

英国スチュワードシップ・コード について

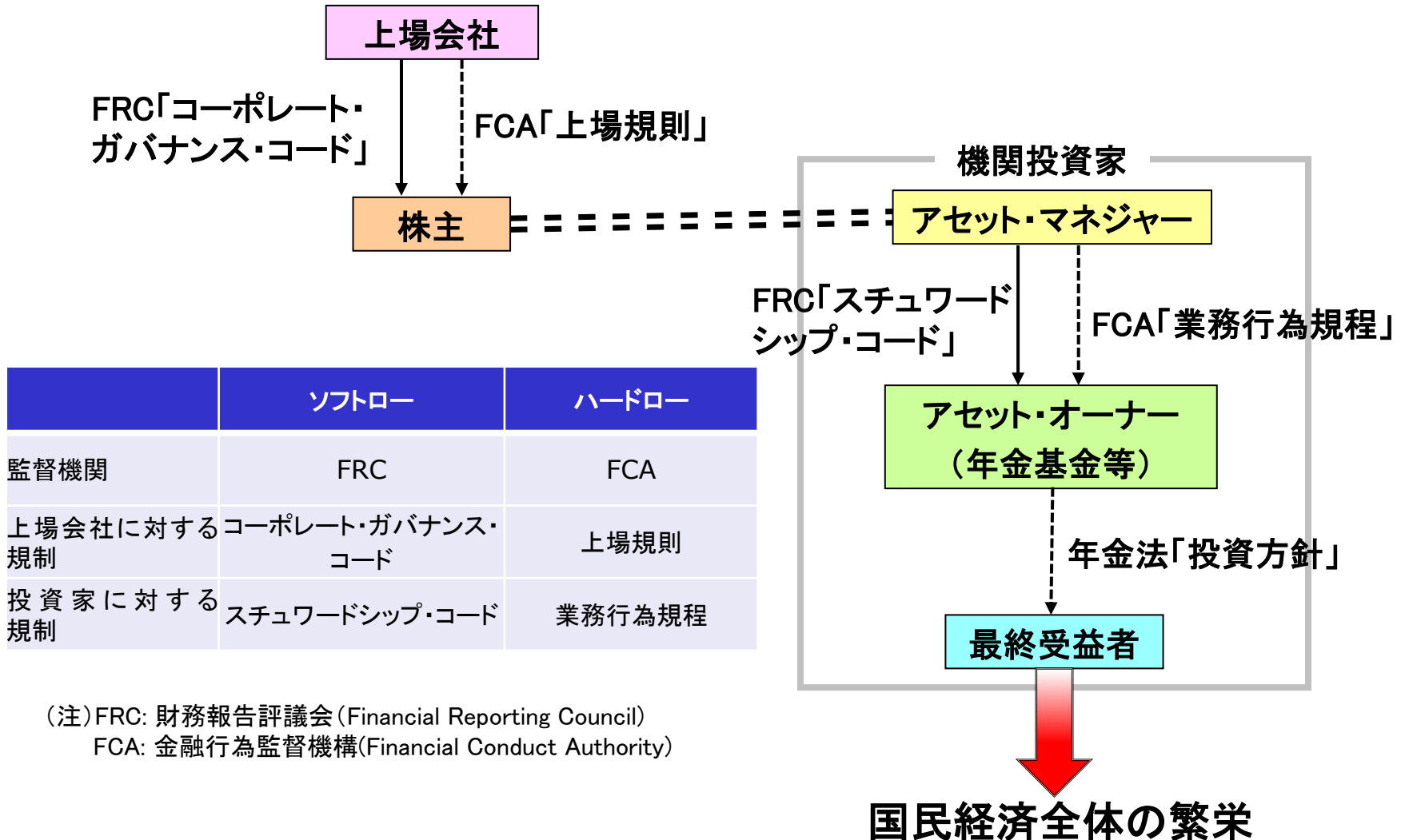
日本投資環境研究所
調査部 主任研究員
上田亮子

目次

- 1.英国におけるスチュワードシップ・コード制定の背景
- 2.スチュワードシップ・コードの内容
- 3.2012年コード改正のポイント
- 4.スチュワードシップ・コードの国際的広がり

1. 英国における スチュワードシップ・コード制定の背景

英国における価値向上のための制度の枠組み



スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードの歴史

(機関投資家) スチュワードシップ・コード		(上場会社) コーポレート・ガバナンス・コード	
1991 ISC	英国における機関株主の責任に関するステートメント	1992	キャドバリー委員会 コーポレート・ガバナンスの財務的側面
		1995	グリーンブリー委員会 取締役報酬
		1998	ハンペル委員会 コーポレート・ガバナンス委員会による最終報告書
		1998	ハンペル委員会 統合規範
2001 財務省	機関投資に関するマイナース報告書		
2002 ISC	機関株主および代理人の責任:原則ステートメント		~ 統合規範改正 ~
2009 財務省	ウォーカー報告書		
2009 ISC	機関投資家の責任コード		
2010 FRC	スチュワードシップ・コード	2010 FRC	コーポレート・ガバナンス・コード
2012 FRC	スチュワードシップ・コード改正	2012 FRC	コーポレート・ガバナンス・コード改正

(注)

ISC: 機関株主委員会 (Institutional Shareholders' Committee) (現在は機関投資家委員会 (IIC) に名称変更)。主要メンバーは、英国保険協会 (ABI)、英国投資会社協会 (AIC)、英国投資運用業協会 (IMA)、英国年金基金協会 (NAPF) である。

