

日本版スチュワードシップ・コード改訂

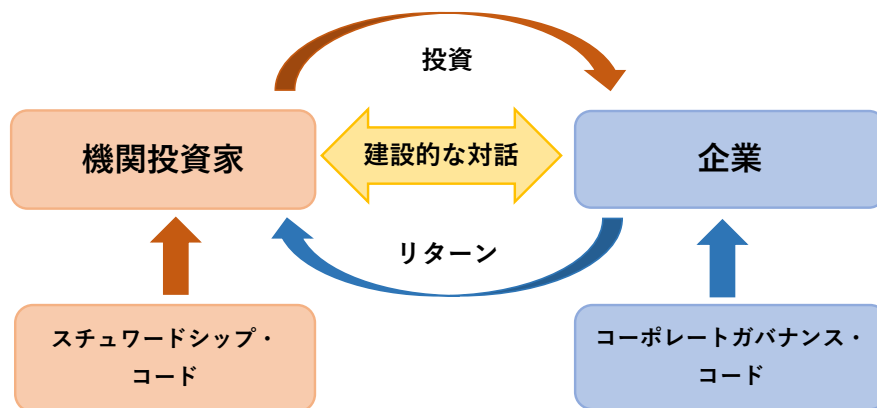
2025年8月12日

👉 お伝えしたいポイント

- ・日本版スチュワードシップ・コードが5年ぶりの改訂
- ・協働エンゲージメント促進と実質株主の透明化が重点ポイント
- ・建設的な対話のための制度が整備されることで、企業と投資家は持続的成長に関する議論の活性化が可能になる

日本版スチュワードシップ・コードとは

日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）とは、機関投資家が投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を果たすための原則をまとめたものです。アベノミクス第三の矢の成長戦略の一環として2014年2月に初めて策定されました。拘束力のある法律ではありませんが、コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）として、各原則を順守するか、順守しないのであればその理由を説明するよう求めています。



（出所）金融庁資料をもとに大和アセットマネジメント作成

SSコードは、その後2017年5月と2020年3月に改訂が行われました。第3次においても前回同様に金融庁に設置された有識者会議などで議論が行われ、本年6月に5年ぶりの改訂となりました。

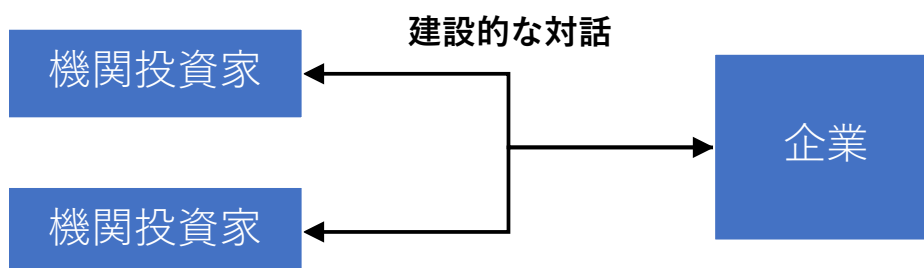
今回の改訂ではスチュワードシップ活動の実質化の観点から、①協働エンゲージメントの促進、②実質株主の透明化、の2点がポイントとなっています。次のパート以降で、これら2点について考察します。

なお、SSコードの前文から、おおよそ3年ごとを目途とした定期的な見直しに関する記載が削除されています。また、3度目の改訂となり、既に投資家に浸透したと考えられる事項が削られるなど、スリム化も行われています。

協働エンゲージメントとは

SSコードでも求められているように、中長期運用を行う機関投資家は企業と財務・非財務に関わらず企業の抱える課題について議論し、課題解決と持続的な成長への回帰を促す建設的な対話（エンゲージメント）を行っています。協働エンゲージメントでは、複数の投資家が協力して企業と対話を行います。協力して対話することで、知見を補い合うことによる対話の高度化、多くの保有株数を背景とした株主としての発言力増加、などの効果が言われています。

