

論文

# 英国の2020年版スチュワードシップ・コードに 関する一考察

森 啓 悟

早稲田大学大学院社会科学研究所

アブストラクト：2020年、8年ぶりに、英国版スチュワードシップ・コードの大幅改訂が行われた。機関投資家の情報開示の拡充などが図られ、コードの実効性が確保されたほか、ESGの考慮を機関投資家に求めるなど重要な改訂がなされており、英国版コードを参考にしている日本にも影響を与えるものと思われる。本稿では、最新の英国版コードの特徴や改訂の内容・背景、スチュワードシップの意義、コードと英国会社法の間を考察し、日本版スチュワードシップ・コードへの若干の示唆を述べた。本稿の考察は、日本版コードの実効性の確保やESG投資の促進などを図る上で一助になると考えられる。

## A Study on the UK Stewardship Code 2020

Keigo MORI

Graduate School of Social Sciences, Waseda University

**Abstract:** In 2020, the UK Stewardship Code was significantly revised. The institutional investors' disclosure was improved, and the effectiveness of the code was heightened. The new code also requires institutional investors to consider environmental, social and governance factors (ESG). The Japanese Stewardship Code used the UK Stewardship Code as a reference, so this revision may influence the Japanese code. This study considers characteristics of the new UK code, provides the background of its revision, investigates the meaning of "stewardship," and analyzes the relationship between the code and the UK Companies Act. From these considerations, this study, in a review of the Japanese code, provides support for improving the code and facilitating ESG investing.

## 1 はじめに

日本では、2014年に日本版スチュワードシップ・コード（以下、「JPSSコード」という）が策定された。JPSSコードは、機関投資家<sup>(1)</sup>が企業との目的を持った対話などを通じ、企業価値の向上や企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的なリターンの拡大を図ることを推奨している。

JPSSコードは、英国の2012年版のスチュワードシップ・コード（以下、「UKSSコード」という）を参考にしているが、2020年にUKSSコードの大幅な改訂が行われた。これにより、定型的な情報開示を防止するために、コードに従う機関投資家が開示すべき情報の明確化が図られるとともに、機関投資家が行った活動とその結果の開示が求められるようになった。また、新たなコードは、ESG（環境、社会、ガバナンス）の考慮を機関投資家に求めるようになったが、これには英国会社法との連関性が認められる。近時、日本でも、不十分な情報開示の改善やESGの重要性などが議論され始めている。したがって、UKSSコードを研究することは、日本において、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割（JPSSコードの実効性の確保、ESGの考慮を機関投資家に推奨することの是非、ESGの考慮を促進する方法など）を考察する一助になると考えられる。

そこで、本稿では、2020年版UKSSコードの特徴や改訂の内容・背景、スチュワードシップの意義、コードと英国会社法の関係を検討するとともに、JPSSコードについて若干の示唆を述べる。

## 2 UKSSコードの沿革

英国では、1990年代初頭から2000年代まで、民間の機関株主委員会（Institutional Shareholders' Committee: ISC）<sup>(2)</sup>が、機関投資家を適用対象にしたソフトローを策定していた。ISCのソフトローは、受益者の利益のために、機関投資家が、会社の監視や、経営陣との非公式な個別対話、議決権行使、会社への介入などを通じてコーポレート・ガバナンスに関与することを求めていた<sup>(3)</sup>。

しかし、リーマンショック後、2008年に生じた金融危機について、その一因は機関投資家のガバナンスに対する消極性にあると批判された。つまり、ISCのソフトローは、実務では十分に機能していなかったのである。加えて、機関投資家が、短期的に成果を挙げるために過度なリスクテイクを会社に推奨していたことや、会社が抱えていた問題に対処せずに、即座に株式を売却していたこと、すな

---

(1) 本稿では、アセットオーナーとアセットマネージャーを総称して機関投資家と呼ぶ。アセットオーナーとは、受益者から資産運用の委託を受け、資産を保有する機関であり、たとえば、年金基金や保険会社のことを指す。アセットマネージャーとは、顧客（アセットオーナー）から資産運用の委託を受けて資産を運用する投資のプロであり、投資先の決定や株式の売買に関する決定、投資先会社の監視、投資先会社の経営陣との対話、議決権行使の決定などを行う。

(2) ISCは、英国保険業協会、英国年金基金協会などの投資家団体から構成されていた。

(3) ISCのソフトローの内容や策定の経緯について詳しくは、（森 2022）を参照。

わち、短期主義も金融危機を悪化させた一因であると批判された (Walker 2009: 71-72)。

このような批判を受け、2009年、ISCは、「機関投資家の責務に関するコード (Code on the Responsibilities of Institutional Investors)」(以下、「RIIコード」という)を策定した。また、同時期に、金融業界のガバナンスに関して検討した報告書(以下、「ウォーカー報告書」という)が公表され、ISCではなく、財務報告評議会 (Financial Reporting Council: FRC)<sup>(4)</sup>が機関投資家を対象にしたソフトローを策定すべきだとの勧告がなされた (Walker 2009: 83)。そこで、2010年、FRCは、RIIコードをUK Stewardship Codeという名称に変更した上で、策定主体となった。

策定当初のUKSSコードは、7つの原則と各原則に付随したガイダンスから構成されていた。それらは、情報開示に関する原則と会社への介入に関する原則に大別できる。前者は、機関投資家が、①スチュワードシップ責務 (stewardship responsibilities) を果たす方針、②利益相反の管理方針、③スチュワードシップ活動と議決権行使結果を開示することを求めた。後者は、機関投資家が、①会社を監視すること、②スチュワードシップ活動を拡大すること、③投資家同士が協働すること、④議決権行使方針を有し、積極的に議決権を行使することを求めた。FRCは、これらの原則の遵守状況を開示するか、または、遵守しない箇所がある場合、その理由を開示すること (コンプライ・オア・エクスプレイン) を、コードの採用を表明した機関投資家に対して要求した。

そして、UKSSコード策定と同時期に、FRCは、UK Corporate Governance Code (以下、「UKCGコード」という)も完成させた。上場規則はUKCGコードをどのように適用しているか開示するよう上場会社に要求しているが、その遵守状況を評価する者は機関投資家であると想定されている。

その後、2012年にUKSSコードは改訂された。原則の内容はほとんど変更されなかったが、後述するスチュワードシップの定義の明確化や、機関投資家の情報開示の向上を図る改革などが行われた。また、2016年、機関投資家の情報開示の向上を図るために、FRCは、基準を充たさない情報開示を行っている機関をUKSSコードの署名機関 (signatories) から除外するようになった。

