

# コーポレートガバナンス改革に関する 金融庁の近時の取組み〔3・完〕

## ——「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」の概要

新谷亜紀子 金融庁企画市場局企業開示課課長補佐  
廣島 直樹 金融庁企画市場局企業開示課課長補佐

### 目 次

- ① はじめに
- ② 経緯および調査対象
- ③ 「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」の概要
  - I アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け (SSコード原則1関連)
    - 1 アセットオーナーの取組み概況
    - 2 アセットオーナーと運用機関との間の対話
  - II 運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
    - 1 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握 (SSコード原則3関連)
    - 2 建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善 (SSコード原則4関連)
    - 3 エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使 (SSコード原則5関連)
- ④ 終わりに

### ① はじめに

金融庁は、2025年6月30日、「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（以下「アクション・プログラム2025」という）」を公表した。これは、2024年6月に公表された「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」<sup>1)</sup>（以下「アクション・プログラム2024」という）の取組みをフォローアップし、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（座長・神田秀樹東京大名誉教授）における議論を踏まえ、今後の取組みの方向性を示したものである。

アクション・プログラム2025の主眼は、これまでのアクション・プログラムの方向性を維持し、企業と投資家の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を促しつつ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に真に寄与する「緊張感ある信頼関係」に基づく対話の促進に向け、必要な環境整備を推進していくことである。改革の実質化のためには、企業や投資家における具体的な取組事例の収集や共有が有用と考えられる。

こうした観点から、本稿においては、2025年6月2日に公表した「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」<sup>2)</sup>（以下「調査結果」という）の概要を紹介することとした。

なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解である。

### ② 経緯および調査対象

スチュワードシップ活動の実質化について、アクション・プログラム2024において、以下の方向性が示された。

「エンゲージメントを一層実効的なものとするため、金融審議会の報告書による提言を踏まえ、建設的な目的を持った対話に資する協働エ

1) [https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_7.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7.pdf)

2) <https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250630-1/01.pdf>

ンゲージメントの促進や、実質株主の透明性確保に向けて、スチュワードシップ・コードを見直すべきである。その際、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いった観点にも留意する必要がある。

また、上記の課題の解決に向けて、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、投資家・企業等の関係者の意見も踏まえ、具体的な事例や一定の目線を共有することが有用である。

こうした視点も踏まえ、一層実効的なエンゲージメントの実現に向けて、金融庁は、関係者と連携しつつ、運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社等によるスチュワードシップ・コードの遵守状況を検証すべきである。」

調査結果は、上記で示された方向性を踏まえ、金融庁において、運用機関、アセットオーナー(年金基金、生保等)、議決権行使助言会社計26機関に対し、スチュワードシップ活動の実務等についてインタビューを行った結果を集約・分析したものである<sup>3)</sup>。

また、機関投資家によるエンゲージメントの実態を企業側から把握するため、コーポレートガバナンス改革に前向きに取り組む企業18社に対して、個別にインタビューを実施し、その内容も調査結果に反映している。

以下では、スチュワードシップ・コードを「SSコード」という。

### 3 「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」の概要

機関投資家等が、SSコードの各原則に記載のある役割や責務をどのように果たしているかについて、聴取した内容に基づき作成した調査結果の目次は図表1のとおりである。

以降では調査結果の概要を紹介する。

### 〔図表1〕 調査結果目次

I. アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け(原則1関連)
1. 各団体(アセットオーナー)の取組み概況
2. アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
3. アセットオーナーと運用機関との間の対話
II. 運用機関による議決権行使(点)に至るまでの対話の一連の過程(線)
1. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握(原則3関連)
2. 建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善(原則4関連)
3. エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使(原則5関連)
4. エンゲージメントの更なる充実に向けて
III. 議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況(原則8関連)
IV. 金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

### I アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け(SSコード原則1関連)

#### 1 アセットオーナーの取組み概況

SSコード指針1-3・1-4・1-5は、アセットオーナーに対して、自らのスチュワードシップ責任を果たすため、運用を委託する資産運用会社に対して実効的なエンゲージメントを促し、その内容をモニタリングすること等を記載している。インタビューでは、当該指針に沿った各団体等のモニタリングの状況や運用機関に対するインセンティブ付けに関する取組みを聴取した。