協働エンゲージメント



（出所）大和アセットマネジメント

協働エンゲージメントを巡っては従来から対話の実効性を高めるための手段として、その必要性が言われてきましたが、大量保有報告制度における「共同保有者」（※1）の範囲が法令上不明確であることが支障となっていたとの指摘もあり、広く用いられているという状況ではありませんでした。このため、2024年5月の金商法改正では、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ました。

※1 複数の投資家（投資家A■％、投資家B□％）が「共同保有者」（＝共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者）に該当すると、合算した保有割合（■％＋□％）が5％超となれば、大量保有報告書の提出が求められる。

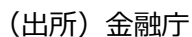
協働エンゲージメントの促進

金商法改正という後ろ盾が作られたこともあり、新SSコードでは協働エンゲージメント促進の色彩が強くなっています。旧SSコードでは「協働エンゲージメントが有益な場合もあり得る」としていたのが、新SSコードでは「協働エンゲージメントも重要な選択肢である」（指針4-6）と、その扱いが格上げされました。さらに、有識者会議の議論では、海外では協働エンゲージメントが当たり前となっていることや、エスカレーション（対話先企業の対応が不十分な場合にとる行動）の手段としての有効性も指摘されています。

一方、大手の機関投資家においては既に企業とのエンゲージメントを数多く行っており、この上さらに協働して対話する余地が少ないとの声も聞きます。また、企業に求める理想像が投資家ごとに異なっており意見がまとまらなくなることや、独自の知見が競争相手である他の投資家に漏れてしまうことを危惧する向きもあるようです。

但し、例えば気候変動に関しては、多くの投資家が協働することにより化石燃料関連企業に対してだけでなくエネルギー政策を決定している国に対しての政策提言などで大きな力を発揮できます。そのような大きなテーマに関しては、社会的意義もあり協働エンゲージメントが活用されるべきです。

会社四季報などで企業の株主リストを見ると、日本カストディ銀行、日本マスタートラスト信託銀行などの名前が並んでいることがあります。これらは資産管理銀行と呼ばれ、例えば機関投資家が運用する投資信託などの管理を行っています。この場合、資産管理銀行が名義株主、実際に議決権指図権限や投資権限を有する機関投資家が実質株主、という構図になります。実質株主である機関投資家の名前は株主名簿に載らず、企業も直接把握することができません。



実質株主の透明化

Daiwa Asset Management

金融審議会報告書では、欧米での実質株主の開示方法が紹介されています。例えば、米国では一定規模以上保有する投資家に対する保有銘柄の開示義務や、英国では発行会社から実質株主と思われる者などに対しての保有状況等の質問への回答義務が、制度化されています。新SSコードでは、企業と投資家の対話に資するため、企業から求められた場合にどの程度当該企業の株式を保有しているか投資家は説明することとされました（指針4-2）。形式的には英国など欧州の制度が参考にされました。

また、現在、会社法の改正が議論されており、発行会社から投資家への保有状況等の開示請求が制度化される流れとなっています。会社法の施行までに時間がかかることから、その間、法的拘束力はないもののSSコードによる対応が期待されています。

ただし、実質株主の透明化は機関投資家の頭を悩ませていることも事実です。日本では一部の大手を除き機関投資家の多くは運用に特化したブティックなど小規模な組織形態です。上場企業は3月決算がほとんどで、その株主議決権が確定する3月末以降に企業からの保有状況の問い合わせが集中すると、機関投資家は事務能力的に対応しきれないことが考えられます。また、問い合わせた人物が本当に当該上場企業の関係者であるのか、本人確認の方法も技術的な課題となります。

このように、実質株主の透明化は事務面では課題が散見されるものの、企業と機関投資家の建設的な対話に資するものであれば機関投資家としては前向きに取り組むべきものです。企業側も単なる賛成の票読みに終始するのではなく、機関投資家に対して自社の持続的な成長戦略を説明し企業価値向上を図ることが求められます。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。