

# 日本のコーポレートガバナンスと スチュワードシップ活動に関する英国からの示唆

Research Report  
2015年11月社会システム研究所  
シニア・アナリスト  
杉浦 康之

## 要 約

本稿では、本年6月に行った現地調査に基づいて、英国の運用機関、年金基金、その他の団体によるスチュワードシップ活動の現状と、彼らからみた日本のコーポレートガバナンスに関する見解をまとめた。

まず、ヒアリングした英国機関投資家の多くは、エンゲージメントや議決権行使といったスチュワードシップ活動を、委託運用機関が行うべきであると考えている。また、ヒアリングした大手の年金基金では、委託先運用機関の運用パフォーマンスだけでなく、スチュワードシップ活動についてもモニタリングを行っている。加えて、英国では、スチュワードシップ活動のモニタリングをサポートするフレームワーク（運用機関による説明会のセッティングや運用機関の自主的なアセスメント・フレームワーク）が整備されている。運用機関と年金基金はともに、スチュワードシップ活動に関する説明責任を果たすため、そのスチュワードシップ活動に関する情報をウェブサイトなどで公表している。具体的には、企業の議案ごとの議決権行使の結果や、エンゲージメントを実施した際のテーマ、対象企業とその相手の職位、成果などを四半期ごとに開示している。このように、機関投資家による積極的な情報開示と、アセット・オーナーである年金基金によるモニタリングが、英国におけるスチュワードシップ活動のカギとなっている。

一方、日本のコーポレートガバナンスについて英国の機関投資家は、取締役会が効果的に経営者のモニタリングを行える場になっているかという点に着目している。その条件として、独立社外取締役を増やすこと、クオリティの高い独立社外取締役を選任すること、それらのバランスをよくすること（取締役会の多様性）などを挙げている。日本の企業は、自社のコーポレートガバナンスが実質的に機能していることを株主に対して、説明することが重要となる。

以上のことから、日本においてコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに基づく年金基金と運用機関、あるいは機関投資家と企業との関係を確立・強化するためには、それぞれの取り組みを理解するための情報開示の強化と年金基金から運用機関に対する、あるいは機関投資家から企業に対するモニタリングが重要になると推察される。

## 目次

1. はじめに
2. ヒアリング先
3. 英国機関投資家のスチュワードシップ体制
4. 英国機関投資家のスチュワードシップ活動
5. 日本企業のコーポレートガバナンスのテーマに関する英国機関投資家の見解
6. 考察

## 1. はじめに

日本では、2014年から2015年にかけてスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが相次いで策定・公表されたことにより、年金基金や運用機関といった機関投資家と企業の間で、コーポレートガバナンスをはじめとする諸課題について「目的を持った対話」（エンゲージメント）が行われることが期待されている。英国では、日本に先駆けて、いずれのコードも策定されており、機関投資家と企業との間でエンゲージメントが積極的に行われている<sup>1</sup>。英国における機関投資家のスチュワードシップ活動や英国機関投資家のコーポレートガバナンスに関する考え方などは、今後の日本における年金基金と運用機関との関係、あるいは機関投資家と企業との関係を考える際のヒントになるであろう。

当社は、英国におけるスチュワードシップ活動の現状と、彼らからみた日本企業のコーポレートガバナンスに関する見解をヒアリングするため、2015年6月に現地調査を行った。本稿では、その調査結果や公表されているレポートなどを基に、英国のスチュワードシップに関する取り組みとコーポレートガバナンスに関する英国機関投資家の見解について報告する。

## 2. ヒアリング先

### (1) 運用機関

訪問した運用機関は、いずれも ESG 投資を専業としない運用機関である（図表 1 参照）。Newton Investment Management(以下、Newton)は、アクティブ戦略が主体で、最低保有期間を3年～4年とした集中投資（40～70銘柄）を行っている。例えば、株式の投資戦略には、日本、英国、欧州、アジア新興国など地域に特化した戦略とグローバル投資戦略などがある。

また AXA Investment Managers（以下、AXA IM）は、マルチアセット運用を得意とする運用機関である。株式の主な投資戦略は、アクティブ戦略やクオンツ戦略である。

図表 1 運用機関のヒアリング先

機関名	略称	概要	運用資産額
Newton Investment Management	Newton	ロンドンを拠点とした BNY Mellon の 100% 子会社である運用機関。ファンドのアセットクラスは、株式が 75%、債券が 25% 程度	507 億 GBP (約 9.5 兆円) ※2014 年 12 月末時点
AXA Investment Managers	AXA IM	フランス大手保険会社 AXA Group の運用機関。AXA 本体が運用機関の顧客でもある。	6,890 億ユーロ (約 94.6 兆円) ※2015 年 1 月末時点

出所：日興リサーチセンター作成

<sup>1</sup> 詳細は寺山(2015)参照。

## (2) 年金基金等

図表 2 は、年金基金等のヒアリング先一覧である。BT Pension Scheme（以下、BTPS）は英国を代表する年金基金の一つである。同基金の資産配分は、債券(42.4%)、上場株式(28.4%)、不動産(9.2%)、プライベート・エクイティ（3.2%）、その他（17.8%）となっており<sup>2</sup>、すべてを委託運用している。委託運用先の一つである、Hermes Investment Management（BTPS の子会社の運用機関：以下、Hermes IM）は、株式のアクティブ運用、不動産、クレジットやインフラなどのオルタナティブ投資、プライベート・エクイティなど BTPS 全資産の 50%を運用している。

