

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察 —改訂に至る経緯と主な改訂内容—

A Study of Revisions to the UK Stewardship Code 2020 Background of Revisions and Major Revised Contents

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のスチュワードシップ・コードが、2019年10月に大幅に改訂された。約7年振りの改訂である。今回の改訂は、キングマン報告書によるFRCやスチュワードシップ・コードに対する厳しい批判に対応したものであり、また投資市場における最近の大きな変化を反映したものである。

本稿では、今回の改訂に至る経緯を概観したのち、今回の改訂内容について、特にスチュワードシップ・コードの構成、キングマン報告書への対応、スチュワードシップの定義・目的、機関投資家の規律づけの4項目について検討した。機関投資家が今後、改訂コードに基づいてどのように対応するのが重要であり、これらの分析を進めることを今後の課題としたい。

(Abstract)

The UK Stewardship Code was revised in October 2019 for the first time in 7 years. This revision responded to the Kingman Review, which severely criticised the Financial Reporting Council (FRC) and the stewardship code, and significant changes in the investment market.

This paper analysed the background of the revision. Subsequently, it analysed the major revised contents, including the structure of the code, its implementation against the Kingman Review recommendations, the definition and purpose of stewardship, and the discipline exercised by institutional investors.

However, the actual application of the code by institutional investors, that is, how to apply the principles and reporting expectations of the code to actual business, is more important than the contents of the code. This aspect would form the focus of future research on this subject.

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

1 はじめに

2019 年 10 月に、英国スチュワードシップ・コード（以下「SS コード」という）の改訂版（以下「2020 年コード」という）が公表され、2020 年 1 月から適用されることになった。2020 年コードは、2012 年に改訂された SS コード（以下「2012 年コード」という）を再改訂したもので、2019 年 1 月に公表された SS コード改訂案（以下「2019 年改訂案」という）に対する市中からの意見などを踏まえて、策定されたものである。2020 年コードは、2012 年コードから、そして 2019 年改訂案からも大幅な改訂となっている。

英国では 2018 年 7 月にコーポレートガバナンス・コード（以下「CG コード」という）が大幅に改訂されており¹、今回の SS コードの改訂と合わせ、英国のコーポレートガバナンス・フレームワークが大幅に見直されている（FRC, 2019f）。

今回の SS コードの改訂は、キングマン報告書（Kingman Review）（Kingman, 2018）による FRC（Financial Reporting Council）²や SS コードに対する厳しい批判に対応したものであり（FRC, 2019f）、また投資市場（investment market）における最近の大きな変化を反映したものである（FRC, 2019d, p4）。

以下では、今回の改訂に至る経緯を概観したのち、今回の改訂内容について、特に SS コードの構成、キングマン報告書への対応、SS の定義・目的、機関投資家（アセットオーナー、アセットマネージャー）の規律づけの 4 項目について検討することとしたい。

2 スチュワードシップ・コード改訂に至る経緯

2.1 FRC によるスチュワードシップ・コードの制定と署名機関の評価

2010 年に制定された最初の SS コードは、英国の銀行危機への反省から 2009 年に作成されたウォーカー報告書（Walker Review）（Walker, 2009）の勧告に基づいて、業界団体である英国機関株主委員会（以下「ISC」という）が作成した機関投資家の責任コード（ISC, 2009）を、FRC がほぼそのまま取り入れたものである。そしてその後 2012 年に、SS の目的と定義の明確化などの一部改訂が行われた（林, 2015a, pp.47-48）。

英国では、CG の嚆矢と言われるキャドバリー報告書（Cadbury Report）（Cadbury, 1992）において、すでに CG の一環として、機関投資家による企業の規律づけが求められていたが、SS コードの制定によって、機関投資家の責任が拡張され明確化されたと言える。

FRC はコード制定当初、署名機関の数の拡大に注力していたが、2014 年ごろから、SS コード署名機関の対応の質を高めるため、具体的な検討を進め（FRC, 2015a, p4）、2015 年 12 月に、SS コード署名機関の評価（Tiering：階層化）を行い開示する予定であることを公表した（FRC, 2015b）。

そして、FRC は 2016 年 11 月に、SS コード署名機関の評価の結果を公表した（FRC,

2016). FRC はアセットマネージャー (資産運用者としての機関投資家) に対しては 3 段階評価 (評価の高いほうから, Tier1, Tier2, Tier3) とし, アセットオーナー (資産保有者としての機関投資家) とサービスプロバイダー (機関投資家向けサービス提供者) に対しては 2 段階評価 (評価の高いほうから, Tier1, Tier2) としたうえで, 全般的な説明として,

(1) SS コード署名機関の数は約 300 であり, そのうち 120 以上の機関が Tier1 に位置づけられた (評価された) こと, (2) 評価の過程で 200 を超える機関と報告書の改善について議論を行った結果, Tier1 の機関が当初の約 40 から大幅に増加したこと, (3) 6 ヶ月後までに Tier2 に達しない機関 (Tier3 のアセットマネージャー) は, 署名機関のリストから抹消されること, そして (4) 評価は, SS 報告書の質 (報告内容) に基づいて判断されたことを指摘した。

