

2025年スチュワードシップ・ コード改訂

～実務の発展を踏まえたスチュワードシップ活動の
さらなる向上を目指して～

SBI大学院大学 教授
京都大学経営管理大学院 客員教授

上田 亮子



1. はじめに

2014年にスチュワードシップ・コードが策定されてから10年が経過した。その間、2015年にはコーポレートガバナンス・コードが策定され、企業のコーポレート・ガバナンスへの取組みと機関投資家のスチュワードシップ活動それぞれの実務が高度化するとともに、インベストメント・チェーンを通じた価値向上の仕組みが発展してきた。

投資家と企業との対話およびその基礎とな

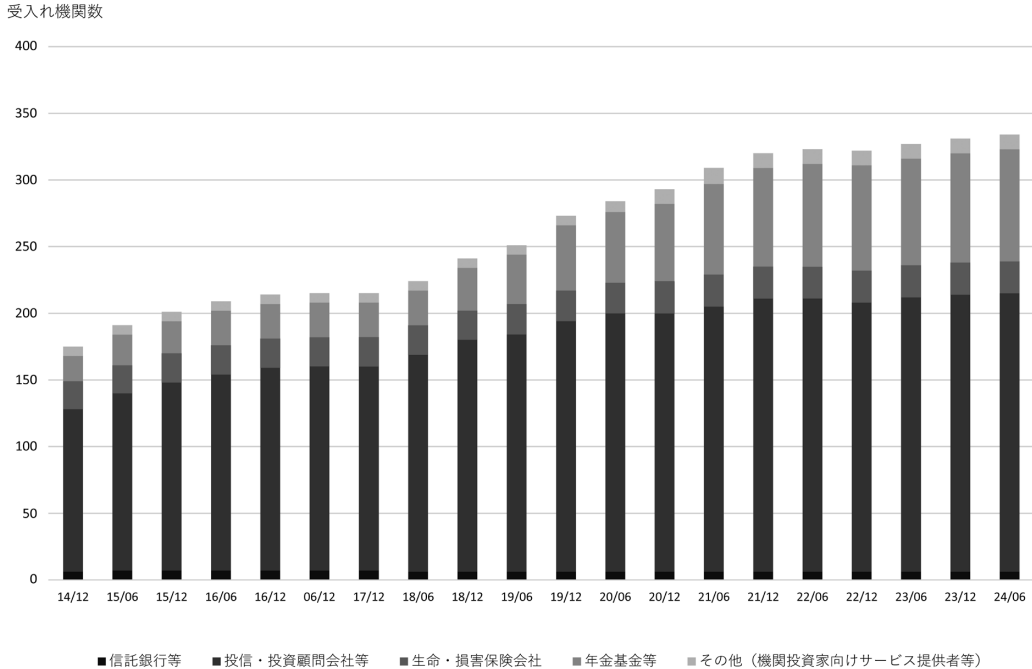
〈目次〉

1. はじめに
2. スチュワードシップ・コードの実施状況
3. 2025年スチュワードシップ・コード改訂のポイント
4. おわりに

るスチュワードシップ活動については、コード策定前後で大きく実務が変化し、当初は期待も含めて細かな規定を設けていたところ、現状では機関投資家が自ら取組み活動している実態がある。市場環境が変化するなかで、普遍的なものを維持しつつ、他方ではより時代に即した対応を検討する必要が顕在化している。

このような背景から、2024年秋から金融庁において「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」が開催され、パブリックコメントを経て、6月26日に改訂スチュワードシップ・コードが公表された。また、スチュワードシップ・コード改訂のタイミングに合わせて、2025年6月には「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」（以下、フォローアップ会議）が開催され、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを巡り検討すべき課題と今後の方

(図表1) スチュワードシップ・コードの受入れ機関数



(出所) 金融庁「第1回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 資料4 事務局資料」(2024年10月18日)

向性について、実態調査を踏まえた意見書が公表されている。このような動きに基づき、本稿では、2025年のスチュワードシップ・コード改訂について考察を加える。

2. スチュワードシップ・コードの実施状況

(1) 受入れ機関の推移

図表1によれば、2024年12月時点で334機関がスチュワードシップ・コードを受け入れている。内訳は、信託銀行等（6機関）、投信・投資顧問会社等（209機関）、生命・損害