Local Authority Pension Fund Forum(以降、LAPFF)は、英国企業を中心に共同エンゲージメントを行うことを目的とした英国年金基金が組織する団体である。同機関には 64 の地方年金基金(local authority pension fund)が加盟し、そのうち 13 基金の理事によって理事会(Executive Committee)が運営されている。

図表 2 年金基金等のヒアリング先

機関名	略称	概要	運用資産額
BT Pension Scheme	BTPS	英国の情報通信企業である British Telecom の年金基金。英国で 2 番目に大きく、閉鎖型年金である。	400 億 GBP (約 7.8 兆円) ※2014 年 12 月末時点
Local Authority Pension Fund Forum	LAPFF	1990 年創設。64 の英国地方年金基金によって構成される株主共同エンゲージメントの団体の理事 (Executive Committee)を兼ねている。各団体に代わってエンゲージメントを行うだけでなく、ESG に関するポリシーや株主エンゲージメントのベストプラクティスなどのガイドラインを提供し、公表している。	1,650 億 GBP (約 29.7 兆円) ※2015 年 3 月における加盟基金の総計

出所：日興リサーチセンター作成

## (3) その他団体

図表 3 は、その他のヒアリング先一覧である。このうち、Pension & Investment Research Consultants(以下、PIRC)は、議決権行使の助言（プロキシ・アドバイザー）とエンゲージメントのコンサルティングを行う企業である。

<sup>2</sup> 各配分比率は 2014 年 6 月現在の数字。

National Association of Pension Fund(以下、NAPF)は、1,300の年金基金が加盟する組織団体であり、運用機関や(年金向け)サービスプロバイダーなども加盟する。NAPFはこれまで、20年間にわたり、企業のコーポレートガバナンスを改善するため、国際的なプロキシ・アドバイザーであるISSと契約し、企業のコーポレートガバナンスに関するリサーチ(企業のコーポレートガバナンスに関する方針、議決権行使方針など)やエンゲージメントを行ってきた。現在は、企業との関係ではなく、アセット・オーナーと運用機関との間のスチュワードシップの関係をサポートすることに注力している。背景には、アセット・オーナーによる運用機関への委託運用が進んでおり、NAPFで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・コードにおけるアセット・オーナーの役割が重要になってきたと考えるようになったことにあるという。

Financial Reporting Council(以下、FRC)は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを策定した機関であり、英国におけるコーポレートガバナンスの要である。FRCは、政府からは独立した機関であり、法律により権限が与えられ、業界団体や監査協会、上場企業などからの出資を受けている。

図表3 その他のヒアリング先

機関名	略称	概要
<b>Pension &amp; Investment Research Consultants</b>	PIRC	1986年設立。顧客(主に地方の公的年金基金)への議決権行使の代行や助言をメインとする英国のコンサルティングファーム。対象は英国内外の企業に及ぶ。各国ごとに議決権行使基準を策定し、それを基に推奨している。日本の議決権ガイドラインは2014年から提供している。PIRCは20年近く、LAPFFに代わりエンゲージメントを行っている。
<b>National Association of Pension Fund</b>	NAPF	英国における1,300の年金基金で構成される機関(資産総額9,000億GBP(約171兆円))。99の地方公的年金のうち80機関が加盟。DBだけでなくDCも含まれている。加盟機関には、機関投資家によるスチュワードシップ活動に関するサポートを提供している。
<b>Financial Reporting Council</b>	FRC	英国の規制局。政府からは独立した民間組織であり、法律や規制、業界団体によって権限が与えられている。企業のコーポレートガバナンスの促進と投資強化のための開示をミッションとし、英国コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの策定や更新、企業や組織の監査に関するモニタリングなどを行っている。

出所: 日興リサーチセンター作成

### 3. 英国機関投資家のスチュワードシップ体制

訪問した英国機関投資家は、運用機関、年金基金ともに議決権行使やエンゲージメントといったスチュワードシップ活動のための体制を整えている。大手運用機関や大手年金基金では、責任投資を管轄する部署（ここでは、責任投資チームと呼ぶ）が中心となって、スチュワードシップ活動を行っている。本章では、運用機関の体制と年金基金の体制について紹介する。

#### （1）運用機関の体制

訪問したいずれの運用機関も責任投資チームを設置している。このうち Newton の責任投資チームは 4 名で、推奨リストに入る銘柄のプライマリー・リサーチを行っている。具体的には、セルサイドのレポートや ESG 評価機関のレポート、産業に関するリスクレポートなど、あらゆる情報を基に、各企業の ESG クオリティ評価（ESG クオリティ・レビュー）を行っている。また、議決権行使の判断やエンゲージメントも行っており、エンゲージメントには、以下の二つのケースがあるという。一つは、議決権行使の内容をセクターアナリストに確認し、それでも疑問や懸念が解消されなかった場合に行うエンゲージメントであり、もう一つは ESG クオリティ・レビューの作成段階で、評価のために行うエンゲージメントである。

