金融商品取引法研究会
研究記録第 97 号

英国における
スチュワードシップ･コードの展開

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

英国におけるスチュワードシップ・コードの展開

（令和８年６月17日開催）

報告者　松　井　秀　征
（立教大学法学部教授）

目　　次

１．はじめに…………………………………………………………………… 1
２．英国のスチュワードシップ・コードの変遷……………………………… 3
３．英国における2026年のスチュワードシップ・コード改訂 …………16
４．おわりに……………………………………………………………………22

討　　議……………………………………………………………………………24
報告者レジュメ……………………………………………………………………49

金融商品取引法研究会出席者（令和８年６月17日）

報告者	松井秀征	立教大学法学部教授
会長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委員	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出　篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	京都大学法学研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下　央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科教授
オブザーバー	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	大門　健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横田明彦	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	白樫昌憲	みずほ証券法務部長
〃	窪　久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	内藤高史	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本　学	日本証券経済研究所理事長
〃	髙木　隆	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

英国におけるスチュワードシップ・コードの展開

○神作会長　それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第18回会合を始めさせていただきます。

初めに、人事異動に伴いましてオブザーバーの２名の方に変更がございましたので、ご紹介を申し上げます。みずほ証券の白樫様、そして、日本取引所グループの内藤様が本日よりご参加くださいます。内藤様、白樫様、どうかよろしくお願いいたします。

それでは、本日の議事に早速入らせていただきます。本日は、事前にご案内しておりますとおり、立教大学の松井秀征先生から、「英国におけるスチュワードシップ・コードの展開」というテーマでご報告をいただきます。その後、ご報告をめぐって意見交換を行っていただきたいと考えております。

それでは、松井先生、ご報告をどうぞよろしくお願いいたします。

【立教大学法学部　松井秀征教授の報告】

１．はじめに

○松井（秀）報告者　立教大学の松井でございます。本日は、どうぞよろしくお願いいたします。

本日は、イギリスのスチュワードシップ・コードを報告のテーマに設定させていただきました。背景を少し申しますと、実は３月に日本取引所グループ金融商品取引法研究会で、日本のスチュワードシップ・コードの検討をさせていただきました。資料の「はじめに」にも書かせていただいたのですが、2025年に日本のスチュワードシップ・コードが改訂されております。日本のスチュワードシップ・コードは、私が申し上げるまでもないのですが、改訂の際にイギリスのコードの状況なども少し目配りをしながら検討することがあります。今回も、2025年に向けた日本のコードの改訂作業と2026年に

向けたイギリスのコードのそれが並行して走っておりましたので、あわせ検討したところです。

そうしたところ、2026 年のイギリスのコードはかなり特殊な動きをしていることがわかりました。わが国のコードに焦点を当てた日本取引所の研究会での報告では、イギリスのコードについて詳細を検討できなかったのですが、これは別途検討すべき内容を含んでいるだろうということで、わがままを申しまして、本日、テーマに設定させていただいた次第でございます。

資料といたしましては、読み上げの原稿のほか、イギリスのコードを４種類つけております。これも皆様おなじみのものかと思いますけれども、イギリスのスチュワードシップ・コードが制定された 2010 年の原コード。このコードは、３回改訂されておりまして、2012 年、2020 年、今回の 2026 年の３つを入れさせていただきました。本日は、折に触れてこれらを参照しながらご説明させていただきます。

日本のスチュワードシップ・コードは、今般、３回目の改訂がなされましたが、スチュワードシップ・コードという方法を使って、内国企業に投資する機関投資家を規律づけて政策目的を実現するという方法は、まずイギリスでとられました。我が国がスチュワードシップ・コードを制定し、あるいは改訂するときには、大なり小なりイギリスの動きを参照しながらなされておりますので、イギリスの状況をきちんと相対化しながら把握しておくことが大事だろうというのが、今回の報告の問題意識にあります。

この研究会でも 2019 年に、後藤先生がスチュワードシップ・コードの比較研究をしておられます。その際には 2012 年のスチュワードシップ・コードまでが検討対象になっておりまして、2020 年のコードは、これから成文化されたものが出てくるというところで後藤先生のご報告がなされておりました。ですので、この研究会でも、イギリスの 2020 年と 2026 年のコードはまだ扱われておらず、その意味でもここで検討するに値するものであろうと思っています。

2020年のコードは、従前と比べてかなり特殊な動きをしました。この特殊な動きに対して、2026年がまた特殊な動きをするのですが、このような事情から、これら２つのコードは検討の対象にしておくことが必要かと思っている次第です。今回、検討の中心となるのは2026年のコードの検討ですが、従前からの変更点を明らかにするために、その前のコードについてまず確認をしておく必要がありますし、特に2020年のコードは確認しておいたほうがよいと理解しているところです。ここまでを「**２．英国のスチュワードシップ・コードの変遷**」で触れることといたします。

これに続き、「**３．英国における2026年のスチュワードシップ・コード改訂**」において、2026年の改訂版のコードがどのような考え方を持っているのか、どんな構成をとっているのかを検討し、最後に「**４．おわりに**」において、簡単なまとめをするということでご説明をさせていただければと思います。

２．英国のスチュワードシップ・コードの変遷

英国のスチュワードシップ・コードの変遷については、皆様お詳しいことかと存じます。今回私が調査を行うに当たって、この研究会にいらっしゃる先生方の資料もたくさん読ませていただきましたので、皆様には釈迦に説法のようなところもあるのですが、最低限の情報を確認するということで、２の説明をさせていただきます。

まず、前史という形になりますが、2010年までの流れを少しだけ見ておきたいと思います。イギリスにおいて、スチュワードシップ・コードという形でのコードが制定されたのは2010年ですが、2010年のコードに至るまではいささか長い経緯がございます。このあたりは大崎先生のご研究などを参照させていただきましたが、イギリスでは、1990年代までさかのぼりますと、このころからコーポレート・ガバナンスの議論が盛んになり、そこに機関株主――当時は機関投資家ではなく機関株主という言い方をしていました――をかかわらせて、コーポレート・ガバナンスの実をとっていこうという議論

が出てきます。

もちろん、この議論自体にも背景がありまして、さらにその前の1980年代にいろいろな不祥事があったと言われておりますが、いずれにしてもコーポレート・ガバナンスに機関株主をかかわらせようということで進んでまいりました。その到達点が1998年の「統合規範（コンバインドコード）」です。この1998年の統合規範は２つの章から構成されておりまして、１つは会社のガバナンス、もう１つが機関株主です。この統合規範では、機関株主の役割についてはまだ黎明期でありまして、議決権行使を適切に行いなさい、会社との対話（ダイアログ）をしなさい、あるいはガバナンスに関する開示事項を示します、ということで、まだ試行段階のような状態であったと理解しております。

このような動きを受けつつ、「注７」にも示した通り、投資家の関係者で機関株主委員会（ISC）をつくりまして、機関株主としての役割を明確化していくことが2000年代の流れになります。その端緒は2002年の文書であり、当時のISCにおいて、株主アクティビズムの動きに対して、「機関株主の責任及び代理人の責任：原則ステートメント」という文書が出されます。

この背景をもう少し申しますと、イギリスの伝統的な機関投資家は年金基金と保険会社です。これに対して2000年代に入りますと、年金基金と保険会社といった伝統的機関投資家以外の株主の動きが次第に盛んになっていきます。このこともありまして、機関株主は何をすべきなのかという議論が出てくるようになりました。この文書に書かれておりますのは、みずからが責任を果たすためにポリシーをつくりなさい、会社のパフォーマンスを監視しなさい、場合によってはこれに介入しなさいといったことです。要は議決権行使をしたり、対話をしたりして、会社に対して介入していきなさい、ということなのですが、その最後には、自分たちの活動の評価･報告をしなさい、ということが自主的な活動として示されました。

この機関株主による2000年代の動きは、2009年の「機関投資家の責任に関するコード」が１つの結節点になります。つまり2009年のコードは特殊

な意味を持っておりまして、機関投資家団体による自主的な文書ではあるのですが、2007 年から 2008 年のリーマン・ショックを経て、機関株主、機関投資家は何ができるかということでまとめられたコードです。このコードがまとめられる段階では、スチュワードシップ・コードへスライドすることも想定されていたというのが前提で、これがスチュワードシップ・コードの始まりだということは、我が国でもよく知られているところかと思います。

ここから、2010 年のスチュワードシップ・コードの話に入ります。

2009 年までは、機関株主、機関投資家の自主的な文書に機関株主に対する規律づけを任せていたわけですが、2010 年からは、これを独立の規制機関に委ね、ISC が取りまとめていたコードをそのまま受容させる形でスチュワードシップ・コードにしました。

その背景としては、言うまでもなくリーマン・ショックがあります。具体的な問題意識としては、従前、コーポレート・ガバナンスを強化してきたのに経営者が過剰なリスクテイクを行い、とりわけ金融機関でそれが顕著であった。ここからの対応がイギリスのスタイルになるのですが、このような問題意識が明確になると、政府から有識者に対して報告書をつくるように委ね、この有識者を中心に適宜委員会等をつくって実際に文書をまとめていくわけです。このリーマン・ショックからスチュワードシップ・コードにつながる流れができた当時は、ウォーカー報告書と呼ばれる報告書ができました。このウォーカー報告書を見ると、スチュワードシップ・コードにつながる内容があり、ISC から FRC（財務報告評議会）にこのコードが受容されていくという流れになっています。この経緯は実はスチュワードシップ・コードの性格を非常に強く規定しておりまして、このあたりから少し中身に入ってまいりたいと思います。

まず、ウォーカー報告書について簡単に触れておきたいと思います。非常に長い報告書ですので、ここでは、スチュワードシップ・コードにかかわる提言事項だけ触れておきます。詳細はお読みいただければと思いますが、簡

単に内容に触れますと、以下の通りです

・統合規範の状態になっている部分から機関投資家のスチュワードシップ・コードと呼ぶべきものを分離しなさいというのが「提言 16」

・そのコードは、「comply, or explain」基準に従うというのが「提言 17」

・FRC において、定期的にスチュワードシップ・コードを実務に従って見直すというのが「提言 18」

・スチュワードシップ・コードのエンゲージメントを表明したファンド・マネジャーが調査をするのが「提言 18B」。枝番がついておりますので、ここはウォーカー報告書をまとめていく過程で追加されたという理解でおります。

・FSA（金融サーヴィス機構）――今は金融行動監視機構ですが――が果たす役割として、ファンド･マネジャー等がスチュワードシップ･コードへのコミットメントを表明したことを見ていくのが「提言 19」

・FSA が果たすべき役割として、スチュワードシップ･コードへのコミットメントと、コミットメントしない場合には代替モデルを開示せよということを義務づけるのが「提言 20」

こういったことをウォーカー報告書が書いておりまして、これをそのままスチュワードシップ・コードという形で実現したのが 2010 年のコードです。2010 年のコードの構成と概要は、５ページに四角囲みでまとめてあります。これも皆様おなじみのものかと思いますので詳細は省かせていただきますが、「原則１」から「原則７」まで書かれております。基本は、ポリシーを明らかにし、投資先を監視し、必要に応じて議決権行使等をしなさい、それも開示をしなさい、報告をしなさい、こういうスタンスでできています。

参考資料として、2010 年のコードそれ自体もつけておりますので、ご関心があればごらんいただければと思います。５ページ目からが当時のスチュワードシップ・コードです。これは最初のコードということもあって、比較的簡素な仕立てになっています。

「原則（Principle）１」は、機関投資家がみずからのポリシーを開示し、

スチュワードシップの責任をどのように果たすかが書いてあります。これに対してはガイダンス（指針）が示されておりまして、この開示は次のようにやってくださいということで、５項目が並べられています。ここで中心になるのは、あくまでもポリシーを示して開示をし、それによって機関投資家を規律づけていくという思想です。この後の「原則２」以降についても、基本的には大なり小なりそのような方向性がとられています。内容につきましては、2010 年のコードは日本のコードにかなり影響を与えておりますので、皆さんも大体想定できるところかと思います。これが 2010 年のコードの考え方です。

繰り返しになりますが、2010 年のコードがリーマン・ショックを経て取りまとめられたウォーカー報告書の影響を受けているということは改めて強調しておきたいと思います。ウォーカー報告書は資料として用意していないのですが、その「序文」では次のようなことが述べられています。「同じ地理的範囲で、同じ金融及び市場環境で、そして同じ規制の下にありながら」、問題を起こした金融機関があり、そうではない金融機関があるのは、経営のあり方の違いであろう。経営のあり方の違いとは、つまるところ、取締役会の問題であって、コーポレート・ガバナンスの問題であるというのが問題意識としてあります。そして、このコーポレート・ガバナンスの問題を考えるに当たっては、機関投資家にもアプローチをする。当時の認識として、機関投資家自体は合理的に受動的である、要は具体的な行動がされていないということが前提になっていまして、そこにアプローチをしなければいけないということが問題意識になっていました。

では、機関投資家が具体的にどういう役割を果たすのかというのが次の問題です。これは後藤先生のご研究を参照させていただきました。もちろん一義的には、資金を預かっている顧客、あるいはその資金の運用成果が帰属する受益者がいるわけで、機関投資家はこれらの利益を図るべきなのですが、それだけではなく会社の利益を図ること、ひいては公益的役割――これらが何なのかは改めて申しますが――を果たす必要があるということが 2010 年

のコードからは見え始めています。

機関投資家に期待される役割が多元的であるということは、英国のスチュワードシップ・コードの特徴です。繰り返しになりますが、後藤先生のこの研究会でのご報告でもそのことに触れられていますし、萬澤先生も、「商事法務」のご研究で多元性の話について明らかにしておられます。

ただ、2010 年のコードはまだ若いコードであり、機関投資家に公的な役割を果たさせるのかどうかがはっきり書かれている部分はあまり多くありません。唯一それがうかがえるところは「原則４」です。「原則４」も、機関投資家がガイドラインを示して、株主の価値を保護し、促進するための活動について、いつ、どのように行うかを明らかにしなさい、ということを述べています。これだけですと株主の利益に触れているだけなので、あまりはっきりしないのですが、ガイダンスの部分をずっと読んでいきますと、１段落目の最後に、社会的な事項、環境的な事項のリスクについても勘案していくのだと書かれていて、ここにおいて機関投資家に期待される社会的な役割のようなものが見え隠れすることになります。

もう一つ、2009 年の ISC のコードについては、顧客や最終受益者に対する機関投資家の責任について触れた序文があるのですが、2010 年のコードではそういった記述はない。このようなところから、2010 年のコードで、受益者あるいは顧客だけではない利益を図っていくことが見え始めている。これは先ほどの繰り返しになりますが、先に述べた 2010 年のコードの成立と密接に関連しているところがあります。

次の 2012 年の改訂に入りますと、これがよりクリアに出てきます。もともとスチュワードシップ・コードの改訂をしなさいということはウォーカー報告書にも入っておりましたし、コード自体も実務のグッド・プラクティスを反映していくことは想定しておりました。そこで FRC は、2011 年に改訂作業を始め、2012 年に入り、この改訂案が出ることになります。

リーマン･ショックの深い傷がまだ残っている当時ですから、国としては、株式市場の短期志向に対する懸念をずっと持っておりまして、その観点から

当時まとめられたのが、ケイ報告書（ケイ・レビュー）です。ケイ・レビューで求められているのは、イギリスの株式市場がイギリス企業の長期的な利益の獲得、それが年金や自分たちの金融資産の長期的な満足につながるべきところ、その役割を果たせているのかどうかを検証してほしいという点です。

このような観点からまとめられたケイ報告書は、引き続き機関投資家の役割にも着目しており、その中にはスチュワードシップ・コードに関する提言が含まれています。2010年のコードと2012年のそれとは連続性があるのですが、形式としては、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスの先生のジョン・ケイさんに政府の問題意識をまとめさせて、これをベースにコードに反映させていくという方向をとるわけです。

ここでは、ケイ・レビューの中に入っている提言を２つ挙げております。「スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップのより広範な形態を実現するため、コーポレート・ガバナンスの問題のみならず、戦略的な問題にも焦点を置いて展開すべきである【提言１】」。そして、「会社取締役、アセット・マネジャー、そしてアセット・ホルダーは、スチュワードシップ及び長期的な意思決定を促進するグッド・プラクティス・ステートメントを採用すべきである。規制主体や事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為基準をグッド・プラクティス・ステートメントに一致させる手順をとるべきである【提言２】」。

１つは戦略的な問題、すなわち当該会社の利益に関する問題プラスアルファが提言に入ってきています。そしてもう１つは、実際にスチュワードシップ・コードを実現するための手法が提言として入っています。この2012年のケイ報告書に基づいて、スチュワードシップ・コードの改訂がなされます。

2012年のコードも資料として入れました。コードの内容自体は６ページからですが、実はコードの文言自体はほとんど変わっていなくて、微修正だけがなされているというのが2012年のコードの特徴です。むしろこのコードは、イントロダクションから始まる「Stewardship and the Code」という序文が非常に充実していまして、序文でコードの考え方を明らかにしていく、

あるいは個別の原則についている指針（ガイダンス）の記載を変更していくという方向がとられています。

これも皆さんよくご存じのことかと思いますが、スチュワードシップに関する定義が入ったのは2012年のコードで、これが１ページの「Stewardship and the Code」という序文に入っております。１ページの１．で、「スチュワードシップとは、最終的な資本供給者の繁栄ももたらすような方法で、会社の長期的な成功を促進する目的を有するものである。効果的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体の利益となるものである。」とされています。機関投資家に期待されている役割として、顧客や受益者の利益を図るのみならず、会社の長期的な利益も図らなければいけないし、経済全体の利益も図らなければならないということが示されております。これがイギリスのスチュワードシップ・コードに見られる公的な色彩で、機関投資家に期待される役割の多元性、幅広さがあらわれていると理解されています。

その理由は、繰り返すとおり、2010年のコードの成立、そして2012年のコードの改訂の背景に求めることができます。コードが金融機関の過度なリスクテイクを防止するという観点から成立し、さらにその改訂が、短期的な利益を目指す株主とは一線を画して、企業の長期的な利益を目指させるという観点からなされた、そういった経緯をたどっているところがあるからかと思います。

2012年のコードは2010年のコードとあわせて理解をするということでよいかと思いますが、ここで１つだけ触れておきたいのは、2012年のコードで、機関投資家がスチュワードシップにかかる役割を果たすに当たって、その役割を外部者に委ねることを含んでいる点です。

これは2012年のコードの２ページ、「Application of the Code」の第２項に書いてあります。要するに、スチュワードシップの活動には外部者への委託が想定される。ただ、この文脈では、外部者が機関投資家のスチュワードシップにかかる役割を担ったとしても、その責任は機関投資家に残るということが書かれています。2012年の段階ではまだ外部者に委ねる余地は認め

つつも、基本的には機関投資家をターゲットにして議論をしています。ここでは、機関投資家の役割が分化していくことを認める議論が、2012 年のコードにあらわれているということにのみ触れておきたいと思います。

さて、これからがいよいよ本題で、2020 年のコードに入ります。

英国のスチュワードシップ・コードが定期的な改訂をすることは、先ほど申しましたとおり、もともと想定されているのですが、2012 年から 2020 年まで、８年あきます。１つの背景は、この間にＥＵの株主権指令が改正されました。イギリスがＥＵに入っていた当時のことですが、この改正指令が機関投資家に関する開示義務を含んでおりまして、この動きを見つつ、スチュワードシップ・コードの改訂の検討が進められていました。

株主権指令の内容自体は、私も調べ切れていないのですが、英国でも国内法化されたとのことです。この動きを見つつ、実務の動きも見つつ、さらに世界の動向も見つつ、2012 年のコードが改訂されていったというのが当時の状況でした。

その他にやや特殊な背景としては、2018 年に、いわゆるキングマン報告書という文書が出されます。これは、英国政府において FRC の業務のレビューをしてほしいとの求めがなされたことに端を発するのですが、FRC のレビューですから、当然 FRC が所管しているスチュワードシップ・コードのありようについてもレビューがなされました。

キングマン報告書の内容は、なかなかシニカルです。スチュワードシップ・コードについては、ステートメントの内容の確認にばかり焦点が当たっているではないか。実際にスチュワードシップに基づく効果、成果については焦点が当たっていないではないか。結局、当初のコードで期待されていた機関投資家のエンゲージメントに関する機能は、実効性を伴っていないのではないか、こういう指摘がされるわけです。

キングマン報告書も長い報告書ですが、今の点の指摘は「提言 42」でなされています。「本レビューは、改訂されたスチュワードシップ・コードが、スチュワードシップにかかる卓越性をより明確に際立たせることを保証する

ため、アプローチの根本的な転換を推奨する。それは、ポリシーステートメントではなく、成果と効果に焦点を当てるべきである。また政府においては、コードの遵守を評価し、促進するために何らかのさらなる権限が必要かどうか」、FRC に何か権限を与えるかどうかも検討すべきである。そして、最後が決め手なのですが、「もし、コードが単なる定型的な報告の推進力にすぎないなら、その廃止を真剣に検討すべきである」と書き込んでいます。

イギリスを参考にしてコードを入れた日本からすると、イギリスにおいて「廃止します」という議論が出てくるのはなかなかしびれる話なのですが、いずれにしてもキングマン報告書は、従前のスチュワードシップ・コードの効果についてかなり懐疑的な立場を示したわけです。2012 年のコードに従ってイギリスは動いてきたわけですが、実際のところは、これに基づいて機関投資家のエンゲージメントが十分にされていないのではないかという強烈な問題意識が提示されたことになります。

かくして FRC は、2020 年、2012 年のコードを改訂するわけですが、ここではキングマン報告書の考え方を受け入れています。2012 年のコードが 2010 年のコードをそのまま維持し、ガイダンスの部分を変える形で対応したのとは異なり、2020 年のコードは、構成、適用のスタンス、適用範囲、そして内容そのものも変わっているということで、非常に大きな変更がありました。特に ESG に関する内容も導入されておりまして、これも 2020 年のコードの特徴です。

まず構成に関して、2020 年のコードは、アセット・オーナーとアセット・マネジャー向けの原則と、いわゆる外部者であるサーヴィス・プロバイダー向けの原則を分離して規定するという方法をとりました。

今回、2020 年のコードも参考資料としてつけさせていただきました。持っていただくとわかりますが、非常に分厚いコードになっています。今の部分が比較的わかりやすく示されているのが、見開きの最初のページについている全体の目次で、表紙の裏をごらんいただきますと、左側にアセット・オーナー、アセット・マネジャー向けの原則が 12 項目、右側にサーヴィス・プ

ロバイダー向けの原則が６項目並んでおります。先ほど 2012 年のコードに関して一言だけ触れましたが、機関投資家がスチュワードシップ活動をするためには、もちろんみずからエンゲージメントするのですが、一定の活動は外部者に委託されることになります。そうすると、委託されたサーヴィス・プロバイダーに関しても、スチュワードシップに関する関連性を持つ。そうであるならば、ここにもコードの効力を及ぼしていくべきであるというのが発想として見えるわけです。

さらにページをめくっていただきまして、８ページから、アセット・オーナー、アセット・マネジャー向けの原則が始まります。中の項目をごらんいただきますと、2020 年は、2010 年や 2012 年とは大きく様相を変えています。2012 年までは、プリンシプルがあって、それに対してガイダンスがあり、基本的にはポリシーマターを中心に次のようなことを開示してくださいということが書いてありました。これに対して、2020 年の「原則（Principle）１」をごらんいただきますと、署名者（Signatories）が目的を持ち、投資の考え方を待ち、戦略を持ち、そして文化をしっかりつくることが、次のような形でスチュワードシップに資すると言って、例えば顧客や受益者の長期的な利益にも資するし、ひいては経済や環境や社会にも持続的な利益をもたらすと書かれています。このような原則が理念として掲げられた後に、「報告上期待される事項（REPORTING EXPECTATIONS)」が書いてありまして、どういうコンテクストでこれが説明されるべきかが示されています。そこには「活動（Activity)」があり、どういう活動をするのかを説明し、最後に「成果（Outcome)」があって、どういう目的で、何をしたかを示す形になっています。

この仕立ては、どの原則を見てもだいたい同じような形になっております。特に後の方の原則に行くと、成果をかなり詳しく書かなければいけないような仕立てになっています。このような 2020 年のコードを見ると、2012 年のコードにおいて、ポリシーの開示をベースにつくってきたのとは明らかにスタンスが変わったのがわかります。

項目としては、この四角の中に書き込んでおきました。今「原則１」について見ましたが､「原則２」も同じです。「原則」では、署名者のガバナンス、資源、インセンティブがスチュワードシップのサポートになると言っているのですが、これ自体はあまり理念的な意味は持たなくて、むしろ意味を持つのは、「報告上期待される事項」の中の「活動」において、「Signatories should explain how」ということで、ガバナンスの構造や手続について、効果的なスチュワードシップの責任を果たすために、あるいは関心を促すために何をすべきかを書きなさいということがずらずらと書いてあります。

要は、理念は示すので、その理念に向けて、それぞれの署名者、機関投資家がどういうポリシーでやっているのか、そのポリシーを実現するために、具体的なエンゲージメントするために、自分たちは何をするのか、そしてそれによってどういう効果が発生するのか、というところまで書き込みなさいというのが 2020 年の仕組みになります。

