

金融庁 企画市場局 企業開示課 課長補佐 新谷 亜紀子

金融庁 総合政策局 総務課 課長補佐 三木 俊人

スチュワードシップ・コード第三次改訂について

金融庁は、2025年6月26日、「『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～」の第三次改訂版を公表した。

本稿では、改訂のポイントと考え方について紹介する。なお、本稿中、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。

一 経緯・背景

スチュワードシップ・コード（以下「同コード」）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の考慮に基づく「建設的な対話」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者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り、2014年に策定された。

機関投資家が同コードを受け入れるかどうかは任意であり、金融庁は同コードの受入れを表明した機関の一覧を公表している。2025年3月31日時点の受入機関数は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。2025年3月28日付で受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（2025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。）、その他（11機関。機関投資家向けサービス提供者等）となっている。

同コードは、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）ではなく、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すことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

同コードはまた、いわゆる「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）の手法を採用している。すなわち、同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により、一部の原則を実施しないことも想定している。したがって、前記の受入れ表明を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには注意を要する。ただし、機関投資家は、当該説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫することが期待される。

【図表1】スチュワードシップ・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）を果たすための行動原則

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、コードの受入れを促す。
- ・ プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・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あたり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

スチュワードシップ・コードの2014年の策定以来、2017年、2020年の2度の改訂を経て、約10年が経過した。コーポレートガバナンス・コードと合わせて、両コードの下で、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である、との指摘がなされている。

こうした中、2024年6月7日、「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」（以下、「アクション・プログラム2024」）が公表された。同文書において、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同コードの見直しが提言された。

これを受け、2024年10月から計3回にわたり、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」（令和6年度）（座長：神作裕之 学習院大学法学部教授）が開催され、同コード改訂に向けた議論が重ねられた。こうした議論を踏まえ、金融庁は、2025年3月21日、同コード改訂案を公表し、同年4月20日までパブリックコメントを実施して広く意見の募集を行った上で、同年6月26日にスチュワードシップ・コード（第三次改訂版）（以下「改訂コード」）を公表した。

二 主な改訂内容

主な改訂内容は、実質株主の透明性向上、協働エンゲージメントの促進、コードのスリム化／プリンシプル化、の3点である。以下、各改訂内容の概要を述べる。

【図表2】改訂のポイント

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し、記載を削除・統合・簡略化。

1. 実質株主の透明性向上

株主名簿管理には、株主名簿管理人、振替機関、口座管理機関等、多数の関係者が関与する。一般に、事業会社・金融機関（銀行・保険会社等）・個人等が株式を保有する場合には、株主名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）となるが、その他の場合には実質株主である機関投資家の名前は株主名簿に登場しない。また、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。企業と投資家の対話が進む中、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がある。

こうした中、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（2023年12月25日公表）において、「企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がされるべきとの指摘がされている。（中略）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である。」とされた。今回の改訂は、この提言も踏まえたものである。

改訂コードでは、注に「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」とあった部分が、指針に格上げされ、「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」（改訂コード指針4-2）とされた。また、機関投資家は、「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」とされている。

パブリックコメントに対する回答においては、「投資先企業から求めがあった場合の対応方針」の具体的内容について、例えば、回答の基準時点、回答可能な頻度、回答までに要する期間、照会者の真正性に関する確認方法、その他照会に当たっての留意事項等について公表することが考えられる旨が示されている。なお、対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討することが望ましいこと、また、上記で示した項目に限るものではなく、運用を通じて公表すべき内容を適宜アップデートすることが望ましいことに留意する必要がある。また、改訂コードは引き続き、株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるとの考え方に基いている。

なお、現在、法務省の法制審議会（会社法制（株式・株主総会等関係）部会）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ている。また、同制度の実務上の仕組みに関し、業界団体において検討が始められている。

2. 協働エンゲージメント

複数の投資家が協働して企業に対して対話を行う取組み（協働エンゲージメント）の利点として、以下の指摘がある。

- ・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
- ・複数の投資家が同じ問題意識を持つ場合に、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の対話の場を持つ方が、企業にとっても合理的な場合がある