保険会社（24機関）、年金基金等（84機関）、その他（機関投資家向けサービス提供者等）（11機関）である。

当初から、主要な信託銀行、投信・投資顧問会社、および生命・損害保険会社といった金融機関においては、スチュワードシップ・コードの受入れが行われてきた。その多くは運用機関として、自ら投資判断を行う立場にある機関投資家である。結果として、これらの機関投資家においては、投資先企業との対話、議決権行使のスチュワードシップ活動のスキルを高め、さらに近年では責任投資における新しい投資手法であるサステナビリティ

投資やインパクト投資等の開発も進めてきた。

年金基金については、初期の段階から公的年金（GPIF、共済組合等）においてはコードを受け入れてきたが、企業年金の受入れが進展しないことが課題であった。そこで、企業年金の母体企業を通じて進展させるべく、2021年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂において、「原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が明記された。これにより、企業年金がアセットオーナーとしての機能を発揮し、スチュワードシップ活動の実効性を高めることが求められた。また、2024年8月にはアセットオーナー・プリンシプルが策定され、「スチュワードシップ責任を果たすに当たっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明をした上でその趣旨に則った対応を行うことを検討すべき」（補充原則5-1）と定められた。このように政府レベルにおいて多方面からの制度設計や環境整備を進めることにより、近年ではアセットオーナーの受入れも進んでいる。

(2) スチュワードシップ活動の実態と課題

金融庁は、スチュワードシップ・コードに関する実態調査として企業や投資家に対するヒアリング調査を実施し、その結果を「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」（2025年6月2日）（以下、実態調査）^(注1)

として公表した。また、同時に企業のコーポレートガバナンス・コードに対する実施状況の調査結果も公表し、「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集」（以下、事例集）^(注2)として共有されるべき事例を取りまとめた。これら2本の調査報告書は、インベストメント・チェーンにおける企業と投資家それぞれの課題について、ヒアリング調査をベースに深い洞察を加えており、実務対応および制度設計において参考とすることができる。

① アセットオーナーと運用機関の関係

実態調査においては、機関投資家サイドの問題として、運用機関とアセットオーナーの関係性に関連する課題が検出された。具体的には、アセットオーナーに対する運用機関によるレポートの負担が増大していること、さらにはとくにパッシブ運用においてスチュワードシップ活動が質的・量的に拡大しているにもかかわらず、必要なコストが運用報酬に反映されておらずインベストメント・チェーンにおけるコスト・シェアリングが進んでいないことが報告された。

パッシブ投資家においては、投資先企業が多く、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが定着したことにより、投資先企業からの要望も高まるなかで、対話の機会が量的に増加している。また、対話の内容は、従前から投資家が着目していた投資先企業の経営の財務的な側面に加えて、サステナビリティや人的資本等の非財

務的な側面についても対話の重要なアジェンダとなっているため、質的にも高度化が求められる。運用機関においては、スチュワードシップ活動に対応するための人材育成やリソース、スキルの蓄積が必要となる。その成果は投資パフォーマンスの向上につながると期待されることから、アセットオーナーや受益者も含めたインベストメント・チェーン全体で、スチュワードシップ活動の成果とともに必要なコストを共有する意識が求められる。

② 投資家から見た企業との対話の課題

フォローアップ会議が2024年に公表した意見書^(注3)によれば、企業サイドから見て、投資家との対話がボックスティックのような形式的な対話に終始する場合もあり、投資先への深い理解に基づいた建設的な目的を持った対話や双方向での対話が行われていない場面もあるとの指摘がなされた。具体的には、投資家が足元の財務上の数字にしか興味を持たない場合や、自社ファンドの短期的なリターン追及につながる視点での対話を行う場合等が考えられる。また、運用機関において対話、議決権行使、運用の部門が分離している場合の弊害として、スチュワードシップ活動が一体化されておらず、対話に基づいた実質的な議決権行使が行われていない場合もあることが報告された。そもそも、スチュワードシップ・コードの実施状況についての調査や検証が十分ではないとして、実施状況の確認および点検、検出された事例の共有が求められた。