しかし、2018年、建設大手のCarillion社が破綻し、適切な監査業務を怠った監査法人と、それを監督できなかったFRCが批判された。その際、UKSSコードと機関投資家に対しても、情報開示を更に改革すべきだとの指摘 (Kingman 2018: 46) や、機関投資家には更に積極的にガバナンスに取り組む余地があるとの指摘 (Department for Business, Energy & Industrial Strategy: BEIS 2018a: 25-26)、UKSSコードはESGへの取り組みを機関投資家に推奨すべきだとの指摘 (BEIS 2018b: 14) があった。そこで、大改訂が行われ、2020年UKSSコードが誕生したのである。

---

(4) FRCは、政府から独立した組織であるが、会社法上、会計基準の設定機関であるとともに、会計監査役 (auditor) と会計士団体を規制する監督機関でもある。

### 3 2020年版UKSSコードの特徴

#### (1) 適用対象の分別と適用範囲の拡大

まず、2020年の改訂によって、UKSSコードの構成が大幅に変更され、コードの適用対象となる機関の分別が図られた。前述のように、2012年UKSSコードは、7個の原則とガイダンスで構成されていた。コードの適用対象は、アセットオーナーとアセットマネージャーである。そして、両者が、議決権行使助言会社や投資助言会社などといった、外部のサービスプロバイダーに業務を委託している場合、サービスプロバイダーにもUKSSコードが適用されることになっていた。

しかし、アセットオーナーとアセットマネージャーを想定して作成された原則とガイダンスには、サービスプロバイダーにとって不適切な部分や無関係な部分があると考えられていた（FRC 2019: 10）。そこで、2020年UKSSコードは、ガイダンスを削除した上で、アセットオーナーとアセットマネージャーを対象にした12個の原則、および、サービスプロバイダーを対象にした6個の原則を新設した。適用対象である3つの機関の区分が明確になっている点に特徴がある。

また、2012年版までのUKSSコードは、コードを採用する機関（署名機関）が上場株式に投資している場合、コードを適用することを要求していたが、2020年版UKSSコードは、株式以外の資産に投資している場合にも、コードを適用することを要求した。株式は、ポートフォリオの一部であるため、株式以外に投資している場合もコードを適用すべきだとの指摘や、どの資産にコードを適用しているのか不明確であるとの指摘を受け（FRC 2012: 8）、適用範囲が拡大されたのである。

さらに、2020年版UKSSコードは、署名機関が投資判断を行う際にも適用されるようになった。投資判断とは、資産（株式投資の場合は株式）の取得・売却・保有を指す。従来、会社に問題が生じた際に、即座に株式を売却することは、会社に影響を与える上で効果的でなく、受益者の利益にもならないと考えられていた（Walker 2009: 70）。これが影響してか、2012年UKSSコードでは、署名機関が行うべきスチュワードシップ活動（Stewardship Activities）とは、議決権行使や会社の監視、エンゲージメント（会社との対話）を指すとされ、その中に投資判断は含まれていなかった<sup>(5)</sup>。一方、2020年UKSSコードは、スチュワードシップ活動に投資判断を含めるとともに、エンゲージメントがどのように投資判断に影響を与えたかなどの情報開示を求めるようにもなった。

このような変化があった正確な理由は定かでないが、たとえば、会社が株主の要求に全く応じない場合や倒産寸前の場合には、株式を売却した方が合理的であると考えられる。つまり、株式の売却は、必ずしも受益者に損害を与えるとは限らず、むしろ、後述するスチュワードシップの目的である受益者利益の実現になる場合もあるため、スチュワードシップ活動に含まれたと推測できる。

しかし、投資判断をエンゲージメントと同等に重視することは、皮肉なことに、エンゲージメント

---

(5) もっとも、2012年版までのUKSSコードは、株式の売却が顧客、または、受益者の最善の利益になる場合、売却を妨げないとしており、売却を完全に否定していたわけではない。

への期待を下げることになるともいわれている (Davies 2020: 22-23)。つまり、機関投資家は、会社との対話などをせずに、短期的な株式の売却を優先してしまうのではないかと懸念されている。

## (2) アプライ・アンド・エクスプレインの導入と開示規制の充実

次に、コードの適用を強化する改革が行われている。前述のように、2012年版までのUKSSコードは、原則のコンプライ・オア・エクスプレインを要求していたが、2020年版UKSSコードは、原則のアプライ・アンド・エクスプレイン (apply and explain) を要求した。つまり、署名機関は、原則を遵守し、かつ、どのように遵守しているのか説明しなければならない。

また、署名機関の情報開示に関する改革も行われており、これは最も重要な改革であるとされている (FRC 2020: 3)。2020年版UKSSコードの署名機関になるためには、1年ごとにスチュワードシップ・レポート (Stewardship Report) を提出し、FRCの認証を受けることになった<sup>(6)</sup>。レポートには、どのようにしてコードが掲げる原則を適用したのか記載する。加えて、コードの各原則には、「期待される報告事項 (Reporting Expectations)」という項目が付属している。「期待される報告事項」は、コードの署名機関がレポートに記載すべき情報を示したものであり、その中に開示すべきでないと思われる事項があるときは、開示しない理由を説明する (FRC 2020: 5)。

「期待される報告事項」は、「背景 (Context)」、「活動 (Activity)」、「結果 (Outcome)」という3つの項目から構成される。「背景」とは、原則の適用状況を把握するために必要な背景情報であり、たとえば、署名機関が採用する方針とアプローチの主な特徴などが該当する。「活動」とは、署名機関が原則を実行するために行った活動を指す。いつ、どのような活動を行ったのか、活動の目的は何か、なぜその活動をしたのかといった点を、データや事例、図などを使って説明することが望ましいとされている。「結果」とは、署名機関が行った活動の結果を指し、そこには自己評価も含まれる (FRC 2020: 6)。また、失敗した結果とその失敗から学んだことも開示する。2012年版までのUKSSコードと異なり、活動と結果の開示を重視している点に特徴があり、これは、定型的な情報開示の防止につながると評価されている (Katelouzou and Micheler 2021: 7, 21)。

加えて、機関投資家は、ファンドや投資対象地域、投資対象資産ごとに、異なる方針や戦略を有している場合があるため、2020年UKSSコードのいくつかの原則は、ファンドと投資対象地域、投資対

---

(6) スチュワードシップ・レポートの認証は2021年9月に初めて行われ、レポートを提出した189機関中、125機関が署名機関として認められた (FRC 2021: 3)。その後、2022年3月にはレポートを提出した105機関中、74機関が署名機関として認められ、署名機関の合計数は199(その内訳は、アセットオーナーが38機関、アセットマネージャーが141機関、サービスプロバイダーが20機関) にまで増加した。署名機関として認証されたアセットマネージャーは合計で£33兆の資産を運用しており、世界最大規模の投資ファンドであるBlackRockやVanguard, State Street, Fidelity, 英国の大手機関投資家であるLegal & GeneralやHermesなども含まれている。これに対して、FRCは、非常に多くの投資家とサービスプロバイダーがスチュワードシップへの取組みを示すことを望んでいると評価している ([https://www.frc.org.uk/news/march-2022-\(1\)/frc-encouraged-by-investors-embracing-the-spirit-o](https://www.frc.org.uk/news/march-2022-(1)/frc-encouraged-by-investors-embracing-the-spirit-o) (last accessed on April 12, 2022))。