アセットオーナーは運用機関に対するモニタリングに関して、定型的な報告様式を利用する等の手法で、効率化に取り組んでいる。他方で、個別に説明が必要と判断する項目については、各アセットオーナーが追加資料を要請している場合がある。

運用機関がエンゲージメントを行うことにつ

3) なお、本調査結果は、スチュワードシップ活動には多様な考え方や取組方法があることを前提に、各投資家において活動の実質化に向けた取組例を示すものであり、本調査結果に記載されている取組みをスチュワードシップ・コードに署名している機関投資家に対して一律に要請するものではない。

いてアセットオーナーが提供しているインセンティブ付けとしては、スチュワードシップ活動に対するモニタリングの評価結果を、個々の運用機関にフィードバックしている例がみられた。他方で、エンゲージメントの対価として、アセットオーナーが運用機関に対する報酬を上乗せして支払うことは、一般的な実務にまではなっていない。

## 2 アセットオーナーと運用機関との間の対話

### (1) 運用機関のアセットオーナーに対する報告

アセットオーナーが運用機関に求めるエンゲージメントの報告項目は増加する傾向にあり、また報告内容もアセットオーナーごとに異なることが多いため、こうした要求に対応するための運用機関側の負担が増大しているとの意見があった。アセットオーナー側においては、報告様式の標準化を進める取組みも始まっており、このような報告業務の合理化に向けた取組みが一層進展することが期待される。

### (2) スチュワードシップ活動のコスト負担

多くの運用機関は、特にパッシブファンドの報酬水準の不十分さと、スチュワードシップ活動報告のための負担感の大きさに言及している。他方で、アセットオーナー側は、そのような負担感を認識しつつ、報酬への反映については慎重な意見が多くみられた。両者の意見を踏まえ、アセットオーナーと運用機関の間において、建設的な対話を継続し、運用機関がアセットオーナーに提出する資料作成の負担感にも考慮しつつ、効果的・効率的なモニタリングを実施する手法を模索していくことが期待される。

## II 運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）

### 1 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（SS コード原則 3 関連）

SS コード原則 3 は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき旨を記載している。運用戦略は機関投資家ごとに当然に違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なるが、一般

に、企業を入念に分析し、その結果を企業自身の検討に資するよう情報提供し対話に臨む姿勢は重要と考えられる。

インタビュー先の多くの大手機関投資家において、対話の進捗状況を適時に把握し、一元的なステージ管理・共有を実施していた。各機関独自のツールも活用しつつ、対象会社に対する深い調査・研究等を行い、たとえば以下の例のように、ディスカッションペーパーに落とし込んで対話に臨んでいるケースも多い。

ディスカッションペーパーの充実に関しては、企業に対してツールの内容を見せながら対話をしている。当社独自の「資本コストGAPモデル」を作成しているが、当該モデル自体は当社のクオンツ運用のチームが使用している理論株価を算出するためのモデルである。理論株価を算出するのみならず、マーケットの株価との乖離に当たる部分が生じている原因を、財務要因・非財務要因・成長要因の区分で分析する。

### 2 建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（SS コード原則 4 関連）

SS コード原則 4 は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき旨を記載している。本原則に関連して聴取した情報を、特に①建設的な対話に発展しているケース、②建設的な対話に発展していないケース、③社外取締役との対話、④中小型株会社、の各テーマについて、投資家の声と企業側の声に分けて例示すると図表 2 のとおりである。

全体的に、投資家が対象企業の成長ステージを見極め、参考となる他社事例を提示できている場合に、建設的なエンゲージメントに発展している。特に、長期アクティブラインエンゲージメントファンドにおいては、投資対象企業を厳選したうえで、強固な信頼を築き、緊張感のある対話を実践しているケースがあった。