これを踏まえて2025年に報告された実態調査においては、投資家から見た企業サイドの課題が明らかになった。例えば、企業の対話目的が表面的で、投資家として対話に意義を見出すことが難しい場合があるとの指摘等がなされた。具体的には、統合報告書のレビューだけをしてほしいとの要望や、株主総会議案に賛成してほしいのでその議案についてのみ対話したいとの要望、またコーポレートガバナンス・コードにおいて投資家との対話が求められていることを踏まえ、対話したという実績だけ作りたいたいの意図が見え隠れする場合もあると報告されている。

さらには、企業サイドでSR担当者とIR担当者との連携が不十分な場合もあり、これは投資家サイドにおける対話や議決権行使等のスチュワードシップ活動の担当部門と資産運用部門との連携不足の問題とあいまって、対話にかかる時間や負担を増やすことにもつながる。このような状況下においては、企業サイドも投資家サイドも、対話に対する不満が生じることから、信頼関係に基づいた実効的な対話の成果が得られにくくなるおそれもある。

企業と投資家との対話は、一方的なものではなく、双方向で相互理解につながるような視点から行われるべきである。公表された実態調査や事例集を通じて、それぞれの当事者が互いに抱える課題を検出し、改善につなげることが求められる。

■ 3. 2025年スチュワードシップ・コード改訂のポイント

2025年のスチュワードシップ・コード改訂においては、大きく2方向からの見直しが行われた。まずは、対話の実効性を高める観点から、実質株主および協働エンゲージメントに関する規定を強化することが検討された。また、コードのスリム化の観点から、コードが定着してスチュワードシップ活動の実務が進展した分野については、コードの規定を整理するための改訂作業が進められた。

(1) 実質株主および協働エンゲージメント

① 実質株主の把握

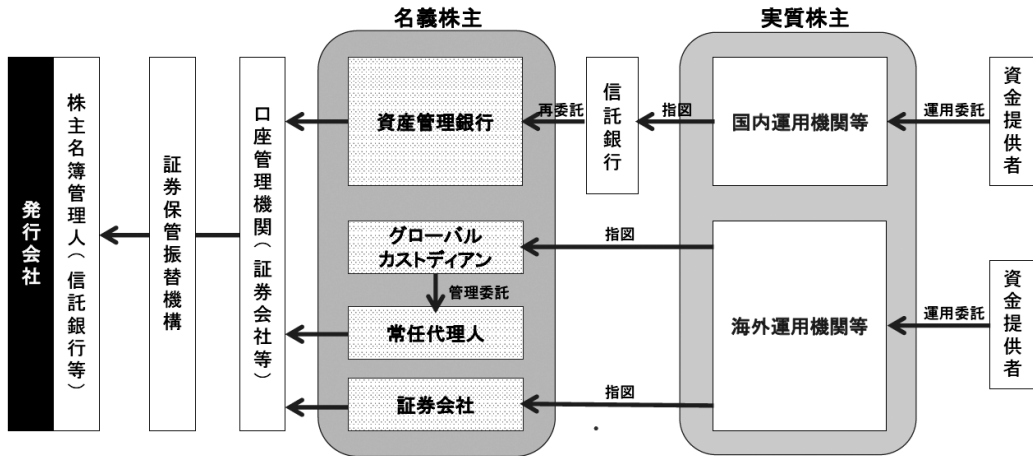
実質株主の透明性の確保は、金融庁および法務省等の政府レベルにおいて制度整備が進められている。インベストメント・チェーンを通じた企業価値向上の前提として、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの実効性を高めるためには、企業と投資家との対話が促進されることが必要である。信頼関係の構築と相互理解を高めるためには、企業サイドとしては、機関投資家サイドで対話の場に登場する者、すなわち議決権行使において指図権を持つ者（議決権指図権者）や投資判断の権限を有する者（運用機関等）についての情報を知りたいとの要望が強い。企業サイドもリソースが限られるな

