

事務局説明資料

2025年6月2日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況

II. 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

III. スチュワードシップ活動の実質化

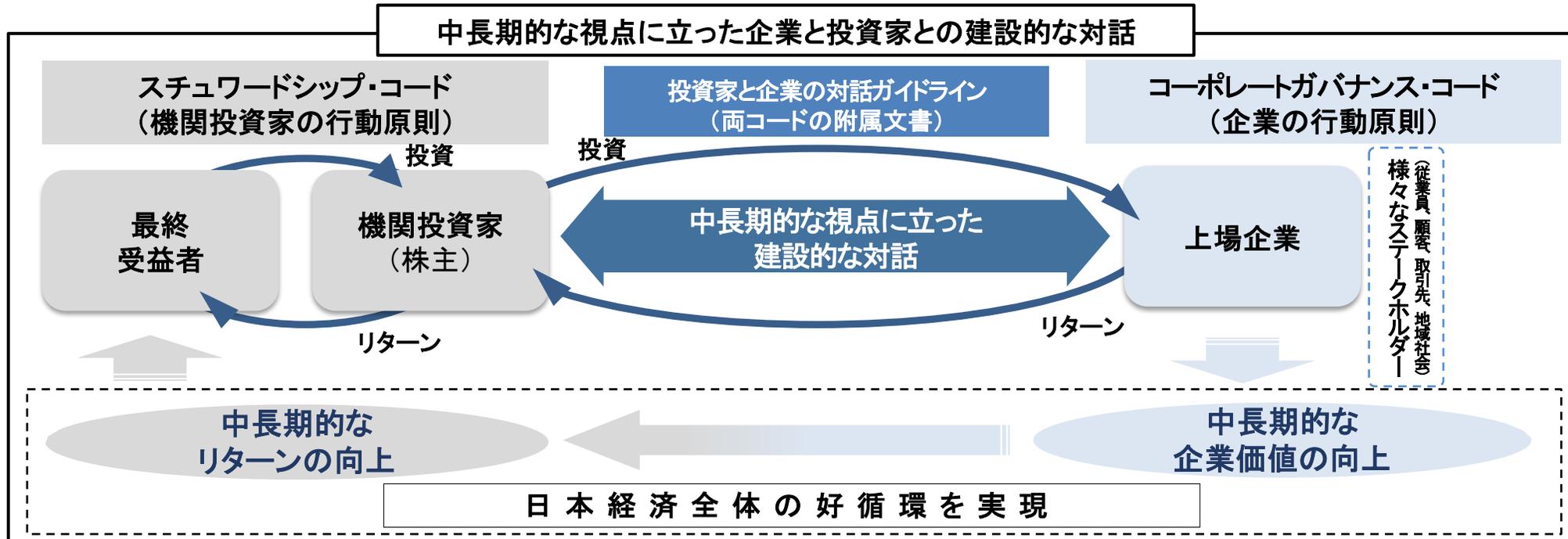
IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進

V. 市場環境上の課題の解決

VI. サステナビリティを意識した経営

コーポレートガバナンス改革の深化に向けたこれまでの取り組み

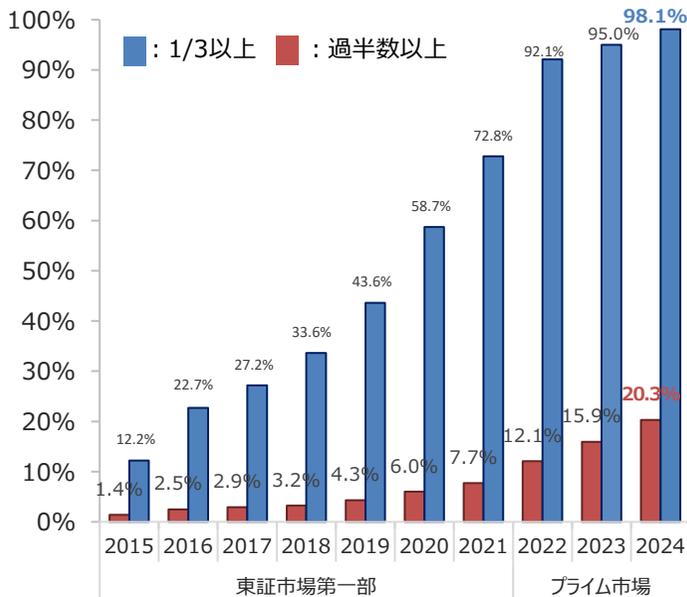
- 「スチュワードシップ・コード」(2014年2月策定・2017年5月改訂・2020年3月再改訂)
 - ⇒ 機関投資家(年金基金やその委託を受けた運用機関等)に対して、企業との対話を行い、中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すことを求める行動原則。
 - 「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月適用開始・2018年6月改訂、2021年6月再改訂)
 - ⇒ 上場企業に対して、幅広いステークホルダー(株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等)と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ることを求める行動原則。
 - 「アクションプログラム」(2023年4月、2024年6月公表)
 - ⇒ 実質的な対応をより一層進展させるため、形式的な体制の整備ではなく、企業と投資家の建設的な対話の促進や、企業と投資家の自律的な意識改革の促進を主眼とした施策を実施。具体的な取り組みの検証や共有を通じた「実践」の徹底。
- ※ 「アセットオーナー・プリンシプル」(2024年8月策定)
⇒ アセットオーナーに求められる、受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任(フィデューシャリー・デューティー)を実現する上で必要と考えられる共通の原則。原則5にスチュワードシップ活動の促進について規定。



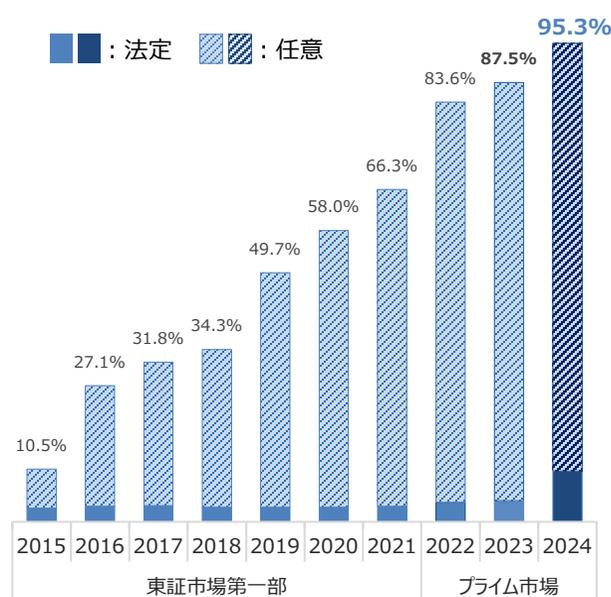
コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の進展について

- 2014年のステewardシップ・コード策定以降、累次のコーポレートガバナンス改革を実施。2021年のコーポレートガバナンス・コードの再改訂を受けて、各企業におけるガバナンス改革の取組みは一層進展。
- 2024年7月時点の上場企業のコーポレートガバナンス体制を見ると、以下の進展がみられる。
 - プライム市場上場企業の**大宗(98.1%)**が、**3分の1以上の独立社外取締役を選任**。一方で、独立社外取締役を過半数以上選任した社は、直近は増加傾向にあるものの、2024年時点では**約2割(20.3%)**。
 - プライム市場上場企業の**大宗(95.3%)**が、**指名委員会(任意を含む)を設置**。**9割超(92.2%)**が**報酬委員会(任意を含む)を設置**。

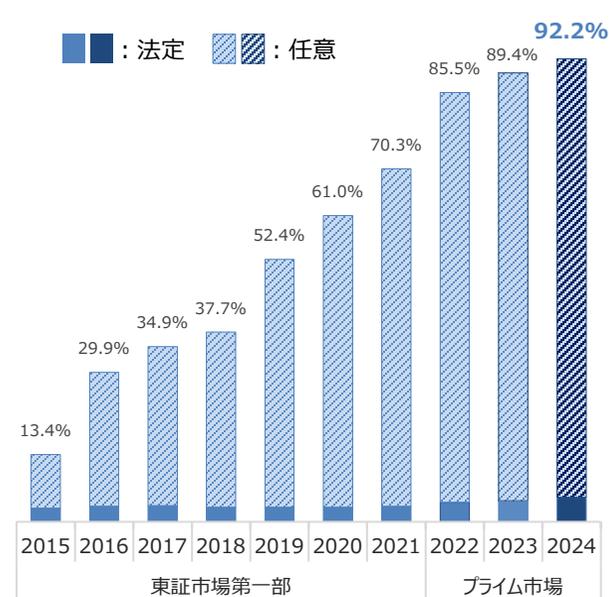
独立社外取締役を1/3・過半数以上選任する企業の比率推移



指名委員会(法定・任意)設置会社の比率推移



報酬委員会(法定・任意)設置会社の比率推移



英国コーポレートガバナンス・コード改訂(2024年)

- ❑ 英国FRCは、2024年1月に改訂コーポレートガバナンス・コードを最終化。2025年1月以降に開始する事業年度から適用開始(内部統制関連は2026年1月以降に開始する事業年度から適用開始)。
- ❑ 当該改訂では**報告負担を最小限に抑えつつガバナンスの質を向上させる**ことが意図され、**的を絞ったアプローチ**が採用された。

改訂の主なポイント

1. 内部統制に関する改訂(Provision 29)

- 取締役会は、**企業のリスク管理と内部統制フレームワークを監視し、少なくとも年に一度その有効性を審査すべき。**
- 監視と審査の対象は、**財務、業務、報告、コンプライアンスを含む全ての経営上の重要な事項。**
- 年次報告書に、①フレームワークの監視と有効性の審査方法の説明、②内部統制に関する有効性の宣言、③内部統制の方法の説明、内部統制を改善するための方策、改善の進捗等を記載する。

2. 多様性(diversity)の具体例の削除(Principle J)

- **取締役候補者の決定や後継者計画についての考慮事項の一つとしての多様性(diversity)が規定。**
【改訂前】多様性の例示として、性別(gender)、社会的・民族的背景(social and ethnic backgrounds)が明示
【改訂後】**削除**
(※)当初改訂案では、性別、人種・民族(ethnicity)にとどまらず、多様な要素を経営に反映すべきである旨が示されていたが、撤回された。

3. 役員報酬の返還(マルス条項・クローバック条項)に関する改訂(Provision 37,38)

- 役員報酬に関して、**報酬確定又は支給後に報酬額が過剰であることが判明した場合、報酬の返還を求めること(マルス条項・クローバック条項)を役員任用契約に含めるべき。**
- 年次報告書に、①マルス条項・クローバック条項が適用され得る場面、②対象期間、対象期間が最も適切である理由、③前回報告期間において引当金を使用したか否か、使用された場合にはその理由を記載する。

4. コーポレートカルチャーに関する改訂(Provision 2)

- 取締役会は**望ましいコーポレート・カルチャーがどのように組み込まれているか評価・モニタリングすべき旨**を追記。

「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」改訂(2023年)

背景等

- ❑ 気候変動やCOVID-19ショック等に伴う経済・社会環境の変化を踏まえ、OECDコーポレートガバナンス委員会は、「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」の見直し作業を開始。2021年10月、G20ローマ・サミットにおいて原則見直し作業の着手が承認。2022年11月、G20バリ・サミットにおいて作業の進捗が歓迎。市中協議(2022年9-10月)及びコーポレートガバナンス委員会での採択を経て、2023年6月、OECD閣僚理事会にて原則改訂案を採択2023年7月にG20財相・中銀総裁会合、2023年9月にG20ニューデリー・サミットにて承認。
- ❑ 同原則は、G20首脳に承認された企業統治分野における唯一の国際基準であり、G20メンバー国やOECD加盟国を含む世界中の先進国・新興国53カ国が準拠。金融安定理事会や世界銀行も金融分野の重要な基準として各国の企業統治の規制枠組みを評価する際に利用。