AXA IM の場合、責任投資チームは 12 名で、主な業務として、ESG に関する定量・定性の両データの集計・分析、企業の ESG パフォーマンスのレーティング評価、議決権行使、エンゲージメント、ESG に関連したレポートの作成・公表等がある。ESG に関する情報は、投資判断、投資プロセス、商品開発のあらゆる段階で反映させている。対象銘柄は MSCI World Index、MSCI Emerging やメリルリンチユーロ社債指数の構成銘柄など 4,500 銘柄をカバーしている。

#### （2）年金基金の体制

BT Pension Scheme(BTPS)は積極的に責任投資を行う年金基金の一つである。彼らは母体企業である British Telecom と投資原則書（The Statement of Investment Principles）を策定し、責任投資にコミットしている。BTPS は、責任投資の担当者を配置し、サステナビリティ、スチュワードシップや議決権行使に関する詳細なポリシー（BTPS Sustainability Policy<sup>3</sup>、BT Pension Scheme Voting Policy<sup>4</sup>）を策定、公表している。

他方、LAPFF は、複数の地方公的年金基金で組織するフォーラムである。彼らは、PIRC をパートナーとして、エンゲージメントする企業（主に英国企業）やテーマ等を検討する。傘下の年金基金は、LAPFF を通じてスチュワードシップ責任を果たしている。

<sup>3</sup> 以下のウェブサイトよりダウンロードできる（<http://www.btpensions.net/156/responsible-investment>）

<sup>4</sup> 以下のウェブサイトよりダウンロードできる（<http://www.btpensions.net/151/voting-disclosure>）

#### 4. 英国機関投資家のスチュワードシップ活動

日本のスチュワードシップ・コードにおいて、スチュワードシップ活動は、主に機関投資家による企業との対話（エンゲージメント）と議決権行使を指す。また、機関投資家にはスチュワードシップ活動に関する報告（開示）も求められている。これらは先駆者の英国でも同様である。そこで、本章では、英国におけるスチュワードシップ活動の取り組みとその開示について紹介する。

##### （1）スチュワードシップ活動と投資判断との関係に関する解釈と英国機関投資家の考え

年金基金が運用機関に運用委託していることを前提とした場合、議決権行使やエンゲージメントといったスチュワードシップ活動と投資判断との関係について、二つの解釈が考えられる。一つは、スチュワードシップ活動は、アセット・オーナー自身の責任として行うという考え方、もう一つは、スチュワードシップ活動は運用機関の責任として行うという考え方である。

英国でヒアリングした結果は、後者の考え、すなわちスチュワードシップ活動は運用機関の責任として行うべきであるという考え方が多勢を占めていた<sup>5</sup>。これは、年金基金、運用機関双方の意見である。その理由について、彼らは以下のように述べている。

##### 【年金基金の意見】

- ・ 各々の運用機関に運用委託している場合、投資判断は、個々の運用機関に任せているわけで、その投資判断に議決権行使も含まれていると考えている。それだけ運用機関は企業のことを詳しく調べており、企業のことを知らない年金基金が議決権行使のみ行うというのはおかしい。
- ・ 責任投資の観点から、スチュワードシップ活動は投資に組み入れられるべきである。

##### 【運用機関の意見】

- ・ 売買だけを運用機関が行い、スチュワードシップ活動をそれ以外が行うというのは、市場に誤ったメッセージを送ることになる。
- ・ スチュワードシップ活動は投資の合理性をサポートするものである。
- ・ 運用機関は、スチュワードシップ活動も運用サービスの一環であると考えている。

##### （2）アセット・オーナーは運用機関をモニタリングする役割がある

BTPS は、運用機関の選定項目の一つに、スチュワードシップ責任を果たす能力を掲げている。彼らは、議決権行使やコーポレートガバナンスについて、自らの方針と委託運用機関の方針との整合性を確認するため、四半期ごとに、委託先運用機関からその活動状況の報告を受けている。BTPS の議決権行使方針<sup>6</sup>が運用機関の行使結果と異なっている場合、その説明を求めている。

<sup>5</sup>アセット・オーナー自身が行うケースには、専門的な知識のある担当者がある場合や、上述の LAPFF のケースが当てはまる。

<sup>6</sup> BT Pension Scheme Voting Policy によると、BTPS の Voting Policy は Hermes Equity Ownership Services (Hermes EOS)

NAPF は、アセット・オーナーによるスチュワードシップ活動のモニタリングをサポートしている。スチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワーク（図表 4 参照）は、運用機関が英国スチュワードシップ・コードの各原則に沿って、自社の取り組みを自己評価するというものである。このフレームワークは、主にアセット・オーナーが委託運用機関の選定に使うことを目的としている。運用機関は、フレームワークにある各原則に関する取り組みについて、どの位置にあるのかを、A～D のカテゴリの中から選択する。これにより、アセット・オーナーは、各運用機関のスチュワードシップ・コードに沿った各取り組みの状況を一目で確認することができる。なお、その自己評価結果は NAPF のウェブサイト<sup>7</sup>で公表されている。スチュワードシップ・アカウントビリティ・フォーラム<sup>8</sup>は、アセット・オーナーが運用機関のスチュワードシップ活動をモニタリングする場であり、アセット・オーナーは、運用機関の取り組みについて質問を投げかける。このように、英国では、スチュワードシップ活動が形骸化しないようにするための工夫が施されている。