か、重点を置くべき投資家層の検討やターゲットリングが必要な場合もあると推測される。このような議決権行使の指図や投資判断を行う者は実質株主と呼ばれるが、実質株主が国内外の機関投資家である場合には、株主名簿上は信託銀行や金融機関等のカストディヤノミニと呼ばれる名義株主が登録されることが多い。これらの名義株主は、同時に大量の銘柄で資産運用を行う実質株主に代わって、配当金の受領や口座の管理等の事務を行うことを受託する立場にある。名義株主は事務代行を業務としており、議決権行使を含む投資判断については実質株主に留保されていることが多い。図表2にあるように、機関投資家による投資構造は複雑で、インベストメント・チェーンを通じて関係者が複層化して存在している。

投資家と企業との対話の実効性を高めるためには、株式保有構造の透明性を向上させ、実質株主について企業がアクセスしやすくすることが重要である。そのため、議決権や投資判断を行う投資家の情報は企業にとって有用であるとともに、個人投資家を含む他の株主の利益にも関わる場合がある。しかしながら機関投資家が名義株主を利用する場合には、実質株主の名前は株主名簿上には登場しないため、企業から見ると議決権指図や投資判断の権限を有する者が誰かは把握することは困難である。

名義株主については、有価証券報告書や事業報告等において大株主の情報が開示されて

(図表 2) 機関投資家の名簿管理における関係者



(出所) 金融庁「第2回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 資料1 事務局説明資料」(2024年11月18日)

おり、一定程度の透明性が確保されている。しかしながら、議決権指図権者や投資判断の権限を有する実質株主については、金融商品取引法（以下、金商法）における大量保有報告制度の適用対象となる5%超の場合を除き、企業等が実質株主を把握するための制度が存在しない。そのため、多くの会社では、任意でコンサルティング会社等に依頼して株主判明調査等を実施することにより、自ら実質株主の把握に努めている。実質株主の把握については、米国では投資家等に保有情報の開示を求める制度があり、欧州では、企業サイドから株主サイドに対する保有状況や実質株主の情報等についての質問への回答を求める制度がある。それぞれアプローチは異なるが、実質株主に関する透明性を確保する制度が整備されている。実質株主の把握について

は、昨今増加しているアクティビストによる株式保有情報の把握にもつながることから、日本企業からは制度整備を求める声が強まっている。

このような背景から、金融庁は、2023年末に「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」(注4)を公表した。そこでは、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とする。まずは早急に、機関投資家の行動原則を見直し、投資家の保有状況を発行会社から質問された場合には、投資家が回答すべきであることを明示させることを求めた。そして、そのような回答を法制度上義務づけることを検討すべきと求めている。前者はスチュワードシップ・コードの改訂であり、後者は会社法等の関連法令の改正によ

り制度の確立を目指すものである。

実質株主の把握については、会社法上の株主の定義や取り扱いにも関わることから、本質的には会社法改正が必要となる。しかしながら、会社法改正には、法務省における法制審議会の議論等のプロセスを経る必要があり、一定の時間が必要である。他方、企業と投資家との対話促進のための障壁を除去するという実務のニーズに対しては、できるだけ早期に解決策を示すことが求められる。そのため、まずは金融庁においてスチュワードシップ・コードの改訂を進め、然るべき手続きを踏まえて最終的には会社法改正を目指している。

2025年のスチュワードシップ・コード改訂においては、機関投資家と投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）に関する原則4のもとに、指針4-2を新設し、企業から実質株主の把握ができるよう、機関投資家の責務を明確化した。実質株主に関する情報は建設的な対話の基礎であることを踏まえて、投資先企業からの求めに応じて、機関投資家自身の当該投資先企業の保有株式数について企業に対して説明するべきであると定める。また、投資先企業から実質株主に関する情報開示請求があった場合に備えて、あらかじめ対応方針を公表することを求める。この対応方針には、例えば、請求権者の範囲（当事者である投資先企業以外にアドバイザー等の代理人による請求を認めるか等）、保有株式数を算定するスケジュール

（毎月、四半期、半期等）等が含まれると考えられるが、このような対応方針を事前に公表することによって、企業サイドでは実質株主の把握についての予見可能性が高まり、機関投資家サイドも手続きが明確化されることで事務負担の軽減にもつながることが期待される。

