

集

シン化する株主エンゲージメント

特

スチュワードシップ・コード 第3次改訂案の論点と方向性

金融庁 企画市場局
企業開示課 課長補佐
新谷 亜紀子

建設的対話のため実質株主を把握し 協働エンゲージメントを促進

金融庁は2025年3月21日、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」での議論を踏まえて『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》に投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために「（案）」を公表し、4月20日までパブリックコメントを実施した。同コードはこれまで2度の改訂を行っており、今回の改訂では、実質株主の透明性向上や協働エンゲージメントの促進などを通じてスチュワードシップ活動の実質化（株主エンゲージメントの強化）を図っていく。本稿では、コード改訂のポイントと方向性について解説する。

SSコードの 狙いと期待する効果

スチュワードシップ・コード（SSコード）は、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ

イーの考慮に基づく「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任（スチュワードシップ責任）を果たすための原則である（図表1）。2014年に策定されて以降、SSコードは17年、20

年と2度の改訂を行ってきた。機関投資家がSSコードを受け入れるか否かは任意だが、金融庁は受け入れ表明機関の一覧を公表している。25年3月末時点の受け入れ表明機関数は340機関であり、その内訳は信託銀行等6機関、投信・投資顧問

会社等212機関、生命保険・損害保険会社24機関、年金基金等87機関（注）その他・機関投資家向けサービス提供者等11機関となっている。

SSコードは、機関投資家が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）を採用していない。あくまでも機関投資家が、各々の置かれた状況に応じて自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たせるように「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）に基づいている。

加えて「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法も採用している。すなわち、S

〔図表1〕

SSコードの概要

機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任（スチュワードシップ責任）を果たすための原則

枠組み

- ・機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受け入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表する仕組みを通じて、コードの受け入れを促す。
- ・プリンシプルベース・アプローチおよびコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用。

概要

機関投資家は、

1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するため、「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。

機関投資家向けサービス提供者は、

8. 機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

（出所） 金融庁

SSコードの原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明すること、

一部の原則を実施しないことも想定している。従って、前記の受け入れ表明を行った機関投資家であっても、すべての原則を一律に実施しな

本改訂における 三つのポイント

ければならないわけではない。ただし、機関投資家が当該説明を行う際、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解を十分に得られるよう工夫することが期待される。

SSコードとコーポレートガバナンス・コードの下で、日本のコーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られる。他方、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方における自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の実質化が重要との指摘もなされている。こうしたなか、24年6月の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」での議論を踏まえ、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」（アクション・プログラム2024）が公表された。スチュワードシップ活動の実質

化の観点から、建設的な目的を持った対話に資する協働エンゲージメントの促進や、実質株主の透明性向上に向けたSSコードの見直しが提言されている。これを受けて、24年10月から計3回にわたって「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」を開催し、SSコード改訂に向けた議論を重ねた。25年3月21日には、SSコードの改訂案を公表し、パブリックコメントを実施している。改訂後のSSコードの確定版は、近日中に公表を予定している。

主な改訂内容は、①実質株主の透明性向上、②協働エンゲージメントの促進、③コードのスリム化／プリンシプル化の3点である（図表2）。以下では、各改訂の概要を述べたい。

社会的ニースが高まる 実質株主の把握

まずは「実質株主の透明性向上」である。株主名簿管理には、株主名簿管理人や振替機関、口座管理機関など、多数の関係者が関与する。事業会社・個人等が株式を保有する場合、株主名

〔図表2〕

SSコード第3次改訂案のポイント

① 実質株主の透明性向上

▶企業と投資家の対話や相互の信頼関係の醸成を促進する観点から、以下の指針を規定

(改訂案)

4-2. 機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

② 協働エンゲージメントの促進

▶企業と投資家の建設的な目的を持った対話を促進する観点から、以下の指針を規定

(改訂案)

4-6. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

③ コードのスリム化／プリンシプル化

▶コード策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所などを中心に、プリンシプルベースの趣旨に立ち返り、記載を削除・統合・簡略化

(出所) 金融庁

簿上の株主が実質株主（株式について議決権指図権限や投資権限を有する者であって名義株主でない者）となるが、それ以外に実質株主である機関投資家の名前は株主名簿に登録しない。加えて、日本においては、大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除き、企業