改訂の目的

- ✓ **企業による株式市場へのアクセスの改善**
株式市場は企業の資金調達や資本の効率的配分に不可欠。近年上場企業数が減少する中、投資家保護を促進しつつ、企業の資本へのアクセスの改善や家計に対する投資機会の提供に資する各法域の努力を支援。
- ✓ **企業の持続可能性と強じん性の向上に資するコーポレートガバナンス**
COVID-19ショックを踏まえ、変化する環境に事業戦略を柔軟に適合させ、事業価値を長期的に向上させるという課題に企業が対応するためのコーポレートガバナンスの枠組みを提供。

改訂の主な内容

- ✓ **サステナビリティ**
サステナビリティに関する国際的な開示基準が策定されつつある中、改訂された原則では新章として第6章「Sustainability and resilience」を追加。情報開示やコーポレートガバナンスの枠組みに関する新たな原則を追加。
- ✓ **機関投資家のステewardシップ活動**
機関投資家の資産運用額は増加を続け、多数の国で上場会社の最大株主となっている。特に大手機関投資家によるインデックス型投資が増加しているが、この投資戦略はエンゲージメントを行うインセンティブが相対的に低い。機関投資家による説明責任や企業へのエンゲージメントについて原則の内容を改訂。ESG評価・データ提供機関についても文言を追加。

アセットオーナー・プリンシプルの概要

- アセットオーナーに求められる、受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を実現する上で必要となる共通の原則。

（アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々。）

経緯：2024年3月～6月に、新しい資本主義実現会議の下、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」において議論を行い、2024年6月よりパブリックコメントを実施し、8月28日に公表。

枠組み：プリンシプルの受入れは任意。「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）の手法を取る。プリンシプル受入れ時は、所管省庁に表明し、内閣官房において受入状況を一覧化して公表。

<原則1> アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続きに基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべき。

また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべき。

<原則2> 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。

そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべき。

<原則3> アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべき。

特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべき。

<原則4> アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべき。

<原則5> アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又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するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき。

目次

I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況

II. 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

III. スチュワードシップ活動の実質化

IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進

V. 市場環境上の課題の解決

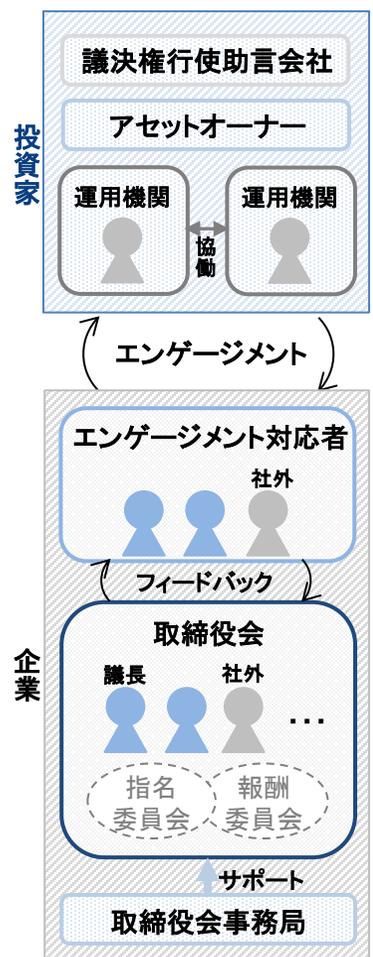
VI. サステナビリティを意識した経営

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

□ 2023年4月に策定した「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」を踏まえ、これまでに様々な取組みを実施。こうした取組みをフォローアップし、継続的に今後の方向性を検討する必要。

➤ **企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上**という目的に立ち返り、具体的な取組みの検証や共有を通じて、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「**実践**」に向けた施策を推し進めるべき。

課題	これまでの取組み	今後の方向性
スチュワードシップ活動の実質化	<ul style="list-style-type: none"> 投資家による協働エンゲージメントを促進するために「共同保有者」の定義を明確化(金融商品取引法等の一部を改正する法律が成立(2024年5月)) 	<ul style="list-style-type: none"> 建設的な目的を持った対話を促進するため、協働エンゲージメントの促進や実質株主の透明性確保に向けたスチュワードシップ・コードの見直しを検討。 投資家(運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社等)におけるスチュワードシップ・コードの遵守状況を検証。
取締役会等の実効性向上	<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役の質の担保・向上に向けた取組みとして「社外取締役のことはじめ」を作成(2024年1月) 民間主体において取締役等に対する研修等が進展 	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会の実効性向上に向けた取組みの実践を促進するため、社外取締役と投資家の対話や、実質的な議論を促すための取締役会事務局による取組み等、具体的な好事例を共有。
収益性と成長性を意識した経営	<ul style="list-style-type: none"> 東証の要請を踏まえ、PBRをはじめ資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて対応を進めている企業を「見える化」(2024年1月～) 	<ul style="list-style-type: none"> 継続して各企業の取組み状況をフォローアップし、収益性と成長性を意識した経営に向けた実質的な対応を促進。その際、取締役会における対応や投資家との対話の状況や、中長期的な企業価値向上の観点から成果を意識した分析・評価が行われているか等について着目。



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

課題	これまでの取組み	今後の方向性
情報開示の充実・グローバル投資家との対話促進	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資家との対話の実施状況の開示を要請し、エクस्पラインの好事例や不十分な事例を公表 (2023年3月) ✓ 2025年4月からの英文開示の義務化に向け東証の上場規則を改正 (2024年5月) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ タイムリーな情報開示の更なる充実とともに、有価証券報告書の開示が株主総会前のタイミングとなるよう、実態把握を進め、事業報告等との重複開示の効率化を含む抜本的な環境整備に向け検討。 ✓ グローバル投資家の期待に応える企業群をリスト化。
市場環境上の課題の解決	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上場子会社に関する情報開示の充実に向けた要請を実施 (2023年12月) ✓ 政策保有株式の開示に関する課題や開示例等を公表 (2024年3月) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策保有株式について、形式的な対応とならないよう、有価証券報告書において実態を踏まえ開示されているか等、企業に対し、コーポレートガバナンス・コードに照らして保有の合理性についての検証を尽くすよう促す。
サステナビリティを意識した経営	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 有価証券報告書において、女性管理職比率や男女間賃金格差等の多様性に関する指標等を追加 (2023年3月期～) ✓ 人的資本関係等の開示の好事例集を公表 (2023年12月) ✓ 女性役員比率の目標 (2030年までに30%以上)を東証の上場規則において規定 (2023年10月) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 国際的な比較可能性を確保したサステナビリティ開示・保証制度のあり方を検討。 ✓ 企業価値向上というアウトカムの意識や、コーポレート・カルチャーを意識した経営や対話等、具体的な好事例を共有。

(リスト化のイメージ)
JPXプライム150指数構成銘柄の状況

会社名	各種指標の状況 PBR (倍)	コーポレート・ガバナンスの状況	
		独立社外取締役の割合 (%)	女性役員比率 (%)
A	2.5	37.5	18.2
B	1.1	41.7	8.3
C	1.2	44.4	23.1
D	1.2	44.4	22.2
E	5.3	33.3	13.3
F	5.8	66.7	22.2
G	1.8	60.0	20.0
H	6.7	40.0	13.3
I	15.8	37.5	16.7

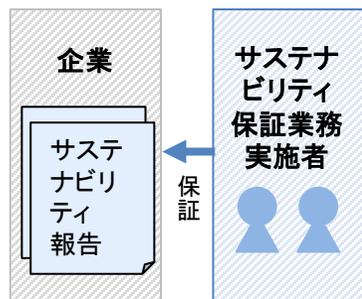
有価証券報告書

第一部 企業情報

...

第4 提出会社の状況

政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が具体的に記載されていない等



目次

- I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況
- II. 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
- III. スチュワードシップ活動の実質化**
- IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進
- V. 市場環境上の課題の解決
- VI. サステナビリティを意識した経営

- **機関投資家**が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、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「**建設的な対話**」を通じて、**企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大**という責任(スチュワードシップ責任)を果たすための行動原則。

枠組み

- ・ **プリンシプルベース・アプローチ**及び**コンプライ・オア・エクスプレイン**の手法を採用。
- ・ 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「**機関投資家のリスト**」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。

概要

機関投資家は、

1. スチュワードシップ責任を果たすための「**基本方針**」を策定し、これを公表すべき。
2. **顧客・受益者の利益を第一**として行動するため、「**利益相反**」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業の**ガバナンス、企業戦略**等の状況を的確に**把握**すべき。
4. **建設的な対話**を通じて投資先企業と**認識を共有**し、**問題の改善**に努めるべき。
5. 「**議決権行使**」の**方針と行使結果**を公表すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について**定期的に報告**を行うべき。
7. **投資先企業に関する深い理解**に基づき、適切な対話と判断を行うための**実力を備える**べき。

機関投資家向けサービス提供者は、

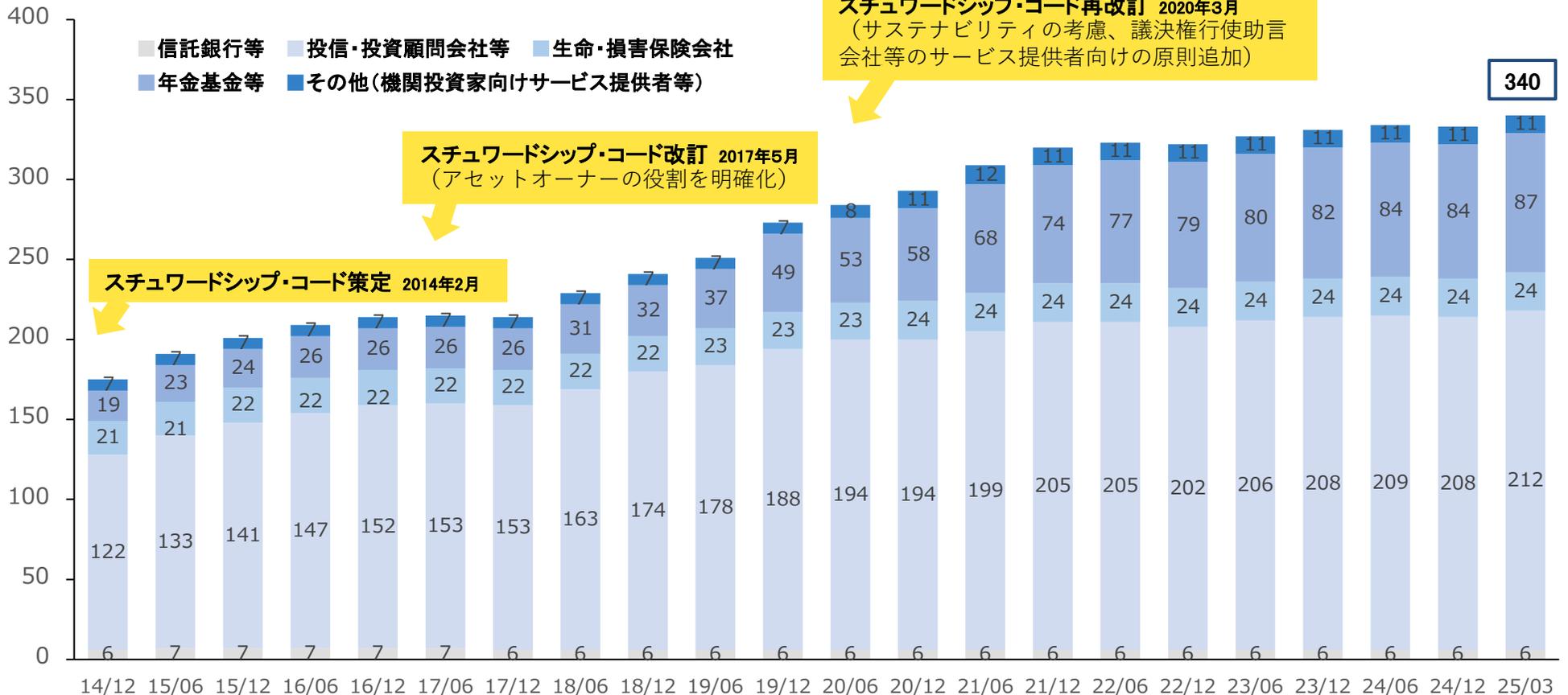
8. **機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供**するように努めるべき。

スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移

- 2014年2月のスチュワードシップ・コード策定以降、受入れ機関数は継続的に増加し、340機関が受入れを表明。(2025年3月末時点)
- 2020年3月の再改訂版スチュワードシップ・コードには、314機関(運用機関221、年金基金等83、その他10)が対応。(2025年3月末時点)

※2025年3月28日付で受入れを表明した企業年金スチュワードシップ推進協議会(2025年3月31日時点で163の企業年金が正会員として参加)を含む。

受入れ機関数



スチュワードシップ・コードの遵守状況の検証： 機関投資家による対話の姿勢の変化

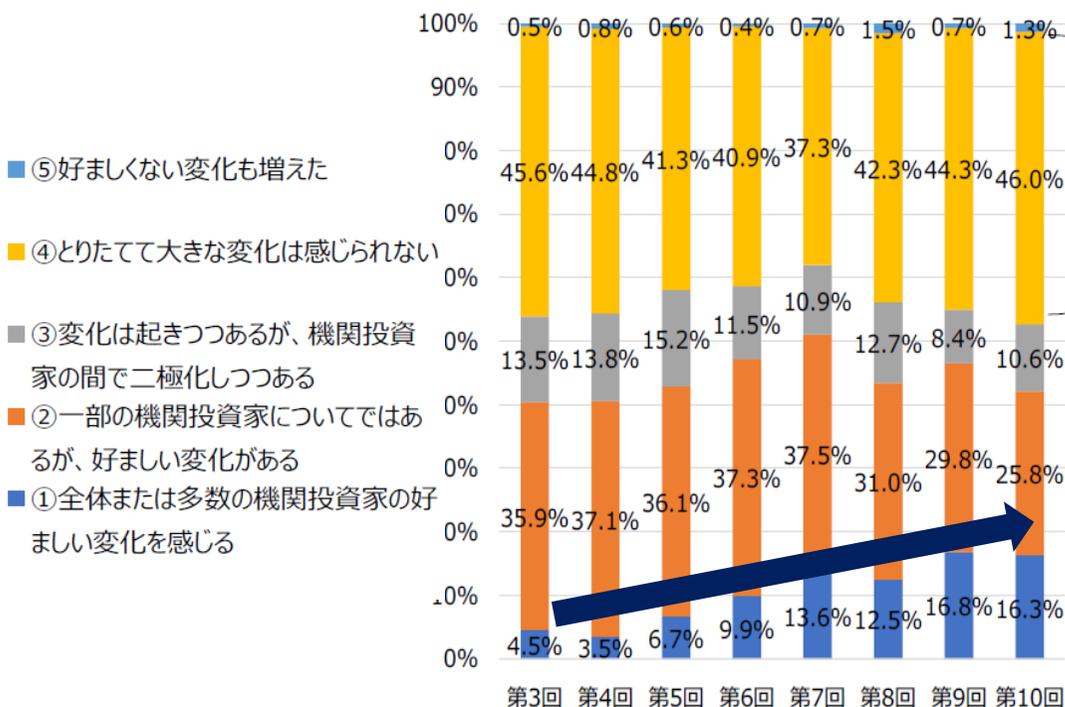
- 多くの運用機関において、詳細な調査・研究によって投資先企業の状況を継続的に把握。把握の結果を対話の場で企業に情報提供し、それが企業内部での検討に役立っている例も多い。
- 多くの運用機関は、企業自身が変革することを前提として、企業との信頼関係に基づく中長期的な目線での対話を行っており、企業からも有益との評価。
- 企業へのアンケートでも、「全体または多数の機関投資家の好ましい変化を感じる」との回答が増加基調であり、企業と投資家との対話に進展が見られる。

建設的な対話に発展する例

- 投資家としての中長期目線や期待が、経営陣に対して直接的かつ明確に伝達される
- 投資家が投資先企業や国内外の競合他社をよく研究した上で、こうしたほうがいいのかという的確な提案を具体的に提供する
- 対話の内容が、企業の成長ステージを踏まえてふさわしい内容に変化する
- 対話の際に投資家から提供される資料が企業内部での検討材料の一助となる

上場企業に対するGPIFのアンケート結果

Q.機関投資家全般について、ここ1年で、IRミーティング等において変化はありましたか？



「全体または多数の機関投資家の好ましい変化を感じる」という回答が増加基調

※各回における企業の回答期間
 第10回: 2025年1月17日～3月21日
 第9回: 2024年1月18日～3月22日
 第8回: 2023年1月24日～3月24日
 第7回: 2022年1月14日～3月18日
 第6回: 2021年1月15日～3月13日
 第5回: 2020年1月10日～3月13日
 第4回: 2019年1月10日～2月20日
 第3回: 2018年1月10日～2月23日

※アンケート対象企業をJPX400から東証1部上場企業に変更した第3回以降の推移。

スチュワードシップ・コードの遵守状況の検証： 企業と機関投資家との対話における認識のギャップ(1/2)

- 対話に関し、投資先企業と投資家の認識にギャップが残存。例えば、投資家からの「短期的思考」の質疑に終始し、聞きたいことだけ聞いてすぐに終わらせようとしている事例では、企業にとっては建設的な対話につながらないとの声。
- 投資家が、企業のCEO、社外取締役、IR担当といった様々な「対話の相手」に応じたアジェンダを設定できていない事例では、建設的な対話につながっていない。また、アセットオーナーへの義務感のみで行う連続性の乏しい質問は、投資先企業に唐突感を与えている。
- 対話の内容に関し、資本効率向上に向けて、投資家が重視する項目(例：収益・効率性を管理指標として展開)と、企業が重視する項目(例：コスト削減の推進)にはズレが存在。

建設的な対話に発展していない例

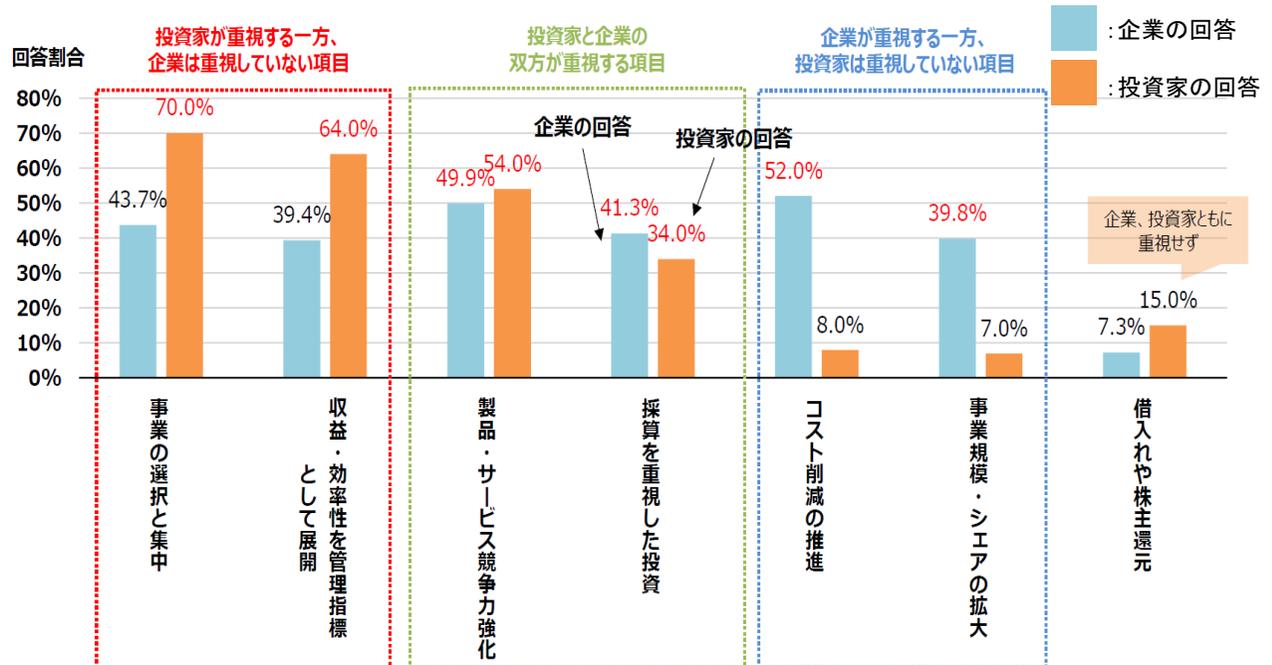
【投資家側の課題】

- 投資先企業の足元の数字にしか興味がない
- 自社ファンドの短期的利益のみを追求している
- 開示できない情報を引き出そうとする

【企業側の課題】

- 対話の目的が開示の改善のみやどうすれば議決権行使基準を満たすことができるかを知ることのみである
- 企業側のSR・IR担当者間で連携が不十分で、対話の内容が重複する
- 対話することが目的化している

資本効率性向上のために重視する取組に関する企業と投資家の認識のズレ

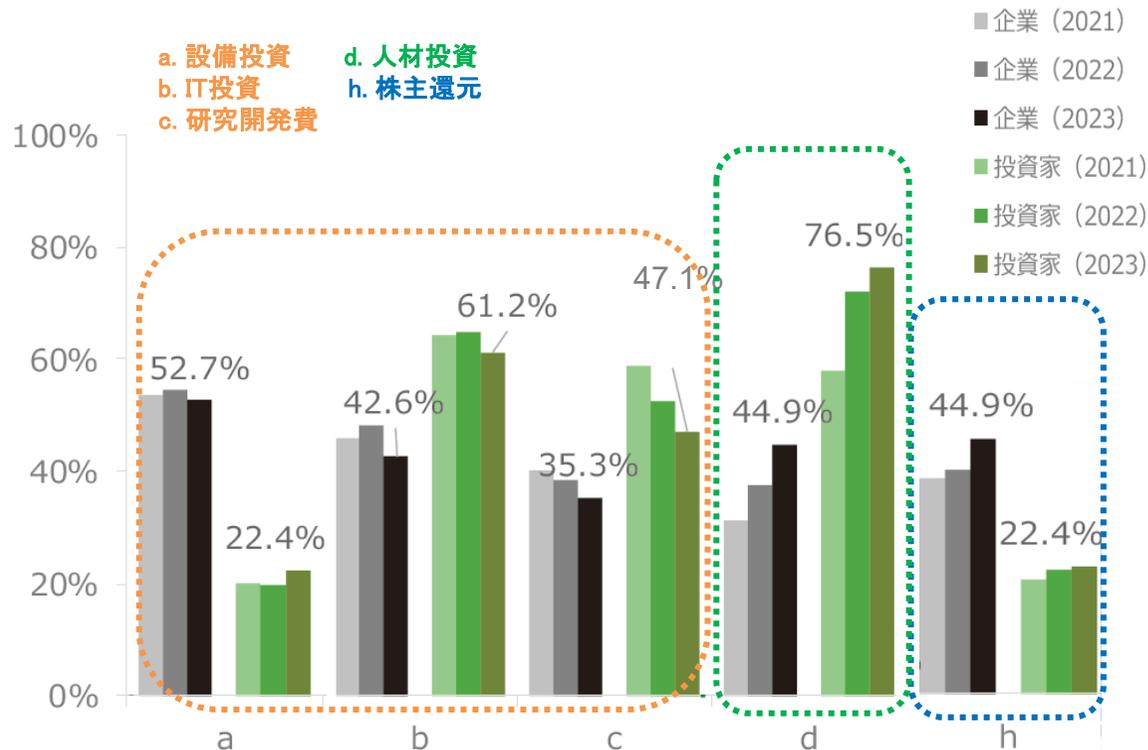


(注) 企業の回答数は465者、投資家の回答数は100者。

スチュワードシップ・コードの遵守状況の検証： 企業と機関投資家との対話における認識のギャップ(2/2)

