

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂 —スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のスチュワードシップ・コードが、2025 年 10 月に大幅改訂され 2026 年 1 月から適用されることになった。今回の改訂の特徴は、(1) ESG 投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化に対応して、スチュワードシップの定義を変更したこと、そして (2) 英国投資市場の低迷に対応して、署名機関の負担軽減を図ったことにあるといえる。

本稿では、英国のスチュワードシップ・コードの展開を概観したのち、今回の改訂の柱である (1) スチュワードシップの定義の変更、および (2) 署名機関の負担軽減の内容について検討した。英国のスチュワードシップ・コードは 1 つのグローバルな基準であることから、わが国にも影響を及ぼすものであり、今後ともその動向とその背景にある要因を明らかにしていきたい。

(Abstract)

The UK Stewardship Code was updated with major revisions in October 2025, with implementation set to begin in January 2026. The main pillars of this revision are (1) a change in the definition of stewardship to address changes in how society and the investment community think about ESG investment, and (2) a lower burden on signatory institutions in response to the sluggish UK investment market.

This paper provides an overview of the development of the UK Stewardship Code, and examines the two main pillars of the latest revision. As the UK Stewardship Code is a global standard, it will also affect Japan. We aim to continue clarifying its trends and the factors behind them.

1 はじめに

2025 年 10 月に、英国スチュワードシップ・コード（以下「SS コード」という）の改訂版（FRC, 2025b）（以下「2026 年コード」という）が公表され、2026 年 1 月から適用されることになった。2026 年コードは、2020 年に改訂された SS コード（FRC, 2019b）（以下「2020 年コード」という）を再改訂したもので、2024 年 11 月に公表された SS コード改訂案（FRC, 2024b）（以下「2024 年改訂案」という）に対する市中からの意見などを踏まえて、策定されたものである。2020 年コードの制定の際には、その改訂案から大幅な変更が生じたが、今回は改訂案からの変更はかなり小幅なものにとどまり、改訂案の考え方が維持された。

英国では、2024 年 1 月にコーポレートガバナンス・コード（以下「CG コード」という）が改訂されたが（FRC, 2024a）、小幅なものにとどまっていた。これは、英国株式市場低迷と市中からの負担増大に対する懸念の表明を踏まえ、会社の情報開示に伴う負担の増加を考慮したためである。

前回の SS コード改訂の際には、キングマン報告書（Kingman, 2018）による FRC（Financial Reporting Council）や SS コードに対する厳しい批判を反映して、SS コードによる投資家への規律づけが強化されたが、今回の改訂では逆に投資家の負担軽減が図られた。

以下では、英国 SS コードの展開を概観したのち、今回の改訂の柱と言える、スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減について検討することとしたい。なお、本文中の報告書などの訳はすべて意識である。

2 英国スチュワードシップ・コードの展開

まず、英国における SS コードの展開を概観する。そもそも英国の CG の考え方には、当初から投資家の役割が包含されていた。これは英国の CG 議論の嚆矢と位置付けられるキャドバリー報告書（Cadbury, 1992）からも読み取れる。キャドバリー報告書では、機関投資家の役割として、以下のように経営陣との対話・議決権行使・エンゲージメントが明記されている。

キャドバリー報告書の抜粋

- ・機関投資家は、経営陣と定期的・体系的な対話を行うべきである。また議決権を積極的に行使すべきである。（para 6.11 の要旨）
- ・機関投資家が会社の所有者としての影響力を行使して、投資先の会社に最善慣行規範を遵守させることを期待する。（para 6.16 の要旨）

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

機関投資家の役割が SS コードとして明確化されたのはウォーカー報告書(Walker, 2009)の勧告に基づくものである。ウォーカー報告書は、リーマンショックと英国金融危機に対処するために組成された委員会の報告書であるが、銀行などの金融機関（これが会社一般にも適用される）の経営が適切に行われるように経営陣を規律づけするためには、長期投資家によるエンゲージメントが極めて重要であると考えた。そして、英国機関株主委員会（ISC）が作成した機関投資家の責任コード（ISC, 2009）に基づき、権威ある自主規制機関である FRC が SS コードを作成することを勧告した。

ウォーカー報告書の勧告（抜粋）

勧告 16 FRC の責任範囲の中に、機関投資家とファンドマネージャーが、スチュワードシップに関する最善慣行の原則を遵守するように推進・推奨することが明示的に含まれるべきである。この新しい役割は、現行の統合規範から分離されて新たにスチュワードシップ・コードとして制定され、現行の統合規範はコーポレートガバナンス・コードとして存続されるべきである。

勧告 17 英国機関株主委員会が作成した機関投資家の責任コードが FRC に批准され、スチュワードシップ・コードとして展開されるべきである。FRC は独立性および権威があるので、FRC のコードとされることによって、スチュワードシップ・コードの影響力が実質的に拡大する。スチュワードシップ・コードは、統合規範と同様にコンプライ・オア・エクスプレインの考え方にに基づき、最善慣行規範として統合規範と同様に位置づけられるべきである。