他方、留意点として、以下の指摘がある。

- ・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。しかし、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とならざるを得ず、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
- ・投資家ごとに投資目的、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。また、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、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ため、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がある

上記に述べた協働エンゲージメントの利点及び留意点を踏まえ、「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」とあった記載が、「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」（改訂コード指針4－6）と改訂された。

パブリックコメントにおいては、機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点に関し、例えば以下の意見が寄せられた。

- ・機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たっては、参加自体を目的とするのではなく、機関投資家及び投資先企業の双方にとって合理的なものとなるよう留意すべき
- ・機関投資家は、協働エンゲージメントを行う複数の機関投資家が保有する株式の合計数を背景として、その要求を通そうとする高圧的な対話を行うべきではなく、特に短期的な利益を得るための手段としてこれを行うべきではない
- ・投資家の課題認識の考え方、背景や理由が記述された文書であるエンゲージメントレターを投資先企業に送付することが有意義な場合もある
- ・協働エンゲージメントを実施する運用機関の取組みに対して、インベストメント・チェーンの参加者全体が、適切に評価し支援することが重要
- ・協働エンゲージメントに参加する投資家は、事前に対話内容についてよく認識合わせをし、取締役・経営陣と時間をかけて双方向の対話を行うべき

金融庁において、今後、上記の意見も踏まえながら、実務における事例の収集・共有をはかることが考えられる。

3. コードのスリム化／プリンシプル化

三度目となる今般の改訂では、同コード本来の姿である「プリンシプルベース・アプローチ」の原点に立ち返り、その趣旨を徹底する観点から、初の試みとして、例えば、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／プリンシプル化がはかられた。パブリックコメントにおいても、この改訂の趣旨に賛同する意見が多く寄せられた。もっとも、削除・統合・簡略化された箇所について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が必要である。

三 スチュワードシップ活動の更なる実質化に向けて

パブリックコメントにおいては、実質株主の透明性向上・協働エンゲージメントの促進について、企業と投資家の双方から、対話の相手方が、改訂コードの趣旨に沿った対応を行うかという点について懸念の声が一部寄せられた。改訂コードが企業価値の向上や持続的成長に向けた企業と投資家の建設的な「目的を持った対話」につながるような形で実施されるよう、特にコード本来の趣旨とは異なる形で運用され対話が阻害されることとならないよう留意することが重要である。

アクション・プログラム2024においては、スチュワードシップ・コードの見直しにあたり、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、どのような対話を行うことが重要かという意識をもつことや、エンゲージメントの成果を意識し検証することが重要であるとの指摘がなされた。

このような指摘を踏まえ、金融庁は、望ましいエンゲージメントや望ましくないエンゲージメントについて、具体的な事例や一定の目線を共有する観点から、運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社を中心に、スチュワードシップ活動の実務等についてヒアリングを行った結果を集約・分析し、「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」として取りまとめた（2025年6月2日公表）。

また、2025年6月30日に公表された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」では、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた、投資家と企業の「緊張感のある信頼関係」に基づいた対話が行われることが重要である旨が示されている。信頼関係の構築には、企業側の信頼性・解像度の高い開示と、それを踏まえた投資家の深度ある企業分析を基礎に、時には従来の形式にとらわれない様々な手段を駆使した取組みも有用である。他方、信頼関係を損ないかねない姿勢での対話は、企業価値の向上につながらず、企業と投資家の双方にとって益とならない。同コード策定以来、企業と投資家の対話に一定程度の進展が見られる中、今後は、企業の成長段階と投資家の運用方針の組み合わせ等に応じて、きめ細やかに論じる必要があるとの指摘がある。

今後、金融庁としては、建設的な対話の更なる促進のためのスチュワードシップ活動の質の向上や投資家との目線の合った情報開示の充実に向け、改訂コードに基づく対話の実施状況を確認し、企業と投資家の議論の場を設け、「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」の事例を更に充実させる等、取組事例の収集・共有を継続することとしている。

インベストメント・チェーンを構成する各主体に対して様々な取組みが求められる中、スチュワードシップ活動の実質化を後押しする同コードは、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。改訂コードの活用により、企業と投資家との対話がより一層実効的なものとなっていくことが期待される。