その後, 2017 年 8 月に, FRC は, 当初 Tier3 に評価されたアセットマネージャーに対する対応結果を公表した (FRC, 2017). そこでは, 当初 Tier3 に評価された 40 社のうち, 約 20 社が Tier1 又は Tier2 に評価替えされ, 残余の約 20 社が署名リストから抹消された (これらのアセットマネージャーは自主的に抹消を選択したと記載されている). 事例として, Tier3 から Tier1 に評価替えされた Brewin Dolphin 社と Miton 社の開示資料を分析すると, 説明内容が顧客本位の方向に大きく向上していることに加え, 議決権行使の結果を開示するなどの具体的なアクションの改善がみられる。

2.2 キングマン報告書

2018 年 1 月に, ロンドン証券取引所上場の大手建設会社であるカリリオン社 (Carillion plc) が裁判所に破産を申請して受理された. 巨額の工事損失引当金の計上などが破綻に至った主な要因である. 直前の 2016 年 12 月期の決算では, 巨額の配当金や役員報酬を支給していた. 4 大監査法人の 1 つである KPMG が, 年次報告書に無限定適正の意見書を添付しており, また残余の 4 大監査法人であるデロイトや EY, PwC も内部監査や経営コンサルとして同社に関わっていた。

同社の経営破綻の影響が多方面に亘ったことから, 英国議会下院でも破綻に至る経緯などについて追及がなされ, 不正会計を見抜けなかった監査法人と, 監査法人を監督する FRC に対して, 厳しい指摘がなされた。

2018 年 4 月に, ビジネス・エネルギー・産業政策省 (Department for Business, Energy and Industrial Strategy) の所管大臣が, キングマン卿 (Sir John Kingman) に対して, FRC についての独立調査報告書の作成を依頼した. キングマン卿は英国財務省の官僚として, 金融危機後の金融機関の処理などに貢献した人物であり, 現在は FTSE100 企業 (ロンドン証券取引所上場, 時価総額上位 100 社) の 1 つである Legal & General 社の取締役会議長の職にある。

2018 年 12 月にキングマン報告書が公表された (Kingman, 2018). そこでは, FRC の現

状に対して厳しい指摘がなされた。まず FRC の問題点として、(1) 規制当局というよりは業界団体としての色彩が強いこと、(2) 監査法人を規律する力が弱いこと、(3) 財源を規制対象先からの自発的な賦課に頼っており、インセンティブに問題があること、などが指摘された (pp. 5-8)。

そして、巨大な監査法人に対して、自主規制をベースとして規律づけを行う、現在の自主規制モデルは終わりにすべきであり、FRC は速やかに、法律上の権限と目的を有する新しい独立した規定当局に置き換わるべきであること、その新しい規制当局は「監査・報告・ガバナンス庁」(Audit, Reporting and Governance Authority) と名付けられることが適当であることなどが勧告された (pp.9-11) (全体では 83 の勧告がなされている)。要は、市場自治を尊重した FRC の規律づけから、規制当局による規律強化への転換を勧告したものである。

SS コードに関しても批判がなされている。まず署名機関の評価 (Tiering Approach) について、(1) 2016 年以降、FRC は署名機関の評価を進めてきたこと (para 2.82)、(2) 当初の評価では最も評価の高い Tier1 が 40 社であったのに対して、現在では 278 社のうち 200 社が Tier1 に分類される状況に至っていること (para 2.83) を指摘した上で、現状の署名機関の評価は、主に SS の方針の記載内容のチェックに焦点を当てており、実際の効果や成果のチェックにはなっていない (para 2.86) と批判する。

そして、SS コードに関して 2 つの勧告がなされた。その概要は以下の通りである。勧告 42 は SS コードの内容に対する勧告であり、勧告 43 は FRC の体制に対する勧告と言える。本稿の趣旨に特に関係するのは勧告 42 となる。

勧告 42

スチュワードシップ・コードの改訂に際して、スチュワードシップの優劣がより明確になるような根本的改訂が必要である。それは、方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきである。政府はコード遵守を評価しそれを増進させるために更なる圧力が必要であるか否かを検討すべきである。そしてコードが単なる定型的な報告を導くものにとどまるのであれば、これを廃止することについて真剣に検討すべきである。

勧告 43

FRC は、英国投資家 (ファンドマネジャーや最終投資家の代理人を含む) の上級管理者との間で、より広く深い対話 (dialogue) を行う必要がある。

2.3 2019 年 1 月以降の動き

2019 年 1 月に、FRC から SS コードの改訂案 (2019 年改訂案) が公表された (FRC,

2019a, 2019b). この改訂案は、キングマン報告書の勧告、CG コードの改訂、ESG 投資（環境、社会、ガバナンスの各要素を考慮した投資）の拡大などを踏まえ、アセットマネージャーなど 170 の機関からの意見聴取を経て作成されたもので（FRC, 2019c）、2012 年コードとは全く別物とも言えるほどの大規模な改訂を提案するものであった³。そして、市中に向けて 2019 年改訂案に対する意見募集が行われた。またこれと同時に、FCA（Financial Conduct Authority）⁴と FRC から、効果的な SS に関する規制枠組みについてのディスカッション・ペーパーが公表され（FCA and FRC, 2019）、市中に向けて意見募集が行われた。

