

# The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code At 30 September 2014”より

## ”About this report”及び”1. Key Findings”セクションを抄訳

### このレポートについて

The Investment Association は Financial Reporting Council (FRC)と協力してスチュワードシップ・コード(以下、コード)の順守状況を過去 5 年に渡り把握している。FRC は 2010 年 7 月にコードを公表し、2012 年 9 月に改定版を発行した。コードはコンプライ・オア・エクスプレイン手法により、機関投資家・企業間のエンゲージメントの質を向上させることを狙いとしている。コードは投資先企業の状況把握、取締役へのエンゲージメント、株主総会での議決権行使等における適切な慣行について定めている。

コードは主に機関投資家を対象としている。すなわち英国企業の株式を保有するアセットオーナー、運用会社、そして[議決権行使助言等の]サービス提供会社である。

このレポートはコード順守状況を報告する 5 度目のレポートで、2014 年 9 月 30 日現在での 288 の署名機関に対する調査結果の要約である。過去 4 回の調査はそれぞれ 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年各年の 9 月 30 日現在の状況をまとめたものである。

調査では以下の項目の詳細について質問した。

- 回答機関の種類、運用・保有している資産(セクション 2)
- 方針(セクション 3)
- 体制・資料(議決権行使助言会社の利用、スチュワードシップ活動の投資活動への統合を含む)(セクション 4)
- 投資先企業の状況把握の優先方法、エンゲージメントを展開している市場・事項(セクション 5)
- エンゲージメントの質(セクション 6)
- エンゲージメントの実例(セクション 7)
- 議決権行使と結果公表(セクション 8)
- 顧客・受益者への報告(頻度・内容を含む)、議決権行使・スチュワードシップ過程への独立意見の有無(セクション 9)

調査活動は FRC コーポレート・ガバナンス・ディレクターが議長を務める運営グループからの指示・監視の下、行われた。運営グループの委員は付録 1 に示している。個別回答の照合はアーンスト・ヤングにより行われた。

Investment Association は全ての回答機関及び運営グループの委員に感謝する。

## 1. 主な調査結果

### 回答機関のプロフィール(セクション 2)

より多くの機関が回答、回答率も安定している。288 署名機関中 130 機関が回答し、2010 年の初回調査以降で最多となった。回答率は 45 パーセントで 2012 年の 43 パーセント、2013 年の 42 パーセントから若干改善した。初回の回答率 67 パーセントよりは低いが、2010 年は 75 署名機関に調査票を送ったということを考慮すべきである。

回答機関の種別割合が安定。最大は運用会社で 92 機関、英国株式運用残高 6,750 億ポンドである(2013 年は 82 機関、7,080 億ポンド)。アセットオーナーは 30 機関、英国株式保有残高 290 億ポンド(2013 年は 27 機関、380 億ポンド)。8 機関がサービス提供会社だった(2013 年は 5 機関)。

英国株式の保有が減少。一方でグローバル株式保有が増加。回答機関の英国株式保有が 2013 年の 7,460 億ポンドから 2014 年は 7,040 億ポンドに減少した。一方でグローバル株式の保有は 2013 年の 2.7 兆ポンドから 2014 年は 2.8 兆ポンドに増加した。回答機関の保有・運用資産額平均は 2010 年から一貫して減少している。

### 方針(セクション 3)

スチュワードシップ・コード原則 1 は署名機関に「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」することを求め、原則 2 は「スチュワードシップ活動に関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表」することを求めている。

全ての回答機関が方針を公開している。また 88 パーセントの回答機関が公開の利益相反方針を持っている。これは 2013 年の 82 パーセントからの上昇だが、2011 年の 96 パーセント、2012 年の 94 パーセントよりは低い水準である。

方針の見直し、変更を行なった機関の割合は低下。83 パーセントが 2014 年に方針見直しを

行い、45パーセントが一部変更を行なった。2013年の90パーセント、67パーセントから低下している。ただし2013年は2012年のコード改定直後だったことを留意すべきである。

スチュワードシップ活動を明示した運用会社への委託運用契約は減少。スチュワードシップ活動を明示した委託運用契約を受けた運用会社の割合は2013年の83パーセントから2014年は74パーセントに低下した。しかしこれは2010年の66パーセント、2011年の65パーセント、2012年の71パーセントよりは高い水準にある。

## 体制・人的資源・資料(セクション4)

ほとんどの回答機関はエンゲージメント・議決権行使をインハウス(自家)で行なっている。全て、または一部のエンゲージメントをインハウスで行なっていると答えた回答機関は全体の78パーセントを占め、2013年から横ばいだった。一方全て、または一部の議決権行使をインハウスで行なうと答えた回答機関は73パーセントで、2013年の76パーセントから低下した。これは回答機関の資産規模平均が減少したことと符合している。

外注の際、外部サービス提供会社は検査されている。外部サービス提供会社は主に定期的な報告・ミーティングの組み合わせにより検査されている。委託運用契約でエンゲージメントの外注を明記した全てのアセットオーナーはほとんど運用会社選定の過程でこの検査を行なっている。