図表 4 スチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワーク（一部）

カテゴリ	スチュワードシップ・カテゴリ				
	A	B	C	D	
透明性 (public transparency) 原則1および7	スチュワードシップ・ポリシーの開示	スチュワードシップ・ポリシーを直近12か月以内にレビュー、更新している。ポリシーは、自社のウェブサイトを利用し、すべての資産クラス、自社が運営する地域を網羅している。	スチュワードシップ・ポリシーを直近12か月以内にレビュー、更新している。自社のウェブサイトを利用している。	スチュワードシップ・ポリシーを直近2年以内にレビュー、更新している。自社のウェブサイトを利用している。	スチュワードシップ・ポリシーを公に開示していない。
	スチュワードシップの開示レベル	開示について以下のことが十分であるとみなせる： 1)投資先企業に、いつ、どんなテーマで誰とエンゲージメントを行ったのが（事前に）分かるようにしている。 2)顧客が運用プロダクトごとにスチュワードシップのアプローチが区別できるようにしている。	開示について以下のことが十分であるとみなせる： 1) 投資先企業に誰とエンゲージメントしたのが分かるようにしている。 2) 顧客が企業のスチュワードシップのアプローチが分かるようにしている。	スチュワードシップ・ポリシーと企業のウェブサイトの利用方針の簡単なサマリーがある。エンゲージメントでの要求事項に関する基本的なコンタクトに関する詳細がある	スチュワードシップに関する開示をしていない

出所: NAPF より当社作成

### (3) コーポレートガバナンス・議決権行使方針の状況

訪問した機関投資家は、自ら議決権行使方針やコーポレートガバナンス・ポリシーを策定している。BTPS や AXA IM では、グローバル共通の方針と地域別の方針がある。この理由として、コーポレートガバナンスの考え方は一様（ユニバーサル）であるが、実際にはすべての地域でその考えを適用することが難しく、個々の株式市場を考慮した方針が必要であるとしている。

に委託(outsorce)している。

<sup>7</sup>スチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワークの詳細については下記リンク先参照

(<http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/Corporate-Governance/Stewardship/Stewardship-disclosure-framework.aspx>)

<sup>8</sup>スチュワードシップ・アカウントビリティ・フォーラムの詳細については下記リンク先参照

(<http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/Corporate-Governance/Stewardship/Stewardship-disclosure-framework/NAPF-Stewardship-Accountability-Forums.aspx>)

一方、Newton の場合、コーポレートガバナンスに関する指針<sup>9</sup>はあるが、議決権行使の方針はない。議決権行使は投資の合理性をサポートする手段であり、投資先ごとに戦略的に行使しているという。Newton が特定の懸念事項に反対する（反対票を投じる）ことは、すなわち少数株主の利益と一致していないことを意味するという。

#### （４）英国におけるプロキシ・アドバイザーの活用

英国では、プロキシ・アドバイザーには、ISS やグラスルイスのようなグローバルに拠点を持つ業者（グローバル・アドバイザー）とローカル（この場合、英国）で活躍する業者（ローカル・アドバイザー<sup>10</sup>）が存在する。グローバル・アドバイザーは、他国のレポートや議案、各議案の賛成・反対に関する推奨やアニュアルレポートなどを提供し、一方、ローカル・アドバイザーは、主に英国企業の詳細なレポートの他、取締役会議長や社外取締役との面談結果などを提供している。これらの活用方法について、例えば AXA IM では、グローバル・アドバイザーとローカル・アドバイザーの両方を活用しているという。今後はローカル・アドバイザーの活用を増やしたいとも考えている<sup>11</sup>。

次に、プロキシ・アドバイザーの活用方法についてヒアリングしたところ、情報収集や、議決権行使に関する一般論の確認のために活用しているという。その他にも、利益相反の問題がある企業（投資先の企業の年金基金が顧客である場合など）については、第三者の立場としてプロキシ・アドバイザーの判断に任せているという。

現実の問題として、英国では株主総会が 3 か月ほどの間に集中していることから、議決権行使までの時間が限られている。そのため、一つ一つの議案を吟味することが難しい。英国機関投資家は議決権行使について、プロキシ・アドバイザーに頼らざるを得ない状況にある。

他方、英国企業は、このようなプラクティスに対して、機関投資家がプロキシ・アドバイザーの推奨を鵜呑みにして投票している（‘unthinking voting’）のではないかと懸念している（FRC(2015)）。こうした意見を反映させるため、英国のスチュワードシップ・コードでは、プロキシ・アドバイザーもコードの適用範囲とし、機関投資家にプロキシ・アドバイザーの利用方針を明確に示すことを推奨している。また、プロキシ・アドバイザーには自らのアプローチに関する透明性を高め、公開するように求めている<sup>12</sup>。

#### （５）共同エンゲージメント

英国の経済学者である John Kay 教授は、2012 年に英国政府から委託を受けて報告した“ The Kay

<sup>9</sup> Newton では“Responsible investment policies and principles”においてガバナンスに限らず環境・社会に関するポリシーなどをウェブ上で公表している。（<http://www.newton.co.uk/uk-institutional/special-document/ri-policies-procedures/>）

<sup>10</sup> このようなローカル・アドバイザーには、英国を拠点とした運用機関が加盟する組織団体である Investment Association(以降、IA)の傘下にある IVIS などが代表される。

