

2025年6月16日 全4頁

# 英国スチュワードシップ・コードの簡素化

## 機関投資家のコード対応における負担を軽減、開示事項の削減

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。
- 機関投資家の負担軽減が改訂の最大の狙いであり、スチュワードシップ・コードに署名して参加した機関投資家に対して要求される開示事項はかなり削減された。
- 改訂前のコードに関しては、過重な開示負担によって、かえってスチュワードシップ活動が形骸化していることが指摘されていた。

## 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<sup>1</sup>。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、本稿では今回の改訂の主たる目的である、機関投資家の負担軽減、開示事項削減について簡単に紹介する。

FRCによるスチュワードシップ・コード改訂作業は、2024年2月に開始した<sup>2</sup>。2019年に改訂され2020年から適用開始の現行スチュワードシップ・コードは、それ以前のコードを全面的に改訂し、機関投資家に対して多くの事項について説明（explain）や開示（disclose）<sup>3</sup>を求めるものとなった。これが、スチュワードシップ・コード対応を“reporting task”（作文業務）にしてしまうという、“unintended consequences”（意図せざる結果）を生んでしまったのではないか（脚注2 トランスクリプト参照）との危惧が、2019年の改訂から6年ぶりの改訂につなが

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

<sup>2</sup> FRC “Statement: FRC policy update – launch of the UK Stewardship Code 2020 review”（2024年2月27日）、FRCのCEOと担当官の会見のトランスクリプト “Reviewing the UK Stewardship Code”（2024年2月27日）

<sup>3</sup> state や report といった、explain や disclose 以外の用語で何らかの情報を公表するように求める条項もある。

ったようである。

図表 1:機関投資家が権利行使に関して説明・開示する事項(2020年版)

#### 権利行使及び責任

原則 12 署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たす。

#### 期待される報告事項

上場株式と固定利付債券の投資に関しての期待される報告事項は以下のとおりである。加えて、署名機関は、原則6に基づく報告において公表されるとおり、様々なアセットクラスに投資することができるのであれば、自身が投資した他のアセットクラスについても、どのように権利を行使し、責任を果たしたのか、報告すべきである。

#### 背景

署名機関は、

- ・自身の代わりに権利を行使し、責任を果たすアセットマネジャーに対して設定した期待水準を言及すべきである。

又は、

- ・どのように権利を行使し、責任を果たすのか、また、ファンド、資産、地理によって、どのようにアプローチが変わったのかについて、説明すべきである。

加えて、上場株式について、署名機関は、

- ・議決権行使方針は、自身の議決権行使方針及びファンド自身の方針の範囲を含め、公表すべきである。
- ・デフォルト設定された議決権行使助言会社の助言の活用度合いについて言及すべきである。
- ・顧客が自身の議決権行使方針を修正しうる範囲について報告すべきである。
- ・顧客が、合同ファンドにおいて、議決権を直接行使することを認める方針について、公表すべきである。
- ・貸株及び議決権行使のための貸株回収についていかなるアプローチをとったか、そしてエンプティ・ボータイング(empty voting)をどのように最小化しようとしているかについて言及すべきである。

#### 活動

上場株式について、署名機関は、

- ・過去1年で議決権行使された株式の割合及びその理由を公表すべきである。
- ・未行使の議決権も含め、自身の議決権行使結果のリンクを提供すべきである。
- ・特に以下の場合について、議決権行使結果の一部又は全部の理由を説明すべきである。
  - 取締役会に反対する議決権行使があった場合
  - 株主提案の議案に対して反対する議決権行使があった場合
  - 議決権が未行使の場合
  - 議決権行使基準と異なる議決権行使を行った場合

- ・他の機関により議決権行使が実施されている範囲と、そうした代理の議決権行使をどのようにモニタリングしたのかについて説明すべきである。

- ・いかなる株式と議決権を有しているかにつき、どのようにモニタリングをしたかについて説明すべきである。

固定利付債券について、署名機関は、以下に対するアプローチを説明すべきである。

- ・契約条項及び条件の修正を求める場合
- ・信託証書において提供された情報へのアクセスを求める場合
- ・減損発生時の権利行使を行う場合
- ・目論見書や取引書類の見直しを行う場合

#### 結果

上場株式については、署名機関は、過去12カ月にわたって議決権行使を行った議案の結果の例を提供すべきである。

(出所) 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.17-18(2019年11月8日)

## 2020年版コードにおける膨大な説明・開示要求

スチュワードシップ・コードが2020年版の改訂によって「作文業務」になってしまったのは、あまりにも説明・開示が求められる事項が多かったからだろう。スチュワードシップ・コードに賛同して署名した機関投資家は、コードに従ってスチュワードシップ・レポートを毎年公表、提出しなければならない。2020年版のコードは、原則（Principle）に続いて、背景（Context）、活動（Activity）、結果（Outcome）について複雑で広範な開示事項を示し、レポート作成を求めている。“EXERCISING RIGHTS AND RESPONSIBILITIES”（Principle 12）（「権利行使及び責任」金融庁仮訳（図表1））だけでも多くの説明・開示が求められていた（図表1（金融庁仮訳））が、これが、2026年版ではPrinciple 4となり、簡素化された（図表2）。

図表2: 機関投資家が権利行使に関して説明・開示する事項 (2026年版)

原則4 署名機関は、自らの権利と責任を積極的に行使する。

権利と責任は資産の種類によって異なるが、署名機関が効果的なスチュワードシップのために権利を行使することが重要である。この原則に基づく報告は、投資の価値を維持または向上させるためにどのように権利を行使しているかについて、読者に洞察を与える。

#### 報告方法

##### 上場株式の場合:

- ・ 議決権行使結果へのリンクを提供する
- ・ 過去1年間に議決権行使した株式の割合を開示する
- ・ 議決権行使結果の一部に関して理由を説明する
- ・ 議決権行使がエスカレーションプロセスの一部であったかどうかを説明する
- ・ 議決権行使に関連して発生した利害の対立を説明する

##### 他の資産クラスの場合:

- ・ 関連する権利と責任をどのように行使したかを説明し、例を提供する

(出所) FRC “The UK Stewardship Code 2026” p.20 を大和総研仮訳

## 日本でも検討が進む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。その英国が、2019年に改訂し世界のお手本になってきたスチュワードシップ・コードを、わずか6年で大幅に改訂した。2020年版によって、スチュワードシップ・コード対応が“reporting task”になってしまったという問題への取り組みの速さは学ぶべきところかもしれない。

日本においても現在、5年ぶりのスチュワードシップ・コード改訂が大詰めを迎えている<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 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）の公表について」（2025年3月21日）

今回の改訂では、策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど、スリム化／プリンシプル化を図ることも目的の一つとなっている。しかし、原則の数は8個のままで変わらないし、指針は2つ減少(2-4、6-4)したが、一つ新設(4-2)なので、総数では僅か1つ減少しただけだ。日英で同時期に改訂が進められたとはいえ、ステewardシップの定義の見直しを含む大胆な改訂を実施した英国<sup>5</sup>とはだいぶ事情が異なるようでもある。

---

<sup>5</sup> 鈴木裕「[ステewardシップとESGは別モノ:英FRC](#)」(大和総研レポート、2025年6月13日)