

### 日本版スチュワードシップ・コード第三次改訂について

2025年6月26日に、「責任ある機関投資家」の諸原則としての日本版スチュワードシップ・コード（以下SSコード）が改訂されました。策定から3回目となる本改訂のポイントと、アセットオーナーの対応について解説します。

#### 改訂の経緯

SSコードは企業の持続的成長を促すことを目的に金融庁が策定した原則集であり、機関投資家のガバナンス整備や議決権行使・建設的な対話（エンゲージメント）等について指針を示している。2025年6月末時点で344機関が受入れ表明を行っており、徐々に浸透していると言える。

SSコードは2014年に策定され、2017・2020年と3年ごとに見直しが行われてきた。2023年には、コードの細則化を防ぐ観点から3年の改訂スパンを撤廃することとなったが、2024年に見直しの議論が再び開始され、本改訂に至っている。

5年ぶりの改訂を決定づけたのは、スチュワードシップ活動に係る法制度の変化と見ることができる。2023年の金融審議会「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」の提言を踏まえて金融商品取引法の改正が行われ、会社法についても法務省法制審議会における調査審議が開始された。

#### 法制度の変化

##### ● 大量保有報告制度の見直し（金商法）

企業・投資家間の一対一での意見交換や対話だけでなく、投資家が複数参加することでより強

力に企業の変化を促す「協働エンゲージメント」が国内外で数多く行われている。ESG投資の広がりとともに、環境・社会課題について類似の目的を持つ機関投資家が集まるイニシアティブやプラットフォームも数多く存在するようになった。

しかし、国内上場企業が対象の場合は大量保有報告制度と協働エンゲージメントの関係<sup>1</sup>が論点となり、法的リスク等を鑑み参加に後ろ向きな機関投資家もある。

2026年5月1日施行の金商法改正によって制度上の「重要提案行為等」と「共同保有者」の範囲が明確化され、より深度ある対話や協働エンゲージメントを促進する効果が期待される。

<sup>1</sup> 大量保有報告制度は、市場の透明性・公平性確保の観点から、株式の大量保有者に情報開示を求めるもの。

反復継続的に株式の売買を行っている金融商品取引業者に対しては、報告書の提出頻度や期限を緩和する「特例報告制度」が設けられている。

但し、投資先企業に対して「重要提案行為」を行う場合にはこの特例が利用できず、対話が重要提案行為に該当するかどうかを考慮する必要がある。

また、株式の保有割合を算出する際に「共同保有者」による保有分を合算する必要があり、議決権やその他の株主の権利を共同して行使することに合意している者がこれにあたる。そのため、協働エンゲージメントの参加者が共同保有者に該当するかどうかを明らかにする必要がある。

具体的には、提案ではなく株主・企業間の認識の共有を図る対話や、経営への影響度が相対的に低い事項に関する対話（かつ株主提案を伴わず、経営陣の自律的な決定に委ねるもの）は「重要提案行為等」に該当しないとの整理になった。

共同保有者については協働エンゲージメント特例と呼ばれる例外が設けられる。共同して議決権行使を行うことを合意している場合であっても、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としておらず、個別の株主総会・議案のみが対象である場合は、共同保有者に該当しない。

#### ● 実質株主の透明性確保(会社法)

実質株主の定義は「議決権指図権限や投資権限を有する者」である。現在、国内上場企業の株主名簿には名義株主として「日本マスタートラスト信託」や「日本カストディ銀行」等が上位にあることが多く<sup>2</sup>、実際に議決権行使判断を行っている運用機関の名前は載っていない。

企業は実質株主を把握するための調査を外部に委託し、コストをかけて行っている。これを効率化するため、機関投資家の行動原則や法制度への反映が検討されている。欧米には既に類似制度があり、特に欧州の制度が会社法改正の参考になるようだ。

法務省法制審議会(会社法制部会)で2025年6月の議題に取り上げられたが、制度の趣旨をどこに置くか、罰則規定をどのようなものにするか（過料／議決権停止等）、実質株主を確認するプロセスと範囲（例えば、名義株主の直近の指図権者までを対象とするか、その後ろのアセットオーナーまで遡るか）等、論点は多岐にわたっており、改正の具体的な方向性は未だ予測しにくい。

<sup>2</sup> 銀行・生損保、事業会社、個人等が株式を保有している場合は株主名簿上でその名前を確認することができる。また、大量保有報告制度の適用対象となれば実質株主を企業や他の株主が把握することができる。

#### 主な改訂点

第三次改訂では、過去の改訂のようにアセットオーナー、運用機関、サービスプロバイダーといった複数の主体に跨る大幅な変更はなされなかったと言える。

SSコード全体としては余分な指針や注釈を削る「スリム化／プリンシプル化」に舵を切り、前述した法制度の変化を踏まえ、エンゲージメントに係る原則4の指針の見直し・新設を行った。