象資産に応じて、署名機関の活動がどう変化したのか開示することを求めるようになった。

さらに、FRCは、UKSSコードとは別に、署名機関が開示すべき内容や優れた開示の実例を示した資料（FRC 2020; FRC 2021）も公開しており、開示規制の充実に力を入れていることがわかる。

### (3) 2020年版UKSSコードにおけるスチュワードシップの意義

#### ① 2012年版までのUKSSコードにおけるスチュワードシップ

2020年の改訂では、スチュワードシップの定義が大幅に変更されたが、そもそも、スチュワードシップという用語がソフトローに登場したのは、RIIコードからであった。しかし、RIIコードと2010年UKSSコードは、スチュワードシップを定義していなかったため、その解釈について混乱が生じ（FRC 2012: 5）、これは、コードの最大の欠陥であると批判されていた（Reisberg 2015: 228）。

そこで、2012年UKSSコードは、次のようにスチュワードシップを定義した。「スチュワードシップの目的は、最終的な資金提供者（ultimate providers of capital）も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。効果的なスチュワードシップは、会社と投資家（investors）、経済全体に利益をもたらす。……投資家にとって、スチュワードシップは、単に議決権行使だけを意味するのではない。その活動には、会社の戦略、業績、リスク、資本構造および（企業文化や報酬を含む）コーポレート・ガバナンスに対する監視とエンゲージメントが含まれる」。

この定義などを踏まえたスチュワードシップの捉え方について、2つの対照的な見解があった。

第一に、スチュワードシップは、私益（受益者と顧客の利益）のみならず、公益（ステークホルダーなどの利益）を実現することを目的としていると解する見解がある。たとえば、スチュワードシップは、単に受益者に対する機関投資家の私的な責任を表したのではなく、機関投資家と受益者という2者間の私的関係を超越した概念であり、健全な企業からの利益を享受する幅広い要素に有益な結果をもたらすものであるといわれていた（Chiu 2013: 456, 463）。また、スチュワードとしての株主の義務は、単に自らと顧客のみのためではなく、地域や社会などといった、ステークホルダーの利益のために持続的な価値を保つことであるともいわれていた（Reisberg 2011: 135）。

これらの見解は、UKSSコードの策定経緯、および、スチュワードシップの定義、ガイダンスの内容に着目していると考えられる。UKSSコードの前身であるISCのソフトローは、機関投資家がガバナンス活動を通じて受益者と顧客の利益を実現することを目的としていた（森 2022: 12-13）。一方、UKSSコードの策定を勧告したウォーカー報告書は、個々の投資家の利益よりも、会社の長期的繁栄や公益、衡平を実現することを求めていた<sup>(7)</sup>。この影響を受けてか、上記の定義からわかるように、

(7) ウォーカー報告書は、次のように述べている。「ガバナンスやスチュワードシップ、エンゲージメント活動は、影響力のある方法で適宜に会社の問題に対応することによって、受益者へのリターンを拡大し、会社の長期的な業績を向上させる。公共の利益の問題として、株主が有限責任を享受しているということを考慮すると、主要株主の影響が株式取引を通して及ぼされるという状況を、納得のいく所有者モデル（ownership model）とみなすことはできない。……所有者として重要な権利を有し、有限責任を享受する者は、その代償として

スチュワードシップは、会社の長期的成功や投資家全体、経済全体の利益の実現を目的としている。また、2012年版までのUKSSコードは、ガイダンスにおいて、環境や社会、経済などのステークホルダーを考慮することを求めている<sup>(8)</sup>。したがって、スチュワードシップは、受益者と顧客の利益のみならず、他の投資家やステークホルダーの利益も実現する責務を意味すると考えられるのである。

第二に、以上の見解とは対照的に、スチュワードシップとは、社会的責任を意味するのではなく、株主が自らの利益のために活動することを要求するものであると解する見解がある (Talbot 2013: 815-816)。また、スチュワードシップは、受益者の最善の利益を実現することを要求する受託者義務 (fiduciary duty) に近い概念であるともいわれていた (神作 2014: 13; Goto 2018: 6)。

これらの見解は、機関投資家が負う法的義務、および、スチュワードシップという用語の本来の意味に着目していると考えられる。本来、機関投資家は受託者義務を負うため、専ら受益者の利益のために活動しなければならない。また、一般的に、機関投資家と受益者・顧客の間では、受益者・顧客の利益のために資産運用をする旨の契約が結ばれている。実際、このような義務を意識してか、2012年UKSSコードは、投資家は、最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、諸原則を遵守すべきであるとしていた。加えて、本来、スチュワードシップという用語は、他者の資産を当該他者のために管理することを意味する<sup>(9)</sup>。したがって、機関投資家にとって、スチュワードシップとは、公益ではなく、受益者と顧客の利益を実現する責務を意味すると考えられるのである。

以上のように、2012年版までのUKSSコードにおいては、スチュワードシップの解釈について見解が分かれており、混乱が生じていたように思われる。実際、機関投資家は、誰に対してスチュワードシップ責務を負っているのか、すなわち、機関投資家は、会社、受益者、ステークホルダーのうち誰のスチュワードとして活動すべきなのか、不明確であると批判されていた (Reisberg 2015: 229; Chiu 2013: 467)。このような問題を受けてか、2020年に、大幅な改訂が行われた。

---

スチュワードシップ義務 (duty of stewardship) を負うべきである (Walker 2009: 70)。「金融危機は、株主が有限責任を享受する一方、主要な銀行と納税者は、無限責任を負ったことを明らかにした。これは、過去には十分に認識されていなかった所有者としての株主の責務の重要性を強調する (Walker 2009: 12)」。

(8) 2012年版までのUKSSコードは、会社のリスクアプローチに懸念がある場合、機関投資家は会社に介入すべきであり、そのリスクには環境問題や社会問題に関係するリスクを含むとしていた (原則4ガイダンス)。このガイダンスは、機関投資家が経済的業績のみに注目するのではなく、会社の社会的責任に関心を持ち、社会に対する影響など、会社の業績について総合的な見解を有すべきとしているのだらうといわれている (Chiu 2013: 465)。また、経済にストレスがかかっている場合、集团的エンゲージメントが最も適切な方法になり得るとの規定もあった (原則5ガイダンス)。このガイダンスは、公益に対する関心を表しており、投資家が、他者に関心を持たず、自己利益を追求するという考え方から脱却しているといわれている (Chiu 2013: 467-468)。