他方、企業からみた意義の乏しいエンゲージメントとして、投資家からの目先の財務指標に限定した質問や自社株買い等株主還元の議論に

(図表2) SSコード原則4に関する投資家および企業の声

	投資家側の声	企業側の声
建設的な対話に発展しているケース	<ul style="list-style-type: none"> <li>長期アクティブエンゲージメントファンドとして、Z社と強固な信頼を築き、緊張感のある対話を実現した。Z社は、社歴90年超の中小型株企業である。同社に対し、企業価値を高めないと短期目線でのアクティビストに指摘を受けやすく、また買収対象にもなりやすい、との指摘を行った。対話を繰り返す中で、企業価値向上への理解を深める必要があると同社が覚悟したことが、投資に至った背景にある。</li> <li>まず1年程度かけて徹底的に会社側と議論を行った。当該議論を中期経営計画に活かして、対外的に発表し、計画を実行していった。現在は、新たな中期経営計画を策定し実行している。</li> <li>一連のエンゲージメントを通じて長期的に企業価値は確実に向上した。PBR3倍超、PER25倍超とパフォーマンスは大幅に上昇しており、これまでの信頼関係を基盤に、緊張感のある建設的な対話を今も継続している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2030年の当社の姿を描いた経営計画を発表した際に、ロングのある投資家から、「この経営計画に2030年時点で活躍していると考えられる経営人材から、どの程度話を聞いているか?」という質問を受けた。この質問を受けて、社長がプロジェクトを立ち上げ、各事業から20代・30代の人材を募り、改めて今春発表した2030年の経営計画に、20代・30代が議論した内容を反映した。</li> <li>ある長期の投資家からは、エクイティストーリーがどうなっているのか、業界再編についてどのように目論んでいるのか、この業界を当社に引っ張っていってほしい、中長期的な成長に資するエクイティの使い方をしてほしい、といった話を聞き、毎回エクイティストーリーの話になる。そのような指摘は重要であると認識している。</li> <li>ある投資家はロジスティックスに特徴があると感じている。具体的には、当社とのエンゲージメントの2日前から前日頃に、ディスカッションペーパーが送られてくる。大要5~6頁程度のものだが、たとえば、「米国における○○事業の進捗」といった内容で、ディスカッション対象のテーマが相当限定されている。当社としても、テーマが限定されているため、事前に深掘りした上でエンゲージメントに臨める。</li> </ul>
建設的な対話に発展していない、工夫の余地があるケース	<ul style="list-style-type: none"> <li>統合報告書のレビューや、議案に賛成してほしいが故にそのイシューに限定したエンゲージメントなどは、投資家サイドからすると形式的で、企業価値の向上には繋がることのない、実りのないエンゲージメントと感じる。もっとも、統合報告書の評価を上げることや、賛成の議決権行使率を上げることを目的とされたとしても、そのほかに対話すべきテーマが存在し、対話をして有意義になることが予想されるような場合には、対話を受けることがある。</li> <li>投資家側で、ファンドマネジャーと議決権行使担当者間で十分な情報共有がされていないと、企業に重複してヒアリングに伺うというような事象が発生しかねないが、同様に企業サイドについても、SR担当者とのミーティング内容をIR担当者が知らないなど、部署間・各担当者間の連携が図られていないケースがあることは残念である。</li> <li>対話というよりも投資家に言われたことについて如何に回答し、説得するかという企業側のスタンスを感じる。企業は対話の場であることを忘れているように思われる。ここ数年、企業からエンゲージメントの要請は増えているが、蓋を開けると、その中身は一方的な対話、向こうからの説明と説得、議決権行使基準の内容の確認に終始することも多い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家側が、短期視点で、聞きたいことだけ聞いて、すぐに終わらせようとするもの。1時間程度時間を持っていたにもかかわらず15分程度で終わってしまうことも何回か経験している。ファンダメンタルズに関する確認と言いつつ、結局は足元の業績の状況と、ガイダンス通りの着地なのかアップサイドが無いのか、増配は無いのかといったことばかりの質問に終始するもの。</li> <li>対話する相手に合わせた話をしてほしい。マネジメントに対しては、IR担当に尋ねるような短期的な指標に関する話ではなく、中長期的な戦略に関する話を引き出してほしい。マネジメントでもIR担当でも同じような質問をすることは避けてほしい。対話する相手に合わせた話ができる投資家とは、実際に建設的な議論を交わすことができており、相互に得るものが多いと考えている。トップマネジメントに対して要望を伝えてもらえば、投資家の声としてトップマネジメントが直接認識することもできるので、そういう場でIR担当でも回答できるような短期的なマイルストーンの開示時期を尋ねるのではなく、当社の事業や経営に対する株式市場での考えを投げかけてもらうといった意見を述べていただく方が建設的な議論になると考える。</li> <li>資金の出し手、いわゆるアセットオーナーに対する義務感のみで単に実施しているだけの形式的なエンゲージメントは望ましくない。そのようなエンゲージメントは、当社に対する事前のリサーチが不足し、当社の実情を踏まえていない突拍子もない質問などが行われる。</li> </ul>