③ 協働エンゲージメントの促進

協働エンゲージメントは、機関投資家の対話の効率化および高度化の観点から、実務において発展しているエンゲージメントの手法である。資本市場においてはパッシブ投資家の比率が高まっているが、他方、スチュワードシップ・コード等により機関投資家のスチュワードシップ活動については質的・量的な高度化が求められるようになってきている。また、投資先企業の財務戦略・資本政策あるいは事業戦略等の財務的な側面に着目した企業価値評価に加えて、コーポレート・ガバナンスやサステナビリティへの取り組みやディスクロージャーへの対応など非財務的な側面での企業価値評価の重要性も高まり、投資家が投資先企業の価値を評価する場合の検討項目が増加している。そのため、複数の投資家が協働して投資先企業と対話を行い、投資家が共通して求める水準まで企業の経営力の底上げを行う協働エンゲージメントへの参加は、投資家と企業との対話における質的・量的なリソースを補完する機能を有しており、スチュワードシップ活動の実効性を確保するうえで有用な手段であると考えられる。

他方では、協働エンゲージメントに参加する複数の機関投資家については、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当する場合には、保有割合を合算して報告する必要があるが生じる。しかしながら、この共同保有者の範囲が法令上不明確であり、この点が機関投資家においては大きな懸念となっていた。仮に協働エンゲージメントに参加する複数の投資家が協働保有者に該当すると判断される場合には、参加投資家すべての株式保有割合を合算する必要があり、これが5%を超える場合には（AUMの規模が大きい機関投資家が参加する場合には5%ルールに該当する可能性が高まる）大量保有報告書の提出が必要となる。協働エンゲージメントに参加しようとする機関投資家にとっては障壁となっていた問題であることから、この点について大量保有報告制度の対象を明確化するための金商法改正が行われた（2024年5月15日成立）。改正金商法においては、複数の投資家が「経営に重大な影響を与えるような合意」を行わない限り、共同保有者に該当しないことが明確化された（同27条の23第5項）。「経営に重大な影響を与えるような合意」とは、配当方針や資本政策の変更等といった、経営支配権に直接関係しない提案を協働して行う場合等が想定される。例えば、ディスクロージャーの強化や「資本コストを意識した経営を行う」（具体的な数値は含めない）ことを求める提案等は、共同保有に該当しない可能性が高いと考えられる。

スチュワードシップ・コードが世界で最初に開発された英国においては、スチュワードシップ・コードにより発展が顕著であった分野として協働エンゲージメントが指摘される。2020年英国スチュワードシップ・コード原則10においては、「署名機関は、必要に応じて、発行会社に影響を与えるために協働エンゲージメントに参加する。（Signatories, where necessary, participate in collaborative engagement to influence issuers.）」と定め、原則として協働エンゲージメントへの参加を前提とした記述となっている。さらに、2026年1月から適用される最新の英国スチュワードシップ・コードにおいては、エンゲージメント（2020年コード原則9）と協働エンゲージメント（同原則10）が統合され、新たに原則3が整備された^{（注5）}。そこでは、エンゲージメントは多岐にわたるとして、投資先企業との直接的な対話、関連するステークホルダーとの対話が行われ、その手法も二者間の対話、他の投資家との協働的な対話も含まれるとした（“Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders, bilaterally or in collaboration with other investors.”）。新コードでは企業と投資家との二者間の対話と、他の投資家との協働的な対話が並立して記述されており、英国においては協働エンゲージメントはもはや特別な手法ではなく、エンゲージメントの一環として実務に定着している

と考えることができよう。

日本においても、機関投資家協働対話フォーラムや生命保険協会のスチュワードシップ活動ワーキング・グループ等の協働エンゲージメントのプラットフォームが発展、定着している。機関投資家協働対話フォーラムには企業年金連合会ほか生命保険会社、運用会社の7社がメンバーとして参加し、生保協会のワーキング・グループにも11社が参加している。

