

第7回コーポレート・ガバナンス研究会

英国スチュワードシップ・コードについて(出張報告)

2013年7月31日

日本投資顧問業協会

英国スチュワードシップ・コード制定までの歩み

1991年	英国における機関株主の責任について	機関株主委員会 (ISC) が公表	2002年	機関株主及びエージェントの投資先企業に対する責任原則	ISCが公表
1992年	キャドベリー報告書	取締役会、会計監査人のアカウンタビリティ強化等を勧告	2004年 2007年	上記原則改訂版	
1998年	コーポレート・ガバナンス委員会に関するハンペル報告書	キャドベリー委員会の後継委員会が、1992年12月以降の各会社の対応状況を踏まえた最終報告書	2009年	上記原則を規範に改定 ウォーカー・レビュー	銀行業界のコーポレート・ガバナンス見直しの最終提案
	統合規範制定 (Combined Code)	財務報告委員会 (FRC) が制定	2010年	統合規範をコーポレート・ガバナンス・コードに改正	FRCが改正
2000年	統合規範改訂			スチュワードシップ・コード制定	FRCが制定
2001年	マイナース・レビュー	投資判断に係る年金基金トラスティの原則を公表	2012年	上記コード改訂版	

英国スチュワードシップ・コード 基本原則

機関投資家 (institutional investors) は:

1. スチュワードシップに係る責任をどのように果たすかについて、その基本方針を公開すべきである。
2. スチュワードシップに係る責任を遂行する際に発生する利益相反を処理するための強固な方針を策定し、公開すべきである。
3. 投資先企業をモニタリングしなければならない。
4. スチュワードシップに係る活動を、いつ、どのように拡大、展開させるかについて明確なガイドラインを制定すべきである。
5. 適切であれば、他の投資家と共同した行動をとるべきである。
6. 議決権行使及び行使結果の公表について明確な方針をもつべきである。
7. スチュワードシップに係る活動及び議決権行使結果について定期的に報告すべきである。

日本における動き

- 金融庁が、日本版スチュワードシップ・コードに関する勉強会を開催予定
- 経済産業省が「企業統治研究会」(2008年12月～2010年8月まで6回開催)、「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」(2013年3月～同年8月まで6回開催)を開催
- 内閣官房が「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」を開催(2013年7月1日に第1回会議を開催)

英国出張時 訪問先

- University Superannuation Scheme (USS) Investment Management
- Railpen Investments
- Norges Bank Investment Management
- National Association of Pension Funds
- Royal London Asset Management
- Investment Management Association
- Financial Reporting Council

訪問先からの意見・提言等 1： 制定、導入前・時

- スチュワードシップ・コード導入前の基本的な問題意識は、(1)株主は、投資先企業のパフォーマンスを向上させるために、企業を監督する役割を担っている、(2)証券会社等のレポートを見て、ただ単に株式を売買することが健全な状態であると言えるのかといったことであり、これらの問題意識を利害関係者すべてで共有した。
- 「正しいことを行う」ということが初めにありきで、株主がコードを実践することにより、企業が適切に経営資源を配分し、企業経営の効率性が高まり、その結果としてパフォーマンスが向上すれば、最終的に経済が成長する。これは至極当然の正しいことである。
- 複数の利害関係者が存在するコードの設定に当たっては、何もかも盛り込んで過大な負担となるようなコードではなく、適度なレベルで、準拠者が達成可能なゴールを設定することが重要である。
- “Comply or explain”アプローチは、適切である。コードの内容が過大で、強制すると、項目毎に機械的にチェックを行うことに終始し、実効性をともなったものにならない。
- コードの当局による法制化は好ましくない。法規制にすると、関係者がただ単に条項を遵守しているかの機械的なチェックに終始し、弁護士の仕事を増やすだけである。そうであるならば、業界団体が自主的にコードを制定した方が良い。