(9) スチュワードシップは、古くは王室の資産を管理する管理者のことを意味し、現代では、他人の財産を管理する者や、預託を受けた資産を管理運用することを意味する (神作 2014: 13)。

## ② 2020年版UKSSコードにおけるスチュワードシップ

2020年版UKSSコードは、「スチュワードシップとは、顧客と受益者にとっての長期的な価値を創出するための、責任ある資本の配分（allocation）と管理（management）、監視（oversight）であり、それは経済と環境、社会にとっての持続的な利益につながる。」と定義した。

これに対し、投資収益ではなく、ESGが究極の目的とされていると批判する声があるが（村田 2021: 187）、改訂過程を踏まえると、そうではないことがわかる。改訂案では、「スチュワードシップは、受益者と経済、社会に持続的な価値をもたらすために、機関投資コミュニティにおいて責任ある資本の配分と管理を行うことである。」と定義されていた。しかし、この定義は、受益者・経済・社会を併記していたため、受益者の経済的な利益を犠牲にして経済や社会の利益を実現することを求めているように読み取れ（Davies 2020: 24-25）、受益者利益のために活動するという機関投資家の法的義務に反するのではないかと指摘があった（Financial Conduct Authority: FCA 2019: 11）。そこで、経済と環境、社会にとっての良好な結果は、顧客と受益者の利益の追求から生じる間接的なものであるとの考えが示され（FCA 2019: 12）、最終的に、前述した定義に変更された。

つまり、最優先の目的は、顧客と受益者の長期的利益の追求であり、それが、経済や環境、社会などといったステークホルダーの利益につながると考えられているのである（Davies 2020: 25; 林 2020: 41）。顧客と受益者の利益が最優先という点で、機関投資家が負う法的義務との整合性が図られるとともに、機関投資家が顧客と受益者に対して責務を負うことが明確になっている。

このように、新たなスチュワードシップは、受益者の利益を最優先にした上で、経済や環境、社会といったステークホルダーにも配慮している。つまり、2020年UKSSコードは、受益者利益とステークホルダー利益の両立・調和を図っているといえる。しかし、両者は両立できるのだろうか。たとえば、機関投資家がステークホルダーを考慮するよう会社に要求し、その結果、会社が環境に優しい製品を製造したり、労働環境を改善したりすると想定する。このような改革は、ステークホルダーの利益になるが、コストがかかる分、会社の経済的利益、ひいては、受益者の経済的利益も減少する。したがって、受益者の利益とステークホルダーの利益は両立できないように思われる。

一方、UKSSコードが推奨している長期的な受益者利益の実現という観点からすると、必ずしも受益者利益とステークホルダー利益が両立できないとは限らない。確かに、会社がステークホルダーを考慮した活動をすると、短期的には、会社の利益が減少するだろう。しかし、長期的に見ると、そのような会社では、世間の評判や信頼、労働者の勤労意欲が徐々に上昇し、その結果、会社の業績も向上する可能性がある。また、環境汚染や労働問題の被害者などからの訴訟リスクを低くすることもできるだろう。したがって、会社と受益者の長期的な利益を実現するためには、コストがかかったとしても、ステークホルダーの利益を実現した方が望ましいとも考えられるのである。

2020年UKSSコード自体には、このような考え方は示されていないが、改訂過程では、長期的な受益者利益の追求であれば、経済的・社会的な利益の実現とは相反しないという見解が紹介されている（FCA 2019: 12）。また、このような考え方は、国連の責任投資原則（Principles for Responsible

Investment: PRI) や、5で後述する英国の会社法、年金法などの考え方も合致している。2020年 UKSSコードは、スチュワードシップの概念を広げ、広範な要素へのエンゲージメントを推奨することによって、受益者の利益を実現しているのである (Reddy 2021: 844)。

## 4 2020年版UKSSコードが掲げる原則

### (1) 原則1：目的・投資哲学・戦略・企業風土

4では、2020年版UKSSコードが掲げる原則の内容について検討する。ただし、紙幅の関係上、サービスプロバイダーを対象とする原則は割愛し、アセットオーナーとアセットマネージャーを対象とする原則について、2012年版と比べて、大きく変化した点や特徴的な点のみを扱う。

まず、2020年版UKSSコードはUKCGコードを反映している。2018年版UKCGコードは、「取締役会は、会社の目的、価値観、戦略を確立し、それらと企業風土 (culture) を合致させるべきである。」と規定している (原則B)。FRCは、この原則をUKSSコードにも反映させるべきであると主張した。FRCは、機関投資家に明確な目的を設定させることによって、機関投資家の役割が明確になるとともに、機関投資家の目的と価値観、戦略、企業風土がスチュワードシップの目的の実現にどのように寄与しているのか明示されるようになると考えたのである (FRC 2019: 16)。

そこで、2020年UKSSコードは、「署名機関の目的と投資哲学 (investment beliefs)<sup>(10)</sup>、戦略、企業風土によって、顧客と受益者の長期的な価値を創出するスチュワードシップが実現され、それは経済と環境、社会のための持続的な利益につながる。」という原則を新設した (原則1)。署名機関が、どのような目的や価値観、戦略、企業風土、投資哲学を有しているか、そして、それらがどのようにスチュワードシップや投資判断に影響したのか開示することが求められている。

このような開示が行われることによって、市場の参加者は十分な情報に基づいた選択を行えるようになるといわれている (Katelouzou and Micheler 2021: 6)。つまり、受益者と顧客は、資産運用の委託先を選択する際、自らと同じ目的や価値観を持つ機関投資家に運用を委託できるのである。

### (2) 原則4と原則7：リスクとESGへの対応

前述のように、新たなスチュワードシップの定義は、経済や環境、社会といった広範なステークホルダーに配慮している。これに加え、2020年版UKSSコードは、以下の2つの原則を新設しており、コードの視野と目標は非常に広いともいわれている (Reddy 2021: 844; Davies 2020: 5)。

まず、2020年UKSSコードは、機関投資家は市場秩序 (market integrity) の守護者であるとした。そして、「署名機関は、機能的な金融システムを促進するために、市場規模のリスク (market-wide

---

(10) 投資哲学とは、望ましい投資結果を達成するためにどのような要素が重要であるか、および、そう考える理由と定義されている。

risks) とシステミックリスクを把握し、対応する。」という原則を新設した(原則4)。市場規模のリスクとは、市場全体において、財務上の損失を生じさせたり、パフォーマンスに影響を与えたりするリスクであり、システミックリスクとは、産業、金融市場または経済の崩壊につながり得るリスクであると定義されている。つまり、特定の会社に特有のリスクのみならず、市場全体や産業、金融市場、経済に影響を与える総体的なリスクに対応することが求められているのである。総体的なリスクは、分散投資をしても避けられないことに加え、総体的なリスクへの対応はポートフォリオ全体に利益をもたらすため、この原則は有益であると評価されている (Reddy 2021: 866)。