2019 年改訂案に対して、2019 年 3 月までの意見募集期間内に 110 の意見書が寄せられ、これに加えて、FRC による約 240 のステークホルダーとの面談が行われ（FRC, 2019e, para 1.2）、これらを踏まえて、2019 年 10 月に 2020 年コードが策定・公表された。またこれと同時に、FCA からディスカッション・ペーパーに対するフィードバック・ステートメントの内容が公表された（FCA, 2019）。この FCA での議論も、2020 年コードに反映されている。

3 改訂後のスチュワードシップ・コード（2020 年コード）の内容

2019 年改訂案、FCA のフィードバック・ステートメントなどに関連づけながら、2020 年コードの概要とその主な改訂内容（SS コードの構成、キングマン報告書への対応、SS の定義・目的、機関投資家の規律づけ）について以下検討する。

3.1 2020 年コードの概要

2020 年コードは、2012 年コードと比較して多くの箇所で改訂がなされている。FRC は主な変更点として、(1) SS コード適用対象先の拡大、(2) SS 活動の内容とその成果の報告強化、(3) ESG 要素の考慮、(4) 対象資産の拡大、(5) 組織目的などの説明、の 5 点を挙げている（FRC, 2019f）。具体的な内容は下記の通りである。

2020 年コードの主な変更点

- (1) SS コード適用対象先として、アセットマネージャーと同様、年金基金や保険会社といったアセットオーナーやサービスプロバイダーに焦点が当てられる（注：従前のコードは主としてアセットマネージャーを対象としていた）。これは、投資コミュニティ全体が、最終投資家や受益者の利益のために、同じ方向を向くことを容易にする。
- (2) SS の活動内容とその成果を年次で報告することが求められる。署名機関の報告書には、投資先企業とのエンゲージメント、議決権行使の内容、投資価値をどのように保護し増大させたのかといった、前年度の活動実績が記載される。透明性が向上することによって、顧客は自らの利益がどのように保護されたのかを確認することがで

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
ー改訂に至る経緯と主な改訂内容ー

きる。

- (3) 署名機関には、気候変動を含めた ESG 要素を考慮することが求められる。また彼らの投資決定が顧客のニーズと整合的であることを確実にすることが求められる。
- (4) 署名機関には、上場株式だけでなく、債券、プライベートエクイティ、インフラへの投資や、英国外への投資など、複数のアセットクラスに対するスチュワードシップの実践について、説明することが求められる。
- (5) 署名機関には、彼らの組織目的、投資哲学、戦略、企業文化や、それらが彼らのスチュワードシップ活動にどのような影響を与えるかについての説明が求められる。また、それらと、適切なガバナンス、経営資源、スタッフへのインセンティブとの関連についての説明も求められる。

2020 年コードは、2019 年改訂案からも大きく変更されている。市中からの意見で、2019 年改訂案に支持が多かった項目、FRC に検討が求められた項目は以下の通りである (FRC, 2019e, p.1)。

○ 2019 年改訂案への支持が多かった項目

- (1) 活動内容とその成果の報告を重視すること
- (2) 署名機関の目的と企業文化がどのように SS 活動を支援するのかについての説明を含めること
- (3) 英国上場株式以外のアセットクラスに対象を拡大すること
- (4) インベストメントチェーンの異なる主体（アセットマネージャー、アセットオーナー、サービスプロバイダー）毎に、それぞれの主体に応じた期待をコードに設定すること
- (5) ESG 要素を含めること

○ FRC に検討が求められた項目

- (1) スチュワードシップ活動と達成された成果の報告について、より重要視すること
- (2) スチュワードシップの定義を見直すこと
- (3) コードの各則の数と指針の量を見直すこと（コードの構成の見直し）
- (4) スチュワードシップ関連の方針に関する報告の比重を低下させること

以下では、(1) SS コードの構成、(2) キングマン報告書への対応、(3) SS の定義・目的、(4) 機関投資家の規律づけの 4 項目に関する改訂内容について、具体的に検討する。

3.2 コードの構成

2012 年コードは、前文に加え、7 つの原則 (Principles) とそれぞれに対応する指針 (Guidance) から構成されていた。そして、原則の主語は機関投資家 (Institutional investors) とされ、機関投資家の義務として記載されていた。これは、ISC の機関投資家の責任コードの構成を継承したものである。また原則には **Comply or Explain** (原則を適用するか、適用しない場合には適用しない理由と代替的に採用したアプローチを説明する手法) が適用されていた。

