

協働エンゲージメント、エスカレーションは 「必要に応じ」を強調 ー英国スチュワードシップ・コードの暫定改訂ー

西山 賢吾

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 英国財務報告評議会（FRC）は 2024 年 7 月 22 日、2026 年に予定されているスチュワードシップ・コードの改訂に先立ち、改訂において優先して検討する 5 つの項目と、2024 年 10 月 31 日より先行して暫定的に改訂する 5 つの項目を公表した。
2. これらの中で最も注目されるのがスチュワードシップ・コードの暫定先行改訂項目の一つである原則 10「協働エンゲージメント」と原則 11「エスカレーション」についての解釈の明確化である。ここでは、協働エンゲージメントやエスカレーションは「必要に応じて（where necessary）」実施するものであり、毎年実施する必要も、スチュワードシップの目的に適わないものに対して行う必要もないことが明確にされた。
3. この解釈の明確化により、英国において機関投資家による協働エンゲージメント、エスカレーションが後退することを懸念する声もある。しかし、むしろ実績作りが主目的の、本質的ではない協働エンゲージメントやエスカレーションが減って、本質的で高質のものが相対的に増えることが期待される。協働エンゲージメント活性化のために大量保有報告における共同保有者の定義明確化を実施する日本にとっても、今回の改訂の帰趨が注目される。
4. 協働エンゲージメントとエスカレーションの解釈明確化を含め、今回のスチュワードシップ・コード改訂の理由について、FRC は報告者の負担軽減を挙げている。この理由は 2025 年 1 月より実施されるコーポレートガバナンス・コード改訂時にも挙げられた。両コードにおける「高質の規律と開示拡充の要請」と「負担軽減」とのせめぎあいの中で、後者の意見が一段と優勢になる「潮流変化」と考えられるため、併せて注目したい。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「英国 CG コード改訂：大部分が撤回されるー情報開示拡充よりも負担軽減を重視ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年冬号。
- ・西山賢吾「日本の CG 改革の示唆となる英国 CG コード改訂ー方向は異なるがともに取締役会の機能強化を重視ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年秋号。

I スチュワードシップ・コードの暫定改訂を実施

1. 2024年10月31日より一部項目について暫定先行改訂を実施

英国財務報告評議会（Financial Reporting Council、FRC）は2024年7月22日、2つの書簡「スチュワードシップ・コード活動報告の暫定改訂（Interim Changes to Reporting for Stewardship Code Signatories）」と、「スチュワードシップ・コード（2020）レビューに向けた中心テーマ（Key themes for the Stewardship Code 2020 Review）」を公表した。

英国では2020年に改訂されたスチュワードシップ・コードの見直し作業が進められており、現在のところ、2026年からの実施を目指している¹。前者の書簡では、2026年の改訂に先立ち、2024年10月31日より一部項目の改訂と、コードの解釈の明確化の実施内容が示されている。英国では、スチュワードシップ・コードの署名機関（signatory）になるためには年に1回、スチュワードシップ・コードに基づく活動報告（Stewardship Report）をFRCに提出し、FRCがそれら活動報告を受け署名機関の認定について判断する²。2024年10月31日は次回の報告書提出期限である。

2024年10月31日より実施される項目の改訂と解釈の明確化は併せて5項目である（図表1）。FRCは暫定先行改訂によって「コードの署名機関の報告負担の軽減、実施が難しいと説明する分野の明確化、そしてどのようにスチュワードシップを実施するかについての定義の柔軟化」が期待されるとしている。

図表1 スチュワードシップ・コード暫定先行改訂項目

・新規報告や重要な変更を除き、すべての「背景（Context）」報告を毎年開示する要件の削除
・一部の原則（1,2,5,6）について、「活動（Activity）」および「成果（Outcome）」報告を毎年開示する要件の削除
・既存の署名機関については、以前の報告内容の使用及びそれらレポートの相互参照を許可
・スチュワードシップの目的で「成果（Outcome）」とみなされるものについて、明確な期待を設定
・原則10（協働エンゲージメント：Collaborative Engagement）、および原則11（エスカレーション：Escalation）に関する報告について、これらは「必要に応じて（where necessary）」実行できることを強調

（出所）Financial Reporting Council 「FRC announces significant update to the UK Stewardship Code」、
「Interim Changes to Reporting for Stewardship Code Signatories」（ともに2024年7月22日）
より野村資本市場研究所作成