<sup>11</sup> 日本についてはローカル・アドバイザーがないため、グローバル・アドバイザーを活用せざるを得ないという意見も寄せられた。

<sup>12</sup> FRC(2015)における言及。



Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making”（いわゆる“Kay Review”）の中で、共同エンゲージメントを促すフレームワークとして、機関投資家のための共同フォーラム、いわゆる投資家フォーラムの設立を奨励した。翌年には、NAPF、運用機関の組織団体 Investment Management Association（以降 IMA）<sup>13</sup>、保険会社の組織団体 Association of British Insurers(以下、ABI)などが、投資家フォーラム設立に向けたワーキンググループ（“The Collective Engagement Working Group”）を発足させ、その役割などについて協議した<sup>14</sup>。その後、2014年10月に、投資家フォーラム（正式には“the Investor Forum”）が設立された。

投資家フォーラムには（会員である）機関投資家間の協働や、英国企業（現在は FTSE100 の銘柄に限定）へのエンゲージメントを促進する(facilitate)という役割がある。例えば、ある運用機関から共同エンゲージメントが提案されると、投資家フォーラムは、他の運用機関にその提案を報告し、当該エンゲージメント<sup>15</sup>に協働するかを確認する。

#### （6）スチュワードシップ活動に関する開示

BTPS では、議決権行使結果やエンゲージメントの実施状況を自社のウェブサイトで公表している。まず、議決権行使については、サマリーに加え、企業名、国名、総会の日付といった基本情報、投票の状況（「すべて賛成」「反対」「行使なし」など）、反対票に投じた議案の番号とその理由（「取締役会構造全体への懸念」「報酬と適切なパフォーマンスとの連動が明らかに失敗」など）を開示している<sup>16</sup>。エンゲージメントについては、図表5のように当該四半期のエンゲージメントを行った件数、ESGのテーマとその割合を掲載している。その他に、地域別の ESG テーマの割合なども掲載している。

<sup>13</sup> IMA は、2014年にABIの一部門(the Investment Affairs Division)と合併し the Investment Association (IA)となった。

<sup>14</sup> ワーキンググループでは議論された内容を基にレポート（“Report of the Collective Engagement Working Group – Dec 2013”）を公表している。

[http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/0361\\_report\\_of\\_the\\_collective\\_engagement\\_working\\_group\\_Dec\\_2013.aspx](http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/0361_report_of_the_collective_engagement_working_group_Dec_2013.aspx)

<sup>15</sup> エンゲージメントはプライベートに行われているため、現段階ではエンゲージメント先などについて公にされていない。

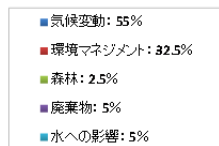
<sup>16</sup> 議決権行使結果については以下のサイトからダウンロード可能である。

<http://www.btpensions.net/151/323/voting-disclosure>

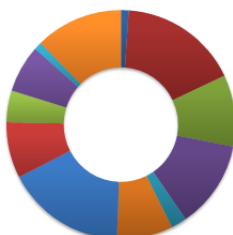
図表 5 BTPS のエンゲージメント結果に関する開示

当四半期は、BTPSが保有する株式、債券の発行体140社と、346のESGの問題について、エンゲージメントが行われた。

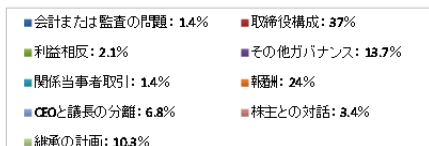
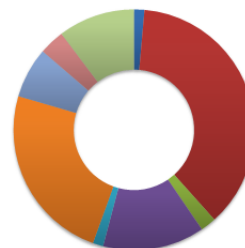
環境問題は当四半期に行われた全エンゲージメントの11.6%にあたる。



社会問題は当四半期に行われた全エンゲージメントの27.4%にあたる。



ガバナンスは当四半期に行われた全エンゲージメントの42.2%にあたる。



出所: BTPS-Engagement Statistics-2014 Q4 より当社作成

LAPFF は、自ら個別企業のエンゲージメントに関与する<sup>17</sup>だけでなく、株主総会に出席<sup>18</sup>するなど公の場で、アセット・オーナーとして積極的にエンゲージメントを行っている。これらの内容については、アニュアルレポートから確認することができる。具体的には、BTPS と同様、四半期に一度、エンゲージメントに関するレポートを公表し、さらにアニュアルレポートも公表している。また、アニュアルレポートでは、エンゲージメントの完了した企業とそのテーマを具体的に掲載している。さらに、エンゲージメントした相手の職位（議長、社外取締役、執行役など）、エンゲージメントの方法（株主レター、ミーティング、総会出席等）なども図表で掲載している<sup>19</sup>。

一方、運用機関を見ると、Newton では、議決権行使の状況やエンゲージメントを四半期に一度公表している<sup>20</sup>。議決権行使結果については、賛成・反対等の全体の比率、地域別（英国、ヨーロッパ、北米、日本など）での賛成・反対の比率、反対した議案のタイプ（取締役会構造、報酬の方針等）、さら

<sup>17</sup> LAPFF は PIRC とエンゲージメントに関するパートナーシップ契約を結んでいる。

<sup>18</sup> 英国の場合は、実質的な株主であったとしても、カストディアンからの許可が下りるか、もしくは 1 株でも実質的に株式を保有することにより、株主総会に参加することが可能である。そのため LAPFF の理事（すなわち年金基金の理事）が株主総会に出席することも可能である。