この勧告を受け、FRC は、英国機関株主委員会が作成した機関投資家の責任コードに基づき、2010 年に SS コード（FRC, 2010）（以下「2010 年コード」という）を作成・公表した。この内容はほぼ責任コードと同様の内容であり、責任コードの 7 つの原則がすべて SS コードに継承された。SS コードがコンプライ・オア・エクスプレイン（原則に適合するのであれば説明は不要であるが、適合しないのであれば説明を要する）での開示を求めていることから、アセットマネージャーなどの金融サービス会社は、SS コードへの対応状況などについて対外的に説明することが求められることになった。

2012 年に作成・公表されたケイ報告書（Kay, 2012）では、英国の金融機関のカルチャーが変容し、信頼関係を重視した関係が短期取引至上主義に置き換わったことを厳しく批判して、その解決のためにスチュワードシップの役割を拡大し、投資家に企業戦略や CG に関するエンゲージメントを求めた。

ケイ報告書の勧告（抜粋）

勧告 1 スチュワードシップ・コードは、戦略的な論点やコーポレートガバナンスの問題にも焦点を当て、より拡張されたスチュワードシップの形態を組み入れるように書き

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

直されるべきである。

勧告 2 会社の取締役、アセットマネージャー、アセットホルダー（注：アセットオーナーのこと）は、スチュワードシップと長期志向の意思決定を奨励する最善慣行規範を採用すべきである。

この勧告などを踏まえて FRC は 2012 年に SS コードを改訂した（FRC, 2012）（以下「2012 年コード」という）。ここではスチュワードシップの目的と定義の明確化などが行われたものの、内容の改訂は小幅なものにとどまった。

SS コード制定当初、FRC は署名機関の数の拡大に力を注いだ。その後 SS コード署名機関の対応の質を高める検討・対応を進め、2016 年に SS コード署名機関の開示内容の評価を公表した（FRC, 2016）。アセットマネージャーに対しては 3 段階（評価の高い方から Tier1, Tier2, Tier3）、アセットオーナーとサービスプロバイダーに対しては 2 段階（評価の高い方から Tier1, Tier2）の評価が示され、Tier3 のアセットマネージャーに対しては、6 か月後までに改善しなければ署名機関のリストから抹消することとした。ただし、この評価は報告書の開示内容の評価にとどまり、実際のスチュワードシップ活動全体を評価したものではなかった。

2018 年に英国大手建設会社のカリリオン社が不正会計により突然破綻した。英国議会で、不正会計を見抜けなかった監査法人とそれを監督する FRC が厳しく批判され、この反省からキングマン報告書が作成・公表された。キングマン報告書では主として監査法人を監督する FRC の役割が厳しく批判され、自主規制機関としての FRC を解体して、より強力な規制当局を設立して業務を移管すべきとの勧告がなされた。この余波で SS コードも批判の対象とされ、2016 年以降進められた署名機関の評価が、主に SS 方針の記載内容だけをチェックするものであり、実際の効果や成果のチェックにはなっていないと指摘・批判された。そして、SS コードに関して以下のような勧告がなされた。

キングマン報告書の勧告（抜粋）

勧告 42 スチュワードシップ・コードの改訂に際して、スチュワードシップの優劣がより明確になるような根本的改訂が必要である。それは、方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきである。政府はコード遵守を評価しそれを増進させるために更なる圧力が必要であるか否かを検討すべきである。そしてコードが単なる定型的な報告を導くものにとどまるのであれば、これを廃止することについて真剣に検討すべきである。

この頃英国では、2016 年の EU 離脱国民投票（ブレクジット）を機に、新自由主義の問題点である資産・所得の格差拡大などが認識され、労働者などのステークホルダーを重視する必要性が強く認識された。この認識に基づいて、2018 年には CG コードが大幅に改訂さ

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

れ (FRC, 2018), ステークホルダーの利益考慮を前面に打ち出したものとなった。

これらの動きを反映して大幅な修正を伴って作成されたのが、2019 年 1 月に公表された SS コード改訂案 (FRC, 2019a) (以下「2019 年改訂案」という) である。この改訂案では、まず、キングマン報告書の指摘に対応して、SS 活動の成果や効果への言及を含めた、より厳格な報告・公表を求めた。具体的には以下のような対応が求められるようになった。

2019 年のスチュワードシップ・コード改訂案 (抜粋)

原則 2 署名機関は自らのスチュワードシップに対するアプローチと目的について、そしてそれが顧客や受益者の利益にどのように役立ったのかについて、開示しなければならない。

コードの冒頭部分 (イントロダクション) での記載

署名機関は、実際の活動とその成果に関する年次報告書を FRC に提出し、またその活動が自らの目標を達成するのにどの程度効果的であったのかについての評価を、公表しなければならない。

