

## 「英国スチュワードシップ・コード改訂案

付属文書 A-英国スチュワードシップ・コード改訂案」(仮訳)<sup>1</sup>

(2019年1月公表分)

### イントロダクション

英国スチュワードシップ・コード(以下「コード」という。)は、スチュワードシップに対して実質的に高い期待値を新しく設定していくために、変化を続けてきた。コードは、受益者や経済、社会に対して持続可能な価値を提供するために、スチュワードシップを発展させることを重視している。コードは、しばしば長期である受益者の投資運用期間に沿ったスチュワードシップと投資判断のためのエンゲージメントアプローチのより高い需要を掘り起こすことを目的としている。

本コードは、英国の投資の特性の変化を反映するとともに、2012年以降のサステナブルファイナンスや責任投資、スチュワードシップにおける飛躍的な発展に基づいている。本コードは、明確に環境、社会、ガバナンス(ESG)の要素に言及しており、署名機関に対して、スチュワードシップを投資アプローチに組み込むよう要求している。また、署名機関は自身の目的、価値、文化について報告し、英国の上場株式に限られないスチュワードシップを行うために、彼らが見える資源、権利、影響力を行使すべき、としている。

本コードは、章、原則、条項、その後に付属するガイダンス、といった構造で成り立っており、英国のコーポレートガバナンス・コードと構造が似ている。コードは、投資業界における異なる主体(アセットマネジャー、アセットオーナー、サービス・プロバイダー)に適用される。そして、すべての署名機関は、自身のスチュワードシップ活動や自身の目標をいかに効果的に達成したかについて、より具体的な報告を行うことが求められることとなる。

本コードは、FCAのConduct of Business Sourcebookを土台としており、EUのSRD IIの要求項目も要素に含めている。本コードは、SRD IIよりも要求水準が高く、署名機関がSRD IIの内容を置き換えた関連法律・基準・規制・法令が要求する報告事項をも考慮するであろうことを、FRCは意図している。

---

<sup>1</sup> イントロダクション、原則(Principles)及び条項(Provisions)部分のみの抄訳であり、ガイドラインの抄訳は省いている(注釈も除く)。原則(Principles)及び条項(Provisions)部分については、『資本市場リサーチ 2019年春季 vol.51』におけるみずほインターナショナルディレクター上田 亮子氏の『英国スチュワードシップ・コード改訂案』より引用させていただいている。

## 1. スチュワードシップの定義

スチュワードシップとは、受益者、経済及び社会にとって持続可能な価値を創造するために投資業界における責任ある資本の配分及び管理を行うことを指す。スチュワードシップ活動には、資産とサービス・プロバイダーをモニタリングすることや発行者とのエンゲージメント、重要な課題について発行者に責任を持たせること、そして、公にその活動の結果を報告すること、が含まれている。

この定義においては、スチュワードシップ活動の主要な目的は、他者に管理が任されている受益者の資産を適切に管理することとしている。また、コードの適用範囲を、英国の上場株式以外にも及ぶこととしている。

## 2. コードは誰のためのものか

本コードはアセットオーナー、アセットマネジャー、投資業界にサービスを提供している主体（運用コンサルタント、議決権行使助言会社、その他のスチュワードシップに対してコミットを示す事を希望するサービス・プロバイダー）のためのものである。

本コードは単一のアプローチを示したものではなく、署名機関が自身のそれぞれのビジネスモデル、目的、受益者や顧客への義務を果たすための活動に沿った、高い品質のスチュワードシップを行うことも可能としている。

機関投資家は、スチュワードシップ活動への責任までも他者に委託することはできない。機関投資家は、スチュワードシップ活動が自身のスチュワードシップ活動へのアプローチと整合性が取れているか確認する責任を負っている。よって、コードにおいては、署名機関は、自身のスチュワードシップの目標をサービス・プロバイダーがきちんと支えることとなるよう、どのように担保しているのか説明すべきとされている。

## 3. 2019年の英国スチュワードシップ・コードにおける主な変更点

### a. 目的、目標、ガバナンス

署名機関は、自身の組織的な目的を構築し、自身のスチュワードシップの目標とガバナンスを開示することが求められている。目的がよく定義されていれば、署名機関は投資業界における役割を明確にすることが可能となるほか、目的、価値、戦略、文化が互いに整合的であることで、顧客や受益者のニーズのために向けられた自身のスチュワードシップ目標を満たしていることを示せるようになる。このように目的に注目することは、2018年の英国コーポレートガバナンス・コードと整合的であるほか、”Corporate Culture and the Role of Boards”において示されている、FRCの観察結果に基づいており、また、署名機関の事業における効果的なスチュワードシップにつながる行動を促すことを目的としている。