<sup>19</sup> アニュアルレポートについては、下記のリンク先からダウンロードできる。

(<http://www.lapfforum.org/LNews/Publications/annual-reports/files/LAPFFreport2014draft3small.pdf>)

<sup>20</sup> Newton の責任投資のサイトから確認できる。

(<http://www.newton.co.uk/uk-institutional/thought-leadership/responsible-investment/>)

には企業ごとに議決権行使結果と議案に反対した詳細な理由、株主提案の理由などを開示している（反対に投じた理由について、下記の事例参照）。エンゲージメントに関する開示では、個別企業（企業名を明かす場合と明かさない場合があるが）のエンゲージメントの内容が掲載されている。例えば、その企業の保有形態（株なのか債券なのか）を示した上で、企業の誰にどのようなテーマについてどんなエンゲージメントを行い、相手の担当者はどのような回答または対応に至ったのかを示している。この報告書から、一つの企業に対して一つのテーマだけエンゲージメントするとは限らず、複数のテーマについてエンゲージメントを行っていることが分かる。

**【事例：日本企業 A 社の監査委員議長への反対表明】**

Newton は、日本企業 A 社の監査委員会の議長を執行役が担当している点について、懸念を持っている。最低でも、監査委員会の議長は独立社外取締役とすべきであり、Newton は、この執行役の再任に対して反対を投じた。（“Q2 2015 Responsible Investment: Environmental, social and governance(ESG) activities”より一部抜粋※実際には企業名が掲載されている）

## 5. 日本企業のコーポレートガバナンスのテーマに関する英国機関投資家の見解

日本のコーポレートガバナンス・コードが策定・公表される以前から、海外機関投資家は、日本企業のコーポレートガバナンスの問題点を指摘している。今回の調査では、コーポレートガバナンス・コードで取り上げられているテーマを中心にヒアリングを行った。以下では、各テーマごとに紹介する。

### （1）株式持ち合いに関する意見

英国機関投資家は、株式持ち合いの中でも、買収防衛策<sup>21</sup>としての持ち合いや利益相反となるような持ち合い（例えば、韓国の財閥グループ同士による持ち合いなど）に対しては、明確に反対の立場をとっている。また、過去の遺産として持ち合い株式が残っていることにも懸念を示している。

彼らはまた、株式持ち合いに関する経済的な合理性をチェックしたいと考えている。株式持ち合いが相手企業への投資であると捉えた場合、双方の企業は互いの利益を享受していることになる。問題は、そのことが少数株主の利益と一致しているのかという点である。例えば、ビジネス・アライアンス上の持ち合いをしているのであれば、目的や効果に関する説明が必要となる。単純に「取引関係のため」という理由を濫用し続けることは、不信感へとつながる恐れがある。

ヒアリングした英国機関投資家は、少数株主が不利となる持ち合いには、明確に反対の立場をとっており、その持ち合いにどれだけ経済的な意味があるのかを示すべきだと指摘している。

<sup>21</sup> 英国の機関投資家は、買収防衛策については原則反対している。

## (2) 資本効率性 (ROE、現金保有、株主還元) に関する説明責任を求めている

英国機関投資家は、日本企業の ROE が低いことと同時に、エクセス・キャッシュ (過剰な現金保有) に関する方針がないこと、株主還元策が明確でないことを問題視している。他に投資する機会がないのであれば、配当で還元することを求めている。

ただし自社株買いについては、英国機関投資家は反対する可能性がある。この理由として、自社株買いが、高額な経営者報酬の引き金になる可能性を挙げている。例えば、経営者報酬が ROE や EPS といった財務指標と連動している場合、経営者は報酬を上げようと自社株買いを選好する可能性があるからである。

まずは、保有現金の利用や株主還元に関する施策を説明する必要があり、その施策が経営者報酬を (極端に) 増やす動機付けにならないようにする必要がある。

## (3) (独立) 社外取締役に関する次の課題は「3名以上」と「クオリティ」

英国機関投資家の一部は、日本のコーポレートガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役を2名以上からスタートしたことを評価している。一方、彼らは、日本企業の次のステップとして、3名以上 (または三分の一以上)、もしくは過半数を求めている。これは、独立社外取締役が経営者をモニタリングする際の影響力を行使するために必要な人数として考えている<sup>22</sup>からである。

そもそも英国機関投資家は、独立社外取締役に対して、少数株主の代弁者として経営陣の意思決定に疑問を投げかけていくことを求めている。そのため、独立社外取締役には一定のクオリティ (知識、課題の認識、ビジネスの見通しに関する見識) が求められる。

以上から、日本企業の独立社外取締役には、経営陣をモニタリングするための十分な数 (3名以上) と、適切なクオリティが求められることになる。企業は、社外取締役が適切な人材であることを説明するために、その社外取締役のプロフィールや役割などを明確に示す必要がある。

## (4) 効果的かつ効率的な取締役会を実践するには

コーポレートガバナンスの分野では、効果的な取締役会の条件の一つに、多様性が挙げられる。多様性には、取締役の知識や経験、見識に限らず、性別も含まれる。英国のコーポレートガバナンス・コードによると、多様性のある取締役会には、創造性やイノベーションの妨げとなる集団思考 (groupthink)<sup>23</sup>を防ぐ効果が期待されている。