そして 2018 年の CG コードの改訂と平仄を合わせ、セクション (Sections), 原則 (Principles), 各則 (Provisions) とガイダンス (Guidance) による補足説明, という構成とされた。アセットマネージャーとアセットオーナーに向けた原則の数が 10, 各則の数が 27, サービスプロバイダー向けの原則の数が 4, 各則の数が 6 となるなど、大幅に記載内容が増大した (2012 年コードは 7 原則とガイダンスのみ)。また 2012 年コードは、すべてコンプライ・オア・エクスプレインであったが、改訂案では、原則はアプライ・アンド・エクスプレイン (すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確なステートメントで説明することが求められる) とし、各則をコンプライ・オア・エクスプレイン (署名機関は各則を適用し、各則にどのように対応したのかについて説明することが期待される。各則を適用しない場合には、適用しない理由と代替的に採用したアプローチを説明すべきである) とされた。

この改訂案に対して市中から多くの意見が寄せられ、大幅に修正されて 2019 年 10 月に作成・公表されたのが 2020 年 SS コードである (適用は 2020 年 1 月から)。基本的には、キングマン報告書対応の部分は維持され、CG コードと平仄を合わせた構成などの部分は大幅な修正が施された。具体的には、市中からの「原則や各則の数が多すぎる。コードは単純な構造の方がよい」といった意見を踏まえて、セクション, 原則, 期待される報告内容 (Reporting Expectations) の 3 段階の構成となった (アセットマネージャーとアセットオーナーに向けた原則の数が 12, サービスプロバイダー向けの原則の数が 6)。各則が削除されたことから、2020 年 SS コードにはアプライ・アンド・エクスプレインだけが残し、コンプライ・オア・エクスプレインの記載が消滅した。

2024 年 11 月に SS コードの改訂案が示され、市中からの意見を踏まえて 2025 年 6 月に

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

SS コード改訂版（2026 年コード）が作成・公表された（適用は 2026 年 1 月から）。今回は、前回と異なり、改訂案に根本的な変更を加えることなく、改訂版が作成された。今回の改訂の背景には、(1) ESG 投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化、(2) 英国投資市場の低迷に対する対応があると考えられる。

まず、(1) ESG 投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化について説明する。ESG 投資という言葉の起源ともいえる 2006 年に PRI から公表された責任投資原則では、その前文に、ESG 投資に関して、(1) ESG 要素が投資パフォーマンスに影響すること、(2) この原則を適用することによって、投資家と幅広い社会の目的の調和が図られること、(3) ESG 要素を考慮するのは受託者責任の範囲内に限られることの 3 つのポイントが記載されている。すなわち、投資に際して ESG 要素を考慮するのは、投資パフォーマンスに影響するからであり、ESG 投資は受託者責任（投資家の投資パフォーマンスの最大化）のために、またはその範囲内で実行されることが示されている。その後 ESG 投資の拡大に伴い、投資家のリターンとは関係なく、ESG 要素を考慮すること自体が重要であるという考え方が台頭したが、米国などではそのような考え方に基づく ESG 投資に対して厳しい批判が寄せられ、ESG 投資そのものが否定されるような事態に陥っている。このような事態に対する英国の投資コミュニティの対応として、今回の SS コードの改訂に合わせて、スチュワードシップの定義の見直しがなされたと考えることができる。

つぎに、(2) 英国投資市場の低迷に対する対応について説明する。英国の EU 離脱を一つの契機として、英国の株式市場の低迷が続いている。2023 年 4 月には英国の会社であるアーム社が、英国ではなく米国での上場を申請したことはその象徴的な出来事と言える。CG コードでは、投資家保護（厳しい規律）と会社にとっての使い勝手の良さ（緩い規律）のバランスを適切にとることが求められるが、上記の事態を反映して、2024 年に改訂された CG コード（FRC, 2024a）は会社の負担軽減を優先した改訂となった。具体的には、カリリオン社など巨大企業の経営破綻を受けて、英国企業・市場の信頼回復の観点から、内部統制を中心とした大幅な改訂の準備が進められていたが、市中などからの意見を踏まえて、2023 年 11 月に突然小幅な改訂にとどまることが公表された。CG コードが対象とする会社に対する負担軽減と同様、今回の SS コードの改訂に際して、投資家に対しても負担軽減が図られたと考えられる。具体的には、第 4 節で述べるように、投資家などの署名機関の柔軟な報告体制、報告負担の軽減および対象と絞った報告といった配慮がなされ、投資家の負担が軽減されることになった。2000 年コードと 2026 年コードの構成の比較は、4.2 で説明する。

3 スチュワードシップの定義

今回の SS コード改訂の 1 つのポイントとして、スチュワードシップの定義の変更がある。ここでは、スチュワードシップの意味とその変遷について簡単に考察したい。

スチュワードという言葉・概念は、もともとは聖書に由来すると言われる。これを筆者な

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
ー スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減 ー

りに解釈すると、スチュワードという言葉は「この世で富を得たとしても、すべての所有物は「神の賜物」である。人間は神からのその受託者（＝スチュワード）であり、責任をもってそれを善用することが求められる」という文脈で用いられたもので、受託者・管理者という意味を持つ。

