

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 の フォローアップと今後の方向性について（案）

I. はじめに

2014 年のスチュワードシップ・コード策定、2015 年のコーポレートガバナンス・コード適用開始から約 10 年が経過した。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の向上に向け、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組における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。

こうした中、「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」での議論を踏まえ、2023 年 4 月に「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」が公表され、「情報開示の充実をはじめ、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」を基本とすることや、両コードの改訂時期について従前の見直しサイクルにとらわれないこと等が示された。

また、2024 年 6 月に公表された「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」においても、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という両コードの「目的に立ち返り、収益性や成長性を意識した経営の実現に向けた取組を中心とし、スチュワードシップ活動の実質化を含む具体的な取組の検証や共有を通じて、（中略）コーポレートガバナンス改革の「実践」に向けた施策を推し進めていく」との方向性が示された。

引き続き、以下を踏まえ、企業と投資家の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を促しつつ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に真に寄与する「緊張感ある信頼関係」に基づく対話の促進に向け、コーポレートガバナンス・コードの見直しを行う等、必要な環境整備を推進していくこととしてはどうか。

なお、コード見直しの際には、上場企業の対応コスト・開示負担に配慮し、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・簡略化し、前回コード改訂時（2021 年）以降に法制化された内容との重複排除に努めるなど、コードのスリム化／プリンシプル化も同時に検討する。あわせて、コードがプリンシプルベースかつコンプライ・オア・エクスプレインのア

アプローチを採っている趣旨の再周知に努める。

Ⅱ. フォローアップと今後の方向性

1. 稼ぐ力の向上

会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。コーポレートガバナンス・コードは、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。同コードは、企業におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった「守りのガバナンス」を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている。今一度、コード策定時の精神に立ち返り、「稼ぐ力」の向上に資するコーポレートガバナンス改革を推進することが重要である。

2023年3月に、東京証券取引所（以下「東証」）よりプライム市場・スタンダード市場上場企業に向けて行われた「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請」に対しては、2025年4月時点でプライム市場上場企業の92%、スタンダード市場上場企業の51%が開示を行う等、株主・投資者に向き合いながら企業価値向上に取り組む上場企業が増えている。同要請には、「自社株買いや増配のみの対応や、一過性の対応を期待するものではなく、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待する」旨や、「持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待され」る旨が明記されている。もっとも、日本企業が有する現預金は長期間にわたり増加傾向が継続している等、持続的な成長の実現に向けた経営資源の適切な配分に関する取組が必ずしも十分でないとの指摘がある。

〔今後の方向性〕

- 引き続き、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた企業の取組や、企業と投資家の対話促進を後押しすることとしてはどうか。
- 持続的な成長の実現に向けた経営資源の最適な配分の実現のため、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識した取締役会の実効的な監督や更なる開示が促進されるよう、以下の点にも留意しつつ、コーポレート

ガバナンス・コードの見直し等を検討することとしてはどうか。

- ① 経営資源の配分先には、設備投資・研究開発投資・地方拠点の整備等・スタートアップ等を含む成長投資、人的資本や知的財産への投資等、様々な投資先が考えられ、これらの多様な投資機会があることを認識することが重要である。

このうち、知的財産等の無形資産への投資については、コーポレートガバナンス・コードと整合的な取組の促進に向け、引き続き関係機関との連携や事例の共有を進める。

また、人的資本への投資に関する開示を充実させる観点から、有価証券報告書における従業員給与・報酬に関する記載事項を集約するとともに、新たに企業戦略と関連付けた人材戦略や従業員給与・報酬の決定に関する方針、従業員給与の平均額の前年比増減率等の開示を求める。

- ② 上記の経営資源の配分に関し、現状の資源配分が適切かを不断に検証しているか、例えば現金を必要以上に積み増していないか（cash hoarding 問題）の検証・説明責任の明確化を検討する。

2. 情報開示の充実・投資家との対話促進

2025 年●月、エンゲージメントを一層実効的なものとするため、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て、スチュワードシップ・コードを改訂した。あわせて、同コードの策定・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などを中心に、プリンシプルベースの趣旨に立ち返り、記載を削除・統合・簡略化した。

また、スチュワードシップ活動の実質化に向けて、運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社を中心に、スチュワードシップ活動の取組例を集約・分析した結果を「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」として公表した。