2019 年改訂案は、前文に加え、2018 年に改訂された CG コードの構成と平仄をとることを念頭に、セクション (Section)、原則 (Principle)、各則 (Provision) 及び指針 (Guidance) の 4 段階の構成とされていた。原則の主語は署名機関 (Signatories) とされ、アセットオーナー・アセットマネージャー向けの原則等と、サービスプロバイダー向けの原則等が明確に独立して記載された。またアセットオーナーとアセットマネージャーについて、原則は同じであるが、各則の半分程度は明確に区分され、異なる役割期待が記載されていた。そして、原則は **Apply and Explain** (すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確に説明することが求められる手法)、各則は **Comply or Explain**、指針は **Suggested Ways** (推奨される方法) の構成とされていた (FRC, 2019b, p.3)。

2020 年コードは、2019 年改訂案とも大きく異なる構成とされた。これは市中からの「原則や各則の数が多すぎる。コードは単純な構造の方がよい」(FRC, 2019e, para 2.11) といった意見を踏まえて変更されたものである。具体的には、セクション、原則、期待される報告内容 (Reporting Expectations) の 3 段階の構成となった。

原則には、2019 年改正案の考え方が継承されたものがある。まず、アセットオーナー・アセットマネージャー向けの原則等と、サービスプロバイダー向けの原則等の明確な区分が採用された。また、主語が署名機関とされたうえで、**Apply and Explain** が採用された。一方、各則がなくなったことから、SS コードから **Comply or Explain** の記載が消滅した。ただし、「期待される報告内容」の記載には、“should” (～すべきである) が用いられており、SS コード全体に **Apply and Explain** のアプローチが適用されるわけではない。

各原則の「期待される報告内容」には、活動内容とその成果をどのように開示・記載すべきかについて、具体的に示されている。

2020 年コードの構成は以下の通りである。なお、アセットオーナー・アセットマネージャーのための原則については、別紙 1 に意識を示している。

○ 英国スチュワードシップ・コード 2020 (The UK Stewardship Code 2020)

はじめに (Introduction)

報告方法 (How to Report)

アセットオーナー・アセットマネージャーのための原則 (Principles for Asset Owners)

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

and Asset Managers)

目的とガバナンス (Purpose and Governance)

原則 1～5 (Principle 1～5)

投資アプローチ (Investment Approach)

原則 6～8 (Principle 6～8)

エンゲージメント (Engagement)

原則 9～11 (Principle 9～11)

権利と責任の行使 (Exercising Rights and Responsibilities)

原則 12 (Principle 12)

サービスプロバイダーのための原則 (Principles for Service Providers)

原則 1～6 (Principle 1～6)

添付資料 (Annex)

英国における規制上の要件 (UK Regulatory Requirements)

(注 1) カッコ内に原文を示した。

(注 2) 原則毎に、期待される報告内容 (Reporting Expectations) がそれぞれ記載されている。

3.3 キングマン報告書への対応

キングマン報告書では、(1) FRC の規律づけが弱いこと、(2) 方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきこと (勧告 42)、が指摘された。2020 年コードは、キングマン報告書の指摘などを踏まえて改訂されたものである (FRC, 2019f) ことから、以下では、キングマン報告書の指摘に対して、2020 年コードでは具体的にどのような対応を行ったのかについて検討する。

まず、署名機関に対する規律づけを強化する観点から、原則が **Comply or Explain** から **Apply and Explain** に変更された。すなわち、すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確に説明することが求められるようになった。但し、前述の通り、「期待される報告内容」の記載には、“should” が用いられており、具体的な内容の説明には柔軟性が認められている。

方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべき点については、原則毎にそれぞれ「期待される報告内容」として、具体的な活動内容 (Activity) と成果 (Outcome) を記載することが求められた。また、原則 5 と原則 6 で、明確にその旨が規定された。以下では、原則の該当部分を 2012 年コードと比較する。

2012 年コード		2020 年コード	
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のかについての <u>方針を開示すべきである。</u>	5	署名機関は、自らの <u>方針をレビューし、自らのプロセスを保証し、そして自らの活動が効果的であるかを評価する。</u>
7	機関投資家は、スチュワードシップ活動及び議決権行使活動について、(委託者等に対して) <u>定期的に報告すべきである。</u>	6	署名機関は、顧客や受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に関する <u>活動やその成果を報告する。</u>

(注 1) 左側の数字は、各コードの原則の番号。

(注 2) 下線は筆者による。

3.4 スチュワードシップの定義・目的

SS の定義・目的は、2012 年コード、2019 年改訂案、2020 年コード、それぞれで異なっている。2012 年コードと 2020 年コードの主な違いは、SS の直接の目的が「企業の長期的成功を促進すること」にあるのか、「顧客・受益者の長期的な価値を創造すること」にあるのかの違いである。2019 年改訂案と 2020 年コードの主な違いは、「顧客に対する財務的リターンを重視すること」と、「経済・環境・社会に対する影響を重視すること」との、優先順位づけの違いである。それぞれの SS の定義・目的は以下の通りである。

	スチュワードシップの定義・目的
2012 年コード	スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も繁栄できるような方法により、 <u>会社の長期的成功を促進すること</u> にある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体に恩恵を及ぼす。
2019 年改訂案	スチュワードシップは、 <u>受益者、経済、そして社会に対する持続可能な価値を創造するために</u> 、機関投資家のコミュニティ全体を通じて、資本の責任ある配分と管理を行うことである。
2020 年コード	スチュワードシップとは、(受託した) 資本を、 <u>顧客や受益者の長期的な価値を創造するために</u> 、責任をもって配分、管理、監督することであり、それは <u>経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすものである。</u>

