

2025 年 6 月 13 日 全 5 頁

スチュワードシップと ESG は別モノ：英 FRC

英国でスチュワードシップの定義を変更、ESG 要素を削除

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 英国のスチュワードシップ・コードの改訂が公表された。
- コード改訂によって、スチュワードシップが環境や社会と関連していることを想起させる記述が削除された。これは、スチュワードシップを実践するには、環境や社会へ利益をもたらすことが必要であるかのように誤解されるのを避けるためだ。スチュワードシップと環境や社会に関する取り組みは別個のものということだ。また、コードから“ESG”という用語がすべて削除された。
- 日本のスチュワードシップ・コードは、英国のスチュワードシップ・コードから強い影響を受けている。英国がスチュワードシップの定義を 2019 年に変更したのちに、日本でも 2020 年に「スチュワードシップ責任」の説明が変更され、“ESG”という用語が追加された。
- しかし、現在検討が進んでいる日本のスチュワードシップ・コード改訂では、英国の定義変更に追随するような改訂案は示されていない。

英国スチュワードシップ・コード改訂

英国でコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを所管する財務報告評議会（Financial Reporting Council、FRC）は、2025 年 6 月 3 日にスチュワードシップ・コード改訂を公表した¹。2019 年に改訂され、2020 年から施行されている現行のスチュワードシップ・コードを大幅に変えるものとなっている。新コードは、2026 年 1 月 1 日から発効する。

改訂の内容は多岐にわたるが、本稿ではスチュワードシップの定義の変更について紹介する。図表 1 に記した通り、スチュワードシップの定義から「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような」（leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society）を削除し、「長期的な価値」（long-term value）を「長期的で持続可能な価値」（long-term sustainable value）に変更した。改訂前は「持続可能な利益」を「経済、環境、社会」に

¹ FRC “The UK Stewardship Code 2026”（2025 年 6 月 3 日）

もたらすとされていたが、改訂後は、顧客や最終受益者に対して「持続可能な価値」を創出することがスチュワードシップの意味であることを明確にした。この定義変更は、意見募集を行っていた改訂案に既に含まれており、内容的な目新しさはない。

「環境」「社会」といった ESG (Environmental、Social、Governance) を想起させる語句をスチュワードシップの定義から削除したのは、「環境」「社会」への利益をもたらすこと自体がスチュワードシップの目的であるという誤解が生まれることを避けるためだ²。定義規定に続けて、投資家がスチュワードシップを実践する際に考慮する様々な要因の例として、ガバナンス、環境、社会的要因を挙げており、ESG の考慮を禁止するわけではない。つまり、スチュワードシップ活動を行っているというためには、ESG を考慮しなければならないということではないし、逆に ESG を考慮してさえいればスチュワードシップ活動をしていることになるわけでもない、ということはこの定義変更によって明確にしたものと思われる。

図表 1：英国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

【The UK Stewardship Code(2020 年版)】p.4

Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.

【The UK Stewardship Code(2020 年版)和訳】p.1

スチュワードシップとは、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督のことである。



【The UK Stewardship Code(2026 年版)】p.5

Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.

【The UK Stewardship Code(2026 年版)和訳】

スチュワードシップとは、顧客と最終受益者に対する長期的で持続可能な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督のことである。

(出所) 英文は、The UK Stewardship Code の 2020 年版、2026 年版。2020 年版の和訳は金融庁「『スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会』(令和元年度第 2 回)」での参考資料 2「英国スチュワードシップ・コード 2020 (仮訳)」p. 1 (2019 年 11 月 8 日)、2026 年版の和訳は大和総研仮訳。

英国スチュワードシップ・コード改訂は、スチュワードシップの定義から「環境」「社会」を削除しただけではない。改訂前のアセットオーナーとアセットマネジャーのための原則 7 (Stewardship, investment and ESG Integration) では署名機関に対して「環境」「社会」「ガバナンス」つまり ESG 課題に加えて「気候変動」を、自身の責任を果たすために統合する取り組みを求めていた。この原則の具体的な内容を説明するセクションでは“ESG”という用語を繰り返し使っていた。

この原則 7 を引き継いだ改訂後のアセットオーナーとアセットマネジャーのための原則 1 (Integrating stewardship and investment) には、「環境」「社会」「ガバナンス」は記されてい

² FRC “Feedback Statement UK Stewardship Code” p. 6

ない。それだけではなく、改訂後のコードに“ESG”という用語は一切出てこない。「環境」「社会」は数か所出てくるが、どれも投資等における考慮事項の例示や、署名者の関心次第では、「環境」「社会」の課題を考慮することもあるといった文脈だ。

図表 2：アセットオーナーとアセットマネジャーのための原則における ESG の削除

【The UK Stewardship Code(2020 年版)】p.15 Principle 7

Signatories systematically integrate stewardship and investment, including material environmental, social and governance issues, and climate change, to fulfil their responsibilities.

【The UK Stewardship Code(2020 年版)和訳】p.12 原則 7

署名機関は、スチュワードシップと投資を、重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する。



【The UK Stewardship Code(2026 年版)】p.17 Principle 1

Signatories integrate stewardship and investment to deliver long-term sustainable value for their clients and beneficiaries.