有価証券報告書の定時株主総会前の開示（以下「総会前開示」）については、2024 年 12 月に「有価証券報告書の定時株主総会前の開示に向けた環境整備に関する連絡協議会」を設置し、官民の関係者と連携して、適切な有価証券報告書の開示時期の検討や実務上の課題の洗い出しを行った。さらに、取組を推進するため、2025 年 3 月 28 日、金融担当大臣より全上場企業に対する要請文を発出し、有価証券報告書の提出は株主総会の 3 週間以上前に行うことが最も望ましいと考えられることを示しつつ、これまで総会前開示に取り組んでいない

上場企業に対しては、その第一歩として、まずは有価証券報告書を株主総会の前日ないし数日前に提出することの検討を要請した。

東証においては、決算情報及び適時開示情報の英文開示の義務化を含む上場規程の改正が行われ、2025年4月1日に施行された。また、2024年10月、グローバル投資家の期待に応える企業群の「見える化」に対応するため、JPXプライム150指数の構成銘柄に関して、資本収益性や市場評価、成長性等に関する指標や独立社外取締役の選任状況、女性役員比率等のコーポレートガバナンスの状況をリストとして取りまとめ、公表した。

また、東証より、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に関して、「投資者の視点を踏まえたポイント」や、「投資者の目線とギャップのある事例」も公表された。

運用方針や時間軸に関し様々な考え方をを持った投資家が存在することは、多様な投資家で構成される厚みのある市場が確保されるための前提となる。その上で、建設的な「目的を持った対話」を通じて、中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促すためには、「緊張感ある信頼関係」が不可欠である。信頼関係の構築には、企業側の信頼性・解像度の高い開示と、それを踏まえた投資家の深度ある企業分析を基礎に、時には従来の形式にとらわれない様々な手段を駆使した取組も有用である。他方、信頼関係を損ないかねない姿勢での対話は、企業価値の向上につながらず、企業と投資家の双方にとって益とならない。スチュワードシップ・コード策定以来、企業と投資家の対話に一定程度の進展が見られる中、今後は、企業の成長段階と投資家の運用方針の組み合わせ等に応じて、きめ細やかに論じる必要があるとの指摘がある。

〔今後の方向性〕

- 建設的な対話の更なる促進のためのスチュワードシップ活動の質の向上や投資家との目線の合った情報開示の充実に向け、企業と投資家の議論の場を設け、「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」で共有する事例を更に充実させる等、取組事例の収集・共有を継続することとしてはどうか。
- 総会前開示に係る要請を受けた企業の対応状況を有価証券報告書レビューによりフォローアップするとともに、上場企業の総会前開示の取組を更に促すべく、コーポレートガバナンス・コードの見直し等を検討することとしてはどうか。
- 企業による株主総会前の適切な情報提供の取組が容易となるよう、株主

総会資料の書面交付の不要化・電子化を含めた株主総会に係る法制面の整理等の推進策について、関係省庁（法務省・経済産業省）との連携を進めることが考えられるか。

- あわせて、投資判断への有用性と企業負担のバランスに配慮する観点から、有価証券報告書の記載事項の整理（スリム化含む）を検討することとしてはどうか。

3. 取締役会等の機能強化

取締役会の実効性向上に向けた取組を促進するため、社外取締役と投資家の対話や、取締役会事務局による取組等について具体的な事例を収集・分析した結果を「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集」として公表した。

上場企業においては、自社を取り巻く様々な環境を考慮し、創意工夫を施すことにより各機能を実質的かつ十分に発揮させることが重要である。取締役会が迅速・果断な意思決定に加えて、独立した客観的な立場から経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを更に後押しする観点からは、グローバルに活躍する上場企業について、意思決定・監督を行うボード機能と経営を担うマネジメント機能の分離を進めるべきとの指摘がある。

取締役会が上記の役割を果たすためには、取締役会の議論が実効的なものとなるよう、議題設定や運営の工夫が必要であり、執行側のみにおもねることなく自律的に機能し、議長や独立社外取締役を含む取締役をサポートする取締役会事務局が重要な役割を果たす。取締役会の機能がモニタリングに特化すれば、事務局の機能は監督と執行をつなぐ結節点として一層重要となるとの指摘や、有事においては事務局機能の重要性が更に増すとの指摘がある。