- 1990年代の英国では、会社を主体とするコーポレート・ガバナンスの議論が大きく発展
 - 1980年代に会社不祥事 (BCCI銀行、マクスウェル等) が社会問題化した背景から、英国の産業界は、会社不祥事をなくしてより良好な経営環境の整備に取り組むため、エイドリアン・キャドバリー卿を委員長とする委員会を設置した。このキャドバリー委員会には、機関株主委員会委員長も参加 → 英国ではコーポレート・ガバナンス発展の初期から、機関投資家が関与
 - 1992年にキャドバリー委員会が公表した「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」(キャドバリー報告書) は英国のコーポレート・ガバナンスの基礎であり、世界的にも先駆的なコーポレート・ガバナンス規範
 - キャドバリー委員会および後継のグリーンブリー委員会、ハンペル委員会の各報告書を統合して、1998年に統合規範を公表。FRCが所管し、上場規則にも採用
- 2000年代に入り、コーポレート・ガバナンスの質向上のため、株主の観点からの議論が進展
 - 2001年マイナース報告書は機関投資家の性質と役割について詳細な分析を行い、それに対応する形でISCは原則を改訂し、メンバーに株主行動に関するステートメントの公表を要請 → その後議論は停滞
 - 金融危機を契機に、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割や責任の重要性を再認識
 - ウォーカー報告書において機関投資家のためのコードを策定すべきとの勧告
 - ISCは「機関投資家の責任コード」を策定
 - FRCはISCコードを準拠する形で「スチュワードシップ・コード」を策定

ウォーカー報告書による勧告

- 英国財務大臣の委託により、銀行と金融機関のコーポレート・ガバナンスを見直すために、デビッド・ウォーカー卿がまとめた報告書。2009年11月公表。
- ウォーカー報告書の内容は、金融機関にとどまらず、上場会社全体に敷衍できるものとして、スチュワードシップ・コード策定の基礎となった。

勧告16

機関投資家およびファンド・マネジャーによるスチュワードシップに関する最善慣行原則 (principle of best practice) の遵守を向上・奨励するために、FRCの権限は明示的に拡大されるべきである。この新しい役割は、現行の「統合規範」において、「コーポレート・ガバナンス・コード」について規定している部分を「スチュワードシップ・コード」について規定している部分とは切り離すことによって明確化されるべきである。

勧告17

機関株主委員会によって作成された機関投資家責任コードは、FRCの正式承認を得て「スチュワードシップ・コード」とされるべきである。FRCの独立性と権限に鑑みて、その監督権限をFRCに移管することは、「スチュワードシップ・コード」の重要性を大いに高めることになる。「統合規範」の場合と同様に「スチュワードシップ・コード」は、最善慣行のステートメントである必要があり、また「遵守あるいは説明」の原則に基づいていなければならない。

勧告18

FRCは、機関株主、ファンド・マネジャーその他の関係者と密接に連携しながら、実績に鑑みてその目的適合性の維持を確保し、適切な改訂の提案を行うため、定期的に「スチュワードシップ・コード」を見直さなければならない。

ウォーカー報告書勧告により、スチュワードシップ・コードの基礎が定まる

- 機関投資家のスチュワードシップ責任に関するベストプラクティスの明示
- 「統合規範」について、会社のコーポレート・ガバナンスに関する部分と株主のスチュワードシップに関する部分とを分離してそれぞれ別個のコードとして明確化
- FRCによる管轄
- 機関株主委員会「機関投資家責任コード」を「スチュワードシップ・コード」として採用
- ソフトローとして「遵守あるいは説明」の原則の採用
- 定期的(2年毎)にコードの見直し

スチュワードシップ・コードの採用を表明した機関投資家等

	2010年10月	2013年3月
アセット・マネジャー	48機関	101機関
アセット・オーナー	12機関	60機関
サービス・プロバイダー	8機関	14機関
その他公開支持書簡を提出した機関(海外年金基金等)	6機関	10機関
合計	74機関	185機関

- スチュワードシップ・コードに伴う機関投資家の対応
 - 2010年のスチュワードシップ・コード策定を見越して、大手の機関投資家においては、議決権行使やサステナビリティを担当するESG(環境、社会、ガバナンス)に関連する部門を統合し、開示義務に対応するための事務部門の拡充も含めて、組織の体制を強化
 - 当初からスチュワードシップ・コードを採用している機関投資家は大手の運用会社が多く、小規模な機関投資家については事務負担等が障害となった模様
 - アセット・オーナーが運用委託契約締結の条件として、国際連合による責任投資原則(Principles of Responsible Investment; UN PRI)とともにスチュワードシップ・コードの採用を要請したこともあり、採用機関数が拡大
- スチュワードシップ・コード採用機関の増加に伴う課題
 - 採用機関が増加した一方で、スチュワードシップ・コードへの対応方法や方針を表明するステートメントの内容については機関による品質の差が拡大

スチュワードシップの意義

「スチュワードシップ」とは何か

- スチュワード(steward)とは、「(領主館などの)執事、財産管理人」に由来し、英国では長い歴史がある
- スチュワードシップとは「他人の資産を管理する」という関係性が核心に存在する場合に、その他人の利益のために行動すべきであるという現象をとらえる概念。行政の財務運営、個人の資産運用、株主の出資に基づく取締役による会社経営等の形態は違っても様々な状況でスチュワードシップの関係が生じる
- 機関投資家による資産運用については、顧客あるいは最終受益者の最善の利益のために、資産を注意深く管理し、投資先企業に対して監視や対話等の行動をとることを意味する

