

スチュワードシップ・セミナー

機関投資家による スチュワードシップの実践と展望 ～スチュワードシップ・コードの10年～

2025年10月8日

(社)スチュワードシップ研究会
代表理事 木村祐基
kimura@stewardship.or.jp

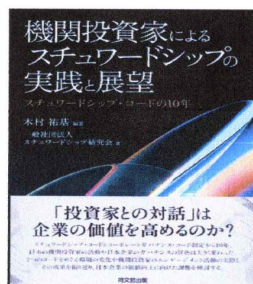
スチュワードシップ・コード導入から10年 スチュワードシップ研究会発足からも10年 —総括する図書を刊行—

機関投資家による スチュワードシップの実践と展望 スチュワードシップ・コードの10年

木村 祐基【編著】・一般社団法人スチュワードシップ研究会【著】

「投資家との対話」は企業の価値を高めるのか？

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード制定から10年、日本の機関投資家の活動や日本企業のガバナンスの景色は大きく変わった。
2つのコードをめぐる環境の変化や機関投資家のエンゲージメント活動の実際とその成果を振り返り、日本企業の価値向上に向けた課題を検討する。



A5判・並製・336頁
定価 3,960 円(税込)

目次

第1部 日本版スチュワードシップ・コードの あゆみ

- 第1章 スチュワードシップ・コードの10年
- 第2章 スチュワードシップ・ガバナンス
改革の10年を振り返る

第2部 エンゲージメントの実際

- 第3章 エンゲージメントの現状と課題
- 第4章 アクティブ投資家の役割と課題
- 第5章 パッシブ投資家の役割と課題
- 第6章 機関投資家の議決権行使
- 第7章 サステナビリティと ESG 投資
- 第8章 協働エンゲージメントの役割

第3部 エンゲージメントの成果と考え方

- 第9章 企業と投資家との意識ギャップ
- 第10章 PBRI 超え企業と1割れ企業の特性
分析とその示唆
- 第11章 PBR 改善に向けた日本企業の処方箋

- 第12章 ROIC-WACC を用いた価値可視化
フレームワーク
- 第13章 スチュワードシップ活動は役に立つ
のか

対談 スチュワードシップ活動は役に立つのか

第4部 運用会社の課題

- 第14章 日本の運用会社の課題
- 第15章 運用会社のガバナンス
- 第16章 新興運用会社の役割と新規参入の
課題

第5部 コーポレートガバナンス・コード の成果と課題

- 第17章 コード導入の成果と今後への期待
- 第18章 日本企業に残された課題

補章 スチュワードシップ研究会の10年

スチュワードシップ・コードの導入で 変わったこと

1. スチュワードシップ責任という理念の定着

目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任

2. 取材・調査からエンゲージメントへ

機関投資家は、「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。(原則4)

⇒対話の深化・高度化を求められる

3. 機関投資家の「実力」の具備

機関投資家は、・・・対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。(原則7)

⇒機関投資家の調査体制等の強化が進む

4.議決権行使の厳格化・透明化

個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果、賛否の理由を公表

5.パッシブのエンゲージメント

パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。(指針4-4)

6.協働エンゲージメント

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。(指針4-6)

7.サステナビリティの考慮

運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく...エンゲージメントなどを通じて、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促す(指針1-1など)

8.スチュワードシップ活動の開示の充実

⇒スチュワードシップ方針や議決権行使基準・結果の開示に加え、スチュワードシップ活動レポートの発行など

機関投資家の体制整備

投資運用業における日本株関連の陣容

		2024年6月末 (255社)		2015年6月末 (184社)		
		人員数（人）		人員数（人）		増加率
		(a)	内 専任	(b)	内 専任	(a) ÷ (b)
運用業務従事者数		2,377		1,635		145.4%
内	ファンドマネジャー数	1,298		975		133.1%
内	調査スタッフ(アナリスト)数	765		485		157.7%
内	議決権行使担当者数	714	48	404	23	176.7%
内	モニタリング担当者数	938	58	689	25	136.1%
内	エンゲージメント担当者数	965	77	662	31	145.8%
内	ESG担当者数	660	52	—	—	—