独立社外取締役については、2024 年末時点でプライム上場企業の 98%が 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任するなど、形式は整ってきたとの評価がある。他方、企業と一定の資本関係にある他社から継続的・継続的に派遣している役員を独立役員として届け出ている事例が見られ、独立性をその実質面において担保する観点から、企業と一定の関係性にある独立役員が、典型的に「一般株主と利益相反の生じるおそれがない者」と考えることができるかどうかにつき、検討を進めるべきとの指摘がある。

独立社外取締役は、企業が経営環境の変化を見通し、経営戦略に反映させる上で、重要な役割を果たすことが求められる。特に当該企業に限られない幅広い経営経験を備えた人材を取締役に迎え、そのスキルを取締役会の議論に反映させることは、取締役会の機能強化に大きく貢献すると期待される。こうし

た独立社外取締役に期待される役割を踏まえ、適切な選解任手続を確保しつつ、十分な数の独立社外取締役を選任することは、引き続き重要である。特に、独立した客観的な立場から経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うという取締役会に求められる役割からすれば、独立社外取締役の質の担保・向上も見極めながら、いずれはグローバルに活躍するプライム市場上場企業について、過半数の独立社外取締役が選任されるべきとの指摘がある。加えて、監査役等が担うべき機能の今日的な役割を再検討すべきとの指摘がある。

〔今後の方向性〕

- 独立社外取締役の果たすべき役割や取締役会事務局（コーポレートセクレタリー）の機能強化について、企業の担当者や様々な関係者が実務上の課題やそれへの対応を議論・共有する場として、「コーポレートガバナンス実践コンソーシアム（仮）」を立ち上げ、「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集」で共有する事例を更に充実させることとしてはどうか。

4. 市場環境上の課題の解決

（１）政策保有株式

上場企業による政策保有株式の開示については、令和５年度の有価証券報告書レビューにおいて、「株式の保有状況」の開示のうち、いわゆる政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式の開示状況を検証したところ、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっているとの課題を識別した。これを踏まえ、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行い、株式の保有目的を「政策保有」から「純投資」に変更した場合に必要な開示事項等を追加するとともに、企業内容等の開示に関する留意事項について（開示ガイドライン）を改正し、純投資目的の概念を明確化した。

また、2025年４月に公表した「令和６年度 有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」において、以下の指摘がなされた。

- 政策保有株式の発行会社が、主に発行会社の安定株主の確保を理由に、政策保有株式の保有会社に対して、発行会社と保有会社間の既存の取引の縮減を示唆することなどにより政策保有株式を売らせないように圧力をかけている事例が複数識別されたこと
- 仮に、コーポレートガバナンスに関する報告書上は、政策保有株式の売却を妨げるべきではないとの補充原則をコンプライしていると対外的に公表

しているにもかかわらず、担当者レベルで圧力をかけていたり、経営層の指示のもと会社として組織ぐるみで圧力をかけているような実態がある場合には、コーポレートガバナンス・コードの趣旨を損なうとともに、ガバナンスの観点からも重大な問題がある可能性があると考えられること

〔今後の方向性〕

- 引き続き、政策保有株式の開示（株式の保有目的変更を含む）に関する課題や開示例等を分析・公表することとしてはどうか。
- 政策保有株式を売らせないように圧力をかけている事例が見られることについては、上記の有価証券報告書レビューの記載も踏まえ、引き続き、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らした実務となるよう、対応を検討することとしてはどうか。

（２）大量保有報告制度

2024 年 5 月に成立した金融商品取引法等の改正を踏まえ、企業と投資家の建設的な対話を促進する観点から、大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など市場の公正性を脅かしかねない事例に適切に対応するため、「みなし共同保有者」の範囲を拡充すること等を内容とする、政令・内閣府令案等を公表した。

大量保有報告制度の違反抑止については、2008 年金融商品取引法改正により、大量保有報告書等の不提出及び虚偽記載が課徴金制度の対象とされたが、大量保有報告制度に係る課徴金額の水準が低いため、制度の実効性が確保されていないとの指摘がある。

〔今後の方向性〕

- 違反行為への抑止力を高める観点から、大量保有報告制度違反の課徴金額の水準引上げを検討することとしてはどうか。
- 企業と投資家の建設的な対話を促進する観点からは、市場及び証券取引の公正性を高めることが重要である。今般の内閣府令改正で、大量保有報告書を適切に提出せずに公開買付を開始するような事例を防止すべく、公開買付届出書の記載事項を見直し、「大量保有報告書等の提出状況」の記載欄を新設したことも踏まえ、引き続き必要な施策を検討・実施することとしてはどうか。