なぜ「受託者責任(fiduciary duty)」ではなく、「スチュワードシップ」なのか

- 環境の変化
 - 従来、機関投資家の責任については受託者責任の範疇で議論されることが多かったが、投資連鎖(investment chain)が複雑化し、関係する当事者が拡大するなかで、受託者責任の概念だけではとらえられない場合がある
- 「受託者責任」の限界
 - 受託者責任は契約上や法律上あるいは実態に基づいた明確な信認関係を基礎に構築されるが、投資連鎖あるいはその周辺においては、この概念では、網羅できない関係も出現
 - アセット・マネジャーはアセット・オーナーに対して受託者責任を負い、アセット・オーナー(年金基金等)は受益者(年金受給者等)に対して受託者責任を負うことは明白
 - アセット・マネジャーが議決権行使助言機関を採用した場合、アセット・オーナーは議決権行使助言機関とは直接の接点がない。アセット・オーナーの背後にいる最終的な受益者との関係でも、アセット・マネジャーや議決権行使助言機関は直接の関係は存在しないため、受益者に対する責任の所在が不明確
- 「スチュワードシップ」による広範囲の関係性の網羅
 - スチュワードシップというある意味関係性が曖昧な概念を採用することによって、投資連鎖におけるより広範で複雑な関係をとらえ、上場会社の価値向上を通じてアセット・オーナーや最終受益者の利益に資するという最終目的の達成を目指す

「スチュワードシップ」の理解の問題

- 「スチュワードシップ」という用語は定義や概念が曖昧であり、2010年策定の第一版コードでは説明が不十分であったとして、改正の主要論点の一つとなった
- ICGN「機関投資家原則」(2013)では、英国以外では十分理解されていないため無用な混乱を生じるおそれがあるとして「スチュワードシップ」という用語を利用せず、「機関投資家の責任」あるいは「受託者責任」と記述

2. スチュワードシップ・コードの内容

スチュワードシップ・コードの7原則

最終受益者が有する価値を保全・増大させるために、

- 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。
- 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を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。
- 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。
- 原則4 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
- 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。
- 原則6 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針を持つべきである。
- 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。

序論

「スチュワードシップおよびコード」

- スチュワードシップの意義、目的
 - スチュワードシップの目的は最終的な資本提供者も繁栄できるような方法で、会社の長期的成功を促進すること。実効的なスチュワードシップにより、会社、投資家、経済全体が恩恵を享受できる
 - 機関投資家にとってのスチュワードシップは議決権に限定されない。スチュワードシップ活動には、企業文化や報酬の問題を含め戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス等の問題について会社を監視し、会社とエンゲージメントを行うことが含まれる
- コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの機能
 - コーポレート・ガバナンス・コード：実効的な取締役会の基礎となる原則
 - スチュワードシップ・コード：投資家による実効的なスチュワードシップに関する原則
- アセット・オーナー、アセット・マネジャーの定義
 - アセット・オーナー：年金基金、保険会社、投資信託等
 - アセット・マネジャー：アセット・オーナーから資金を預かり日常的に資産運用する責任を負う者

「コードの適用」

- 適用対象：英国上場会社の株式を保有する、英国で登録された機関投資家（アセット・オーナー、アセット・マネジャー）
- コード署名機関によるステートメントの開示
 - 開示方法 会社のウェブサイト、あるいは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法
 - 開示内容 ①コードの7原則をどのように適用しているかについての記述、指針（各原則に付随）において要請される情報
②適用しない原則がある場合や指針で求められる情報が開示されない場合には、不遵守の理由の説明

「遵守か説明か」

- 署名機関は、遵守しない原則や指針がある場合には、スチュワードシップに対するアプローチについて明確な論拠とともにわかりやすく有意義な説明を行わなければならない
- FRCは、全コードがあらゆる署名機関にとって対応可能とは考えていない
- 顧客および受益者は、署名機関の個別の状況を十分尊重し、とくに署名機関の規模と複雑性、直面するリスクと課題の本質、および署名機関や顧客の投資目的に注意しなければならない。また、署名機関の説明を機械的に評価したり不遵守を直ちにコード違反として処理してはならず、慎重に対応しなければならない

原則1 スチュワードシップに関するステートメントの開示

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。

- スチュワードシップ責任
 - スチュワードシップの目的は、最終的な資本提供者も繁栄できるような方法で、会社の長期的成功を促進すること
 - 実効的なスチュワードシップにより、会社、投資家、経済全体が恩恵を享受できる
 - 機関投資家にとってのスチュワードシップは議決権に限定されない。スチュワードシップ活動には、企業文化や報酬の問題を含め戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス等の問題について会社を監視し、会社とエンゲージメント(会社との目的のある対話)を行うことが含まれる
- スチュワードシップ責任についての方針の開示
 - 最終受益者や顧客の価値を拡大および保全するために、機関投資家に対してスチュワードシップ責任の対応方針の開示を要請
 - ステートメントで開示される内容は、投資連鎖における立場の違いを反映するものでなければならない。特に、アセット・オーナーによるスチュワードシップ責任は、アセット・マネジャーやサービス・プロバイダー等とは大きく異なる
- スチュワードシップ責任の一部が外部委託される場合の情報開示
 - スチュワードシップに関連する行為が外部委託される場合には、以下の内容がステートメントにおいて説明されるべきである
 - 外部委託が機関投資家によるスチュワードシップ責任の適切な実行とどのように合致しているのか
 - ステートメントにおいて定める機関投資家のスチュワードシップに対するアプローチと一致した方法で外部委託業務を実行させるために、どのような手段を講じたのか

原則2 利益相反の管理

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を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。

- 機関投資家の義務の明記
 - 機関投資家の義務は、顧客や受益者の利益のために行動すること
- 利益相反の不可避的発生と対策の要請
 - 機関投資家が所属するグループ会社や顧客との関係で、利益相反の発生は不可避であるとの認識に立ち、それを前提に対応策を検討することの必要性
 - 機関投資家は、顧客あるいは受益者の利益を第一に考えて合理的行動をとることを目的として、利益相反の管理方針を策定し、保持し、公に開示しなければならない。この方針は、顧客や受益者の利益が異なる場合の対処方法についても言及するものとする