訪問先からの意見・提言等 2: 効果

- スチュワードシップ・コードの導入が、マーケットにどのような影響を与えるかについては、長期間で見なければならぬ(現段階において、影響については何も言えない。)
- コード導入の結果として、(1)運用会社は、自らの運用スタイルにとって、どのようにコードを実践することが適切であるか、また、いかにしてパフォーマンスに付加価値をつけるかを考えるようになり、投資家はそれを見極めながら運用会社を選択できるようになった、(2)運用会社は、コード実践の内容を顧客に対して分かり易く報告しなければならなくなったので、年金基金等は、コードの内容、委託先の実践状況について利害を意識し、興味をもつようになった。
- 長期的視点に立つ株主(投資家)は、投資先企業の経営陣との良好な関係の構築を心掛け、経営陣とゴールを共有するようになった。
- 年次株主総会のかなり前に、運用会社と企業が、議案について議論することが多くなった。
- 多くの利害関係者(運用会社、年金基金、投資先企業)に対話の機会を提供した。

訪問先からの意見・提言等 3: 運用

- スチュワードシップ・コードにサインしたすべての関係者が、うわべだけでなく真にコードを遵守すべく活動を行う必要はなく、そうしたことを求めても無理がある。サインしたところの25%-30%がコードを実践すれば十分ではないか。
- 各運用会社のサイトを見ても、コードに係る方針等について、皆同じようなことが書かれており、どの社が実践し優れているのかわからない。従って、運用会社が年金基金に対して、議決権行使結果等の活動内容について、具体的で、透明性の高い報告を行う必要がある。
- 年金基金のトラスティーに対して、どの運用機関が、(1)あなた方にコードのことを話したがつているか、(2)他社と異なるディスクロージャーを行っているか、(3)質の高いエンゲージメントを行っているか等について、十分に注意を払うようアドバイスしている。
- こうしたコードは、導入後に定期的に調査、分析を行い、その結果を公表し、関係者同士が頻繁に対話することが重要である。こうしたことを繰り返していると、各社とも他社の動向が気になってくるものである。
- コードの導入によって、運用会社、年金基金等が投資先企業の社会的責任、例えば、当該企業が発展途上国の子供を低賃金で働かせていないか等について、よりモニターするようになればよいと考える。こうしたことは、企業経営にとってリスク・マネジメントの一環であり、リスク・マネジメントがうまく機能していれば企業価値は上がる。(逆にうまくいかなければ企業価値は毀損する。)

訪問先からの意見・提言等 4: エンゲージメント

- エンゲージメントの実施に当たっては、投資先企業の経営陣が貴重な時間を費やしてくれるので、慎重に企業にコンタクトし、時間の浪費とならず、極めて生産的なミーティングとなるよう心掛けています。
- 株主(投資家)は、投資先企業の役員報酬について、企業に対してネガティブな態度を示しているが、企業価値向上のためには、もっと重要なことがあるのではないだろうか。
- 経営陣への高額報酬の支払いを止めさせることに焦点が当たっているが、本来は、企業の長期的な経営戦略等について質の高い対話を行うべきである。

訪問先からの意見・提言等 5: 日本に対して

- かつて日本の経済団体を訪問し、社外独立取締役の導入を提案したが門前払いであった。しかし、最近では、経済団体は、本件について個々の企業が考えることであると姿勢が変化してきた。時間がかかるであろうが、日本でのスチュワードシップ・コードの制定、導入、実践が行われるよう期待する。
- 日本の取締役会のあり方について、多様性が図られていないと考える。先日もある日本の大手金融機関のトップがインベスター・リレーションズの一環として来訪したが、同社の取締役会の構成、メンバーの選任基準について明確、かつ、納得のいく説明がなかった。従って、日本企業の取締役会には、改革が必要であると考えます。

訪問先からの意見・提言等 6: その他

- 債券投資についても、社会的責任投資やスチュワードシップ・コードといった概念が重要になってくるのではないか。
- 欧米で格付け会社に対する規制が強まり、彼らの影響力が低下しようとする中で、債券・債権の保有者が、それら発行元企業のがバナンスについてきちんと監視すべきであるとの意見が最近聞かれる。これらの保有者にもスチュワードシップ・コードを適用すべきということにつながるのだろうか。
- 英国株式市場では、海外投資家の存在感が高まっており、彼らの英国企業の株式に対する投資比率は高まっている。こうした海外投資家をスチュワードシップ・コードに取り込むことが、コード導入が成功する一つの鍵であるといえる。
- 政治家は、コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの導入が経済成長に結びつくと考えてそれらを求める。経済が成長し、富が増加すればそれを再配分するのが政府の役割である。他方で、運用会社が、スチュワードシップ・コードを実践することにより、投資先企業のパフォーマンスが向上すれば、それは顧客である年金基金等の資産増加につながる。