英国では伝統的に、スチュワードとは他人に代わってその事務や財産管理を取り仕切る者のことをいい、元来は国王や領主の執事、財産管理人の意味で用いられていた。聖書における神と人間の関係が、国王・領主と執事・財産管理人の関係に置き換わって理解されていた。スチュワードシップとは、スチュワードの心構え・責務のことをいう。

CG の文脈でスチュワードシップという言葉が用いられたのは、キャドバリー報告書が最初である。そこでは取締役の心構え・責務としてスチュワードシップという言葉が用いられた。すなわち、スチュワードシップが株主と取締役の関係に置き換わって用いられた。

キャドバリー報告書（抜粋）

- ・株主と取締役会の正式な関係は、株主が取締役を選任し、取締役が株主に対してそのスチュワードシップの状況を報告し、株主が会計監査人を選任して取締役の財務諸表を外部からチェックするというものである。このように、会社の所有者である株主は、自らに代わって事業を運営し、その進捗状況について説明責任を負わせる取締役を選任することになる。コーポレートガバナンスの課題は、取締役会の株主に対する説明責任をどのように強化するかということである。（para 6.1）（下線部は筆者が付記）
- ・株主は、会社の所有者としての責任の多くを、スチュワードとして行動する取締役に委任している。取締役がスチュワードシップを果たせていないように見える場合、株主は取締役に叱責する権限を有し、取締役はこの権限を行使すべきである。取締役は会社の経営には関与できないが、高い水準のコーポレートガバナンスを求めることはできる。そして、優れたガバナンスは、取締役のスチュワードシップを測る重要な指標である。したがって、株主が会社以最善慣行規範の遵守を求めるならば、取締役会の株主に対する説明責任は強化されるであろう。（para 6.6）（下線部は筆者が付記）

キャドバリー卿は、インタビューに対して、キャドバリー報告書でスチュワードシップという言葉を用いたのは、取締役には「会社を守り育てる」という責務があることを示すためであると説明している。すなわち、スチュワードシップは取締役の心構え・責務として用いられており、その目的は「会社を守り育てる」ことであつた。

キャドバリー卿へのインタビューから

Q：報告書では「スチュワードシップ」に言及されました。その意味を教えてください。

A：当委員会では、スチュワードを家の使用人という少し古典的な意味で使いました。英国の大きな家には、家事すべてを効率的かつ適切に守り育てる、スチュワードがいま

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

す。すなわち、スチュワードシップとは会社を守り育てること、といおうとしたのです。これには、固定資産のほか、知的資産、従業員、それに会社の評判も含まれます。スチュワード（シップ）とは「これらの資産を守り育てる」ということです。

（出典）日本コーポレートガバナンス・フォーラム（2001）『コーポレートガバナンス—英国の企業改革』商事法務研究会，P.208．筆者が（ ）内を追記．

スチュワードシップを取締役の責務としていたキャドバリー報告書に対して，世界的な金融危機および英国の銀行危機の経験を踏まえ，長期投資家にも，会社に対するエンゲージメントによって，「会社の長期的成功を促進する」という役割を求めたのがウォーカー報告書であると考えることができる．前述のとおり，この勧告に基づいて，2010年にFRCからSSコードが公表された．

ウォーカー報告書（抜粋）

- ・機関投資家のスチュワードシップ活動によって，会社は収益と長期的パフォーマンスの向上を図ることが可能となる．機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度のメリットを享受しつつ，会社の支配権も有しているのであるから，その代償として機関投資家にもスチュワードシップの責任がある．（para 5.7）（要旨の大幅な意識）

このウォーカー報告書の考え方およびケイ報告書の考え方（スチュワードシップの役割を拡大し，投資家に企業戦略やコーポレートガバナンスに関するエンゲージメントを求めること）を踏まえて作成されたのが2012年コードにおけるスチュワードシップの定義・目的である．そこでは，「スチュワードシップの目的は，根源的な資金提供者も反映できるような方法により，会社の長期的成功を促進することにある．実効的なスチュワードシップは，会社，投資家，そして経済全体に恩恵をもたらす」とされた．すなわち，SSコードの主たる目的は「会社の長期的成功」にあるとされた．キャドバリー報告書が取締役の責務とした「会社を守り育てる」ことが，機関投資家に対してもその責務として位置づけられたと考えることができる．

8年ぶりのSSコード改訂を前に，2019年1月にSSコードの改訂案（2019年改訂案）が公表された．この改訂案は，前述のとおり，ステークホルダーを重視する2018年CGコードの影響を強く受けたもので，スチュワードシップの定義にもその影響が強く伺える．ここでは，「スチュワードシップは，受益者，経済，そして社会に対する持続可能な価値を創造するために，機関投資家のコミュニティ全体を通じて，資本の責任ある配分と管理を行うことである」とされた．SSコードの原則の主語が機関投資家から署名機関に変更されたことに示されるように，SSコードの対象者をサービスプロバイダーなどにも拡大したこと，そしてそれらの機関は，「会社の長期的成功を促進すること」を直接の責務としていないこ

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
ー スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減 ー