(注) 下線は筆者による。

3.4.1 顧客・受益者の長期的価値の創造

2020 年コードでは、SS の直接の目的を、顧客・受益者の長期的価値の創造としている。これは 2012 年コードの直接の目的(会社の長期的成功の促進)とは異なる。ここではまず、SS の目的の推移を概観した上で、今回の変更の理由を検討する。

もともと英国では、CGの一環として、機関投資家に対して、対話・エンゲージメントなどによる投資先企業の規律づけが期待されていた。これはキャドバリー報告書（1992年）、ハンペル報告書（1998年）、マイナース報告書（2001年）やウォーカー報告書（2009年）で一貫して求められていたことである。ウォーカー報告書では、機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度のメリットを享受しているので、その代償としてスチュワードシップ義務（投資先企業の規律づけ）にコミットすべきであり、もしコミットしない場合にはその理由（投資戦略上の理由など）を明確に説明すべきであると指摘していた（林, 2005, pp.38-42）。

これらを反映して、ISCの機関投資家の責任コード（2009年）では、SSコードの直接の目的を機関投資家と企業との対話（dialogue）の質を向上させることであるとし（最終的な目的は株主の長期的リターン向上とガバナンス責任を効果的に果たすことなどである）、これを受けた2010年のSSコードでは、SSコードの直接の目的を機関投資家と企業との間のエンゲージメントの質を向上させること（最終的な目的はISCのコードと同様）としていた（これらのコードでは、SSの目的ではなく、SSコードの目的が記載されている）。

2012年に公表されたケイ報告書（Kay Review）（Kay, 2012）では、アセットマネージャーの最善慣行規範の1つとして、「投資先企業の長期的パフォーマンス向上のため、当該企業とスチュワードシップの関係を維持する」ことが明記された（北川・林, 2014, p.48）。この影響を受けて2012年にコードが改訂されたが（FRC, 2019a, p.4）、そこではSSの直接の目的が、会社の長期的成功を促進することであると明記された。

今回の改訂では、SSの対象資産が英国上場株式から、債券投資、プライベートエクイティ、インフラ投資、英国外への投資などに拡大していることから、これに対応して、SSの直接の目的から、英国上場株式などの一部の対象資産だけに対応する投資先企業の規律づけを外し、SSの定義・目的を、顧客や受益者の長期的な価値を創造することとしたと説明されている（FRC, 2019b, p.2）。今回のSSの定義・目的の改訂が、単に対象資産の拡大に伴う文言上のものにとどまるのか、それとも機関投資家の企業への関与に何らかの影響を及ぼすものなのかについては、今後の具体的なSS活動を注視する必要がある。

3.4.2 財務的リターンと経済・環境・社会に対する影響の優先づけ

2019年改訂案では、SSの定義・目的として、「受益者に対する責任（財務的リターンの最大化）」と「経済・社会に対する責任」を同列に記載している。これは、2018年7月に改訂されたCGコードにおける企業の目的と平仄を取ったものと考えられる⁵。両者を同列に記載したことについて、市中から多くの意見が寄せられた。

FRCは、市中からの意見を概略以下のようにまとめている（FRC, 2019e, para 2.2）。

約半数の回答者が、スチュワードシップの主たる目的は、顧客に対する財務的リターンであると回答した。彼らは、そのことによって、経済や社会にポジティブな影響を与える

可能性があると認識している。しかし、彼らは、経済や社会に対して持続可能な価値を創造することが、投資家のスチュワードシップの主たる目的ではないと考えている。

一方で、3 分の 1 の回答者は、投資の意思決定に際して、経済や社会を考慮することが、彼らの受託者責任を充足するために必要であると考えている。環境を含めることを求める回答者もいた。

また FCA は、ディスカッション・ペーパーに対する市中からの意見について、概略以下のようにまとめている (FCA, 2019, paras 3.6-3.8)。

回答者（ステークホルダー）の多くは、定義の中に、広範囲に亘る経済と社会に対する考慮を含めることに同意した。

しかしながら、アセットマネージャーの多くやアセットオーナーの一部からは、受益者の利益と広範囲に亘る経済や社会の利益を並列に扱うことに対して、懸念が表明された。彼らは、受託者責任の対象は顧客であると強調しており、経済や社会の利益と同等に扱うことは、受託者責任に相反すると考えている。彼らは、顧客が明示的に支持したのでない限り、経済・社会目的を優先することはできないと指摘している。

なお、従前の定義（注：2019 年改訂案の定義）を支持する者は、それらの目的の間には、特に長期的な視点を踏まえれば、何らの対立もないと考えている。

以上の市中からの意見を踏まえて、FRC は、2020 年コードでは、SS の直接の目的を「顧客・受益者の長期的な価値創造」とし、その結果として「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」と表現した (FRC, 2019e, para 2.3)。この点について、FCA は概略以下のようにコメントしている。(FCA, 2019, pp.12-13)。

