



東京証券取引所
ロンドン駐在員事務所
トークリー紀子

—連載（第9回）—

英FRC、スチュワードシップ・コードの遵守態度に改善を求める

■ 1. はじめに

英国のコーポレート・ガバナンス・コード（以下CGC）とスチュワードシップ・コード（SC）を策定しているFinancial Reporting Council（FRC）は、両コードの遵守状況に関する年間報告書を1月15日に提示し、2014年はCGCの遵守において前進したが、機関投資家によるSCの遵守態度は改善する必要があると述べた。SCについては、コードで求められている責務を投資家が果たしていなかったり、ホームページで開示している遵守ステートメントを全くアップデートしていないケースが目立ったという。FRCは、こうした状況を是正するために、2015年中に、SCに「名ばかりで」同意表明しているような投資家の行動を精査し、場合によっては同意者リストから除名することも考えるという。

SCについては、日本版が制定されて1年

が経過した今、4年の歴史を持つ英国のSCに関する経験をおおいに参考に出来ると思われる。またCGCについても、国内で策定作業が進んでいることを踏まえ、以下に年間報告書で指摘された内容を紹介したい。

■ 2. CGCの遵守状況は改善

CGCを100%遵守している上場企業は、FTSE 350構成銘柄中、61.2%となり、前年から4ポイント増加した。また1～2つの要件を除けば遵守しているというFTSE 350企業は93.5%に達し、初めて90%台に乗せたという。例年と同様、FTSE 350企業でコンプライアンスが最低レベルに留まっている要件は、「取締役会の最低半数（会長を除く）は、独立取締役とする」ことを求めたもの（コードB.1.2）だということ。とは言うものの、この遵守率も2013年12月の87%から90%に拡大したという。



■ 3. Comply or explainの説明文

非遵守の企業は、“comply or explain”の原則に基づいて、その理由を説明しているが、この説明のクォリティーについてFRCは以下のように評価している。なおFRCは、上記コードB.1.2およびA.2.1の非遵守の場合の説明をサンプルとして取り上げて精査した。A.2.1はCEOと会長を同一人物が兼任してはならないとするものだ。

「説明のスタンダードは、相変わらずまちまちだ。レビューしたサンプルの大半は、FRCが求めている情報の一部は提供している。しかし、“当該企業の置かれている状況にとって適切なガバナンス対応をとった”と単に主張するケースがまだ目立つ」とした。つまり企業にとっては、「現在の体制・状況を説明するほうが、なぜそのような体制が当該企業にとって最適なのかを説明するよりも容易だと見受けられる」と述べており、FRCは近く後者を促進するよう手段を講じるとした。具体的にはFRCは2015年上半期に、「何が適切なのかに配慮せずに、単にコンプライアするだけでは不十分であることを、企業と投資家の両方にリマインドするべく、comply or explainの方法について解説していく」と言う。

■ 4. SCの遵守状況は改善が必要

英国のSCには現在、合計およそ300社（アセット・マネジャー、アセット・オーナーおよびサービス・プロバイダーを含む）が同意を表明しており、導入した4年前と比較すると、企業と投資家の両サイドから、エンゲージメントがより深化したとの報告があるという。FRCでは、“スチュワードシップの文化が浸透するためには時間を要する”ことを承知しているというが、一方で「同意表明者（社）全てが、コミットメントをフォローしていない」ことを懸念しているという。つまり、「同意表明者（社）の中には、同意のステートメントをアップデートし、実際に実施したスチュワードシップに関する活動を報告しているところもあるが、同意表明者の大多数は、これに当てはまらない」という。

(1) エンゲージメントの内容

2014年中は、取締役報酬に関する議題における機関投資家のエンゲージメントが一番目立ったという。機関投資家の組織Investment Management Association（IMA）の調べによると、取締役報酬は、ニュース価値が高かったせいもあり、エンゲージメントの議題の第1位だったという。一方で、議題別の重要度ランキングとしては、取締役報酬は4位であるにすぎなかったという。1位は企業の戦略と目的、2位は取締役会全般、3位は取締

役員の中身や後継者に関する議題だったという。FRCは今後、報酬問題ばかりでなく他の議題にもエンゲージメントが浸透するよう期待しているという。

(2) ステートメントのモニタリング

FRCは毎年、SCへの同意表明ステートメントのサンプルをモニターしている。2014年は50社を選択し、ステートメントの内容を精査したが、コードの7原則に対し、以下のようなコメントをした。

	コード原則	FRCコメント (抜粋)
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かについての方針を公に開示すべき	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップを投資行動全般の一部として報告できていない。また外注している活動について、当該投資家のアプローチとの適合性が十分に議論されていない スチュワードシップに関する方針が、最終投資家の受益する価値をどのように改善、あるいは保護できるかを説明していない
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を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべき	<ul style="list-style-type: none"> 開示内容の中で、投資判断の過程でクライアントの利益が優先されていることが十分に示されていない 利益相反の発生しそうな例や、そうした例の検出方法、管理方法が示されるべき
3	機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべき	<ul style="list-style-type: none"> 本原則の遵守に関する報告は概ね優秀 インサイダーになりえないかとの課題に関する議論が欠如している
4	機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方針について明確なガイドラインを持つべき	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ活動をエスカレートさせるためのシステムが組織内に存在するとしか記述していないところがある エスカレートの方法を報告することで、スチュワードシップの一般的な取り組み方を描写することが求められる

5	機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべき	<ul style="list-style-type: none"> 引き続き報告に問題点がある 集团的行動を全般的に支持したり、所属団体名を挙げる事に留まっている場合が多い 集团的行動がどのような場合に適切と考えられるかを説明すべき
6	機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針をもつべき	<ul style="list-style-type: none"> 多くの場合、議決権の行使にあたる代理業者（プロキシ）の採用に関する方針やその業者名に関する情報を提示していない プロキシ・アドバイザー自体も、その議決権行使方針についてオープンかつ透明であることを求める
7	機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべき	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメントは多くの場合、個別ベースで実施されるため、その質を評価することは容易ではないが、開示内容はなるべく意義のあるものとするべき

FRCは、CGCと同じくSCも2年に1度のタイミングで見直しているため、2014年に改正することは可能だったが、むしろ既存コードへの遵守態度を改善させることに焦点をあてたという。今回抽出したサンプルの中でも、2割以上が2年前の改正点を取り込んでいなかったことを勘案すると、SCは多くの機関投資家にとって、質の高いエンゲージメントの基礎とはなっておらず、単に「チェックリストを埋めるような事務作業」と化していると述べた。

こうしたことを踏まえFRCは、2015年の優先課題を以下の5点に絞って提示し、報告書の結びとした。

- ① Company culture —よき企業文化を全般に浸透させる



- ② Comply or explain —コードを非遵守する場合の説明の内容が改善することを目指し、この改善方法を解説していく
- ③ Succession planning —取締役交代に向けた後継者育成・計画についてディスカッション・ペーパーを春に公表する
- ④ Stewardship Code —コードの遵守状況に関する精査を強化し、投資家による実践と報告の両方が改善することをめざす
- ⑤ Proxy Advisor —プロキシー・アドバイザーの役割とガバナンスに対するアプローチについて見直し、プロキシーとクライアントである投資家の関係を改善させる