とから、スチュワードシップの定義からその文言が消えた。また、ステークホルダー重視の観点から、スチュワードシップの目的として受益者のみならず、経済と社会の持続可能な価値創造を含むものとされた。

このスチュワードシップの定義に関しては、市中から厳しい批判が寄せられた。それは、受託者責任の対象は顧客・受益者であり、それと経済や社会の利益と同等に扱うことは受託者責任に反するというものである（FCA, 2019, paras 3.6-3.8）。この意見を反映して、2020 年コードでは、スチュワードシップの直接の目的を「顧客・受益者の長期的な価値創造」とし、その結果として（間接的に）「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」と表現した。すなわち、「スチュワードシップとは、（受託した）資本を、顧客や受益者の長期的な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することであり、それは経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすものである」とされた。

2024 年 11 月に公表された SS コード改訂案（2024 年改訂案）では、スチュワードシップの定義から、「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」という表現が削除された。その理由として、FRC は、一部のステークホルダーの誤解を解消するためであるとして、次のような説明をしている。

FRC の説明（FRC, 2024b, para 18）

・一部の利害関係者は、2020 年の定義を、スチュワードシップの主な目的は環境と社会の目標を追求することであると解釈し続けている。定義に「導く（leading to）」という言葉が含まれていることは、顧客にとっての価値創造は常により広範な追加的利益をもたらさなければならないという解釈につながる可能性がある。一部の署名機関はこれらの幅広い利益を投資目的に組み込む場合があるが、具体的な投資目的を決定するのは各署名機関である。

2026 年コードでも 2024 年改訂案の定義がそのまま用いられた。ただし、その説明部分は市中からの意見を踏まえて（2006 年会社法第 172 条の文言などを参考にして）、若干の修正が行われている。定義およびその補足説明は以下のとおりである。

2026 年 SS コードでのスチュワードシップの定義とその補足説明

[定義]

スチュワードシップとは、（受託した）資本を、顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することである。

[補足説明]

・効果的なスチュワードシップは、投資家が十分な情報に基づいた投資判断を行い、将来の顧客・受益者の目標達成能力を損なうことなく、今日の顧客・受益者の目標を満たすリターンを実現できるよう支援する。その際、投資家は、受益者の利益に影響を及ぼす

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

範囲内で、経済、環境、社会への影響を考慮しつつ、長期的なリスクと機会を考慮する。
 ・投資家が行うスチュワードシップ活動は、投資家のインベストメント・チェーンにおける役割、投資アプローチ、運用する資産によって異なる。スチュワードシップ・コードに基づく報告は、投資家とそのサービス提供者が受託資産を管理するに際して行う、様々なアプローチと活動に関して透明性を提供する。

補足説明では、投資家が経済、環境、社会への影響を考慮するのは、受託者利益の範囲内であることが明示されており、これは ESG 投資という言葉の起源ともいえる 2006 年に公表された PRI の責任投資原則の原点に戻った定義であると言える。ESG 要素を過度に強調する動きに対する最近の厳しい批判を反映したものと考えられる。

今回の定義に「持続可能な」という文言が加えられているが、これは補足説明にあるように、「将来の顧客・受益者」を意識したものであり、社会の持続可能性を直接的な対象としていないと理解される。

表1 スチュワードシップ・コードにおけるスチュワードシップの定義・目的の変遷

	スチュワードシップの定義・目的
2012 年コード	スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も反映できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体に恩恵をもたらす。
2019 年改訂案	スチュワードシップは、受益者、経済、そして社会に対する持続可能な価値を創造するために、機関投資家のコミュニティ全体を通じて、資本の責任ある配分と管理を行うことである。
2020 年コード	スチュワードシップとは、(受託した) 資本を、顧客や受益者の長期的な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することであり、それは経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすものである。
2026 年コード	スチュワードシップとは、(受託した) 資本を、顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することである。

(出典) 筆者作成。

以上概観したように、スチュワードシップの定義・目的は、SS コード改訂の都度、変更されている。当初は「会社の長期的成功を促進すること」とされ、会社に焦点が当たっていたが、現在は「顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するため」とされ、顧客・受益者に焦点が当てられている。受託者責任と同旨の意味で用いられているようにも思われる。では、実際のところ、受託者責任とスチュワードシップはどのような関係にあると理解されるのであろうか。この点、2026 年コードでは、「スチュワードシップは投資家の受託者責任を果たすうえで重要な要素であり、本コードに基づく報告は、署名機関が自らのスチュ

ワードシップがどのように受託者責任を果たしているのかを示すことに役立つ」(FRC, 2025b, Introduction 部分) としており、スチュワードシップが受託者責任を果たすための手段である(署名機関の責務・心構えである)と位置づけられていると理解される。

ここで、わが国の SS コードの定義との比較を行いたい。わが国の SS コードは英国の 2012 年コードを参考にして策定されたものであるが、スチュワードシップ責任を、機関投資家が当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するものと定義しており、どちらかという受託者責任を意識した 2026 年コードの定義に類似している。