原則3 投資先企業に対する監視

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。

- 投資先企業に対する実効的な監視は、スチュワードシップの不可欠な要素であり、定期的実施されその実効性がチェックされるべきであるとする
- 機関投資家による投資先企業の監視方法
 - 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信すること
 - 取締役会議長および他の取締役との会合等を通じて、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信すること
 - 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
- 機関投資家による監視に関連する行動
 - 機関投資家は、会社がコーポレート・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た合理的な判断を下すべき。会社のスタンスを受け入れられない場合には、適切な場合には書面により速やかな説明を行い、対話のための準備に入るべき
 - 機関投資家は、投資価値に重大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。投資先企業について懸念がある場合には、当該企業の取締役会や経営者の中で適切な者に対して当該問題をしてもらうよう尽力すべき
 - 機関投資家はインサイダーになっても構わない場合には、ステートメントにおいて、その意思と方法を明示すべき
 - 当該会社の株式取引に影響を与えうる情報が、投資先企業やそのアドバイザーから機関投資家に対して、事前の合意なく伝達されないよう確保する

原則4 投資先企業に対するエンゲージメント

原則4

機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。

- 機関投資家による積極的な経営関与の検討
 - 積極的な経営関与を行う場合の状況を明確にし、その成果を定期的に検証
 - アクティブあるいはパッシブの運用方針に関係なく、経営関与を検討すべき
 - 経営関与を検討する場合：会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク・アプローチに対する懸念のある場合等
- 経営関与の方法と水準
 - 当初の議論は非公開で行うべき
 - 機関投資家の経営関与にもかかわらず取締役会が建設的な対応を行わない場合には、機関投資家は行動水準の引き上げを検討。具体的な方法は以下の通り
 - 懸念事項に特化した議論を行うため、経営者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もつこと
 - 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 集团的エンゲージメント

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。

- 集团的エンゲージメントの必要性
 - 場合によっては、他の投資家との協調行動もっとも実行的なエンゲージメントの方法である場合もありうる
 - 集团的エンゲージメントが適切な場合
会社に重大な問題が存在したり広く経済に問題が存在する場合、発生したリスクが重大な価値の棄損につながるおそれがある場合等
- 集团的エンゲージメントに関する方針の開示
 - 機関投資家は、必要な場合には公式あるいは非公式な集団を形成して他の投資家とも協調する用意があることを明らかにすべき
 - 当該開示では、機関投資家がどのような場合や状況のときに、集团的エンゲージメントに参加を検討するのかについても説明すべき

原則6 議決権行使の開示

原則6

機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針を持つべきである。

- 議決権行使の実施
 - 機関投資家は、保有株式すべてについて議決権を行使するよう努める
 - 取締役会に対して自動的に賛成してはならない
- エンゲージメントの成果としての議決権行使の在り方
 - 積極的な対話から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
 - 棄権や反対の場合には、事前にその意向と理由を会社に知らせることが望ましい実務慣行であるとする
- 議決権結果の開示
 - 機関投資家は、議決権行使結果を公に開示すべき
- 議決権行使助言機関の利用方法についての開示
 - 議決権行使助言機関等によるサービスを利用する場合には、その旨を開示すべき
 - 議決権行使助言機関に関する開示においては、その目的、業者の名称、賛否推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているかについても説明すべき

原則6 議決権行使の開示 ～実態調査～

1. 議決権行使結果の開示の有無

(%)	2012	2011	2010
開示あり	65	73	65
開示なし	33	27	33
理由を開示	15	14	-
理由の開示なし	15	11	-
公表予定	3	2	-
回答なし	2	-	2
回答数(社)	80	64	48

2. 個別議案の開示の有無

(%)	2012	2011	2010
個別議案の開示	68	68	68
全議案の理由	6	9	-
反対・棄権、例外的議案の理由	10	6	-
反対・棄権議案の理由	8	4	-
理由なし	44	49	-
概要の開示	32	30	32
回答なし	-	2	-
回答数(社)	52	47	31

3. 開示の頻度

(%)	2012	2011
3か月以内	60	57
6か月以内	13	13
1年以内	25	28
1年以上	2	2
回答数(社)	52	47

(注1)英国投資運用業協会による調査結果より作成

(注2)1.は議決権行使結果を何らかの形で公に開示している場合に「開示あり」と回答

(注3)2.と3.の調査は、1.で「開示あり」の回答者が対象

1. 議決権行使結果の開示の有無

- 大規模な運用機関は開示を行う傾向。「開示あり」と回答した65%の運用機関によって、回答者全体の90%以上の資産が保有される
- 議決権行使の内容を開示しない理由は様々
 - 顧客に対してのみ開示(9社)
 - 要請に応じて開示(1社)

2. 個別議案の開示の有無

- 個別の全議案について行使内容の開示を行う運用機関は68%であるが、全議案につき理由を開示するのは6%のみ
- 32%は賛成・反対比率等の行使内容の概要のみを開示

3. 開示の頻度

- 60%は3か月以内に開示。他方、25%は1年に1回程度の開示。

原則7 スチュワードシップ活動に関する報告

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。

- 機関投資家によるスチュワードシップ活動の定期的報告
 - スチュワードシップ活動に関する明確な記録を保持しなければならない
 - アセット・マネジャーの場合
 - 顧客や受益者に対して、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかに関して定期的に説明する責任を負う。この報告には、定量的情報と定性的情報が含まれていることが望ましい。報告される情報や様式は、顧客等との契約により定められる
 - アセット・オーナーの場合
 - 受益者等のアセット・オーナーがスチュワードシップ責任を負う相手方に対して、少なくとも年1回の報告を行わなければならない
- 適切な場合の情報の非開示
 - 実効的なスチュワードシップのためには透明性が必要であるが、非生産的な開示は望ましくない。一定の状況下では、有益な結果を得るためには、機密保持が極めて重要な場合もあることを認識
- 機関投資家による報告に対する保証
 - 本コードに署名したアセット・マネジャーは、国際基準やAAF01/06等の英国制度に関して、エンゲージメントおよび議決権行使プロセスに関する独立した意見(保証報告書)を取得すべき
 - 保証報告書を取得した場合には、その旨を公に開示すべき
 - アセット・オーナー等の顧客からの要求があれば、保証報告書が提供されるべき