・我々は、スチュワードシップの目的に関して、受益者、経済、社会を同じウエイトとすることに対する潜在的な争いがあるとの指摘に留意する。

・我々は、効果的なスチュワードシップが、経済、環境、社会に対してより良い結果をもたらすことを認識することは重要であると考え。しかしながら、それらの結果は間接的であり、顧客や受益者の持続可能な財務的リターンを追求することの結果であると認識している。

・ただし、公共政策と業界慣行はともに、企業の目的に関して幅広い見方の方向に向かっていることを指摘しておく。

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

ESG 投資にも同様の議論がある。ESG 投資はもともと、投資に際して、受託者責任（財務的リターンの最大化）の範囲内で ESG 要素を考慮するという考え方であるが、最近では SDGs の影響などもあり、社会的価値を重視する方向に動いている（林, 2019c）。SS の定義・目的は、ESG 投資の定義・目的とも密接に関連するものであり、今後の動向を注視していきたい。

3.5 機関投資家の規律づけ

最後に、機関投資家（アセットマネージャー、アセットオーナー）に対する規律づけについて検討したい。まず、比較の意味で、会社に対する規律づけについて検討する。会社に対する規律づけは、図 1 に示されるように、第一義的には取締役会でなされ、それを機関投資家（特にアセットマネージャー）がチェックし、対話・エンゲージメントや議決権行使によって実効あるものとしている（林, 2015b）。

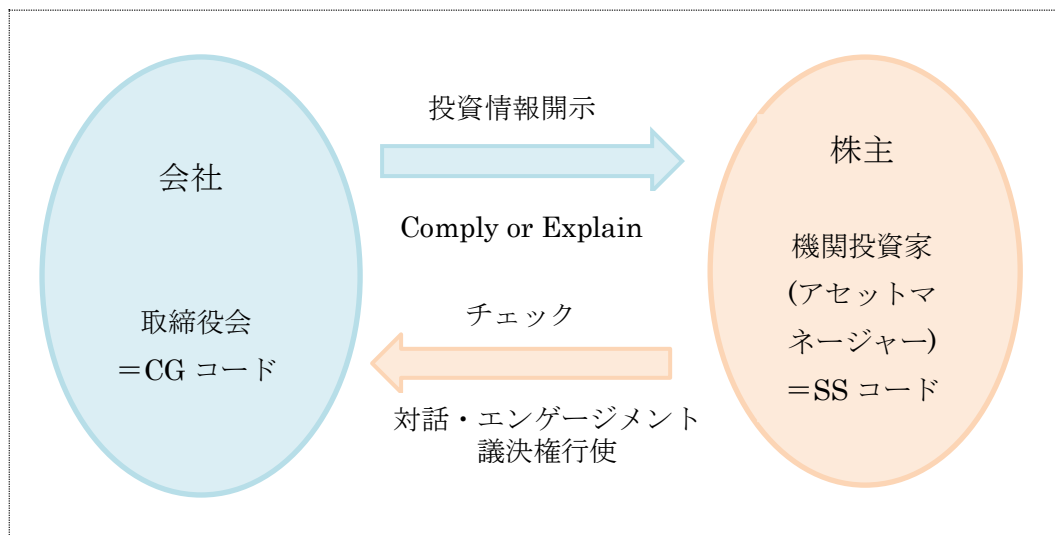


図 1 会社に対する規律づけ

これに対して、機関投資家に対する規律づけは、必ずしもわかりやすく示されているわけではない。一般に、機関投資家に対する規律づけには、①市場規律に委ねる、②第三者機関等の保証を求める、③FRC が規律づけを行う、④政府・規制当局が関与する、⑤開示の強化により外部からのチェックと自主的な改善を期待する（市場規律の強化）、の 5 つの方法が考えられる。以下では、2020 年コードに至る経緯を概観したうえで、2020 年コードでの対応を整理する。

まず 2012 年コードでは、①の **Comply or Explain** という市場規律をベースとしつつ、原則 7 の指針で、アセットマネージャーはエンゲージメントと議決権行使のプロセスについて、国際基準などに準拠しているかについての独立意見書（independent opinion）を取得

し、顧客からの要請があればそれを提示すべきとして、②の第三者機関等の保証を求める方法を併用したアプローチを採用していた。しかし独立意見書の取得は、当該アセットマネージャーやその顧客に付加価値をもたらすものではなく、実際には役に立っていないと市場参加者からは認識されていた（FRC, 2019a, para 86, para 1.22）。

FRC が行った SS コード署名機関の評価（Tiering）は、③の FRC による規律づけの形態である。ただし、前述の通り、評価が方針等の記載内容に焦点が当たり、実際の成果や効果の分析が弱いという弱点があった。