4 署名機関の負担軽減

今回の SS コード改訂のもう 1 つのポイントとして、署名機関の負担軽減が挙げられる。前述のとおり、キングマン報告書での厳しい指摘や 2018 年の CG コードの大幅改訂の影響を受け、2019 年 1 月に公表された SS コードの改訂案(2019 年改訂案)では、スチュワードシップ活動の成果や効果を詳しく開示すること、そして構成も CG コードと平仄を合わせ、構成、原則・各則などを大幅に増加させるなどの提案が行われた。これに対して市中からの多くの意見が寄せられ、実際の 2020 年 SS コードでは署名機関の負担が減少したが、それでも負担感が残るものであった。今回は、柔軟な報告体制、報告負担の軽減、そして対象を絞った原則といった点から負担軽減が行われた。以下ではこれらについて説明する。

4.1 柔軟な報告体制

負担軽減の第 1 として、SS コードでの報告内容を(1)ポリシーとコンテキストの開示、(2)活動と成果の報告書、に区分して報告頻度を一部緩和したことが挙げられる(なお、2020 年改訂で新たに設けられたアセットオーナー・アセットマネージャーのための原則と、サービスプロバイダー向けの原則の大区別は維持されている)。2020 年コードでは、各原則に 3 つの期待される報告内容(コンテキスト、活動、成果)が明記され、それらを記載した報告書を毎年提出することが義務づけられていたが、背景開示(ポリシーとコンテキストの開示の部分)に関する情報の多くは変更されないため、この部分の作成・開示の頻度を削減したものである。

具体的には、ポリシーとコンテキストの開示の部分は、署名機関の活動と成果の報告書の重要な背景情報となる事実を開示するものとして、原則 4 年ごとの開示とされた(署名機関に変化が生じて、ポリシーとコンテキストの開示が活動と成果の報告書の背景情報として適切ではなくなるような場合には、適時開示する必要がある)。また活動と成果の報告の部分については、従来通り毎年開示するものとされた。これは、重要なポリシーとコンテキストの情報が開示されるという利点を維持しつつ、署名機関の負担を軽減するものである。

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

なお、2026年コードでは、原則に対する柔軟なアプローチを採用していることが説明されている。2012年コードの原則に対するコンプライ・オア・エクスプレインの考え方が、2020年コードではアプライ・アンド・エクスプレインに変更され、2026年コードでもこの考え方が継続されており、この意味では厳格なアプローチが求められているようにも考えられるが、今回の柔軟なアプローチという意味は、原則の適用は必須であるが、その適用の方法に柔軟性を認めるということであると理解される（コンプライ・オア・エクスプレインの場合には、原則の適用自体も必須としないという考え方であった）。

4.2 報告負担の軽減

2026年コードは、原則を絞り込み、また各原則の報告方法を簡潔化することで、報告の質を維持しながら、報告量を削減することを企図したもので、報告量を20～30%程度削減することができるという試算もある（FRC, 2025a）。具体的には、2020年コードでは、アセットオーナー・アセットマネージャー向けが12原則、サービスプロバイダー向けが6原則であったのに対して、2026年SSコードでは、活動と成果の報告書の原則が、それぞれ6原則、4原則に削減されている。

また2020年コードでは、各原則に付記されている「期待される報告内容」がかなり詳細なものであることに加え、「期待される報告内容」という用語が、署名機関が行う開示が定型的でなければならないと理解される可能性があった。そこで2026年コードでは、「期待される報告内容」を「報告の仕方」に替え、それを任意・規範的ではないガイダンスによる補足説明で補うという構成とした（FRC, 2024b paras 35-37）。

2026年コードと2020年コードの原則を対比すると、以下の表2の形に整理できる。

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
ー スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減ー

表 2 2026 年コードと 2020 年コードの原則の対比

○アセットオーナーとアセットマネージャー向けのコード

2026年SSコード

・ポリシーとコンテキストの開示

A	組織、投資信念、スチュワードシップ・アプローチ
B	ガバナンスとリソース
C	ポリシー、プロセスとそのレビュー
D	利益相反
E	顧客と受益者との対話

2020年SSコード

1	目的、戦略、企業文化
2	ガバナンスとリソース
5	方針のレビューとプロセスの保証
3	利益相反
6	顧客と受益者のニーズ

・原則（活動と成果の報告書）

1	スチュワードシップと投資の統合
2	円滑に機能する市場の促進
3	エンゲージメント
4	権利と責任の行使
5	運用会社の選定と監督
6	サービスプロバイダーの監視

7	スチュワードシップと投資の統合
4	市場全体とシステム全体のリスク
11	スチュワードシップの段階的強化
9	エンゲージメント
10	協働エンゲージメント
11	スチュワードシップの段階的強化
12	権利と責任の行使
11	スチュワードシップの段階的強化
8	マネージャーとサービスプロバイダーのモニタリング
8	マネージャーとサービスプロバイダーのモニタリング