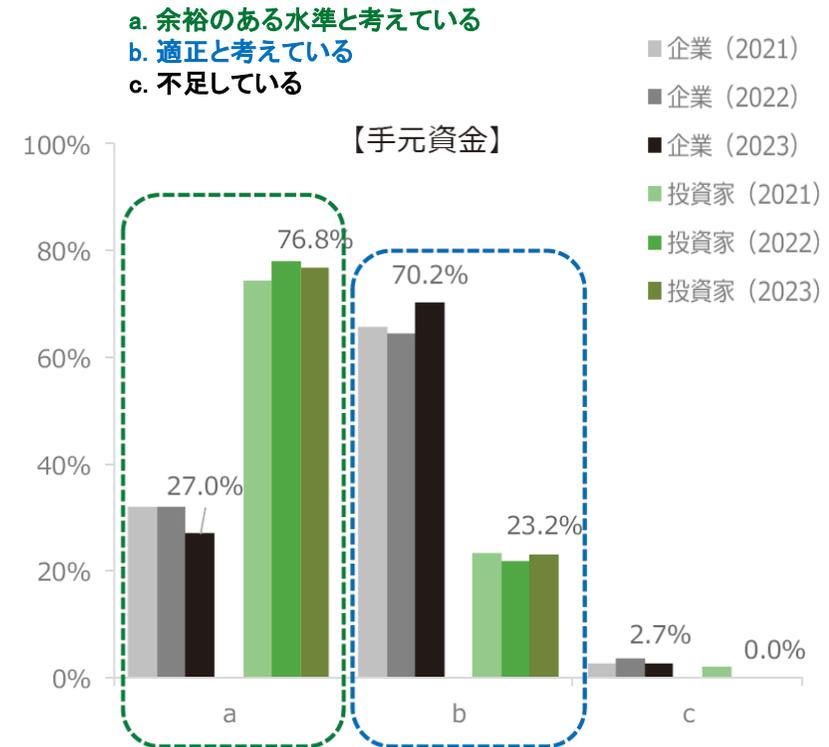
- 中長期的な投資・財務戦略の重要項目に関して、設備投資については企業と投資家の間で認識ギャップは比較的大きい一方、IT投資・研究開発投資ではギャップが小さい。また、人材投資については、多くの投資家が重要視すべき項目と考えている。
- 多くの企業は、自社の手元資金の水準について適正と考えている一方、多くの投資家は余裕のある水準と考えている。

中長期的な投資・財務戦略の重要項目(企業)/
重視すべき項目(投資家)



(回答数【企業】: 2023年度:448,2022年度:467,2021年度:469)
(回答数【投資家】: 2023年度:85,2022年度:97,2021年度:95)

手元資金の水準に関する
企業と投資家の認識のズレ

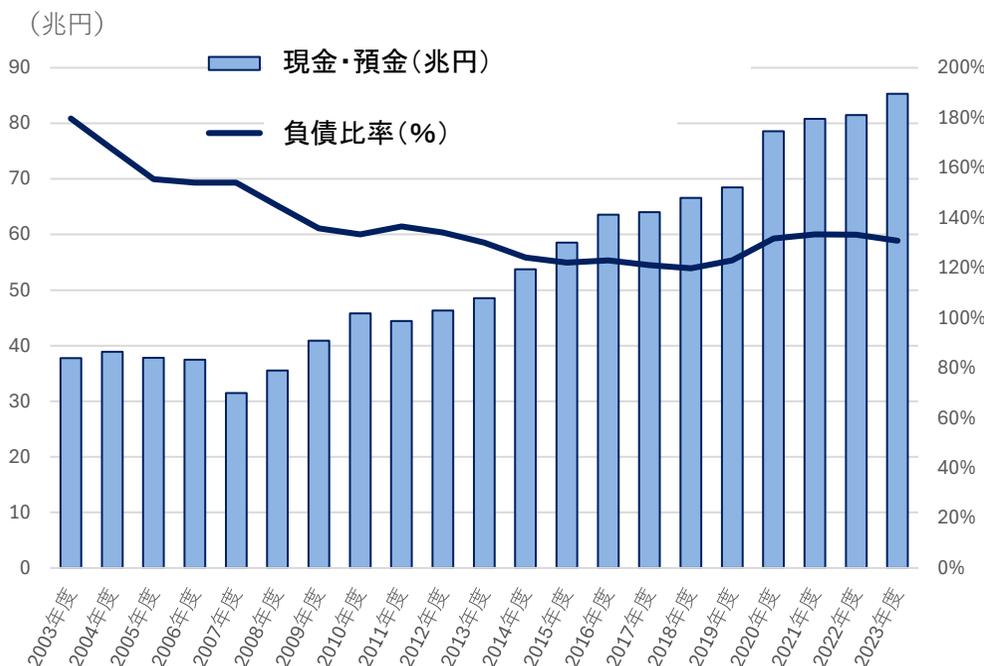


(回答数【企業】: 2023年度:440,2022年度:468,2021年度:471)
(回答数【投資家】: 2023年度:82,2022年度:94,2021年度:94)

企業の現預金の推移

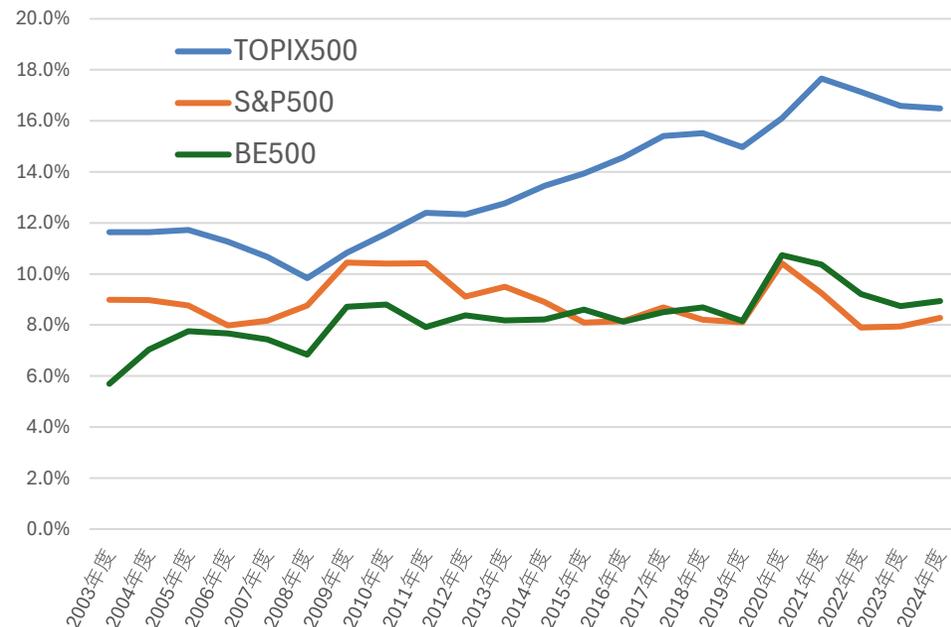
- 2008年度以降、日本企業の現預金は増加傾向。負債比率は、長期的には下降傾向にある。
- 日本企業の現預金比率は、諸外国と比較して高く、継続的な増加傾向にある。

企業(資本金10億円以上)の現金・預金(ストック)・負債比率(負債/純資産)
(2003~2023年度)



(出典) 法人企業統計(全産業(除く金融保険業)、資本金10億円以上)。なお、「現金・預金(当期末流動資産)」を「現金・預金(ストック)」として記載。「負債比率」は、「負債(当期末)÷純資産(当期末)」から算出。

日本と欧米企業の現預金比率((現金及び現金同等物)/総資産)の推移
(2003~2024年度)



(出典) Bloombergより金融庁作成。各年のTOPIX500,S&P500,BE500対象企業の内、分類が「金融」となっている企業を除外した上で算出。なお、「現預金比率」は(現金及び現金同等物)÷総資産から算出。「現金・現金同等物」とは、「手許現金および銀行預金。期日90日未満の短期投資を含む。区分開示されない場合、市場性のある有価証券と、満期まで90日超の短期投資が含まれる場合もある。拘束性預金は除く(拘束性預金はその他流動性に含まれる)」。

スチュワードシップ・コード第三次改訂案(2025年)のポイント

1 実質株主の透明性向上

➤ 企業と投資家の対話や相互の信頼関係の醸成を促進する観点から、以下の指針を規定。

(改訂案)

4-2. 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。

2 協働エンゲージメントの促進

➤ 企業と投資家の建設的な目的を持った対話を促進する観点から、以下の指針を規定。

(改訂案)

4-6. 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、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。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。

3 コードのスリム化／プリンシプル化

➤ コード策定・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。

目次

- I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況
- II. 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
- III. スチュワードシップ活動の実質化
- IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進**
- V. 市場環境上の課題の解決
- VI. サステナビリティを意識した経営

有価証券報告書の開示と株主総会の開催の状況

- 有価証券報告書を株主総会前開示している上場企業の数に限定的。決算期による有意な差は見られない。
- 総会前開示を行っている場合でも、総会数日前であることが多く、1週間以上前の提出は18社のみ。

【有価証券報告書の提出時期調べ(22年3月期～24年3月期)】

※80%以上が「総会同日」又は「総会+1日」に開示

決算期	企業数	総会前開示	比率	総会同日	総会+1日	総会+2日	総会+3日
22.3月	2,333	33	1.4%	1,154	774	52	240
23.3月	2,325	33	1.4%	1,122	819	54	215
4月	41	1	2.4%	15	17	1	5
5月	88	2	2.3%	33	32	2	15
6月	161	3	1.9%	57	93	1	4
7月	58	0	0.0%	24	16	1	12
8月	91	0	0.0%	35	40	10	2
9月	195	1	0.5%	78	60	5	38
10月	65	0	0.0%	24	21	2	14
11月	66	0	0.0%	32	23	0	4
12月	543	8	1.5%	245	231	27	28
24.1月	65	0	0.0%	21	26	1	3
2月	215	0	0.0%	60	125	6	17
3月	2,312	42	1.8%	1,126	887	48	155
23.4～24.3月計	3,900	57	1.5%	1,750	1,571	104	297