協働エンゲージメントについては、従来の「有益な場合もあり得る」から「重要な選択肢である」へ、表現が一段階強くなった。さらに強く推奨する形にならなかったのは、協働エンゲージメントがメリットばかりではなく、必要としない・敢えて取り組まない運用機関もいるとの指摘や、英国のSSコードの文言を踏まえたからだろう。

実質株主の透明化については、企業が株主の保有状況や考え方を理解し、対話や経営判断に臨むことが重要との考えから図表1の通り指針4-2を新設した。まだ会社法改正が決定されていないため、具体的な対応方法はSSコードに署名する機関投資家の判断（方針）に委ねられた形だ。

図表 1 SSコードの主な改訂点

|                  | 改訂内容                                                                                                                                                   |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| コードのスリム化／プリンシプル化 | 一部の注釈や既に当然のこととして定着している内容を削除                                                                                                                            |
| 協働エンゲージメント       | 指針4-6.(修正)<br>機関投資家が投資先企業との間に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。 |
| 実質株主の透明化         | 指針4-2.(新設)<br>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。             |

（出所）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》』（2025年6月26日）よりNFRC作成

### アセットオーナーに求められる対応

第三次改訂前のコードを受け入れている機関投資家は、2025年12月末までに改訂内容を踏まえた「受入れ表明」や原則に基づく方針の更新を行い、金融庁へ連絡する必要がある。

改訂内容について、委託運用が中心の年金基金が直接対応すべきものは少ない。運用受託機関の関連する取組みをアセットオーナーとしてモニタリング・評価するという方針になろう。

ただし図表2に挙げたように、どちらの改訂点についても留意すべきポイントは多い。一方的にアセットオーナーの考えを押し付ける（協働エンゲージメントへの参加や株式保有状況の開示を強制する等）のではなく、当該運用機関の方針が運用戦略や体制と整合しており、投資先企業の価値向上に資すると期待できるかを判断すべきだろう。

なお、実質株主の定義や趣旨に照らせば、「実質株主確認制度」の回答対象となるのは議決権行使実務を行っている運用機関までと考えるのが自然だ。SSコード改訂時のパブリックコメントにおけるアセットオーナーへの適用に関する質問に対しても、金融庁は「アセットオーナーに一律に適用されないことを記載することは困難だが、同指針の趣旨を踏まえ、合理的に判断されるべき」との回答に留めている。

他方、アセットオーナーが議決権ガイドラインを示したり、行使結果にフィードバックすることで運用機関の判断に影響を及ぼしているとの指摘もあり、当制度におけるアセットオーナーの立ち位置がどう規定されるのかは注視しておきたい。

図表 2 SS コードの主な改訂点における論点

|            | ねらい・効果                                                                                                                                                                                                                                                                      | 懸念点・留意点                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 協働エンゲージメント | <ul style="list-style-type: none"> <li>●複数の機関投資家と企業が参加することで、エンゲージメントに係る<b>コストシェアリング</b>ができる</li> <li>●国を跨ぐ協働を通じた<b>情報収集</b>ができる</li> <li>●海外の企業など、通常のリレーションがない先とも<b>プラットフォームを通じてアクセス</b>できる</li> <li>●企業側は投資家共通の問題意識を認識することができる</li> </ul>                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●<b>エンゲージメントを主導する役割</b>にコストや労力が集中する一方、名前を登録するだけの「<b>フリーライダー</b>」も存在する</li> <li>●エンゲージメントの対象、内容、目的等について投資家間で<b>意見をすり合わせる手間</b>がある</li> <li>●エンゲージメントの目標が「企業に情報開示をさせること」など画一的な場合も多い</li> <li>→ <b>運用戦略に鑑みて協働エンゲージメントに参加することのメリットが大きいかを検討する必要がある</b></li> </ul>                             |
| 実質株主の透明化   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●<b>株式の保有状況が明らか</b>になることで、企業がより<b>積極的に対話すべき投資家を特定</b>することができる（意見収集、議決権行使に関する意見交換、関係性構築等）</li> <li>●アクティビストや重要な株主提案（支配権争い等）への対応をはじめ、実質株主の情報は<b>経営判断の材料</b>となり得る</li> <li>●実質株主は議決権行使を通じて企業に影響力を及ぼす存在であることから、企業が把握できるようにすべき</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●実質株主を企業に伝達するためのシステム整備がないため、当面は個々の機関投資家の<b>事務負担</b>が大きくなる</li> <li>●なりすまし（<b>回答先の真正性確保</b>）や<b>データの悪用・流用防止</b>、誤ったデータを伝えた場合の対応などが不明</li> <li>●保有する株式数の多寡や増減により、投資先企業との対話に支障が出るおそれ</li> <li>→ <b>当面、運用機関は投資先企業とのエンゲージメントの場で保有株式数を伝えるなどの対応を取る</b><br/><b>具体的な制度構築は会社法の改正を待つ</b></li> </ul> |

（出所）NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

#### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

#### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

#### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

|                                    | 助言契約                   | 一任契約   |
|------------------------------------|------------------------|--------|
| 年間基本料率<br>もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup> | 0.55%<br>もしくは 2,200 万円 | 0.825% |

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)