3. 2012年コード改正のポイント

「スチュワードシップ」の意義の明確化

1. 背景

- 「スチュワードシップ」の意味が不明確との批判に対応するため、コード改正においては、その定義の明確化に努めた
- 2010年版スチュワードシップ・コードでは、そもそも「スチュワードシップ」という用語の定義自体が十分行われていなかった。改正に先立つ諮問文書においてFRCは、「スチュワードシップ」という用語の意味について、英国内外の市場において混乱が生じていることを認め、スチュワードシップ・コードの目的がいわゆる「責任ある投資」(relational investments)に関連するとの認識しかなされない場合もあると指摘
- スチュワードシップという用語自体が大変分かりにくいものであるという背景。国際的機関投資家の団体であるICGN「機関投資家原則」(2013.6)においては、「スチュワードシップは英国以外では十分理解されていない」と述べて採用していない

2. 改正内容

- 2012年コード改正においては、序論において「スチュワードシップおよびコード」という章を新設
- 「スチュワードシップとコード」のパラグラフ1とパラグラフ2について、スチュワードシップの定義や意味を明確化
- また原則1の指針において、具現化されたスチュワードシップ活動について述べて、スチュワードシップという用語の意味、目的、それがどのようにガバナンスに関連するかを明確に説明
- FRCの改正案に対しては、スチュワードシップという用語は有用かつ適切な表現であるとして賛同が多かった
- 2012年コード改正によりスチュワードシップの目的やスチュワードシップ活動の内容についての記述は追加されたが、概念そのものの説明が十分に行われたとは言い難い状況

アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任の明確化

1. 背景

- 2010年版スチュワードシップ・コードにおいては、アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割や責任の相違が明確ではなく、その分担や範囲が曖昧との指摘
- 「機関投資家」という表現が、投資連鎖においてアセット・マネジャーだけを指すのか、アセット・オーナーまで含めるのか不明瞭な場合が存在

2. 改正内容

- 2012年改正では、アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割や責任を整理し、当事者にこれらを明確に認識することを要請
- スチュワードシップ活動は立場によって異なり、アセット・マネジャーに委託される場合であっても、依然アセット・オーナーは受益者に対してスチュワードシップ責任を負っていることを明確化
- 改正後コードにおいては、アセット・オーナーかアセット・マネジャーのいずれか一方の投資家だけを対象としている場合には、改正前コードの「機関投資家」という用語を内容に応じて「アセット・マネジャー」や「アセット・オーナー」に置換えて明確化。アセット・マネジャーとアセット・オーナーの両方を含める場合には、「機関投資家」という用語を利用。アセット・マネジャーやアセット・オーナーは法律上厳密な意味での株主として認定されるのかという議論や混乱を回避するため、「株主」という用語を使わず、「投資家」に置換え
- アセット・マネジャーとアセット・オーナーは、スチュワードシップ・コードに対するステートメントにおいて、自らの役割や責任の範囲を明確に認識することが要請される

機関投資家の利益相反の管理の強化

1. 背景

- 機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割がより重要になる一方で、利益相反の問題への対処が重点課題となっている
- 特にアセット・マネジャーを巡っては、利益相反の問題は避けては通れず、規律付けが強く要請される
- 例えば、アセット・マネジャーが金融グループに属する場合にはグループ会社との関係で顧客や投資先企業との間で利益相反が生じるおそれや、アセット・マネジャーの顧客の利益がさまざまに異なっている場合には顧客間で利益相反が生じたりするおそれなど
- 2011年12月に公表された調査報告書によれば、署名機関のステートメントにおける利益相反が管理される方法に関する説明は不十分な場合が多く、常に顧客の利益を第一に考えていると断言している署名機関は少数であるとの指摘

2. 改正内容

- 機関投資家内部での利益相反の管理やその説明が不十分であるとの批判に対応して、利益相反の管理を強化し、情報開示を一層充実させることを奨励する改正の実施
- 2012年改正では、原則2の本文については変更が加えられていないが、同指針について大幅な改正を行ったことから、利益相反の管理の実務に与える影響は大きい
- 改正後コードの原則2の指針においては、機関投資家には、顧客や受益者の利益を第一として、これらの者のために行動する義務があることを明記。利益相反問題は不可避免的に生じる可能性があることを認識したうえで、顧客や受益者の利益を最優先として合理的に行動することを求める。そのために、利益相反を管理する方針を作成し、開示することを要請

集团的エンゲージメントに関する情報開示の強化

1. 背景

- 集团的エンゲージメントについては、どのようなグループで活動を行うかの組織編制に関連する開示が中心で、集团的エンゲージメントを開始する時期や状況に関する説明が不十分との批判
- 英国においては、大きな経営上の課題が生じた場合には、集团的エンゲージメントが投資先企業と投資家とのコミュニケーションの方法になりうるとして実務上定着しつつある。とくに、経営者報酬問題などは、集团的エンゲージメントにより、報酬の額や仕組み、透明性などの面で成果を上げることができたとの指摘もある
- スチュワードシップ・コードの原則5において集团的エンゲージメントに関する開示が求められる趣旨は、投資先企業の重大な局面において署名機関が他の投資家と協調して問題に対処することを希望するか、また、そのような協力体制の構築が可能であるかを明確にすることである。その目的は、投資先企業に対する監視活動と並んで、スチュワードシップ活動の中心的取組みであるエンゲージメントについて、他の投資家と協調する集团的エンゲージメントに対する個々の機関投資家の姿勢を明らかにすることにある
- 2011年12月に公表された調査報告書によれば、本コードの署名機関によるステートメントの多くが、集团的エンゲージメントについて、集团的エンゲージメントを行う投資家集団の構成に関してのみ焦点を当てて説明しているとの問題点を指摘。スチュワードシップの質を確保するうえで必要とされる、集团的エンゲージメントに対する姿勢や考え方についての情報が十分に開示されていない実態があるとの課題