(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」2024年10月実施分、2015年10月実施分より筆者作成

2025年のスチュワードシップ・コード 改訂の2つのテーマ

- 1) 投資先企業からの求めに応じて、株式保有について説明すべき
- 2) 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。

協働エンゲージメントに期待される役割

=エンゲージメントの効率化と深化

日本における協働エンゲージメント活動

- 機関投資家協働対話フォーラム
- 生命保険協会スチュワードシップ活動ワーキング・グループ
- 他に、ACGA(ジャパンWG)、PRI、Climate Action100+等も協働エンゲージメントに数えられる。

協働エンゲージメント促進に向けた政策対応

■金商法等改正2024年5月15日成立

2025年3月関係政令・内閣府令案の公表

◇大量保有報告制度(機関投資家が5%以上保有した場合の届出の簡易報告制度の利用)における「共同保有者」「重要提案行為等」の範囲の明確化

✓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」に該当しないことを明確化【改正金商法第27条の23第5項】

✓相対的に発行者の**事業活動に及ぼす影響の程度が低い事項(重要提案行為等に該当しない)**を明確化

(例えば、配当方針や資本政策の変更といった企業支配権に直接関係しない提案)

⇒協働エンゲージメントに限らず、すべてのエンゲージメントの深化に影響

日本の株式所有構造

➤国内機関投資家の比率は25%

うちパッシブが約8割；投資顧問70%、投信85%（ETF含む）

投資部門別株式保有状況

	2024年度		2014年度
	金額（兆円）	比率(%)	比率(%)
合計	1008.0	100.0	100.0
信託銀行	223.1	22.1	18.0
生命保険会社	30.0	3.0	3.6
銀行その他の金融機関	38.0	3.8	5.8
外国法人等	320.4	31.8	31.7
事業法人等	194.2	19.3	21.3
個人・その他	170.4	16.9	17.3
証券会社	30.1	3.0	2.2
政府・地方公共団体	1.6	0.2	0.2

（出所）東京証券取引所「株式分布状況調査」各年度

機関投資家といっても運用方針は様々

＊運用資産規模や運用方針により、保有銘柄数は2000銘柄以上から10銘柄程度まで、大きく異なる。大型株、小型株など投資対象も異なる。

必要とする情報も異なる。このため、モニタリングやエンゲージメントのあり方も大きく異なる。

■アクティブ運用

＊アクティビスト・ファンド、エンゲージメント・ファンド、グロース/バリュー、大型株/小型株、テーマ型など様々なスタイル

■パッシブ運用（インデックス運用）

＊市場全体のインデックス（株価指数）に連動した運用

国内投資家はTOPIXや日経平均、海外投資家はMSCI（日本企業は200社程度）など

アクティブ投資家のエンゲージメント

✓ **独自のバリュエーション**の考え方に基づいて評価した企業価値と市場の評価の差に着目。

✓ **潜在的な企業価値の実現**のためにエンゲージメントする。企業価値を高めるための課題の提起、質問、提案など。**的確な質問力**により企業に気付きを与え、改善を促す。

(必ずしも「解決策」を提示することではない)

✓ パフォーマンスに繋がるエンゲージメント可能な銘柄数は限られる。

✓ エスカレーションのツール・・・協働エンゲージメント、株主総会への出席・事前質問など。パブリック・アナウンスメントや株主提案に進むかどうかはケース・バイ・ケース。

パッシブ投資家のエンゲージメント

- ✓ アクティブの運用・調査部門とは別に、責任投資部、スチュワードシップ推進部などの担当部署を設けている運用機関も多い。
- ✓ パッシブ運用のエンゲージメントの目的はインデックスのリターン向上
- ✓ 個別株の売却という選択肢がなく、株式を保有し続けるため、より長期の視点が求められる。
- ✓ 売却という選択肢がないので、議決権行使による意思表示は重要。
- ✓ 市場全体に、効果的にメッセージを発信したい。すべてのパッシブ投資家が共通の企業に投資し、共通の課題を認識していると考えられるので、投資家間の連携（協働エンゲージメント）や、IR支援会社などの幅広い市場関係者との連携も効果的。
- ✓ 対話先企業の選択をどうするか？ 大企業は自分のエンゲージメントの効果が見えにくい、中小型企业はインデックスへのインパクトが小さい。
- ✓ パッシブのエンゲージメントのコスト分担とフリーライダー問題

