

金融庁、スチュワードシップ・コード 第三次改訂版を公表

2025年6月26日、金融庁は、「『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～」の第三次改訂版を公表しました。

スチュワードシップ

エンゲージメント

実質株主



News

- 今回の改訂では、大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化を含む金融商品取引法等の改正も踏まえつつ、協働エンゲージメントの促進及び実質株主の透明性向上に向けた見直しが行われています。
- 本コードでは、初の試みとして、コードを受入れ表明する署名機関の自律的な意識改革の促進を期待して、「プリンシプルベース・アプローチ」の原点に立ち返り、本コードのスリム化／プリンシプル化のための見直しも行われています。
- 改訂コードのパブリックコメントにおいて、企業と投資家の双方から、対話の相手方のコードの趣旨に沿った対応についての懸念の声や、機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点についての意見が寄せられたことから、金融庁によるフォローアップや実務事例の収集・共有等の対応が検討されることが見込まれます。



Background

スチュワードシップ・コードは2014年2月の策定以後、これまでに2度改訂が行われていますが、コーポレートガバナンス・コードと合わせて、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られています。

他方、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、形式的な対応にとどまることなく、**企業と投資家の双方における自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の実質化が重要**である、との指摘を踏まえ、今回、スチュワードシップ・コードの第三次改訂版が公表されました。



Insight

インベストメント・チェーンを構成する各主体に対してさまざまな取組みが求められるなか、**スチュワードシップ活動の実質化を後押しする本コードは、コーポレートガバナンス改革において重要な役割を担っています。**

今回の改訂コードでは、協働エンゲージメントの促進及び実質株主の透明性向上に向けた見直しが行われており、**投資家と企業の「緊張感のある信頼関係」に基づいた対話がより一層実効的なものとなっていくことが期待**されます。

1. 公表の経緯

スチュワードシップ・コードは2014年2月に策定されて以来、2017年5月、2020年3月の2度の改訂を経て、約10年が経過しています。コーポレートガバナンス・コードと合わせて、両コードの下で、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られる一方で、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方における自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の実質化が重要である、との指摘がなされています。

こうしたなか、2024年6月7日、「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」により、「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、「アクション・プログラム2024」）が公表されました。同文書において、スチュワードシップ活動の実質化の観点から、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向上に向け、スチュワードシップ・コードの更なる見直しが提言されたことを受けて、2024年10月から計3回にわたり、「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、コード改訂に向けた議論が重ねられてきました。

こうした議論を踏まえ、金融庁は、スチュワードシップ・コード改訂案を公表し、パブリックコメントに寄せられた意見を検討のうえ、2025年6月26日、スチュワードシップ・コード第三次改訂版（以下、「改訂コード」）を公表しました。

2. 改訂の主なポイント

(1) 実質株主の透明性向上及び協働エンゲージメントの促進に向けた見直し

今回の改訂では、大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化を含む金融商品取引法等の改正も踏まえつつ、アクション・プログラム2024において改訂の必要性があるとの指摘があった、協働エンゲージメントの促進及び実質株主の透明性向上に向けた見直しが行われています（指針4-2、4-6）。

項目	指針の内容	備考	パブリック コメント回答※
実質株主の透明性向上 (指針4-2) ※今回の改訂で新設	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。	対応方針の具体的な内容については、金融庁の考え方によれば、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討することが望ましいとされていますが、例えば、以下の項目について公表することが考えられるとしています。 <ul style="list-style-type: none"> • 回答の基準時点 • 回答可能な頻度 • 回答までに要する期間 • 照会者の真正性に関する確認方法 • その他、照会に当たっての留意事項等 なお、上記に限るものではなく、また、運用を通じて公表すべき内容が適宜アップデートされることが望ましいことに留意する必要があります。	No.14等
協働エンゲージメントの促進 (指針4-6) ※今回の改訂で変更	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、必要に応じて、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）が有益な場合も重要な選択肢であり得る。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。 (注) 上記取り消し線及び下線部分は前回からの変更箇所を表します。	金融庁は、大量保有報告制度における「共同保有者」（及び公開買付制度における「特別関係者」）の範囲について、解釈の明確化を図っています (https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html)。	No.83等

※「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>>第三次改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答 (<https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250626/04.pdf>)

