

スチュワードシップ／サステナブル投資の最新動向

スチュワードシップ活動やサステナブル投資を取り巻く足元の動きについて、政策やGPIFの「インパクト投資に関する調査研究」を含め解説します。

コーポレートガバナンス・コード改訂案の公表

2026年4月、「コーポレートガバナンス・コード」（以下CGコード）の改訂案が公表されました。

金融庁・東京証券取引所は、日本の上場企業に対して、幅広いステークホルダーと適切に協働しつつ、実効的な経営戦略のもと中長期的な収益力改善を図ることを求めています。それを行動原則化したものがCGコードであり、機関投資家向けの原則「日本版スチュワードシップ・コード」（以下SSコード）と併せてコーポレートガバナンス改革の深化を担っています。

CGコードは2015年に策定されました。2018・2021年に続き、今回が3回目の改訂となります。

改訂においては、SSコードと同様に「スリム化・プリンシプル化」が図られました。CGコードが細則化しており企業の自律的な経営判断を阻害しかねない（コードを形式的に遵守していればよいという認識を助長）との見方から、重要性・汎用性の高い論点を原則として再整理しました。補助的・例示的な内容であり、各社における実質的な対応を促進すべき内容は「解釈指針」とし、“Comply or Explain”の対象外としました。

図表 1 CGコード(案)の主な改訂点

「補充原則」から原則への格上げ
株主総会以外での対話について、 経営陣、(社外)取締役、監査役が対話に臨む ことを基本とすべき
可決されたものの相当数の 反対票があった会社提案 議案について、原因分析など適切に対応すべき
取締役会は、客観的に業績等の評価を行い、それを適切に 経営陣の選解任を含む人事 へ反映すべき
独立社外取締役の資質・役割 ✓ 他の独立社外取締役との情報交換・認識共有 ✓ 経営陣・監査役(会)との連携 ✓ 他社での経営経験を有する者を含める
新規追加された原則
株主との 対話内容 について、 社内で情報共有や検討 を行うなど、適切に対応すべき
有価証券報告書 を株主総会前に提出すべき（解釈指針にて、 3週間以上前 が望ましい旨を追記）
自社の資本コストを踏まえて 収益力・資本効率等に関する方針・目標 を提示し、成長投資や事業ポートフォリオの見直しを含む 経営資源の配分 などについて、具体的な説明を行うべき
経営資源の配分について、経営戦略・計画に照らし適切なものとなっているか不断に検証を行うべき

（出所）金融庁「コーポレートガバナンス・コード（改訂案）」（2026年4月10日）より NFRC 作成

主な改訂点を図表1にまとめています。

株主との対話が重視され、基本原則の5から1へ格上げ統合となり、対話に臨むあるべき姿勢について原則・解釈指針の中で言及されました。

議決権行使判断や事前の対話に資するという観点で、定時株主総会3週間前の有価証券報告書の開示という内容も盛り込まれました。「総会前開示」については一定の定着が見られますが、現在は1日～数日前の開示が殆どです。今後は総会開催日の見直しや監査法人との調整を含め、多くの企業が対応を求められるでしょう。

また、東京証券取引所が進める市場改革(資本コストや株価を意識した経営の推進)の中で、資本効率等に関する目標・方針を開示する企業が増えた一方、実際の経営判断への反映が進んでいない、株価上昇を狙った場当たり的な株主還元が目立つとの指摘もあります。こうした状況も踏まえ、**経営戦略と整合的な経営資源の配分**について、企業自らが最適化し方針等を明確に示すべきとされました。

この他、政策保有株式の縮減、中核人材の多様性確保などについて、従来の「補充原則」が原則に格上げされました。

改訂内容はすぐに企業行動へ実装されるというわけではありませんが、アセットオーナーは運用受託機関が行うエンゲージメントのモニタリング・評価において参考とすることができます。

具体的には、**ライトパーソン(適任者)との対話実現、対話内容を「その場で完結」とせず経営まで落とし込ませる工夫、独立社外取締役の質・行動に関わる対話などに注目していきたいです。**

今後はパブリックコメント(5月に募集終了)を踏まえ、改訂が確定される見込みです。

企業年金スチュワードシップ推進協議会の活動

2024年に企業年金連合会は、企業年金が協働して運用機関をモニタリングする「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設立しました。

2026年5月末現在、323の企業年金が加入し、国内株式運用を企業年金から受託する運用機関をモニタリング対象としています。

設立の趣旨として、SSコードやアセットオーナー・プリンシプルにより企業年金にもスチュワードシップ活動が求められる一方、それぞれの基金が別個にモニタリングを行うことは非効率であるとして、協議会が運用機関の情報を取りまとめ、共有することとしています。具体的には、①共通項目の定点調査、②合同説明会と協働対話、③サマリー・レポートの受領によって行います。