17 ページに「原則９」がありますが、ここはエンゲージメントに関する話です。ほかのところもそうですが、具体的にエンゲージメントの方法について書き込みなさいということで、会社のボードのチェアやメンバーとどういうミーティングをしていますか、マネージメントとミーティングを持っていますか、あるいは会社に対する懸念をどういうペーパーで伝えていますか等、箸の上げ下ろしまで全部書き込みなさいという話になっていて、かなり細かいことを求めるのが、2020 年のスタンスだと思います。それぞれの原則について確認し出すと切りがありませんので、お時間のあるときにぜひお読みいただければと思います。

2020 年のコードの特徴は､適用のスタンスにも見られます。2012 年のコードまでは、我々もよく知っているとおり「Comply, or explain」ですが、2020 年のコードのスタンスは「Apply and explain」で、コードを受け入れた場合に原則が適用され、適用された上で何をやったかを説明しなさい、というわけです。要は、代替的なアプローチを説明するという話ではないのです。

このことについては、４ページの「INTRODUCTION」の３段落目をごらんいただきますと、「The Code comprises a set of ‘apply and explain’ principles for asset managers and asset owners,……」と書いてあります。このコードについて機関投資家を拘束づけしていくことも明確に示している。要は、離脱の選択肢を狭めた上で、コードが求めている内容の成果を求めていくことを念頭に置いていることが、ここからわかるわけです。

適用範囲につきましても、従前は上場会社のガバナンスを念頭に置いてスチュワードシップ・コードが出てきたことを前提に、上場会社に対する機関投資家を適用対象としていたのですが、2020年のコードでは、機関投資家を幅広く拘束していくという観点から、上場株式以外の株式や債券、不動産、インフラ投資を行う機関投資家も念頭に置くということが、４ページの「INTRODUCTION」に書いてあります。機関投資家が顧客や受益者以外の利益も図っていくことを考えると、機関投資家の投資対象を幅広にとって、機関投資家も幅広にとって規律づけていくというのは、発想としてはわからなくはないのですが、いずれにしてもスタンスをかなり広げていることがわかります。

最後は、スチュワードシップの内容です。先ほど「原則１」を読みましたが、機関投資家に公益的な役割を期待するとの考え方が、2020年の英国コードにおいて非常に強まっているのがわかります。「原則１」では、原則の内容に経済全体、環境や社会の問題を考慮しなさいということが既に書いてありますし、15ページの「原則７」も、署名者はスチュワードシップと投資を統合していけるようにシステマティカルにやりなさい。その際には、環境事項、社会的事項、ガバナンス事項、気候変動も含めて責任を実現してくださいというわけです。ある論文においては、機関投資家は地球を守らなければいけないんだということで揶揄されていますが、2020年のコードにはそういったことが明確に書かれています。

以上が2020年のコードに関する説明となりますが、ここから何が言えるかというと、これはコードの性格上やむを得ないのですが、スチュワードシッ

プ・コードはその時々の政策的な要請に非常に影響を受けやすい、ということです。このことは2026年でまた触れます。

いずれにしても2020年のコードが成立して、非常に強い成果志向のスタンスがとられました。「注37」につけておきましたが、この後、DBEIS（ビジネスエネルギー産業戦略省）が報告書を出して、成果志向のコードは望ましいものであると書いているのですが、これは自画自賛で、今回調査をしていくと、むしろコードを適用される機関投資家には基本的には非常に不評であったと出てきております。

とりわけ規制当局には2020年のコードにおける報告負担の重さが非常に強く伝えられておりまして、FRCとしても、それを受けて2026年の改訂を考えていくということになっていきました。そして、いよいよ今回の中心の主題である2026年の改訂につながっていきます。

3．英国における2026年のスチュワードシップ・コード改訂

2026年のコードは、改訂の背景がこれまでと少し違っています。これまでイギリスの場合は、問題を認識すると、その問題認識に対して特定の有識者に報告書をまとめさせ、その報告書のスタンスに従ってコードを変えていく、こういう段取りをとっていたわけですが、2026年のコードはそういうプロセスがありません。私が調べ切れていないだけなのかもしれませんが、少なくとも直接的にこの報告書の内容がコードに反映したということはないようです。

では、どういう背景があったのか。ここには政治的な背景があったことが指摘されております。イギリスにおいては、2010年代の半ばから後半にかけて、総じてコーポレート・ガバナンスに関して規制強化の方向性にあったと言われております。これは当時の保守党の政権がそういうスタンスをとっていたということですが、さらにその背景を見ますと、繰り返しになりますが、リーマン・ショック以降の英国経済が置かれていた状況、特に機関投資家が短期的な利益を取っていくことに関する問題意識がありましたし、2018

年に英国でカリリオンという建設関係の会社が倒産し、ここで監査の不十分さが指摘されて、これに対する対応もしなければいけなかったこともあり、キングマン報告書もこのような背景から出ているということが指摘されております。

2020年のコードは、以上のような流れの中で出てくるわけです。ただ、2020年代に入って、とりわけ2024年の総選挙で政権が交代し、2020年ごろまでの政策課題が一旦とめられるという動きになります。かつ、このままで行くと、英国の株式市場について投資家から忌避されてしまう可能性があるという指摘を受けて、規制緩和の方向性に動くということがありました。こうして上場規制の緩和が検討されるわけですが、あわせて株式市場の機能発揮のためには、機関投資家に報告負担を多く課すスチュワードシップ・コードもこのまま維持すべきではないだろうということが指摘されました。

何よりその決め手になっているのが2020年のコードで、成果主義の考え方に基づき、機関投資家にもっとエンゲージをしなさいと言いつつも、結局、それによりエンゲージが高まったというエビデンスが得られなかったということだと思います。エンゲージメントが高まって、有効なガバナンスが効けばいいのですが、それに関してエビデンスがとれているわけでもないとなりますと、報告義務だけが重くなっている2020年のコードを維持すべき必要性がないということになり、見直しが進んだということかと思います。

そこでFRCから、2024年夏に改訂作業をすることが明言され、その際には機関投資家の報告義務は軽減する方向で考えるということが明らかにされます。それが2026年のコードの改訂課題であるということで検討が進んでいくことになります。

では2026年のコードにおいて、その内容はどうなったのか。特徴として大きく２点にまとめました。一つは、構成が見直されておりまして、この構成の見直しには、報告事項の簡素化が含まれております。もう一つは、スチュワードシップ概念の位置づけに変更が与えられております。以下、この２点について見ておきたいと思います。

まず、構成についてです。参考資料として、2026 年のコードもつけております。相変わらず分厚めではあるのですが、全体の構成については、２枚めくって４ページに、「Code at a glance」があります。これをごらんいただきますと、仕組みが少し変わっているのがわかります。

アセット･オーナー、アセット･マネジャー向けのコードと、サーヴィス･プロバイダー向けのコードが分離されている点は、2020 年の構成を維持しております。ただ、2020 年のときには、アセット・オーナー、アセット・マネジャー向けのコードが 12 項目、サーヴィス・プロバイダー向けが６項目並んでいたのですが､今回は Disclosures と Principles が分かれております。要は、開示に関する事項と原則とを分けているのが特徴です。

順番が前後しますが、Principles（原則）に位置づけられる事項とは何かと申しますと、投資家が継続的に活動し、活動成果報告（The Activities and Outcomes Report）を１年ごとに行う事項です。ここにもまだ Outcome の話が出ていまして、先ほどの 2020 年のコードの考え方をある程度引き継いではいるのですが、この点は後ほどもう少し述べたいと思います。

他方、Disclosure（開示）事項に関しましては、ポリシーおよびコンテクスト開示を４年に１度行えばよく、開示内容が、年次で行う活動成果報告事項と齟齬が生じる事態が生じたときには適宜変更して開示をすべきことが示されています。

これを改めて見ますと、2020 年のコードで示されたスタンスを基本的に引き継いでいる部分はあるのですが、離脱しているところもある。一応コードは適用し、その上で説明していくというスタンスはとっており、2020 年のコードで、１年ごとの活動成果報告を行う部分はここに当てはまるのですが、中身を見ていきますと、具体的な成果を書きなさいという部分がかなり弱められています。

17 ページの「Principle １」をごらんください。Activities and Outcomes Report が年次で行うべき説明事項ですが、これについては、16 ページの「Introductory statement」で、簡単な序文をつけて構わないということがあ

ります。それを受けて、各原則については「How to report」がついておりまして、次のようなことをリポートしてくださいということで、随分と仕立てが変わっています。

ここの１番を見ますと、署名者はスチュワードシップと投資を統合して、長期的、持続的な価値を顧客と受益者のために実現する。そのために説明することは何かというと、たとえばキーとなる事項あるいはテーマについて書く。それは自分のスチュワードシップ活動の中で優先順位の高いものについて説明してください、あるいは investment（投資）のスタイルやクラス、地域的な違いによって何らかの差異を設ける場合についてはそれを説明してください、という形で、エンゲージメントをやってどんな結果が出たかを示しなさいという 2020 年のコードのスタンスとは違ってきているのがわかります。

原則に関しては、2020 年のコードのスタンスをある程度引き継ぎ、成果報告という銘は打っているのですが、それでも基本的には、どのようなスタンスで投資をしているか､これを特徴づけるものがあればそれを明らかにし、スチュワードシップ活動を明らかにするということで、2012 年のコードのスタンスにかなり戻ってきていることがわかります。こう考えますと、2020 年のコードのスタンスは 2026 年のコードではある程度放棄されているのではないか、スタンスが変ぜられたのではないかということがわかります。

開示事項については、先ほどのポリシー事項が多くありまして、これは負担軽減の観点からも、毎年の報告は求めないことにしていますから、報告義務の負担の重さに対応したことがわかります。

次に、スチュワードシップ概念の変更についてです。イギリスでは、2010 年のコード制定以降、機関投資家に期待される公益的な役割は一貫して強化されてきたという理解が一般的です。ただ、2026 年のコードは、この流れからも一線を画しています。今読みました「Principle １」もそうでしたが、ここではスチュワードシップの定義について置いている「序文」に戻ります。

５ページの「Introduction」の２段落目に、太字で「Stewardship is the

responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.」と述べていまして、2020年のコードまで存在していた公益的な役割を果たすという部分がスチュワードシップの定義から落ちています。「スチュワードシップとは、顧客及び受益者の長期的、持続的な利益を創造するための資本の責任ある割当て、管理、そして監視のことである」というわけです。

これは顧客と受益者の利益創造のことしか触れていませんので、ある意味では、2010年よりも前の2009年のISCの文書まで戻っているわけです。では、公益的な役割が完全に落ちてしまったのかというと、必ずしもそうではなくて、その次の段落をごらんいただくと、公益的な利益への言及があります。

ただ、ここでも慎重な言い回しがされていまして、「効果的なスチュワードシップは、投資家において顧客や受益者の目標を満たすリターンを提供するための十分な情報に基づいた投資判断を行えるようサポートするものであり、将来的にも同様のことを行う能力を損なわないようにするものである。その過程で、投資家は長期的なリスクや機会を考慮し、受益者の利益が依存する経済、環境、そして社会の要素を考慮に入れることになる」。ここに、2020年のコードで登場していた環境問題や社会問題への言及が出てくるのですが、これらを考慮するのは受益者の利益が依存しているからだということを明確にしております。2026年のコードに至り、公的な視点をどんどん機関投資家の役割として入れていくという流れからは、やはり一線を画しているのではないかという感じがいたします。

これをどのように説明するかはなかなか難しいのですが、2026年のコードの発想は、あくまでも機関投資家の負担を軽減する点にあります。もちろん報告義務を軽減することは1つではあります。ただ、機関投資家にとって考慮すべき利益が多元的であれば、その利益にどのように優先順位をつけていくかが課題になって、非常に難しい判断を求められるわけです。これに対して、一義的に目指すべき利益はあくまでも顧客と受益者のそれであること

を示すことによって、判断の局面で機関投資家の負担を軽減していると考えることもできるのではないか、と思われます。

イギリスの2026年のコードは、ある種の簡素化を目指しているわけですが、それは2020年のコードに対するある種のアンチテーゼとして出てきているということがあろうかと思います。

2026年のコードにつきましては、「若干の評価」をつけておきました。次のような特徴が指摘できるのではないかと思います。

第1に、先ほど申しました2020年コードが持っていた成果志向に対して、明らかに歯どめをかけました。繰り返しますとおり、2026年のコードは、機関投資家の報告負担を軽減するというところから出てきているのですが、非常に重要なのは、2020年以降に株主のエンゲージメントの効果が見られていないという検討結果の出たことが、その決め手になったのではないかと考えられる点です。

ただ、イギリスは、この点でジレンマを抱えているのも事実です。2012年のコードをベースとした株主、機関投資家のエンゲージメントには問題があるというのがキングマン報告書であり、2020年のコードの改訂はこれに基づいて行われたわけです。2020年のコードは、成果主義で、機関投資家に具体的な成果を出させようということでさまざまに求めたのですが、やはりそれもうまくいかなかった。ペーパーワークだけがふえたという認識でした。そうすると、ポリシーを開示させる方向で行っても、成果を求める方向で行っても、機関投資家のエンゲージメントが十分に求められないのだとすると、ではスチュワードシップ・コードは何か果たせる役割があるのだろうか。これが、2020年のコード、そして2026年のコードの持っている課題です。これは今後イギリスが向き合っていかなければいけない課題ですが、ここではそのような問題が指摘されているというところまででとめておきたいと思います。

第2に、スチュワードシップ・コードが持っていた機関投資家の公的な役割が弱まった点も、今回の2026年のコードの特徴かと思います。リーマン・

ショックを契機に2010年のコードが成立したということ、そして2020年のコードはイギリスにおける規制強化の文脈で出てきているということがあり、公的な色彩が盛り込まれ、それが強まったということがあろうかと思います。これに対して2026年のコードは、規制緩和、特に2020年のコードに対する機関投資家からの反発を受けて出てきていますので、公的色彩があわせて緩和されたものと見られます。

以上のような2026年のイギリスのコードの特徴について、2020年のコードとあわせて見ていきますと、イギリスのスチュワードシップ・コードそのものの特徴がよくわかるように思います。1つには、これは日本でも同じような課題があるわけですが、機関投資家のエンゲージメントを効果的に引き出すのはいかに難しいか、ということです。もう一つは、これはイギリスに特徴的なのかもしれませんが、その時々の政府の姿勢や環境によってコードの立ち位置が動くことです。そうであるがゆえに、キングマン報告書のような「廃止」という冷淡な視点も出てくるのだろうと思います。

4．おわりに

最後に簡単にまとめを行いたいと思います。

イギリスのスチュワードシップ・コードの展開は、何よりイギリス固有の事情に影響を受けているものです。世界金融危機（リーマン・ショック）という大きな政策課題に対応して2010年のコードができたというのもそうですし、機関投資家の負担が非常に重く、非常に不満が募ったことが、2026年のコードの理由になっているのもそうです。

また、スチュワードシップ·コードがソフトローであるがゆえに、こういった事情に応じて、自由に手が入れられている面もあろうかと思います。2020年のコードに向けての議論の際に、廃止も視野に入れるという議論も出ていますし、2026年のコードについても、イギリスのコードは役割を終えたのではないかという議論もあります。ここには、スチュワードシップ・コードの限界もあるのかもしれません。

逆に言うと、これは私が今回調査する中で、以前の後藤先生のご研究に尽きている部分があると感じたところでもあるのですが、スチュワードシップ・コードというある種の自由な枠組みに従って、それぞれの国、地域が政策的な理念を入れていくことが可能だ、ということもあるわけです。スチュワードシップ・コードが機関投資家に働きかけるための手段としてイギリス以外でもさまざまに使われたというのは、まさにスチュワードシップ・コードが有している枠組みとしての柔軟性、ある種のアナウンスメント効果、理念を周知する効果を持っているところに意味があるような気もしています。

その意味において、個別の国がそれぞれの必要性に応じてスチュワードシップ・コードを利用していくことは十分あり得るし、それは意味のあることだろうと、改めて思いました。イギリスは、スチュワードシップ・コードには意味がないのではないかという議論もしているわけですが、それはイギリスが実効性を伴わせようとするからであって、そうではなく、もう一段前の、機関投資家に対する緩やかな規律づけ、機関投資家におけるリフレクションなど、さまざまな事情に応じた期待をするのであれば、意味を持ち得る可能性もあるだろうと改めて思った次第です。

今回、イギリスのコードを調査する中で、各国の「スチュワードシップ・コード」という名前のもとでなされている実務を相対化していかなければいけないと改めて思いました。繰り返しになりますが、後藤先生のご研究は、そのような意味においても、非常に意味のある研究だったと改めて感じた次第です。

さらに、我が国のコードとの関係で言いますと、イギリスではコードの内容の簡素化を図りますと宣言して、2026 年のコードを改訂します。ただ、イギリスで簡素化を図りますといった背景には、2020 年のコードが念頭に置かれています。2020 年のコードでは、コンテクスト、アクティビティ、アウトカムをセットで書き込みなさいと言われ、これが機関投資家のペーパーワークばかりをふやし、しかしエンゲージメントにはつながっていないという状況でしたから、そうであるならば、いま一度、コードで果たし得る

役割を考えて簡素化をする、というわけです。これは、イギリスの事情として非常によくわかります。

日本で2025年に改訂された際にも、コードの簡素化が金融庁のテーマに出てきました。でも、我が国の2025年に先立つ2020年のコードでは、イギリスの2020年のコードのようなことはやっていません。そうなると、わが国でいうコードの簡素化は､イギリスとは明らかに意味が違わざるを得ない。我々が2014年以降、コードの実務を積み重ねてきた中で、例えば表現の重なりがあったり、あるいはわかりにくい表現があったりしたので、それを簡素化していくというスタンスを今回とっているわけです。それは我が国であれば当然あってよいスタンスであろうし、イギリスの簡素化とは明らかに意味が違っていてよいという気がしました。日本のスチュワードシップ・コードの簡素化について、文言の修正にとどまっているという指摘がついたりもするのですが、それは当たり前で、イギリスが簡素化したのとは我々は状況が全然違うので､実務の中で合理化をしたと捉えるべきだろうと思いました。

何ともまとまりのない報告で恐縮ですが、本日の私の報告は以上でございます。本研究会にはスチュワードシップ・コードに関してお詳しい方がたくさんいらっしゃいますので、報告の至らない点等に対して、いろいろご教授いただければと思います。どうぞよろしくお願いいたします。ありがとうございました。

【討議】

○**神作会長**　松井秀征先生､大変興味深いご報告をありがとうございました。それでは、どの点からでも結構ですので、ご質問やご意見等をお寄せいただければと存じます。

○**大崎委員**　改訂が行われているのは私も認識しておりましたが、内容を詳しく検討したことはなかったものですから、大変勉強になりました。松井先生、どうもありがとうございました。

２点お伺いします。

１つは､スチュワードシップ･コードが日本に入ってきたときから私がずっと気になっていることです。今回のご報告でも何回か触れられましたが、イギリスでは専ら何らかの企業不祥事、例えば2020年の改訂も、カリリオンというイギリスで第２位の建設会社ですか、非常に大きな会社が突然倒産したということが起きて、これでは機関投資家による監視というか、規律が行き届いていないではないかという問題意識で改訂が行われている。常にどちらかというと守りのガバナンスというか、より企業規律を強める方向でのガバナンスがスチュワードシップ・コードの狙いになっています。

それに対して、日本では最初から、企業価値を高めるために、よりリスクテイクを促すようなエンゲージメントを機関投資家にしてもらいたいという目的で始まっています。この方向性の根本的な違いは、2026年の改訂を経ても全く変わっていないという理解でいいのかどうか。また、イギリス的なあり方と日本的なあり方、どちらがコードの本来の目的に照らしてより適合的なのか、ご意見があれば教えていただきたいと思います。

もう一つは､融通無碍というお話があって､全くそうだなと思いましたが､日本では時々こういう規律はスチュワードシップ・コードのようなソフトローではなくて、ハードローに移すべきだと言う人がいます。しかしイギリスのコードの変遷をうかがうと、開示される事柄も違えば、順番も違うし、詳しくなったり簡素になったり､ぐちゃぐちゃで､こんなやり方をハードローでやったら世の中が混乱するのではないかというのが率直な感想です。それで、コードによって開示されるものを利用する人たちは一体誰なのだろうと考えると、日本ですと、エンゲージメントの対象になる上場企業が一番気にしているような気がします。あるいは、どこに運用を委託するかとの関係でGPIFが気にしているのかもしれません。イギリスの場合、そうした成果物の受容者の方々から見ると､これまでの変遷は一体どう評価されているのか､何か情報があれば教えていただきたいと思います。

○松井（秀）報告者　まず１点目ですが、イギリスのスチュワードシップ・コードが不祥事その他のイベントベースででき上がってきているというの

は、おっしゃるとおりです。2026年のスチュワードシップ・コードがそのスタンスを変えたかというと、評価はまだ早いところがあるかもしれませんが、変わる萌芽はここにあるのではないかと私は感じました。限られた中でしか調査をしていませんが、株式市場のある種の再生を図る際に、スチュワードシップ・コードがどう資することができるかという文脈で議論がされていますので、2014年に日本でスチュワードシップ・コードを入れたときの議論と、根底のところでちょっと通ずるものがあるような感じがしています。

本来のあり方は何かというのはなかなか難しいですが、少なくとも機関投資家が期待されているコアの役割からすると、一番自然な形に行ったのだろうという感じはします。ひょっとすると、イギリスは一回りして、機関投資家の自然な力を発揮させる形をようやく検討できる状況になった。まさに大崎先生がおっしゃったとおりで、金融危機であったり、企業不祥事であったり、さまざまな背景を持ってしまったがゆえに、機関投資家に期待できる役割にいろいろなものがくっついてしまったのかもしれないと今回感じているところです。

２点目は、機関投資家がこのコードを使って開示している事項がどういう意味を持っているのかという問いかと思います。これはなかなか難しい問いですが、私の認識では機関投資家が何を期待されているのかということと密接に関連していて、機関投資家が自分の顧客だけではなくて、上場会社のためにも、あるいは場合によってはプラスアルファの公的な利益のためにもある程度役割を果たすとしたら、それは公のチェックをかけるために開示をさせることが必要になると思うのです。

少なくとも2020年までのコードの成果物の受益者という意味でいうと、政府であったり、マーケット一般であったり、上場会社であったり、いろいろなステークホルダーに対して、機関投資家が行っていることの透明性を確保させるという非常に理念的なレベルになっていたと思います。これは通常の「上場企業は開示して投資家のために有益な情報を出しなさい」という場合とは全然意味が違っており、機関投資家をターゲットにしたコードの役割

がぼやけがちであったことは間違いありません。そういう意味では、今、大崎先生がおっしゃったように、成果物の受益者のためにどういう情報がどういう意味を持つのかと言われると、なかなか実証しにくい面があったのではないかと推測しています。

○**宮下委員**　松井先生、ご報告ありがとうございました。私自身、全く勉強が及んでいないところでしたので､興味深く拝聴して大変勉強になりました。

２点あります。

最後のほうの16ページから17ページにかけて、松井先生が英国におけるコードの課題としてご紹介されていた点にまさに関連するのですが、2020年のコードの改訂で機関投資家によるエンゲージメントを改善することを目指したものの、改善が見られたというエビデンスが得られず、2026年の改訂をするに際しては、機関投資家の負担を減らすことが１つの目的としてあったというお話が13ページにあったと思います。2026年の改訂に際しては、エンゲージメントが高まったというエビデンスが得られなかったことについて、どのような手当てをする必要があるのかということについては全く議論がなされなかったのでしょうか。改訂の際の議論だけではなく、課題として指摘されている部分に関して、例えばこういう方法があり得るのではないかということが英国で議論されているとか、今回の調査の中で認識されたこと等があればお伺いできればと思います。

もう一点は、2020年の改訂の際に、キングマン報告書で、現状のまま変えないのであれば、廃止も含めて検討すべきであるという報告がなされたというお話がありました。効果が明確には見えていないからどう改善するかという話だったらわかるのですが、効果が十分に見られないから廃止をするという言及がなぜ出てくるのかと思いまして、廃止するとなると、何か弊害や副作用があるということなのか、その点に関しての指摘や議論があるようであればお伺いできればと思います。

○**松井（秀）報告者**　まず、2026年のコードの改訂に際して、エンゲージメントがないのであれば、それに対してどういう手当てを考えたのかという

ことについては、私自身が十分な調査をし切れていないところもありますが、エンゲージメントに関する資料が幾つか出てきていて、2020年の前と後で変わっていないということはあります。それに対して、宮下先生が今おっしゃった問題、具体的な手当てをさらに上乗せするのか、それによってエンゲージメントを高めることができるかどうかという方向には、2026年の議論では行っていないというのが私の認識です。エンゲージメントに関しては、2020年のスタンスをある程度残して、そのまま継続して様子を見る。ただ、報告の負担を軽減することによって、まずは機関投資家が英国の市場から逃げていくことだけは封じておく、こういった議論があったことは今回わかっています。

キングマン報告書にある廃止ということについては、私はある種の方便だと思っています。まさに先生がおっしゃるとおり、廃止というのは非常に特殊な行き方です。2012年のコードにおいて何か弊害があったわけではないけれども、カリリオンの倒産のようなことがあったときに機関投資家が何も役に立っていない、その際にコードも役に立っていない、ただ、誰も廃止という方向に行かないから、そうであるならば強化の方向に行かせよう、そのための手段としての１つの強い文言であったのではないかと理解しています。