2020年スチュワードシップ・コードにおいては、指針4-5で、機関投資家と投資先企業との対話を行う場合には、単独の対話のほか「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」と記述されていた。しかしながら、特に規模の大きな投資家（その多くはパッシブ運用を行っている）において協働エンゲージメントに参加する機関投資家が増えており、実績も積んでいるという環境を踏まえると、「有益な場合もあり得る」という2020年コードの表現は消極的であり、より実態に即した表記とすることが望ましい。このような背景から、2025年スチュワードシップ・コード改訂においては、指針4-5を改訂し、新たに指針4-6（実質株主にかかる指針4-2新設による条項番号繰り下げ）として、改訂前コードの「必要に応じ」を削除するとともに、協働エンゲージメントが「有益な場合もあり得る」の部分を「重要な選択肢である」との表現に改めた。対話の

あり方については、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き、実効性の観点から対話方法を検討すべきであることを明らかにしている。

(2) スリム化

2014年にスチュワードシップ・コードが策定された当時は、スチュワードシップ活動やエンゲージメントという概念自体が新しいものであり、機関投資家は投資プロセスにこれらを組み込み、実践するということがチャレンジとしてとらえられていた。しかしながら、実際にはその多くはコード策定以前から投資家において行われてきた活動であり、それをスチュワードシップ活動として再定義し、さらに発展、高度化させることで、取り組みが進められてきた。そのため、当初のスチュワードシップ・コードの文言には、実務への定着を踏まえてすでに解決されたもの、また透明性や対話の高度化が進むなど環境が変化したため見直しが必要になったもの等が含まれている。

また、英国スチュワードシップ・コードに目を転じると、2020年改訂で機関投資家の報告義務が強化されたが、その業務負担の大きさに対する批判が強まった。2026年改訂においては過度な開示負担等を軽減する観点からコードの見直しが行われ、コードの整理が進められた。

日本においても、2025年改訂においては、これまでは条項を追加することが多かったコ

ードの見直し作業において、内容を整理するというスリム化が行われた。

■ 4. おわりに

2025年6月、ステュワードシップ・コード改訂と時期を合わせて、金融庁はフォローアップ会議においてコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの課題と方向性を取りまとめ、「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）^{（注6）}を公表した。

アクション・プログラム2025においては、ステュワードシップ活動のさらなる質の向上と投資家の目線に合ったディスクロージャーの充実のために、改訂版のステュワードシップ・コードに基づく対話の実施状況について確認し、さらには企業と投資家とが議論できる場を設定することが検討されている。そのため、今後の取組みを検討するうえでの基礎となる実態調査をさらに充実させて、取組み事例の収集・共有を継続することを予定している。

今回の改訂により、ステュワードシップ・コード策定以降の残された課題であった協働エンゲージメントや実質株主の把握については、関連法令の改正作業と並行しつつ、コードにおける必要な対応がとられた。また、機関投資家によるステュワードシップ活動が高度化し、定着するなかで、コード条項の整理

も行われた。今後は、時代や環境変化に即したコードの実施とステュワードシップ活動の高度化の観点から、機関投資家における取組み状況の確認や好事例の共有等を継続させ、具体的な取組みの点検とその結果をPDCAサイクルとして執り行うことが期待される。

（注1）金融庁「ステュワードシップ・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「ステュワードシップ活動の実態に関する調査（資料4）」（2025年6月2日）

（注2）金融庁「ステュワードシップ・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「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集（資料5）」（2025年6月2日）

（注3）金融庁「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『ステュワードシップ・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』意見書（7）」（2024年6月7日）

（注4）金融庁「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」（2023年12月25日）

（注5）Financial Reporting Council, "UK Stewardship Code 2026"

（注6）金融庁「ステュワードシップ・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「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」

【参考文献】

- ・金融庁「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」（2023年12月25日）
- ・金融庁「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『ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフ

-
- ・『フォローアップ会議』意見書（7）」（2024年6月7日）
 - ・金融庁・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「スチュワードシップ活動の実態に関する調査（資料4）」（2025年6月2日）
 - ・金融庁・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「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集（資料5）」（2025年6月2日）
 - ・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）
 - ・金融庁「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」（2025年6月30日）
 - ・Financial Reporting Council, "UK Stewardship Code 2026" (2025)