運用会社の対話先は大企業が多い 東証は全上場企業に投資家との対話を求めているが……

運用会社の対話件数～時価総額区分別（2022年度）

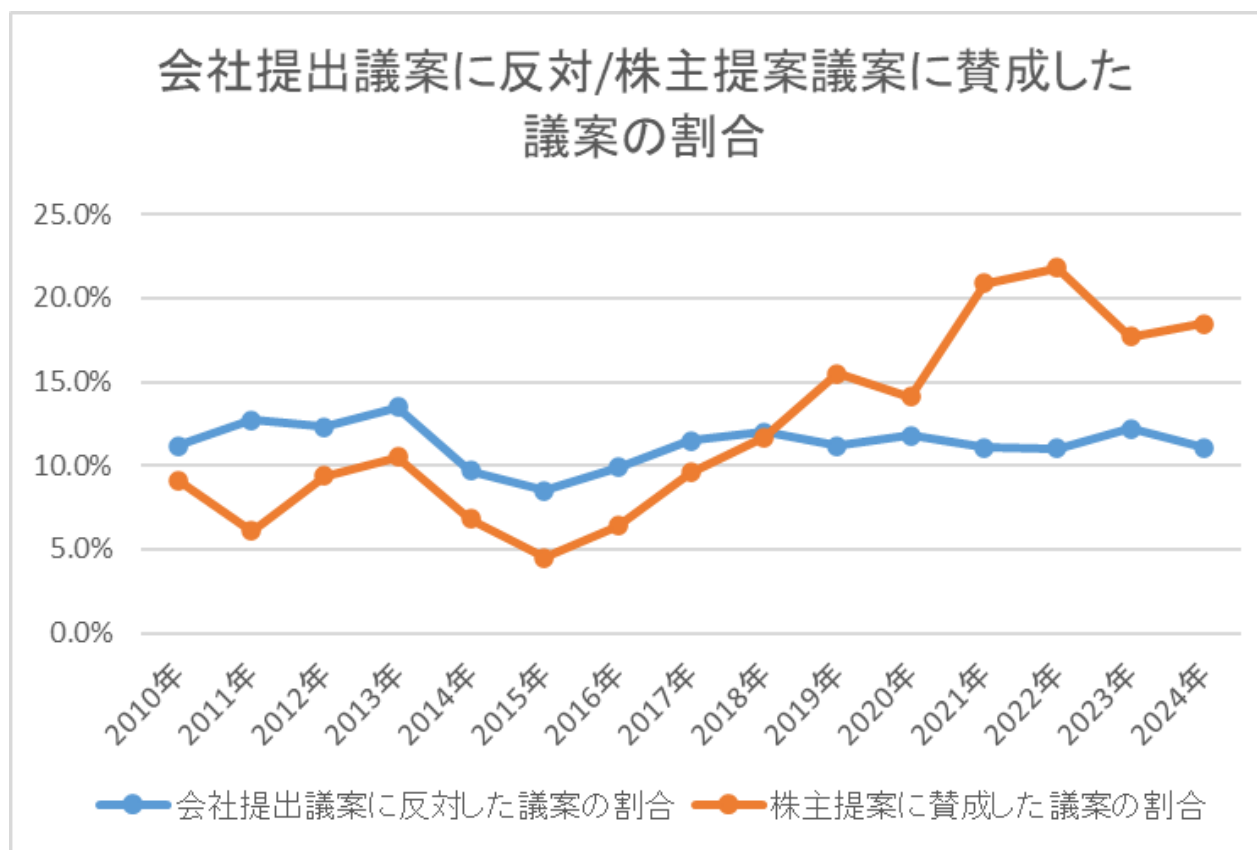
時価総額区分	対話件数①	対話社数②	対話社数の比率	1社当り対話件数①÷②
1～400	2,989	370	92.5%	8.1
401～1,000	1,018	301	50.2%	3.4
1,001～2,000	404	133	13.3%	3.0
合計	4,412	805	（約40%）	5.5