直接のお答えになっているかどうかわかりませんが、イギリスでも2020年の改訂でキングマン報告書をそのまま受け入れたのは、廃止という方向性はあり得ないがゆえの対応であったのではいかと思っています。

○小出委員　松井先生、どうもありがとうございました。非常に勉強になりました。

２点ほどお伺いします。

１点目は、2026年の改訂で、特にESG、サステナビリティ要素について、大きく考え方が変わったのではないかというご指摘に非常に興味を持ちました。2026年改訂の背景にある事情として、先生は、政権交代、要は政府のスタンスの変更を上げられていて、もちろんそれも非常に大きな要因だった

のではないかと理解していますが、少し気になったのは、今回のサステナビリティに関する考え方の変化において、2026 年改訂では受益者の利益が依存する限りで ESG 要素を考慮に入れろという言い方をしていることです。この考え方は、ESG 開示において、いわゆるダブル・マテリアリティではなくてシングル・マテリアリティをとるということとパラレルに考えられるのではないか。そして、このような考え方の変化は、2020 年のイギリスの Brexit、ＥＵからの脱退と関係するのではないかと思いました。

きょうもご専門の先生がいらっしゃいますが、ご承知のとおり、ＥＵの ESG 開示はずっとダブル・マテリアリティの考え方をとってきていて、CSRD や、その簡素化を狙った去年のオムニバス・パッケージでも変わっていないと理解しています。イギリスも、ＥＵの中にいた限りは、ダブル・マテリアリティの発想から逃れるわけにはいかなかった部分があったと思います。

一方で、イギリスはフィデューシャリー・デューティーの母国でもあるので、フィデューシャリー・デューティー的な考え方からすると、背後にいるアセット・オーナーの利益と直接かかわらないダブル・マテリアリティ的な要素を機関投資家が考慮に入れることは、あまり正当化できない部分があって、Brexit でそのくびきから外れて、あくまでもアセット・オーナーの利益を最大限に考えるという文脈で ESG 要素も考えるという考え方に変わったと理解できるのかなと思ったのですが、こういった理解あるいは説明がイギリスの中でなされているのかどうか、ご存じであれば教えていただければと思います。

次に、2026 年の改訂の中で大きく２つのことが言われて、１点は今申し上げた ESG の話、もう一点は端的に言えば簡素化だと思うのです。もう１つの質問は、簡素化の背景は、単純に事務コストという意味でイギリスの機関投資家に対して負担を課しているから、それは少し緩めていこうという話にすぎないのか、それとも何か考え方が大きく変わったような要素があるのか、ということです。

単に事務的に少し負担が重過ぎるからということにすぎなくて、基本的な方向の考え方は変わっていないというのであれば、どの国でも簡素化の方向性はあると思うので、それとして位置づけられる。それも１つの大きな意味があるし、わが国にとっても参考になると思いますが、そうではなくて、そもそもスチュワードシップ・コードの基本的な体系にかかわるような大きな変更が簡素化の中からも見てとれるのか。2026年の改訂は、理論的にはESG要素のところが大きな変更であると言えるのかなと思ったのですが、簡素化というところにも理論的に大きな意味があるということであれば、その点について教えていただければと思います。ちょっと曖昧な質問で申しわけありませんが、よろしくお願いいたします。

○松井（秀）報告者　いずれのご質問も、2026年のイギリスのコードを理解する上で根幹にかかわる部分かと思いました。

まず、前者の、ESG要素の理解あるいはその考え方が変わったことについてBrexitの要素があるのかどうかということですが、私が調べた中では、Brexitのことについて明確に触れているものがあったわけではありません。ただ、イギリスにおいて、Brexitの要素の影響を受けながら政権が議論していることは間違いないですから、今、小出先生がおっしゃったような指摘が、今後2026年の研究を進めていく中で出てくる可能性はあるのではないかと推測しています。

私が調べた限られた中では、むしろESGに対する反ESG的な発想が出てきている。これは投資家の中にもある。そういったことを忌避する動きがあるという指摘がありました。ESG要素の位置づけが少し変わってきたというところは、恐らく複合的な要因があると思います。１つは、今申し上げたように、機関投資家の中にもESGに対するスタンスがいろいろあり得るということが明確に出てきている。もう一つは、今、小出先生がおっしゃたように、イギリスの置かれている状況自体が変わった。そのようなことで機関投資家が考慮すべき利益を動かすことができたというのは、ありそうな気がしています。これはもう少し時間をかけて見ていくとわかってくるのではな

いかと思います。

２点目の簡素化に関して、スタンスを動かしているのかどうかというのは本当に重要な点です。これは人によって理解が変わってくるのではないかと思いますが、私自身は、少なくとも2020年と比較する限りにおいては、ベースのところは変わったと思います。制度の改正はどうしてもこうなると思うのですが、2026年のコードも見かけとしては2020年のコードの見かけを残しています。2026年もあくまでも「アウトカムを書きなさい」ということにはなっているのですが、「アウトカムを書きなさい」の中身を見ると、ポリシー・マターの開示のほうにもう一度戻っているところがあります。

2026年のコードにおいては、単なる簡素化ではなくて、2020年のコードで行き過ぎた成果主義を成果主義ではない方向に戻したい。でも、一旦2020年に「成果主義でやります」と言った後に、全部やめて2012年のコードのスタンスに戻すわけにもいかないので、成果主義の外形を伴いながら、実はポリシーの開示、機関投資家の負担がある一定のレベルを超えないようにするスタンスをとったのではないかと思っています。小出先生の２点目のご質問に関してはしっかり答え切りにくいところがあるのですが、私の理解としては、少なくとも2020年との関係では、単なる文言的な簡素化ではなくて、基本的な考え方を動かしたと見ている次第です。

○**小出委員**　１点目のESGの問題に関しては、単に「反ESG」と言うと、若干、保守的な政治スタンスの色がついてしまうのですが、ESGに対する見直しという観点で考えると、今、先生がご指摘になったように、ダブル・マテリアリティからシングル・マテリアリティというか、そもそもESG要素を考慮に入れることがフィデューシャリー・デューティー違反であるというのは、米国においても、反ESGを理論的にきちんと位置づけようとすると、多分そういう議論になると思いますので、「反」と言っていいかどうかは別として、ESGをもう少しきちんと既存の体系に取り込んでいこうという位置づけの中には織り込めるような気がします。ＥＵ、アメリカ、日本、今回のイギリスがそれぞれ違った方向でESGを取り込んでいこうとしていると

評価すると、先生ご指摘のとおり、今回のイギリスのコードもそういった世界的な流れの中で見ていくこともできるのかなと思いました。

大変勉強になりました。どうもありがとうございました。

○松井（秀）報告者　英国のスチュワードシップ・コードが基本的に念頭に置いているのは英国の機関投資家です。ただ、2026年の改訂をするときには一定程度、米国の動きを見ています。その際に、米国の投資家のESGに対するスタンスはヨーロッパとは大分違うので、その影響を受けたのだろうと言われていて、今、小出先生がおっしゃった話はまさに重要な視点ではないかと思いました。

○後藤委員　いろいろと過分なお言葉をいただきまして、大変恐縮しております。ありがとうございました。

幾つか質問というかコメントのようになってしまうかもしれませんが、まず１点目は、イギリスの2026年の改訂で、従前のESG、特に気候変動重視だったのが少し緩められて、方向がある意味で日本などとそろってきたような感じがするということで非常に興味深いなと思っていたのですが、何でこうなったのか。

政権の動向によっていろいろ変わってくるのではないかというお話もありましたが、今のイギリスはたしか2024年から労働党政権です。イギリスの労働党のスタンスをちゃんと勉強したことはないですが、基本的には左寄りかと思います。また、反ESGというお話も今ありましたが、どちらかというとトランプ政権とはそんなに仲がよさそうではないところを見ると、イギリスが今のタイミングで、政権としてあえてESGではない方向にかじを切りたいようには思えない。これはイギリスの政権の話なのか、それとも市場や機関投資家の要望といった話なのか、そのあたりがもう少し見えてくるといいのかなと思いました。

２点目は、2020年のコードは、特に公的な側面も強調しながら、ちゃんと成果を出せと言ったけれども、結局うまくいかなかった。もちろん機関投資家の中には、ESGへの関心がすごく強いところもあるでしょうが、そう

ではないところも少なくない。かつ、イギリス外の機関投資家がどこに興味があるかというときに、やりたくないことを無理やりやらせようとしてもうまくいかないだろうというのは非常に納得がいくところでした。

そのように見たときに日本はどうなのか。日本のスチュワードシップ･コードは、公益的な側面を別にそんなに強調していないという意味では、機関投資家本来のフィデューシャリー・デューティーという観点から説明しやすいのではないかということは、昔、書かせていただきました。ただ、純粋にその観点から説明し切れるわけではなくて、例えば議決権行使結果の個別開示は、機関投資家の中でも保険会社は最後まで抵抗していたところもあります。また、そこまで大きくないインデックス・ファンドなどであれば、できるだけコストカットしたいときに、エンゲージメントにあまりコストをかけたくない。

そういうところにも「やれ」と要求しているという意味では、日本でも、当時のアベノミクスのもとで、株主寄りのコーポレート・ガバナンスを強化するという方向から、スチュワードシップ・コードを融通無碍に使ったところがあり、日本にも似たような側面はないわけではないけれども、日本のほうがまだ機関投資家が本来やる方向性とそろっていたので、イギリスほど成果が出にくいということはなかったのではないか気もしています。その辺で、きょうはイギリスのお話でしたが、松井先生の日本についての評価がありましたら、お聞かせいただければと思いました。

イギリスの研究者と話すと、「スチュワードシップ・コードはイギリス発祥だ」と言っている人が多いわけですが、「いや、日本のほうがクラシックだ。あなた方は途中で宗旨がえしたではないか」とよく冗談を言ったりします。もともとの機関投資家の受益者に対する義務を強調しているという意味では、今でも日本のほうがクラシックだと思っているのですが、最近これが変わってきたのかどうか、少し気になっています。

全然対象が違いますが、経産省では、M&A のガイドラインを改訂するとかいう話を今されているところかと思います。あちらでは、株主利益だけを

強調するのではない、株価だけではないということを言い始めたりして、ちょっと潮目が変わっているようなところがないわけでないと感じていますが、スチュワードシップ・コードの領域ではそういう流れは特にないと思っていいのか。そのあたりで何かご感触がありましたら、お伺いできればと思います。

最後に、先ほど大崎先生からハードローにするのは難しいというお話もありましたが、アメリカでは、ソフトローに任せずに、年金基金についてはERISAで思いきりハードローで義務を課しています。それが今の反ESGの中で､余計なものを考慮するのはそもそもフィデューシャリー･デューティー違反だという議論になってきているところも全くないわけでないような気もします。イギリスは､年金基金の義務はもともとフィデューシャリー･デューティーであると思いますが、それを正面から強化していって、ESG要素を利益にならない範囲で考慮してはいけないという議論まで踏み込んでいるわけではないと、きょうのご報告を伺って理解しました。そのように捉えてよろしいのかというのが最後の質問です。

取りとめもなくいろいろなことを盛り込んでしましたが、よろしくお願いいたします。

○松井（秀）報告者　１点目の、今のイギリスの政権の方向性と、今回のESG要素のある種の後退がどう関係するのか、あるいはどう見ればいいのかというところについて申しますと、私の説明があまりよくなかったというところもあるのですが、2020年のコード、あるいはこれにまつわるさまざまな規制強化の方向性は、保守党政権が政策課題として完全に持っていました。そして2022年ぐらいまで、この政策を実現しようとして動いていたという実態があります。それが2024年に労働党政権になったときに止まった、少なくとも政策課題から落ちたというところまでは言えます。ただ、まさに後藤先生がおっしゃるとおりで、労働党政権が保守党政権と違うアジェンダを持ってこれを進めているかと言われると、やや違っていて、少なくとも保守党がやろうとしていたことはやめた、そこまでは労働党のスタンスとして

明らかです。

今回のスチュワードシップ・コードの改訂に向けた１つの動因になっているのは、むしろシティの動きです。金融市場、株式市場、機関投資家界隈も、実質として不便をかこっていることを何とかしてほしいということがあり、これがコードの改訂にまで結びついたというほうが多分説明としては正しいように思います。そういう意味では、政権の話なのか、機関投資家の話なのかという先ほどの後藤先生のご指摘については、後者、要はアクターの要素が強いだろうというのが答えになるかと思いました。

２点目の日本のスタンスについては、最初の大崎先生のご質問と関連してきますが、日本はある意味で後発であり、これは日本の特徴でもあります。イギリスの動きを見ながら、日本で機関投資家にどのような役割を果たしてもらうことができるかという観点から見ていますし、イギリスのような特殊な背景を持っていない分だけ、日本は機関投資家の純粋な役割を求めることができた。これに対して特殊な背景を持っていたイギリスは、どうしてもできなかった。その意味において、後藤先生がおっしゃる「日本のほうがクラシックである」というのは私も同感です。

ここからはべき論になってくるので、感想以上のものはありませんが、日本は、今のスタンスからあまり離れていかないほうがいいだろうというのが私の感触です。これは難しい議論ですが、そもそも株主、機関投資家に対して公的な規律づけするのは非常に難しい。古くから株主も一定の役割を果たすべきだという議論はありますが、それは株主のある種のインセンティブを損なうので、完全にトレードオフの関係になります。日本は、機関投資家がぎりぎり果たせるところはどこか、負担にならないところはどこかを見ながらゆっくり進んでいますから、今の方向性で変わるべきではないと思いますし、これがすぐに大きく変わることはないだろうと思っています。

ただ、今の点は、３点目のハードローの話もそうですし、さまざまな利害を考えていくというところもそうですが、さまざまな利害を考えるというのもスチュワードシップ・コードだったらできてしまうので、日本であればス

チュワードシップ・コードで可能な範囲で考えればいい。しかし、後藤先生がおっしゃったアメリカのようなハードローで動く世界になると、多分そういった考慮要素は入れられないと思います。

イギリスにおいても、スチュワードシップ・コードなので ESG も含め公的な要素を勘案できたのですが、今回それを入れない方向性に行ったのは、あくまでも 2020 年に対するアンチテーゼ、あるいは機関投資家の実質的な負担という観点から出てきています。フィデューシャリーの問題も含め、そこに踏み込んで､良し悪しを判断したようには見えない。イギリスにおいて、ESG の問題を正面から評価して、リーガルの問題その他も含めて対応したかと言われると、そこは私もまだ調べ切れていなくて、よくわからないというのが正直なところです。

○**後藤委員**　大変参考になりました。イギリスは結局シティがやりたかった状況に戻れたということで、労働党政権がそこまで関心を持っているわけではないこともあわせて、どちらの方向にも過激に行かなくなったという意味では、日本と足並みがそろってきたのかなという感じで伺いました。私自身も調べられていないところもありますので、これをまた参考しながら勉強させていただきたいと思います。ありがとうございました。

○**松井（秀）報告者**　おっしゃるとおり、2026 年のコードは、ほかの国からすると受け入れられやすいコードになっているのではないかという評価はあるようです。

○**行岡委員**　非常に貴重なご報告をありがとうございました。大変勉強になりました。

私からは大きく２点ご質問させていただきたいと思います。

１点目は、イギリスにおけるスチュワードシップ・コードの位置づけといいますか、機関投資家としてのフィデューシャリー・デューティー（信認義務）との関係がどう整理されているのかという点についてです。

2026 年改訂後のスチュワードシップ・コードは、資料 16 ページで整理していただいている内容から拝察いたしますに、顧客や受益者のリターンに

フォーカスが当てられている。ESG についても、「受益者の利益が依存する経済、環境、そして社会の要素」という書き方になっているので、Schanzenbach & Sitkoff の分類でいうリスクリターン ESG 的な観点から考慮することが想定されているのではないかと理解いたしました。このようなスチュワードシップ・コードの規定の仕方は、フィデューシャリー・デューティーとの関係では説明しやすい内容になっていると思います。

これに対して、従前のイギリスのスチュワードシップ・コード、特に 2020 年改訂後のスチュワードシップ・コードでは、わりと正面から ESG の観点が押し出されていたように思われますが、機関投資家のフィデューシャリー･デューティーとの関係でどう整理されていたのか、疑問を抱きました。今回のご報告のテーマに正面からはかかわらない話かもしれませんが、今回お調べになる中で、機関投資家としてのフィデューシャリー・デューティーとの関係についてどういう議論があったのか、お気づきのことがあれば教えていただければと思います。

２点目は、それと関係するかもしれませんが、スチュワードシップ・コードにおいて期待されるスチュワードシップ活動の成果や効果とは、イギリスではどのようなものと考えられているのかという点です。今回のご報告の中で、2020 年改訂に対して、実際の効果や成果に焦点が当たっていない、実効性がないのではないかという批判が向けられているというお話でしたが、ここで言う「実際の効果や成果」として一体何を期待しているのか、どういう状態になればスチュワードシップ活動の成果や効果があったと評価されるのかという点について、イギリスでどういう議論がなされているのか、これもお気づきのこと、ご存じのことがあれば教えていただければと思います。

○松井（秀）報告者　ご指摘の点は、理論的にも非常に重要な点かと思います。

まず、フィデューシャリー・デューティーについてです。私も調べていく中で直接ここに触れているものに当たれたわけではありませんが、１つの説明としては、2020 年のコードが一番いい例になると思います。先ほどごら

んいただいた「THE UK STEWARDSHIP CODE 2020」の4ページ、「INTRODUCTION」のところにスチュワードシップの定義がついていますが、基本的には、顧客と受益者の利益を図ることが一義である。その意味では伝統的な受託者責任の範疇には入っているはずです。その結果として、その他の社会的な、あるいは環境の利益などにつながり得るということが前提になりますので、一応受託者責任の観点からの序列づけはできていると思います。ここは読み方が難しいのですが、受益者や顧客のことを考えるだけではだめだという意味において、受託者責任の考え方がぼやけているということはあるかと思います。ただ、基本的な、理論的な枠組みは、受益者、顧客を第一義にするというところで説明できるというのがまず１点目です。

２点目の効果・成果のところは、まさに先生がおっしゃるとおりで、何ができていればよかったのかということですが、少なくとも2020年のスチュワードシップ・コードの後にイギリスで実際の機関投資家の動きを調査した中では、エンゲージメントの取り組みが上がっているのかどうかというところが見られている。

イギリスでも日本でも状況は同じで、機関投資家が企業に対して、interveneという言葉を使いますが、介入をする例、対話をする例、あるいは議決権行使をする例、そういった具体的な企業との取り組み、エンゲージメントをする部分の変化が出ていないということで、成果や効果は、少なくともエンゲージメントに関する具体的な取り組みを念頭に置いていると思います。2020年のコードでいいますと、たとえば「原則９」のActivityの四角囲み、「Examples of engagement methods include but are not limited to」の具体的な企業とのやりとりの部分を効果的に示せているか、そこがポイントかと思います。

○行岡委員　１点目については、2020年の英国コードにおいても、基本的に顧客や受益者の利益を図ることが一義であるとされていたということで、それとは別にESG的な利益を目的とすることまでを要求していたわけではない、ということでしょうか。

○松井（秀）報告者　日本でも似たような議論があって、敵対的買収の対抗策のときに誰の利益を考えていいかという議論も全部同じですが、まず一義的に考慮しなければいけない利益はこれですということは明らかにしてある。それ以外の利益を考慮したときに受託者責任に反するのかというと、2020年のコードの考え方からすると、直ちには反しないという評価ができると思います。ただ、2026年のコードの考え方になると、他事考慮とでもいいましょうか、少なくともそれ以外の考慮をする余地は狭まるはずです。受託者責任の問題は多分、他事考慮の幅の違いのような形で考えられるのかなと思いました。

○行岡委員　2026年改訂後は、他事考慮、つまり受益者、顧客の利益以外の要素を考慮することについては、その裁量が狭まるといいますか、それに対する許容度が狭まっているという評価が妥当ということで、大変よくわかりました。ありがとうございました。

○松井（智）委員　非常に興味深いお話をどうもありがとうございました。

先ほどのご報告にエンゲージメントが改善しなかったというCheffins教授の記述が引用されておりました。該当の論文の部分を読むと、まず外国人投資家の比率がイギリスでは2018年の43％から2022年に58％にふえている。ちなみに日本は2024年で32.4％です。そうした変化が指摘されています。そして､エンゲージメントがどうふえたかという統計的な研究というよりは、基本的に海外の投資家はフリーライドしていて、このフリーライドが無視できない規模なので、国内投資家はサステナビリティエンゲージメントの負担に耐えられないのではないか。それから、スチュワードシップ・コード等でESGを実践している企業の利益率を考えると、市場に上場する企業の数やパフォーマンスが魅力的ではなくなってきているのではないか。そのようなことが非常に心配されている、といった、実務ベースの実感が書かれていました。

そういう意味では、イギリスの事情というのは、純粋に地球規模の環境へのインパクトとかいったことではなくて、国内のイシューに目を向けたいろ

いろな政策の揺れ動きを反映しているのかなと思います。たとえば2018年のキングマン報告書の裏にあったカリリオン事件では、企業が倒産したときに、経営者がたくさんの報酬をもらって去った後、労働者たちが賃金をほとんど払ってもらえないという非常な不公平があり、国内格差にすごく焦点が当たって、その是正が課題になりました。FRCはそのときに「何をやっているのか」と批判され、2019年ぐらいに一回改組するということで存続の危機にあったので、「社会課題にも取り組んでいます」という成果を出さなければいけない立場にもあったのかなと思います。しかし、海外投資家との競争を考えると、サステナビリティという旗印のもとに国内の問題に取り組む姿勢が多分もう維持できなくなってきていて、そういう趨勢であるがゆえに、機関投資家に求められることのレベル感があまり高められない状況にあったのかなと思いました。

ちなみに、ペイギャップやGHGといったものは、例えばビジネス・エネルギー・産業戦略省とか、その他別々の所管官庁が別の報告義務を定めていて、こちら側が粛々とやっています。たしかに、スチュワードシップの議決権行使結果の話の最たるものとして、ジェンダー比率がよく出てきます。わかりやすいし、あまりコストもかからないから、そういったところに焦点が当たっていたのかなと思うのですが、そういうものは元来国内の政策なので、今後これを投資家主導でやっていこうという形ではなくなったとしても、政府が国内政策としてそれを進めていくということが可能ではないかと私は思っています。したがって機関投資家との関係ではシングル・マテリアリティの形での開示に戻してもいいというか、そういう形に切り分けたほうが、外国人保有比率が日本より格段に高いイギリスでは健全な運営ができるということではないか。見ていてそのように思いました。

ちょっと気になっているのは、同じような切り分けが日本でも今後妥当になってくるのかどうかというところです。今、日本でもコストがかかるという議論がされていますが、趨勢的には、国外投資家比率がまだイギリスほど高いわけではない状況で、開示のほうにいろいろなものを盛り込むという政

策を進めていって、気がついてみると、海外機関投資家の比率が高まっていて、かつほかの省庁における規律があまり追いついていなくて、金融庁がやっていることだけ突出してしまうような形になっては調整が困難ではないかと思うので、日本としてはどんな形の政策になっていくといいのか、お考えを伺えればと思いました。よろしくお願いします。

○**松井（秀）報告者**　イギリスの読み解きについては、私が引用している論文をご覧いただいておりますとおり、先生がおっしゃることかと存じます。とにかくイギリスでは、外国人投資家の動きを見ているのは間違いないです。先ほどの後藤先生とのやりとりのところもそうですし、小出先生とのやりとりのところもそうですが、基本は米国の投資家を見ている。それを念頭に置いて、スチュワードシップ・コードも含めて、イギリスの株式市場の規制のあり方として何が最適なのかという視点は、今回の2026年のコードにはあります。

かつ、イギリスは、その都度、問題意識を持っている省庁が違うので、いろいろな省庁から報告書を出させています。これは何でだろうと思っていたのですが、それで多元的に全体としてのある程度のバランスがとれているということが、今の松井先生の話を伺ってわかった次第です。

では、日本のスチュワードシップ・コードを考えたときに、後藤先生のご質問で私がきちんと答えられなかった経産省の動きもそうですが、どうバランスをとっていけばいいのか。それを統合して考える主体があれば一番いいのですが、日本の場合、ある官庁だけで特殊な政策が突出することは多分ないと思います。日本の政策決定過程においては、スチュワードシップ・コードもそうですし、その他の政策もそうですが、他の関連する省庁が議論の場に必ず陪席をして、すり合わせをしながらやっているはずです。たとえば経産省が特別な動きをした場合に、他の役所が口を出して「とめましょう」という話にはならないまでも、少なくとも施策のすり合わせは行われるはずです。それが日本の政策決定過程の１つの特徴ではないか。それがブレーキとアクセルのいいバランスになっているのであれば楽観的ですが、少なくとも

イギリスのように政策が極端に振れることは少なくなるでしょうし、実務的には非常に動かしやすくなるのではないかと思いました。

○**萬澤委員**　本日は非常に興味深いご報告をありがとうございました。大変勉強させていただきました。

まず、感想ですが、先ほどの行岡先生のご質問と関係するところで、イギリスのフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）が受益者の利益だけを見るとするのか、それともそれ以外のESG等の要素も考慮できるとするのかについて、判例の考えでは、受益者の金銭的な利益の最大化の原則が一貫してとられていて、それに抵触しない限り、というか、それを阻む可能性のない限りという限定的な場面で、それ以外の利益の考慮が許されるという立場だったと思います。

