

# 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

「ステeward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」  
意見書（7）

## I. はじめに

2023年4月、「ステeward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」における議論を経て、「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」（以下「アクション・プログラム」）を策定した。

アクション・プログラムにおいては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、形式的な体制整備によってのみではなく、企業と投資家の双方における自律的な意識改革によるコーポレートガバナンス改革の実質化を促すとの方向性を示し、その重要性の認識が広く共有されてきた。

こうした流れをより確かなものとするため、フォローアップ会議では、各施策の取組み状況について、実態を踏まえたフォローアップを行い、以下のとおり、アクション・プログラムで掲げた施策の主な取組みに関するフォローアップと今後の方向性について、取りまとめを行った。

今後は、以下を踏まえ、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上というステewardシップ・コードとコーポレートガバナンス・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みを中心とし、ステewardシップ活動の実質化を含む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ていくべきである。

## II. フォローアップと今後の方向性

### 1. 総論

2. 以下で示すとおり、アクション・プログラムで掲げた施策について、関係省庁及び東京証券取引所（以下「東証」）等において様々な取組みが進められている。

こうした取組みを踏まえ、企業及び投資家の双方において、意識改革が進められているとの意見がある。

## 課題

他方で、企業及び投資家における取組みの具体的な内容に目を向けてみると、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードへの対応が形式的なコンプライにとどまっているとの指摘や、各主体の間で取組みの質に大きな差があるとの指摘もある。また、こうした「差」のより具体的な要因として、企業の規模等に応じたエンゲージメントの担い手が不足しているとの指摘もある。

## 今後の方向性

今一度、各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プローチを採っている趣旨に立ち返り、すべての企業・投資家において、共通して必要となる対応に加え、各主体の規模や置かれた状況に応じ、きめ細かく必要な取組みを検討することが必要である。こうした観点からは、各コードを形式的に遵守することより、むしろ丁寧にエクスプレインすることも重要である。こうした考え方を踏まえ、企業及び投資家の双方において、エクスプレインを含む各主体の対応の状況に十分に配意し、双方向の対話を行うことが重要である。

また、こうしたコーポレートガバナンス改革の実質化に向けた取組みについて、各主体において検討・開示するのみならず、中長期的な企業価値の向上という目的に応じた成果を追求し、着実に実践に移すことが重要である。

## 2. スチュワードシップ活動の実質化

金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」において、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みについて議論が行われ、2023年12月に公表された報告書において、協働エンゲージメントの促進等について提言が行われた。

また、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において、投資家と企業の対話の促進に向けた制度面の議論が行われ、2023年12月に公表された報告書において、大量保有報告制度の見直しのほか、実質株主の透明性確保に向けた提言が行われた。これを受け、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一部を改正する法律が、2024年5月に成立した。

## 課題

チェックボックスを埋めるような形式的な対話が行われており、投資先の深い理解に基づく建設的な目的を持った対話や、双方向の対話が行われていないとの指摘がある。協働エンゲージメントについても、単に協働するのみならず、

テーマを絞った意味のある対話が行われることが重要との指摘がある。

また、対話の担当部門、議決権行使の担当部門、運用部門等が分離しており十分な連携が図られていないなど、対話と議決権行使を一体とした実効的なエンゲージメントが行われていないとの指摘がある。

そもそもステewardシップ・コードへの対応についてはその遵守状況が確認されていないため、当局において実際の取組みを点検することが必要ではないかとの指摘がある。

## 今後の方向性

エンゲージメントを一層実効的なものとするため、金融審議会の報告書による提言を踏まえ、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、実質株主の透明性確保に向けて、ステewardシップ・コードを見直すべきである。その際、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、どのような対話を行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いった観点にも留意する必要がある。

また、上記の課題の解決に向けて、望ましいエンゲージメントや望ましくないエンゲージメントについて、投資家・企業等の関係者の意見も踏まえ、具体的な事例や一定の目線を共有することが有用である<sup>1</sup>。

こうした視点も踏まえ、一層実効的なエンゲージメントの実現に向けて、金融庁は、関係者と連携しつつ、運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社等によるステewardシップ・コードの遵守状況を検証すべきである。

## 3. 取締役会等の実効性向上（独立社外取締役の機能発揮）

2024年1月、経済産業省が、金融庁及び東証と共同で、社外取締役の質の担保・向上に向けた取組みの一環として、「社外取締役のことはじめ」を作成した。

また、国際的な団体を含む民間の主体において、継続して、社外取締役を含む取締役等に対する研修の実施、提言の発信、表彰等の啓蒙活動が行われている。

### 課題

独立社外取締役の選任や、指名委員会・報酬委員会の設置が進む一方で、社外取締役や各委員会の議長・委員長が果たすべき役割の認識が共有されておらず、未だ取締役会が実効的には機能していないとの指摘がある。また、こうし