#### **b. 英国上場株式以外におけるスチュワードシップ**

本コードは、これまでも、英国のコーポレートガバナンス・コードと密接に紐づいていた。投資家、特に英国上場株式を保有する投資家は、投資先企業と建設的にエンゲージメントをし、英国コーポレートガバナンス・コードにおいて推奨されている実務からの乖離について、議論を行うべきである。

株主の権利の行使を通じて企業の責任を問うことは、依然本コードの核である。ただし、資本は、投資家が異なるスパン・権利・影響レベルをもって保有している複数のアセットタイプに配分されている現状がある。本コードは、原則が、上場株式に限らず非上場株式や債券、インフラやオルタナティブ資産も含む異なるアセット・クラスにも適用されることを推奨することを意図している。署名機関は、資本がどのように投資されているかにかかわらず、自身で使えるリソースや権利、影響力を、スチュワードシップを行うために使うべきである。

#### **c. 環境、社会、ガバナンス (ESG) の要素の包含**

今回、コードにおいては、ESG 要素に明確に言及している。署名機関は、気候変動を含む重要な ESG 要素を、スチュワードシップ責任を果たす際に考慮することが期待される。この変更は、重要な ESG 要素を考慮することは受託者の責務であるとする、法制委員会における明確化、労働年金省によって Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment) Regulations 2018 に修正が加えられ、ESG を考慮することが求められたこと、トップ 50 の経済圏において、投資家が ESG 要素を含む長期的な価値の原動力となるものを考慮するようサポートをするべく、400 以上の政策手段が発展してきたこと、前回の英国におけるスチュワードシップ・コードの改訂以降に策定された各国のスチュワードシップ・コードにおいて ESG に明確に言及していること、等の、多数の発展に続くものである。

#### **d. 役割毎の差別化**

本コードは、アセットオーナー、アセットマネジャー、投資業界にサービスを提供している主体（運用コンサルタント、議決権行使助言会社、その他のスチュワードシップに対してコミットを希望しているサービス・プロバイダー）のためのものである。条項は、その投資業界内における役割の違いに即して作られている。

#### **e. 方針、活動、結果に係る報告**

報告は2つのパーツに分けられる。

- 1) コードに署名するにあたっての方針と実務に係るステートメント
- 2) 年次の活動・結果に関する報告

これにより、署名機関は顧客や受益者に対して、より明確に、自身のスチュワードシップの特性、程度、効果を、より透明性と説明責任を高めて指し示すことが可能になる。

## 4. コードの構成

本コードは、章、原則、条項で構成されている英国コーポレートガバナンス・コードと似た構造となっており、ガイダンスによって補足説明されている。

**章 (Sections)** : 共通のテーマごとに原則と条項をグループ分けし、コードを章毎にナンバリングしている。

**原則 (Principles)** : アプライ・アンド・エクスプレインの適用対象となる。つまり、すべての署名機関は、原則を適用しなければならず、また、どのように原則が適用されたのかをステークホルダーが評価できるようなやり方で、明確に説明をしなければならない、ということである。

**条項 (Provisions)** : コンプライ・オア・エクスプレインの適用対象となる。つまり、署名機関は、条項を遵守し、どのように遵守したか説明をすることが期待される一方で、もし条項を遵守しないのであれば、その理由と代替手段を公表しなければならない、ということである。

**ガイダンス (Guidance)** : ガイダンスは、原則・条項の適用方法や報告の方法について提案を行っている。英国法令においても反映される予定である SRDII における要求事項とのリンクについても言及している。

## 5. コードへのアプライ方法

コードの大部分は、投資業界におけるどの主体にも適用されるものではあるが、大きく分けて3つの主体に向けて整理がされている。

**アセットオーナー** : 受益者に代わって資産価値を守り、高めることに責任を有する機関投資家。

アセットオーナーのステュワードシップ活動としては、投資哲学の設定やアセット・アロケーション、運用委託の付与、投資戦略の構築、自身の代わりとなって行動するサービス・プロバイダーのパフォーマンスや行動をモニタリングすることが例として挙げられる。アセットオーナーの中には、下記に示すアセットマネジャーにおける活動を行う者も存在する。