(出典)22.3月期及び23.3月期: EY新日本監査法人「2023年3月期 有報開示事例分析」、他期: 金融庁作成

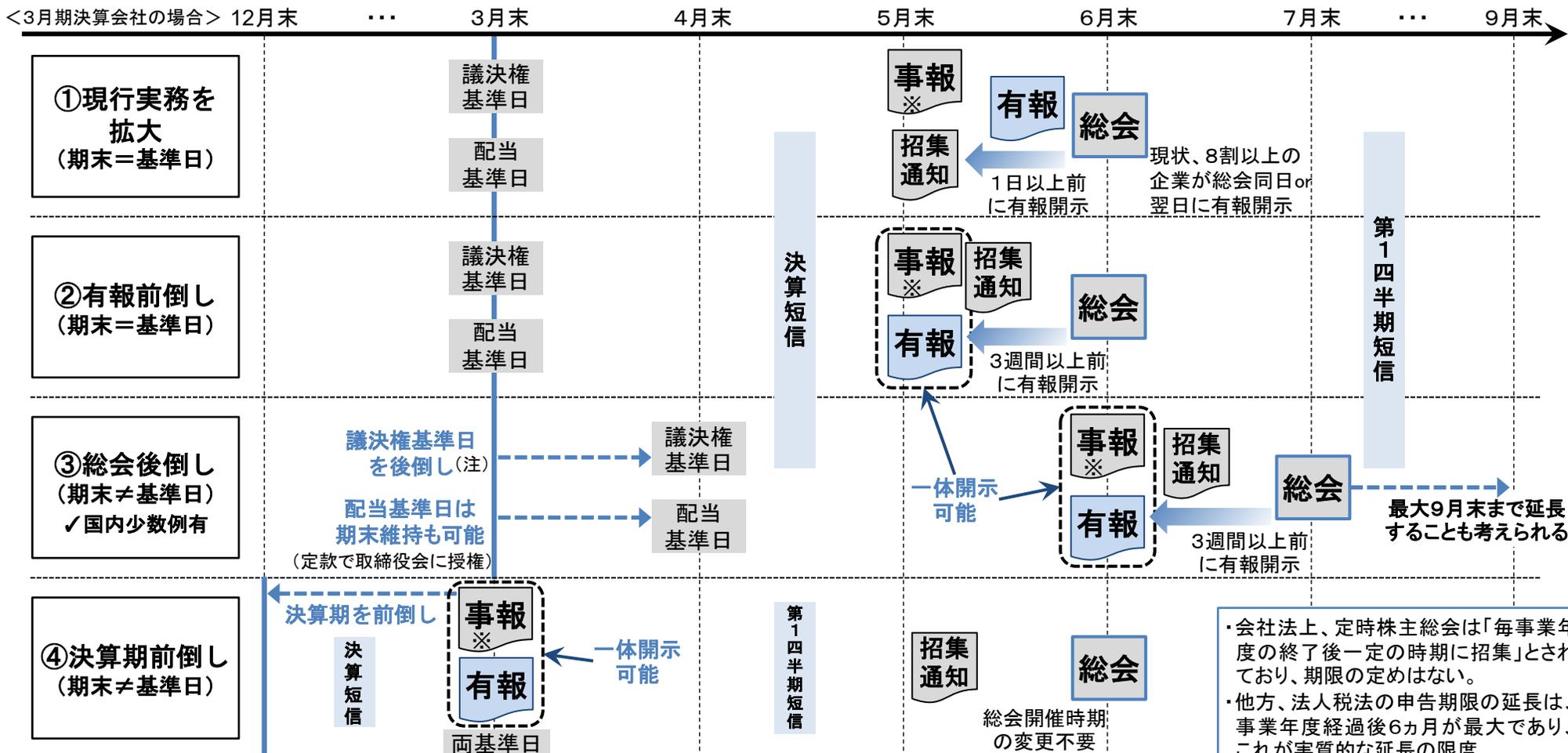
【総会前開示を実施している57社の内訳】

	1日前	2日前	3日前	4日前	5日前	6日前	7日前	10日以上前
企業数	11	12	4	2	3	7	9	9

(参考)ジョイフル(74日前)、ニイタカ(28日前)、窪田製薬HD、ローランド(21日前)、カゴメ(18日前)、滋賀銀行(15日前)、T&D HD(13日前)、ZOZO(12日前)、協和キリン(10日前)、ヒューリック、じげん、HOYA、信越化学工業、日本ライフライン、ちゅうぎんFG、みずほFG、日本取引所グループ、ヤマトHD(7日前)

総会前開示の実現方法

- 有報を定時株主総会前に開示するためには、下図①～④の方法が考えられる(いずれも現行法上可能)。
- ①であっても、総会での有報の参照が可能となり質疑が効率化するなど、**一定の意義がある**と考えられるが、**投資判断に必要な時間を十分確保するためには、3週間以上前の開示が望ましい**(一体開示も可能となる)。
- 総会3週間以上前の開示を、②～④の**いずれの方法によって実現するかは任意**であり、当該会社においてその事情を踏まえ、**実務負担の少ない方法を選択**できる。



・会社法上、定時株主総会は「毎事業年度の終了後一定の時期に招集」とされており、期限の定めはない。
 ・他方、法人税法の申告期限の延長は、事業年度経過後6ヵ月が最大であり、これが実質的な延長の限度。

(注)エンティボーティングの観点から、議決権基準日を実務上可能な範囲で総会に近接させることも考えられる。

※会社法上、総会3週間前までに事業報告・計算書類等を電子提供する必要がある。これらの会社法上の書類と有報を合わせて一つの開示書類とすることを一体開示という。

「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」の概要

- コーポレートガバナンスの実質化及び企業と投資家の対話の促進の観点から、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」)に向けた環境整備について、検討・推進することが求められている。
- 総会前開示のための取組みは、これまでに累次行われており、**現行法制下でも実施可能となっているが、現状、総会前開示を行っている上場企業の数**は限定的。また、総会前開示を実施していても、**議決権行使のための十分な検討期間を確保できている事例は少ない**状況。
- このような状況を踏まえ、**総会前開示に係る課題及び具体的な施策について実務的な検討を行う**ため、「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(注)。
- 2024年12月20日に第1回を開催し、これまでの取り組みの整理やヒアリング結果を共有。
- 2025年3月18日に第2回を開催し、上場会社が総会前開示を行うに当たっての課題や具体的な方策について議論。

※ 参加者: 東京証券取引所、信託協会、日本経済団体連合会、関西経済連合会、日本公認会計士協会、日本証券アナリスト協会、法務省、経済産業省、金融庁(事務局)、市場関係者若干名(オブザーバー)

(注)実務的な検討の場であるため会議は非公開。また、周知の観点から、会議資料及び議事要旨を公表。

公表アドレス <https://www.fsa.go.jp/singi/sokaimaekaiji/index.html>

株主総会前の適切な情報提供に係る要請について

- 2025年3月28日、加藤金融担当大臣名で、**全上場会社に対して要請文**を发出。
- 有価証券報告書の提出は、**株主総会の3週間以上前が最も望ましい**ことを示しつつ、企業の実務負担も考慮し、**取組の第一歩として、今年から、まずは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。
- 金融庁としては、企業負担の軽減を図りつつ、2025年3月期以降の**有価証券報告書の提出状況を把握し、有価証券報告書レビューにおいて調査を行うなどの対応**を検討。

株主総会前の適切な情報提供について(要請) <全文>

有価証券報告書には、役員報酬や政策保有株式等のガバナンス情報等、投資家はその意思を決定するに当たって有用な情報が豊富に含まれており、上場会社においては、投資家が株主総会の前に有価証券報告書を確認できるような限り配慮することが望ましいと考えられます。

この点、有価証券報告書の提出は、本来、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ますが、多くの上場会社がただちにこうした対応を行うことには実務上の課題も存在すると承知しており、現在、金融庁では、官民の関係者と連携し、企業負担の合理的な軽減策を含め、課題の洗い出しや対応策の検討等を行っているところです。

他方、足元の有価証券報告書の提出状況を見ると、株主総会同日又は数日以内の提出が9割以上を占めていることから、現状でも、株主総会の前日ないし数日前に提出することには日程上の大きな支障はないのではないかと考えられます。これまで株主総会前の開示に取り組んでいない上場会社におかれましては、有価証券報告書を株主総会前の望ましい時期に開示する取組を進めるための第一歩として、今年から、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をご検討いただくようお願いいたします。

なお、金融庁としては、2025年3月期以降の有価証券報告書の提出状況について実態把握を行い、有価証券報告書レビューの重点テーマ審査において株主総会前の提出を行わなかった場合の今後の予定等について調査を行うなどの対応を検討してまいります。

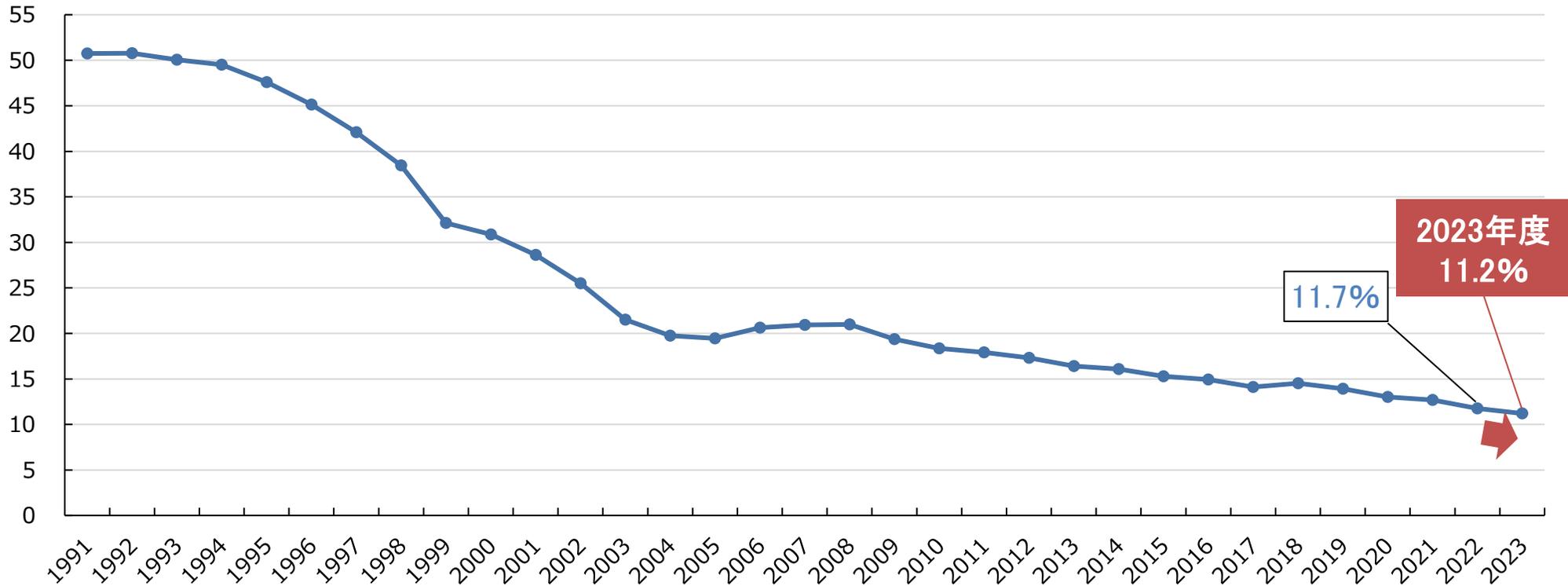
目次

- I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況
- II. 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
- III. スチュワードシップ活動の実質化
- IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進
- V. 市場環境上の課題の解決**
- VI. サステナビリティを意識した経営

政策保有株式の状況

- 政策保有株は減少傾向。背景として、コーポレートガバナンス・コードでの要請などコーポレートガバナンス改革の効果が指摘されている。

上場企業の政策保有株が時価総額に占める比率



※ 例えば、損保3社は2029年度末又は30年度末までに政策保有株をゼロにする方針を公表（合計で約9兆円）。

(注) 上場会社が保有する他の上場会社株式(時価)の市場全体の時価総額に対する比率。純投資目的以外の目的での株式保有。

有価証券報告書における株式の保有目的変更に係る開示事項の見直し

- 株式の保有目的を**政策保有から純投資に変更した場合**における適切な情報開示を促すため、開示府令を改正し、有価証券報告書の記載事項を追加(2025年1月31日公布・施行)。
- 改正開示府令は、**2025年3月期の有価証券報告書から適用**。

有価証券報告書(開示府令第三号様式)

- 第一部 企業情報
 - 第1 企業の概況
 - 第2 事業の状況
 - 第3 設備の状況
 - 第4 提出会社の状況
 - 4 コーポレート・ガバナンスの状況等
 - (5) 株式の保有状況(39)
 - 第5 経理の状況
 - 第6 提出会社の株式事務の概要
 - 第7 提出会社の参考情報
- 第二部 提出会社の保証会社等の情報

<投資株式の保有目的を政策保有から純投資に変更した場合の開示事項>

【現状】

- ・ 当事業年度中に保有目的を変更した場合は、銘柄ごとに、(a)銘柄、(b)株式数、(c) B/S(貸借対照表)計上額の記載が必要。(イメージ)

銘柄	株式数	B/S計上額
A	xxx,xxx	xxx,xxx
B	xxx,xxx	xxx,xxx
:		

【見直し後】

- ・ **当事業年度を含む最近5事業年度**に保有目的を変更した銘柄を**当事業年度末時点で保有している場合は**、現状記載を求めている(a)~(c)の記載事項に加えて、以下の記載事項を追加。
 - (d) **保有目的を変更した事業年度**
 - (e) **保有目的の変更の理由**及び保有目的の変更後の**保有又は売却に関する方針**

銘柄	株式数	B/S計上額	変更事業年度	変更理由 保有又は売却の方針
A	xxx,xxx	xxx,xxx
B	xxx,xxx	xxx,xxx
:				

- ・ **純投資目的から政策保有目的に変更した場合**の開示事項は、現状通り、(a) ~ (c) の事項。
- ・ **企業内容等開示ガイドライン**において、「純投資目的」とは「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすること」であり、**発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的とはいえないことを明確化**。