○サービスプロバイダー向けのコード

2026年SSコード

・ポリシーとコンテキストの開示

A	組織とそれが提供するサービス
B	ガバナンスとリソース
C	ポリシー、プロセスとそのレビュー
D	利益相反

2020年SSコード

1	目的、戦略、企業文化
2	ガバナンスとリソース
6	方針のレビューとプロセスの保証
3	利益相反

・原則（活動と成果の報告書）

1	顧客との対話
2	議決権行使助言会社
3	投資コンサルタント
4	エンゲージメントサービスプロバイダー

5	顧客のスチュワードシップの支援
5	顧客のスチュワードシップの支援
4	市場全体とシステム全体のリスク
5	顧客のスチュワードシップの支援

（注）英数字は各原則等の番号を表示している。

（出典）FRC（2025b）p.4 および FRC（2024b）Appendix C に基づき筆者作成。

4.3 対象を絞った報告

署名機関の属性に合わせた原則を明記した対応も行われた。2019 年改訂案では、アセットオーナーとアセットマネージャーについて、原則は同じであるが、各則の半分程度は明確に区分され、異なる役割期待が記載されていた。これに対して市中から「原則や各則の数が

多すぎる。コードは単純な方がいい」といった意見が寄せられ、各則が削除されたことから、2020 年コードではアセットオーナーとアセットマネージャーごとの遵守すべき内容が区別されないものとなった。

アセットオーナーとアセットマネージャーの役割は異なり、またサービスプロバイダーごとの役割も異なることから、これらを区別した方が、それぞれの主体（署名機関）に対する期待が明確化されることになる（署名機関にとっても、SS コード報告書に何を記載すべきなのかが明確になる）。今回の改訂では、原則の適用対象を明確化することによって、この課題に対応した。

具体的には、アセットオーナーとアセットマネージャー向けの原則では、原則 1（スチュワードシップと投資の統合）、原則 2（円滑に機能する市場の促進）、および原則 6（サービスプロバイダーの監視）については、すべての署名機関に対応を求めた。また、原則 3（エンゲージメント）および原則 4（権利と責任の行使）については、資産を直接運用するアセットマネージャーに対して、原則 4（権利と責任の行使）と原則 5（運用会社の選定と監督）については、アセットオーナーに対して、その遵守を求めたものである。

ただし、署名機関の規模や投資アプローチは多岐にわたるため（例えばアセットオーナーが直接運用に携わることもある）、報告に適用される普遍的なルールは存在しないとして、どの原則について説明するか判断は各署名機関にゆだねている。目安として、10%基準を設け、運用資産の 10%以上を直接運用する署名機関は原則 3（エンゲージメント）について報告し、運用資産の 10%以上を運用会社に委託して運用する署名機関は原則 5（運用会社の選定と監督）について報告するものとした。

サービスプロバイダーも、その役割は多岐にわたる。サービスプロバイダー向けの原則では、議決権行使助言会社、投資コンサルタント、エンゲージメントサービスプロバイダーのそれぞれに対する役割を明記している。具体的には、原則 1（顧客との対話）はすべての署名機関に適用され、原則 2（議決権行使助言会社）は議決権行使助言会社に、原則 3（投資コンサルタント）は投資コンサルタントに、原則 4（エンゲージメントサービスプロバイダー）はエンゲージメントサービスプロバイダーに適用される。

これらは、属性別の対応原則の明確化により、スチュワードシップの遂行における市場参加者のさまざまな役割をより明確に区別できるようにした方がいいというステークホルダーからの意見を反映した面がある（FRC, 2024b para 47）。

5 おわりに

本稿では、英国 SS コードの歴史的展開と 2026 年コードの主な改訂内容について検討した。改訂内容として、特に、(1) スチュワードシップの定義、(2) 署名機関の負担軽減の内容について具体的に検討した。

英国の SS コードの改訂は今回 3 回目であるが、その都度、社会が機関投資家など署名機

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

関に求める事項と、署名機関自身が求める規律づけの内容を踏まえて、構成・内容とも大きな変更がなされている。今回は、主として署名機関から要請を踏まえ、スチュワードシップの定義の変更と負担軽減が前面に出た改訂であったと言える。

英国の CG コード、SS コードは、1 つのグローバルな規範であることから、わが国にも影響を及ぼすものであり、今後ともその動向とその背景にある要因を明らかにしていきたい。

アセットオーナーとアセットマネージャー向けの UK スチュワードシップ・コード(2026)

【抜粋・意識】

アセットオーナーとアセットマネージャーは、効果的なスチュワードシップに対して責任を有しており、その責任を委任することはできない。スチュワードシップには、投資判断、資産およびサービスプロバイダーのモニタリング、発行体とのエンゲージメントと重要な課題に関する説明責任を発行体に求めること、他の署名機関との協働、そして権利と責任の行使が含まれる。

資本は様々な資産クラスに投資されており、投資家はそれぞれ異なる条件、投資期間、権利、影響力を有している。署名機関は、資本がどのように投資されたかに関わらず、利用可能な資源、権利、影響力を行使してスチュワードシップを発揮すべきである。