¹ 英国では2010年に、それまでの統合規範（Combined Code）を機関投資家向けの規範と企業向けの規範に分離、再構成を行い、前者がスチュワードシップ・コードに、そして後者がコーポレートガバナンス・コードになった。スチュワードシップ・コードは2010年の制定後、2012年と2020年に改訂が行われており、今回は3回目の改訂となる。

² 英国のスチュワードシップ・コードは「Apply and Explain」という考えに則っている。これは、コードの各原則（Principles、アセットマネージャー、アセットオーナー向けは12項目、サービスプロバイダー向けは6項目）をすべて受け入れ（Apply）た上で、FRCに提出する活動報告において、スチュワードシップ・コードに記載されている「期待される報告事項（Reporting Expectations）」について記述、報告し、もし、報告すべきでないと考えられる事項があれば、その理由を説明（Explain）する、というものである。なお、FRCに認定された署名機関は2024年7月22日現在、287機関となっている。

2. 協働エンゲージメントとエスカレーションの解釈を明確化

図表1の項目の中で、最も注目されるのがスチュワードシップ・コードの暫定先行改訂項目の一つである原則10「協働エンゲージメント」と原則11「エスカレーション」についての解釈の明確化である。両原則で、「署名機関は必要に応じ（where necessary）、発行体企業に影響を与える」ため、協働エンゲージメントへの参加、スチュワードシップ活動のエスカレーションの実施が求められている。今回の改訂で、協働エンゲージメントやエスカレーションは「必要に応じ」実施するものであり、毎年実施する必要も、スチュワードシップの目的に適わないものに対して行う必要もないことが明確にされた。

現行のスチュワードシップ・コードでは両原則の「期待される報告事項」として、図表2に示した内容の報告が求められている。

スチュワードシップ・コードにおける報告事項は図表2に示したようになりかなり詳細である上に、コードの署名機関として認定されるためには毎年1回報告内容（スチュワードシップ活動報告書）をFRCに提出しなくてはならない。現行のコードにおいても「必要に応じ」エンゲージメントやエスカレーションを行うとされている上に、実際のところ毎年実施事案が発生するとは限らない。にもかかわらず、報告書は認定署名機関になるための判断材料になることもあり、報告内容を充実させることを優先した「報告ありき」で実施する可能性も考えられた。

図表2 スチュワードシップ活動の「期待される報告事項」

	原則10 協働エンゲージメント	原則11 エスカレーション
活動 (Activity)	<p>いかなる協働エンゲージメントに参加したのか、及びその理由を、直接行ったものと他者が代理で行ったものを含めて公表すべき</p> <p>例： ・特定の変化を求めて発行体企業へのエンゲージメントをするために、他の投資家と協働したこと または ・テーマとなる課題についてエンゲージメントを行うために、より幅広いステークホルダーの団体の一部として活動したこと</p> <p>対象となった課題、方法またはフォーラム、役割と貢献度を含む具体例を提供しなくてはならない</p>	<p>以下について説明すべき</p> <ul style="list-style-type: none"> ・自分の代わりにスチュワードシップ活動のエスカレーションを行うアセットマネージャーに設定した期待水準 または ・どのように課題を選択し、優先順位を設定し、そしてエスカレーションについてよく事情を踏まえた目的を開発させたのか ・エンゲージメントをエスカレーションさせることとしたのはいつか（その際の課題、アプローチを含め、具体的な例を使用しながら） ・ファンド、資産、地理によって、エスカレーションはどのように変わったか
結果 (Outcome)	<p>結果の説明（自身の実施、他者の代理実施とも）</p> <p>例： ・発行体企業によって取られた行動または変化 ・結果がどのように投資判断に影響を与えたか（取得、売却、保有維持） ・設定した目標が達成されたか ・エンゲージメントのアプローチの変化（エスカレーションのみ）</p> <p>具体例は、バランスよくあるべきであり、望まれた結果が達成されなかった、または未達成の事例も含むべき</p>	

（出所）金融庁「英国スチュワードシップ・コード2020（仮訳）」を基に野村資本市場研究所作成

今回、現行のコードにも書かれている「必要に応じ」の解釈が明確化されることにより、英国において機関投資家による協働エンゲージメント、エスカレーションが後退することを懸念する声もある。しかし、むしろ単なる実績作りが主目的の、本質的ではない協働エンゲージメントやエスカレーションが少なくなり、本質的で高質のものが相対的に増えることが期待される。