ただ、私の記憶が正しければ、確か2014年にロー・コミッションから出た「投資仲介業者に関するフィデューシャリー・デューティー」というレポートの中で、金融市場を規制するためには、ジャッジメイド・ロー（判例法）では限界があるから、規制当局等のルールでそこのギャップを埋めるべきだと述べられていて、スチュワードシップ・コードにおける受託者責任は、その後、判例の立場に捉われる必要はなくなる方向になったように理解しておりました。それが2026年の改訂で、機関投資家の公益的な役割が後退したというお話を伺って、結果的に従来の判例の考え方と整合的な立場に戻ったと申しますか、近づいたように思いました。

次に、質問ですが、2026年のスチュワードシップ・コードの特徴として先生が挙げられた開示負担の軽減についてです。ポリシーに関する開示は4年ごと、成果の開示は1年ごとになって開示の回数が減って、具体的な成果を求めるところも弱まったとのことですが、先生が今回取り上げられていなかったところで恐縮ですが、2026年のスチュワードシップ・コードの開示ガイダンスを少し見てみたところ、大変詳細に具体的に開示するべき事項が決まっている印象でした。特に、先生が先ほど2020年のコードのエンゲージメントの開示についてお話しくださいましたが、2026年のコードでも、

エンゲージメントのケーススタディの開示は重視されているようで、誰が誰とどのように何についてエンゲージし、その成果についてどう評価するか、エンゲージでうまくいかないことがあったなら、そこから得られた教訓は何か等を、具体的に開示するよう求めているように読めました。

さらに、そのガイダンスに関連して、報告書は出せばいいだけではなくて、出された報告書をFRCが審査して、不十分ならリアプリケーション（再申請）を経て、それでもだめなら、スチュワードシップ・コードの受け入れ機関からディリスト（削除）されるという記載がありました。これほど開示事項の内容も詳細に決まっていて、その中身も後からFRCに審査されて、最悪ディリストされるとしたら、受け入れ機関の開示の負担は依然大きいのではないかと思ったのですが、このあたりはいかがでしょうか。

○松井（秀）報告者　萬澤先生のご論文は私も拝読して勉強させていただきました。１点目のコメントとしていただいた点については、先生が2015年に「商事法務」で書かれた論文でも示してくださっていますが、イギリスの伝統的な流れ、判例のスタンスはありつつ、すでに2012年のコードでは、受益者・顧客の利益プラス会社の長期的な利益ということで、既に利益の多元性をスチュワードシップ・コードの形で反映していた。判例法ではないものをコードがある意味で上乗せしているということがイギリスではあったと理解しております。

１つだけそこにつけ加えるとすれば、コードという形になっていて、ハードローの形をとっていないがゆえに、上乗せはしているけれども、その位置づけをどう考えればいいのか、非常に曖昧なところがある。先ほどの後藤先生や行岡先生のご指摘もそことつながってくると思いますが、判例等でとられている一義的な顧客・受益者の利益以外の利益はどう考慮できるのかというのは、ある種の裁量の範囲だと私は読んでいるのですが、わかりにくい。2020年のコードから2026年のコードになったときに顧客・受益者の利益以外の利益が脱落したのも、結局それをどう読めばいいかというと、私は裁量の範囲が狭まるという読み方をしていますが、なかなかわかりにくいという

ことがあるのだろうと思っています。

２点目の、2020 年のコードから 2026 年のコードになったときに負担が軽減されたのかどうかという点については、私自身、十分に調べ切れていないものですから、大変貴重な情報をありがとうございました。私は原則の文言レベルでしか見ていませんが、2020 年のコードは、実効性を担保するための事項をかなり開示していかなければいけないと書かれています。2026 年のコードは、そこまでのことが求められているようには見えませんでしたので、負担は軽減されているのであろうと見ているのですが、今後、2026 年のコードに基づいて開示されていく内容を比較して、実際にどれぐらい軽減されているか、確認しなければいけないと思いますので、ご指摘いただいた点は宿題にさせていただければと思います。

○**加藤委員**　ほかの先生、また直近で萬澤先生がご質問されたこととも重なりますが、2020 年の改訂に際して、萬澤先生がご紹介された、FRC が報告書の内容を審査し、突き返すという仕組みが導入されたと記憶しています。スチュワードシップ・コードは日本でも金融庁の名義で出ていますが、エンフォースメントの仕組みが大きく異なります。この点について FRC の役割は非常に大きく、FRC がどれくらいスチュワードシップ・コードのエンフォースメントに積極的であったかによって、報告義務の負担の度合いが相当違うと思います。2026 年改訂前の報告書に対する FRC のエンフォースメントがどれくらい厳しかったのか、2026 年改訂後、報告書に対する FRC のエンフォースメントがどのように変化するかが、イギリスのスチュワードシップ・コードの将来に影響を与えると思います。

○**松井（秀）報告者**　私も、今回、個別の報告書の中身、エンフォースメントの実質のところまでは追い切れていないものですから、先生がおっしゃるとおり、今回これを受けてイギリスの動きがどう変わったか、そこで検証しなければいけないと今感じた次第です。ありがとうございます。

○**松尾委員**　私の質問は１つです。エンゲージメントをやったかどうかを報告書に書いて、それをカウントして効果があったかどうかを測定していると

いうお話が先ほどあったのですが、これはロンドンに上場している企業に対するエンゲージメントだけがカウントされるのでしょうか。機関投資家はコーポレート・ガバナンスの向上について一翼を担うべきであるという考え方だとすると、国内の企業のみになりそうですが、受益者のためとなると、グローバルに展開している資産運用業者が外国企業に投資している場合には、外国企業に対するエンゲージメントをして結果的にリターンがふえたというのはカウントしてもいいのではないか。むしろ改善の余地が高そうなところに重点的にエンゲージメントするべきであるとなりそうです。

スチュワードシップ･コードで報告が求められるエンゲージメント活動は、ロンドンに上場している企業に対するエンゲージメントのみなのか、対象になる機関投資家が世界各国の投資先企業に対して行ったもの全部をカウントできるのか。これはどうでしょうか。

○**松井（秀）報告者**　イギリスのコードのスタンスとしては、もともと先生がおっしゃるとおりロンドンに上場している企業を念頭に置いています。2012 年のコードまでは明らかにそうなのですが、2020 年のコードではそこが拡大されて、それ以外の活動も見ているはずです。きちんと報告書などを見ていないので正確なことは言えませんが、広がってきているはずです。2026 年のコードは、2020 年の当該コードの部分を修正していないはずですので維持されているはずですが、その点の確認も宿題にさせていただければと思います。

○**中東委員**　松井先生らしいご報告をどうもありがとうございました。

政策上の理念を周知する上で便利な道具であるという後藤先生のご意見に賛成されるということで、私もそう思いました。コードの作成主体と、そこに対する政府の関与、力学と言ってもいいかもしれませんが、それについてどうお考えになっているか、教えていただきたいと思います。

ご報告をお聞きすると、イギリスであっても、2026 年のときにはレポートやレビューにベースを置かずにコードを策定していることもあって、そこでの政府の関与はどうなのかと思います。日本は金融庁が中心に策定されて

いますが、他の先進国は恐らく政府の関与をできるだけ排除した独立した形でやっているかと思います。そういった中で、政策上の理念を周知するのに便利な道具であるためにどういう形になっているか、お教えいただけませんでしょうか。

○**松井（秀）報告者**　私も、先生ご指摘の視点は大好きです。イギリスの場合、政府とFRCとの関係は非常に微妙です。今、先生がおっしゃったとおり、FRCという独立の主体がつくっていること自体にスチュワードシップ・コードの意味がある。これは政策的な裏づけもある。でも、実際には、その時々のイギリスが抱えている課題をスチュワードシップ・コードを使って実現しようとしているという政府の動きもある。ですので、報告の中でも触れましたが、政府が依頼して報告書をとりまとめ、その動きを基礎としてFRCがコードの改正につなげているというのが多分イギリスのやり方だったと思います。そのような従前の政府とFRCとの関係を踏まえると、2026年のコードだけが非常に特殊な動きをしてきたところがあるかと思います。

コードの位置づけ方や、その国の中で持っている意味によって、作成主体と政府との関係が決まってくるところがあって、日本の場合は、国が引き取っていますから、イギリスのような問題は生じにくいだろうという感じはしています。日本は、2014年に最初のコードを作成するときから政府主導の委員会形式でやりましたが、コードをつくるときの非常に強い政策的な理由があったからということになるのではないかと思いました。

○**武井委員**　松井先生、ありがとうございました。今の日本のリアルタイムの政策的にもとても重要な、すばらしいご報告だったと思います。

感想となりますが、いろいろな機関投資家の方が、アセット・オーナーや受益者のリターンを高めるという経済合理性だけに突っ走ってしまうと、いろいろと落とされる利害がある。まさにショート・ターミズムの弊害ですね。もともとリーマンショックもそうですし、英国で言うと先ほど紹介があったカリリオンもそうなのでしょうし、金銭的な短期的なものに走ることの弊害です。あと、気候変動やサステナビリティ関連の要請、昨今はAI革命が進

んでいますが、その手の、市場原理の進行から生じる切り捨てられうる利害、うまく回らない事項、経済合理性の世界だけでは社会がうまく回らないものを、機関投資家にどう働きかけるのかということ。英国スチュワードシップ・コードはこうした市場原理への対処としてなされている、一つの政策的施策なのだと思います。

日本では、2014年にスチュワードシップ・コードをつくったときにはまだそれほど顕在化していなかったショート・ターミズムの弊害が、今現在、とても顕在化しています。そういう状況ですので、今日ご紹介があった、英国のほうがこれまでいろいろ取り組んできている政策的な動向は、今後の日本にとっても非常に重要な話なのだと思います。英国の行ったり来たりの悩みを日本としてもきちんと精査して、いろいろな市場原理からの壁との向き合い方について考える。市場原理からの壁として今日お話があったのはたとえば、手間暇がかかるという費用面の話とか海外投資家を含めた投資家間の競争原理とか。そういった機関投資家側の経済合理性の壁、そういう点にどう対処するか。今日の先生の最後のほうで、いろいろな深い効果をとるのか、アナウンス効果や柔軟性のメリットをとるという指摘もありましたが、そうした点も含めて考えていくべきだと思いました。

また、スチュワードシップ・コードはもともと英国では、資金の出し手の性格上、生命保険や年金といったこの手の話になじむ人たちを想定していたのが、日本では「このスチュワードシップ・コードの趣旨を本当にわかっているのですか」という方も相当サインアップされている。ガバナンスが形式から実質と言われている中、企業側だけでなく、機関投資家側にも形式主義が相当蔓延しています。そうした機関投資家の形式的な部分がショート・ターミズムを悪化させています。こうした形式化の課題にも全部絡む話でした。

今日の先生のお話は今後の政策立案面でも本当に示唆に富む視点が提供された話でしたし、また私も勉強にもなりました。今後さらに研究を深めていただきたいと思います。以上、感想でございます。

○松井（秀）報告者　武井先生、大変勇気づけられるコメントをありがとう

ございました。私もイギリスの実態としてまだわかっていない部分もありますし、補ってさらに先生のご期待に応えられるようにしたいと思います。引き続きよろしくお願いいたします。

○神作会長　予定の時刻もかなり過ぎております。本日はこのあたりで質疑応答を終了させていただきます。大変活発なご議論をいただき、ありがとうございました。松井先生には貴重なご報告をいただき、重ねて厚く御礼申し上げます。

次回の研究会についてご案内申し上げます。議事次第にも記載してございますが、7 月 28 日の火曜日、14 時から開催いたします。後藤元先生からご報告を行っていただく予定でございます。後藤先生、どうかよろしくお願いいたします。

それでは、以上をもちまして本日の研究会を終了いたします。

報告者レジュメ

英国におけるスチュワードシップ・コードの展開

立教大学教授　松井秀征

1　はじめに

わが国の金融庁は、2025年6月26日、スチュワードシップ・コードの第3次改訂版（以下、これを「2025年日本改訂版コード」という）を公表した[1]。わが国のスチュワードシップ・コードは、2014年にその最初の版が策定された後、2017年、2020年に改訂がなされており、今回の2025年の改訂が3回目の改訂となる。

スチュワードシップ・コードの方法により内国企業に投資する機関投資家を規律付け、一定の政策目的を実現するという方法は、よく知られるとおり、英国がその端緒である。これまでのわが国のスチュワードシップ・コードの制定及びその改訂も、英国の動きを参照しながらなされており、当該コードに関する英国の状況を確認することは、わが国の議論を理解するうえでも有益である。とりわけ英国では、2020年に従前のコードのスタンスが大きく変更された後、2026年1月1日からはその新たな改訂版（以下、「2026年英国改訂版コード」という）が適用されるに至っている[2]。この2026年英国改訂版コードは、2020年の改訂の考え方を改めて変じている点もあり、確認に値するものである。

そこで本報告は、この2026年英国改訂版コードの分析を目指しつつ、以下の順序で英国のスチュワードシップ・コードの制定及び展開に関する検討を進めたい。第1に、2026年英国改訂版コードの変更点を明らかにするための前提作業として、従前の英国のコードの制定及び改訂に関する考え方について確認する（2）。第2に、2026年改訂版コードの基本的な考え方及びその内容について、従前からの変更点を中心に、検討を加える（3）。そして最後に、まとめを行う（4）。

2　英国のスチュワードシップ・コードの変遷

(1)　2010年スチュワードシップ・コード制定まで

英国でスチュワードシップ・コードという名称のコードが制定されたのは2010年であるが、コード制定までの歴史はかなり古く、少なくとも1990年代までさかのぼることができ

---

[1] 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～」(2025年6月26日)。

[2] Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2026, effective 1 January 2026.

る。

英国では、1990 年代、コーポレート・ガバナンスの論議に機関株主を関わらせるべきだという議論が存在し[3]、1990 年代に出された数次の報告書においても機関株主の役割についての言及があった[4]。1990 年代の到達点は、よく知られるとおり、1998 年 6 月にまとめられたいわゆる「統合規範」にある[5]。コーポレート・ガバナンスに関してロンドン証券取引所が主導して取りまとめた当該規範においては、その第 2 章で機関株主が果たす役割が示され、議決権行使、会社との対話、そしてガバナンスに関する開示事項の評価が言及されていた[6]。

その後 2000 年代に入り、機関株主委員会（Institutional Shareholders'Committee；ISC）[7]が、ある種の自主的な活動として、機関投資家を念頭において、コーポレート・ガバナンスに向けたその果たしうる役割を明確化していく。その端緒となる動きは、2002 年 10 月、ISC が株主アクティビズムへの対応として明らかにした「機関株主の責任及び代理人の責任：原則ステートメント」なる文書である[8]。この文書の段階に至ると、明確に機関株主を

---

[3] この背景には、さらに 1980 年代の英国における会社不祥事の問題があり、これへの対応として 1990 年代にコーポレート・ガバナンスの問題が取り上げられ、その議論の過程で機関投資家の関与が求められたということがある。この点については、大崎貞和「英国における機関投資家と上場企業のエンゲージメント（対話）」神作裕之責任編集『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2014 年度版』(資本市場研究会、2013 年) 274～275 頁。

[4] たとえば、1992 年のキャドベリー報告書（The Cadbury Report: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, December 1992)、1998 年のハンペル報告書（The Hampel Report: Committee on Corporate Governance, Final Report, January 1998）などがそれである。

[5] The Committee on Corporate Governance, The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice, June 1998.

[6] ただし、統合規範全体の中で、機関株主について言及している部分は限定的であり、その大半は、上場企業のガバナンスを念頭に置いて取りまとめられていた（この点については、大崎・前掲注(3)275 頁も参照)。

[7] 機関株主委員会とは、英国保険業協会、投資信託協会、投資顧問業協会、及び全国年金基金連合会の 4 団体が創設した英国機関投資家のフォーラムであり、2011 年に機関投資家委員会（Institutional Investor Committee）に名称が変更されている。この点については、山﨑明美「英国スチュワードシップ・コードと最近の動向」商事法務 2018 号（2013 年）31 頁参照。

[8] Institutional Shareholders'Committee, The Responsibilities on Institutional Shareholders and agents, October 2002. これは英国財務省において、当時の英国における機関投資家による投資の状況を取りまとめた 2001 年のいわゆるマイナーズ報告書（The Myners Report:

名宛人としてその果たすべき役割や責任が示されることになり、自らの責任を果たすためのポリシーの制定、会社のパフォーマンスに対する監視、必要な場合の議決権行使等による会社への介入、そして評価と報告といったことが示されている。

このような 2000 年代の動きは、上記 ISC 文書の 2005 年における微細な変更を経て、2009 年に出された「機関投資家の責任に関するコード」(以下、「2009 年 ISC コード」という）で到達点に達する[9]。この 2009 年 ISC コードは、2007 年から 2008 年の世界金融危機（いわゆるリーマン・ショック）を経て出されたこともあって特別な意味を持つが、何より 2010 年に制定されるスチュワードシップ・コードにそのまま取り込まれることになるので、詳細は項を改めて確認する。

(2)　2010 年スチュワードシップ・コード

英国では、2010 年、独立の規制機関である財務報告評議会（Financial Reporting Council：FRC）が、2009 年 ISC コードを受容する形でスチュワードシップ・コード（以下、「2010 年英国コード」という）を制定する[10]。その背景には、(1)に述べたとおり、2007 年から 2008 年の世界金融危機がある[11]。英国政府は、1990 年代以来、コーポレート・ガバナンスを強化してきたはずの英国企業、とりわけ金融機関において、経営者が過剰なリスクテイクを行い、モラルハザードを引き起こし、これが世界金融危機につながったことを極めて重大な問題ととらえた。そこで英国財務省は、2009 年、金融機関のコーポレート・ガバナンスを改善する観点から、ウォーカー報告書を取りまとめさせるに至る[12]。

ウォーカー報告書は、184 頁に及ぶ大部の報告書であるが、この中には機関投資家の役割に触れた提言事項（提言 14～22）が存在する。そしてこの提言事項の一部（提言 16 から 20 まで）が、スチュワードシップ・コードの取りまとめにつながっており、具体的には、次のようなことが触れられていた。

Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, March, 2001.）を受けて、ISC が取りまとめた文書である。

9 Institutional Shareholders‘ Committee, Code on the Responsibilities of Institutional Investors, November 2009. これは英国財務省において、世界金融危機を経て、金融機関のコーポレート・ガバナンスの改善を図るための検討を行った 2009 年のいわゆるウォーカー報告書（The Walker Review: A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations, 26 November 2009.）を経て、出されたものである。

10 Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, July 2010.

11 以下の記述については、大崎・前掲注(3)273 頁以下による。

12 前掲注(9)参照。

・機関投資家とファンド・マネジャーによるスチュワードシップのベストプラクティスにかかる原則について、これを遵守させることの促進に FRC の権限を拡大する。そのために統合規範からスチュワードシップ・コードを呼ぶべきものを分離する【提言 16】

・ISC が定めた「機関投資家の責任に関するコード」は、その独立性と権限を持った FRC のコードとすべきである。これによりスチュワードシップ・コードに重みが与えられ、またベストプラクティスに関する声明として統合規範と同様の意味を持つと同時に、「comply, or explain」基準に依ることになる【提言 17】

・FRC は、機関投資家、ファンド・マネジャー、その他利害関係者と協議しつつ、継続的にその目的に合致するよう、適切に対応案を提案し、定期的にスチュワードシップ・コードを見直す【提言 18】

・スチュワードシップ・コードへのエンゲージメントを表明したすべてのファンド・マネジャーは、コードの遵守状況をモニターするための調査に参加しなければならない。FRC の下で、このモニタリングプロセスの適切な独立の監督体制を整え、毎年、調査結果を公表すべきである【提言 18B】

・金融サーヴィス機構（Financial Services Authority；FSA）[13]により投資事業を認められたファンド・マネジャー及びその他の機関は、ウェブサイトやその他の利用可能な形式で、スチュワードシップ・コードへのコミットメントを表明すべきです。そのようなコミットメントの開示には、次の内容が伴う。すなわち生命保険、年金基金、及びその他主要顧客から、通常、関与活動の支援条項やスチュワードシップ・コードに定められた内容にかかるエンゲージメント活動や責任の履行に関するエンゲージメント・ポリシーへの支持が示されているかどうかである。ファンド・マネジャーや機関投資家がこの意味でのコミットや報告に応じない場合、ウェブサイト上でこれに代わるビジネスモデルとその立場を採用した理由を明確に説明すべきである【提言 19】

・FSA は、他人のため資産管理を認められた機関に対し、ウェブサイトやその他のアクセス可能な形式で、スチュワードシップ・コードへのコミットメント、または代替ビジネスモデルを明確に開示することを義務付けるべきである【提言 20】

ウォーカー報告書における以上のスチュワードシップ・コード関連の提言は、2010 年英

[13] 金融サーヴィス機構は、英国において 2013 年まで存在した金融監督のための機関であり、現在は、金融行動監視機構（Financial Conduct Authority；FCA）に引き継がれている。

国コードに引き継がれ、またその内容としては 2009 年 ISC コードを受容しつつ、その後の運用を決定づけることになった[14]。改めて 2010 年英国コードの構成と概要を見ると、以下のとおりである。

【2010 年英国コード　概要】 （原則１）スチュワードシップ責任を果たすための方法に関するポリシーの開示 （原則２）スチュワードシップに係る利益相反の管理に関するポリシーの制定と開示 （原則３）投資先会社の監視 （原則４）株主価値の保護及び向上の方法として、自らの活動を高めていく時期や方法に関するガイドラインの制定 （原則５）集団的行動 （原則６）議決権行使に関するポリシーの制定と投票行動に係る開示 （原則７）スチュワードシップ及び投票行動に係る定期的報告

英国のスチュワードシップ・コードが、世界金融危機を経て取りまとめられたウォーカー報告書に強く影響を受けていることは、強調されるべき点である。改めてウォーカー報告書の序文を見ると、次のようなことが述べられている[15]。

「同じ地理的範囲で、同じ金融及び市場環境で、そして同じ規制の下にありながら、銀行によってこれほどにも大きく異なる結果が生み出されているということは、それは経営のあり方の違いによってのみ完全に説明できるものである。所与の規制の枠内において、いかに銀行が経営されるかというのは取締役会の問題であり、それはつまるところコーポレート・ガバナンスの問題に行きつく、ということである。」。

2010 年英国コードは、世界金融危機を経て、コーポレート・ガバナンスのあり方を再構築するにあって、合理的に受動的である機関投資家にアプローチしたコードとして成立し

14 Financial Reporting Council, Implementation of the UK Stewardship Code, July 2010, 1.

15 Walker Review, supra note 9, at 6.

ている。その趣旨は、金融機関を含む上場企業が過度にリスクテイクをすることを防止するためには、機関投資家が顧客や受益者の利益を図るのみならず、会社の利益を図り、ひいては公益的役割を果たす必要がある、ということである[16]。このような機関投資家に期待される役割の多元性ないし広汎性は、英国のスチュワードシップ・コードの一つの特徴となった[17]。

ただし、2010年英国コードの文言それ自体を見ても、このような機関投資家に公益的な利益を考えることを期待しているかどうかは必ずしもはっきりしない[18]。この点は、2009年ISCコードが2010年英国コードに受容される際、前者に付されていた顧客や最終受益者に対する機関投資家の責任について述べた序文が削除された点に間接的に表れるにとどまっている[19]。この英国におけるスチュワードシップ・コードにおける公益保護の期待がより明確に表れるのは、2012年における改訂を経て以降のことである。

(3) 2012年改訂

スチュワードシップ・コードの改訂は当初より想定されたものであり[20]、2010年英国コード自体も、実務のグッド・プラクティスを反映することを目指してレビューを行うことを明示していた[21]。実際にFRCは、2011年12月よりコーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの改訂を行うべく、コードの現状に関する調査を行い、ことスチュワードシップ・コードの改訂に関する提案は2012年4月に発せられる[22]。

---

16 この点については、後藤元「スチュワードシップコードの目的とその多様性」公益財団法人日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会研究記録72号7頁（2020）。

17 英国のスチュワードシップ・コードの目的が、機関投資家が受託者として責任を負うべき顧客ないし最終受益者にとどまらず、多元的であることについては、わが国でも繰り返し指摘がなされているところである。たとえば、後藤・前掲注(16) 7頁以下のほか、萬澤陽子「スチュワードシップ責任と受託者責任――英米における考え方の比較の試み――」商事法務2070号（2015年）24頁以下など参照。

18 ただし、2010年英国コードの原則4の指針においては、機関投資家において、株主価値以外の多元的な利益の考慮をうかがわせる記述がある。すなわち2010年英国コード・原則4は、株主価値保護及び向上のためのガイドラインの制定を求める原則であるが、この指針において、機関投資家が投資先の会社に対する介入を行う場合として、当該会社において社会的事項及び環境問題に関するリスクが生じている場合を例として挙げている（Financial Reporting Council, supra note 10, at 7 (Principle 4, Guidance))。

19 この点の指摘について、後藤・前掲注(16) 7～8頁。

20 本文に示した通り、ウォーカー報告書・提言18がこれに触れている。

21 Financial Reporting Council, supra note 10, at 3.

22 Financial Reporting Council, Revisions to the UK Stewardship Code, Consultation

この間、英国政府は、株式市場が短期志向を強めていることへの懸念を基礎として、株式市場における長期的な投資収益の獲得を志向する観点から、いわゆるケイ報告書をまとめさせた[23]。このケイ報告書で具体的に検討するよう求められたのは、イギリスの株式市場がイギリス企業の長期的な利益の獲得――それは年金や我々の金融資産の長期的な満足につながる――という役割を果たしているのかどうかレビューをしてほしい、ということであった[24]。以上の観点から取りまとめられたケイ報告書が機関投資家の役割に着目することは必然であり、当該報告書にもいくつかスチュワードシップ・コードに関する提言が含まれるに至っている。

・スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップのより広範な形態を実現するため、コーポレート・ガバナンスの問題のみならず、戦略的な問題にも焦点を置いて展開すべきである【提言１】[25]

・会社取締役、アセット・マネジャー、そしてアセット・ホルダーは、スチュワードシップ及び長期的な意思決定を促進するグッド・プラクティス・ステイトメントを採用すべきである。規制主体や事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為基準をグッド・プラクティス・ステイトメントに一致させる手順をとるべきである【提言２】[26]

ケイ報告書の提言も受け止めつつ、2012 年、2010 年英国コードは改訂される（以下、

Document, April 2012. この点の事情については、大崎・前掲注(3)278 頁にも若干の紹介がある。

23 The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report, July 2012. なお、英国において、短期的利益獲得を目指す株主の存在が問題視されるのはもちろんこれが最初ではなく、たとえば ISC において機関株主の責任に関して発した 2002 年文書（前掲注(8)参照）は、アクティビズムへの対応がその問題意識として存在する。これは、イギリスにおける株式保有構造が 1990 年代から 2000 年代にかけて大きく変化したことが背景にある（イギリスにおける上場会社における株式保有構造について、伝統的な機関投資家である保険会社や年金基金の割合が大きく低下し、外国人投資家などが保有するようになっていった。この点については、松井秀征「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（２）―ヨーロッパ、とくにイギリスを中心に―」日本取引所金融商品取引法研究 7 号（2017 年）139 頁）。

24 Kay Review, supra note 23 at 5.

25 Kay Review, supra note 23, at 45.

26 Kay Review, supra note 23, at 48.

「2012 年英国コード」という）[27]。その特徴として、スチュワードシップの定義の明確化、アセット・オーナー及びアセット・マネジャーの役割の明確化、利益相反管理の強化、集団的エンゲージメントに関する情報開示の強化、議決権行使助言機関の利用に関する情報開示の強化等に見られることとなった。ただしこれらの変更は、コードの原則にかかる文言の変更という方法をとらず（2012 年英国コードの原則に係る文言は、2010 年英国コードとほぼ変わっていない）、序文や指針（Guidance）の記載を変更するという方法で実現された。

本報告との関係で特に触れておくべき点は、スチュワードシップの定義が明確認されたことである。2012 年英国コードにおいて、スチュワードシップについての定義が序文に挿入され、これは「スチュワードシップ及びコード」の節の第 1 項において次のようにまとめられている[28]。

【2012 年英国コード】
（スチュワードシップ及びコード）
1　スチュワードシップとは、最終的な資本供給者の繁栄ももたらすような方法で、会社の長期的な成功を促進する目的を有するものである。効果的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体の利益となるものである。

機関投資家というのは、一義的にはその背後にいる資金の供給者（受益者）に対して責任を負うべき立場にあるはずだが、ここでは会社の長期的な利益を図ること、そして経済全体の利益を図ることがスチュワードシップの内容として含まれている。これは、繰り返す通り、2010 年英国コードの成立、そして 2012 年英国コードに向けた改訂が、目的的に成立したことと密接に関連している。すなわちコードが、金融機関における過度のリスクテイクを防止するための一定の役割を機関投資家に期待し（2010 年英国コード）、また短期的利益に基づく株主とは一線を画す形で企業の長期的利益を目指す役割を期待した（2012 年英国コード）によるものである。

なお、2012 年英国コードの下で、機関投資家がスチュワードシップにかかる役割を果たすにあたって、その機能を外部者に委ねる可能性が示唆されていることはここで付言しておきたい。2012 年英国コード自体は、そのような外部者への委託がなされる場合であっても、スチュワードシップにかかる自らの活動に責任は機関投資家に残る、という文脈でこのことが語られている[29]。ただ、外部者が機関投資家のスチュワードシップにかかる役割を担いうることが前提となり、これがその後の改訂におけるスチュワードシップ・コードの構成の変化につながっていくことになる。

[27] Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, September 2012.

[28] Financial Reporting Council, supra note 27, at 1.

[29] Financial Reporting Council, supra note 27, at 2.

(4)　2020年改訂

英国のスチュワードシップ・コードは定期的な改訂が想定されていたが、2012年の改訂後は、次の改訂まで8年の間隔が空くこととなった。その背景としては、この間、2017年にはEUの株主権指令が改正され――当時、まだ英国はEUに加盟していた――これが機関投資家に対する開示義務にかかる重要な規律を有していたことがある[30]。この株主権指令の内容は、英国でも国内法化されることになるが、これと並行して、実務の動き、そして当時の世界の動向を見据えながら、2012年英国コードの見直しの作業が進められることとなった。

また、ここで触れるべきは、FRCの業務に対する独立のレビューを行った、2018年のいわゆるキングマン報告書の存在である[31]。当該報告書は、FRC所管のスチュワードシップ・コードのあり方についてもレビューがなされている。そこでは、2010年英国コード及び2012年英国コードにおいて、スチュワードシップにかかるステートメントの内容の確認に焦点が当たっており、実際の効果や成果には焦点が当たっていないとの指摘がなされている。つまり、当初のコードで期待されていた機関投資家のエンゲージメントに関する役割は実効性を伴っていないとの厳しい見方が示され、具体的に下記の提言がなされている[32]。

・本レビューは、改訂されたスチュワードシップ・コードが、スチュワードシップにかかる卓越性をより明確に際立たせることを保証するため、アプローチの根本的な転換を推奨する。それは、ポリシーステートメントではなく、成果と効果に焦点を当てるべきである。また政府においては、コードの遵守を評価し、促進するために何らかのさらなる権限が必要かどうかも検討すべきである。もし、コードが単なる定型的な報告の推進力に過ぎないなら、その廃止を真剣に検討すべきである【提言42】

キングマン報告書は、従前のスチュワードシップ・コードの効果について、かなり懐疑的な立場を示している。英国では、この報告書の立場を容れ、2020年、大幅な改訂の施され

30　機関投資家や資産運用者が中長期的な観点からエンゲージメントを実践し、それを行わない場合の理由説明が求められ、これは英国におけるスチュワードシップ・コードにおいて想定される内容とオーバーラップしていた（Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement.）。当該指令については、神作裕之「建設的対話の実務と法的論点――比較法的観点から――」商事法務2168号（2018年）9頁以下も参照。

31　Kingman Review: Independent Review of the Financial Reporting Council, December 2018.

32　Kingman Review, supra note 24, at 45.

たスチュワードシップ・コードが効力を発生することになる（以下、これを「2020 年英国コード」という）[33]。2012 年英国コードが、2010 年英国コードの考え方及び文言をほぼそのまま維持したのとは異なり、2020 年英国コードは、構成、適用のスタンス、適用範囲、そして内容に至るまで大きく変更が加えられた。また内容においても、ESG に関する内容が導入されるなど、特徴的な改訂となっている。

第 1 に、構成に関して、2020 年英国コードは、アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向けの原則と、サーヴィス・プロバイダー向けの原則を分離して規定している。すでに 2012 年英国コードにおいて、機関投資家がスチュワードシップにかかる活動を外部者に委託することは想定していたが、2020 年英国コードはこれを正面から受け止め、外部者に対するコードの適用を図ったわけである。具体的には、アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向けの原則として 12 項目、サーヴィス・プロバイダー向けの原則として 6 項目を規定し、それぞれの署名者において具体的に何をすべきか、ということを書き込んでいる点が特徴的である。各項目に付された報告事項（Reporting Expectations）には、コンテクスト（Context）、活動（Activity）、及び成果（Outcome）といった内容が書き込まれ、ポリシーの開示を求めていた 2012 年英国コードのアプローチとは一線を画している。

【2020 年英国コード概要】

《アセット・オーナー及びアセット・マネージャー向け原則》

・目的及びガバナンス
（原則 1 ）目的、戦略、及び文化
（原則 2 ）ガバナンス、資源、インセンティブ
（原則 3 ）利益相反の管理
（原則 4 ）市場機能の促進
（原則 5 ）レビューと保証

・投資アプローチ
（原則 6 ）顧客及び受益者のニーズ
（原則 7 ）スチュワードシップ、投資、及び ESG の統合
（原則 8 ）経営者及びサーヴィス・プロバイダーの監視

・エンゲージメント
（原則 9 ）エンゲージメント

[33] Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2020.

（原則 10）協働
（原則 11）スチュワードシップ活動の増大

・議決権及び責任の行使
（原則 12）議決権及び責任の行使

《サーヴィス・プロバイダー向け原則》

（原則１）目的、戦略、及び文化
（原則２）ガバナンス、資源、インセンティブ
（原則３）利益相反の管理
（原則４）市場機能の促進
（原則５）顧客のスチュワードシップのサポート
（原則６）レビューと保証

第２に、適用のスタンスとしては、これまでの「Comply, or explain」ではなく、「Apply and explain」のアプローチがとられていることを示している[34]。これは、コードからの離脱の選択肢を狭め、コードが求めている内容の成果を求めることと表裏一体であると理解できる。

第３に、適用範囲について、上場株式以外の株式、債券、不動産、インフラ投資への投資を行う機関投資家も対象をしている[35]。これは、次に述べる機関投資家がスチュワードシップにかかる活動を通じて実現しようとしている利益の範囲と密接に関連し得るものである。

そして第４に、スチュワードシップの内容として、機関投資家に公益的役割を期待するとの方向性は、2020 年英国コードにおいてより強まっている。すなわち当時の国際的な潮流もあり、ESG に関する内容をスチュワードシップ概念に取り込んでおり[36]、このコードがその時々の政策的な要請に強く影響される性格を有していることが明確になっている。

---

34 Financial Reporting Council, supra note 33, at 4.

35 Financial Reporting Council, supra note 33, at 4.

36 ESG に関する内容がスチュワードシップ・コードに盛り込まれるというのは日本でも同様であり、日本でも、当時の世界的な議論の流れを受けて、2020 年の同コード改訂の際、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対話が期待されるに至っている。この点については、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「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～」（2020 年３月 24 日）５頁参照。

【2020 年英国コード】
（序文）
スチュワードシップとは、顧客や受益者に長期的な価値を創出するため、資本の責任ある配分、管理、そして監督をすることであり、ひいては、経済、環境、社会に持続可能な利益をもたらすことである。

2020 年英国コードの成果志向のスタンスについて、政府側からはもちろん支持する意見が出されたりもしているが[37]、コードの適用対象となる署名者からはその負担にかかる不満も出され[38]、これを受けて 2026 年の改訂につながっていくことになる[39]。

3　英国における 2026 年のスチュワードシップ・コード改訂

(1)　改訂の背景

2010 年代中期から後半にかけての英国では、コーポレート・ガバナンスに関して、総じて規制強化の方向性にあったことが知られている。これは、当時の保守党政権がそのようなスタンスを取っていたということなのだが、世界金融危機を経て英国経済が置かれていた状況、あるいは 2018 年に生じた建設アウトソーシング会社カリリオン（Carillion）の倒産などが背景に存在している[40]。2 (4)に触れたキングマン報告書——スチュワードシップ・コードに成果志向を取り入れさせた契機となった報告書である——もこのような文脈の下に位置づけられることになる。

---

37 英国ビジネス・エネルギー・産業戦略省の 2021 年の報告書では、2020 年英国コードの成果志向のスタンスを評価している（Department for Business, Energy & Industrial Strategy (DBEIS), Restoring Trust in Audit and Corporate Governance: Consultation on the Government's Proposals (London 2021), 206.）。

38 この点については、以下を参照。
B. R. Cheffins & B.V. Reddy, The Stewardship Code and Shareholder Engagement: The End of the Road, Cambridge Law Journal, Forthcoming, 30 (December, 2025).
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5579172)

39 2020 年英国コードについては、わが国でもその紹介がなされているが、評価は分かれている。ある程度積極的に評価するものとして、安井桂大「スチュワードシップ・コードの実効性の確保——英国におけるコード改訂等の動向を踏まえて——」商事法務 2212 号（2019 年）24 頁、消極的に評価するものとして、村田敏一「スチュワードシップ・コードの再改訂について——英国と日本——」立命館法学 393・394 号 760 頁（2020 年）。

40 以上については、B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 33-36 参照。

ところが2020年代に入り、とりわけ2024年の総選挙後に政権が交替して以降は、英国における株式市場に関する議論の趨勢は、規制緩和の方向性に移行し、上場規制の緩和に向かうこととなっていく。このような中で、株式市場の機能発揮のために機関投資家に対して多くの報告負担を課すスチュワードシップ・コードには問題が多いとの批判がFRCに寄せられていた[41]。何より2020年英国コードによる株主によるエンゲージメントが高まったというエビデンスも得られず[42]、当該コードについては見直しの必要性が認識されるようになっていく。

そのような中、FRCは、2024年から2020年英国コードの改訂作業を開始する。とりわけ、2020年英国コードを受け入れた機関投資家の報告義務を軽減するための改訂を行うことを宣言し、この点が2026年英国コードに向けた改訂課題であることを明らかにした[43]。ここで注目すべき点は、2026年英国コードは、従前のコード策定や改訂の際に見られた手法、すなわち株式市場における課題、コーポレート・ガバナンスにおける課題、あるいは機関投資家が固有に抱える課題について、政府がまとめた報告書を基礎として策定や改訂がなされるという方策を取っていない、ということである。2020年英国コードの課題——機関投資家における報告義務の負担——について、その批判を受けて改訂を行うという方法を取っており、その意味において、これまでのスチュワードシップ・コードの取りまとめや改訂とは明らかに異なる道筋をたどっている。

(2)　2026年英国コードの改訂内容

2026年英国コードについては、2020年英国コードと比して、次の点で特徴的である。第1に、その構成が改めて見直されている。この構成の見直しは、報告事項の簡素化と密接に関連する。そして第2に、スチュワードシップ概念の位置づけに変更が与えられている。以下、それぞれについて確認をしていきたい。

①　2026年英国コードの構成と報告事項の簡素化

まず、2026年英国コードの全体の構成を見ると、以下のとおりである。

【2026年英国コード　概要】 《アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向けコード》 (開示事項) A　組織、投資信条、及びスチュワードシップのアプローチ

41 B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 30.

42 B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 29-30.

43 Financial Reporting Council, UK Stewardship Code Consultation, November 2024, 7.

B　ガバナンス及び資源
C　ポリシー、手続、及びレビュー
D　利益相反
E　顧客・受益者との対話
（原則）
1　スチュワードシップ及び投資の統合
2　市場機能の促進
3　エンゲージメント
4　権利及び責任の行使
5　経営者の選定と監視
6　サーヴィス・プロバイダーの監視

《サーヴィス・プロバイダー向けコード》
（開示事項）
A　組織及びサーヴィス
B　ガバナンス及び資源
C　ポリシー、手続、及びレビュー
D　利益相反
（原則）
1　顧客とのコミュニケーション
2　委任状助言サーヴィス
3　投資コンサルタントサーヴィス
4　エンゲージメント・プロバイダーサーヴィス

2026 年英国コードも、アセット・オーナー及びアセット・マネジャー、そしてサーヴィス・プロバイダーをそれぞれ分けて取り扱っている点は、2020 年英国コードと変わっておらず、この点の構造は維持している。ただし、2020 年英国コードではそれぞれに原則のみが列挙されていたのに対し、2026 年英国コードにおいては、開示事項と原則とを分離して規定している。その趣旨は、以下のとおりである[44]。

原則に位置づけられる事項は、投資家において継続的に行われる活動であり、活動成果報告（The Activities and Outcomes Report）を 1 年ごとに行うことが求められる。これに対して、開示事項に関しては、投資家におけるスチュワードシップのポリシー、ガバナンスの構造、その他コンテクスト情報が含まれ、これはある程度、継続する情報である。したがって投資家においては、ポリシー及びコンテクスト開示（The Policy and Context Disclosure）

---

44 Financial Report Council, supra note 1, at 7.

を４年ごとに行えばよく、あとは当該開示内容が活動成果報告と合致しない状況が生じた場合に開示を行えば足りるものとされた。

この 2026 年英国コードの態度は、2020 年英国コードにおいて示されたスタンスを一定程度引き継ぎつつも、そこから離脱した面があることを示している。すなわちコードの「適用（apply）」を前提としつつ[45]、原則事項に位置づけられる内容は、１年間に投資家が実施した「活動成果」報告を書かなければならず、これは 2020 年英国コードでその実効性確保の観点から求められるようになった事項を引き継いでいる。ただし、個別の原則において報告が求められる具体的内容を見ると、成果志向の色彩は弱められ、2012 年英国コード当時のポリシーの説明に戻っているように見える部分もあり[46]、2020 年英国コードのスタンスが変ぜられたように見える。

他方、開示事項に関しては、ポリシー事項が中心となり、それは 2010 年英国コード以来の開示事項であって、ここは負担軽減の観点から毎年の報告を求めないこととされたわけである。

② スチュワードシップ概念の変更

英国では、2010 年にスチュワードシップ・コードが制定されて以降、機関投資家に期待される公益的役割が強化される方向にあったといってよい。すなわち 2012 年英国コードにおけるスチュワードシップ概念の明確化により、経済全体の利益に資することが言及されたほか、2020 年英国コードにおいては、ESG の観点がその定義にもたらされた。しかし、2026 年英国コードは、この流れからも一線を画している[47]。

【2026 年英国コード】 （序文） スチュワードシップとは、顧客及び受益者の長期的、持続的な利益を創造するための資本の責任ある割当て、管理、そして監視のことである。

45 Financial Reporting Council, supra note 1, at 10.

46 たとえば、アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向けコードの原則１は、「署名者は、顧客と受益者に長期的に持続可能な価値を提供するために、スチュワードシップと投資を統合します」との原則を掲げたうえで、報告すべき事項（How to report）においては、次の点の報告を求めている。

- 自らのスチュワードシップ活動で重要なテーマや課題、そしてそれらを優先順位付けした方法を説明する
- 上記の点が、投資スタイル、資産クラス、地域によって異なるのか、異なる場合にはどのように異なるのかを説明する
- スチュワードシップ活動と投資プロセスを統合している例を示す

47 Financial Reporting Council, supra note 1, at 5.

2026年英国コードにおけるスチュワードシップの定義は、2020年英国コードにおける公益的な側面を完全に脱落させており、もっぱら顧客及び受益者の利益創造のことにのみ触れている。2026年英国コードには、この定義にかかる説明が付されており、ここには公益的な利益のことへの言及があるのだが、そこでの説明も非常に慎重な言い回しがされている。すなわち、

・効果的なスチュワードシップは、投資家において顧客や受益者の目標を満たすリターンを提供するための十分に情報に基づいた投資判断を行えるようサポートするものであり、将来的にも同様のことを行う能力を損なわないようにするものである。その過程で、投資家は長期的なリスクや機会を考慮し、受益者の利益が依存する経済、環境、そして社会の要素を考慮に入れることになる

というわけである（傍点筆者）[48]。このような補足説明を見る限りは、機関投資家に期待されるスチュワードシップ活動において公益的役割が放棄されているわけではないとわかる。だが、スチュワードシップの定義から公益的文言が脱落したことにより、その意味が後景に一歩退いたこと、そして補足説明も受益者の利益との関係性で説明がされるようになったことから、従前との違いは明らかである[49]。

このようなスチュワードシップ概念の変更は、2026年英国コードの改訂において、機関投資家への負担を軽減することと密接に関連していると推測される。なぜなら、顧客や受益者というのは、機関投資家において一義的に受託者としての責任を負う対象なのであって、本来の責任を負うべき対象のことを念頭において、スチュワードシップ活動をすれば足りることを意味するからである[50]。

(3)　若干の評価

2026年英国コードについては、2020年英国コードとの対比、あるいはそれ以前のコードとの対比において、いくつかの特徴を指摘することができる。

第1に、2020年英国コードが有していた成果志向に対して、一定の歯止めをかけていることである。これは直接には、この成果志向によって大幅に増えた機関投資家の報告負担を軽減する必要から出ているものではある。ただ、より重要なのは、2020年英国コードの方向性によっても株主のエンゲージメントについての改善——それは2020年英国コードがま

---

48 Financial Reporting Council, supra note 1, at 5.

49 ここには、一部の機関投資家において、ESGに対する反発の流れが存在することも指摘される（B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 7-8）。

50 B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 7-8.

さに目指していた効果である――が見られないことが前提となっている点である[51]。

第２に、2010 年英国コード以来、英国のスチュワードシップ・コードが有していた機関投資家の公益的役割への期待も一定の方向転換が見られることである。英国のスチュワードシップ・コードが、FRC の管轄下でのコードとして成立したのが 2007 年から 2008 年の金融危機を契機としていること、そしてこと 2020 年英国コードについて言えば、英国における規制強化期に改訂がなされたことが、そのスチュワードシップ・コードの公的な色彩を強めたという面がある。これに対して 2026 年英国コードが、これに対する反動の形で規制緩和の流れ、とりわけ機関投資家や株式市場に生ずべき負担を軽減する方向性を志向していることが方向転換の契機となっている。

以上のような 2026 年英国コードに見られる特徴は、その前の 2020 年英国コードの改訂と併せ見た時に、英国のスチュワードシップ・コードのありようをよく表しているように思われる。それは１つには、機関投資家のエンゲージメントを効果的に引き出すことの困難さが改めて認識されたということであり、そしていま１つには、その時々の政府の姿勢によってコードの立ち位置が非常に揺れ動きやすくなっているということである。このようなスチュワードシップ・コードのありようゆえに、2019 年のキングマン報告書に見られるような廃止という可能性も含め、英国においてスチュワードシップ・コードへの冷淡な視点も生じるのだろう。

４　おわりに

英国におけるスチュワードシップ・コードの展開は、当たり前のことではあるが、英国の固有の事情に色濃く影響を受けている。また、その固有の事情というのも、世界金融危機への対応といった非常に大きな政策課題に由来するものもあれば（2010 年英国コード）、機関投資家の負担軽減といった極めて現実的な課題に由来するものもあり（2026 年英国コード）、スチュワードシップ・コードがソフトローであるがゆえに、ある意味で「融通無碍」に手を入れられている感がないではない。2020 年英国コードに向けての議論の際に、実質的な効果がなければ廃止も視野に入れるような提言がなされ、また 2026 年英国コードに向けての議論においても役割を終えたかのような評価がなされるのも[52]、スチュワードシップ・コードの限界を示しているようにも見える。

他方で、スチュワードシップ・コードが有している柔軟さのようなものは、その時々の政策上の理念を周知するのに便利な道具であることも事実である。スチュワードシップ・コードという形態による機関投資家への働きかけが、英国の外に出て少なからぬ国で行われて

---

[51] B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 29-30.

[52] B. R. Cheffins & B.V. Reddy, supra note 38, at 2.

いる——しかもその内実は国によって多様である——という事実は[53]、一定の前提や限定を置き、個別の国の事情に応じてこれを利用すれば、相応の価値があるということでもある。

わが国における視点として重要なのは、スチュワードシップ・コードという名の下に行われている他国の実務について——きわめて当然のことではあるが——これを相対化した上で把握することである。たとえば 2026 年英国コードは、コードの内容の簡素化を図っているわけであるが、これは 2020 年コードによる機関投資家の報告義務の負担を軽減するという実際上の目的、そして株式市場の規制緩和と平仄を合わせるという理念的な目的に由来している。そして 2026 年英国コードは、前者が、開示事項と原則事項の分離という形を取り、後者が、機関投資家の公益的役割の後退という形を取っている。わが国でも 2025 年にスチュワードシップ・コードの改訂が試みられ、その際にはコードの簡素化が目指されたわけであるが、英国のような背景を持たないわが国においては、これも当然のことながら、英国のような簡素化の道は取っていない（それは正当なスタンスである）。そのような意味において、英国のスチュワードシップ・コードとその文脈において理解することの重要性を 2026 年英国コードの改訂はよく教えてくれているように思われる。

以　上

[53] 後藤・前掲注(16)18 頁以下。

Financial Reporting Council

The UK Stewardship Code

July 2010

PREFACE

The Stewardship Code aims to enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities. Engagement includes pursuing purposeful dialogue on strategy, performance and the management of risk, as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings.

The Code sets out good practice on engagement with investee companies to which the FRC believes institutional investors should aspire. It provides an opportunity to build a critical mass of UK and overseas investors committed to the high quality dialogue with companies needed to underpin good governance. By creating a sound basis of engagement it should create a much needed stronger link between governance and the investment process, and lend greater substance to the concept of ''comply or explain'' as applied by listed companies. The FRC therefore sees it as complementary to the UK Corporate Governance Code for listed companies, as revised in June 2010.

Institutional shareholders are free to choose whether or not to engage but their choice should be a considered one based on their investment approach. Their managers or agents are then responsible for ensuring that they comply with the terms of the mandate as agreed.

Disclosures made by institutions under the Code should assist companies to understand the approach and expectations of their major shareholders. They should also assist those issuing mandates to institutional fund managers to make a better informed choice, thereby improving the functioning of the market and facilitating the exercise of responsibility to end-investors.