**アセットマネジャー** : 日々の資産管理の責任を有する個人・機関。

アセットマネジャーが行うステュワードシップ活動としては、投資プロセスの構築、アセットのモニタリング、エンゲージメント、議決権行使、自身の代わりに行動をするサービス・プロバイダーのパフォーマンスのモニタリング、どのようにステュワードシップ責任を果たしたかについての報告、が例としてあげられる。

**サービス・プロバイダー** : 直接的には投資を管理しない、又はフィデューシャリー責任を果たさないが、顧客が質の高いステュワードシップを行うことを可能とするサービスを提供することで、投資業界において重要な役割を果たす個人又は機関。

上記に該当するサービス・プロバイダーの活動としては、エンゲージメント、議決権推奨と行使、リサーチおよびデータの提供、助言、報告フレームワークおよび基準の提供が挙げられる。

**二つ以上のカテゴリに該当する署名機関**：署名機関の中には、複数のカテゴリの原則や条項に従う必要のある責任を負っている者もいる。コードの最も適切な受入れ方を決定するためにも、署名機関は自身の主な活動に対して適用される原則と条項を報告すべきである。

## 6. コードへの署名

FRCは、スチュワードシップに係る問い合わせ先を公に開示すること、コードに関するすべての報告は取締役会において承認されるべきことを求めている。

問い合わせ先の提供や取締役会の承認を得ることなしに署名したとされることはない。

### 方針と実務に関するステートメント(ステートメント)

署名を希望する主体は、FRCに対して下記を満たすステートメントを提出する必要がある。

- ・ 自らの活動に最もよく適用される原則と条項の主要なカテゴリを確定させていること（アセットマネジャー、アセットオーナー、サービス・プロバイダー）
- ・ その他、自身に関連する原則と条項を特定していること
- ・ 関連する方針を開示し、自身の活動がどのようにすべての原則の適用及び関連する条項への遵守に貢献するのか説明していること

### 年次の活動／結果報告(報告)

署名の1年後、そしてその後毎年、署名機関は以下を満たす報告書を提出しなければならない。

- ・ 自身のステートメントの順守とそこからの乖離について詳細に記載すること
- ・ 前12か月において条項を実施するために行った活動を記載すること
- ・ いかにスチュワードシップの目標が達成されたか、かつ／又は、いかに顧客の目標を達成可能としたか、そして、達成された結果、についての評価を提供すること

## 7. 報告及び評価

本コードは、開示や報告に関する個別の原則や条項を設けていない。その代わりに、署名や報告にかかわらず、署名機関は自身のスチュワードシップ方針や実施状況、目標達成に対して活動がいかに効果的に資したかの評価を公に開示しなければならない、としている。

FRCは、署名機関の中には、コードの期待する報告事項を満たす為、他の報告フレームワークや要求に従っている者もいると認識している。重複や不必要な負担を避けるため

にも、コードにおける報告要求事項を部分的に満たしている、とこれらの報告に指し示すことも想定される。

FRCは、コードの要求するスチュワードシップに係る開示のモニタリングと評価を続けていく。

## 1. 目的、目標およびガバナンス

### 原則

- A. 署名機関は、組織的な目的を向上させ、自らの目的、戦略、価値および文化によってステュワードシップの目標をどのように満たすことができるかについて、開示しなければならない。
- B. 署名機関は、自らのステュワードシップのアプローチおよび目的、および顧客および受益者の利益のためにどのように貢献するかの方法を、向上させ、開示しなければならない。
- C. 署名機関のガバナンス、プロセス、資源および報酬は、ステュワードシップ目的を遂行するために役立つものでなければならない。
- D. 署名機関は、受益者と顧客の利益を第一に据える、利益相反管理方針を策定しなければならない。

### 条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
1.	署名機関は、アセット・アロケーション全体での、ステュワードシップ方針および実務を明確に開示するべきである。	署名機関は、ファンド・レベルあるいはアセット・クラス間における、ステュワードシップ方針および実務を明確に開示するべきである。
2.	署名機関は、他のステークホルダーとの相互作用し、市場におけるステュワードとしての役割を行使するために、どのような活動を行っているかを説明するべきである。	
3.	署名機関は、自らのステュワードシップの目的を遂行することを可能とするような、適切なガバナンス方針や構造を有するべきである。	
4.	署名機関は、従業員がステュワードシップ義務を履行するための適切な経験、資質を有し、監督されるようにするべきである。	
5.	署名機関は、投資戦略およびステュワードシップの目標を遂行する上で、どのように組織として適切なインセンティブを持てるようにするかについて、説明するべきである。	
6.	署名機関は、入札の募集、サービス・プロバイダーの選定、マンデートの設定において、自らのステュワードシップの目標、ステュワードシップ活動で期待することについて、正確なステートメントを行うべきである。	
7.	署名機関は、利益相反方針およびそれがどのように適用されるかについて、開示するべきである。	
8.	署名機関は、自らのステュワードシップの目的、方針、プロセス、活動および報告された成果をどのようにレビューし、保証するかについて、開示するべきである。	