英国機関投資家へのヒアリングにおいても、取締役会の多様性は効果的な取締役会の条件として挙げ

<sup>22</sup> 「3名以上 (または三分の一以上)」という数値は、ACGA (Asian Corporate Governance Association) が 2008 年にコーポレートガバナンスに関する日本企業への提言書として公表した “White Paper on Corporate Governance in Japan” の中で、独立社外取締役の導入については、「可及的速やかに 3 名以上、中期的には 1/3、長期的には少なくとも 1/2 まで増やす」ことを求めており、一部の海外機関投資家がこの提言に賛同している。

<sup>23</sup> 集団思考とは凝集性の高い集団が、集団内での意見の一致を過度に追及して批判的な意見を排除したり、集団の能力を過大視してリスクを甘く見積もったりすることによって、愚かな意思決定を行ってしまうことを意味する (池田他 (2012) 「社会心理学」より抜粋)。

られており、多様であるだけでなく、そのバランスも重要とされている。ここでのバランスとは、「業務執行取締役と非業務執行取締役（独立社外取締役）の割合」と「独立社外取締役のプロフィール」という二つのバランスがある。

「業務執行と非業務執行のバランス」は、前述のように、経営者に対するモニタリングの有効性に影響する。例えば、コーポレートガバナンス・コードが要求する独立社外取締役2名では、内部取締役の数と比較するとバランスが悪く、経営者に対するモニタリングが弱いという見方もある。

「独立社外取締役のプロフィール」のバランスは、彼らの知識や経験のバランスのことを指す。実際、ある英国の企業では、銀行出身者ばかりを独立社外取締役として選任していることがあった。これでは、独立社外取締役の見識が偏ってしまい、経営者の出す判断に対して、適切にモニタリングできない恐れがある。今回ヒアリングした英国機関投資家は、この二つのバランスを充実させることで、効果的な取締役会を実践することが可能であろうと指摘している。

加えて、取締役会には、指名、報酬、監査といった委員会に限らず、取締役会の運営上必要な委員会（環境や社会問題に対応する委員会など）を設けることも勧めている。こうした委員会を設置することは、取締役会の効率化（非業務執行役員の役割が明確になるなど）につながるとしている。

#### （5）投資家が役員報酬を考える際の二つの視点

英国では、取締役の報酬方針について、拘束力のある株主総会決議が必要であるため、企業の役員報酬は株主との対話の重要なテーマとなっている。英国の機関投資家は、役員報酬を判断する上で、二つの視点を持つ。一つは、役員報酬の絶対額という視点である。米国や英国では、役員報酬が過度に高額であることが問題視されている。もう一つは、役員報酬が適切な評価を基に決定されているのか、具体的には、業績連動報酬や株式報酬が適切にインセンティブ付けられているのかという視点である。

業績連動部分については、「株式報酬が良い」とする意見の他、「パフォーマンスを測定する期間が短期的である<sup>24</sup>」とする意見、「固定報酬そのものが高額であるため、業績連動部分が役員の動機づけとなっていない」とする意見など、混在している。つまり、英国機関投資家の中でも、株主と利害を一致させる最適な業績連動報酬が一意に存在していないことを示唆している。

なお、英国の機関投資家のヒアリングによると、日本の役員報酬については、欧米に比べれば少額であることから、優先順位が低い項目として扱われている。

#### （6）コーポレートガバナンス・コードに関する英国から日本への示唆

英国コーポレートガバナンス・コードは、効果的な取締役会のプラクティスとして位置付けられており、一種のベストプラクティスに相当する。ただ、企業それぞれに適した形があり、それを基にコードにコンプライ（遵守）するか否かを検討する必要がある。だが、実際のところ、英国上場企業（FTSE350対象企業）のほとんどが、コーポレートガバナンス・コードにほぼコンプライしている。FRCの報告に

<sup>24</sup> 長期連動報酬の測定期間が、3年や5年としても、それが「長期」と言えるのか疑問であるという意見もあった。

よれば、すべてにコンプライする、またはコンプライしない項目が少なくとも2つまでである企業が、全体の94%を占めている<sup>25</sup>。この結果からも分かるように、英国では、企業がコードに安易にコンプライしているのではないかと、言い換えれば、どの企業も外形標準を揃えるだけで、実質的な中身が伴っていないのではないかと懸念がある。同様のことは、日本でも起きる可能性があることから、一部の英国の機関投資家は、コンプライしていない項目について、日本企業がどのようにエクスプレイン（説明）するのかに注目している。

#### （7）日本語のみの情報開示がもたらすこと

英国の機関投資家は、株主総会議案や議決権行使が日本語のみの開示になっていることを指摘している。企業の情報が日本語のみでの開示である場合、英国機関投資家は、プロキシ・アドバイザーが提供するレポートや翻訳された情報を活用する。つまり、機関投資家の受け取る情報にはプロキシ・アドバイザーの考え方などが反映されている可能性があり、したがって、本来の企業のメッセージとは異なるメッセージを受け取るリスクがある。こうしたリスクを排除するためにも、英語による情報開示は必要である。自社が英語で情報開示することにより、少なくとも他者の考えが反映されることなく、（海外の）機関投資家に対して、直接情報提供することが可能となる。