<sup>1</sup> 金融庁及び東証において実施されたヒアリングにおいては、例えば、投資家による他社事例の共有が社内へのフィードバックを含め自社の取組みを進めるにあたり参考となったとの意見や、一回限りではなく継続性のある議論が建設的な対話に資するとの意見があった。

た社外取締役等の質の評価が実質的には行われていないとの指摘がある。

### 今後の方向性

取締役会の実効性向上に向けては、今一度、社外取締役、取締役会の議長、指名委員会・報酬委員会の委員長が真に果たすべき役割や機能について理解を共有するとともに、こうした役割や機能を果たし得る社外取締役等を選定することが重要である。そのための取組みとしては、社外取締役等の選定に際して透明性の高いプロセスを履践することや、選定後も社外取締役と投資家の対話や、個々の取締役の評価を含む取締役会の実効性評価等を通じて、社外取締役等の役割や機能に関する認識を醸成していくことなどが考えられる。

また、こうした役割や機能が十分に発揮されるためには、取締役会その他各委員会の事務局において、取締役会や各委員会における実質的な議論を促すための取組みを実践していくことも重要である。

以上のような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観点から、これらの取組みに関する具体的な事例を関係者間において共有すべきである。

## 4. 収益性と成長性を意識した経営

2023年3月、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、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請が行われた。2024年1月より、当該要請に基づき開示を行った企業の一覧が公表されているほか、同年2月、投資者との面談に基づき取りまとめた対応のポイントや事例集が公表された。

### 課題

上記の要請を踏まえ、多くの上場企業において取組みが進められているとの評価があるが、一方で、国内外の投資家等からは、各企業の取組みの更なる進展を期待する声も寄せられている。例えば、要請を踏まえた対応について、緊張感を持って経営の重要課題と位置付ける企業と、形式的な対応に終始する企業に二極化しているとの指摘がある。

### 今後の方向性

上記の指摘も踏まえ、投資家や金融庁・東証等の関係者において、継続して各企業の取組みの状況をフォローアップし、実質的な対応を促すべきである。その際、開示の状況を確認するのみならず、開示の内容と実際の取組みの内容が乖離していないか、取締役会として主体的かつ積極的に対応に取り組んでいるか、投資家との対話において具体的な議論が行われているか、こうした対応

におけるリソースが確保されているか、中長期的な企業価値向上の観点から具体的な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することが重要である。

## 5. 情報開示の充実及びグローバル投資家との対話促進

2023年3月、東証より、プライム市場上場企業に対し、株主との対話の実施状況の開示を促すため、「株主との対話の推進と開示について」が公表された。

また、東証において、プライム市場上場企業における英文開示の義務化に向けた議論が進められ、2024年5月、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た（2025年4月1日施行）。

### 課題

企業の情報開示は充実してきている一方、開示している内容と実際の取組みの内容が乖離しているとの指摘がある。また、情報開示のタイミングに関し、有価証券報告書の株主総会前の開示を含め、投資家が必要とする情報が効果的・効率的に提供される必要があるとの指摘がある。

また、プライム市場上場企業を中心として、更なる企業価値向上に向けては、グローバル投資家とも積極的に対話を行い、タイムリーに英文開示を実施する必要があるとの指摘がある。

### 今後の方向性

企業における実質的な開示の充実に向けては、今一度、情報開示による透明性の向上が、市場からの信頼につながることを意識することが重要である。

情報開示については、タイムリーかつ効果的・効率的に提供されることが必要であり、有価証券報告書の開示が株主総会前のタイミングになるよう、環境整備について検討すべきである。その際、企業の自助努力には限界があることも踏まえ、金融庁が関係者と連携し、実態把握を進めるだけでなく、有価証券報告書と事業報告等の重複開示に関する開示の効率化を含め、抜本的な環境整備に向けた検討を進めるべきである。

グローバル投資家との積極的な対話の促進に向けては、今後、英文開示の義務化を踏まえた状況をフォローアップすることが必要である。さらに、アクション・プログラムにおいて提示された取組みであるグローバル投資家の期待に自律的、積極的に応える企業群の「見える化」のため、一定の要件を満たす企業群について、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や取締役会議長及び指名委員会・報酬委員会委員長の属性、女性役員比率等のコーポレートガバナンスの状況を示す具体的なリストを作成・公表すべきである。

