

2024年3月6日 全4頁

「作文業務」と化したコード対応の見直しへ

大転換を予想させる英国スチュワードシップ・コード改訂の問題意識

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 英国で5年ぶりにスチュワードシップ・コードの改訂作業が開始された。
- 現行のスチュワードシップ・コードは、説明・開示を求める事項が膨大であり、文書の作成・公表のための作業負担によって、かえって本来のスチュワードシップ活動に支障をきたしているのかもしれない。
- このような問題意識に立ち、実効的なスチュワードシップ活動を回復し、英国の企業と経済を活性化するために、説明・開示事項を増やすばかりだった従来の改訂とは方向性の異なる検討が進められる見通しである。

英国スチュワードシップ・コードの改訂

英国でコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを所管する財務報告評議会 (Financial Reporting Council; FRC) は、2024年2月27日にスチュワードシップ・コード改訂を開始すると公表した¹。2019年に改訂され、2020年から施行されている現行のスチュワードシップ・コード²の基本的な仕組みを大きく変えるものとなりそうだ。2024年の株主総会シーズン終了後から意見募集を含めた改訂作業を本格化させ、2025年の早い時期に改訂版が公表される予定だ。

FRCは2024年1月にコーポレートガバナンス・コード改訂を公表³している。当初はコーポレートガバナンス・コードをいっそう厳格化する方針であったが、2023年11月の声明でその方針は撤回された。内部統制に関するいくつかの事項を除いて字句の加除や重複感のあった条項の整理など、小幅な見直しにとどまっている。

スチュワードシップ・コードの方でも、厳格化ではなく、どちらかといえば緩和の方向が打ち

¹ FRC “[Statement: FRC policy update - launch of the UK Stewardship Code 2020 review](#)” (2024年2月27日)、FRCのCEOと担当官の会見のトランスクリプト “[Reviewing the UK Stewardship Code](#)” (2024年2月27日)

² FRC “[The UK Stewardship Code 2020](#)” (2019年10月23日)

³ 鈴木裕 「[英国ガバナンス・コード改訂を公表](#)」 (大和総研レポート、2024年2月1日)

出されそうだ。現行のステュワードシップ・コードは、それ以前のコードを全面的に改訂し、機関投資家に対して多くの事項について説明 (explain) や開示 (disclose)⁴を求めるものとなった。これが、ステュワードシップ・コード対応を“reporting task” (作文業務) にしてしまうという、“unintended consequences” (意図せざる結果) を生んでしまったのではないかとの危惧が、5年ぶりの改訂につながったようである。

2020年版の改訂に対しては、肯定的な受け止めが多くあったことは確かであるが、一方で「機関投資家は、実効性があるようにFRCに評価される『作文』に悪戦苦闘することにより、一層のコスト負担を強いられるだけであろう。」⁵との評価もあった。また本稿の筆者自身も「機関投資家に強い負荷を課すことになるし、機関投資家の能力を過大視しているようにも思える。」⁶との感想だった。FRCが今回、改訂作業に着手したということは、そのような予想が的中したからかもしれない。

膨大な説明・開示要求

ステュワードシップ・コードが2020年版の改訂によって「作文業務」になってしまったのは、あまりにも説明・開示が求められる事項が多かったからだろう。詳しくは、脚注2文書、またはその和訳文⁷に委ねるが、株主総会における議決権など機関投資家の権利行使に関係する事項 (Principle 12) だけでも、次のように多くの説明・開示が求められている。

図表:ステュワードシップ・コードに署名した機関投資家が権利行使に関して説明・開示する事項

背景 (Context) に関する事項

署名機関は、

- ・ 自身の代わりに権利を行使し、責任を果たすアセットマネジャーに対して設定した期待水準を言及すべきである。

又は、

- ・ どのように権利を行使し、責任を果たすのか、また、ファンド、資産、地理によって、どのようにアプローチが変わったのかについて、説明すべきである。

加えて、上場株式について、署名機関は、

- ・ 議決権行使方針は、自身の議決権行使方針及びファンド自身の方針の範囲を含め、公表すべきである。
- ・ デフォルト設定された議決権行使助言会社の助言の活用度合いについて言及すべきである。
- ・ 顧客が自身の議決権行使方針を修正しうる範囲について報告すべきである。
- ・ 顧客が、合同ファンドにおいて、議決権を直接行使することを認める方針について、公表すべきである。
- ・ 貸株及び議決権行使のための貸株回収についていかなるアプローチをとったか、そしてエンプティ・ボートティング (empty voting) をどのように最小化しようとしているかについて言及すべきである。

⁴ state や report といった、explain や disclose 以外の用語で何らかの情報を公表するように求める条項もある。

⁵ 村田敏一「[ステュワードシップ・コードの再改訂について——英国と日本——](#)」『立命館法学』2020年5・6号 (393・394号) p.765 (2535)