次に、2020年UKSSコードは、投資家が投資判断とスチュワードシップを行う際、ESGと気候変動が重要な課題であるとしている。そして、「署名機関は自らの責務を果たすために、スチュワードシップと投資を、重要なESG問題と気候変動を含めて、体系的に統合する。」という原則を新設した(原則7)。2012年版までのUKSSコードでも、同趣旨の内容が原則1のガイダンスで言及されていたが、コードはESGに言及すべきとの意見 (BEIS 2018b: 14) や、ガバナンス担当の部署が独立してスチュワードシップ活動を行うのではなく、スチュワードシップ活動を投資プロセスに統合すべきだとの意見 (FCA 2019: 15) があった。そこで、2020年版UKSSコードは、「ESGと気候変動を含めて」という表現を加えた上で、この原則を新設したのである。FRCは、スチュワードシップと投資を統合する方法の例として、投資判断をする部署とスチュワードシップ担当の部署、ESG担当の部署が定期的に会談することを挙げるとともに、異なる部署間の交流が説明されるべきだとしている (FRC 2020: 28-29)<sup>(11)</sup>。2012年版までのUKSSコードと異なり、投資後の活動というよりも、投資に至るプロセスを重視している点に特徴がある (Cash and Goddard 2021: 41-42)。

この原則7におけるESGと気候変動は、原則4にいう市場規模のリスクとシステミックリスクになり得るという点で、上記の2つの原則は関連している (FRC 2021: 19)。また、詳しくは後述するが、上記の2つの原則は、エンゲージメントに関する原則とも関連している。

### (3) 原則9と原則10：エンゲージメント

2012年版までのUKSSコードは、エンゲージメントの重要性を認識していたが、エンゲージメントを直接規定した原則は存在しなかった。一方、2020年版UKSSコードは、「署名機関は資産の価値を維持し、向上させるために、発行会社とエンゲージする。」という原則を新設している (原則9)。FRCは、建設的かつ明白な意図を持ったエンゲージメントは、スチュワードシップ責務を果たす上

(11) たとえば、アセットマネージャーのLazardは、投資を専門とする特定の従業員にサステナビリティに関するリスクを考慮・評価する責務を負わせるとともに、利用するアナリストの報酬や評価を決定するに当たり、当該アナリストの分析にサステナビリティが含まれているか否かを考慮する旨を開示している。また、アセットマネージャーのWellingtonは、持続的な投資戦略を説明するとともに、気候変動対策に焦点を当てることによって炭素削減やサステナビリティに対応したポートフォリオを構築する旨を開示している。FRCは、このような取組みや開示を優れた実例として挙げている (FRC 2020: 29; FRC 2021: 19)。

で最も効果的な方法であるとしている（FRC 2019: 19）。エンゲージメントを通じて、会社が抱える問題を把握・解決し、受益者の利益を維持し、向上させるという点は、従来と同じである。

ただし、2012年UKSSコードは、エンゲージメントとは目的を持った対話であると定義していたが、2020年UKSSコードは、エンゲージメントを対話に限定せず、広く捉えている。2020年UKSSコードの原則9は、エンゲージメントの方法の例として、取締役会議長や取締役会構成員と会談すること、経営陣と会談すること、懸念を表明するために会社に手紙を送付すること、会社のアドバイザーを通して問題を提起することを挙げた上で、エンゲージメントはこれらの方法に限定されるわけではないとしたのである。これに伴い、原則9は、エンゲージメントの方法と選択したアプローチの根拠を説明することを求めるようになった。また、エンゲージメントの目的や結果、対象とした問題、事例、今後の計画を開示することが強く求められている（FRC 2021: 60, 65）<sup>(12)</sup>。

加えて、エンゲージメントに関しては、「必要に応じて、署名機関は発行会社に影響を与えるために協働的エンゲージメント（collaborative engagement）に参加する。」という原則もある（原則10）。投資家同士の協働は、いわゆる、合理的無関心の問題<sup>(13)</sup>とフリーライド問題<sup>(14)</sup>を解決できると考えられているため、これと同趣旨の原則が2012年版までのUKSSコードにも存在していた。

一方、2020年UKSSコードは、投資家同士の協働のみならず、投資家とステークホルダーの協働も推奨している。FRCは、協働的エンゲージメントは、投資家たちが会社に協働で影響を与える以上のこと、たとえば、業界レベルの問題、企業集団の問題、会社の個々の問題を解決するために、投資家がステークホルダー等と共に活動することであるとしている（FRC 2019: 19; FRC 2020: 39）。つまり、2020年UKSSコードは、前述した原則4と原則7のように、広範なリスクやESGへの対応を求めるが故に、投資家とステークホルダーが協働することを要求していると考えられる。実際、FRCは、市場の参加者とステークホルダーが連携して、リスクに対応し、適切に機能する金融市場を促進する、すなわち、原則4と原則10は関連していると述べている（FRC 2021: 16, 20）。

このように、各原則が互いに関連している点にも2020年版UKSSコードの特徴があり、FRCは、署

---

(12) たとえば、アセットマネージャーのAmundiは、温室効果ガス排出の削減をエンゲージメントの目的として掲げた上で、その目的のために、会社に対して、Science Based Targets: SBT（パリ協定と整合した、企業が設定する温室効果ガス排出削減目標）に取り組み、その取組みを検証するよう要求していく旨を開示した。FRCは、このような開示を、エンゲージメントの目的や今後の詳細な活動内容を示した優れた実例として挙げている（FRC 2021: 60-61）。

(13) エンゲージメントにはコストがかかるが、必ずしも投資先会社の業績向上につながるとは限らない。仮に、エンゲージメントをしなかった結果、投資先会社の業績が下落したとしても、機関投資家は株式を売却して会社から退出し、損害を限定することができる。したがって、機関投資家にとって、エンゲージメントをしないこと（会社に関心であること）が合理的になる。

(14) 機関投資家がコストをかけて積極的にエンゲージメントし、会社の業績が向上した場合、そのリターンは何もしていない他の投資家にも分配される。つまり、競争関係にある他の機関投資家がフリーライド（ただ乗り）することを嫌い、機関投資家はエンゲージメントをしなくなる。

名機関が複数の原則を相互参照して、情報開示をすることを推奨している（FRC 2021: 22）<sup>(15)</sup>。

#### (4) 原則2：ガバナンス・リソース・インセンティブ

2020年版UKSSコードは、「署名機関のガバナンスとリソース、インセンティブは、スチュワードシップを補助する。」という原則を新設した（原則2）。この原則は、従来、指摘されていた、以下の3つの問題に対応する役割を果たしており、コードの実効性の確保を図る趣旨がある。