キングマン報告書はこの FRC の評価の弱点を指摘し、④の政府・規制当局の関与を強化する必要性を示したと言える。

2019 年改訂案では、指針 8 で、署名機関は、外部機関又は内部監査部門から、国際基準に準拠した形で、SS プロセスとその成果の報告について保証を取得すべきこと、そして保証を取得したこと、取得しなかった場合にはその理由を開示すべきことが示された（②による規律づけの強化）（FRC, 2019a, para 87）（FRC, 2019b, p.13）。なお、2019 年改訂案の作成に際して、市中から、外部保証を必須にすることは望ましくないという多くの意見があり、これが改訂案に反映されたと言える（FRC, 2019a, para 1.22）。

2020 年コードでの対応は以下の通りである。まず、自主規制機関である FRC による規律づけが維持されており、これは基本的には市場規律に委ねる方法が継続していると考えることができる（①による規律づけ）。また、第三者機関等の保証については、原則 5 の「期待される報告内容」の中に、SS に関して、署名者はどのような内部又は外部からの保証を取得したのかとその理由を説明すべきことが記載されている（②による規律づけ）。

コードの原則が Apply and Explain ベースとなり、一定の強制力を持つようになったことから、FRC による規律づけが強化されたと言える。また FRC は SS チームを拡充して規律づけを強化する方向を指向している（FRC, 2019e, para 2.28）（③による規律づけ）。

これらに加えて、具体的な SS 活動とその成果が年次で報告されることになり（FRC, 2019e, p1）、外部からの更なるチェックが期待されるようになった。また原則 8 とその「期待される報告内容」で、アセットオーナーは、アセットマネージャーと投資コンサルタントのモニタリングを行うこと、アセットマネージャーは、議決権行使助言会社やデータ・リサーチ提供会社のモニタリングを行うこと、そしてそれらを説明することが明記された（ただし、アセットオーナーに対して、誰がどのように規律づけするのかについては明記されていない）。これらは、開示の強化などによる外部からのチェックと自主的な改善を期待するものと言える（⑤による規律づけ）。

このように検討すると、2020 年コードでは、機関投資家の規律づけについて、①市場規律に委ねる、②第三者機関等の保証を求める、③FRC が規律づけを行う、⑤開示の強化により外部からのチェックと自主的な改善を期待する、の 4 つの方法を併用したアプローチを採用していると考えることができる（SS コードが自主規制機関である FRC によって定められていることから、コードでは、④の政府・規制当局の関与は該当しないと考えられる）。

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
ー改訂に至る経緯と主な改訂内容ー

4 おわりに

本稿では、2020 年コードの改訂に至る経緯とその改訂内容について検討した。改訂内容として、特に、(1) SS コードの構成、(2) キングマン報告書への対応、(3) SS の定義・目的、(4) 機関投資家の規律づけの 4 項目について、具体的に検討した。

今回の改訂は、前回の改訂から 7 年余りの期間を経てなされたものであり、その間の市場の変化や、キングマン報告書の FRC や SS コードに対する厳しい評価を踏まえてなされたものであることなどから、かなり大幅な内容の改訂となっている。

本稿では SS コードの改訂内容を中心に検討したが、重要なことは、SS コードの改訂内容そのものではなく、SS コードの改訂が機関投資家の具体的な行動にどのように影響するかということである。2020 年コードでは、コードに署名した機関投資家は、SS 活動とその成果を年次で報告することになっており、それらの報告内容の分析を行うことを通じて、今回の改訂の意味を検討することを今後の課題といたしたい。特に、**Comply or Explain** から **Apply and Explain** に変更されたことによる影響、SS の直接の目的から、企業に対する規律づけが外れたことによる影響などについて検討を深めたい。

2019 年 12 月に、日本版 SS コードの改訂案が公表された。この改訂案には、英国の 2020 年コードの改訂内容が反映されている部分もあるが、基本的な枠組みには、英国の 2012 年コードの影響が強くみられる。2014 年の最初の日本版 SS コードは、もともと英国の 2012 年コードの影響を強く受けて作成されたものであるが、その後、日本版の SS コードも独自の進化を遂げている（例えば英国よりも早く ESG 要素の考慮を含めている）。それぞれの国の特性を踏まえた SS コードを比較することについても、今後の課題といたしたい。

英国スチュワードシップ・コード 2020

○ アセットオーナーとアセットマネージャーのための原則

目的とガバナンス

原則 1

署名機関の目的、投資哲学、戦略、企業文化は、顧客や受益者のために長期的な価値を生み出し、その結果、経済、環境、社会に持続可能な恩恵をもたらすといった、スチュワードシップを可能にするものである。

原則 2

署名機関のガバナンス、経営資源、インセンティブは、スチュワードシップを支援するものである。

原則 3

署名機関は、顧客や受益者の最善の利益を第一に考えて、利益相反を管理する。

原則 4

署名機関は、金融システムがより良く機能するようにするために、市場全体に及ぼすリスクやシステミックリスクを特定し、それに対処する。

原則 5

署名機関は、自らの方針をレビューし、自らのプロセスを保証し、そして自らの活動が効果的であるかを評価する。

投資アプローチ

原則 6

署名機関は、顧客や受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に関する活動やその成果を報告する。

原則 7

署名機関は、自らの責任を果たすために、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。そこには、環境、社会、ガバナンスに関する重要な課題や気候変動に関するものが