⁶ 鈴木裕「[変貌する英国ステュワードシップ・コードがもたらすインパクト](#)」(大和総研コラム、2019年3月5日)

⁷ 金融庁「[英国ステュワードシップ・コード2020 \(仮訳\)](#)」(「ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(令和元年度第2回) 配付資料 参考資料2、2019年11月8日)

活動(Activity)に関する事項

上場株式会社について、署名機関は、

- ・ 過去1年で議決権行使された株式の割合及びその理由を公表すべきである。
- ・ 未行使の議決権も含め、自身の議決権行使結果のリンクを提供すべきである。
- ・ 特に以下の場合について、議決権行使結果の一部又は全部の理由を説明すべきである。
 - 取締役会に反対する議決権行使があった場合
 - 株主提案の議案に対して反対する議決権行使があった場合
 - 議決権が未行使の場合
 - 議決権行使基準と異なる議決権行使を行った場合
- ・ 他の機関により議決権行使が実施されている範囲と、そうした代理の議決権行使をどのようにモニタリングしたのかについて説明すべきである。
- ・ いかなる株式と議決権を有しているかにつき、どのようにモニタリングをしたかについて説明すべきである。

固定利付債券について、署名機関は、以下に対するアプローチを説明すべきである。

- ・ 契約条項及び条件の修正を求める場合
- ・ 信託証書において提供された情報へのアクセスを求める場合
- ・ 減損発生時の権利行使を行う場合
- ・ 目論見書や取引書類の見直しを行う場合

結果(Outcome)に関する事項

上場株式会社については、署名機関は、過去12カ月にわたって議決権行使を行った議案の結果の例を提供すべきである。

(出所)脚注7 資料をもとに大和総研作成

スチュワードシップ・コード改訂作業の今後

まずは上場企業などの有価証券発行者、資産運用業者（アセット・マネジャー）、資産保有者（アセット・オーナー）、議決権行使助言業者などサービスプロバイダーといったスチュワードシップ・コードに直接かかわる関係者との間で、改訂についての論点整理が行われるだろう。その後、意見募集を経て改訂案が決定され、来年の早いうちに改訂版が公表されるはずだ。このプロセスの中でもう一つ重視されるのが、他の規制機関との調整だ。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの改訂と並行して進められているのが、ロンドン証券取引所の改革だ⁸。機関投資家と上場企業との対話(エンゲージメント)を規律するスチュワードシップ・コードは、上場制度とも深くかかわってくるので、証券取引所やその規制官庁である金融行為規制機構（Financial Conduct Authority）との調整は欠かせない。また、資産保有者である年金基金を所管する労働年金省（The Department for Work and Pensions）や年金規制局（The Pensions Regulator）は、資産保有者や資産運用業者のスチュワードシップ活動に強い影響力を持っている。

スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードも、コンプライ・オア・エクस्पラインであり、コンプライ（遵守）するか、そうしないのであればエクस्पライン（説明）を行うかのいずれかの対応が求められる。コードの条項を遵守していなくとも、その理由を説明すれば問題はないはずだが、遵守していない場合、ガバナンスへの取り組みが不十分である

⁸ 鈴木裕「[英国証券市場改革の『ガバナンス軽視』](#)」（大和総研レポート、2024年1月15日）

として、機関投資家や議決権行使助言業者からの反発が強くなるという。FRCのリチャード・モリアーティ CEO は、コンプライを強制するような動向について危惧を表明している⁹。年金関連の規制当局との調整では、エクस्पラインに配慮することなくコード不遵守を問題視するような硬直的なスチュワードシップ活動をいかに適正化するかがテーマになるだろう。

日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、英国にならったものであり、名称だけでなく内容の類似も多い。コンプライ・オア・エクस्पラインという、日本では馴染みの薄い規制手法さえコピーしたほどだ。コーポレートガバナンス改革に関する英国の状況は日本だけでなく、多くの国々に影響を与え、英国の政策当局者は、自国の取り組みを自画自賛してきた。その英国で、今、ガバナンス改革の方針が覆され、証券市場制度も大きく変わつつあり、スチュワードシップ・コードにもメスが入ろうとしている。

日本においても二つのコードがコーポレートガバナンス改革の形骸化という「意図せざる結果」を招いていないか、疑いがないわけではない¹⁰。次に日本版スチュワードシップ・コードの改訂があるとすれば、英国と同じような方向が示されても不思議ではない。

⁹ Financial Times “FRC imposes extra duties on UK company directors” (2024年1月22日)

¹⁰ 鈴木裕「[二つのコードの曲がり角～定期的細則的改訂のとりやめへ～](#)」(大和総研コラム、2023年7月3日)