第一に、機関投資家のガバナンスと組織構造、指揮命令系統（reporting line）が不適切であるとの批判があった（FRC 2019: 17）。ここにいうガバナンスとは投資先会社に対するガバナンスではなく、機関投資家自身におけるガバナンスである。つまり、UKSSコードを適切に遵守するためのガバナンス体制や組織構造を整えている機関投資家が少なく、その結果、形式的なコードの遵守が行われていたのである。そこで、原則2は、署名機関が社内にどのような機関を設置し、その機関が、どのようなプロセスで意思決定を行い、自社のUKSSコードの遵守の監視と促進においてどのような役割を果たしているのか説明することを求めるようになった（FRC 2020: 13-14）。

第二に、エンゲージメントには、資金や人材などのリソースを要するところ、分散投資を行う機関投資家は、すべての会社にエンゲージメントをするだけのリソースが確保できないという問題がある（FRC 2019: 17）。そこで、原則2は、リソースを配分すべき対象を具体的に示すととも<sup>(16)</sup>、署名機関がどのようにリソースを配分したか、開示することを求めるようになった。

第三に、エンゲージメントについては、エンゲージメントを担当する従業員の報酬と運用成果が連動していないこと、すなわち、エンゲージメントをするインセンティブの欠如を指摘する声がある（Rock 2018: 371）。そこで、原則2は、署名機関が、パフォーマンス管理や報酬プログラムを通じて、従業員にどのようなインセンティブを与えているか、開示することを求めるようになった。

## 5 UKSSコードと英国会社法の関係

### (1) 取締役の義務

前述のように、UKSSコードは長期主義に立脚するとともに、市場全体やステークホルダーの利益の実現を求めている。その理由は、前述のように、金融危機後に、機関投資家の短期主義が批判されたことにあると考えられるが、英国会社法を研究すると、それ以外の理由もあることがわかる。

---

(15) たとえば、アセットオーナーのChurch Commissioners for Englandは、他の複数のアセットオーナーと協働し、採掘会社に対して、廃棄物の管理基準を作成して情報開示を行うよう要求するとともに、投資家の要求に応じない4社に対してエンゲージメントを行った結果、エネルギー大手のExxon社が情報開示をするようになった旨を開示している。FRCは、このような取組みと開示を、原則4と原則10を相互参照している優れた実例として挙げている（FRC 2021: 21）。

(16) たとえば、人員構成、従業員研修、多様性の確保、調査や分析への投資など。

英国会社法の現行法は2006年会社法（Companies Act 2006）である。中でも、UKSSコードと英国会社法の関係を検討する上で重要なのが、取締役の義務に関する172条である。172条は、会社の取締役は、全体としての株主の利益のために、会社の成功を最も促進するであろうと誠実に考える方法で行動しなければならないとする。また、その際、取締役は、①意思決定により長期的に生じると思われる結果、②会社の従業員の利益、③供給業者、顧客およびその他の者との事業上の関係を育成する必要性、④地域社会および環境に対する会社活動の影響、などを考慮しなければならないと規定している。この172条において着目すべきは、以下の3点である。

第一に、「全体としての株主の利益のために（members as a whole）」という表現からわかるように、172条は、特定の株主ではなく、すべての株主の利益を目的としている。

第二に、172条は、意思決定により長期的に生じると思われる結果を考慮することを求めている。これは、取締役が株主の圧力に応じ、過度に会社の短期的な利益に注目する傾向にあるという批判を受けて、設けられた規定であり、取締役に会社の長期的業績も考慮させることを目的としている（Keay 2020: 139）。2006年会社法制定に当たり、英国政府は、株主のエンゲージメントを通じて、会社の長期的業績を推進することを目的とした（Department of Trade & Industry: DTI 2005: 8）。

第三に、172条は、従業員や供給業者、顧客、地域社会、環境など、株主以外のステークホルダーも考慮することを求めている。ただし、取締役が株主の利益を追求する際に、ステークホルダーも考慮することが求められており、あくまでも株主の利益が優先されている（Keay 2020: 161）。

172条の立法段階において政府は、取締役は株主の利益のために会社の成功を促進しなければならない一方、これは、長期的なパフォーマンス、および、従業員の利益や地域社会と環境に対する影響といった、広範な利益を考慮することによって実現されると述べている（DTI 2005: 16）。つまり、会社がステークホルダーの利益を考慮した活動をすると、それが株主利益にもつながると考えられているのである（山口 2008: 122）。英国では、このような考え方は、「啓発的株主価値アプローチ（Enlightened Shareholder Value Approach）」と呼ばれており、株主利益最大化を長期主義や他のステークホルダー利益と調和させることを目的としているといわれている（大塚 2021: 134）。

## (2) 情報開示規制と株主の役割

このような172条における取締役の義務の履行を促すために、2006年会社法は、情報開示規制を行っている。公開会社は事業年度ごとに取締役報告書（Directors' Report）を開示するが、その中に事業レビュー（Business Review）を含める必要がある。事業レビューには、会社の事業についての公正な分析、会社が直面する主要なリスクと不確実性を記載する。また、上場会社の場合、事業の長期的な発展・成果・状況に影響すると思われる主な潮流と要因のほか、環境・従業員・社会と地域社会に関する事項について、会社の方針と当該方針の効果なども記載する。この開示規制が、株主の役割や、UKSSコードと英国会社法の関係を検討する上で重要である。

事業レビューの目的は、株主に情報を開示し、取締役が2006年会社法172条の義務をどのように果

たしているのか株主が評価することを助けることであると規定されていた（2006年会社法417条2項）。つまり、事業レビューは、株主に向けたものであると考えられる。事業レビューの情報をもとに、株主は、取締役が172条の義務を果たしているか、すなわち、株主全体の長期的利益とステークホルダーが適切に考慮されているのか評価するのである。開示規制は、取締役の義務に対する株主のチェック体制を担保する不可欠な要素であったといわれている（山口2008:148）。

また、事業レビュー導入に当たり、株主の権利行使を促進する改革も行われている<sup>(17)</sup>。政府は、取締役の義務の制定法化や情報開示の拡充、株主の権利行使の促進は、取締役と株主が、会社の長期的業績を促進するために、共に活動できるようにすることを目的としていると述べており（DTI 2005:12）、株主に期待していることがわかる。特に、会社法上、ステークホルダーは取締役に義務を履行させる手段を有していないため（Keay 2020:192）、株主の役割が重要であると考えられる。

そして、その後の会社法改正とUKCGコードの改訂を見ると、株主に対する期待は更に高まっている。まず、非財務情報の開示の水準を向上させ、強力かつ効果的な株主のエンゲージメントを実現することを目的に（Department for Business Innovation & Skills: BIS 2010:14）、2013年に会社法が改正された。その結果、会社は、事業レビューに代わって、戦略報告書（Strategic Report）を開示するようになった（2006年会社法414A条）。戦略報告書には事業レビューの記載事項に加え、人権や従業員の多様性などに関する情報を記載する。この法改正に当たり、政府は、株主が積極的・献身的な、会社の所有者になるために必要な情報（そこには社会と環境に関する事項が含まれる）を株主に与えるつもりであると述べており（BIS 2011:4）、株主に期待していることがわかる。

