

2025 年 6 月 27 日 全 3 頁

日本版スチュワードシップ・コード改訂

5 年ぶりの改訂の目的は協働エンゲージメント推進と実質株主把握

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードの改訂が公表された。
- 5 年ぶりのコード改訂の目的は、協働エンゲージメントの一層の推進、エンゲージメントに際して投資先の会社へ株式保有状況を説明すること、のほかコードのスリム化を図ることである。

日本版スチュワードシップ・コード改訂

金融庁の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、「改訂検討会」）から、日本版スチュワードシップ・コードの 5 年ぶり第 3 次改訂（以下、「改訂コード」）が公表された¹。スチュワードシップ・コードに賛同して参加している機関投資家等は、改訂コード公表の遅くとも 6 ヶ月後（2025 年 12 月末）までに、改訂内容に対応した公表項目の更新（及び更新を行った旨の公表と金融庁への通知）を行うことが期待される。

スチュワードシップ・コードの改訂方針は、「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」から、2024 年 6 月 7 日に公表された「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」（以下、「意見書」という）で明らかにされていた。この意見書では、「…（省略）…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」と記されており、協働エンゲージメントの促進と実質株主の透明性確保に関する条項がスチュワードシップ・コードに追加されることとなった。

また、改訂検討会の第 1 回会合で提示された、「ご議論いただきたい事項」には、「英国スチュワードシップ・コードや ICGN グローバル・スチュワードシップ原則は、スリム化の方向」にあることから、「【スチュワードシップ・コードのスリム化】」が検討事項となっていた²。

¹ 金融庁 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）「スチュワードシップ・コード（第 3 次改訂版）の確定について」（2025 年 6 月 26 日）

² 金融庁スチュワードシップ・コードに関する有識者会議（令和 6 年度第 1 回） 「資料 4 事務局説明資料」 p. 30（2024 年 10 月 18 日）

コード改訂の内容

機関投資家が保有する株式は、通常、信託会社に保管を委託しており、信託が名義人となっている。株主総会議案に関する議決権は名義人が行使するが、機関投資家が名義人に賛否を指図することとなっている。こうした議決権行使を指図する権限を有する者を実質株主という。上場会社側からは、株主名簿で確認できるのは名義人までで、実質株主を正確に把握することは難しい。

上場会社に機関投資家がエンゲージメント（対話）を求める場合、上場会社としてはエンゲージメントのテーマだけでなくその機関投資家がどれほどの株式を保有しているかも大きな関心事となる。そのため、エンゲージメントに際しては機関投資家側から株式保有の状況を説明することが期待されるが、機関投資家の運用戦略によっては、投資対象の上場会社側に手の内を悟られたくない場合もあり得る。こうした問題に対処するのが、今回の改訂の課題の一つである「実質株主の透明性確保」だ。以前は、スチュワードシップ・コードの「注」で、「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」としていたが、これを指針に格上げして「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」とした。

図表：「実質株主の透明性確保」と「協働エンゲージメントの促進」

改訂後のコード	現行コード
指針 4-2 「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。」	注 15 「(…省略…)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」
指針 4-6(4-2 が挿入されたため項番が繰り下がり) 「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(原注 14)。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。」(原注 14 は省略)	指針 4-5 「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。」

(出所) 金融庁「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）」『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～（第三次改訂版）本文（再改訂前からの変更点）（2025 年 6 月 26 日）をもとに大和総研作成

もう一つの改訂の課題である、協働エンゲージメントとは、投資先の会社との建設的な目的を持った対話を、複数の機関投資家が協働で行うことを意味している。この協働エンゲージメン

トについて、現行コードは「有益な場合もあり得る」としていたが、これが改訂によって「重要な選択肢である」に改められた上で、「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応となるかを念頭に置くべきである」という一文が追加された。

コードのスリム化によって、実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなどの改訂が加えられた。原則の数は8個のままで変わらないものの、指針は2つ減少（2-4、6-4）、一つ新設（4-2）なので、総数では1つ減少した。

実質株主の透明性確保は会社法改正でも

法務省法制審議会では、「近年における社会経済情勢の変化等に鑑み、株式の発行の在り方、株主総会の在り方、企業統治の在り方等に関する規律の見直しの要否を検討の上、当該規律の見直しを要する場合にはその要綱を示されたい。」³との諮問を受けて会社法改正を検討中だ。法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会の第3回会議では、実質株主確認制度の趣旨や基本的な枠組みなどについて審議が行われている⁴。

スチュワードシップ・コードは、「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。したがって、改訂コードが「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」としていても、理由があれば株式保有の状況を説明しなくともよい。これに対して会社法改正では、実効性を確保するための規律も検討される。アクティビスト・ファンドのターゲットになりそうな上場会社としては、相手方の株式保有の状況を確認するための強力で実効的な方法が期待されるところであろう。

³ 法制審議会第201号会議 「配布資料2 会社法制に関する諮問」（2025年2月10日）

⁴ 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会第3回会議 「部会資料3 株主総会の在り方に関する規律の見直しに関する論点の検討（1）」p.16以降（2025年6月25日）