As with the UK Corporate Governance Code, the Code should be applied on a ''comply or explain'' basis. In reporting terms this entails providing a statement on the institution's website that contains:

- a description of how the principles of the Code have been applied, and
- disclosure of the specific information listed under Principles 1, 5, 6 and 7; or
- an explanation if these elements of the Code have not been complied with.

It should be noted that compliance with the Code does not constitute an invitation to manage the affairs of investee companies or preclude a decision to sell a holding, where this is considered in the best interest of end-investors.

The Code is addressed in the first instance to firms who manage assets on behalf of institutional shareholders such as pension funds, insurance companies, investment trusts and other collective investment vehicles. The FRC expects those firms to disclose on their websites how they have applied the Code. Institutions that manage several types of fund need to make only one statement.

However the responsibility for monitoring company performance does not rest with fund managers alone. Pension fund trustees and other owners can do so either directly or indirectly through the mandates given to fund managers. Their actions can have a significant impact on the quality and quantity of engagement with UK companies. The FRC therefore strongly encourages all institutional investors to report if and how they have complied with the Code.

Principle 1 of the Code states that institutional investors that make use of proxy voting and other advisory services should disclose how they are used. The FRC encourages those service providers in turn to disclose how they carry out the wishes of their clients by applying the principles of the Code that are relevant to their activities.

The FRC recognises that not all parts of the Code will be relevant to all institutional investors, while smaller institutions may judge that some of its principles and guidance are disproportionate in their case. In these circumstances, they should take advantage of the ‘‘comply or explain’’ approach and set out why this is the case.

Specifically, the ‘‘explain’’ option means that overseas investors who follow other national or international standards that have similar objectives should not feel application of the Code duplicates or confuses their responsibilities. Disclosures made in respect of those standards can also be used to demonstrate the extent to which they have complied with the Code. In a similar spirit, UK institutions that apply the Code should use their best efforts to apply its principles to overseas holdings.

The FRC will retain on its website a list of those investors that have published a statement on their compliance or otherwise with the Code, and requests that they notify the FRC when they have done so. The FRC also considers that it would be good practice for each institution to name in its statement an individual who can be contacted for further information and by those interested in collective engagement.

The FRC will carry out regular monitoring of the take-up and application of the Code.

The FRC expects the content of the Code to evolve over time to reflect developments in good engagement practice, in the structure and operation of the market, and the broader regulatory framework, and it will need to give further consideration to issues raised in response to the consultation on this Code in the same light. A decision on the timing of the first review of the content of the Code will be taken in the second half of 2011.

Financial Reporting Council
July 2010

THE PRINCIPLES OF THE CODE

Institutional investors should:

- publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
- have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.
- monitor their investee companies.
- establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.
- be willing to act collectively with other investors where appropriate.
- have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
- report periodically on their stewardship and voting activities.

THE UK STEWARDSHIP CODE

Principle 1

Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.

Guidance

The disclosure should include:

- how investee companies will be monitored. In order for monitoring to be effective an active dialogue may, where necessary, need to be entered into with the investee company's board;
- the strategy on intervention;
- internal arrangements, including how stewardship is integrated with the wider investment process;
- the policy on voting and the use made of, if any, proxy voting or other voting advisory service, including information on how they are used; and
- the policy on considering explanations made in relation to the UK Corporate Governance Code.

Principle 2

Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.

Guidance

An institutional investor's duty is to act in the interests of all clients and/or beneficiaries when considering matters such as engagement and voting.

Conflicts of interest will inevitably arise from time to time, which may include when voting on matters affecting a parent company or client.

Institutional investors should put in place and maintain a policy for managing conflicts of interest.

Principle 3

Institutional investors should monitor their investee companies.

Guidance

Investee companies should be monitored to determine when it is necessary to enter into an active dialogue with their boards. This monitoring should be regular, and the process clearly communicable and checked periodically for its effectiveness.

As part of this monitoring, institutional investors should:

- seek to satisfy themselves, to the extent possible, that the investee company's board and committee structures are effective, and that independent directors provide adequate oversight, including by meeting the chairman and, where appropriate, other board members;
- maintain a clear audit trail, for example, records of private meetings held with companies, of votes cast, and of reasons for voting against the investee company's management, for abstaining, or for voting with management in a contentious situation; and
- attend the General Meetings of companies in which they have a major holding, where appropriate and practicable.

Institutional investors should consider carefully explanations given for departure from the UK Corporate Governance Code and make reasoned judgements in each case. They should give a timely explanation to the company, in writing where appropriate, and be prepared to enter a dialogue if they do not accept the company's position.

Institutional investors should endeavour to identify problems at an early stage to minimise any loss of shareholder value. If they have concerns they should seek to ensure that the appropriate members of the investee company's board are made aware of them.

Institutional investors may not wish to be made insiders. They will expect investee companies and their advisers to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their agreement.

Principle 4

Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.

Guidance

Institutional investors should set out the circumstances when they will actively intervene and regularly assess the outcomes of doing so. Intervention should be considered regardless of whether an active or passive investment policy is followed. In addition, being underweight is not, of itself, a reason for not intervening. Instances when institutional investors may want to intervene include when they have concerns about the company's strategy and performance, its governance or its approach to the risks arising from social and environmental matters.

Initial discussions should take place on a confidential basis. However, if boards do not respond constructively when institutional investors intervene, then institutional investors will consider whether to escalate their action, for example, by:

- holding additional meetings with management specifically to discuss concerns;
- expressing concerns through the company's advisers;
- meeting with the chairman, senior independent director, or with all independent directors;
- intervening jointly with other institutions on particular issues;
- making a public statement in advance of the AGM or an EGM;
- submitting resolutions at shareholders' meetings; and
- requisitioning an EGM, in some cases proposing to change board membership.

Principle 5

Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate.

Guidance

At times collaboration with other investors may be the most effective manner in which to engage.

Collaborative engagement may be most appropriate at times of significant corporate or wider economic stress, or when the risks posed threaten the ability of the company to continue.

Institutional investors should disclose their policy on collective engagement.

When participating in collective engagement, institutional investors should have due regard to their policies on conflicts of interest and insider information.

Principle 6

Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.

Guidance

Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board.

If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why.

Institutional investors should disclose publicly voting records and if they do not explain why.

Principle 7

Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities.

Guidance

Those that act as agents should regularly report to their clients details of how they have discharged their responsibilities. Such reports will be likely to comprise qualitative as well as quantitative information. The particular information reported, including the format in which details of how votes have been cast are presented, should be a matter for agreement between agents and their principals.

Transparency is an important feature of effective stewardship. Institutional investors should not, however, be expected to make disclosures that might be counterproductive. Confidentiality in specific situations may well be crucial to achieving a positive outcome.

Those that act as principals, or represent the interests of the end-investor, should report at least annually to those to whom they are accountable on their policy and its execution.

Those that sign up to this Code should consider obtaining an independent audit opinion on their engagement and voting processes having regard to the standards in AAF 01/06[1] and SAS 70[2]. The existence of such assurance certification should be publicly disclosed.

[1] Assurance reports on internal controls of service organisations made available to third parties.
[2] Statement on Auditing Standards No.70: Reports on the processing of transactions by service organizations.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL
5TH FLOOR
ALDWYCH HOUSE
71-91 ALDWYCH
LONDON WC2B 4HN
TEL: +44 (0)20 7492 2300
FAX: +44 (0)20 7492 2301
WEBSITE: www.frc.org.uk

ISBN 978-1-84798-335-0

9 781847 983350

UP/FRC-BI10008

© The Financial Reporting Council Limited 2010

The Financial Reporting Council Limited is a company limited by guarantee. Registered in England number 2486368.
Registered Office: 5th Floor, Aldwych House, 71-91 Aldwych, London WC2B 4HN.

Financial Reporting Council

September 2012

The UK Stewardship Code

The FRC does not accept any liability to any party for any loss, damage or costs howsoever arising, whether directly or indirectly, whether in contract, tort or otherwise from any action or decision taken (or not taken) as a result of any person relying on or otherwise using this document or arising from any omission from it.

Contents

	Page
Stewardship and the Code	**1**
Application of the Code	**2-3**
Comply or Explain	**4**
The Principles of the Code	**5**
The UK Stewardship Code **Principles 1-7**	**6-10**

Stewardship and the Code

1. Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.

2. In publicly listed companies responsibility for stewardship is shared. The primary responsibility rests with the board of the company, which oversees the actions of its management. Investors in the company also play an important role in holding the board to account for the fulfilment of its responsibilities.

3. The UK Corporate Governance Code identifies the principles that underlie an effective board. The UK Stewardship Code sets out the principles of effective stewardship by investors. In so doing, the Code assists institutional investors better to exercise their stewardship responsibilities, which in turn gives force to the "comply or explain" system.

4. For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings.

5. Institutional investors' activities include decision-making on matters such as allocating assets, awarding investment mandates, designing investment strategies, and buying or selling specific securities. The division of duties within and between institutions may span a spectrum, such that some may be considered asset owners and others asset managers.

6. Broadly speaking, asset owners include pension funds, insurance companies, investment trusts and other collective investment vehicles. As the providers of capital, they set the tone for stewardship and may influence behavioural changes that lead to better stewardship by asset managers and companies. Asset managers, with day-to-day responsibility for managing investments, are well positioned to influence companies' long-term performance through stewardship.

7. Compliance with the Code does not constitute an invitation to manage the affairs of a company or preclude a decision to sell a holding, where this is considered in the best interest of clients or beneficiaries.

Application of the Code

1. The UK Stewardship Code traces its origins to 'The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles,' first published in 2002 by the Institutional Shareholders Committee (ISC), and which the ISC converted to a code in 2009. Following the 2009 Walker Review of governance in financial institutions, the FRC was invited to take responsibility for the Code. In 2010, the FRC published the first version of the UK Stewardship Code, which closely mirrored the ISC code. This edition of the Code does not change the spirit of the 2010 Code.

2. The Code is directed in the first instance to institutional investors, by which is meant asset owners and asset managers with equity holdings in UK listed companies. Institutional investors may choose to outsource to external service providers some of the activities associated with stewardship. However, they cannot delegate their responsibility for stewardship. They remain responsible for ensuring those activities are carried out in a manner consistent with their own approach to stewardship. Accordingly, the Code also applies, by extension, to service providers, such as proxy advisors and investment consultants.

3. The FRC expects signatories of the Code to publish on their website, or if they do not have a website in another accessible form, a statement that:

    - describes how the signatory has applied each of the seven principles of the Code and discloses the specific information requested in the guidance to the principles; or
    - if one or more of the principles have not been applied or the specific information requested in the guidance has not been disclosed, explains why the signatory has not complied with those elements of the Code.

4. Disclosures under the Code should improve the functioning of the market for investment mandates. Asset owners should be better equipped to evaluate asset managers, and asset managers should be better informed, enabling them to tailor their services to meet asset owners' requirements.

5. In particular the disclosures should, with respect to conflicts of interest, address the priority given to client interests in decision-making; with respect to collective engagement, describe the circumstances under which the signatory would join forces with other institutional investors to ensure that boards acknowledge and respond to their concerns on critical issues and at critical times; and, with respect to proxy voting agencies, how the signatory uses their advice.

6. The statement of how the Code has been applied should be aligned with the signatory's role in the investment chain.

7. Asset owners' commitment to the Code may include engaging directly with companies or indirectly through the mandates given to asset managers. They should clearly communicate their policies on stewardship to their managers. Since asset owners are the primary audience of asset managers' public statements as well as client reports on stewardship, asset owners should seek

to hold their managers to account for their stewardship activities. In so doing, they better fulfil their duty to their beneficiaries to exercise stewardship over their assets.

8. An asset manager should disclose how it delivers stewardship responsibilities on behalf of its clients. Following the publication in 2011 of the Stewardship Supplement to Technical Release AAF 01/06, asset managers are encouraged to have the policies described in their stewardship statements independently verified. Where appropriate, asset owners should also consider having their policy statements independently verified.

9. Overseas investors who follow other national or international codes that have similar objectives should not feel the application of the Code duplicates or confuses their responsibilities. Disclosures made in respect of those standards can also be used to demonstrate the extent to which they have complied with the Code. In a similar spirit, UK institutions that apply the Code should use their best efforts to apply its principles to overseas equity holdings.

10. Institutional investors with several types of funds or products need to make only one statement, but are encouraged to explain which of their funds or products are covered by the approach described in their statements. Where institutions apply a stewardship approach to other asset classes, they are encouraged to disclose this.

11. The FRC encourages service providers to disclose how they carry out the wishes of their clients with respect to each principle of the Code that is relevant to their activities.

12. Signatories are encouraged to review their policy statements annually, and update them where necessary to reflect changes in actual practice.

13. This statement should be easy to find on the signatory's website, or if they do not have a website in another accessible form, and should indicate when the statement was last reviewed. It should include contact details of an individual who can be contacted for further information and by those interested in collective engagement. The FRC hosts on its website the statements of signatories without their own website.

14. The FRC retains on its website a list of asset owners, asset managers and service providers that have published a statement on their compliance or otherwise with the Code, and requests that signatories notify the FRC when they have done so, and when the statement is updated.

15. The FRC regularly monitors the take-up and application of the Code. It expects the content of the Code to evolve over time to reflect developments in good stewardship practice, the structure and operation of the market, and the broader regulatory framework. Unless circumstances change, the FRC does not envisage proposing further changes to the Code until 2014 at the earliest.

Financial Reporting Council
September 2012

Comply or Explain

1. As with the UK Corporate Governance Code, the UK Stewardship Code should be applied on a "comply or explain" basis.

2. The Code is not a rigid set of rules. It consists of principles and guidance. The principles are the core of the Code and the way in which they are applied should be the central question for the institutional investor as it determines how to operate according to the Code. The guidance recommends how the principle might be applied.

3. Those signatories that choose not to comply with one of the principles, or not to follow the guidance, should deliver meaningful explanations that enable the reader to understand their approach to stewardship. In providing an explanation, the signatory should aim to illustrate how its actual practices contribute to good stewardship and promote the delivery of the institution's or its clients' investment objectives. They should provide a clear rationale for their approach.

4. The Financial Services Authority requires any firm authorised to manage funds, which is not a venture capital firm, and which manages investments for professional clients that are not natural persons, to disclose "the nature of its commitment" to the Code or "where it does not commit to the Code, its alternative investment strategy" (under Conduct of Business Rule 2.2.3[1]).

5. The FRC recognises that not all parts of the Code are relevant to all signatories. For example, smaller institutions may judge that some of its principles and guidance are disproportionate in their case. In these circumstances, they should take advantage of the ''comply or explain'' approach and set out why this is the case.

6. In their responses to explanations, clients and beneficiaries should pay due regard to the signatory's individual circumstances and bear in mind in particular the size and complexity of the signatory, the nature of the risks and challenges it faces, and the investment objectives of the signatory or its clients.

7. Whilst clients and beneficiaries have every right to challenge a signatory's explanations if they are unconvincing, they should not evaluate explanations in a mechanistic way. Departures from the Code should not be automatically treated as breaches. A signatory's clients and beneficiaries should be careful to respond to the statements from the signatory in a manner that supports the "comply or explain" process and bears in mind the purpose of good stewardship. They should put their views to the signatory and both parties should be prepared to discuss the position.

[1] http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS/2/2

The Principles of the Code

So as to protect and enhance the value that accrues to the ultimate beneficiary, institutional investors should:

1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.
2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.
3. monitor their investee companies.
4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.
5. be willing to act collectively with other investors where appropriate.
6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.
7. report periodically on their stewardship and voting activities.

The UK Stewardship Code

Principle 1

Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.

Guidance

Stewardship activities include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on those matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings.

The policy should disclose how the institutional investor applies stewardship with the aim of enhancing and protecting the value for the ultimate beneficiary or client.

The statement should reflect the institutional investor's activities within the investment chain, as well as the responsibilities that arise from those activities. In particular, the stewardship responsibilities of those whose primary activities are related to asset ownership may be different from those whose primary activities are related to asset management or other investment-related services.

Where activities are outsourced, the statement should explain how this is compatible with the proper exercise of the institutional investor's stewardship responsibilities and what steps the investor has taken to ensure that they are carried out in a manner consistent with the approach to stewardship set out in the statement.

The disclosure should describe arrangements for integrating stewardship within the wider investment process.

Principle 2

Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship which should be publicly disclosed.

Guidance

An institutional investor's duty is to act in the interests of its clients and/or beneficiaries.

Conflicts of interest will inevitably arise from time to time, which may include when voting on matters affecting a parent company or client.

Institutional investors should put in place, maintain and publicly disclose a policy for identifying and managing conflicts of interest with the aim of taking all reasonable steps to put the interests of their client or beneficiary first. The policy should also address how matters are handled when the interests of clients or beneficiaries diverge from each other.

Principle 3

Institutional investors should monitor their investee companies.

Guidance

Effective monitoring is an essential component of stewardship. It should take place regularly and be checked periodically for effectiveness.

When monitoring companies, institutional investors should seek to:

- keep abreast of the company's performance;
- keep abreast of developments, both internal and external to the company, that drive the company's value and risks;
- satisfy themselves that the company's leadership is effective;
- satisfy themselves that the company's board and committees adhere to the spirit of the UK Corporate Governance Code, including through meetings with the chairman and other board members;
- consider the quality of the company's reporting; and
- attend the General Meetings of companies in which they have a major holding, where appropriate and practicable.

Institutional investors should consider carefully explanations given for departure from the UK Corporate Governance Code and make reasoned judgements in each case. They should give a timely explanation to the company, in writing where appropriate, and be prepared to enter a dialogue if they do not accept the company's position.

Institutional investors should endeavour to identify at an early stage issues that may result in a significant loss in investment value. If they have concerns, they should seek to ensure that the appropriate members of the investee company's board or management are made aware.

Institutional investors may or may not wish to be made insiders. An institutional investor who may be willing to become an insider should indicate in its stewardship statement the willingness to do so, and the mechanism by which this could be done.

Institutional investors will expect investee companies and their advisers to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their prior agreement.

Principle 4

Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their stewardship activities.

Guidance

Institutional investors should set out the circumstances in which they will actively intervene and regularly assess the outcomes of doing so. Intervention should be considered regardless of whether an active or passive investment policy is followed. In addition, being underweight is not, of itself, a reason for not intervening. Instances when institutional investors may want to intervene include, but are not limited to, when they have concerns about the company's strategy, performance, governance, remuneration or approach to risks, including those that may arise from social and environmental matters.

Initial discussions should take place on a confidential basis. However, if companies do not respond constructively when institutional investors intervene, then institutional investors should consider whether to escalate their action, for example, by:

- holding additional meetings with management specifically to discuss concerns;
- expressing concerns through the company's advisers;
- meeting with the chairman or other board members;
- intervening jointly with other institutions on particular issues;
- making a public statement in advance of General Meetings;
- submitting resolutions and speaking at General Meetings; and
- requisitioning a General Meeting, in some cases proposing to change board membership.

Principle 5

Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate.

Guidance

At times collaboration with other investors may be the most effective manner in which to engage.

Collective engagement may be most appropriate at times of significant corporate or wider economic stress, or when the risks posed threaten to destroy significant value.

Institutional investors should disclose their policy on collective engagement, which should indicate their readiness to work with other investors through formal and informal groups when this is necessary to achieve their objectives and ensure companies are aware of concerns. The disclosure should also indicate the kinds of circumstances in which the institutional investor would consider participating in collective engagement.

Principle 6

Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.

Guidance

Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board.

If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why.

Institutional investors should disclose publicly voting records.

Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services.

Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock.

Principle 7

Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities.

Guidance

Institutional investors should maintain a clear record of their stewardship activities.

Asset managers should regularly account to their clients or beneficiaries as to how they have discharged their responsibilities. Such reports will be likely to comprise qualitative as well as quantitative information. The particular information reported and the format used, should be a matter for agreement between agents and their principals.

Asset owners should report at least annually to those to whom they are accountable on their stewardship policy and its execution.

Transparency is an important feature of effective stewardship. Institutional investors should not, however, be expected to make disclosures that might be counterproductive. Confidentiality in specific situations may well be crucial to achieving a positive outcome.

Asset managers that sign up to this Code should obtain an independent opinion on their engagement and voting processes having regard to an international standard or a UK framework such as AAF 01/06[2]. The existence of such assurance reporting should be publicly disclosed. If requested, clients should be provided access to such assurance reports.

[2] Assurance reports on internal controls of service organisations made available to third parties: http://www.icaew.com/en/technical/audit-and-assurance/assurance/technical-release-aaf-01-06

The FRC is responsible for promoting high quality corporate governance and reporting to foster investment. We set the UK Corporate Governance and Stewardship Codes as well as UK standards for accounting, auditing and actuarial work. We represent UK interests in international standard-setting. We also monitor and take action to promote the quality of corporate reporting and auditing. We operate independent disciplinary arrangements for accountants and actuaries; and oversee the regulatory activities of the accountancy and actuarial professional bodies.

Financial Reporting Council
5th Floor, Aldwych House
71-91 Aldwych
London WC2B 4HN

+44 (**0)20 7492 2300**

www.frc.org.uk

UP/FRC-BI12002

© The Financial Reporting Council Limited 2012
The Financial Reporting Council Limited is a company limited by guarantee. Registered in England number 2486368.
Registered Office: 5th Floor, Aldwych House, 71-91 Aldwych, London WC2B 4HN.

Financial Reporting Council

THE UK STEWARDSHIP CODE 2020

PRINCIPLES AT A GLANCE

PRINCIPLES FOR ASSET OWNERS AND ASSET MANAGERS
Purpose and governance
1. Purpose, strategy and culture
2. Governance, resources and incentives
3. Conflicts of interest
4. Promoting well-functioning markets
5. Review and assurance
Investment approach
6. Client and beneficiary needs
7. Stewardship, investment and ESG integration
8. Monitoring managers and service providers
Engagement
9. Engagement
10. Collaboration
11. Escalation
Exercising rights and responsibilities
12. Exercising rights and responsibilities

PRINCIPLES FOR SERVICE PROVIDERS
1. Purpose, strategy and culture
2. Governance, resources and incentives
3. Conflicts of interest
4. Promoting well-functioning markets
5. Supporting client's stewardship
6. Review and assurance

CONTENTS

INTRODUCTION	**4**
HOW TO REPORT	**5**
PRINCIPLES FOR ASSET OWNERS AND ASSET MANAGERS	**7**
Purpose and Governance	8
Investment Approach	13
Engagement	17
Exercising Rights and Responsibilities	21
PRINCIPLES FOR SERVICE PROVIDERS	**23**
ANNEX	**30**
UK Regulatory Requirements	30

The FRC's mission is to promote transparency and integrity in business. The FRC sets the UK Corporate Governance and Stewardship Codes and UK standards for accounting and actuarial work; monitors and takes action to promote the quality of corporate reporting; and operates independent enforcement arrangements for accountants and actuaries. As the Competent Authority for audit in the UK the FRC sets auditing and ethical standards and monitors and enforces audit quality.

The FRC does not accept any liability to any party for any loss, damage or costs howsoever arising, whether directly or indirectly, whether in contract, tort or otherwise from any action or decision taken (or not taken) as a result of any person relying on or otherwise using this document or arising from any omission from it.

© The Financial Reporting Council Limited 2020
The Financial Reporting Council Limited is a company limited by guarantee.

Registered in England number 2486368.

Registered Office: 8th Floor, 125 London Wall, London EC2Y 5AS

INTRODUCTION

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 (the Code) sets high stewardship standards for asset owners and asset managers, and for service providers that support them.

The Code comprises a set of 'apply and explain' Principles for asset managers and asset owners, and a separate set of Principles for service providers. The Code does not prescribe a single approach to effective stewardship. Instead, it allows organisations to meet the expectations in a manner that is aligned with their own business model and strategy.

The investment market has changed significantly since the publication of the first UK Stewardship Code. There has been significant growth in investment in assets other than listed equity, such as fixed income bonds, real estate and infrastructure. These investments have different terms, investment periods, rights and responsibilities and signatories will need to consider how to exercise stewardship effectively in these circumstances.

Environmental, particularly climate change, and social factors, in addition to governance, have become material issues for investors to consider when making investment decisions and undertaking stewardship. The Code also recognises that asset owners and asset managers play an important role as guardians of market integrity and in working to minimise systemic risks as well as being stewards of the investments in their portfolios.

HOW TO REPORT

All Principles are supported by reporting expectations. These indicate the information that organisations should include in their Stewardship Report and will form the basis of assessment of reporting quality.

When applying the Principles, signatories should consider the following, among other issues:

- the effective application of the UK Corporate Governance Code and other governance codes;
- directors' duties, particularly those matters to which they should have regard under section 172 of the Companies Act 2006;
- capital structure, risk, strategy and performance;
- diversity, remuneration and workforce interests;
- audit quality;
- environmental and social issues, including climate change; and
- compliance with covenants and contracts.

Each Principle has reporting expectations under the headings Activity and Outcome. Some Principles also include reporting expectations under the heading Context, which require disclosure of background information or policies that are necessary in order to understand and assess the approach taken to stewardship.

Some reporting expectations will be more relevant for asset managers or those investing directly, while others will be more relevant to asset owners or those using intermediaries. Organisations must determine which reporting expectations are relevant and appropriate to their business or role in the investment community.

In Principle 6, for example, "signatories should disclose an approximate breakdown of: the size and profile of their membership, including number of members in the scheme and the average age of members; OR their client base, for example, institutional versus retail, and geographic distribution".