【The UK Stewardship Code(2026 年版)和訳】原則 1

署名機関は、顧客と最終受益者へ長期的で持続可能な価値を届けるために、スチュワードシップと投資を統合する。

(出所) 英文は、The UK Stewardship Code の 2020 年版、2026 年版。2020 年版の和訳は金融庁「『スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会』(令和元年度第 2 回)」での参考資料 2「英国スチュワードシップ・コード 2020 (仮訳)」p. 12 (2019 年 11 月 8 日)、2026 年版の和訳は大和総研仮訳

日本におけるスチュワードシップ・コード改訂

日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、英国にならったものであり、名称だけでなく内容の類似も多い。コンプライ・オア・エクスプレインという、日本では馴染みの薄い規制手法さえコピーしたほどだ。コーポレートガバナンス改革に関する英国の状況は日本だけでなく、多くの国々に影響を与え、英国の政策当局者は、自国の取り組みを自画自賛してきた。その英国で、スチュワードシップの定義が変更された。スチュワードシップと ESG が密接に関係しているかのように読まれてきたが、このような誤解を解くスチュワードシップ・コード改訂が実施された。

日本版スチュワードシップ・コードが策定された 2014 年当時の「スチュワードシップ責任」の説明は、英国の 2012 年版からの影響が強いように思える。2019 年に英国でスチュワードシップの定義に「環境」「社会」とのかかわりが付け加えられると、日本でも 2020 年の改訂時に ESG 要素が付加された。日本版は英国を後追いしているかのようにも見えた。

英国のコードの影響はそれだけではない。もともとスチュワードシップ・コードは、英国では、「英国上場会社の株式を保有する」(【The UK Stewardship Code (2012 年版) 和訳】p. 3) 機関投資家を適用対象にしており、日本でも「基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家」(【日本版スチュワードシップ・コード (2014 年版)】p. 3) が適用対象だった。

図表 3：英国スチュワードシップ・コードの日本への影響

	日本	英国
2012 年		【The UK Stewardship Code (2012 年版) 和訳】 スチュワードシップの目的は、最終的な資本提供者も繁栄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、経済全体に恩恵を及ぼす。
2014 年	【日本版スチュワードシップ・コード (2014 年版)】 本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント) などを通じて、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。以下同じ。) 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。	
2019 年		【The UK Stewardship Code (2020 年版) 和訳】 スチュワードシップとは、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督のことである。
2020 年	【日本版スチュワードシップ・コード (2020 年版)】 本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ (ESG 要素を含む中長期的な持続可能性) の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント) などを通じて、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。以下同じ。) 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。	
2025 年		【The UK Stewardship Code (2026 年版) 和訳】 スチュワードシップとは、顧客と最終受益者に対する長期的で持続可能な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督のことである。

(出所) 上から金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (第 2 回)」での参考資料「英国スチュワードシップ・コード (仮訳)」p. 1 (2013 年 9 月 18 日)、金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」p. 1 (2014 年 2 月 26 日)、金融庁「『スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会』(令和元年度第 2 回)」での参考資料 2「英国スチュワードシップ・コード 2020 (仮訳)」p. 1 (2019 年 11 月 8 日)、金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」p. 5 (2020 年 3 月 24 日)、The UK Stewardship Code (2026 年版) p. 5 を大和総研仮訳

これが 2020 年に英国で、固定利付債券や不動産、インフラといった、上場株式以外の資産への投資についても「いかにして実効的にスチュワードシップを行うかについて検討する必要があるであろう」(【The UK Stewardship Code (2020 年版) 和訳】 p. 1) と記されると、日本のスチュワードシップ・コードにも「上場株式以外の債券等の資産に投資する機関投資家にお

いては、当該資産にコードを適用することが有益な場合もあるのではないか。」（【日本版スチュワードシップ・コード（2020年版）】 p.2）と記された。

また、複数の機関投資家対話等によって同一の企業に影響力を行使することを、英国のコードでは、“collective engagement”（【The UK Stewardship Code（2012年版）】 p.8）と呼んでいたが、これを2020年版で“collaborative engagement”（【The UK Stewardship Code（2020年版）】 p.19）に変更した。すると、日本版で「集团的エンゲージメント」（【日本版スチュワードシップ・コード（2017年版）】 p.2、p.13）と記していたものを「協働エンゲージメント」（【日本版スチュワードシップ・コード（2020年版）】 p.3、p.16）に変えた。この理由は、「英国スチュワードシップ・コード2020において、“collective engagement” から“collaborative engagement” という形で用語が変更されたことに伴い、指針4-5においても、『協働エンゲージメント』という用語に変更した」（金融庁「再改訂案に対する日本語のご意見の概要及びそれに対する回答」2020年3月24日 p.57 No.190）とのことだ。

このように、英国のスチュワードシップ・コードは、日本版に大きな影響を与えてきたのだが、現在進められている日本版スチュワードシップ・コード改訂では、英国の2026年版にあるようなESGとの関連の見直しは含まれていない³。「スチュワードシップ責任」の説明に変更はなく、コード本文からESGという用語を削除することも予定されていない。スチュワードシップとESGの関係という点では、日本では当初から別個のものとして説明されてきたからだろう。図表3の【日本版スチュワードシップ・コード（2014年版）】にあるように「…（省略）…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「スチュワードシップ責任」の意味であると記しており、これについて「…（省略）…解釈上の誤解が生じないように、適切に周知が行われていくことを期待します。」というのが、2020年の改訂時の説明だ。スチュワードシップ責任とは「投資リターンの拡大を図る責任」（金融庁「再改訂案に対する日本語のご意見の概要及びそれに対する回答」2020年3月24日 p.13 No.58）であることは日本では明白だ。

³ 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（案）』（2025年3月21日）