（３）親子上場等

資本コストや株価を意識した経営を踏まえ、少数株主保護に加えて、中長期的な企業価値向上に向けた経営資源の適切な配分の観点からも、親子上場の在り方への投資家の関心が高まっている。一方で、投資家からは、依然として、親子上場の形態をとる意義について、グループ又は子会社の企業価値向上や資本効率の観点から最適かどうかについての検討が行われていないとの指摘や、子会社における親会社からの独立性やガバナンス体制の実効性に関する懸念の声も寄せられている。こうした状況を踏まえ、東証において、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」での議論も経て、グループ経営や少数株主保護の在り方に関する検討・開示を促すため、2023年12月に「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」に向けた要請を、2025年2月に「親子上場等に関する投資者の目線」を公表した。

ＭＢＯ・支配株主による完全子会社化が増加する中、一般株主保護の観点から、特別委員会の更なる機能発揮や一般株主の投資判断に必要な情報開示の充実を促すため、東証において、企業行動規範の見直しを実施した。

〔今後の方向性〕

- 東証において、グループ経営や少数株主保護に関する検討・開示を推進する。また、上場子会社や持分法適用関連会社の独立社外取締役の独立性確保等、少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備についても、検討を行うこととしてはどうか。

5. サステナビリティを意識した経営

先進的な企業においては、サステナビリティに関する業務執行側のみならず監督側を含めた体制や責任の所在を明確化する、経営会議等で審議され取締役会へ報告した内容について開示する等、取組が進みつつある。こうした中、コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂）において、サステナビリティを巡る取組に関する取締役会の責任が明確化されたことも踏まえ、更なる取組の進展が重要との指摘がある。また、人的資本への投資を含めたサステナビリティ経営が財務情報につながるとの認識の下、財務情報と非財務情報の関連性を説得的に説明することが引き続き重要との指摘がある。

サステナビリティ基準委員会（SSBJ）は、サステナビリティ情報の開示に係る国際基準（ISSB基準）と機能的に同等な国内基準（SSBJ基準）を2025年3月に公表した。

有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の開示については、金融審議

会において議論が行われているところ、ISSB 基準と機能的に同等な国内基準による開示の適用対象を東証プライム市場上場会社の全部又は一部とすること、そのうち時価総額 3 兆円以上の企業の適用時期を 2027 年 3 月期とすること等を基本線としつつ、国内外の動向や保証に関する検討状況等を注視しながら柔軟に対応していくことについて、大筋の合意が得られた。また、サステナビリティ情報に対する保証等については、保証業務実施者に求められる規律のあり方として、登録制度や業務制限、義務及び保証基準などに関する議論を行っている。

取締役・役員におけるジェンダーを含めた多様性確保、コーポレート・カルチャーを意識した経営や対話について、「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集」等において具体的な事例を共有した。

また、企業を取り巻く社会環境の不確実性が高まり、サプライチェーン全体を通じて地政学リスク、サイバーセキュリティリスク等の様々なリスクにさらされる中、有事におけるレジリエンスを意識することが引き続き重要である。

〔今後の方向性〕

- サステナビリティを意識した経営に関する取組については、「コーポレートガバナンス実践コンソーシアム(仮)」において引き続き事例を収集し、関係者間で共有し底上げをはかることとしてはどうか。
- 諸外国におけるサステナビリティ情報開示の導入の動向に留意しつつ、国際的な比較可能性を確保したサステナビリティ開示・保証制度のあり方について、議論を深める。特に、サステナビリティ情報は、各企業が自社にとって重要と考える情報を判断し、開示するものとされている上に、見積り情報や定性的な情報が多く含まれるという点で不確実性がある。このため、企業は、虚偽記載等の責任を問われることへの懸念から、情報開示に消極的になる可能性がある。こうした情報の特性を踏まえた上で、虚偽記載等の責任の範囲を明確化し、その責任を問われるリスクの低減を図ることは、企業の積極的な情報開示を促すことになるものと考えられる。このため、サステナビリティ情報を含む非財務情報の虚偽記載等に対する責任のあり方の検討（セーフハーバー・ルールの整備）を行うこととしてはどうか。
- サステナビリティ開示に関し、ISSB において新たにリサーチプロジェクトが始まる人的資本の分野につき、投資家のニーズを充足した基準開発に貢献すべく、国内の関係者と連携しながら、国際的な議論への参画や意見発信等を進めることが考えられるか。（以 上）