The Code contains more detailed reporting expectations for listed equity assets. This reflects the relative maturity of stewardship for listed equity assets. However, signatories should use the resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, however capital is invested.

Reports should be engaging, succinct and in plain English. They should be as specific and as transparent as possible without compromising effective stewardship.

The Report should be a single document structured to give a clear picture of how the organisation has applied the Code. Relevant data, diagrams, tables, examples and case studies should be used appropriately. It should focus on activities and outcomes and provide enough information to enable the reader to have a good understanding of the application of the Code without having to refer to information elsewhere. However, the Report may link to more detailed policies and disclosures, including against other reporting requirements. Any additional information should be clear and accessible.

Reports should be fair, balanced and understandable. For example, reporting should acknowledge setbacks experienced and lessons learned, as well as successes. Activities to achieve desired outcomes may take more than a year and may not be completed within an organisation's reporting period. Where this is the case, this should be indicated and progress reported.

The Code recognises that signatories differ by size, type, business model and investment approach, and do not exercise stewardship in an identical way. The reporting expectations do not require disclosure of stewardship activities on a fund-by-fund basis or for each investment strategy. However, the information provided should give a clear indication of how stewardship activities differ across funds, asset classes and geographies proportionately to their operations.

Reports must be reviewed and approved by the applicant's governing body, and signed by the chair, chief executive or chief investment officer.

Once the applicant has been accepted as a Code signatory and the Report is approved by the FRC, the Report will be a public document and must be made available on the signatory's website or, if they do not have a website, in another accessible form.

Further information on how to submit the Report and the assessment process can be found on the FRC website.

PRINCIPLES FOR ASSET OWNERS AND ASSET MANAGERS

Asset owners and asset managers cannot delegate their responsibility and are accountable for effective stewardship. Stewardship activities include investment decision-making, monitoring assets and service providers, engaging with issuers and holding them to account on material issues, collaborating with others, and exercising rights and responsibilities.

Capital is invested in a range of asset classes over which investors have different terms and investment periods, rights and levels of influence. Signatories should use the resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, no matter how capital is invested.

PURPOSE AND GOVERNANCE

Principle 1

Signatories' purpose, investment beliefs, strategy, and culture enable stewardship that creates long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should explain:

- the purpose of the organisation and an outline of its culture, values, business model and strategy; and
- their investment beliefs, i.e. what factors they consider important for desired investment outcomes and why.

Activity

Signatories should explain what actions they have taken to ensure their investment beliefs, strategy and culture enable effective stewardship.

Outcome

Signatories should disclose:

- how their purpose and investment beliefs have guided their stewardship, investment strategy and decision-making; and
- an assessment of how effective they have been in serving the best interests of clients and beneficiaries.

PURPOSE AND GOVERNANCE

Principle 2

Signatories' governance, resources and incentives support stewardship.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain how:

- their governance structures and processes have enabled oversight and accountability for effective stewardship within their organisation and the rationale for their chosen approach;
- they have appropriately resourced stewardship activities, including:
  - their chosen organisational and workforce structures;
  - their seniority, experience, qualifications, training and diversity;
  - their investment in systems, processes, research and analysis;
  - the extent to which service providers were used and the services they provided; and
- performance management or reward programmes have incentivised the workforce to integrate stewardship and investment decision-making.

Outcome

Signatories should disclose:

- how effective their chosen governance structures and processes have been in supporting stewardship; and
- how they may be improved.

PURPOSE AND GOVERNANCE

Principle 3

Signatories manage conflicts of interest to put the best interests of clients and beneficiaries first.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should disclose their conflicts policy and how this has been applied to stewardship.

Activity

Signatories should explain how they have identified and managed any instances of actual or potential conflicts related to stewardship.

Outcome

Signatories should disclose examples of how they have addressed actual or potential conflicts.

Conflicts may arise as a result of:

- ownership structure;
- business relationships between asset owners and asset managers, and/or the assets they manage;
- differences between the stewardship policies of managers and their clients;
- cross-directorships;
- bond and equity managers' objectives; and
- client or beneficiary interests diverging from each other.

PURPOSE AND GOVERNANCE

Principle 4

Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote a well-functioning financial system.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- how they have identified and responded to market-wide and systemic risk(s), as appropriate;
- how they have worked with other stakeholders to promote continued improvement of the functioning of financial markets;
- the role they played in any relevant industry initiatives in which they have participated, the extent of their contribution and an assessment of their effectiveness, with examples; and
- how they have aligned their investments accordingly.

Outcome

Signatories should disclose an assessment of their effectiveness in identifying and responding to market-wide and systemic risks and promoting well-functioning financial markets.

Market-wide risks are those that lead to financial loss or affect overall performance of the entire market and include but are not limited to:

- changes in interest rates;
- geopolitical issues; and
- currency rates.

Systemic risks are those that may lead to the collapse of an industry, financial market or economy and include but are not limited to:

- climate change; and
- the failure of a business or group of businesses.

Stakeholders may include investors, issuers, service providers, policymakers, audit firms, not-for-profits, regulators, associations and academics.

PURPOSE AND GOVERNANCE

Principle 5

Signatories review their policies, assure their processes and assess the effectiveness of their activities.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- how they have reviewed their policies to ensure they enable effective stewardship;
- what internal or external assurance they have received in relation to stewardship (undertaken directly or on their behalf) and the rationale for their chosen approach; and
- how they have ensured their stewardship reporting is fair, balanced and understandable.

Outcome

Signatories should explain how their review and assurance has led to the continuous improvement of stewardship policies and processes.

Internal assurance may be by given by senior staff, a designated body, board, committee, or internal audit and external assurance by an independent third party.

INVESTMENT APPROACH

Principle 6

Signatories take account of client and beneficiary needs and communicate the activities and outcomes of their stewardship and investment to them.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should disclose:

- the approximate breakdown of:
  - the scheme(s) structure, for example, whether the scheme is a master trust, occupational pension fund, defined benefit or defined contribution, etc;
  - the size and profile of their membership, including number of members in the scheme and the average age of members;

  OR
  - their client base, for example, institutional versus retail, and geographic distribution;
  - assets under management across asset classes and geographies;
- the length of the investment time horizon they have considered appropriate to deliver to the needs of clients and/or beneficiaries and why.

Activity

Signatories should explain:

- how they have sought beneficiaries' views (where they have done so) and the reason for their chosen approach;

OR

- how they have sought and received clients' views and the reason for their chosen approach;

- how the needs of beneficiaries have been reflected in stewardship and investment aligned with an appropriate investment time horizon;

OR

- how assets have been managed in alignment with clients' stewardship and investment policies;

- what they have communicated to beneficiaries about their stewardship and investment activities and outcomes to meet beneficiary needs, including the type of information provided, methods and frequency of communication;

OR

- what they have communicated to clients about their stewardship and investment activities and outcomes to meet their needs, including the type of information provided, methods and frequency of communication to enable them to fulfil their stewardship reporting requirements.

Outcome

Signatories should explain:

- how they have evaluated the effectiveness of their chosen methods to understand the needs of clients and/or beneficiaries;

- how they have taken account of the views of beneficiaries where sought, and what actions they have taken as a result;

OR

- how they have taken account of the views of clients and what actions they have taken as a result;

- where their managers have not followed their stewardship and investment policies, and the reason for this;

OR

- where they have not managed assets in alignment with their clients' stewardship and investment policies, and the reason for this.

INVESTMENT APPROACH

Principle 7

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

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should disclose the issues they have prioritised for assessing investments, prior to holding, monitoring through holding and exiting. This should include the ESG issues of importance to them.

Activity

Signatories should explain:

- how integration of stewardship and investment has differed for funds, asset classes and geographies;
- how they have ensured:
  - tenders have included a requirement to integrate stewardship and investment, including material ESG issues; and
  - the design and award of mandates include requirements to integrate stewardship and investment to align with the investment time horizons of clients and beneficiaries;

  OR

- the processes they have used to:
  - integrate stewardship and investment, including material ESG issues, to align with the investment time horizons of clients and/or beneficiaries; and
  - ensure service providers have received clear and actionable criteria to support integration of stewardship and investment, including material ESG issues.

Outcome

Signatories should explain how information gathered through stewardship has informed acquisition, monitoring and exit decisions, either directly or on their behalf, and with reference to how they have best served clients and/or beneficiaries.

INVESTMENT APPROACH

Principle 8

Signatories monitor and hold to account managers and/or service providers.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain how they have monitored service providers to ensure services have been delivered to meet their needs.

Outcome

Signatories should explain:

- how the services have been delivered to meet their needs;

OR

- the action they have taken where signatories' expectations of their managers and/or service providers have not been met.

For example:

- asset owners monitoring asset managers and investment consultants to ensure that assets have been managed in alignment with their investment and stewardship strategy and policies; or
- asset managers monitoring proxy advisors to ensure, as far as can reasonably be achieved, that voting has been executed according with the manager's policies; and
- asset managers monitoring data and research providers to ensure the quality and accuracy of their products and services.

ENGAGEMENT

Principle 9

Signatories engage with issuers to maintain or enhance the value of assets.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- the expectations they have set for others that engage on their behalf and how;

OR

- how they have selected and prioritised engagement (for example, key issues and/or size of holding);
- how they have developed well-informed and precise objectives for engagement with examples;
- what methods of engagement and the extent to which they have been used;
- the reasons for their chosen approach, with reference to their disclosure under Context for Principle 1 and 6; and
- how engagement has differed for funds, assets or geographies.

Examples of engagement methods include but are not limited to:

- meeting the chair or other board members;
- holding meetings with management;
- writing letters to a company to raise concerns; and
- raising key issues through a company's advisers.

Outcome

Signatories should describe the outcomes of engagement that is ongoing or has concluded in the preceding 12 months, undertaken directly or by others on their behalf.

For example:

- how engagement has been used to monitor the company;
- any action or change(s) made by the issuer(s);
- how outcomes of engagement have informed investment decisions (buy, sell, hold); and
- how outcomes of engagement have informed escalation.

Examples should be balanced and include instances where the desired outcome has not been achieved or is yet to be achieved.

ENGAGEMENT

Principle 10

Signatories, where necessary, participate in collaborative engagement to influence issuers.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should disclose what collaborative engagement they have participated in and why, including those undertaken directly or by others on their behalf.

For example:
- collaborating with other investors to engage an issuer to achieve a specific change; or
- working as part of a coalition of wider stakeholders to engage on a thematic issue.

Signatories should provide examples, including
- the issue(s) covered;
- the method or forum;
- their role and contribution.

Outcome

Signatories should describe the outcomes of collaborative engagement.

For example:
- any action or change(s) made by the issuer(s);
- how outcomes of engagement have informed investment decisions (buy, sell, hold); and
- whether their stated objectives have been met.

Examples should be balanced and include instances where the desired outcome has not been achieved or is yet to be achieved.

ENGAGEMENT

Principle 11

Signatories, where necessary, escalate stewardship activities to influence issuers.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- the expectations they have set for asset managers that escalate stewardship activities on their behalf;

OR

- how they have selected and prioritised issues, and developed well-informed objectives for escalation;
- when they have chosen to escalate their engagement, including the issue(s) and the reasons for their chosen approach, using examples; and
- how escalation has differed for funds, assets or geographies.

Outcome

Signatories should describe the outcomes of escalation either undertaken directly or by others on their behalf.

For example:

- any action or change(s) made by the issuer(s);
- how outcomes of escalation have informed investment decisions (buy, sell, hold);
- whether their stated objectives have been met; and
- any changes in engagement approach.

Examples should be balanced and include instances where the desired outcome has not been achieved or is yet to be achieved.

EXERCISING RIGHTS AND RESPONSIBILITIES

Principle 12

Signatories actively exercise their rights and responsibilities.

REPORTING EXPECTATIONS

Reporting expectations for listed equity and fixed income investments are below. In addition, signatories should report on how they have exercised their rights and responsibilities across other asset classes they are invested in, where they have the ability to do so, as disclosed in their reporting against Principle 6.

Context

Signatories should:

- state the expectations they have set for asset managers that exercise rights and responsibilities on their behalf;

OR

- explain how they exercise their rights and responsibilities, and how their approach has differed for funds, assets or geographies.

In addition, for listed equity assets, signatories should:

- disclose their voting policy, including any house policies and the extent to which funds set their own policies;
- state the extent to which they use default recommendations of proxy advisors;
- report the extent to which clients may override a house policy;
- disclose their policy on allowing clients to direct voting in segregated and pooled accounts; and
- state what approach they have taken to stock lending, recalling lent stock for voting and how they seek to mitigate 'empty voting'.

Activity

For listed equity assets, signatories should:

- disclose the proportion of shares that were voted in the past year and why;
- provide a link to their voting records, including votes withheld if applicable;
- explain their rationale for some or all voting decisions, particularly where:
  - there was a vote against the board;
  - there were votes against shareholder resolutions;
  - a vote was withheld;
  - the vote was not in line with voting policy.
- explain the extent to which voting decisions were executed by another entity, and how they have monitored any voting on their behalf; and
- explain how they have monitored what shares and voting rights they have.

For fixed income assets, signatories should explain their approach to:

- seeking amendments to terms and conditions in indentures or contracts;
- seeking access to information provided in trust deeds;
- impairment rights; and
- reviewing prospectus and transaction documents.

Outcome

For listed equity assets, signatories should provide examples of the outcomes of resolutions they have voted on over the past 12 months.

PRINCIPLES FOR SERVICE PROVIDERS

Service providers play a key role in the investment community as they provide services that support clients to fulfil their stewardship responsibilities. Service providers applying these Principles include, but are not limited to, investment consultants, proxy advisors, and data and research providers.

Activities service providers undertake to support their clients' stewardship may include, but are not limited to, engagement, voting recommendations and execution, data and research provision, advice, and provision of reporting frameworks and standards.

Principle 1

Signatories' purpose, strategy and culture enable them to promote effective stewardship.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should explain the purpose of the organisation, what services it offers, and an outline of its culture, values, business model and strategy.

Activity

Signatories should explain what actions they have taken to ensure their strategy and culture enable them to promote effective stewardship.

Outcome

Signatories should disclose an assessment of how effective they have been in serving the best interests of clients.

Principle 2

Signatories' governance, workforce, resources and incentives enable them to promote effective stewardship.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain how:

- their governance structures and processes have enabled oversight and accountability for promoting effective stewardship and the rationale for their chosen approach;
- the quality and accuracy of their services have promoted effective stewardship;
- they have appropriately resourced stewardship, including:
  - their chosen organisational and workforce structure(s);
  - their seniority, experience, qualification(s), training and diversity;
  - their investment in systems, processes, research and analysis*; and
  - how the workforce is incentivised appropriately to deliver services;
- they have ensured that fees are appropriate for the services provided.

Outcome

Signatories should disclose:

- how effective their chosen governance structures and processes have been in supporting their clients stewardship; and
- how they may be improved.

* see Annex - Regulatory requirements for Proxy advisors

Principle 3

Signatories identify and manage conflicts of interest and put the best interests of clients first.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should disclose their conflicts policy, which seeks to put the interests of clients first and minimises or avoids conflicts of interest when client interests diverge from each other.

Activity

Signatories should explain how they have identified and managed any instances in which conflicts have arisen as a result of client interests.

Outcome

Signatories should disclose examples of how they have addressed actual or potential conflicts.

Conflicts of interest may arise from, but are not limited to:

- ownership structure;
- business relationships;
- cross-directorships; and
- client interests diverging from each other.

Principle 4

Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote a well-functioning financial system.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- how they have identified and responded to market-wide and systemic risk(s) as appropriate;
- how they have worked with other stakeholders to promote continued improvement of the functioning of financial markets; and
- the role they played in any relevant industry initiatives they have participated in.

Outcome

Signatories should disclose the extent of their contribution and an assessment of their effectiveness in identifying and responding to systemic risks and promoting well-functioning financial markets.

Market-wide risks are those that lead to financial loss or affect overall performance of the entire market and include but are not limited to:

- changes in interest rates;
- geopolitical issues; and
- currency rates.

Systemic risks are those that may cause the collapse of an industry, financial market or economy, such as climate change.

Stakeholders may include investors, issuers, service providers, policymakers, audit firms, not-for-profits, regulators, associations and academics.

Principle 5

Signatories support clients' integration of stewardship and investment, taking into account, material environmental, social and governance issues, and communicating what activities they have undertaken.

REPORTING EXPECTATIONS

Context

Signatories should disclose client base breakdown, for example, institutional versus retail, and geographic distribution.

Activity

Signatories should explain:

- how their services best support clients' stewardship as appropriate to the nature of service providers' business;
- whether they have sought clients' views and feedback and the rationale for their chosen approach; and
- the methods and frequency of communication with clients.

Outcome

Signatories should explain:

- how they have taken account of clients' views and feedback in the provision of their services; and
- the effectiveness of their chosen methods for communicating with clients and understanding their needs, and how they evaluated their effectiveness.

Principle 6

Signatories review their policies and assure their processes.

REPORTING EXPECTATIONS

Activity

Signatories should explain:

- how they have reviewed their policies and activities to ensure they support clients' effective stewardship;
- what internal or external assurance they have received in relation to activities that support their clients' stewardship (undertaken directly or on their behalf) and the rationale for their chosen approach; and
- how they have ensured their stewardship reporting is fair, balanced and understandable.

Outcome

Signatories should explain how the feedback from their review and assurance has led to continuous improvement of stewardship practices.

ANNEX

UK regulatory requirements

The Code is voluntary and sets a standard that is higher than the minimum UK regulatory requirements. Signatories may choose to use their Report to meet the requirements of the Code and disclose information to meet other stewardship-related UK regulatory requirements or international stewardship codes. However, the FRC cannot provide assurance against all other requirements in assessing reporting against the Code.

For asset owners

Occupational pension schemes are required under pension regulations[1] to develop and explain how they have implemented policies for the exercise of the rights and engagement for all investments, including how they monitor investee companies and their voting behaviour. They will also be required to explain how their equity investment strategy is consistent with their liabilities and provide information on their arrangements with asset managers.

Insurers and reinsurers are required under the Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC) sourcebook from the Financial Conduct Authority (FCA) to develop and explain how they have implemented an engagement policy for their listed equity investments, including how they monitor investee companies, their voting behaviour and their use of proxy advisors.

They will also be required to provide information on their arrangements with asset managers and explain how their equity investment strategy is consistent with their liabilities. The Pensions Regulator encourages adherence to the Code in its guidance for trustees of defined benefit and defined contribution schemes.

[1] The Department for Work and Pensions (DWP) issues regulations for occupational pension funds and the Ministry of Housing, Communities and Local Government (MHCLG) issues regulations for local government pension schemes. See table in Annex.

Asset managers

Asset managers are required under the FCA Conduct of Business Sourcebook (COBS) to develop and explain how they have implemented an engagement policy for their listed equity investments, including how they monitor investee companies, their voting behaviour and their use of proxy advisors.

Firms are required under the FCA COBS to disclose the nature of their commitment to the Code or, where they do not commit to the Code, their alternative investment strategy (COBS Rule 2.2.3).

Proxy advisors

Proxy advisors are required under the Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019 (PA Regulations), supervised by the FCA, to publicly disclose a code of conduct and explain how they have followed it. Proxy advisors may wish to use the Principles for Service Providers as their code of conduct.

They are also required to disclose and implement a conflicts of interest policy and give assurance about the accuracy and reliability of their advice.

Signatory Type	Regulation or rule	Regulator
Asset owners – trustees of occupational pension schemes	**Great Britain** • The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005 • The Occupational and Personal Pension Schemes (Disclosure of Information) Regulations 2013 As amended by: • The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulations 2018 • The Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment) Regulations 2019 **Northern Ireland** • The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations (Northern Ireland) 2005 • The Occupational and Personal Pension Schemes (Disclosure of Information) Regulations (Northern Ireland) 2014 As amended by: • The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulations (Northern Ireland) 2018 • The Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment) Regulations (Northern Ireland) 2019	The Pensions Regulator
Asset owners – trustee boards	• Investment guidance for defined benefit pension schemes • A guide to investment governance (for defined contribution pension schemes)	
Asset owners – insurers and reinsurers	• Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC) sourcebook 3.4 SRD Requirements	Financial Conduct Authority
Asset managers	• Conduct of Business Sourcebook (COBS) 2.2B SRD requirements and 2.2.3 Disclosure of commitment to the FRC's Stewardship Code	
Proxy advisors	• The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019 • Decision Procedure and Penalties Manual • Enforcement Guide	

Financial Reporting Council

FINANCIAL REPORTING COUNCIL
8TH FLOOR
125 LONDON WALL
LONDON EC2Y 5AS

+44 (0)20 7492 2300

www.frc.org.uk

Financial Reporting Council

The UK Stewardship Code 2026

Effective 1 January 2026

June 2025

The Financial Reporting Council does not accept any liability to any party for any loss, damage or costs howsoever arising, whether directly or indirectly, whether in contract, tort or otherwise from any action or decision taken (or not taken) as a result of any person relying on or otherwise using this document or arising from any omission from it.

© The Financial Reporting Council Limited 2025

The Financial Reporting Council Limited is a company limited by guarantee. Registered in England number 2486368. Registered Office:
13th Floor, 1 Harbour Exchange Square, London, E14 9GE

Contents

	Page
Introduction	5
Structure of reporting	7
Approach to reporting	8
Applying the Principles	10
UK Stewardship Code 2026 for asset owners and asset managers	12
UK Stewardship Code 2026 for service providers	23

Code at a glance

Disclosures for asset owners and asset managers
A. Organisation, investment beliefs and stewardship approach
B. Governance and resources
C. Policies, processes and review
D. Conflicts of interest
E. Dialogue with clients and/or beneficiaries

Principles for asset owners and asset managers
1. Integrating stewardship and investment
2. Promoting well-functioning markets
3. Engagement
4. Exercising rights and responsibilities
5. Selection and oversight of managers
6. Monitoring service providers

Disclosures for service providers
A. Organisation and services
B. Governance and resources
C. Policies, processes and review
D. Conflicts of interest

Principles for service providers
1. Communicating with clients
2. Proxy advisor services
3. Investment consultant services
4. Engagement provider services

Introduction

The purpose of the UK Stewardship Code 2026 (the Code) is to establish the core Principles of effective stewardship and to set a high standard of transparency for asset owners and asset managers, and for the service providers that support them.

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

Effective stewardship supports investors to make well-informed investment decisions to deliver returns that meet the objectives of their clients and beneficiaries today, without compromising the ability to do so in the future. In doing so, investors take account of long-term risks and opportunities, having regard to the economy, the environment and society, upon which beneficiaries' interests depend.

The stewardship activities investors undertake will depend on their role in the investment chain, as well as their investment approach and assets. Stewardship Code reporting provides transparency around the different approaches and activities that investors and their service providers undertake to steward assets in their care.

Stewardship is an important part of fulfilling an investor's fiduciary duty, and reporting to the Code can help organisations demonstrate how their stewardship supports them to meet their fiduciary duties. The Code does not prescribe a single approach to effective stewardship. Instead, it allows organisations to set out how they meet the expectations in a manner that is aligned with their own business model and strategy.

Being a signatory to the Code demonstrates an investor's commitment to stewardship and provides transparent reporting on the stewardship they undertake on behalf of their clients and beneficiaries. The Financial Reporting Council's (FRC) ownership of the Code ensures that the quality of signatories' reporting is reviewed by an independent and impartial body, thereby supporting the UK's reputation as a centre for excellence in investment management and stewardship.

The information provided in Code reporting can help to facilitate better conversations throughout the investment chain about organisations' investment beliefs and objectives, and how their stewardship supports these.

The investment market has changed significantly since the publication of the first UK Stewardship Code in 2010. There has been significant growth in investment in assets other than listed equity, such as fixed income, private equity, real estate and infrastructure. There has also been a significant move to index-based investing. These approaches have different terms, investment periods, and rights and responsibilities. Signatories will need to consider how to exercise stewardship effectively in these circumstances.

Investors consider a wide range of issues when making investment decisions and undertaking stewardship. These include governance, environmental and social factors. The flexible approach of the Principles allows reporting to the Code to demonstrate how organisations have incorporated their own priorities and objectives, including consideration of these issues, into their stewardship activities. The Code also recognises that asset owners and asset managers play an important role as guardians of market integrity and in minimising the impact of systemic risks on the investments in their portfolios.

Structure of reporting

To become a signatory, all organisations (asset owners, asset managers and service providers) are required to submit a Policy and Context Disclosure, as well as an Activities and Outcomes Report. The Policy and Context Disclosure asks for factual information, which provides important background information for an organisation's Activities and Outcomes Report. The Activities and Outcomes Report, which is updated annually, explains how organisations have applied the Principles of the Code over a 12-month period.

Policy and Context Disclosure

This should describe an organisation's stewardship policies, governance structures and other contextual information. Given this information typically remains stable over time, organisations need only submit the Policy and Context Disclosure every four years, or when there have been changes at an organisation such that their Policy and Context Disclosure no longer aligns with their Activities and Outcomes Report. For example, if an organisation has been involved in a merger or acquisition, which has led to a change in business model, it may be appropriate to update the Policy and Context Disclosure to provide the necessary contextual information for the reader.

Activities and Outcomes Report

This annual submission should focus specifically on stewardship activities conducted during the year and their outcomes. It should clearly demonstrate the practical application of stewardship policies and explain how these activities supported the delivery of long-term sustainable value for clients and beneficiaries.