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の公表

- 金融庁は、上場会社等から提出された有価証券報告書の記載内容の適正性の確保及び充実化の促進の観点から、各財務(支)局及び沖縄総合事務局と連携して、「法令改正関係審査」及び「重点テーマ審査」を柱とした有価証券報告書レビューを実施している。
- 令和5年度の審査において識別された課題の状況等を踏まえ、令和5年度と同様に、令和6年度の有価証券報告書レビューとして、令和6年3月31日以降に終了する事業年度に係る有価証券報告書について以下の内容の審査を実施している。

1. 法令改正関係審査 (※1,3)

令和5年1月に施行された企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(以下「改正開示府令」という)及び関連する開示項目(「コーポレート・ガバナンスの状況等」における監査役会等の活動状況及び保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式(いわゆる政策保有株式)に関連した開示を含む)

- ・ 改正開示府令については、主にサステナビリティに関する企業の取組の開示及びコーポレート・ガバナンスに関する開示についての改正であり、令和5年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用されている。
- ・ 「コーポレート・ガバナンスの状況等」における監査役会等の活動状況及び政策保有株式に関連した開示は、改正開示府令で新たに開示が求められた事項ではないが、令和5年度の有価証券報告書レビューにおいて識別された課題のうち特に留意すべき事項であることから、当年度の審査対象に含めている。

2. 重点テーマ審査 (※2,3)

上記の改正開示府令のうち、サステナビリティに関する企業の取組の開示

- ・ 有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄における記載内容について提出会社による自主的な改善に資するよう審査

(※1) 全ての有価証券報告書提出会社(以下、「提出会社」という)を対象とした調査票による審査

(※2) 審査対象会社を選定して行う質問票による対話型の審査。なお、本テーマ以外の内容(例えば、「コーポレート・ガバナンスの状況等」における政策保有株式に関連した開示)についても適宜質問を実施。

(※3) 過年度の審査において令和6年度の有価証券報告書での改善の検討を求める旨の通知を行った提出会社に対するフォローアップについても実施。

- 加えて、法令改正関係審査の一環として、令和6年4月に施行された財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(以下「改正内部統制府令」という)に基づき、施行日以降に提出された訂正内部統制報告書における記載事項について審査を実施している。

令和6年度 有価証券報告書レビューにおいて識別された 政策保有株式関連の主な課題及び留意事項等の一覧(1/2)

【コーポレート・ガバナンスの状況等の開示】

主な課題	主な留意事項等
<p>④ 政策保有株式の銘柄ごとの保有目的(保有目的が提出会社と当該株式の発行者との間の営業上の取引、業務上の提携その他これらに類する事項を目的とするものである場合には、当該事項の概要を含む)が具体的に記載されていない</p> <p>⑤ 政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が安定株主の確保にあるにもかかわらず、当該目的が記載されていない</p>	<p>[法令等に準拠した開示を行うにあたって留意すべき事項]</p> <p>a. 政策保有株式の銘柄ごとの開示においては、保有目的を具体的に記載することが求められている。また、保有目的が提出会社と当該株式の発行者との間の営業上の取引、業務上の提携その他これらに類する事項を目的とするものである場合には、当該事項の概要を具体的に記載することが求められていることに留意する。</p> <p>b. 政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が株式の持合いを通じた安定株主の確保にある場合には、当該目的を記載することが求められていることに留意する。</p> <p>[開示の充実に向けて参考になると考えられる事項(投資家・アナリスト・有識者の期待等)]</p> <p>c. 政策保有株式の銘柄ごとの保有目的については、当該株式の保有が企業価値向上に具体的にどのようにつながるのかの観点を含めて、具体的に記載することが投資者の適切な投資判断にとって有用であると考えられる。特に、スタートアップ企業やイノベーション目的や新事業育成目的の株式などへの事業の成長に向けた投資については、投資者による適切な投資判断に資するという観点から、保有目的をより具体的に記載することが望ましいと考えられる。</p> <p>e. 投資者が政策保有株式の保有目的が達成されているかを判断するうえで、政策保有株式の議決権行使の考え方・基準や議決権行使の結果(賛成票や反対票を投じた割合等)について開示することが望ましいと考えられる。</p>
<p>⑥ 取締役会等における政策保有株式の保有の適否に関する検証についての開示と実態に乖離がある</p> <p>⑦ 銘柄ごとの政策保有株式の定量的な保有効果の記載が困難な場合において、政策保有株式の保有の合理性を検証した方法の記載が不明瞭である</p>	<p>[法令等に準拠した開示を行うにあたって留意すべき事項]</p> <p>a. 保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式(いわゆる政策保有株式)について、提出会社の保有の合理性を検証する方法及び個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容を記載することが求められている。政策保有株式の保有の合理性を検証する方法及び個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容について記載する際には、実態に基づいて適切に記載する必要があることに留意する。</p> <p>b. 銘柄ごとの開示において、提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果(定量的な保有効果の記載が困難な場合には、その旨及び保有の合理性を検証した方法)を具体的に記載することが求められていることに留意する。</p> <p>[開示の充実に向けて参考になると考えられる事項(投資家・アナリスト・有識者の期待等)]</p> <p>c. 定量的な保有効果の記載が困難な場合に、定量的な保有効果を何も開示しないような事例が見受けられるが、投資者の投資判断にできるだけ有用な情報を提供するという観点からは、定量的な保有効果のうち記載が困難な部分以外については、可能な限り記載することが望ましいと考えられる。</p>

令和6年度 有価証券報告書レビューにおいて識別された 政策保有株式関連の主な課題及び留意事項等の一覧(2/2)

【コーポレート・ガバナンスの状況等の開示】

主な課題	主な留意事項等
<p>⑧ 政策保有株式縮減の方針を示しつつ、売却可能時期等について発行者と合意をしていない状態で純投資目的の株式に変更を行っており、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</p> <p>⑨ 政策保有株式縮減の方針を示しつつ、発行者から売却の合意を得た上で純投資目的の株式に区分変更したものの、実際には長期間売却に取り組む予定はなく、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</p>	<p>[法令等に準拠した開示を行うにあたって留意すべき事項]</p> <p>a. 令和7年1月に開示府令及び開示ガイドラインが改正されており、これらの改正は令和7年3月31日以後に終了する事業年度から適用される。開示府令の改正では、当期を含む最近5事業年度以内に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(当事業年度末において保有しているものに限る)について、銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的の変更年度、並びに保有目的の変更の理由及び変更後の保有又は売却に関する方針の開示が求められている。また、開示ガイドラインの改正では、純投資目的の株式について「例えば、当該株式の発行者等が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的で保有しているものとはいえない」という考え方が示されている。これらに従い、適切な開示を行う必要があることに留意する。</p> <p>b. 純投資目的とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう。このため、投資株式の保有目的に、例えば、取引関係の維持・強化や安定株主の確保などの純粋な純投資目的以外の目的も含まれている場合には、純投資目的の株式ではなく、純投資目的以外の目的の株式(いわゆる政策保有株式)として区分したうえで、その保有目的の内容を、投資者が理解できるように、具体的に記載することが求められることに留意する。</p> <p>[開示の充実に向けて参考になると考えられる事項(投資家・アナリスト・有識者の期待等)]</p> <p>c. 政策保有株式縮減の方針を示しつつ、売却可能時期等について発行者と合意をしていない状態で純投資目的の株式に変更を行うような場合や発行者から売却の合意を得た上で純投資目的の株式に区分変更したものの、長期間(1年以上)売却をしていない又は長期間売却に取り組む予定がないような場合には、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り、投資者に誤解を与える可能性もあることに留意する。このような場合には、区分変更の理由の合理性や純投資目的の株式として継続保有することの合理性を検証し、その内容を「保有目的が純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式の区分の基準や考え方」(開示府令第三号様式記載上の注意(39)で準用する第二号様式記載上の注意(58)a)等と併せて開示することが考えられる。</p>

「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」(抜粋) コラムー「売らせない圧力」

- 当年度における有価証券報告書の政策保有株式関連の開示に関する審査の過程で、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**。審査の過程で複数の政策保有株式の保有会社にヒアリングを行ったところ、保有会社によって状況は異なるが、発行会社から売らせない圧力を受ける割合は概ね銘柄数ベースで5%～40%程度であった。これらについては**政策保有株式の縮減の妨げ**となっているとの声があった。
- 東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードでは、補充原則1-4①において、「上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社(政策保有株主)からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。」としており、プライム市場及びスタンダード市場の上場会社がこれをコンプライしない場合には、コンプライしない理由をコーポレート・ガバナンスに関する報告書において記載(エクスプレイン)することが求められる。「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2023(データ編)」によると、プライム市場及びスタンダード市場の上場会社の補充原則1-4①に対するコンプライ率は99.8%であった。
- 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。
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書においては、コーポレートガバナンス・コードの対応状況が開示されている。そのため、一般に、政策保有株式の縮減の交渉を進めるにあたっては、交渉当事者双方で、補充原則1-4①の政策保有株式の売却を妨げない方針を確認し合うことが望ましいと考えられる。また、有価証券報告書において政策保有株式の売却を妨げない方針を開示している事例がある。このように会社としての方針を有価証券報告書などの媒体を通じて公に表明することは、政策保有株式の縮減に向けた環境整備の観点から、有益であると考えられる。

金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の概要

我が国資本市場の活性化に向けて、資産運用の高度化・多様化及び企業と投資家の対話の促進を図りつつ、市場の透明性・公正性を確保するため、「**投資運用業**」、「**大量保有報告**」、「**公開買付**」等に関する制度を整備

資産運用の高度化・多様化

新規参入促進を通じた資産運用の高度化・多様化によって、家計を含む投資家へのリターンや企業価値の向上、スタートアップの活性化を図るため、以下の取組を実施

投資運用業者の参入促進

- 投資運用業者から**ミドル・バックオフィス業務**(法令遵守、計理等)を受託する事業者の任意の登録制度を創設。当該登録業者に業務を委託する投資運用業者の登録要件(人的構成)を緩和
- 分業化が進む欧米と同様に、投資運用業者がファンド運営機能(企画・立案)に特化し、様々な運用業者へ運用(投資実行)を委託できるよう、**運用(投資実行)権限の全部委託を可能とする**

非上場有価証券の流通活性化

- スタートアップ等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、非上場有価証券について、
 - ・ プロ投資家(特定投資家)を対象とし、原則として金銭等の預託を受けない場合は、**第一種金融商品取引業の登録要件を緩和**
 - ・ **私設取引システム(PTS)**(注)について、取引規模が限定的な場合は、**認可を要せず**、第一種金融商品取引業の**登録により運営可能とする**
- (注)PTS(Proprietary Trading System)とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム

企業と投資家の建設的な対話の促進

企業と投資家の建設的な対話の促進によって、中長期的な企業価値の向上を促すため、以下の取組を実施

大量保有報告制度の対象明確化

大量保有報告制度:発行済株式数の5%を超えて上場株式等を保有する場合に開示を求めるもの

- 保有割合の合算対象となる「**共同保有者**」の範囲を明確化(企業支配権等に関しない機関投資家間の継続的でない合意を適用除外として明記)

資本市場の透明性・公正性の確保

資本市場の一層の透明性・公正性を確保すべく、以下の取組を実施

公開買付制度の対象取引の拡大

公開買付制度:一定割合を超える上場株式等の買付けに対し、事前の買付目的等の開示を求め、全株主に平等な売却機会を与えるもの

- 市場外取引だけでなく、**市場内取引(立会内)**も適用対象とする
- **公開買付を要する所有割合**を議決権の3分の1から**30%に引下げ**

大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化

- 企業と投資家の建設的な対話の促進により、中長期的な企業価値向上を促すため、「共同保有者」の範囲を明確化。

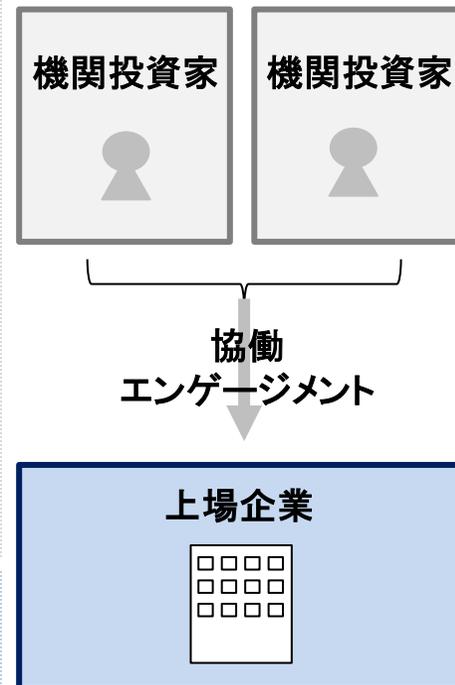
課題と対応

課題

- 投資家には、個別企業に対する深い理解に基づき、企業と対話（エンゲージメント）することが求められる中、協働エンゲージメント^(※)の積極的活用により、質的・量的なりソース不足を補い、対話の実効性を高めることが重要
 - ※ 複数の投資家が協調して個別の投資先企業に対し特定のテーマについて対話を行うこと
- しかし、大量保有報告制度における「共同保有者」^(※)の範囲が法令上不明確であることが、協働エンゲージメントの支障となっているとの指摘がある
 - ※ 複数の投資家（投資家A■%、投資家B□%）が「共同保有者」（＝共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者）に該当すると、合算した保有割合（■%＋□%）が5%超となれば、大量保有報告書の提出が求められる

