

# 英国スチュワードシップ・コードの 運用実態について

2013年 9月

株式会社野村総合研究所  
未来創発センター 主席研究員  
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

# エンゲージメントの態様

---

- 年金基金や投資運用会社でエンゲージメントを主管するのは、コーポレート・ガバナンス担当や責任投資担当といった部署。
  - 議決権行使の実務担当者がエンゲージメントについても担当。
  - 上場企業とのミーティングには、IRミーティングもあるが、それとは異なる。IRミーティングの場合は、通常ファンド・マネージャーのみが参加する。
- 年金基金などのアセット・オーナーは、通常エンゲージメントを直接行うことはない。
  - 但し、エンゲージメントを積極的に行っているかどうかは、運用委託先の選定における判断基準の一つとなり得る。
- 投資運用会社では、エンゲージメントの場に投資判断を行うファンド・マネージャーが出席することも多い。
  - 上場会社としても、投資判断を実際に行う人と意見交換したいはず。
- 上場会社側からは経営トップやCFOが出席する。社外取締役が出席する場合もある。
  - 英国では、コーポレート・ガバナンス充実の観点から、社外取締役が株主と積極的に対話することが推奨されている。

# エンゲージメント対象の選択

---

- 集中投資を行って、投資先企業と年1回は必ずエンゲージメントを行うといった例もある。
  - 最初の投資決定前に投資先とのエンゲージメントに近いやり取りをするというケースもある。
- 多くの場合は、総会議案に疑問を感じた場合（事前）、総会で反対票を投じた場合（事後）、企業側から求められた場合、などに実施する。
- 自社の保有割合が大きい、深刻な問題に直面している、といった事情から働きかけの効果が大きいものと期待される対象先を選定するケースが多い。
  - エンゲージメントの目的はあくまで資産運用パフォーマンスの向上であり、ルーティン化してはならないと考えられている。
- パッシブ運用者がエンゲージメントを行うべきかどうかをめぐっては、両論ある。

# Comply or Explain の意義

---

- 英国では、コーポレート・ガバナンスに関する統合規範において、Comply or Explain（遵守か説明か）というアプローチが採用され、スチュワードシップ・コードも同じ。
  - 柔軟な規制方法として評価される一方、日本などでは、一律にルール化するまでの経過措置とみる向きも。
- スチュワードシップ・コードについては、そもそも署名者だけが適用対象で、FCAのビジネス行為規範(COBS)では認可投資運用会社に対して、スチュワードシップ・コードへのコミット状況の説明とコミットしていない場合には用いている投資戦略を開示するよう求めている。
- 例えば、ヘッジ・ファンドの場合、短期のトレーディングで利ざやを稼ぐといった投資戦略もあり得るため、戦略の内容によっては、エンゲージメントなどを行ってスチュワードシップを発揮することは合理的でない。
  - 一律の適用に対する抵抗が大きいからというよりも、一律に適用することが不合理であるからこそ Comply or Explain のアプローチが採られていることを理解すべき。
- アセット・オーナーが、スチュワードシップ・コードにコミットしない投資運用会社に運用を委託することも、直ちに受託者責任違反とは言えない。

# 集团的エンゲージメント

---

- スチュワードシップ・コードは、集团的エンゲージメントを推奨している(原則5)。
- 企業の経営危機、経済危機、企業価値が大きく損なわれるような事態の発生等にはとりわけ有効だと考えられている。
- フリーライド防止の観点からも集团的エンゲージメントが推奨されている。
- 他方、有力機関投資家間でも関心や意見が分かれるといったことから、集团的エンゲージメントに否定的な見解もある。
- ケイ・レビューでは投資家フォーラムの創設が提案され、2013年6月、シュローダー、L&G等が具体的な動きを開始。

# エンゲージメントをめぐる法的問題

---

- インサイダー取引規制上の問題が生じないようアセット・マネージャーの取引に影響を及ぼすような未公表の重要事実は事前の同意なしに伝達しないことが求められている。
  - 2012年のグリーンライト事件では、事前の同意なしに未公表の重要事実を伝達されたヘッジファンドの行った取引が、インサイダー取引とされた。
  - 米国のインサイダー取引規制では、信認義務に反しないとされるのではないかといった指摘がある。
- 集団的エンゲージメントが、TOB規制上の「共同で行動する (acting in concert)」ものとみなされるリスクもある。
  - テイクオーバー・パネルは、機関投資家を萎縮させないよう、グループの代表者を取締役に選任するよう求めるといった場合でなければ該当しないというガイダンスを明らかにしている。
- 米国の大量保有報告書規制との兼ね合いで、「パッシブ・インベスター」たろうとする米国のアセット・マネージャーはエンゲージメントに及び腰とも言われる。
  - 米国の規制では、パッシブ・インベスターは年1回の報告で足りる。