。
- 株主総会に議案を提出し、意見を述べること。
- [臨時]株主総会の招集を求め、場合によっては取締役の変更を提案すること。

**原則 5 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。**

指針

時には、他の投資家との協働[collaboration]が最も効果的なエンゲージメントの方法となることもあり得る。

会社に重大なストレスが存する場合や広く経済にストレスが存する場合、またはリスクが発生し重大な[投資]価値の棄損につながるおそれがある場合には、集团的エンゲージメントは最も適切な方法となるかもしれない。

機関投資家は、集团的エンゲージメントに関する方針を開示すべきである。この中においては、[エンゲージメントの]目的を達成し、あるいは会社に自己の懸念を認識させるために必要がある場合には、公式または非公式なグループとして、他の投資家と協調する用意があることを明らかにすべきである。当該開示では、機関投資家がどのような場合に集团的エンゲージメントへの参加を検討するのか、についても明らかにすべきである。

**原則6 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。**

指針

機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきである。自動的に取締役会に賛同すべきではない。

[会社と]積極的な対話を行っても満足いく結果が得られない場合には、議案に対して棄権あるいは反対票を投じるべきである。いずれの場合にも、その意向と理由を事前に会社に知らせることは優れた実務慣行である。

機関投資家は、議決権行使記録を公に公開すべきである。

機関投資家は、議決権行使サービスや議決権行使助言サービスを利用する場合には、その旨を開示すべきである。機関投資家は、こうしたサービスの利用範囲を説明し、業者名を明らかにし、当該業者の推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているのか、を開示すべきである。

機関投資家は、貸株とその返済についてのアプローチを開示すべきである。

**原則7 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。**

## 指針

機関投資家は、スチュワードシップ活動に関する明確な記録を保持すべきである。

アセット・マネジャーは、顧客・受益者に対して、[スチュワードシップの]責任をどのように果たしているかについて定期的に報告すべきである。当該報告には、定量的情報と並んで定性的情報も含まれていることが通例である。具体的にどのような情報を報告するか、どのような様式を使用するのか、については両者間の合意により定められるべきである。

アセット・オーナーは、少なくとも年に1度、スチュワードシップの方針とその実行について、自らが責務を負う相手方に報告を行うべきである。

透明性は、実効的なスチュワードシップの重要な特性である。しかしながら、機関投資家は、非生産的な開示を行うよう期待されるべきではない。特定の状況の下では、有益な結果を達成するためには、機密性が重要となる場合もあるだろう。

本コードに署名したアセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・プロセスおよび議決権行使プロセスについて、国際基準や AAF01/06 等の英国の枠組みに準拠して、独立した意見[保証報告書]を取得すべきである。そうした保証報告書を取得した場合には、その旨を開示すべきである。顧客から要求があれば、当該保証報告書は提供されるべきである。

(以上)