対応

- 中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、法令により「共同保有者」の範囲を明確化する



「共同保有者」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】

※ 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を共同して行う場合等を想定

(参考) 他方、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べく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を整備する予定

改正事項

公開買付制度の対象取引の拡大

□ 資本市場の一層の透明性・公正性を確保するため、対象取引を市場内取引に拡大。

課題

- 市場内取引等を通じた非友好的買収事例(※)の増加、M&Aの多様化といった環境変化を踏まえ、取引の透明性・公正性の向上を図る必要

※ 東京機械製作所事件決定(東京高裁令和3年11月9日)では、アジア開発キャピタルが市場内取引(立会内)を通じて、短期間で3分の1超の株式を取得した事案について、投資判断に必要な情報・時間が一般株主に十分に与えられていなかった等と指摘

対応

- 取引の透明性・公正性の向上を図る観点から、規制対象取引を拡大する

課題と対応

	5%超	b 3分の1超	過半数	3分の2以上
市場外取引		5%ルール (TOBが必要。ただし、上限を設定するTOBも可)	3分の1ルール	全部買付義務 (上限の設定は不可)
市場内取引 (立会外)				
市場内取引 (立会内)		a	原則として規制対象外	

規制対象取引の拡大

- a 取引の透明性・公正性を確保するため、**市場内取引(立会内)**も「**3分の1ルール**」の適用対象にする
【改正金商法第27条の2第1項第1号】
- b 企業支配権に重大な影響を与えるか否かの閾値を、議決権行使割合や諸外国の水準を踏まえ、議決権の「**3分の1**」から「**30%**」に引下げ【改正金商法第27条の2第1項第1号】

改正事項

令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の改正概要 (公開買付・大量保有報告制度関係)(2025年3月14日～4月13日パブリックコメント実施)

- 令和6年金融商品取引法等改正の内容等を踏まえ、**資本市場の透明性・公正性の一層の確保**を図ることや、**中長期的な企業価値向上に向けた企業と投資家の対話の促進**のため、以下の改正を行う予定。

公開買付制度に関する主な改正事項

- **公開買付制度の対象となる取引の範囲の見直し**
⇒いわゆる30%ルールの対象外となる**僅少な買付け等の基準を定める**。〔政令改正〕
- **適用除外買付け等の見直し**
⇒証券会社が適正な価格で行う一部の買付け等について、いわゆる**5%ルールの適用対象から除外**する。〔政令・府令改正〕
- **形式的特別関係者*1の範囲の見直し**
⇒形式的特別関係者から**買付者の親族、買付者が特別資本関係を有する法人等の役員、買付者に対し特別資本関係を有する法人等の役員を除外**する。〔政令改正〕
- **公開買付手続の柔軟化**
⇒公開買付期間中に、**対象会社が配当を実施した場合等**においては、**公開買付価格の引下げを可能**とする。
⇒個別の事案に応じて、**当局の承認を得ることによって一定の規制が免除される制度を導入**する。〔政令・府令改正〕
- **公開買付届出書の記載事項の明確化等**
⇒必要的記載事項（交渉の経緯、公正性担保措置の内容等）を明確化する。
⇒部分買付けにおける開示事項（**少数株主との利益相反を回避する方策等**）を追加する。
⇒「**大量保有報告書等の提出状況**」欄を新設する。
⇒公開買付けの予告における留意点を明確化
〔府令・ガイドライン改正〕

大量保有報告制度に関する主な改正事項

- **共同保有者の範囲の明確化**
⇒金商業者等が、株主総会ごと、合意対象の議案を特定した上で、賛否を定めて共同して議決権行使をすることを合意する場合には「**共同保有者**」に該当しないこととする。〔政令改正〕
(※) 共同して重要提案行為等を行う目的がないことも必要（改正金商法第27条の23第5項）
- **重要提案行為等*2の範囲の明確化**
⇒事業活動への影響度が相対的に低い提案内容（役員構成・配当方針・資本政策の重要な変更等）については、**経営陣の自律的な決定に委ねない態様で提案しない限り、重要提案行為等には該当しない**。
⇒個別のテーマ（**政策保有株式の売却、代表取締役の指名方針、独立社外取締役の増員等**）についての該当性を明示する。
〔政令改正・株券等の大量保有報告に関するQ&A改訂〕
- **みなし共同保有者の拡充**
⇒**役員兼任関係や資金提供関係等**がある場合には**共同保有者とみなす**こととする。〔政令・府令改正〕
- **大量保有報告書の記載事項の見直し**
⇒重要提案行為等や買増しを予定している場合、その内容について記載を求める。〔府令改正〕
- **現金決済型デリバティブ取引**
⇒**現物の取得目的や発行者の経営に影響を及ぼす目的がある場合には、大量保有報告制度の対象とする**。〔政令改正〕

*1「特別関係者」とは、株券等の買付け等を行う者と、株式の所有関係等の特別の関係にある者（形式的特別関係者）、又は共同して当該株券等を取得、譲渡等することについて合意をしている者を指し、公開買付けの要否に係る閾値を超えるか判断する際に、その所有分を合算する必要がある。

*2「重要提案行為等」とは、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を指し、「重要提案行為等」の目的を有する場合、提出頻度が緩和された特例報告制度を利用することができない。

今後の検討に向けて:大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要

- 2008年金融商品取引法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告制度に係る課徴金制度が導入された。

【大量保有報告制度に係る課徴金制度の概要】

- ① 法律上の義務に違反して、大量保有報告書又は変更報告書を提出しない場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分の1の額の課徴金が課される(法172条の7)。
- ② 重大な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている大量保有報告書、変更報告書又はこれらの訂正報告書を提出した場合には、当該株券等の発行者の時価総額の10万分1の額の課徴金が課される(法172条の8) (注1)

＜課徴金の額が時価総額の10万分の1とされた理由＞ (注2)

課徴金の水準については、違反行為により違反者が得たであろうと一般的・類型的に想定される経済的利得相当額が基準とされているところ、

- ①大量保有報告書等を提出した場合、当該報告書に係る株券等の取引に追随者が生じて市場価格が変動し、その後の取引コストが上昇することとなるところ、大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響について、種々の事例を分析したところ、平均0.1%程度と見込まれた。
- ②また、大量保有報告書等の提出後に株券等保有割合が1%以上増減した場合に変更報告書の提出義務が生じるところ、大量保有報告書等を提出しないことで、一般的には、次の変更報告書提出義務が発生する時点までは、他の追随取引を発生させない中で取引を行うことが想定される。

以上を考慮して、0.1%と1%を乗じた10万分の1を時価総額に乗じた額が課徴金の額とされた。

(注1) 不提出者及び虚偽記載者に対しては、5年以下の拘禁刑、500万円以下の罰金(併科あり)の罰則規定も設けられている(法人に対しては5億円以下の罰金刑の両罰規定あり)(法197の2第5号及び6号)。

(注2) 池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』(商事法務、2008)321頁

目次

- I. コーポレートガバナンスに関する足元の状況
- II. 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
- III. スチュワードシップ活動の実質化
- IV. 情報開示の充実・投資家との対話促進
- V. 市場環境上の課題の解決
- VI. サステナビリティを意識した経営**

サステナビリティ開示基準の国際的な動向・日本の状況

- 2023年6月26日、国際会計基準財団(IFRS財団)が設置した「国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)」は、「一般的な開示要求事項(S1基準)」及び「気候関連開示(S2基準)」を最終化。
- 2025年3月5日、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)において、ISSB基準を踏まえ、日本における具体的なサステナビリティ開示基準(SSBJ基準)を開発し、最終化。ISSB基準と機能的に整合した結果をもたらすように設計。

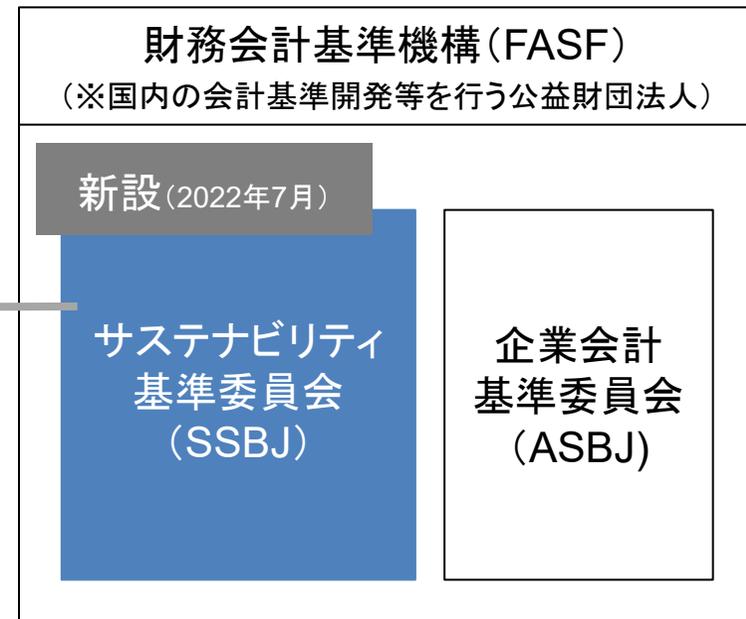
国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)の概要



議長	理事
 エマニュエル・ファベル(仏) (元ダノンCEO)	 小森 博司 (日本) (元GPIF 市場運用部次長)

※議長1名・副議長2名のほかに、日本人1名(小森博司氏)を含む11名の理事が就任

日本における基準開発及び意見発信



【参考】SSBJ基準に対するISSB(Sue Lloyd副議長)のコメント

「ISSBは、SSBJがSSBJ基準をISSB基準と整合するように設計することの方針を追求したこと及び達成された整合性の程度について称賛いたします。**ISSB基準と機能的に整合した結果をもたらすように設計されたSSBJ基準の公表は、資本市場にとって、サステナビリティ関連開示のグローバルな比較可能性を促進するうえで重大な節目となります。**」