	投資家側の声	企業側の声
社外取締役との対話	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社外取締役は投資家の代表でもあるので、取締役会において投資家の代弁者として発言をすることが望まれる。しかし、開示書類のガバナンスに関する箇所において、そのような社外取締役の役割の実効性について記載されている企業はまだまだ少ないと考えているし、社外取締役と我々投資家との対話の中でも、目線が一致することがなかなか無い。これについては、開示や対話において相互理解を深めるべき問題であると考えている。</li> <li>・ 社外取締役との対話については、事務局が（社外取締役に話をさせることの心理的抵抗も含め）抵抗感を感じるケースがあり、企業のマインドを変えていく必要があるのではないか。</li> <li>・ 運用機関が社外取締役にどれだけ会ったかを、アセットオーナーが気にしている。我々運用機関がアセットオーナーに対して、社外取締役に会うことの有益性を伝えたり、推奨していることも一因かもしれないが、複数の会社から、アジェンダも無いのに社外取締役に会わせろと言われ困っているという話を聞いたことがある。アジェンダもなく、投資家から一方的に上から目線での杓子定規な物言い（ダイバーシティーがなっていない等）をするのみでは、誰も得をしないエンゲージメントになってしまふ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資家と社外取締役とのエンゲージメントに注力している。IR経験のある社外取締役の確保が望ましいと感じる。以前当社の社外取締役であったA氏（プライム市場上場会社の総合商社において、執行役員や広報、IR、サステナビリティ推進担当本部長を経験）は、当社のビジネスや課題を深く理解した上で投資家と対話していた。A氏には、当社に投資しているアクティブファンドとも単独で面談をしてもらったこともあり、社外取締役に真に適任な者であったと認識している。</li> <li>・ 企業・投資家双方のエンゲージメント不足や思い違いがあると、投資家としては社外取締役が本当に機能しているのかを直接聞きたくなるのではないか。社外取締役が少数株主の代弁者として機能しているのかという点について、投資家が直接聞きたいというのを理解する。</li> </ul> <p>一方で、投資家が社外取締役に求める期待が過剰なのではないか。経営監督機能と執行を分離しても、監督機能を果たすべき側に十分に情報が与えられない、あるいは監督機能側が十分に必要な情報を集められない（時間もなく能動的に行動できていない）ということが実態である中、投資家側は社外取締役にも執行側と同様に会社のことを深く理解していることが当たり前でいるように感じることがある。</p>
中小型株会社と投資家の対話	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 東証による要請もあってか、中小型株の企業から対話の依頼を受けることが増えた。結果的に、中小型株の会社との対話が増えている。ただし、リソースの関係から、全てを受けるわけにはいかず、またTOPIX300や500以外の会社との間で、しっかりととした対話が行えるかというと難しい面がある。</li> <li>・ 欧米の顧客は、大型株との間でエンゲージメントを行っていれば良いという認識を持っているが、日本の顧客は、大型株のみならず中小型株の対応を求めてくる。当社は対話先として、トップ300の会社で日本の時価総額の8割をカバーしているが、日本は、頭数ベースでの意識があったり、全企業の底上げという意識が強いようだ。</li> <li>・ 中小型株企業では、企業価値向上に向けた正しい取組みを実施しているにもかかわらず、市場や機関投資家から評価されないという現状がある。これは、中小型株に対するエンゲージメントを行っている投資家が少ないためであり、時間はかかるが中小型株企業に対しても地道なエンゲージメントやエスカレーションをしなければ、日本企業全体にポジティブな結果は生じない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中小型株会社こそ、開示をしっかりと行ったほうが良い。</li> <li>・ 投資家の理解を深め、またIRミーティングをより有効にするための情報開示を心掛けている。</li> <li>・ 先ずは、機関投資家に興味を持ってもらうことが大切である。そのためには、自社が属する日本の業界全体について語ることが、海外投資家にとっては貴重な情報となる。中から見た業界の状態についての情報や、経営者としてどう考えているかという情報を提供すると、機関投資家は非常に喜ぶ。</li> </ul> <p>業績が悪い時はほど特に機関投資家に会うようになっていた。機関投資家からすれば、業績が悪い時に如何にそこから復活するかのストーリーが聞きたいと聞いた。我々のような小型株企業は、投資家に対して、企業トップが真摯に対応することが大切だと考える。投資家から厳しい質問がなされるときこそ、トップが対応すべきである。</p> <p>機関投資家は、表面的には中小型株を流動性と時価総額がネックになるとして当社の株式をなかなか買ってくれないが、当社は、①きちんと対話ができる会社か、②将来の成長可能性がある会社か、③成長ストーリーを守って取り組んでいる会社か（その足跡があるか）、の3つが揃ったときに投資家は投資してくれると考える。</p>