## 2. 投資アプローチ

### 原則

- E. 署名機関は、スチュワードシップと投資アプローチを統合し、気候変動等の重要な ESG 要素をどのように考慮するかを明示しなければならない。
- F. 署名機関は、将来および現在の投資が、自らのスチュワードシップのアプローチとどのように一致しているかを積極的に明示しなければならない。

### 条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
9.	署名機関は、スチュワードシップ活動を通じて収集された情報が、投資意思決定において直接的に考慮されるようにするために、自らが有する構造およびプロセスを開示するべきである。	
10.	署名機関は、投資タイムホライズンについてステートメントを行うべきである。	
11.	署名機関は、自らが出す投資およびスチュワードシップのマネジメントが、受益者の投資タイムホライズンを適切に反映するようにし、どのように ESG 問題が考慮されているかを明示するべきである。	署名機関は、投資およびスチュワードシップ活動が、顧客の投資タイムホライズンと一致させるべきであり、組織としてどのように ESG 問題を考慮するかを明示するべきである。
12.	署名機関は、自らの投資哲学を開示するべきである。	
13.	署名機関は、自らの投資およびスチュワードシップ戦略に一致するように適切に投資を行うために、投資前を含めて、アセットマネジャーの資産を評価するための明確かつ実施可能な基準を提供するべきである。	署名機関は、自らの投資およびスチュワードシップ戦略に一致するように適切な投資ができるかを評価するために、投資前を含めて、資産を評価するべきである。



### 3. 積極的なモニタリング

#### 原則

- G. 署名機関は、責任を負っている資産、および採用するアセットマネジャーおよびサービス・プロバイダーのパフォーマンスを積極的にモニタリングしなければならない。

#### 条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
14.	署名機関は、受益者や顧客の投資タイムホライズンを通じて保有する資産の価値に影響を与えうる問題を積極的にモニタリングし、主要な優先度を特定し、スチュワードシップ活動およびアセットマネジャーやサービス・プロバイダーとのコミュニケーションに対する情報提供として本情報を利用すべきである。	
15.	署名機関は、自身のために運用される資産が、自らの投資およびスチュワードシップ方針と一致するように、積極的にアセットマネジャーをモニタリングすべきである。	署名機関は、どのように資産が運用され、顧客の投資およびスチュワードシップ方針と一致しているかを、積極的にモニタリングすべきである。
16.	署名機関は、提供されるサービスが実効的なスチュワードシップを可能とするよう、サービス・プロバイダーを積極的にモニタリングすべきである。	

#### 4. 建設的なエンゲージメントおよび明確なコミュニケーション

##### 原則

- H. 署名機関は、資産の価値を維持し、高めるために、建設的なエンゲージメントに取り組まなければならない。
- I. 署名機関は、顧客および受益者に対して明確に伝達しなければならない。

##### 条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
17.	署名機関は、エンゲージメント方針を構築し、公に開示しなければならない。	
18.	署名機関は、どのようにエンゲージメントを投資戦略に組込んでいるかを述べなければならない。	
19.	署名機関は、資産の価値を高めるため、エンゲージメントおよび必要に応じて強化（escalation）のために、どのような手法を使っているかを述べなければならない。	
20.	署名機関は、集团的エンゲージメントに参加する範囲について、ステートメントを行うべきである。	
21.	署名機関は、自らのために取組まれたエンゲージメント活動を開示し、受益者にどのようにステートメント責任を果たしたかを伝えるべきである。	署名機関は、顧客に対して、彼らのために運用されている資産がどのように、アセットオーナーの投資およびスチュワードシップ方針とどのように一致しているかについて、積極的に伝達するべきである。
22.	署名機関は、どのように受益者のニーズを考慮し、どの程度受益者の考えを理解するために彼らとエンゲージメントを行おうとするかを述べるべきである。	署名機関は、投資戦略、方針、哲学およびスチュワードシップへのアプローチを含むアセットオーナーのニーズを理解するために、彼らとエンゲージメントを行うべきである。