インハウスの人的資源が大幅に拡充。スチュワードシップ活動をインハウスで行なっている機関では、担当者の拡充が進んでいる。2014年はスチュワードシップ活動に従事する人員は2,090名となり、2010年の769名、2011年の1,268名、2012年の1,311名、2013年の1,703名というトレンドに沿い順調に増加している。80パーセント超の回答機関は議決権行使助言会社を利用することで、自社のスチュワードシップ活動を補完している。2013年の78パーセントから上昇した。セクション4には議決権行使及びその他助言サービスの利用状況について詳細情報を掲載している。

スチュワードシップ活動は投資活動に正式に統合されており、ファンドマネジャーやアナリストの関与が進んでいる。86パーセントの回答機関はスチュワードシップ担当者が正式に統合に向けた活動を行なっており、過去数年の傾向と合致している。同時にファンドマネジャーやアナリストの関与が進んでいる。スチュワードシップ担当者が10名増加した一方で、ファンドマネジャーやアナリストは300名超増加した。さらにファンドマネジャーやアナリストが全ての議決権行使に携わると答えた回答機関も2014年は37パーセントあり、2013年の27パーセントから上昇した。

## 状況把握・エンゲージメント(セクション 5)

コードは署名機関に投資先企業の状況把握とスチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法についての明確なガイドラインを求めている。

投資先企業の把握には様々な方法が採られている。80 パーセントの回答機関は企業への直接の接触とインハウスの調査・第三者の調査を組み合わせている。過半数の回答機関はさらに他の投資家やステークホルダーとも協力している。

エンゲージメントがますます優先され、アクティブ投資でのエンゲージメントが増加。35 パーセントの回答機関が全ての投資先企業にエンゲージメントを行なっている(2013 年は 34 パーセント)。22 パーセントが特に重要事項がある場合にエンゲージメントを行なうとしている(2013 年は 26 パーセント)。しかしアクティブ投資でのエンゲージメントが 2014 年は 16 パーセントと、2013 年の 8 パーセントから大幅に上昇した。

ほとんどのエンゲージメントは取締役報酬についてだが、企業業績が最重要課題と認識。ほとんどのエンゲージメントは取締役報酬についてで、2014 年に強制的な議決事項となったこと、企業による広範な活動を反映している。その後に企業業績、取締役のリーダーシップが続く。一方で最も重要だと回答機関が考えているのは順に企業業績、取締役のリーダーシップ、企業文化・戦略、取締役会・各委員会の構成で、役員報酬は 5 位だった(2013 年は 4 位)。

海外企業へのエンゲージメントが増える一方で、株式以外でのエンゲージメントは減少。海外企業特に西欧(2013 年 81 パーセントから 2014 年 84 パーセント)、北米(2013 年 73 パーセントから 2014 年 76 パーセント)でのエンゲージメントが増加した一方、中東欧・日本へのエンゲージメントは減少した。一方株式以外で資産クラスでのエンゲージメントは減少した。例えばプライベート・エクイティ(未公開株投資)での 2014 年のエンゲージメントは 20 パーセントと 2013 年の 24 パーセントから減少。債券投資においても 2013 年の 41 パーセントから 40 パーセントに低下した。

株主総会への出席を方針に盛り込む回答機関が減少。株主総会への欠席を方針に盛り込む回答機関が 2012 年、2013 年の 37 パーセントから 2014 年は 53 パーセントに上昇した。

## エンゲージメントの質(セクション 6)

今年から回答機関にエンゲージメントの質、最も効果的な企業とのコミュニケーション方法、集

团的エンゲージメントの効果についてコメントを求め始めた。

概して対話の質に大きな変化はないが、**2015 年はより幅広い事項についてエンゲージメントを行なう見込み**。約 3 分の 2 の回答機関が 2013 年と 2014 年で対話の質に大きな差はないと回答した。一部は承認された報酬方針は 3 年間有効で、エンゲージメントのテーマとしてトーンダウンすると予想している。またそのおかげでより広範囲の事項がエンゲージメントの対象になるだろうと見ている。全体の 25 パーセントは 2013 年から対話の質は向上しており、理由として役員報酬が強制的な議決事項となったことで企業側の反応が改善したことを挙げている。

**企業への直接の接触が最も効果的**。80 パーセント以上の回答機関が企業との 1 対 1 のミーティングが最も効果的なコミュニケーション手段だと考えている。しかし 20 パーセントは正式な書簡が企業の改善を促す手段の一つ足りえると回答している。

**集団的なエンゲージメントは変化の臨界点に達するのに有効**。ほとんどの場合、集団的エンゲージメントは変化の臨界点に達し、小規模な投資家が企業と接触するのに有効であると見られている。また企業に回答機関が持つ懸念が広く認識されていることを示すのにも重要な手段である。しかし一部の回答機関は企業との認識一致に達することが集団的エンゲージメントにおいて最重要だと認識している。