2. 改正内容

- 原則5の指針を改正し、集团的エンゲージメントを行う投資家集団の構成に関する情報だけではなく、どのような状況下において投資家は集团的エンゲージメントに参加しようとするのか等の集团的エンゲージメントに対する取組み方法に関する説明と開示を強化する旨の文言の追加
- 従来の集团的エンゲージメントを行う投資家グループの組織編制に関する開示に加えて、集团的エンゲージメントという行動を選択する場合の条件や背景等のより実質的な開示が行われることが期待される

議決権行使助言機関の利用に関する情報開示の強化

1. 背景

- 議決権行使助言機関の影響力拡大に相応する情報が開示されないことへの批判に対応するため、機関投資家による議決権行使助言機関の利用方法に関して一層の情報開示を要請。投資環境を巡る問題のなかでもとくに重大な課題として、欧州当局等においても検討が進む
- 2010年版コードの原則1の指針においては、署名機関に議決権行使助言機関の利用の有無と利用方法について説明することを求めていたが、署名機関が提出したステートメントの多くは、独自の議決権行使ポリシーを保有しているか、あるいは常に助言機関の行使結果に従っているのか等の簡単な説明だけで署名機関のステートメントの品質を評価するために必要な情報としては不十分との批判

2. 改正内容

① 議決権行使助言機関の利用方法

- 2010年版コードでは原則1の指針において、投資家に議決権行使方針や議決権行使助言機関等のサービスの利用についての開示を奨励していたが、2012年改正ではこれを原則6の指針に移動
- 2012年改正コードの原則6の指針では、開示内容を拡充。署名機関は、議決権行使助言機関の利用の有無だけではなく、利用する議決権助言機関の名称等を明らかにし、議決権行使助言機関からどのような種類のサービスを受けているか、賛否推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているかについての説明が要請される

② 議決権行使助言機関を利用する場合の機関投資家のスチュワードシップ責任

- 機関投資家は、議決権行使助言機関に外部委託する場合であっても、自身のスチュワードシップ責任は軽減されないことを明確化
- 2012年改正では序論「コードの適用」の章に文言が追加されて、機関投資家がスチュワードシップ活動に関連する業務をサービス・プロバイダー（議決権行使助言機関等）に外部委託している場合であっても、サービス・プロバイダーの活動が機関投資家自身のスチュワードシップに対するアプローチと一致する方法で実行されていることを保証する責任が機関投資家には残されていることを明確化
- 改正後コードの原則1の指針に関して、署名機関によるステートメントには機関投資家の責任や投資連鎖における立場を反映させ、スチュワードシップ活動が外部委託される場合には、これがどのように機関投資家のスチュワードシップの適切な実行に合致するか、署名機関のステートメントにおいて定めるスチュワードシップに対するアプローチと一致した方法でこれを実行させるために投資家はどのような行動をとるべきであるかについて説明するべきであるとする

コード適用範囲の再確認①

1. 背景

① スチュワードシップ・コードの適用範囲

- スチュワードシップ・コード制定の主要目的は英国上場会社のコーポレート・ガバナンス向上のために機関投資家と上場会社とのエンゲージメントを拡大すること
⇒ コードの第一義的な適用対象は、英国上場株式を運用する英国において登録された機関投資家

② 英国市場の参加者の多様化

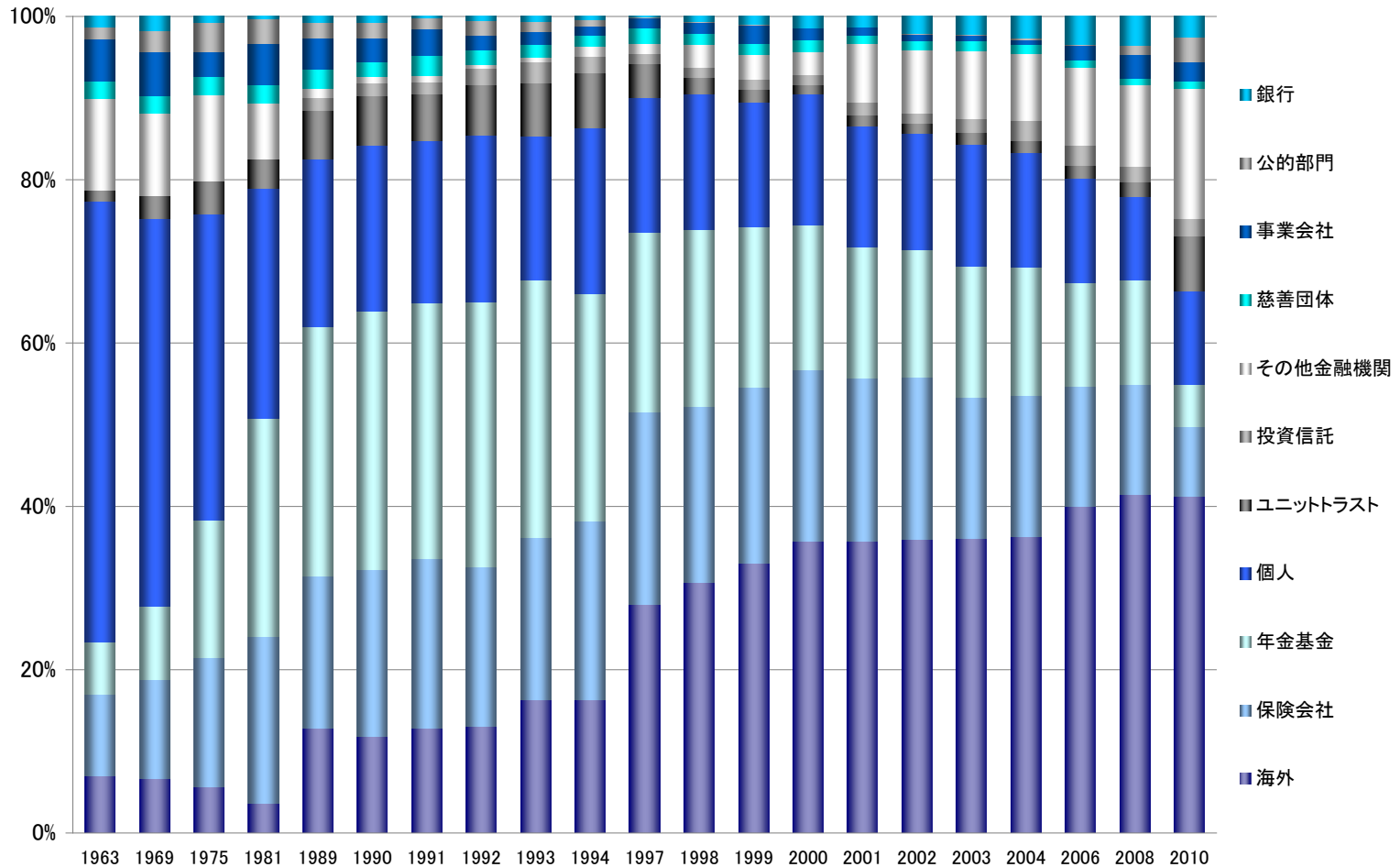
- 英国内の機関投資家よりも海外機関投資家のほうが、英国の株式市場における保有比率が高いという状況
- 英国の株式市場における海外投資家の保有比率は、2006年以降40%を超え、2010年には41.2%。これに対して、英国機関投資家(保険会社、年金基金、ユニットトラスト、投資信託)の保有比率の合計は22.5%