が実質株主を把握するための制度が存在しない。企業と投資家の建設的な対話が進むなか、実質株主を把握したいとのニーズが高まっているとの指摘もある。こうした中で、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」報告書（23年12月25日公表）で

「今後、関係者においては、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである。具体的には、まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべき」とされた。今回の改訂案は、この提言も踏まえている。

現行のSSコードの「注15」では「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある」と記載していた。改訂案では、当該箇所を指針に格上げした。具体的には「機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべき」としている。なお、指針では「投資

先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべき」とし、各機関投資家の状況等に応じ、対応可能な方針を公表すべきこととしている。今後、法制審議会において、会社法における実質株主確認制度の創設について議論が進められる見込みである。同制度の創設に当たって、実務上解決すべき課題や具体的対応等を検討すべく、全国銀行協会において「実質株主確認制度整備に向けた実務者検討会」を設置した旨が公表されている。

協働エンゲージメントの利点と留意点

次に「協働エンゲージメントの促進」である。パッシブ運用の割合が高まっているなか、エンゲージメントをいっそう実効的なものとしていくため、スチュワードシップ活動に対する適切なインセンティブの付与や、スチュワードシップ活動に係る適切なコストシェアリングが重要と指摘されている。こうした指摘に関連して、運用機関では質的・量的なリソースを補いつ

つ、コスト低減の観点から複数の投資家が協働して企業に対して対話を行う取り組み（協働エンゲージメント）が見られる。

協働エンゲージメントの利点としては、①複数の投資家の対話目的が同じであれば、協働することでスチュワードシップ活動にかけるリソースを補い、コストを低減することができるほか、②複数の投資家が同じ問題意識を持つ場合、個々の投資家から繰り返し同じ質問をされるよりも協働で対話の場を持つ方が企業にとっても合理的——といったことが考えられる。

他方、機関投資家はエンゲージメント先の企業について相応のコストをかけて分析を行っており、その詳細を他の投資家に共有することは難しい。とはいえ、これを共有しないまま行う協働エンゲージメントは表層的なものにとどまり、かえって形式的なスチュワードシップ活動を助長しかねないという指摘もある。

加えて、投資家ごとに投資目的や投資期間が異なり、事業戦略等の改善策に対する投資家間

の認識が異なるものを扱うことは難しい場合がある。対話の初期段階では投資家間の問題意識が一致していても、その後の段階における対話の程度や内容、タイムライン等について投資家間で立場が異なり得る。それ故、継続的に協働してエンゲージメントを行うことが難しい場合も考えられよう。

前述した協働エンゲージメントの利点や留意点を踏まえつつ、現行コードの指針4-15における「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」との記載を改訂した。具体的には「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべ

きである」としている。

緊張ある信頼関係の構築を後押し

今般の改訂では、SSコード本来の姿である「プリンシプルベース・アプローチ」の原点に立ち返った。この趣旨を徹底する観点から、初の試みとして、策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど「スリム化／プリンシプル化」を図った。もっとも、削除・統合・簡略化された箇所については、その趣旨の重要性が否定されるものではないことに留意する必要がある。

アクション・プログラム2024では、SSコードの見直しに当たり「議決権行使と対話は点と線の関係にあり、議決権行使（点）に至るまでの対話の過程（線）で、どのような対話をするかが重要かという意識を持つことや、エンゲージメントの成果を意識して検証することが重要である」といった指摘がなされた。企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向

け、投資家と企業の「緊張感のある信頼関係」に基づく対話が行われることが重要である。

インベストメントチェーンを構成する各主体に対してさまざまな取り組みが求められるなか、スチュワードシップ活動の実質化を後押しするSSコードは、コーポレートガバナンス改革において引き続き重要な役割を担っている。SSコードの活用により、対話がいつそう実効的なものになることが期待される。

（本稿中の意見にわたる部分は筆者の個人的な見解であり、筆者が所属するいずれの組織の見解も代表するものではない）

（注）25年3月28日付で受け入れを

表明した企業年金スチュワードシップ推進協議会（25年3月31日時点）で163の企業年金が正会員として参加）を含む。

しんたに あきこ

11年金庫片入庁。総務企画局（当時）市場課、同総務課国際室、OECD日本政府代表部、OECD事務局への出向などを経て、24年7月から現職。