終始した対話が指摘されている。また、投資家からみた意義の乏しいエンゲージメントとして、企業が開示の表面的な見栄えの改善の相談

のみを目的としている場合や、株主総会における特定の議案の賛成を得ようとするためだけの説明が指摘されている。

社外取締役とのエンゲージメントについては、企業側も前向きに検討しつつある一方で、社外取締役と対話すること自体が目的化しているとの投資家の声もあり、社外取締役と議論するにふさわしいアジェンダの設定が肝要との指摘もあった。

また、中小型株会社に対するエンゲージメントについては、同規模の企業からの示唆として、開示の充実や、企業から投資家への積極的なコミュニケーションの重要性が指摘された。他方、投資家側からは、中小型株会社に対するエンゲージメントについて、効果は大きいとしつつ、コストとの兼合いで指數に組み込まれている全構成銘柄についての対話の難しさや建設的な対話につながる企業の発掘の難しさが指摘された。

### 3 エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上で議決権行使（SSコード原則5関連）

SSコード原則5は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるように工夫すべき旨を記載している。

アクション・プログラム2024においては、対話の担当部門、議決権行使の担当部門、運用部門等が分離しており十分な連携が図られていないなど、対話と議決権行使を一体とした実効的なエンゲージメントが行われていない点が指摘されていた。

今回の調査では、多くの運用機関において、エンゲージメント部門と議決権行使担当者が定期的に意思疎通・情報連携すること等により、対話と議決権行使を一体的に行うための体制を整備しているとの結果が得られた。議決権行使基準のあり方とその運用についての姿勢は運用機関ごとに異なり、多様であるが、たとえば以下の事例が挙げられる。

責任投資の専門部署がエンゲージメントと議決権行使の両方を行っているので、一体的に対応している。また、エスカレーションにおいて社外取締役と対話することは議決権行使にもつながっていることから、エンゲージメントを全社的に推進する部署と連携を取っている。一番大事なことは、エンゲージメントを通じて得られた情報を議決権行使に反映することであると考えている。

当社は主要な投資先企業をカバー銘柄と呼称している。カバー銘柄は、企業調査アナリストがSRの窓口も行っている。その上で、企業調査アナリストは、責任投資部と積極的に連携して、議決権行使の意見形成まで一貫して行っている。カバー銘柄以外については、SRの窓口は責任投資部になるが、個別の検討案件については企業調査アナリストによる意見も提示させ、踏まえるようにしている。

### 4 終わりに

運用方針や時間軸に関しさまざまな考え方を持った投資家が存在することは、多様な投資家で構成される厚みのある市場が確保されるための前提となる。その上で、ショートターミズムに陥ることなく、建設的な「目的を持った対話」を行うことを通じて、中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促すためには、「緊張感ある信頼関係」が不可欠である。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、ときには従来の形式にとらわれないさまざまな手段を駆使した取組みも有用である。

こうした観点から、スチュワードシップ活動の実質化、特にエンゲージメントの底上げに向けて、具体的な事例の共有を図っていくことは重要であり、金融庁は、2025年6月26日に公表したSSコード第三次改訂を踏まえつつ、今後も機関投資家等における優れた取組みを収集し、周知する活動を継続していくこととしている。

（しんたに・あきこ）  
（ひろしま・なおき）