2026年5月、初年度の事業報告書が公表されました。

今回の参加運用機関50社の総運用資産残高は1,500兆円(うち国内株式217兆円)に上る一方、企業年金からの受託総額は75兆円(うち国内株式10兆円)に留まることが言及されています。

すなわち、企業年金の委託額自体は少ないものの、**協働モニタリングによってより大きな金額に対する活動へ影響**を及ぼすことができるという、いわば「レバレッジ」の効果が期待されます。

この他、エンゲージメントに係る統計データからは、1運用機関あたり平均569回の対話が行われており、1,000回超行う運用機関も10社あったことが分かりました。投資先企業に対する必要性を勘案しつつも積極的な活動が行われたことが示唆されました。

参加運用機関からの意見として、企業の社外取締役に関するアンケートでは、期待する役割に対して「不十分であり改善の余地がある」と50%が回答しており、前節で触れた「社外取締役の質」に関しては課題があることも推測されます。

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という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。

GPIFのインパクト投資に関する委託調査研究

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、2025年3月に掲げた「サステナビリティ投資方針」において、**社会・環境の効果(インパクト)を考慮した投資**(以下、インパクト考慮投資という)を推進するとしています。

インパクトとは、投融資先の企業・実物資産によってもたらされる人・社会・環境等への実際の影響を指します。

国際的には「インパクト投資」としてサステナブ

ル投資の一つにカテゴライズされています。インパクト投資に関して様々な定義・原則がありますが、概ね以下の特徴を備えるとされます。

- ポジティブな環境・社会のインパクト創出を意図して投資を行うこと
- 投資によってインパクトが創出されるという論理(Theory of Change)が説明できること
- インパクトを定量的に測定すること

図表2 「インパクト投資に関する調査研究」のポイントと今後想定される課題

	委託調査研究の要点
概念等	✓「インパクトをもたらす投資」として、インパクト実現が 財務的なリターン目標の実現において重要な手段 であることを示す「 手段的 」なものと、インパクト実現を目指す「 目的 」的なものが存在 ✓GPIFが意識するユニバーサル・オーナーシップについて、直近では「 βアクティビズム 」という言葉が提唱されている。負の外部性を低減するだけでなく、 システミック・リスクの低減のために積極的に課題解決・改善 を行うべきということ ✓「 システム思考に基づく投資 」の概念が紹介される。経済基盤である社会・環境(＝システム)に対し、その維持・強化・改善・変革を目指す投資のこと ✓インパクトファンドの投資リターンを扱った 実証研究は限定的 で、査読付き論文に絞ると4編しか確認されず
市場	✓インパクト投資残高：欧州・北米が殆どで、東アジアの比率は僅かだが増加傾向 ✓資金の出し手：グローバルでは年金・銀行・保険会社・政府。日本ではVCや銀行が主なプレーヤー ✓資産クラス：グローバルのインパクト投資残高では PE・PD・実物資産 が多く、上場資産は約2割のシェア
ファンド	✓ファンドレベルで定量的なインパクト目標を設定するものはない(定性的な目標)が、インパクト創出のための戦略や指標は設定・追跡されている ✓多種のインパクト目標を掲げるファンドなど、 ポートフォリオ横断的な指標が設定されていない場合もある ✓上場資産より プライベート資産の方がインパクト指標の設定・測定が緻密な傾向にある
海外AO	✓AUM30位までの年金のうち、インパクト投資と銘打った活動をしているのは4基金(類似例ではさらに存在) ✓対象とする資産クラスはプライベート資産が多いが、上場資産も一部で対象とされる ✓インパクト創出を目指す領域は 気候、自然、地域(自国) が多い。投資妙味のある領域選定も重要 ✓インパクトに関する定量的な目標、 測定結果を開示している基金は限定的



日本の公的年金運用への実装において想定される課題 (筆者想定)
● リスク・リターンに関する実証研究が少ない投資手法に挑戦すること
● インパクト領域の設定または評価 (海外公的年金は自らが重視するESGテーマを設定し、それに基づき運用)
● インパクト投資を行う資産クラス・規模 (オルタナティブ投資の方が実装しやすいが、βアクティビズム等の考えとズレ)
● 運用機関や既存のインパクトファンドと、GPIFの目的の一致
● インパクト指標・測定結果の開示 (ファンド間で意図・指標が異なるため合算が難しい)
● インパクトファンドの評価・選定、運用パフォーマンスが劣後する場合の対応

(出所) ニッセイアセットマネジメント株式会社「GPIF 委託調査研究『インパクト投資に関する調査研究』報告書」(2026年3月)より 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。

積立金運用は専ら被保険者の利益のために
行い、政策目的に行うことはできない(他事考慮
の禁止)という原則のもと、従来はGPIFがインパ
クト投資を行うことはできませんでした。しかし、
インパクト考慮投資は他事考慮にあたらないう
いう整理が、政府によって新たになされたのです。