（注） GPIFの運用会社19社、21ファンドを対象。集計対象はTOPIX構成銘柄。
合計には2,001位以下の1社を含む。2022年4月～12月の数値

（出所） GPIF「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書」（2024年5月）
17ページから作成

機関投資家による議決権行使結果

(日本投資顧問業協会アンケート調査)



パッシブとアクティブの対話テーマ：連携は可能

運用会社の対話テーマ～パッシブ/アクティブ比較 対話比率上位5テーマ

【パッシブ】

テーマ	対話比率
1.取締役会構成・評価	16.2%
2.経営戦略・事業戦略	12.2%
3.気候変動	10.4%
4.コーポレート・ガバナンス (その他)	9.4%
5.情報開示	6.0%

【アクティブ】

テーマ	対話比率
1.経営戦略・事業戦略	19.4%
2.財務戦略	11.5%
3.取締役会構成・評価	9.1%
4.情報開示	8.2%
5.コーポレート・ガバナンス (その他)	7.7%

(出所) GPIF「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書」20ページより作成

コーポレートガバナンス・コードから10年 —企業の変化—

- 社外取締役の増員
- 女性役員の採用
- 指名・報酬委員会の普及
- 資本コストへの認識の向上、ROE、ROICの重視
- インセンティブ報酬の増加
- 買収防衛策廃止企業の増加
- 親子上場の減少
- 政策保有株式縮減方針の公表
- 非財務情報開示の拡大/統合報告書作成企業の増加
- 株主総会の分散化、招集通知の早期発送

投資家と企業が対話において感じている 効果と課題～企業と投資家の認識ギャップ～

対話で効果を感じている点

	投資家 (82社)	企業 (435社)
	対話で効果を感じている 論点	対話を経てア クションをとった論点
株主還元	58.5%	62.5%
サステナビリティ	53.7%	50.1%
情報開示	40.2%	67.8%
社外取締役関係	37.8%	23.9%
経営戦略・事業戦略	32.9%	50.3%
財務戦略	30.5%	37.2%
収益性	13.4%	29.0%

対話で課題を感じている点

	投資家 (85社)	企業 (432社)
	対話において 課題と認識し 重点的に取り 組んでいること	対話において 投資家に対し て感じている こと
企業に対する分析理解が浅い (対話内容が形式的)	52.9%	39.4%
対話のリソースや人材が不足	41.2%	11.3%
短期的なテーマのみに基づく 対話	37.6%	54.6%
対話目的等の説明が不足	34.1%	24.5%
対話担当者の対話スキルが不足	23.5%	4.9%
特段なし	36.5%	23.6%

(出所) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取組みに関するアンケート」(2024年度版)

まとめ—スチュワードシップ活動と コーポレートガバナンス改革の実質化に向けて

【機関投資家の課題】

1.エンゲージメント力の強化

- ・個人の能力向上に加えて、アクティブ運用の拡充、アクティブとパッシブの連携、協働対話の活用、海外投資家との連携などにより、対話の深化と効率化を図る
- ・共同保有、重要提案行為等の見直しで、より深い対話が可能に

2.エンゲージメント対象企業の拡大

【上場企業の課題】

- 1.稼ぐ力の向上—PBRや時価総額、資本効率(ROE、ROIC)を意識した経営、
事業ポートフォリオ/グループ経営の見直し、事業再編の取り組み
- 2.取締役会の機能強化—社外取締役と投資家の対話、取締役会事務局の強化
- 3.経営チーム体制の強化—CFO、CHRO、CxOの機能強化と連携
- 4.政策保有株式削減の加速—古いビジネス慣行からの脱却
- 5.サステナビリティを意識した経営—国際基準の開示や人的資本への取り組み強化