

スチュワードシップ・コードの第三次改訂に当たって

2025 年 6 月 26 日

金融庁

一 経緯

1. スチュワードシップ・コードが 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 年が経過した。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。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、との指摘がなされている。
2. こうした中、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」という。）が公表された。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。
3. これを受け、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」を開催し、コード改訂に向けた議論を重ねた。こうした議論を踏まえ、金融庁は、スチュワードシップ・コード改訂案を取りまとめてこれを公表し、広く意見を求めることとした。
寄せられた意見を検討の上、今般、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」という。）を公表する。

二 改訂の主なポイントと考え方

1. 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促進する観点からは、コーポレートガバナンス改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進展させることが重要であり、形式的な体制を整備することのみによってその十分な成果を期待することはできない。また、コードの改訂については、形式的な体制整備に資する一方、同時に細則化により、コンプライ・オア・エクスプレインの本来の趣旨を損ない、コーポレートガバナンス改革の形骸化を招くおそれも指摘されている。「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたア

クシヨ・プログラム」(2023年4月26日公表)においては、企業と投資家の自律的な意識改革を促進するための施策や企業と投資家との建設的な対話の実効性を向上させるための施策を基本とし、必要に応じ、その他の施策によりこれを補完していくことが適切との方向性の下、「各コードの改訂時期については、必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討することが適切である。」とされた。これに基づき、2023年、2024年にはスチュワードシップ・コードの改訂が見送られた。

2. 今般の改訂では、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を行った¹。他方で、次に記すように、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も行っている。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る。今後も、企業と投資家の対話を取り巻く環境の変化やコーポレートガバナンス改革の進捗状況に応じて、改訂の要否を適時に検討していく。検討の際には、実務への浸透・定着の状況も踏まえて、必要に応じスリム化／プリンシプル化も図っていく。
3. 本コードは、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)を採用している。三度目の改訂となる今般の改訂では、本コード本来の姿であるこの「プリンシプルベース・アプローチ」の原点に立ち返り、その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、スリム化／プリンシプル化を図った。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。
4. 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い。その上で、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)の手法を採用している。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

¹ あわせて、コードの前文から、おおよそ3年毎を目途としたコードの定期的な見直しに関する記載を削除している。

いと考える原則があれば、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している。今後、改訂コードの受入れ・実施に当たっては、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・受益者にあらかじめ再認識されることが重要である。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。

5. 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ということが重要かという意識をもつことや、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た。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。インベストメント・チェーンを構成する各主体に対して様々な取組が求められる中、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。改訂コードの活用により、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る。

三 パブリックコメントを踏まえた対応

1. 改訂コードの取りまとめに当たっては、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を実施し、46の個人・団体から意見が寄せられた。金融庁においては、これらについての検討を行い、「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」を取りまとめた。
2. パブリックコメントにおいては、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、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り、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フォローアップし、今後の対応を検討していく。
3. また、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」については、以下を含めた複数の意見を頂いた。

- ・ 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り組みに対して、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。

4. 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）を行うことを期待する。

以 上