(2) スリム化／プリンシプル化のための見直し

今回、初の試みとして、本コードのスリム化／プリンシプル化のための見直しが行われています。本コードでは、機関投資家が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）が採用されていますが、当該趣旨を徹底する観点から、例えば、策定・改訂時から一定期間が経過し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、今回の改訂において、スリム化／プリンシプル化が図られています。もっとも、削除・統合・簡略化された箇所についてその趣旨の重要性が否定されるものではないことに留意が必要であるとされています。

このようなスチュワードシップ活動の実質化の観点からの見直しにより、署名機関の自律的な意識改革が促進され、企業と投資家との建設的な対話が更に深度ある実効的なものとなっていくことが期待されています。

3. 改訂についての金融庁の考え方

本コードは法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではなく、いわゆる「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）の手法が採用されています。すなわち、本コードの原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないとする原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定されています。

今後、改訂コードの受入れ・実施にあたっては、この「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法の趣旨が、コードの署名機関である機関投資家等のみならず、顧客・受益者に改めて再認識されることが重要であるとされています。また、コードの署名機関と投資先企業が継続的に対話を行うことで、この「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法の趣旨が、投資先企業を含めた幅広い関係者に浸透し、また全うされることにもつながると考えられるとされています。

加えて、アクション・プログラム2024においても、本コードの見直しにあたり、議決権行使と対話は点と線の関係にあり、議決権行使（点）に至るまでの対話の過程（線）で、どのような対話をするのが重要かという意識を持つことや、エンゲージメントの成果を意識し検証することが重要であるとの指摘がなされています。企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた、投資家と企業の「緊張感のある信頼関係」に基づいた対話が行われることが重要であるとともに、インベストメント・チェーンを構成する各主体に対してさまざまな取組みが求められるなか、スチュワードシップ活動の実質化を後押しする本コードは、コーポレートガバナンス改革において引き続き重要な役割を担っていることから、改訂コードの活用により、投資家と企業の対話がより一層実効的なものとなっていくことが期待されています。

4. パブリックコメントを踏まえた対応

改訂コードの取りまとめにあたっては、策定時・改訂時と同様に、和英両文によるパブリックコメントが実施され、46の個人・団体から意見が寄せられました。金融庁はこれらについて検討を行い、「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」を取りまとめ、改訂コードとともに公表しています。

(1) 実質株主の透明性向上・協働エンゲージメントの促進について

パブリックコメントにおいては、実質株主の透明性向上（指針4-2）・協働エンゲージメントの促進（指針4-6）に関して、企業と投資家の双方から、対話の相手方が、改訂後コードの趣旨に沿った対応を行うかという点について懸念の声が一部寄せられました。

改訂コードが企業価値の向上や持続的成長に向けた企業と投資家の建設的な「目的を持った対話」につながるような形で実施されるよう、特にコード本来の趣旨とは異なる形で運用され対話が阻害されることとならないよう留意することが重要であるとして、金融庁は、改訂コードに基づく対話の実施状況を確認する等のフォローアップを行い、今後の対応を検討していくこととしています。

(2) 意見公募項目問2-2「機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点」について

パブリックコメントにおいて、以下を含めた複数の意見が寄せられました。

- 機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たっては、参加自体を目的とするのではなく、機関投資家及び投資先企業の双方にとって合理的なものとなるよう留意すべき
 - 機関投資家は、協働エンゲージメントを行う複数の機関投資家が保有する株式の合計数を背景として、その要求を通そうとする高圧的な対話を行うべきではなく、特に短期的な利益を得るための手段としてこれを行うべきではない
 - 投資家の課題認識の考え方、背景や理由が記述された文書であるエンゲージメントレターを投資先企業に送付することが有意義な場合もある
 - 協働エンゲージメントを実施する運用機関の取組みに対して、インベストメント・チェーンの参加者全体が、適切に評価し支援することが重要
 - 協働エンゲージメントに参加する投資家は、事前に対話内容についてよく認識合わせをし、取締役・経営陣と時間をかけて双方向の対話を行うべき
- 今後、上記の意見も踏まえながら、実務における事例の収集・共有をはかることが考えられるとしています。

(3) 金融庁から機関投資家への要請

現在コードを受け入れている機関投資家等に対して、改訂コード公表の遅くとも6ヵ月後（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ています。

編集・発行

有限責任 あずさ監査法人

azsa-accounting@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査したうえで提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2025 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

Document Classification: KPMG Public