一方、日本では「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」が2024年5月15日に成立し、公布日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される。

今回の改正では、協働エンゲージメントを活性化するため、大量保有報告制度における「共同保有者³」の範囲が明確化された。具体的には、「金融商品取引業者等が経営に対して重要な影響を及ぼす行為を行うことを目的とせず、株主としての権利を共同して行使する場合については、保有割合の合算が求められないこととする」とされた。今回の英国の改訂がもたらす英国における協働エンゲージメントやエスカレーションへの影響は日本の動向にも影響を与えるものと考えられるため、その帰趨が注目される。

3. コードの改訂における5つの優先検討項目

「Key themes for the Stewardship Code 2020 Review」においては、2026年実施予定の新しいスチュワードシップ・コードを策定するにあたり、優先して検討する5つの項目が示された（図表3）。

図表3 スチュワードシップ・コード改訂優先検討5項目

・目的: すべてのステークホルダーの意見を考慮し、効果的なスチュワードシップを定義するもの、それが実際にどのようなものであるか、また、コードに基づく報告がこれを実現するためにどのように役立つかについて、期待を表明
・原則: コードの新たな目的を達成するために必要な報告について検討
・プロキシアドバイザー: 行動の透明性を高めるため、コードがどのように役立つかを慎重に検討
・プロセス: コードの署名機関であることに伴う現在の報告負担を軽減し、報告に含まれる情報がすべての投資家や他のステークホルダーにとって有用でアクセス可能であることを確保するための提案を進める
・位置付け: DWP、TPR、FCAなどの他の規制当局と緊密に協力して、改訂コードへの理解とその改訂が成功するための明確性についてサポート

(注) DWP (Department for Work and Pensions: 英国年金省)、TPR (The Pension Regulator: 英国年金監督庁、FCA (Financial Conduct Authority: 英国金融行為規制機構)。

(出所) Financial Reporting Council 「FRC announces significant update to the UK Stewardship Code」、
「Interim Changes to Reporting for Stewardship Code Signatories」(ともに2024年7月22日)
より野村資本市場研究所作成

³ 複数の投資家が「共同保有者(共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者)」に該当した場合、合算した保有割合が5%超となれば、大量保有報告書の提出が求められる。

FRCはコードの改訂について、「英国の資本市場をサポートし、報告の負担を軽減して、より良いスチュワードシップ活動の成果をもたらすことを確実のものとする」としている。FRCは2024年後半よりコードの改訂に係るパブリック・コンサルテーション（意見聴取）を行い、出された意見の内容を検討した上で2025年中に改訂コードを公表し、2026年の実施を目指すと思われる。

Ⅱ 「負担軽減」に重きが置かれる潮流変化に注目

FRCは、前述のとおり、今回の一連の改訂に関する理由を「報告者の負担軽減」としている。「負担軽減」という理由は、2024年1月に公表され、2025年1月より実施予定のコーポレートガバナンス・コード改訂時にも挙げられていた。

英国では伝統的にコードに基づく高質の規律・情報開示にウエイトが置かれてきたが、この時のコーポレートガバナンス・コード改訂で「開示負担増が英国経済や企業の国際競争力にマイナスの影響を与える可能性」を懸念する声に配慮し、「負担軽減」を重視するという大きな姿勢変化、方針転換を行った。今回のスチュワードシップ・コード改訂の方針もこの流れに沿ったものと考えられる。

このように英国において「高質の規律と開示拡充の要請」と「負担軽減」とのせめぎあいの中で、両者のバランスを意識しながらも後者に重きを置くという方向が一段と優勢になっているという潮流変化は、同様な指摘も聞かれる日本にも影響する可能性が考えられるため、注目しておきたい⁴。

⁴ 金融庁が2023年4月26日に公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム（『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』意見書〔6〕）」においては、「コーポレートガバナンス・コードの更なる改訂については、形式的な体制整備に資する一方、同時に細則化により、コンプライ・オア・エクスプレインの本来の趣旨を損ない、コーポレートガバナンス改革の形骸化を招くおそれも指摘されている（中略）各コード（筆者注：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）の改訂時期については、必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討することが適切である。」と記された。