## 6. 考察

本稿では、英国のスチュワードシップ活動の状況と彼らの日本企業のコーポレートガバナンスに関する見解を示してきた。以下では、日本への示唆を考える。

英国では、運用機関とアセット・オーナーは、インベストメント・チェーンの中で、スチュワードシップ活動に関するそれぞれの役割があると考えている。例えば、アセット・オーナーが運用機関に運用委託する場合、スチュワードシップ活動の最終意思決定についても運用機関に任せ、アセット・オーナーは（委託先）運用機関の運用パフォーマンスとともに、スチュワードシップ活動についてもモニタリングを行う。運用機関は、投資判断と切り離すことなく議決権行使やエンゲージメントを行っている。

また、英国では、スチュワードシップ活動をただこなすだけでなく、その説明責任を公の場で果たすことも求められている。アセット・オーナーは、議決権行使の方針やコーポレートガバナンスの方針、議決権行使の結果や（委託先が行った）エンゲージメントの集計結果などについて、ウェブサイトなどで公表している。一方、運用機関は、アセット・オーナーへの説明責任を果たすため、議決権行使に関する具体的な理由やエンゲージメントに関する具体的な取り組みなどについても開示している。それだけではなく、アセット・オーナーによる運用機関へのモニタリングを補完するシステム（スチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワークやスチュワードシップ・アカウンタビリティ・フォーラムなど）も整備されている。

日本のスチュワードシップ・コードでは、機関投資家は顧客や受益者に対し、スチュワードシップ活

<sup>25</sup> FRC (2015) 参照。

動の取り組み状況を定期的に報告すること（原則 6）を求めているが、それを開示することについては求めている。スチュワードシップ・コードを表明した日本の機関投資家によるスチュワードシップ活動に関する情報開示について、呂（2015）によると、議決権行使の方針の開示については、年金基金は半数に満たない程度、運用機関はようやく半数を超えた状況である。また、エンゲージメントに関する開示では、公的年金基金と運用機関によるエンゲージメントの開示状況が紹介されており、それによると、企業名等を伏せた形でのエンゲージメントの内容とその成果、エンゲージメント全般の総括などが開示されている。今後日本の機関投資家が、スチュワードシップ活動やその報告書を改善していく上で、英国機関投資家のスチュワードシップ活動の実践的な取り組みを開示しているコンテンツなどは参考になるであろう。例えば、日本国内のスチュワードシップ活動の報告には、エンゲージメントの具体的な報告（誰にどのような提案をしたのか）や取り上げたテーマの種類とその数などに関する情報が不足している。また、議決権行使結果についても、日本では、議案ごとの賛成・反対比率に関する開示に留まるが、英国では、各企業の議案ごとの賛成・反対の状況、さらにはその理由まで詳細に開示している。

さらに、日本では、運用機関のスチュワードシップ活動をアセット・オーナーがどのようにモニタリングするののかという点については、議論されていない。この発展的な課題については、NAPF のスチュワードシップ・ディスクロズ・フレームワークやスチュワードシップ・アカウントビリティ・フォーラムの取り組みが参考になるであろう。

また、英国機関投資家へのヒアリングから、日本企業が効果的かつ効率的な取締役会の仕組み作りを行うためのヒントが得られた。具体的には、取締役会による経営者のモニタリングを機能させるために、独立社外取締役を増やすだけでなく、クオリティの高い独立社外取締役を選任する必要がある。その際、多様な人材をバランスよく選任することが肝要である。また、取締役会を効率的に運営するという観点からは、取締役会の中で（諮問）委員会を設けるということも必要となろう。このような施策により、社外取締役それぞれの役割も明確になると考える。

最後に、英国では、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードといった原則主義をベースとした取り組みに関しては、当事者によるコードの形骸化ということがリスク要因として捉えられている。例えば、コーポレートガバナンスが経営者の意思決定をモニタリングするためのフレームワークであるとした場合、本来、効果的なコーポレートガバナンスの仕組みは、個々の企業ごとにそれぞれ存在するはずである。だが、現実には、フル・コンプライする（またはフル・コンプライを目指す）企業が多く、企業が実質的に効果的なコーポレートガバナンスを選択しているのかという疑問が生じる。またスチュワードシップ活動についても、本来、受託者責任の一環として長期的なパフォーマンス向上を目的とした活動であるはずが、形式的なエンゲージメントに留まるなど、形骸化するリスクがある。

したがって、企業と（少数）株主との間、もしくはアセット・オーナーと（受託した）運用機関との間で、それぞれのコードにコンプライした項目（コンプライしていない項目も含め）の成果や運営上の

効率性について、チェックしていくことが肝要であるとする。まずは、企業及び機関投資家の双方が、個々の取り組みについて、透明性の高い情報開示をしていくことがファースト・ステップとなろう。

#### 参考文献

FRC (2015) “Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014”,

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardsh.pdf>

寺山恵 (2015) 「機関投資家のスチュワードシップ責任と ESG 投資～ESG 投資の歴史から日本版スチュワードシップ・コードを理解する」日興リサーチレビュー2015年8月号,

[http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2015/08/rr201508\\_0001.pdf](http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2015/08/rr201508_0001.pdf)

呂潔 (2015) 「日本版スチュワードシップ・コード(1)～導入から1年 機関投資家の開示状況に関する調査～」日興リサーチレビュー Short Review 2015年9月号