## 6. 市場環境上の課題の解決

2023年12月、東証において、従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスのあり方に関し、「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」及び「支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割」が公表された。

また、政策保有株式への対応については、金融庁において、2023年3月期より、有価証券報告書において、政策保有株式の発行会社との業務提携等の概要の記載を求める開示の充実が図られ、2024年3月に更新された「記述情報の開示の好事例集2023」において関連する開示例が公表された。加えて、2024年3月に公表された「令和5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、課題等が指摘された。また、金融機関に対して、政策保有株式の縮減の進捗や保有意義の検証等について継続的にモニタリングすることとしている。

### 課題

政策保有株式について、各社において縮減に向けた取組みが進められている一方、議決権行使の状況を含む実態を踏まえた開示等の適切な対応がなされていないとの指摘がある。特に保有目的について、純投資目的への変更についてはその理由の開示が求められていないことから、実態が不透明となっているとの指摘がある。その要因として、例えば、社内の関係者間（IR担当や営業担当等）で認識に差があるとの指摘もある。また、他方で形式的に売却することは必ずしも望ましくなく、発行会社の経営の支援等を通じて保有の合理性を説明し得るような場合もあるため、適切に検証を行う必要があるとの指摘がある。

### 今後の方向性

従属上場会社について、少数株主保護に向け、上記の東証の要請も踏まえ、引き続き、各社において開示を含む取組みが進められる必要がある。

政策保有株式について、投資家や金融庁・東証等の関係者において、今一度、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べきである。その際、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た適切な開示が行われることが重要である。このため金融庁においても、実際の開示についてより深度ある検証を実施し、その結果を踏まえ必要に応じて開示の拡充等の必要な措置を講じるべきである。

## 7. サステナビリティを意識した経営

2023年3月期から有価証券報告書においてサステナビリティ情報の「記載欄」が新設されるとともに、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が追加された。2023年12月、金融庁より、「記述情報の開示の好事例集2023」において関連する開示例が公表されたほか、同年10月、東証より、プライム市場上場企業に対する、女性役員比率に係る数値目標の設定等に関する上場規程の改正が行われた。2024年2月には、金融審議会総会において、サステナビリティの開示と保証のあり方に関する検討について諮問が行われ、「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」において、具体的な検討が進められている。

また、国際的には、2023年9月、G20/OECD コーポレートガバナンス原則が改訂され、新たに Sustainability and resilience の章が新設された。

## 課題

サステナビリティを意識した経営を促すためには、「企業価値」の考慮にあたり、社会的価値と経済的価値を分けて考えるべきではなく、非財務情報と財務情報とのつながりを意識する必要があるとの指摘がある。また、サステナビリティを巡る課題への対応について、執行の問題と捉えられており、取締役会による監督の役割に関する認識が不足しているとの指摘もある。

このほか、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であるとの指摘がある。加えて、グローバル人材やジェンダー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が、中長期的な企業価値の向上に資するとの指摘がある。

また、各社固有のコーポレート・カルチャー<sup>2</sup>こそが企業価値を創出・維持する礎となるものであり、経営や対話にあたり常にコーポレート・カルチャーを意識することが中長期的な企業価値をさらに高めていくために重要との指摘がある。

## 今後の方向性

中長期的な企業価値の向上に向けたサステナビリティを巡る課題への対応にあたっては、財務情報と非財務情報とのつながりや企業価値向上というアウトカムを意識すること、取締役会による監督の役割、コーポレート・カルチャーを意識した経営や対話が重要である。

<sup>2</sup> ここで言う「コーポレート・カルチャー」は、表面的な合理性だけでは説明できない思考・行動様式を指し、取締役会が責任を持って醸成・定着させるものであり、いわゆる「企業文化」とは意を異にするものであることに留意が必要との意見があった。

ダイバーシティの確保に向けては、企業の特長や成長段階に応じ、多様性の確保や人材育成方針の策定を含め、人的資本への投資等に配慮することが必要である。

また、企業経営が、パンデミックやサイバーセキュリティリスク、地政学リスクなどの様々なリスクに、サプライチェーン全体を通じてさらされる中、有事における「復元力」の発揮など、「レジリエンス」を意識することが重要である。

以上のような観点を踏まえ、国際的な比較可能性を確保したサステナビリティ情報の開示・保証のあり方を検討するとともに、サステナビリティを意識した経営に関する具体的な事例を関係者間において共有すべきである。

(以上)