また、2016年以降、万人のために機能する経済を築くことを目的に、政府主導でガバナンス改革が行われた。その一環として、ステークホルダーに関する改革が検討され、戦略報告書の目的<sup>(18)</sup>の実現を図るために情報開示の明確性・透明性を強化することが提唱された（BEIS 2016:40-41）。そして、2018年に会社法が改正され、大会社<sup>(19)</sup>の戦略報告書には、2006年会社法172条が掲げている事項を、取締役がどのように考慮したのか記載するようになった（2006年会社法414CZA条）。

加えて、2018年に改訂されたUKCGコードは、「取締役会は、ステークホルダーの見解を理解し、年次報告書において、ステークホルダーの利益と172条で規定されている事項が、取締役会の議論と意思決定において、どのように考慮されているのか説明すべきである。」としている（規程5）。前述

---

(17) たとえば、従来、株主の代理人は株主総会で発言できなかったが、2006年会社法は発言を認めるようになった。また、従来、株主提案に要する費用は株主が負担していたが、2006年会社法は、株主総会に先立つ事業年度末までに株主提案が行われた場合、会社が費用を負担するようにした（316条1項、340条1項）。さらに、会社定款の規定に基づいて、株主名簿上の株主ではない者が株主権を行使・享受できることについて、確認的な規定が設けられた（145条）。

(18) 戦略報告書の目的は事業レビューと同じである（2006年会社法414C条1項）。

(19) 大会社（条文上では、medium-sizedではない会社）とは、①売上高£3,600万超、②資産総額£1,800万超、③従業員数250名超のうち、いずれか2つ以上を充たす会社のことを指す。

のように、このUKCGコードの遵守状況を評価するのは機関投資家である。政府は、UKCGコードの改訂と法改正の協働によって、ガバナンス改革を実現しているのである（川島 2019: 498）。

以上のように、2006年会社法とUKCGコードは、開示規制を通じて、株主（特に機関投資家）が取締役に172条の義務を果たさせること、すなわち、株主全体の利益と会社の長期的利益、ステークホルダーの利益を実現することを求めている。そして、株主に対する期待は年々高まっている。

しかし、金融危機で明らかになったように、機関投資家は受益者の短期的利益のみを追求する傾向にある。そこで、UKSSコードは、会社の長期的成功や市場全体の長期的利益、その他のステークホルダーも考慮することを機関投資家に推奨したのである。つまり、UKSSコードは、会社法とUKCGコードが理想とする株主像を導き出し、両者を補完する役割を果たしているといえる。

特に、2020年UKSSコードは、会社法との親和性が高い。2020年UKSSコードは、署名機関は、原則を適用する際、取締役の義務、特に172条において取締役が考慮すべきとされている事項を考慮すべきであるとしている。つまり、取締役と同様、署名機関が、従業員や供給業者、顧客、地域社会、環境など、株主以外のステークホルダーも考慮することを求めている。また、前述のように、2020年UKSSコードは、受益者利益とステークホルダー利益の調和を図っているが、これは、株主利益とステークホルダー利益の調和を図っている啓発的株主価値アプローチと親近性・整合性があるといえる。実際、2020年UKSSコードは、機関投資家の規範構造を、172条における取締役の規範構造と合致させているといわれている（Davies 2020: 25）。

取締役はステークホルダーを考慮することによって、会社（株主全体）の長期的利益を実現し、機関投資家はステークホルダーの考慮を取締役に促すことによって、会社（受益者）の長期的な利益を実現する。スチュワードシップ責務を負う機関投資家は、ステークホルダーを考慮したエンゲージメントを行うことによって、啓発的株主価値の実現に貢献するのである（大塚 2021: 135）。

加えて、近年、英国では、ESG投資と受託者義務の関係が盛んに議論され、ESGが会社の業績と投資収益に関係しているとの認識に基づき、2018年に年金法関連の法改正が行われた。その結果、職域年金の運用受託者にはESGの考慮が求められるようになった（The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005 s.2(4)）。また、2019年にはEUの指令（Directive (EU) 2017/828）が国内法化され、機関投資家が投資先会社の社会的・環境的影響とガバナンスをどのように監視するか開示することが求められるようになった（FCA Handbook SYSC 3.4.5(2)(d), COBS 2.2B.6(2)(d)）。さらに、前述した責任投資原則もESGの重要性を説いている。FRCは、2020年のコード改訂の際、これらの改革を紹介しており（FRC 2019: 6-8）、2020年版UKSSコードは、世界的にESGが重視されていることの影響を受けているともいえる。前述した新たなスチュワードシップの定義・目的は、ESG投資の定義・目的と密接に関連しているのである（林 2020: 42）。

## 6 むすびに代えて

2020年、UKSSコードは8年ぶりに改訂された。改訂内容は多岐にわたり、紙幅の関係上、本稿で検討できなかった点もあるが、2020年版UKSSコードの特徴は主に2つあると考えられる。

第一に、コードの実効性確保が図られた。2020年版UKSSコードは、アプライ・アンド・エクスプレインを採用するとともに、情報開示の充実に力を入れた。「期待される報告事項」に基づき、署名機関に情報開示を行わせ、FRCがその認証を行うという点で、エンフォースメントの強化が図られた。また、自社のガバナンスの確保を求めるなど、署名機関に対する規律付けが強化された。

近年、日本でも、JPSSコードの実効性確保に関する議論が行われている。しかし、JPSSコードは、コンプライ・オア・エクスプレインを採用するにとどまり、英国のような開示規制も行われていない。情報開示の充実は、受益者と顧客が開示情報に注目し、十分な情報に基づいて資産運用の委託先を決定したり、コードの遵守が不十分な署名機関に対して懸念を表明したりすることにつながる。つまり、受益者と顧客を通じて、コードの採用と適切な遵守を促進することが可能になる。特に、FRCのような、コードの遵守状況を監視する機関が存在しない日本では、受益者と顧客の役割が一層重要になるため、英国の情報開示改革は参考になるだろう。

他方で、英国では、1年ごとに署名機関が行った活動の結果を開示させることは短期主義を招くのではないかという懸念 (Davies 2020: 22) や、機関投資家の負担が増大するという懸念 (Cash and Goddard 2021: 44; 大塚 2021: 52)、開示情報の正確性が保証されていないという懸念 (Cash and Goddard 2021: 58-59) がある。また、機関投資家の投資戦略は多岐にわたるところ、コードの厳格なアプライを求めることや、厳格な開示規制を設けることは望ましくないと考えられる。したがって、今後、2020年UKSSコードに対する機関投資家の反応を注視する必要があるだろう。