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
ー改訂に至る経緯と主な改訂内容ー

含まれる。

原則 8

署名機関は、アセットマネージャー及び/又はサービスプロバイダーをモニターし、彼らの業務について責任を問う。

エンゲージメント

原則 9

署名機関は、資産の価値を維持し高めるために、発行体企業に対してエンゲージメント（建設的な「目的を持った対話」）を行う。

原則 10

署名機関は、必要な場合には、発行体企業に影響を与えるために、協働エンゲージメントに参加する。

原則 11

署名機関は、必要な場合には、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動を段階的に強化する。

権利と責任の行使

原則 12

署名機関は、積極的に権利を行使し責任を果たす。

(注) 2012 年コードの原則は “should” (～すべきである), 2019 年改訂案の原則は “must” (～しなければならない) が用いられているが, 2020 年コードの原則には助動詞が用いられていない。これを反映して上記の意識を行った。なお, Apply and Explain ベースであるので, 「原則には当然従う」ことが前提となる。

(参考文献)

北川哲雄・林順一 (2014) 「投資情報開示とインベストメント・チェーン～ケイ報告書の意義」『商学研究』54(2・3), 27-50.

林順一 (2015a) 「英国のコーポレートガバナンスーComply or Explain という賢者の知恵ー」北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社

- 林順一 (2015b) 「英国のコーポレートガバナンスの特徴とわが国への示唆」『証券経済学会年報』 50 別冊, 1-2-1～1-2-9.
- 林順一 (2019a) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察」『国際マネジメント研究』 8, 1-34.
- 林順一 (2019b) 「イギリス企業の CG コード対応にみる従業員とのエンゲージメント」『企業会計』 2020 年 1 月号, 50-56.
- 林順一 (2019c) 「ESG 投資と SDGs—投資家と企業の動機」北川哲雄編著『バックキャスト思考と SDGs/ESG 投資』同文館出版
- Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- FCA and FRC (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Discussion Paper (DP19/1)*.
- FCA (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Feedback to DP19/1 (FS19/7)*.
- FRC (2010), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2012), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2015a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*.
- FRC (2015b), “FRC Promotes Improved Reporting by Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Dec 2015*.
- FRC (2016), “Tiering of Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Nov 2016*.
- FRC (2017), “FRC Removes Tier3 Categorisation for Stewardship Code Signatories”, *FRC News 03 August 2017*.
- FRC (2018), *The UK Corporate Governance Code 2018*
- FRC (2019a), *Proposed Revision to the UK Stewardship Code*.
- FRC (2019b), *Revised UK Stewardship Code*.
- FRC (2019c), “FRC Strengthens Stewardship Code”, *FRC News 30 January 2019*.
- FRC (2019d), *The UK Stewardship Code 2020*.
- FRC (2019e), *Feedback Statement: Consulting on a Revised UK Stewardship Code*.
- FRC (2019f), “Revised and Strengthened UK Stewardship Code Sets New World-leading Benchmark”, *FRC News 24 October 2019*.
- Hampel, R. (1998), *Committee on Corporate Governance, Final Report*.
- ISC (2009), *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*.
- Kay, J (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making Final Report*.
- Kingman, J. (2018), *Independent Review of the Financial Reporting Council*.
- Myners, P. (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*.

英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察
—改訂に至る経緯と主な改訂内容—

Walker, D. (2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations*.

(注)

¹ 2018 年の英国 CG コードの改訂内容については、林 (2019a, 2019b) 参照.

² FRC は、監査法人の監督機関であるとともに、CG コードや SS コードを制定する自主規制機関でもある。FRC の 2 つのコードに対する役割については、林 (2015a, pp. 36-38) 参照.

³ 2019 年改正案の前文では、主な変更点として、(1) 組織の目的の検討を深め、SS の目的とガバナンスを開示すること、(2) SS の対象を英国上場株式以外に拡大すること、(3) ESG 要素を考慮すること、(4) アセットオーナー、アセットマネージャー、サービスプロバイダー毎の役割の違いを明確にすること、(5) 方針、活動内容、そしてその成果を報告すること、の 5 項目を挙げている (FRC, 2019b, pp.2-3).

⁴ FCA はアセットマネージャーなどの健全性・行為規制を担う規制当局であり、FRC は SS コードを制定する自主規制機関である。FCA の規則 (Conduct of Business Sourcebook (COBOS) 2.2.3) で、アセットマネージャーは、SS コードへの適用の有無などを開示しなければならないと定められている。なお、この規則以外には、SS コードは法律や正式な規制の適用対象とはなっていない (Kingman, 2018, para 2.81).

⁵ 2018 年に改訂された CG コードでは、原則 A に「成功する企業は効果的かつ起業家精神を有する取締役会によって導かれる。これらの取締役会の役割は、企業の長期にわたる持続可能な成功を促進し、株主に対して価値を生み出し、そして幅広い社会に貢献することである」との記載がある。CG コード策定の過程で、株主価値と社会貢献を同列に記載することについて、市中から多くの懸念が示されたが、FRC は上記の記載を維持した経緯がある (林, 2018a, pp.27-29).