

英国スチュワードシップ・コード 2020 の概要

Research Clip
2020年1月社会システム研究所
アナリスト 高橋 龍生

リサーチ・クリップでは、最近関心の高まっている環境問題、企業の従業員・地域社会といった様々な社会との関わりなどに関する記事や、国内および海外における公募投信（以下、ファンド）の最新情報を紹介します。

■2019年10月24日、英国財務報告評議会(以下、FRC)は、「The UK Stewardship Code 2020」を公表した。今回の改訂の重要ポイントは、気候変動を含む ESG をどのように投資にインテグレーションしていくのかに関する原則が追加された点と、投資対象が英国株に限定されず、全てのアセットクラスがコードの対象となった点である。また、同コードではアセットマネージャー及びアセットオーナーに求める原則とサービスプロバイダーに求めるコード原則が分けられている。それらの改訂によって、「The UK Stewardship Code 2020」では原則が合計 18 項目となり、7 項目だった「The UK Stewardship Code 2012」と比べて大幅に原則項目が増加した。

1. スチュワードシップの定義

英国ではリーマンショックの経験から企業のガバナンス強化が必要とされ、2010年にコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードが導入された。コーポレートガバナンス・コードが取締役会の責務に関する諸原則である一方で、スチュワードシップ・コードは機関投資家のスチュワードシップ責任に関する諸原則である。英国のスチュワードシップ・コードでは、機関投資家がスチュワードシップ責任としてモニタリングや議決権行使を通して、投資先企業のガバナンスの向上に貢献することが意図されている。

2012年版コードにおける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、企業の長期的な成功を促進すること**」とされている。その上で、具体的なスチュワードシップ活動に関して、「投資家にとって、スチュワードシップは単に議決権行使を行うことだけではない。企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成及び文化や報酬を含むコーポレートガバナンスといった重要課題に関するモニタリングやエンゲージメントが活動に含まれるであろう」と述べられている。したがって、2012年版コードでは、主に“コーポレートガバナンス”に焦点が当てられており、機関投資家による議決権行使やエンゲージメント活動によって、投資先の企業価値を向上させることで、受託者責任を果たすことが目的であった。

しかし、改訂された「The UK Stewardship Code 2020(以下、2020年版コード)」におけるスチュワードシップの定義は、「**経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するための責任ある資本の配分、管理、監督である**」とされた。つまり、署名機関が顧客や受益者の価値を創造すること自体が、同時に経済、環境及び社会にとっての持続可能な便益に繋がっていないなければならない。これは、2012年版コードにおけるスチュワードシップの定義が拡張され、「ガバナンス」だけではなく「環境」や「社会」も含めた“ESG”の考慮が投資家に求められるようになったことを示唆している。今回の改訂で“ESG”について明示的に言及したことは画期的と言えるだろう。

そして、今回の改訂で投資対象が英国株に限定されなくなった。先述の通り2012年版コードは英国企業のガバナンスの向上を意図していたため、英国株に投資している機関投資家を対象としていた。しかし、顧客や受益者から運用を受託している機関投資家は、当然ながら英国株以外の様々な国やアセットクラスに投資を行っている。そのため、改訂されたスチュワードシップの定義にある「**顧客や受益者の長期的な価値を創造するための責任ある資本の配分**」という観点から、投資対象を英国株に限定することは難しい。また、FRCは2020年版コードのイントロダクションで、「最初のスチュワードシップ・コードの公表以降、投資市場は著しく変化した。債券、不動産、インフラストラクチャー等の上場株式以外の資産への投資も増大した」と述べている。したがって、上場株式投資を前提に英国企業のガバナンスに焦点を当てていた2012年版コードとは違い、2020年版コードでは経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような責任ある資本の配分、管理、監督に焦点を当てている。そのため、2020年版コードは年金基金のフィデューシャリーデューティーをより意識していると言えるだろう。

2. スチュワードシップ・コードの原則

今回のスチュワードシップの定義の拡充に伴って、原則にも改訂が行われた。大きな変更点は3つある。まず、コード原則がアセットオーナー及びアセットマネージャー用とサービスプロバイダー用に分けられた点である。アセットオーナー及びアセットマネージャーに対しては12原則、議決権行使助言会社や年金コンサルティング会社等のサービスプロバイダーに対しては、6原則が定められた。2012年版コードは、“機関投資家”を対象としていたが、今回の改訂では具体的に“アセットオーナー及びアセットマネージャー”を対象としている。この背景には、“機関投資家”が具体的に誰なのかが曖昧だった点が挙げられる。

また、今回の改訂でサービスプロバイダーが明確にコード原則の適用対象となった。機関投資家がスチュワードシップ活動の一環として投資先企業に対して議決権を行使する際に、議決権行使助言会社にその助言を受けている場合が多く、資本市場におけるその影響力を無視できないためである。

最後に、アセットオーナー及びアセットマネージャーに対するコード原則が、「目的とガバナンス」「投資アプローチ」「エンゲージメント」「権利と責任の行使」の4項目に分けられた。後者2項目の内