## 5. 権利行使および責任

### 原則

J. 署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たさなければならない。

### 条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
23.	署名機関は、様々な市場やアセット・クラス全体で、どのように株主権を行使するかを説明するべきである。	
24.	署名機関は、利用している議決権助言会社があるとすれば、提供されるサービスの範囲、および署名機関のステュワードシップ活動の一部として受領した助言や情報がどのように利用されているかについて示すべきである。	
25.	署名機関は、以下を含む、上場資産（listed assets）に関する議決権行使方針を説明するべきである。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンドが自らの議決権方針を有する範囲</li> <li>・ 他の機関によって議決権行使の意思決定が行われている範囲</li> <li>・ どのようにサービス・プロバイダーが自らのために行う議決権行使を監視するか</li> <li>・ どのようにアセットオーナーは自らが有する議決権を監視するか</li> <li>・ 貸株および議決権行使のための貸株回収に対するファンドのアプローチ</li> <li>・ 適切な場合に未行使とされる議決権</li> </ul>	署名機関は、以下を含む、上場資産（listed assets）に関する議決権行使方針を説明するべきである。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ アセットマネジャー自身が設定した自家議決権行使方針</li> <li>・ 他の機関によって議決権行使が決定されている範囲</li> <li>・ どのように自らのために行われる議決権行使を監視するか</li> <li>・ どのようにアセットマネジャーは「空の議決権（empty voting）」を最小化しようとしているか</li> <li>・ 貸株および議決権行使のための貸株回収に対するファンドのアプローチ</li> <li>・ 適切な場合に未行使とされる議決権</li> <li>・ 合同ファンドにおける顧客による直接行使を認める方針</li> <li>・ デフォルト設定された行使推奨の活用および顧客が自家議決権方針を修正する範囲</li> </ul>
26.	署名機関は、議決権行使結果を開示するべきである。	
27.	署名機関は、債券発行前および発行前に行うエンゲージメントの範囲を含め、債券のエンゲージメントに関する方針を説明するべきである。	

## サービス・プロバイダー

サービス・プロバイダーは、直接資産運用を行わず、受託者責任は負っていない。しかしながら、投資業界において主要な役割を果たしている。そのため、顧客が質の高いスチュワードシップを遂行することができるようなサービスを提供しなければならない。

また、署名機関は、署名時および年次活動報告の提供時に、ステートメントを作成することを義務付けられる。本条項は、幅広いため、各機関が提供するサービスに応じて策定すべきである。

サービス・プロバイダーの活動には、エンゲージメント、議決権推奨と行使、リサーチおよびデータの提供、助言、報告フレームワークおよび基準の提供等がその範囲に含まれているとみなされうるが、これらに限られるものではない。

## 原則

- A. 署名機関は、その目的を高め、自らの目的、戦略、価値および文化がどのように実効的なスチュワードシップを促進するかについてステートメントを行わなければならない。
- B. 署名機関は、実効的なスチュワードシップを促進し、それを可能とする方法で、投資業界における自らの役割を果たすようにしなければならない。
- C. 署名機関のガバナンス、プロセス、資源および報酬（フィー体系も含む）は、実効的なスチュワードシップを促進し、それを可能とすることを支援するものでなければならない。
- D. 署名機関は、顧客の利益を最優先するような、利益相反管理方針を策定しなければならない。

## 条項

1.	署名機関は、自らが提供するサービスの範囲、および、どのように顧客の利益のために尽力し、彼らが実効的なスチュワードシップを遂行することを可能としているかについて、示さなければならない。
2.	署名機関は、顧客に対して、自らのサービスの正確性について情報提供し、顧客のスチュワードシップを最大限支援できるように商品やサービスがどのように用意されているかに関する情報を提供することにより、サービスの質を実証しなければならない。
3.	署名機関は、他のステークホルダーと協働し、市場のスチュワードとして役割を果たすために、どのような行動をとるかを説明するべきである。
4.	署名機関は、自らの従業員が適切な経験、資質を有し、サービスに取り組むための監督を行うようにするべきである。
5.	署名機関は、利益相反管理方針、およびそれがどのように適用されるかを開示するべきである。
6.	署名機関は、行動原則を策定しなければならない。