③ 英国機関投資家のアセット・アロケーションにおける資産の多様化

- 英国機関投資家のアセット・アロケーションにおいては英国株式以外の資産の比率が高いという状況
- 英国の機関投資家のアセット・アロケーションについては、スチュワードシップ・コードの対象となっている英国株式は20%以下であり、2010年以降は運用資産における英国株式よりも海外株式の比率が高い
- 大手の機関投資家においては、英国株式と同様に海外株式についてもエンゲージメントを行い、海外株式についてもガイドラインを公表して議決権行使を行い、結果を公表している投資家も存在
- アセット・オーナーは、アセット・マネジャーが英国株式以外についても同様のスチュワードシップ・アプローチをとることを期待。アセット・オーナーからは、署名機関のステートメントはコード原則を運用資産の一部あるいは全体に適用しているか否かが不明瞭であるとの意見もある

コード適用範囲の再確認②

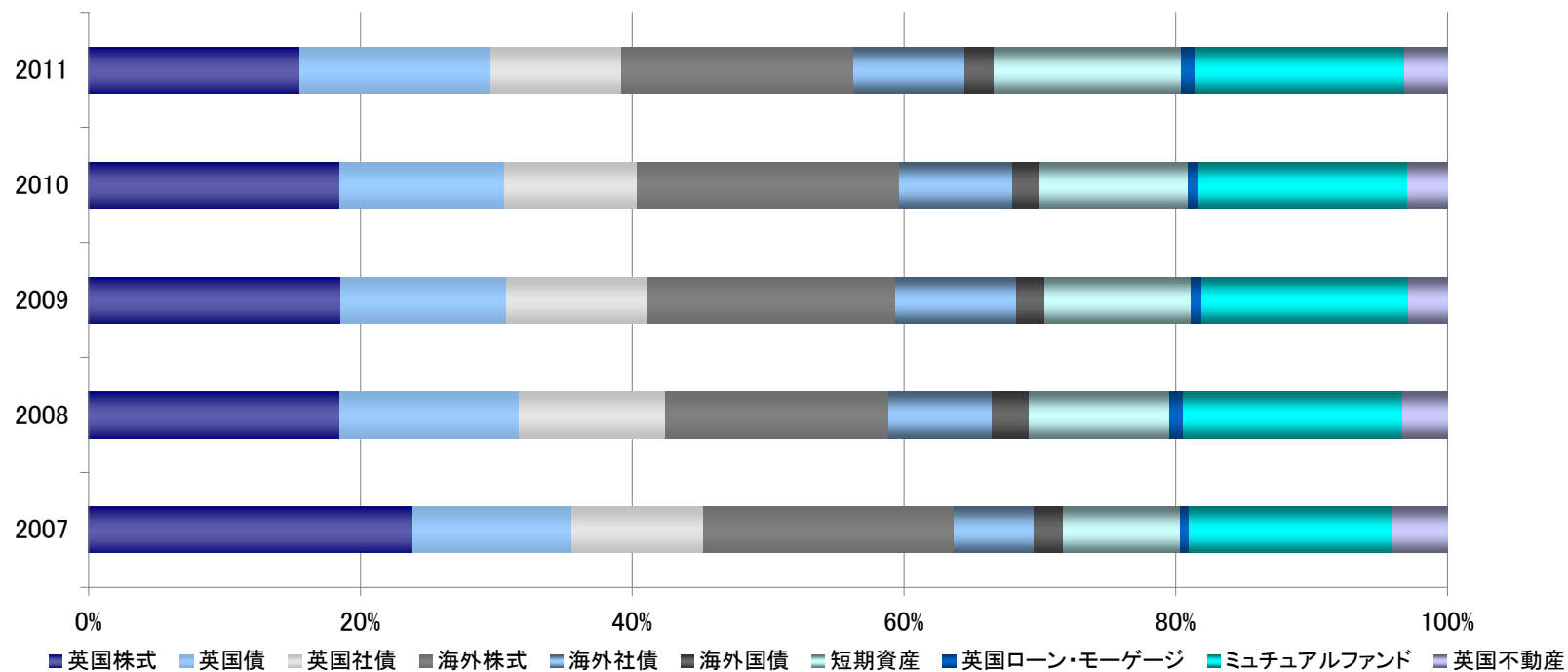
● 英国上場会社株式の所有者の推移(1963～2010)



(英国国家統計局資料より作成)

コード適用範囲の再確認③

- 英国の機関投資家（保険会社、年金基金、ユニットトラスト、投資信託）の投資先



(英国国家統計局資料より作成)

コード適用範囲の再確認④

2. 改正内容

① スチュワードシップ・コードの適用範囲

- 適用範囲については従来のまま変更なし

② 対象となる投資家の範囲

- 序論「コードの適用」を新設し、第2パラグラフにおいて、本コードは第一義的には英国上場会社株式を保有する機関投資家を対象にすることを明確化
- 同第9パラグラフにおいて、英国内外の国際投資家についてスチュワードシップ・コードの適用の在り方を規定
- 海外投資家に対するスチュワードシップ・コードの域外適用については慎重な姿勢。英国株式を所有する海外投資家については、「コードの適用」第9パラグラフにおいて、スチュワードシップ・コード以外の他国や国際的な規範や原則等を採用している場合には、それを尊重して、改めて英国のコードの採用を要求しないことを指摘
- 海外のアセット・オーナーに対しては、アセット・マネジャーを採用する上でスチュワードシップ・コードへの署名を条件とする等の方法により、実質的にスチュワードシップ・コードの対象となるよう議論を継続

③ 対象となる資産の範囲

- 序論「コードの適用」第9パラグラフにおいて、英国投資家に対して、可能な限り英国以外の株式投資に対してもスチュワードシップ・アプローチにおける良好な実務慣行を拡大して適用することを奨励
- 第10パラグラフにおいて、署名機関はスチュワードシップ・コードの適用に関するステートメントのなかで、英国株式のファンドや金融商品のうちスチュワードシップ・アプローチの対象となっている資産について説明することを奨励。英国株式以外の資産に対してもスチュワードシップ・コードを適用する場合には、その旨の開示を奨励

アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告

1. 背景

- 2011年3月に、イングランドおよびウェールズ勅許会計士協会(ICAEW)は、業務委託先(service organisations)の内部統制の保証報告書に関するAAF01/06指針に関連して、スチュワードシップ・コードに関してアセット・マネジャーに適用するための補足文書(Stewardship Supplement)を公表
- 業務委託先の内部統制について、形式主義的な干渉を最小限に抑えつつ、アセット・オーナーと受益者に対して独立性のある保証を提供

2. 改正内容

- 原則7について、アセット・マネジャーは、保証報告書を「取得を検討しなければならない」から「取得しなければならない」に改正
- アセット・マネジャーに保証報告書の提供を拒否されたり、あるいはその提供にあたって追加料金を取られたりすることについての懸念を示すアセット・オーナーが存在したことから、アセット・オーナーの懸念を払しょくするために、原則7に顧客が要請すればこれらの保証報告書が提供されなければならないという文言を追加
- アセット・マネジャーの内部統制に関する保証をアセット・オーナーにまで拡大できるかという問題についての対応
 - 例えば、スチュワードシップ活動がアセット・オーナーにより内部(インハウス)で実行される場合、アセット・オーナー自身がサービス・プロバイダーを利用して実行している場合等には、アセット・オーナー自身の内部統制に関する保証も必要となるのかという問題
 - アセット・マネジャーに関して適用されるAAF01/06の枠組みは、第一義的には、アセット・マネジャーがその顧客であるアセット・オーナーのために行うスチュワードシップ活動に関して保証を与えることを目的とする。アセット・オーナーに対する拡大適用の可否については、改正後「コードの適用」第8パラグラフにおいて、アセット・オーナーは、そのステートメントに対して独立した保証を受けるように検討することが望ましいとされる
 - 但し、上記拡大適用はコード本文ではなく序論部分で述べられていることから、アセット・オーナーに対しては保証の取得を義務付けるものではないと解釈されるべき

4. スチュワードシップ・コードの 国際的広がり

スチュワードシップ・コードの国際的広がり

各国の機関・団体によるコード等

- 南アフリカ Committee on Responsible Investing by Institutional Investors in South Africa
“The Code for Responsible Investing in South Africa”(2011)
- オランダ EUMEDIION
“BEST PRACTICES FOR ENGAGED SHARE-OWNERSHIP INTENDED FOR EUMEDIION PARTICIPANTS”
(2011)
- カナダ the Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)
“2010 Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement” (2010)
- スイス The Association of Swiss Pension Funds (ASIP), Swiss Federal Social Security Funds, Swiss Business Federation, Swiss Foundation for Sustainable Development, Swiss Bankers Association, Federation of Industrial and Service Groups in Switzerland
“Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies”
(2013)
- イタリア ミラノ証券取引所ニュースリリース
“Corporate Governance Committee: new entries; stewardship code and monitoring as planned activities for 2013”
(2012.11.29) (策定中)

国際的な団体によるコード等

- EFAMA(European Fund Management Association)
“EFAMA Code for external governance, Principles for the exercise of ownership rights in investee companies”
(2011)
- ICGN(International Corporate Governance Network)
“ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities”(2013)

コード策定の提言

- マレーシア証券委員会
“Corporate Governance Blueprint 2011, Chppter2: Role of Institutional Investors” (2011)
- ESMA(European Securities and Markets Authority)
“Feed back statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry”(2013)

この資料は投資を勧誘する目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は作成時点において信頼できる情報に基づいて作成されていますが、正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時に降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

内容に関する一切の権利は株式会社日本投資環境研究所に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。