図表 1 英国スチュワードシップ・コード 2020 — アセットオーナー及びアセットマネージャー —

目的と ガバナンス	原則1	署名機関の目的、投資哲学、戦略及び文化が、経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するスチュワードシップを可能にする。
	原則2	署名機関のガバナンス、資源及びインセンティブがスチュワードシップをサポートする。
	原則3	署名機関は、顧客と受益者の最善の利益を最優先にするために利益相反の管理を行う。
	原則4	署名機関は、十分に機能する金融システムを促進させていくために市場全体及びシステミックなリスクを特定し、対応する。
	原則5	署名機関は、方針をレビューし、プロセスを確認し、活動の実行性を評価する。
投資アプ ローチ	原則6	署名機関は、顧客と受益者のニーズを熟慮し、スチュワードシップと投資に係る活動とその成果を伝える。
	原則7	署名機関は、責任を全うするために環境、社会、ガバナンス及び気候変動も含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。
	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リングし、責任を問う。
エンゲージ メント	原則9	署名機関は、資産価値の維持又は向上のために発行体企業とエンゲージメントを行う。
	原則10	署名機関は、必要であると判断された場合には、発行体企業に影響を与えるために協働的なエンゲージメントに参加する。
	原則11	署名機関は、必要であると判断された場合には、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、責任を全うする。

(出所) 「The UK Stewardship Code 2020」より日興リサーチセンター作成

図表 2 英国スチュワードシップ・コード 2020 — サービスプロバイダー —

原則1	署名機関の目的、戦略及び文化は、効果的なスチュワードシップの促進を可能にする。
原則2	署名機関のガバナンス、人的資本、資源及びインセンティブは、効果的なスチュワードシップの促進を可能にする。
原則3	署名機関は、利益相反を特定、管理し、顧客の利益を最優先にする。
原則4	署名機関は、十分に機能する金融システムを促進させていくために市場全体及びシステミックなリスクを特定し、対応する。
原則5	署名機関は、環境、社会、ガバナンスの重要課題を熟慮し、どのような活動をしているのかを伝え、顧客のスチュワードシップと投資の統合をサポートする。
原則6	署名機関は、方針をレビューし、プロセスを確認する。

(出所) 「The UK Stewardship Code 2020」より日興リサーチセンター作成

容に関しては2012年版コードの原則でも触れられているので、ここでは前者2項目に着目したい。

「目的とガバナンス」「投資アプローチ」における原則1、4、7では、“ESG”に関する内容が新たに加わった。原則1では、「署名機関の目的、投資信念、戦略及び文化が、経済、環境及び社会にとって持続可能な便益に繋がるような、顧客や受益者の長期的な価値を創造するスチュワードシップを可能にする。」とされ、原則7には「署名機関は、責任を全うするために環境、社会、ガバナンス及び気候変動も含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。」と述べられている。また、原則4でも「署名機関は、十分に機能する金融システムを促進させていくために市場全体及びシステムミックなリスクを特定し、対応する。」と述べられているように、とりわけ、気候変動をシステムミックリスクとして捉え、投資にインテグレーションしていくことが署名機関に求められた。もし、気候変動を投資にインテグレーションしない場合には、署名機関はその理由を説明しなければならない。

3. コードへの署名方法

新コードは2020年1月1日から導入が開始されている。新コードへの署名に関しては、過去1年間に渡って同コードに準拠しているかどうかを記載したスチュワードシップレポートをFRCに提出する必要がある。ただし、同コードはソフトローである「Comply or Explain」を採用しており、原則に準拠しない場合にはその理由が説明されていなければならない。FRCは、2016年から署名機関によって提出されたスチュワードシップレポートの記載内容が適切かどうかを検討し、格付けを行っている。具体的な格付けとして、FRCはTier1とTier2でスチュワードシップレポートのランク付けを行っている。現在、「the 2012 UK Stewardship Code」の署名機関数は図表3の通りである。署名機関がTier1に所属するためには、スチュワードシップレポートにおいて、コードへのコミットメントが明示されており、質及び透明性の高い報告を行う必要がある。Tier2では、同コードに準拠しない場合に求められる「Explain」が不十分な署名機関が所属することとなり、改善が求められる。過去にFRCは、スチュワードシップレポートの改善がなかった署名機関を除名している。アセットオーナーにとっては、同コードのランクによって運用委託先のアセットマネージャーを選別することができる。

図表3 「the 2012 UK Stewardship Code」署名機関数

	Asset Managers	Asset Owners	Service Providers
Tier1	121	83	12
Tier2	58	33	0

(出所)「Tiering of 2012 Stewardship Code Signatories」より日興リサーチセンター作成

(参考) 英国スチュワードシップ・コード 2012

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べきかについての方針を公表すべきである。
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の管理に関する堅固な方針を策定し公表すべきである。
原則3	機関投資家は、投資先の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どのようなときに、どのように強化していくのかに関する明確なガイドラインを策定すべきである。
原則5	機関投資家は、適切であると判断された場合には、他の投資家と協調して行動をとるべきである。
原則6	機関投資家は、議決権行使及びその行使結果の開示に関する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及び議決権行使活動に関して、定期的に受益者に報告すべきである。

(出所) 「The UK Stewardship Code 2012」より日興リサーチセンター作成

本論文は下記の URL からダウンロードできる。

(https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final.pdf)