第二に、広範なりスクやESGの考慮、ステークホルダーとの協働を機関投資家に求めるなど、UKSSコードの射程は広がっている。ただし、新たなステewardシップの定義からわかるように、あくまでも受益者と顧客の長期的利益が最優先になっている点に注意する必要がある。これには、機関投資家が負う法的義務と英国の会社法、年金法、EUの指令との連関性が認められる。

しかし、受認者義務とESG投資の関係については未だに混乱があり (Cash and Goddard 2021: 55)、ESG投資が投資収益の向上につながるのか、不明確であるともいわれている (Katelouzou and Micheler 2021: 11)。また、ステewardシップの定義に経済や社会という文言を含めることには反対があった。つまり、現場の投資家とFRC・政府との間に認識のずれがあるように思われる。

日本においてもESGの重要性が議論されており、2020年に改訂されたJPSSコードは、「運用戦略に応じたサステナビリティ (ESG要素を含む中長期的な持続可能性)」の考慮を求めるようになっている。これは、ESGの考慮がリスクの減少や収益機会につながるのと認識に基づくものであり、英国と同様であるといえる。ただし、JPSSコードは、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」という表現をとっており、運用戦略次第では、たとえ収益機会につながるとしてもESGを考慮する必

要はないとする点で、UKSSコードよりも慎重な姿勢であると思われる。

英国と異なり、日本の会社法や年金法、その他の業法などは、ステークホルダーを考慮する義務を取締役と機関投資家に課していない。つまり、UKSSコードと異なり、JPSSコードにはハードローとの関連性がなく、機関投資家にステークホルダーを考慮させる上での法的基盤が欠ける状態であるため、ESGの考慮について慎重な姿勢を取ることは妥当であろう。今後、日本でもESGを一層重視する場合、英国のような法的基盤の整備について、慎重に検討する必要があるだろう。

また、前述のように、ESGをはじめとした広範な問題に対応するためには、投資家とステークホルダーの協働も重要になる。しかし、原則において、投資家のみならずステークホルダーを含めた協働的エンゲージメントを求めている2020年UKSSコードと異なり、JPSSコードは、原則ではなく、指針において、投資家同士が協働して対話を行うことが有益な場合もあり得るとするにとどめている。したがって、協働的エンゲージメントの重要性に対する認識を高める必要もある。

2020年に、JPSSコードが改訂された際、2020年版UKSSコードも参考にされたものの、JPSSコードの大部分は2012年版UKSSコードに依拠したままである。したがって、以上のような、開示規制の相違や、ESGの考慮に関する考え方の相違、協働的エンゲージメントの重要性に対する認識の相違などが生じており、両者の相違は拡大している。本稿の執筆時点では、2020年版UKSSコードに対する反応と評価が徐々に現れ始めている段階であり、その評価は未だ確立していない。今後、2020年版UKSSコードの詳しい評価や実務の反応を参考に、JPSSコードの在り方を検討するとともに、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割と、その役割を実現させる法的な方法などを考察していきたい。

## 引用文献

- 大塚章男 (2021) 『法学から考える ESG による投資と経営』 同文館出版
- 川島いづみ (2019) 「非財務情報の開示と開示規制—イギリスにおける非財務情報に関する開示規制の進展」 尾崎安史ほか編『公開会社法と資本市場の法理 上村達男先生古稀記念』 商事法務
- 神作裕之 (2014) 「コーポレート・ガバナンス向上に向けた内外の動向—スチュワードシップ・コードを中心として—」 旬刊商事法務2030号
- 林順一 (2020) 「英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察—改訂に至る経緯と主な改訂内容—」 国際マネジメント研究第9巻
- 村田敏一 (2021) 『株主平等原則と株主権の動態』 法律文化社
- 森啓悟 (2022) 「コーポレート・ガバナンスにおける株主の法的役割—金融危機前までの英国における法的議論の生成—」 社学研論集39号
- 山口幸代 (2008) 「英国新会社法上の社会的配慮に関する企業責任の取扱い」 熊本法学113号
- BEIS (2016) Corporate Governance Reform: Green Paper.
- BEIS (2018a) Insolvency and Corporate Governance.
- BEIS (2018b) Insolvency and Corporate Governance: Government Response.
- BIS (2010) Corporate Law and Governance: The Future of Narrative Reporting.
- BIS (2011) The Future of Narrative Reporting: Consulting on a New Reporting Framework.
- Cash, Daniel and Robert Goddard (2021) *Investor Stewardship and the UK Stewardship Code: The Role of Institutional Investors*

in *Corporate Governance*, Palgrave Macmillan.

- Chiu, Iris H-Y. (2013) "Turning Institutional Investors into 'Stewards': Exploring the Meaning and Objectives of 'Stewardship'," 66 *Current Legal Problems* 443.
- Davies, Paul L. (2020) "The UK Stewardship Code 2010-2020 from Saving the Company to Saving the Planet?," ECGI Working Paper, No. 506/2020.
- DTI (2005) Company Law Reform.
- FCA (2019) Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Feedback.
- FRC (2012) Revisions to the UK Stewardship Code: Consultation Document.
- FRC (2019) Proposed Revision to the UK Stewardship Code.
- FRC (2020) The UK Stewardship Code: Review of Early Reporting.
- FRC (2021) Effective Stewardship Reporting: Examples from 2021 and Expectations for 2022.
- Goto, Gen (2018) "The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan," The University of Tokyo Business Law Working Paper Series, No. 2018-E-01.
- Katelouzou, Dionysia and Eva Micheler (2021) "The Market for Stewardship and the Role of the Government," LSE Law, Society and Economy Working Papers, No. 10/2021.
- Keay, Andrew (2020) *Directors' Duties*, Fourth Edition, LexisNexis.
- Kingman, Jhon (2018) Independent Review of the Financial Reporting Council.
- Reddy, Bobby V. (2021) "The Emperor's New Code? Time to Re-Evaluate the Nature of Stewardship Engagement under the UK's Stewardship Code," 84 *Modern Law Review* 842.
- Reisberg, Arad (2011) "The Notion of Stewardship from a Company Law Perspective: Re-Defined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?," 18 *Journal of Financial Crime* 126.
- Reisberg, Arad (2015) "The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere?," 15 *Journal of Corporate Law Studies* 217.
- Rock, Edward (2018) "Institutional Investors in Corporate Governance," in Jeffrey N. Gordon and Wolf-Georg Ringe (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press.
- Talbot, Lorraine (2013) "Why Shareholders Shouldn't Vote: A Marxist-Progressive Critique of Shareholder Empowerment," 76 *Modern Law Review* 791.
- Walker, David (2009) A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations.