

## 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 英国では、大手機関投資家がフォーラムを創設し、投資先企業の取締役会への働きかけ（エンゲージメント）を強化する動きを本格化させつつある。機関投資家によるエンゲージメントの強化は、ケイ・レビューで提唱されたところであり、英国コーポレート・ガバナンスにおける潮流となっている。
2. ケイ・レビューでは、英国株式市場が企業の長期的成長、最終受益者たる国民の利益に貢献しているのかが検証された。その結果、機関投資家を中心とする投資の関係者の間で短期主義や利益相反等の問題があるとされ、上記機関投資家フォーラムの創設のほか、四半期報告の廃止やスチュワードシップ・コードの強化などが提案された。
3. スチュワードシップ・コードは、議決権行使や投資先企業のモニタリングなど、機関投資家によるエンゲージメントのあり方を規定するものであり、ケイ・レビューの反映も含めて 2012 年 9 月に改訂されている。「遵守するか、遵守しない理由を説明するか（comply or explain）」の原則の下、機関投資家のエンゲージメントに係る指針として機能している。
4. 英国で求められているのは、単に議決権を行使したかといった形式論ではなく、投資先企業の長期的価値向上に資するエンゲージメントを行ったかという実質論であり、故に「comply or explain」として柔軟性を持たせていると言える。我が国においても今後、機関投資家の役割が増していく中で、英国における機関投資家のあり方を巡る議論の行方は参考になろう。

### 英国機関投資家による投資家フォーラムの創設

2013 年 6 月 16 日、英国の機関投資家がフォーラムを創設し、投資先企業の取締役会への働きかけを強化する動きを本格化させつつあることがフィナンシャル・タイムズ紙に報じられた<sup>1</sup>。2012 年 7 月に公表されたケイ・レビュー（後述）において、英国企業への働きかけを強化するための投資家フォーラムの創設が提言されたことを受けたものとされる。

投資家フォーラムは、英国大手運用会社のシュローダーとリーガル&ジェネラルが中心

<sup>1</sup> “Biggest UK investors plan joint move on excess” *Financial Times*, June 16, 2013

となり、他にスコットランドの運用会社ベイリー・ギフォード、オランダ年金基金のAPG、キャピタル・インターナショナル、ロイヤル・ロンドン・アセット・マネジメント、ストラスクライデ・ペンション・ファンドなどが参加する<sup>2</sup>。当面は、ベイリー・ギフォードのパートナーであるジェームズ・アンダーソン氏<sup>3</sup>を議長とするワーキング・グループを設置し、投資家フォーラムの創設に向けて議論を進めていくこととなっている。

英国では、このような機関投資家による投資先企業への働きかけ（エンゲージメント）の強化が、コーポレート・ガバナンスにおける潮流となっており、そのための仕組みの整備も進められている。以下では、その仕組みのうち主たるものとして、ケイ・レビューとスチュワードシップ・コードを取り上げることとする。

### 機関投資家によるガバナンス強化を提唱したケイ・レビュー

ケイ・レビューとは、英国エコノミストのジョン・ケイ氏が2011年6月、ビジネス・イノベーション・技能担当大臣から委託を受けて開始した調査活動であり、2012年7月に最終報告書<sup>4</sup>がビジネス・イノベーション・技能省（Department for Business, Innovation and Skills、BIS）より公表された。その目的は、英国株式市場が英国企業の長期的成長を支援し、それによって年金受給者や貯蓄者が利益を得ているかを検証することであった。

約1年に及ぶ議論やヒアリング等を経て、ケイ・レビューは、英国株式市場が上記の役割を達するのに足る効率性を有していないとの結論に達した。即ち、英国株式市場には短期主義が蔓延しており、投資の関係者間で信認の欠落やインセンティブの不一致が見られるとしている。そこでケイ・レビューは、機関投資家による長期的な観点からの投資先企業への働きかけを促進することを主な目的に、以下の17の提言を行った。

スチュワードシップ・コードは、コーポレート・ガバナンスだけでなく戦略的問題にも焦点を当てつつ、より広範な形態のスチュワードシップを包含するよう構築されるべき。

企業の役員、資産運用者、資産管理者は、スチュワードシップや長期的な意思決定を促進する最良行為ステートメント（Good Practice Statement）を採択するべき。規制当局及び業界団体は、既存の基準、指針、規約が本レビューの最良行為ステートメントと整合するよう手立てを採るべき。

投資家による英国企業に対する集約的な働きかけを促進するための投資家フォーラムを創設するべき。

<sup>2</sup> ストラスクライデはグラスゴー市の職員年金基金。また、バイサイドの業界団体である資産運用協会（Investment Management Association、IMA）、英国保険会社協会（Association of British Insurers、ABI）、全国年金基金協会（National Association of Pension Funds、NAPF）も本イニシアチブを支持している。

<sup>3</sup> ケイ・レビュー策定におけるアドバイザー・ボードのメンバーでもあった。

<sup>4</sup> The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012

英国企業が関わる合併活動の規模や有効性は、BIS 及び企業自身によって注意深い監視下に置かれるべき。

企業は、主要な取締役の任命について主要な長期投資家に諮問するべき。

企業は、短期的な収益の予測・発表を管理するプロセスから距離を置くよう努めるべき。

EU（欧州連合）及び各国レベルの規制当局は、他者の投資に係る裁量や投資判断に係る助言を含む投資活動の関係者の間<sup>5</sup>に受託者としての基準を適用するべき。こうした義務は顧客の分類とは独立したものであるべきであり、契約で排除することができるものであってはならない。

資産運用会社は、全てのコストを完全に開示するべき。そこには、ファンドに課される取引コストの実績もしくは推計値やパフォーマンス連動報酬が含まれるべき。

法律委員会<sup>6</sup>は、トラスティ及びそのアドバイザーの側で不確実性や理解不足を解消するべく、投資に適用される受託者責任の法概念について諮問されるべき。

貸株から来るあらゆる収入は投資家に返還されるべき。

義務的な四半期報告は廃止されるべき。

クオリティが高く簡潔な非財務情報に関する報告は強く推進されるべき。

政府及び関連規制当局は、投資活動の関係者に採用される指標やモデルの利用法や限界を明らかにするべく、独立した審議を委託するべき。

規制当局は、バリュエーションやリスク測定における特定のモデルの明示的・黙示的な規定は避けるべきであり、十分な情報を踏まえた意思決定を促進するべき。

企業は、インセンティブが持続可能かつ長期的なビジネスのパフォーマンスと関連するよう取締役報酬を構築するべき。長期的なパフォーマンス実現に向けたインセンティブは、少なくとも取締役が当該ビジネスを引退した後まで保有される自社株の形でのみ提供されるべき。

資産運用会社も同様に、運用担当者の利益を顧客の利益・時間軸と一致させるよう運用担当者の報酬を構築するべき。故に、報酬は投資ファンドや資産運用会社の短期的なパフォーマンスに関連してはならない。むしろ、長期的なパフォーマンス実現に向けたインセンティブは、少なくとも運用担当者がファンドの担当から外れた後まで保有される当該ファンドの持分（直接もしくは会社経由）の形で提供されるべき。

政府は、個人投資家が電子登録システムにおいて直接持分を保有するための最もコスト効率の良い手法を検討するべき。

これを受けて BIS は、2012 年 11 月、ケイ・レビューに対する政府見解<sup>7</sup>を公表した。下

<sup>5</sup> “Investment chain”の訳であり、年金基金、運用会社、信託銀行、証券会社、最終受益者など、投資に係るあらゆる関係者を指す用語としてケイ・レビューで用いられている。

<sup>6</sup> 法律に基づき設立された独立行政委員会。イングランド、ウェールズの法律問題について議会で提言等を行う。

<sup>7</sup> Ensuring Equity Markets Support Long-Term Growth, The Government Response to the Kay Review, November 2012

記にあるように、元々担当大臣が委託した調査だけに、ケイ・レビューをほぼ全面的に支持する内容となっているが、一部、修正したり、業界が自主的に取り組むべき事項と述べて政府としての関与に必ずしも前向きな姿勢を見せていないものもある<sup>8</sup>（丸数字は上記提言 ~ に対応）。

2012年9月のスチュワードシップ・コードの改訂はケイ・レビューの提言を踏まえた内容となっている。

最良行為ステートメントは拘束力はないものの、業界標準の設定等に役立つ。また、政府は関連する業界団体にケイ・レビューの最良行為ステートメントを検討するよう求めている。

英国企業に投資する海外機関投資家も投資家フォーラムへの参加を望むだろう。また、政府は投資先企業への働きかけについて機関投資家に検討することを求め、それを2014年夏の政府の進捗状況報告に反映させる。

M&Aの局面における取締役の長期的観点からの判断が必要であること、外資による買収に対してオープンであるべきことに同意。

取締役の最良行為ステートメントに盛り込むべき。投資家フォーラムの創設は、その実現に向けた一手段として考えられる。

取締役の最良行為ステートメントに盛り込むべき。投資家と企業との間の長期的信頼関係の構築が重要。

「受託者」の用語は混乱を招きかねないため、政府としては、「投資活動の関係者の間では、善意に基づき、顧客や受託者の長期的利益を最大化する形で、一般的な基準と適正な態度を以て、行動するべき」と置き換える。政府はまた、金融サービス機構（Financial Services Authority, FSA）・金融行為監督機構（Financial Conducts Authority, FCA）にどのようなアクションが考えられるか検討するよう求めている。資産運用会社の最良行為ステートメントに盛り込むべき。ケイ・レビュー発表以来、ファンドや確定拠出型年金におけるコストの透明性向上が関心を集めており、IMA、ABI、NAPFが議論・提言を行っている。

政府は法律委員会に諮問した。

運用会社その他仲介業者は、貸株業務によって得られた収益とそのコストを両方開示するべき。また、2014年夏の政府の進捗状況報告で業界がどこまでこうした開示を進めたか、追加で必要なアクションがあるか、査定する。

四半期報告の廃止に向けて欧州委員会及びEU加盟国と議論する。

既に政府の課題となっており、BISが非財務情報の報告の構成やフォーマットに関する規則案を公表済み。2013年10月の施行を目指している。

政府主体で技術的事項の検討を行うのは妥当ではないため、市場参加者や学識経験者等と、この分野の議論をどのように喚起するか検討する。年明けに追加の提案を行う。

<sup>8</sup> 例えば、修正を加えたものとして、政府としての関与に前向きでないものとして がある。

より広範な規制の方向性と併せて、今後規制当局等と詳細を検討する。

規制の導入等ではなく、企業と株主との協議で対応すべき。また、株主総会における報酬方針に係る拘束力ある決議の導入<sup>9</sup>など、政府の取り組みも後押し要因となる。最良行為ステートメントに反映されており、政府として資産運用会社がそうしたモデルを採用するよう促す。また、EU レベルの取り組みも、より広範な運用担当者の報酬規制導入に繋がる<sup>10</sup>。

望ましい政策目的ではあるが、EU における証券集中保管機関及び証券法に関する提案の文脈で検討されるべき。

## 英国スチュワードシップ・コードと機関投資家の遵守状況

英国スチュワードシップ・コード (The UK Stewardship Code) とは、英国財務報告評議会 (Financial Reporting Council, FRC) が策定する規約 (コード) であり、初版は 2010 年に策定され、2012 年 9 月に改訂されている<sup>11</sup>。FRC は他に、英国コーポレート・ガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code) も策定しているが、コーポレート・ガバナンス・コードが英国企業の取締役会のあり方などを規定するのに対し、スチュワードシップ・コードは英国企業に投資する (議決権を保有する) 機関投資家<sup>12</sup>の投資先企業への働きかけのあり方について規定するものとなっている。

元々両者は、複数のコーポレート・ガバナンスに係る基準を統合し、上場基準の一部を成していた「統合規範 (Combined Code)」として一つであった。しかし、金融危機後、企業によるガバナンスと機関投資家による企業への働きかけを強化するべく、コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに分離された<sup>13</sup>。何れもコードであるため法的拘束力はないが、「Comply or Explain (遵守するか、遵守しない理由を説明するか)」の考え方を採用しており、企業・機関投資家の指針として機能している<sup>14</sup>。

スチュワードシップ・コードは前述の政府見解にある通り、ケイ・レビューの反映も含め、2012 年 9 月に改訂されている。そこでは、利益相反の説明の明確化や機関投資家が集合的に行動すること、財産管理人 (スチュワード) としての行動の第三者による確認などが強化ないし導入された。その結果、現行のスチュワードシップ・コードでは、最終受

<sup>9</sup> 米国や英国では、株主総会における取締役報酬について拘束力のない決議 (Say on pay) が導入されたが、英国では更に、2013 年 10 月より、取締役報酬に係る方針について、拘束力のある決議が導入される予定である。

<sup>10</sup> ここで言う EU レベルの取り組みは、UCITS 指令の改正における運用担当者のボーナス規制を指すものと思われるが、同指令の該当部分は 2013 年 7 月に欧州議会で否決されている。

<sup>11</sup> 短期主義問題への対応の一環としてスチュワードシップ・コードを捉えたものとして、淵田康之「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

<sup>12</sup> 適用対象は、年金基金や保険会社、投資信託その他集団投資スキームに代わって資産を管理する者 (スチュワードは財産管理人を指す)、とされているが、機関投資家全般による遵守が「強く推奨」されるとある。

<sup>13</sup> ゴードン・ブラウン首相 (当時) の指示により、モルガン・スタンレー・インターナショナル会長等を務めたデイビッド・ウォーカー卿が、銀行のコーポレート・ガバナンスのあり方を検討したウォーカー・レビューを踏まえたもの。当初は銀行を対象としていたが、最終的には上場企業全般や機関投資家のあり方にまで及ぶものとなった。

<sup>14</sup> コーポレート・ガバナンス・コードは FCA の上場規則に規定されており、より拘束力の強いものと言える。

益者に帰属する価値の保護・増強に向け、機関投資家が遵守すべき原則として、以下の7項目が挙げられている<sup>15</sup>。

- 財産管理人としての責任を全うするための方針を公開すべき。
- 財産管理人としての利益相反の管理に係る頑強な方針を有し、それを公開すべき。
- 投資先企業をモニタリングすべき。
- いつ、どのように財産管理人としての活動を強化するか明確な指針を確立すべき。
- 適切な場面では他の機関投資家と集合的に行動する意思を持つべき。
- 議決権行使及びその開示について明確な方針を持つべき。
- 財産管理人としての行為と議決権行使について定期的に報告すべき。

IMA（英国資産運用協会）は、2011年以降毎年、会員運用会社などによるスチュワードシップ・コードの遵守状況を調査している。直近の2013年6月に公表された調査結果<sup>16</sup>では、運用会社による上記スチュワードシップ・コードの遵守状況について、下記の結果が示されている。スチュワードシップ・コードが必ずしも遵守されていない場面もある一方、機関投資家によるガバナンス面での活動が総じて強化されていることが見て取れる。

#### 財産管理人としての方針

- ・ 財産管理人としての方針を見直したのは77%、うち29%が実際に変更。
- ・ 年金基金等からの受託契約で財産管理人としての責務の履行に言及しているのは35%（2010年13%）。

#### 体制と資源

- ・ 大部分がインハウスで体制確立、70%が運用担当者等と兼職（同80%）。
- ・ 係争議題について運用担当者が意思決定しているのは約60%（同71%）。
- ・ 議決権行使助言機関の助言をそのまま受け入れているのは0%（同4%）。

#### モニタリングと働きかけ

- ・ 全ての投資先企業をモニタリングしているのは76%（同67%）、36%は債券保有でも実施。
- ・ 投資先企業への働きかけで最も多い事案は役員報酬、次いで企業の戦略・目的。
- ・ 直近1年間で最も株主による働きかけが多かったのはパークレイズで、LIBOR問題を受けて会長やCEOが辞任し、また、役員報酬にも批判が生じた。次いで多かったのは、デンマークの施設管理会社ISSの買収を問題視された英警備サービス会社のG4S（最終的に買収撤回）と、スイスの商品取引会社グレンコアの買収を

<sup>15</sup> スチュワードシップ・コードでは各々の原則について、「ガイダンス」の形でより詳細に記述されている。

<sup>16</sup> Adherence to the FRC's Stewardship Code, At 30 September 2012. なお、調査対象は運用会社73社、資産保有者（年金基金や保険会社等）23社、サービス・プロバイダー7社（議決権行使助言機関等）、調査時点は2012年9月末となっている。なお、本文のパーセンテージは運用会社における比率。

問題視された同資源会社のエクストラクタ（買収後のビジネス戦略を明確化し、買収条件をより有利に変更）であった。

#### 議決権行使

- ・ 英国株式全てについて議決権を行使しているのは 88%（同 81%）。
- ・ 反対/棄権について事前に経営陣に伝えたのは 35%（同 39%）、32%はそもそも事前に伝えないようにしている。
- ・ 議決権行使結果を開示しているのは 65%、大手ほど開示する傾向。
- ・ 議決権行使結果を開示しない理由を説明しているのは 15%、顧客のみへの開示が主な理由。

#### 報告

- ・ 財産管理人としての責務の履行について顧客に報告しているのは 95%、少なくとも四半期毎に行っているのは 53%。
- ・ 財産管理人としての責務の履行について独立機関による査定を得たのは 14%（同 10%）。

## おわりに

機関投資家の働きかけによるコーポレート・ガバナンスの強化は、欧州レベルでも取り組みが見られる。2011年4月には、「EUコーポレート・ガバナンス・フレームワーク<sup>17</sup>」と題するグリーンペーパーが欧州委員会により発出されている。その中でも機関投資家の規律強化の是非が問われ、寄せられたコメントでは、英国スチュワードシップ・コードが望ましい、EUレベルでの規制導入を支持する、自主規制の形態が望ましい、といった声が挙げられた。これを受けて欧州委員会は、2012年12月に公表したコーポレート・ガバナンスに関するアクション・プラン<sup>18</sup>において、2013年中に、機関投資家による働きかけ強化<sup>19</sup>について取り組みを開始するとしている。また、2013年3月には、「欧州経済のための長期ファイナンス<sup>20</sup>」と題するグリーンペーパーを公表し、長期資金の供給を促進するための方策の一つとして機関投資家のあり方の検討を掲げ、彼らに係る健全性規制が長期投資を阻害しないか、といった論点を提示している。

<sup>17</sup> European Commission “The EU corporate governance framework” April 2011。機関投資家の規律以外では、会長職と CEO 職の分離、女性の登用を含む取締役会の多様性の促進、非業務執行役員の兼職制限、報酬方針及び個別報酬開示の義務化、投資家の短期主義の問題と長期投資の促進、議決権行使助言会社への規制などの是非が問われ、寄せられた意見としては、全体的に、現行規制で対応可能、自主規制もしくは各主体の自主的な取り組みに委ねられるべき、といったものが多かった。なお、欧州委員会のグリーンペーパーとは、特定の法規則の策定等を前提とせず、政策の方向性や考え方について一般の意見を募るためのペーパーを指す。

<sup>18</sup> European Commission “Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” December 2012

<sup>19</sup> 具体的に挙げられた施策としては、報酬方針や関係者間取引に係る株主の監視強化、議決権行使助言機関への規制、株主同士の協調行為と M&A 法制等における共同行為との関係の明確化、従業員持株制度などがある。

<sup>20</sup> European Commission “Long-term Financing of the European Economy” March 2013。機関投資家以外では、銀行や公的開発金融機関、税・会計、中小企業金融のあり方などを挙げている。

英国は、国際金融センターとして世界各国の機関投資家が集積している上、年金制度が欧州の中では相対的に発達していることから機関投資家のプレゼンスが高く、彼らの投資先企業への働きかけを強化することでコーポレート・ガバナンスを強化する、という方策を採る土壌があったと言えよう。英国同様、欧州の中では年金制度が相対的に発達しているオランダにおいても、コーポレート・ガバナンス促進を目的とした業界団体のコーディネートが、機関投資家による投資先企業への働きかけを強化するための最良行為を策定している<sup>21</sup>。

このような機関投資家による投資先企業への働きかけの強化は、いわゆる株主アクティビズムの推進を目的としているわけではない点には注意が必要である。ケイ・レビューおよびスチュワードシップ・コードに通底するのは、機関投資家が最終受益者に対して長期的に持続可能な運用収益をもたらすためには何が必要か、という問題意識であると思われる<sup>22</sup>。そこで機関投資家に求められるのは、単に全ての議案で議決権行使したか、などの形式論ではなく、投資先企業の長期的な価値向上に資するようなモニタリングや議決権行使、取締役会との対話を行っているか、という実質論であり、だからこそ英国では、強制力のある法規制の形態を採らずに「comply or explain」として柔軟性を持たせていると言える。

我が国においても、少子高齢化の進展に伴い、自主努力による貯蓄の重要性が今後ますます高まっていく中で、機関投資家の役割は更に増していくものと思われる。その際、本稿で紹介した英国における機関投資家のあり方を巡る議論の行方は大いに参考になる。

<sup>21</sup> Eumedion “Best Practices for Engaged Share-Ownership Intended for Eumedion Participants” 30 June 2011。以下の10項目の最良行為からなる： 投資先企業をモニタリングすること、株主権行使に係る方針を策定すること、投資先企業の取締役会と合意に至らない事態への対処に関する方針を策定すること、必要に応じて他の機関投資家と共同行為を採ること、他のビジネス領域で関わりを持つ企業への投資に係る利益相反を管理すること、議決権行使に係る明確な基準を策定し開示すること、しっかりした情報・分析・意思決定に基づいて議決権を行使すること、少なくとも四半期毎に議決権行使結果を開示すること、株主権行使に当たってはESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮すること、議決権行使のみを目的に貸株を利用しないこと。

<sup>22</sup> 長期資金の供給の観点から機関投資家による受託者責任を論じたものとして、淵田康之「長期投資ファイナンスの促進に向けたグローバルな議論」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号参照。