

## 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

2023年4月、「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」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掲げたとおり、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るのみではなく、企業と投資家の双方における自律的な意識改革を促進することが重要である。

こうした観点から、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、継続的に今後の方向性を検討する必要がある。

以下は、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、今後の方向性の案を示すものである。

### II. フォローアップと今後の方向性（案）

#### 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（案）

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はないか。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はないか。

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はないか。

## 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。

### 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。

そもそもスチュワードシップ・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、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（案）

エンゲージメントを一層実効的なものとするため、上記の報告書による提言を踏まえ、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チュワードシップ・コードを見直すことが考えられる。併せて、上記課題での指摘について、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、どのような対話をすることが重要かという意識をもつことが重要であり、その点も踏まえてスチュワードシップ・コードを見直すことが考えられる。その際、スチュワードシップ・コードの見直しに際し留意すべき点や、他に見直しが必要と考えられる点は何か。

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と考えられるが、どうか。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が、どう考えるか。（事務局説明資料 24-27 頁参照）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、ステューワードシップ・コードの遵守状況をどのように確認していくべきか。

### 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（案）

取締役会の実効性向上に向けては、今一度、関係者の役割や、取締役会において建設的な議論が行われているかについて確認することが重要であると考えられるが、どうか。具体的に、例えば、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や取締役会事務局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がより一層適切に発揮されるためには、どのような方策が考えられるか。（事務局説明資料 27 頁参照）

### 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（案）

上記の指摘も踏まえ、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ことが必要と考えられるが、その際、特に留意が必要と考えられる点は何か。例えば、開示の状況を確認するのみならず、（以下5.でも指摘するとおり）開示の内容と実際の取組みの内容が乖離していないか、取締役会における議論や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等について着目することなどが考えられるが、このほか考えられる点はあるか。

### 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2月、決算情報及び適時開示情報について優先的に義務化することを含む、上場規程改正に向けた制度要綱が公表された。

#### 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う必要があるとの指摘がある。

#### 今後の方向性（案）

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と考えられるが、企業における実質的な開示の充実に向けて留意すべき点は何か。

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と考えられる。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することが考えられる（事務局説明資料 23 頁参照）。こうした取組みを含め、グローバル投資家との対話の促進に向けてどのような取組みを進めていくべきか。

## 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（案）

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ことが重要と考えられるが、このほか必要と考えられる点は何か。

政策保有株式について、今一度、コーポレートガバナンス・コードに照らした保有目的の適否の検証や開示が重要と考えられるが、そのあり方についてどう考えるか。

## 7. サステナビリティを意識した経営

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（案）

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、上記指摘のとおり、例えば、財務情報と非財務情報とのつながりを意識すること、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も重要であると考えられるが、このほか重要と考えられる点は何か。

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と考えられるが、このほか重要と考えられる点は何か。

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」を意識した経営について、どう考えるか。

(以上)