**回答機関はエンゲージメントについて満足**。90 パーセント近い回答機関がエンゲージメント結果に満足している。理由として変化をもたらしたとする機関がある一方で、企業が以前より対応が良くなったものの、変化にまでは至っていないとする回答機関もあった。

## 実例(セクション 7)

スチュワードシップ活動が実際にいかに機能しているかを把握するため、回答機関から実例を募集した。対象企業はアストラゼネカ、エクスペリアン、グラクソ・スミス・クライン、スポーツ・ダイレクト、スタンダード・チャータードである。回答はセクション 7 に集約しており、エンゲージメントの目的、結果、株主総会での該当議案への議決権行使等は別紙「**実例詳細**」に示してある。別紙では実際の回答からの引用や、今回からエンゲージメント対象企業からのコメントも収録している。

**エンゲージメントの事項は多岐に亘る**。それぞれの企業について主たる目的は以下の通り。

- グラクソ・スミス・クライン-38 機関、贈収賄事件と企業文化
- アストラゼネカ-30 機関、ファイザーからの買収提案及び取り下げ
- スタンダード・チャータード-29 機関、取締役報酬及びガバナンス

- エクスペリアン-25 機関、事業承継・CEO の会長就任・戦略
- スポーツ・ダイレクト-15 機関、役員報酬・取締役の独立性

目的の相違に伴いコミュニケーション方法も様々。グラクソ・スミス・クラインとスポーツ・ダイレクトに対しては主に会長に、アストラゼネカに対しては代表取締役に行なわれた。エクスペリアンとスタンダード・チャータードの場合はそれぞれ IR 部、報酬委員会委員長を通じて主に行なわれた。

協働は一貫性があれば成功。ほとんどの回答機関はグラクソ・スミス・クライン(13 機関)やスポーツ・ダイレクト(9 機関)へのエンゲージメントでは協働したが、アストラゼネカやスタンダード・チャータードの協働関係は一部にとどまった(ともに 8 機関)。集団的なエンゲージメントは懸念材料を共有する上で有効的だった。しかし集団的行動が失敗した、もしくは目標達成に至らなかった場合、それは有効とは言えない。

大半の回答機関は目標を達成したと回答している。ほとんどの事例で過半数の回答機関はエンゲージメントの質が良く、それは企業の変化が見られなかったとしても、企業は議論の継続に前向きな姿勢を示したからだと回答した。スポーツ・ダイレクトは例外で、一部の回答機関は大株主が少数株主の権利を弱めていると感じた。

## 議決権行使(セクション 8)

スチュワードシップ・コード原則 6 は署名機関に「全ての保有株式について議決権行使すること」「議決権行使結果を公表すること」を求めている。

議決権行使が大幅に増加。回答機関の 84 パーセントが英国企業について全ての議決権を行使したと回答し、2013 年の 78 パーセントから上昇した。また欧州・北米等他地域でも同様の傾向が見られた。

議決権行使結果の公表も増加。議決権行使結果を公表した回答機関の割合も 68 パーセントと 2012 年の 65 パーセント、2013 年の 66 パーセントから上昇した。そのうち 75 パーセントは全ての議決権行使について結果を公表し、2013 年の 62 パーセントから上昇した。また半数以上は議決権行使内容について判断基準も示した。

議案への反対・棄権理由を説明する回答機関は減少。コード原則 6 で推奨されている慣行だが、2013 年の 47 パーセントから 2014 年は 39 パーセントに低下。

## 報告(セクション 9)

スチュワードシップ・コード原則 7 は署名機関に「スチュワードシップ活動及び議決権行使活動について定期的に報告」することを、また運用会社への指針として「エンゲージメント・議決権行使過程について独立意見を求めること」、その意見についての公表を求めている。

概ね全ての回答機関が顧客・受益者にスチュワードシップ・議決権行使活動を報告している。ただし 90 パーセントの機関が顧客へ報告すると回答したものの、2013 年の 94 パーセントからは低下した。10 パーセントは全く報告を行なわないとしており、2013 年の 1 パーセントから上昇した。

スチュワードシップ・議決権行使過程に対する独立意見については見方が分かれる。過去 12 か月で議決権行使・エンゲージメント過程について独立意見を得たと回答した機関の割合は 18 パーセントで、2013 年の 17 パーセントとほぼ同水準となった。一方で議決権行使のみに意見を求めたと回答した機関は全体の 18 パーセントで、2013 年の 21 パーセントから低下した。ちなみにエンゲージメントのみ独立意見を求めたと回答した機関は無かった。独立意見を得た機関の 3 分の 2 は内容を公表している。一方で独立意見を求めず、かつ今後も予定がないと答えた機関は 53 パーセントで 2013 年の 45 パーセントから上昇した。そのうち 41 パーセントは内部監査を行なっており、20 パーセントは今後 12 か月に内部監査を行なう予定であると回答した。