(出所)2025年3月31日 SSBJニュースリリース「SSBJとISSBがSSBJ基準とISSB基準の間の整合性を確認」

(出典)エマニュエル・ファベル氏、小森博司氏の顔写真はIFRS財団ホームページから掲載

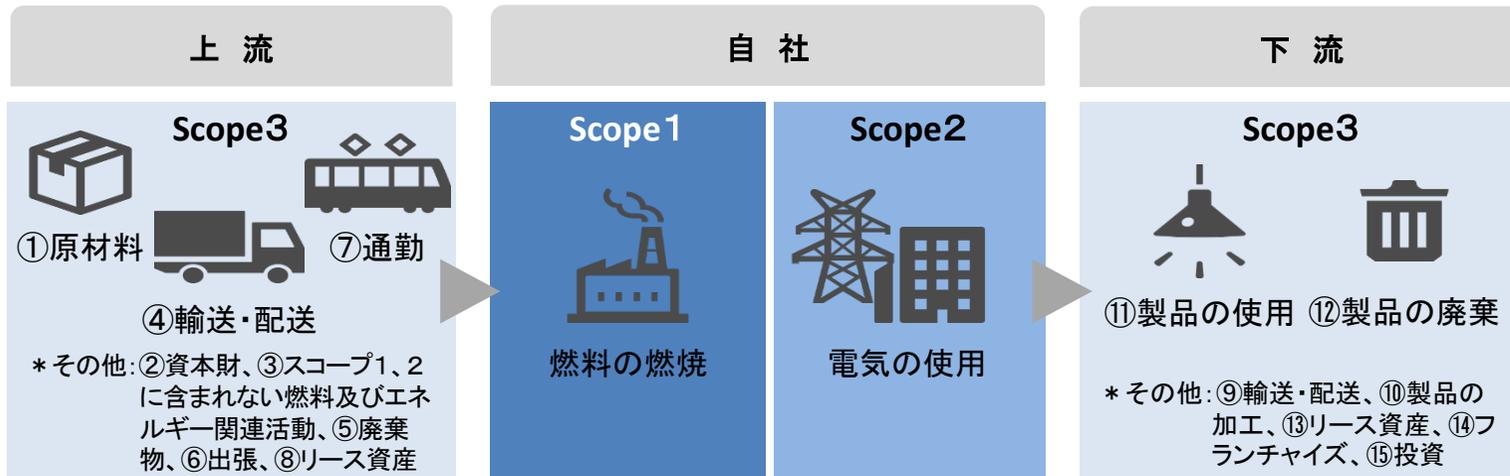
SSBJ基準の概要

「サステナビリティ開
示基準の適用」及び
「一般開示」
(※IFRS S1号に相当)

- 全ての重要なサステナビリティ関連のリスクと機会を開示するための全般的な開示要件を設定
(例)企業が開示すべきかを判断する重要性の概念、報告期間・時期・頻度
- 4つの構成要素(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標)の開示が求められる

「気候関連開示」
(※IFRS S2号に相当)

- 企業の気候関連のリスクと機会について、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標の4つの構成要素に基づき、詳細な開示要件を設定
- 例えば、
 - 「戦略」として、気候関連の移行計画、気候変動を踏まえたビジネスモデルの変更、リスクから生じる不確実性に適応するための企業のレジリエンス(強靭性)
 - 「指標と目標」として、温室効果ガス(GHG)排出量のScope1～3の開示の要求(Scope3は適用初年度の開示は省略可能)、及び産業別指標の開示(産業別ガイダンスに記載の指標を参照の上で、適用可能性を考慮)



Scope3のGHG排出量の開示には、**自社外(上流・下流)のデータを集計して開示する必要**

(注) Scope 1: 事業者自らによる温室効果ガスの直接排出、Scope 2: 他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出、Scope 3: Scope 1、Scope 2以外の間接排出(事業者の活動に関連する他社の排出)

サステナビリティ開示基準の適用対象・適用時期、保証制度のロードマップ案

- プライム市場は、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場。このプライム市場上場会社に対し、サステナビリティ開示基準に準拠した有価証券報告書の作成を求めることで、グローバルで比較可能性を確保しながら、中長期的な企業価値の評価に必要な情報を提供し、投資家との建設的な対話を促進することが重要。
- 企業等の準備期間を考慮し、時価総額3兆円以上のプライム市場上場企業から段階的に導入する案を基本線としつつ、国内外の動向等を注視しながら、柔軟に対応していく。
- 準拠すべきサステナビリティ開示基準は、企業側の開示の効率性も考慮し、国際的なベースラインとなるISSB基準と機能的に同等な基準(SSBJ基準を想定)とすることが適当。
- 保証については、開示適用義務化の翌年から義務付け。保証水準は限定的保証。当初2年間は保証範囲を一部のサステナビリティ情報(Scope1・2、ガバナンス及びリスク管理)に限定とし、3年目以降は国際動向等を踏まえて継続して検討。



(注) 時価総額に応じた適用社数とカバレッジ(Bloomberg及びJPX公表統計の2025年3月末時点の情報から作成)

サステナビリティ情報の虚偽記載等に対する責任

- サステナビリティ情報の虚偽記載等の責任に係るセーフハーバーは、情報の特性を踏まえた合理的なものであるとともに、**有価証券報告書における開示の充実・責任の範囲の明確化のための環境整備**として妥当なものとする必要。

財務に関するサステナビリティ関連開示

- 企業の見通しに影響を与えると合理的に見込み得る、報告企業のサステナビリティ関連のリスク及び機会に関する情報、かつ、利用者の意思決定に影響を与える重要性のある情報を提供する開示
- 財務に関するサステナビリティ関連開示は、関連する財務諸表に含まれる情報を補足し、補完するもの

サステナビリティ情報の特性(財務情報との比較)

- 情報開示のための基準が存在、第三者保証の対象(となる)という点で、財務情報と共通
- 他方で、以下のような特性があり、**相対的に不確実性が高い**と考えられる
 - 企業の見通しに影響を与えると合理的に見込み得るサステナビリティ関連のリスク及び機会に関して「重要性がある」情報を開示するとされ、その情報の範囲は会社にとって区々
 - 財務情報は、定量情報、過去情報中心。サステナビリティ情報は、定性情報や見積りを含む将来情報が多く含まれるほか、Scope3のように、統制の及ばない第三者から入手した情報の開示も必要

課題

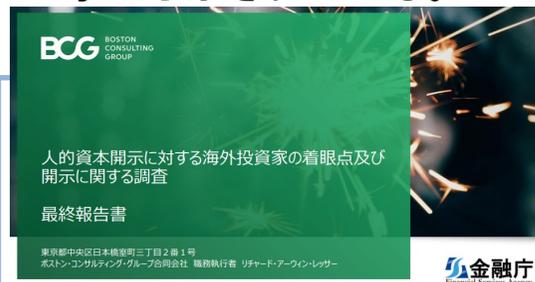
- 虚偽記載等の責任を問われないよう、有価証券報告書における情報開示が回避されるおそれがある。この場合、有用な投資情報を提供すると有価証券報告書の趣旨が損なわれる
⇒ **有価証券報告書での開示の充実と責任の範囲の明確化のための環境整備**を図る必要

想定される論点

セーフハーバーの内容、適用要件、適用範囲(将来情報等の特定の情報orサステナビリティ情報or非財務情報)、効果(民事/行政/刑事)

人的資本開示に関する海外投資家の声

- 金融庁が2025年3月に公表した委託調査レポートにおいて、人的資本は企業の戦略達成・価値創造における重要な要素であり、経営戦略と人材戦略を関連付けた開示が有用であるとの意見が多くの海外投資家から示されている。



人的資本の委託調査レポートの概要

【人的資本開示の重要性】

人的資本は、企業の生産性やイノベーション等に重要な影響を及ぼす、企業戦略達成・価値創造における重要な要素であり、将来キャッシュ・フローへの影響が大きいとの考えは、多くの投資家・投資家団体で概ね一致していた

【人的資本開示の活用のされ方】

投資家は人的資本開示を事業機会とリスクの両面から評価し、定量・定性指標を投資判断モデルに組み込み、ポートフォリオ構築や投資判断に反映しており、抑制的な開示は企業にとって不利に働く可能性があることへの言及もみられた

【投資家にとって有用な人的資本の開示トピック・指標】

企業の人的資本の全体像を把握するための情報は、業種やビジネスモデルを問わず開示が求められている。これに対して、業種やビジネスモデルを踏まえた独自性が期待される情報として、企業戦略実現のために従業員に必要となるスキル、スキルギャップを埋めるための企業の具体的なアクション、その進捗状況を示す指標等が挙げられた

【人的資本開示に関する課題認識等】

機械的な指標の列挙ではなく、自社の経営戦略と関連する指標の明示、指標が示す意味（コンテキスト）、指標の目標値との比較、企業のアクションとの関係、分解情報等について、開示が期待されている

【人的資本開示基準に関する意見等】

投資家のニーズを満たす人的資本基準が存在しないため、必要とする情報が開示されていないことを懸念する声、戦略と関連する開示（IFRS S1、人的資本可視化指針）、SASB産業別基準との連携、財務情報とのコネクティビティ等に関する要望が聞かれた

海外投資家等
が期待する
人的資本開示

海外投資家、
海外投資家団体
等の声のサマリー

（参考）コーポレートガバナンス・コード（2021年6月）補充原則3-1③上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

（出典）調査はボストンコンサルティンググループに委託したものである。金融庁ウェブサイトにて日本語版と英訳版を公表。

ISSBによる人的資本のリーサーチ・プロジェクト

- 2024年7月、ISSBは気候の次の基準開発の候補のひとつとして、人的資本に関連するリスクと機会の開示に関するリーサーチプロジェクトに着手。
※ISSBのステートメントにおいては、「人的資本」と並んで「生物多様性、生態系及び生態系サービス」も候補となっている。
- 2025年4月、ISSBはリーサーチ・プロジェクトの第1フェーズの発見事項の報告と第2フェーズの計画を議論。第2フェーズでは、人的資本の基準設定についての必要性と実現可能性を評価し、人的資本を基準設定プロジェクトに進めるか否かの意志決定を今後数カ月以内に行う方向性が示された。

第1フェーズの主な発見事項

- ◆すべての種類及び法域の投資家は、主に投資リスクの管理とリターン向上の観点から人的資本開示に強い関心
- ◆投資家は、産業固有の情報を含む、より詳細で分解された情報、経営戦略とより明確な関連付けを求めている
- ◆企業の開示の一貫性と比較可能性は限定的
- ◆企業の指標の開示は、①セクター全体で一般的に開示されるもの、②セクター全体で一般的に開示されるが測定方法が異なるもの、③特定のセクターに集中しているものに大別される

第2フェーズの計画

- ◆第2フェーズでは、以下の選択肢の検討を行う
 - (a) 新しい基準開発のプロジェクト(テーマ別、セクター別、またはそれらのアプローチの組み合わせを含む)
 - (b) 既存の基準/ガイダンス(SASB基準を含む)を修正するためのプロジェクト
 - (c) 新しいガイダンスおよび/または教育資料を開発するための作業
 - (d) これらの活動の組み合わせ
 - (e) 何もしない

コラムー女性役員による座談会の概要

- アクション・プログラム2024において、「ダイバーシティの確保に向けては、数値目標を達成するのみならず、必要な能力を有していることや、社内での人材育成が重要」との指摘があった。
- CxOとして活躍する女性役員を招聘して行った座談会においても、ジェンダーやグローバル人材といった観点での多様性を意識するのみならず、これらを踏まえた「意見」の多様性を確保し、多様な観点から経営課題を議論することの重要性が指摘された。

登壇者

- 淡路 睦氏 千葉銀行 取締役専務執行役員(代表取締役)グループCSO・グループCDTO
- 最勝寺奈苗氏 KDDI 取締役執行役員常務 CFO コーポレート統括本部長
- 長谷川隆代氏 SWCC 代表取締役 取締役会議長 CEO 社長執行役員

主なご意見

- 実力を正当に評価し、男性・女性関係なく、その仕事に最も相応しいと判断した人にチャンスを与えることが重要。男女関係なく正当な評価がなされない限り、安易に「女性枠」の設置の議論になりかねず、本質的な活躍支援にならない。
- 業界によっては、採用時から業務の範囲が男女で異なっている状況が長く続き、それがパイプラインを作る上で障害になっている。最も実力がある人を登用するために、できる仕事の範囲を広げていくことがまず必要であるとの認識の下、男性・女性に関わらず、学ぶ場、またその力を生かす場を等しく与えることに取り組んでいる。
- 男性であっても、色々なバックグラウンドや業務経験を有する者を取締役に含める必要。これまでの取締役会には、ジェンダーの観点で均一であることに加え、多様な経験を持った人を取締役会の構成員に含めるという視点も、欠けていたのではないか。
- 女性役員が増えたことで取締役会における議論が活性化し、会議体の予定調和を崩す効果があり、男性のみの会議体がいかに均質だったかを示している。
- 企業が成長を遂げるために、多様な見方・意見を取り込むことがダイバーシティの本質であり、男女関係なく、多様な経験を持った人を取締役会の構成員に含めるべき。