



日本株月次レポート | 2025年10月

## スチュワードシップの実効性



中塚 浩二  
株式, 日本CIO

コーポレートガバナンスコードが2015年に策定されてから10年が経過しました。2014年策定のスチュワードシップコードとともに、過去10年を振り返り研究した文献や分析が多く見受けられます。

エンゲージメントを通じ投資先の企業価値向上に寄与するという目的のもと、機関投資家は試行錯誤しながらも建設的な対話の実践をしてきました。しかし運用実務上、対話を行なうとすぐに企業価値の向上に直結することは考えにくく、またエンゲージメント活動の効果の測定は学術的にも困難な状況です。効果測定が難しいため機関投資家の対話自体も形式的に陥りがちとの指摘もあります。

過去10年で、企業の情報開示と機関投資家との対話の質は大きく進歩しましたが、依然として改善の余地もまた大きいと感じます。機関投資家側にも多くの課題が残っており、企業側からみると情報開示の負担が大きいにもかかわらずそもそも投資家は読んでいるのかという疑問、運用会社のエンゲージメントの軸が不明、といった不信感もあるようです。

運用会社は上場企業のガバナンスを問う立場であると同時に、自らのガバナンスも問われる存在であることを再認識する必要があります。多くの運用会社は大手金融機関グループの傘下であったり非上場であるため、外部からガバナンスの質を問われることは多くありません。しかし、受託者責任を負って顧客から資金を預かり運用業務を行う以上、インベストメントチェーンの中での主要な主体のひとつであり、その社会性の重要性を鑑みれば、ガバナンスの質を担保する仕組みを構築する必要はあると考えます。**スチュワードシップの実効性を高めるには、運用会社自身の統治構造とスチュワードシップ活動における哲学が不可欠**といえます。

金融庁はプログレスレポートの中で、資産運用業が銀行・保険・証券に並ぶ第4の柱となるよう、業界の発展を継続して推進させると述べています。そして運用会社のガバナンスとして業界全体・他社比較の分析をもとに自らの立ち位置を把握した上で、現在のビジネスモデルは適切か、どのようにして差別化を図っていくか、更なる成長のために取り組むべき優先課題・本質的課題は何か、といった点について議論すべきと指摘しています。

一部の大手の資産運用会社は独立社外取締役を選任し、モニタリング機能を強化していますが、こうした取り組みはまだ少数にすぎません。利益相反の適切な管理と顧客の最善の利益を図るため、独立社外取締役が過半数を占める指名委員会の設置の提言も行われています。

こうした実態をうけ、昨年はアセットオーナープリンシプルが策定されました。当該プリンシプル原則5には、「運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施」とあり機関投資家のガバナンスやエンゲージメント活動を監視するアセットオーナーの役割がこれまで以上に明確になると考えられます。

コーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコードに加え、アセットオーナーからの視座が加わることで、三位一体の枠組みが形成され各主体の連携が深化し、日本政府が目指す「資産運用立国」の確立にむけた取り組みが一層推進されることを期待しています。

### 【参考文献】

一般社団法人スチュワードシップ研究会 木村祐基編著 (2025) 『機関投資家によるスチュワードシップの実践と展望』、同文館出版  
中村直人・倉橋雄作著 (2018) 『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』「第2版」、商事法務  
金融庁 (2025) 「資産運用サービスの高度化に向けた プログレスレポート2025」  
GPIF (2025) 「企業インタビュー (結果概要) 機関投資家によるエンゲージメント 企業から見た評価と課題」  
内閣官房 (2024) 「アセットオーナー・プリンシプル」  
金融庁 (2024) 第29回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 参考資料

\* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

#### 【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見直し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

#### 対価とリスクについて

##### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

##### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号  
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入  
一般社団法人投資信託協会に加入  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入