インパクト投資とインパクト考慮投資の概念上
の違いとして、前者はリターンと並行してインパ
クト創出を目的とします。

後者は社会・環境課題の解決を企図した技術
開発や事業革新が市場拡大・成長をもたらす、当
該事業に取り組む企業の持続的成長に繋がる
可能性があることを前提にしています。そのため、
投資先企業の事業内容がもたらすインパクトは、
ESGと同様に重要かつ長期的なリターン要素に
なり得るということです。

インパクト考慮投資は、インパクト創出(の可
能な技術・事業)がリターンに寄与するという因果
関係の上に成り立つという点が、大きな違いとみ
られます。

さて、今回公表された委託調査研究では、イン
パクト投資とそれに類する概念の整理、市場及
び海外事例が調査対象となりました。

主なポイントについて図表2にまとめるとともに、
筆者が考える「日本の公的年金運用への実装に
おいて想定される課題」を示しています。
運用業界一般や海外公的年金において取り組ま
れているインパクト投資と、インパクト考慮投資の
間にズレがあることも想定されます。対象の資産
クラスやインパクト領域、GPIFの目的に合う戦略
の選定等において課題がありそうです。

金融戦略骨子の概要

高市政権のもと、2025年11月に「日本成長戦
略本部／会議」が設置されました。リスク・社会
課題に対して戦略的投資を促進し、世界共通の

課題解決に資する製品・サービス・インフラを提
供することで日本経済の成長を実現することを目
指しています。

航空・宇宙や創薬・先端医療など17の戦略分
野が特定されたほか、8の分野横断的課題が設
定され、それぞれで担当大臣と分科会が任命さ
れています。

分野横断的課題の中で、「金融を通じた潜在
力の解放」を検討する分科会は、金融庁が担当
です。そこでの議論を最終的な「日本成長戦略」
に落とし込むとともに、金融分野の新戦略として
「金融戦略骨子」を今夏目途にまとめる見込みで
す。

金融戦略のKPIとアセットオーナーに関連する
施策を図表3に挙げました。企業年金に関しては、
運用状況等を受益者が比較できるシステムの整
備や、アセットオーナー・プリンシプルの受入状
況に関する実態調査を行うことが示されています。

図表 3 日本成長戦略(案)における金融戦略

方向性	✓ 17の戦略分野等への成長投資を 促進する資金の好循環を創出 ✓ 国民がその成果を享受できる アセットオーナーの機能強化
KPI	✓ 2030年度135兆円、2040年度200 兆円の国内投資 ✓ 2040年までに家計金融資産に占 める株式・投資信託・債券の割合を 23%→40%へ
アセットオーナー 関連の施策	✓ 公的年金におけるオルタナティブ投 資の推進 ✓ 厚生年金積立金の運用主体の状 況比較・検証 ✓ 企業年金の運用状況等を比較する システム整備、アセットオーナー・プリ ンシプルに関する実態調査 ✓ 大学における資産運用の促進・高 度化(ガイドブック、好事例共有等)

(出所) 内閣官房「日本成長戦略(案)」(2026年6月30
日)より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
という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。

金融庁によるサステナブルファイナンス推進

金融庁は金融機関への働きかけや原則・基準等の策定を通じて、国内のサステナブルファイナンス(投融資)を推進しています。

2026年6月に開催された「第30回 サステナブルファイナンス有識者会議」の冒頭では、反ESGの動きや紛争等が障壁となるものの、日本政府としては脱炭素・トランジションを中心とするサステナブル投資を促進していく姿勢が示されました。

足元では、図表4に代表される政策を通じて、金融・産業双方でトランジション及びインパクトの実現に向けた対話を推進し、企業が事業・設備投資を行うことによって、**新たな産業・社会構造への展開**を促すことを目指しています。

これらにより、**企業のサステナビリティや脱炭素の取組みの可視化、投資評価・判断への反映**が一層進むと考えられます。

図表 4 サステナブルファイナンスの主な政策

サステナビリティ 開示	✓サステナビリティ開示基準(SSBJ基準)に基づく 有価証券報告書 の作成を義務付け ✓時価総額3兆円以上の企業(2026/6時点では約80社)について2027年3月期のものから適用し、以下企業規模に応じて適用
排出量取引制度	✓2026年4月より、排出量取引制度が経済産業省主導で本格始動 ✓企業などが出す二酸化炭素の量に上限を設け、出すぎた分は他の企業から買う仕組み → 排出コストが金銭化 される
トランジション/ インパクト	✓政府全体のGX推進戦略に基づき、トランジション・ファイナンスを推進。Climate Transition(CT) 国債 について、調達資金の使途及びインパクトに関するレポートを公表 ✓ インパクト投資の拡大 に向け、官民協働の「インパクトコンソーシアム」にて事例研究・知見共有や発信を行う

(出所) 金融庁「第30回 サステナブルファイナンス有識者会議 事務局説明資料」(2026年6月23日)より NFRC 作成

《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 資産運用業協会 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 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

(※) 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