ポリシーとコンテキストの開示

- A. 自社の組織、投資信念、顧客または受益者について述べ、それがどのようにスチュワードシップへのアプローチに影響を与えているかについて説明する。
- B. 自社のリソースが、どのように効果的なスチュワードシップを可能にしているかについて説明する。
- C. 自社のスチュワードシップのポリシーとプロセス、およびそれらをどのようにレビューしているかについて説明する。
- D. 顧客と受益者の最善の利益を最優先するために、スチュワードシップに関連する利益相反を自社でどのように管理しているかについて説明する。
- E. 顧客や受益者との対話を、自社がどのように維持しているかについて説明する。

活動と成果報告書の原則

- 1. 署名機関は、スチュワードシップと投資を統合して、顧客と受益者に対して長期的に持続可能な価値を提供する。
- 2. 署名機関は、金融市場の円滑な機能を促進するために、市場全体に及ぼすリスクやシステムミックリスクを特定し、対応する。
- 3. 署名機関は資産価値の維持・増大に取り組む。
- 4. 署名機関は自らの権利と責任を積極的に行使する。
- 5. 署名機関は、外部マネージャーの選定・監督の際にスチュワードシップに関する事項を考慮する。
- 6. 署名機関はサービスプロバイダーのスチュワードシップ遵守状況を監視し、責任を問う。

サービスプロバイダー向けの UK スチュワードシップ・コード (2026) 【抜粋・意訳】

議決権行使助言会社、投資コンサルタント、エンゲージメントサービスプロバイダー

サービスプロバイダーは、顧客がスチュワードシップ責任を果たすことを支援するという点で、投資コミュニティにおいて重要な役割を果たす。これらの原則を適用するサービスプロバイダーには、投資コンサルタント、議決権行使助言会社、エンゲージメントサービスプロバイダーが含まれる。

サービスプロバイダーが顧客のスチュワードシップを支援するために行う活動には、エンゲージメント、議決権行使の推奨と実行、データと調査、助言、報告フレームワークと基準の提供などが含まれるが、これらに限定されない。

サービスプロバイダーの開示

- A. 自社の組織とそれが提供するサービスについて説明する。
- B. 自社のガバナンスとリソースによって、これらのサービスの提供がどのように可能になっているかについて説明する。
- C. 自社のスチュワードシップのポリシーとプロセス、およびそれらをどのようにレビューしているかについて説明する。
- D. 顧客の利益を最優先にするために、利益相反を自社でどのように管理しているかについて説明する。

サービスプロバイダーの原則

- 1. 署名機関は顧客とコミュニケーションをとり、顧客の目的を理解し、顧客のスチュワードシップを支援するサービスを提供する。
- 2. 議決権行使助言機関は、調査、推奨、議決権行使実施の品質と正確性を保証する。
- 3. 投資コンサルタントは、市場全体のリスクとシステムリスクを特定してそれらに対応し、金融市場の円滑な機能を促進する。
- 4. エンゲージメントサービスプロバイダーは、顧客に代わって資産の価値を維持または向上させる業務を行う。

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

(参考文献)

- 林順一 (2019a) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察」『国際マネジメント研究』 8, 1-34.
- 林順一 (2019b) 「イギリス企業の CG コード対応にみる従業員とのエンゲージメント」『企業会計』 2020 年 1 月号, 50-56.
- 林順一 (2020a) 「英国のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの改訂の背景・内容とわが国への示唆」『ビジネス・マネジメント研究』 16, 67-89.
- 林順一 (2020b) 「英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察 一改訂に至る経緯と主な改訂内容」『国際マネジメント研究』 9, 31-48.
- 林順一 (2022) 『コーポレートガバナンスの歴史とサステナビリティ: 会社の目的を考える』 文真堂
- 林順一 (2025a) 「英国・米国のコーポレートガバナンスの歴史とわが国への示唆」『証券アナリストジャーナル』 2025 年 3 月号, 38-47.
- 林順一 (2025b) 「イギリスのコーポレートガバナンスの展開」佐久間信夫他編著『ESG 経営の展開』 同文館出版
- Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- FCA (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Feedback to DP19/1 (FS19/7)*.
- FRC (2010), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2012), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2016), “Tiering of Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Nov 2016*.
- FRC (2018), *The UK Corporate Governance Code 2018*.
- FRC (2019a), *Proposed Revision to the UK Stewardship Code*.
- FRC (2019b), *The UK Stewardship Code 2020*.
- FRC (2024a), *UK Corporate Governance Code 2024*.
- FRC (2024b), *UK Stewardship Code Consultation*.
- FRC (2025a), “FRC Overhauls the Investor Stewardship Code to Focus on Value Creation, Reducing Burdens and Enhanced Engagement between Market Participants”, *FRC News 3 June 2025*.
- FRC (2025b), *The UK Stewardship Code 2026*.
- FRC (2025c), *Feedback Statement—UK Stewardship Code 2026*.
- ISC (2009), *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*.
- Kay, J (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*.

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

Kingman, J. (2018), *Independent Review of the Financial Reporting Council*.

Walker, D. (2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations*.