To enhance readability, applicants may wish to include an Introductory Statement in the Activities and Outcomes Report. This optional statement is intended to provide brief background information about an organisation, its clients, assets under management and its investment strategy. This helps readers better understand the report and provides useful updates on key information in the interval between Policy and Context Disclosures.

Organisations may choose to present the Policy and Context Disclosure and the Activities and Outcomes Report either as separate documents or combined in a single comprehensive submission.

If organisations have chosen to submit a separate Policy and Context Disclosure from their Activities and Outcomes Report, they may wish to cross reference from the latter to the former where they feel additional context to their reporting on stewardship activities is helpful.

Approach to reporting

The Code recognises signatories differ by size, type, business model and investment approach, and do not exercise stewardship in an identical way.

The Policy and Context Disclosure and Activities and Outcomes Report should be engaging, succinct and in plain English. Activities and outcomes reporting should give a clear picture of how the organisation has applied the Code. Relevant data, diagrams, tables, examples and case studies should be used appropriately. Case studies should be as specific and as transparent as possible, but need not compromise confidentiality.

The Activities and Outcomes Report should be fair, balanced and understandable. For example, reporting should acknowledge setbacks experienced and lessons learned, as well as successes. Activities undertaken to achieve desired outcomes may take more than a year, and may not be completed within a single reporting period. Where this is the case, organisations are able to report on their activity to date, along with reflections on progress made and next steps.

The Activities and Outcomes Report should provide enough information to enable the reader to have a good understanding of the application of the Code, without having to refer to information elsewhere. However, signatories may include links to more detailed policies and disclosures. Any additional information should be clear and accessible, though it will not be considered as part of the FRC's assessment.

The Activities and Outcomes Report comprises a set of 'apply and explain' Principles for asset managers and asset owners, and a separate set of Principles for service providers. The Principles are supported by the Policy and Context Disclosure.

The Policy and Context Disclosure provides necessary background to the information in the annual Activities and Outcomes Report. The Policy and Context Disclosure has reporting requirements, which are clearly explained under each individual Disclosure. The reporting requirements set out the information it is necessary for signatories to provide and form the basis of assessment of the Policy and Context Disclosure.

The Principles in the Activities and Outcomes Report have concise 'how to report' prompts. These indicate information that we would expect organisations to include in their annual Activities and Outcomes Report, and form the basis of assessment of reporting quality.

As all applicants will exercise stewardship differently, separate guidance on the FRC website offers non-prescriptive suggestions for some of the information organisations may wish to include to demonstrate their application of the Principles and Disclosure. The guidance is not additive and should be used as a tool to help consider what information may be useful to the reader to understand the organisation's approach to stewardship.

The Principles do not require disclosure of stewardship activities on a fund-by-fund basis or for each investment strategy. However, the information provided should give a clear indication of how stewardship activities differ across funds, asset classes and geographies proportionately to organisations' operations. Reporting may be more comprehensive for listed equity assets. This reflects the relative maturity of stewardship for this asset class. However, signatories should use the

resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, however capital is invested. The guidance offers some suggestions on how to report for other asset classes.

When applying the Principles, signatories should consider the following, among other issues:

- The effective application of the UK Corporate Governance Code or other applicable governance codes.
- Directors' duties, particularly those matters to which they should have regard under section 172 of the Companies Act 2006.
- Capital structure, risk, strategy and performance.
- Diversity, remuneration and workforce interests.
- Audit quality.
- Environmental and social issues, including climate change.
- Compliance with covenants and contracts.

Policy and Context Disclosure and the Activities and Outcomes Report must be reviewed and approved by the applicant's governing body, and signed by the Chair, Chief Executive or Chief Investment Officer.

Once an organisation's Report is approved by the FRC and they have been accepted as a Code signatory, their Report will be a public document and must be made available on the signatory's website.

Further information on how to submit the Report and the assessment process can be found on the FRC website.

Applying the Principles

For asset owners and asset managers

The Principles of the Activities and Outcomes Report are applied based on how signatories are invested, and the stewardship activities they undertake.

We expect all organisations to report on Principles 1 (integrating stewardship and investment), 2 (promoting well-functioning markets) and 6 (monitoring service providers).

Principles 3 (engagement), 4 (exercising rights and responsibilities) and 5 (selection and oversight of managers) should be applied by organisations to reflect the activities they undertake. The extent to which each Principle applies may vary.

Organisations that manage assets directly should report on Principles 3 (engagement) and 4 (exercising rights and responsibilities). Organisations that primarily manage assets through external managers may still wish to report on these Principles if they undertake engagement with issuers and/or voting.

Those who invest through external managers and retain voting rights, should report on their relevant policies in the Policy and Context Disclosure. They should also apply and report on Principle 4 (exercising rights and responsibilities) in the Activities and Outcomes Report, as well as Principle 5 (selection and oversight of managers) to show how they have held those managers to account.

The extent to which signatories can direct their external managers may vary depending on their business model, reporting that explains this is encouraged. For example, a small pension fund may not undertake engagement and voting directly, and would not report on Principle 3 (engagement) or Principle 4 (exercising rights and responsibilities). Instead, they would report on oversight of their managers' activities in Principle 5 (selection and oversight of managers). They could also include some case studies of engagements conducted on their behalf by their managers.

A larger pension fund may also invest through external managers, but they may take a more active role in stewardship and undertake some direct engagement with investee companies. They should therefore report on Principle 3 (engagement) as well.

As organisations vary by size and investment approach, there are no universal rules that can be applied to reporting. It is up to organisations to report on the Principles that most accurately convey their stewardship approach and the activities they undertake. As a guideline, those who directly manage 10% or more of their assets under management, would report on Principle 3 (engagement) and those who manage 10% or more of their assets through external managers, would report on Principle 5 (selection and oversight of managers). This figure should not be regarded as a strict rule and organisations are encouraged to explain why they have not reported on a Principle that may be applicable to them. The aim of applying these Principles is to reflect the activities relevant to, and undertaken by, different organisations.

For service providers

The Principles of the Activities and Outcomes Report apply to proxy advisory firms, investment consultants and engagement service providers.

Principle 1 (communicating with clients) should be applied by all organisations. Principle 2 (proxy advisor services), should be applied by proxy advisors. Principle 3 (investment consultant services) should be applied by investment consultants. Principle 4 (engagement provider services) should be applied by engagement service providers.

Some organisations may undertake more than one of the services listed above. It is up to each organisation to report on the Principles that most accurately convey the activities they undertake on behalf of their clients.

UK Stewardship Code 2026 for asset owners and asset managers

Asset owners and asset managers are accountable for effective stewardship and cannot delegate their responsibility. Stewardship includes making investment decisions, monitoring assets and service providers, engaging with issuers and holding them to account on material issues, collaborating with others, and exercising rights and responsibilities.

Capital is invested in a range of asset classes, with investors having different terms and investment periods, rights and levels of influence. Signatories should use the resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, no matter how capital is invested.

At a glance:

Disclosures for asset owners and asset managers
A. Describe your organisation, your investment beliefs, your clients or beneficiaries and how that informs your approach to stewardship.
B. Describe how your resources enable effective stewardship.
C. Describe your stewardship policies and processes, and how you review them.
D. Describe how you manage stewardship-related conflicts of interest to put the best interests of clients and beneficiaries first.
E. Describe how you maintain a dialogue with clients and/or beneficiaries.
Principles for asset owners and asset managers
1. Signatories integrate stewardship and investment to deliver long-term sustainable value for their clients and beneficiaries.
2. Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.
3. Signatories engage to maintain or enhance the value of assets.
4. Signatories actively exercise their rights and responsibilities.
5. Signatories integrate stewardship considerations into their selection and oversight of external managers.
6. Signatories monitor and hold to account stewardship service providers.

Policy and Context Disclosure

For asset owners and asset managers

A. Describe your organisation, your investment beliefs, your clients or beneficiaries and how that informs your approach to stewardship.

Disclosure requirements:

- What your organisation does.
- The type of clients you serve:
  - Asset owners and asset managers should provide information on the geographical breakdown of their client base.
  - Asset owners that serve pension scheme beneficiaries should disclose:
    - > The type of scheme (e.g. defined benefit or defined contribution, a master trust or corporate pension scheme).
    - > The investment time horizon considered appropriate to deliver to their needs.
  - Asset managers should disclose the proportion of their clients that are institutional versus retail.
- A breakdown of your assets under management (AUM) by asset class and investment style:
  - Signatories should provide an approximate breakdown of the proportion of their AUM by asset class and geography, and indicate the proportion of AUM that is actively managed or indexed-based.
- The proportion of your AUM invested directly or through an external manager:
  - The extent to which signatories can influence their external managers' stewardship approaches may vary and reporting that explains this is encouraged.
- Your investment beliefs or stewardship strategy:
  - Signatories should summarise the core principles that guide their investment and stewardship approach.
  - Signatories should explain how their approach to stewardship is appropriate for their organisation, reflecting factors such as their size, resources, position in the investment chain and how the strategy contributes to delivering for clients and beneficiaries.

B. Describe how your resources enable effective stewardship.

Disclosure requirements:

- Your governance structure and how it enables oversight and accountability for effective stewardship:
  - Signatories should clearly explain the governance of stewardship and how this fits into the organisation's overall structure, including where ultimate accountability for stewardship lies.
- Your stewardship resourcing, including a description of the roles that undertake stewardship, and their responsibilities:
  - Signatories should explain their level of resourcing on stewardship, which teams and roles in their organisation are responsible, how they continue to ensure they have appropriate skills, diversity and experience and keep abreast of the latest stewardship-related developments.
- Any external service providers used to supplement internal stewardship resources.
- Any systems or technology used to undertake your stewardship activities.

C. Describe your stewardship policies and processes, and how you review them.

Disclosure requirements:

- Organisational policies and/or processes that relate to stewardship.
- How often you review policies.
- The process for review and approval:
  - Signatories should explain which policies and processes are reviewed and approved, and where this responsibility lies.
  - Signatories should disclose whether this is usually undertaken internally or involves external assurance.

D. Describe how you manage stewardship-related conflicts of interest to put the best interests of clients and beneficiaries first.

Disclosure requirements:

- Your stewardship-related conflicts of interest policy:
  - If the policy is publicly available signatories can provide a link to it, together with a summary of the main features.
- Examples of real or potential conflicts related to stewardship and explain how you would manage them.

E. Describe how you maintain a dialogue with clients and/or beneficiaries.

Disclosure requirements:

- The methods you use to share information about your stewardship activities and to gather feedback from clients and beneficiaries.
- How that feedback is used to inform your stewardship approach:
  - Signatories should disclose if feedback has led them to make any changes to their stewardship activities and/or approach.

Activities and Outcomes Report

For asset owners and asset managers

Introductory statement

You may wish to give some background information that will support readers' understanding of your Activities and Outcomes Report, covering:

- Your organisation 'at a glance'.
- Who your clients or beneficiaries are.
- Your assets under management (including asset class distribution, and the proportion managed in-house or by an external manager).
- Your investment approach.
- Any changes that have led to significant updates to your Policy and Context Disclosure in the past year.

Principle 1

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

Systematically integrating stewardship into the investment process is essential to promote long-term sustainable value creation for clients and beneficiaries.

Reporting under this Principle shows how stewardship and investment are integrated in your organisation.

How to report

- Describe the key themes or issues that are important for your stewardship activities and how you have prioritised them.
- Explain if, and how, this has differed across investment styles, asset classes or geographies.
- Provide examples that show how you have integrated stewardship activities and investment processes.

Principle 2

Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.

Market-wide and systemic risks are those that cannot be mitigated by diversifying investments and can therefore have a significant impact on long-term investment returns. Effective stewardship takes these risks into account.

Reporting under this Principle enables readers to understand how you incorporate consideration of market-wide and systemic risks into your investment process.

How to report

- Describe the key market-wide and systemic risks and opportunities you have identified and how they relate to your investments.
- Explain how you have contributed to relevant market-wide policy or standard setting initiatives, or engaged with policy makers, standard setters, regulators or other relevant stakeholders as aligned with your stewardship approach.
- Explain how you have engaged with issuers on these risks, as applicable.
- Where you have done so, explain how and why you have escalated your stewardship activity regarding market-wide or systemic risks, and any progress made.

Principle 3

Signatories engage to maintain or enhance the value of assets.

Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders, bilaterally or in collaboration with other investors.

Reporting under this Principle gives readers some practical examples of your engagement policy in operation.

How to report

- Explain how you have selected and prioritised the issues on which you have engaged.
- Explain the purpose of your engagements.
- Describe your methods of engagement, including whether you have engaged bilaterally or in collaboration with others, and the reasons for your chosen method.
- Provide examples of your engagement, with an explanation of progress towards identified objectives or outcomes.
- Explain how and why you have escalated engagement activities where you have done so, and discuss any progress made.

Principle 4

Signatories actively exercise their rights and responsibilities.

While rights and responsibilities differ depending on the type of asset, it is important that signatories seek to exercise rights, where they can, for effective stewardship.

Reporting under this Principle gives the reader an insight into how you exercise your rights to maintain or enhance the value of your investments.

How to report

For listed equities:

- Provide a link to your voting records.
- Disclose the proportion of shares that were voted on in the past year.
- Describe the rationale for some of your voting decisions.
- Explain if any of the votes were part of an escalation process.
- Explain any conflicts of interest that arose related to voting.

For other asset classes:

- Explain how you have exercised relevant rights and responsibilities and provide examples.

Principle 5

Signatories integrate stewardship considerations into their selection and oversight of external managers.

For signatories that use external managers the process of selecting, monitoring and engaging with those managers is a key part of effective stewardship.

Reporting under this Principle illustrates how you interact with your external managers, including the expectations you set for them to engage and exercise rights and responsibilities on your behalf.

How to report

- Explain how stewardship considerations have been incorporated into the tendering process and the design and award of mandates.
- Explain how you have engaged with your external managers, ensuring they understand your views and expectations.
- Explain how stewardship considerations have been incorporated into the monitoring of managers.
- Explain how and why you have escalated engagement with an external manager, if you have had cause to do so, and any progress made.

Principle 6

Signatories monitor and hold to account stewardship service providers.

Many signatories rely on third parties to provide a range of services that enable them to fulfil their stewardship responsibilities. Oversight of these service providers is an important aspect of stewardship.

Reporting under this Principle shows how you have ensured the services provided by third parties support effective stewardship. Relevant service providers may include, but are not limited to proxy advisors, investment consultants and engagement services providers.

How to report

If you use proxy advisors, explain:

- How you use the services of proxy advisors.
- How you have monitored the quality and accuracy of their services.

If you use investment consultants, explain:

- How you have ensured they support your stewardship goals and objectives.
- How you have monitored the quality of their services.

If you use an external engagement services provider, explain:

- How they support your stewardship goals and objectives.
- How you have monitored the quality of their services.

UK Stewardship Code 2026 for service providers

Proxy advisors, investment consultants and engagement service providers

Service providers play a key role in the investment community as they support clients to fulfil their stewardship responsibilities. Service providers applying these Principles include investment consultants, proxy advisors, and engagement service providers.

Activities that service providers undertake to support their clients' stewardship may include, but are not limited to, engagement, voting recommendations and execution, data and research, advice and provision of reporting frameworks and standards.

At a glance:

Disclosures for service providers	
A.	Describe your organisation and the services it provides.
B.	Describe how your governance and resources enable delivery of those services.
C.	Describe your stewardship policies and processes and how you review them.
D.	Describe how you manage conflicts of interest to put the best interests of clients first.
Principles for service providers	
1.	Signatories communicate with clients to understand their objectives and deliver services to support their stewardship.
2.	Proxy advisors ensure the quality and accuracy of their research, recommendations and voting implementation.
3.	Investment consultants identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.
4.	Engagement service providers engage on behalf of their clients to maintain or enhance the value of assets.

Policy and context disclosure

For service providers

A. Describe your organisation and the services it provides.

Disclosure requirements

- What your organisation does.
- The type of clients you serve.
  - Signatories should explain whether they predominantly serve asset owners, asset managers, others, or a combination.
- How those services support your clients' stewardship activities.
  - Proxy advisor signatories should disclose the approximate proportion of clients who use one or more customised voting policies, and the proportion of clients who use one or more of your organisation's standardised voting policies, either directly or on behalf of their end clients.

B. Describe how your governance and resources enable delivery of those services.

Disclosure requirements.

- Your governance structure and how it enables effective oversight of your services:
  - Signatories should set out their governance structure, including who has ultimate accountability for the provision of services that support clients' stewardship.
- Your stewardship resourcing, including a description of the roles that support clients' stewardship, and their responsibilities:
  - Signatories should explain their level of resourcing on stewardship-related provision.
  - Signatories should explain how they continue to ensure they have appropriate skills, diversity and experience and keep abreast of latest stewardship-related developments.
- Any systems or technology you use to deliver your services to clients.

C. Describe your stewardship policies and processes and how you review them.

Disclosure requirements.

- Any organisational policies and/or procedures that relate to supporting your clients' stewardship.
- How often you review policies.
- The process for review and approval:
  - Signatories should explain which policies and processes are reviewed and approved, where this responsibility lies, and whether this is usually undertaken internally or involves external assurance.

D. Describe how you manage conflicts of interest to put the best interests of clients first.

Disclosure requirements.

- Your stewardship-related conflicts of interest policy:
  - If the policy is publicly available signatories can provide a link to it, together with a summary of the main features.
- Examples of real or potential conflicts of interest related to the services you provide and an explanation of how you would manage them.

Activities and Outcomes Report

For service providers

Introductory statement

You may wish to give some background information that will support readers' understanding of your activities and outcomes reporting, covering:

- Your organisation 'at a glance'.
- What services you provide.
- Who your clients are.
- Any changes that have led to material updates to your Policy and Context Disclosure in the past year

Principle 1

Signatories communicate with clients to understand their objectives and deliver services to support their stewardship.

Signatories play a vital role in clients' stewardship activities. Effective communication with clients is an important part of designing and delivering services that meet their needs.

Reporting under this Principle shows how client engagement has shaped the services you provide to support effective stewardship.

How to report

- Signatories should give examples of how they have engaged with clients to understand and deliver services that meet their needs.

For investment consultants:

- Describe how you have assisted clients with the process of vetting and selecting new managers.
- Give examples that show how you have conducted effective oversight of managers that are engaged on behalf of your clients

Principle 2

Proxy advisors ensure the quality and accuracy of their research, recommendations and voting implementation.

Many investors use proxy advisors for research, voting recommendations and/or the implementation of their voting policies as part of their voting process. Providing accurate research and recommendations to clients is key to meeting their needs.

Reporting under this Principle shows how proxy advisors implement their clients' policies, develop their own voting policies and make resulting recommendations.

How to report

- Explain how you have ensured the quality and accuracy of your research.
- Explain how you have developed your benchmark voting policy or standardised policies, including how you have engaged with clients and others to inform their development.
- Explain which stakeholders you have engaged with and how, and in what circumstances you have engaged with them, including where stakeholders have requested engagement.

Principle 3

Investment consultants identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.

Market-wide and systemic risks are those that cannot be mitigated by diversifying investments and can therefore have a significant impact on long-term investment returns.

Reporting under this Principle describes how you have identified market-wide and systemic risks and used these insights to support your clients' investment process.

How to report

- Describe the market-wide and systemic risks you believe to be most material to your clients.
- Explain how you have incorporated those risks into your advice to clients and support for their stewardship-related activities.
- Describe your role and contribution where you have chosen to participate in initiatives that promote well-functioning financial markets.

Principle 4

Engagement service providers engage on behalf of their clients to maintain or enhance the value of assets.

Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders, bilaterally or in collaboration with others.

Reporting under this Principle provides practical examples of how you have engaged on behalf of clients.

How to report

- Explain how you have selected and prioritised the issues you have engaged on.
- Explain the purpose of your engagements.
- Describe your methods of engagement, including whether you have engaged bilaterally or in collaboration with others, and the reasons for your chosen method.
- Provide examples of your engagement, with an explanation of progress towards identified objectives or outcomes.
- Explain how and why you have escalated your engagement activities where you have done so, and discuss any progress made.

Financial Reporting Council

**Financial
Reporting Council**

London office:
13th Floor, 1 Harbour
Exchange Square,
London, E14 9GE

Birmingham office:
5th Floor, 3 Arena
Central, Bridge Street,
Birmingham, B1 2AX

+44 (0)20 7492 2300

www.frc.org.uk

Follow us on

Linkedin

金融商品取引法研究会名簿

（令和８年６月17日現在）

会　　長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委　　員	飯田秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出　篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松井秀征	立教大学法学部教授
〃	松尾健一	京都大学法学研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下　央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科教授
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村證券法務部長
〃	大門　健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横田明彦	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	白樫昌憲	みずほ証券法務部長
〃	窪　久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	坪倉明生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	内藤高史	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本　学	日本証券経済研究所理事長
〃	髙木　隆	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響」　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EU における資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」　2005年７月
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」　2005年７月
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」　2005年９月
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第 10 号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に—」　2005年11月
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第 11 号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」　2005年12月
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第 12 号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一　金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家･一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」 2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および 2008 年 4 月
集団投資スキーム持分等の開示制度―」
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年 1 月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 ＳＭＢＣ日興証券 法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授

第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授

第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一　日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局企画課長

第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
―「新規な説明義務」を中心として―」
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 49 号「継続開示義務者の範囲―アメリカ法を中心に―」 2015 年 3 月
報告者　飯田秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015 年 5 月
―金融商品取引法と預金保険法の交錯―」
報告者　山田剛志　成城大学大学院法学研究科教授

第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015 年 7 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015 年 8 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―」
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士

第 54 号「適合性の原則」 2016 年 3 月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授

第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016 年 5 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 56 号「ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院法学研究科准教授

第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016 年 9 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける　　2016年11月
価格決定請求と公正な対価」
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」2017 年 1 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」2017 年 3 月
報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）　2017 年 5 月
の負う信認義務」
報告者　萬澤陽子　専修大学法学部准教授･当研究所客員研究員

第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2018 年 2 月
報告者　小森卓郎　金融庁総務企画局市場課長

第 63 号「監査報告書の見直し」　2018 年 3 月
報告者　弥永真生　筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授

第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」　2018 年 6 月
報告者　大崎貞和　野村総合研究所未来創発センターフェロー

第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」　2018 年 8 月
報告者　飯田秀総　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」　2018年12月
報告者　松井秀征　立教大学法学部教授

第 67 号「仮想通貨・ＩＣＯに関する法規制・自主規制」　2019 年 3 月
報告者　河村賢治　立教大学大学院法務研究科教授

第 68 号「投資信託･投資法人関連法制に関する問題意識について」2019 年 5 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」2019 年 7 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」2019年11月
報告者　松井智予　上智大学大学院法学研究科教授

第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用　2020 年 2 月
―デラウェア州会社法改正などを参考として」
報告者　小出　篤　学習院大学法学部教授

第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」　2020 年 5 月
報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年７月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授

第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年８月
報告者　武井一浩　西村あさひ法律事務所パートナー弁護士

第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年２月
報告者　尾崎悠一　東京都立大学大学院法学政治学研究科教授

第 76 号「投資助言業に係る規制 ─ドイツ法との比較を中心として─」 2021 年６月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年８月
報告者　宮下　央　ＴＭＩ総合法律事務所弁護士

第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性
─近時の裁判例の提起する問題─」 2021 年 12月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11月
報告者　齊藤将彦　金融庁企画市場局市場課長

第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11月
報告者　大崎貞和　野村総合研究所未来創発センター主席研究員

第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12月
報告者　宮下　央　ＴＭＩ総合法律事務所弁護士

第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024 年３月
報告者　松本昌男　日本証券業協会常務執行役･自主規制本部長

第 84 号「資産運用業規制─業務委託に係る規制の見直し─」 2024 年５月
報告者　神作裕之　学習院大学法学部教授

第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年６月
報告者　齊藤真紀　京都大学法学研究科教授

第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」 2024 年７月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授

第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」 2024 年８月
報告者　武井一浩　西村あさひ法律事務所パートナー弁護士

第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」 2024 年 12月
報告者　松井智予　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について　2025 年 2 月
—リサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」
報告者　行岡睦彦　神戸大学大学院法学研究科教授

第 90 号「株式分割と資本市場　2025 年 2 月
—なぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのか—」
報告者　飯田秀総　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 91 号「財務報告に係る内部統制基準･実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月
報告者　小出　篤　早稲田大学法学部教授

第 92 号「米国における開示情報の信頼性確保のための制度　2025 年 12 月
—内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメント—」
報告者　萬澤陽子　筑波大学ビジネスサイエンス系准教授

第 93 号「役員報酬規制についての近時の動向」　2025 年 12 月
報告者　尾崎悠一　東京都立大学大学院法学政治学研究科教授

第 94 号「上場政策としての支配(的な)株主の規制の意義と課題」2025 年 12 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 95 号「炭素市場と金融商品取引法　2026 年 4 月
—EU 排出量取引制度(EU ETS)における市場阻害行為規制と
改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて—」
報告者　河村賢治　立教大学法学部教授

第 96 号「株式交付制度の改正」　2026 年 6 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ https://www.jsri.or.jp/ にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第97号

英国におけるスチュワードシップ・コードの展開

令和８年７月30日

定価550円（本体500円＋税10%）

編　者　　金融商品取引法研究会
発行者　　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋2-11-2
〒103-0027
電話　03（6225）2326代表
URL: https://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-716-4 C3032 ¥500E
定価550円（本体500円＋税10%）