

令和6年度有価証券報告書レビューの 審査結果および審査結果を踏まえた 留意すべき事項等について

岡村 健史

金融庁企画市場局企業開示課課長補佐

伊藤 典弘

金融庁企画市場局企業開示課専門調査員

南 貴士

金融庁企画市場局企業開示課専門官

目 次

- I はじめに
- II サステナビリティに関する企業の取組の
開示の主な課題および留意事項等
 - 1 サステナビリティ関連のガバナンスに関する記載がないまたは不明瞭である
 - 2 サステナビリティ関連の機会を識別、評価および管理するための過程に関する記載がないまたは不明瞭である
 - 3 識別したサステナビリティ関連のリスクおよび機会に対応する戦略ならびに指標および目標に関する記載がないまたは不明瞭である、あるいは、サステナビリティ関連のリスクおよび機会の記載がないまたは不明瞭なため、サステナビリティに関する戦略ならびに指標および目標に関する記載が不明瞭である
 - 4 戦略ならびに指標および目標のうち重要なものについて記載がない
 - 5 人的資本（人材の多様性を含む）に関する方針、指標、目標および実績のいずれかの記載がないまたは不明瞭である
 - 6 人的資本（人材の多様性を含む）に関する指標、目標および実績が連結会社ベースの記載になっていない
 - 7 開示の充実に向けて参考になると考えられる全般的事項（投資家・アナリスト・有識者の期待等）
- III コーポレート・ガバナンスの状況等の開示の主な課題および留意事項等
 - 1 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、あるいは、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
 - 2 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
 - 3 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
 - 4 「売らせない圧力」
- IV 終わりに

I はじめに

企業情報の開示は、投資者の投資判断に必要な情報を提供することを通じて、資本市場における効率的な資源配分を実現するための基本的なインフラであり、投資判断に必要とされる情報を十分かつ正確に、また適時にわかりやすく提供することが求められる。また、企業情報の開示は、投資者と企業との建設的な対話を促進し、企業の経営の質を高める観点や企業が持続的に企業価値を向上させる観点からも重要であり、充実した開示が行われることが期待される。

金融庁では、令和6年度の有価証券報告書レビューとして、有価証券報告書の記載内容の適正性の確保および充実化の促進の観点から、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、サステナビリティに関する企業の取組およびコーポレート・ガバナンスの状況等の開示等を対象に審査を実施し、審査の過程で識別された主な課題に関し、今後の有価証券報告書の作成に当たっての留意事項等を取りまとめ、令和7年4月1日に金融庁ウェブサイトにて公表した。なお、令和6年度の有価証券報告書レビューにおいて識別された主な課題および留意事項等については、投資家・アナリスト・有識者および企業の方々による勉強会を開催し、そこで議論いただいた内容を反映している。なお、本稿の文中の意見にわたる部分については、筆者らの個人的見解であ

ることをあらかじめ申し添える。

Ⅱ サステナビリティに関する企業の取組の開示の主な課題および留意事項等

以下、サステナビリティに関する企業の取組の開示における主な課題について、課題となる事項および留意事項等について説明する。

1 サステナビリティ関連のガバナンスに関する記載がないまたは不明瞭である

(1) 課題となる事項

企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）aでは、ガバナンスに関して、サステナビリティ関連のリスクおよび機会を監視・管理するためのガバナンスの過程、統制および手続について記載が求められている。有価証券報告書レビューでは、ガバナンスに関する基本的な考え方やサステナビリティ関連の執行体制が記載されるだけに留まっており、サステナビリティ関連のリスクおよび機会を監視・管理するためのガバナンスの過程、統制および手続については記載されていないような事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

ガバナンスについては、サステナビリティ関連のリスクおよび機会を監視・管理するためのガバナンスの過程、統制および手続の内容について記載することに留意する。また、ガバナンスを記載する際には、サステナビリティ関連の推進部の役割などの執行体制に関する記載だけでなく、取締役会等による監督を含めたガバナンスの過程、統制および手続について記載が求められていることに留意する。

2 サステナビリティ関連の機会を識別、評価および管理するための過程に関する記載がないまたは不明瞭である

(1) 課題となる事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）aで

は、リスク管理に関して、サステナビリティ関連のリスクおよび機会を識別、評価および管理するための過程について記載が求められている。有価証券報告書レビューでは、リスク管理においてサステナビリティ関連の機会を識別、評価および管理するための過程について記載されていない事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

サステナビリティに関する企業の取組の開示では、全般的に、サステナビリティ関連のリスクに関する企業の取組だけではなく、機会に関する企業の取組の開示も求められており、リスク管理では、サステナビリティ関連のリスクを識別、評価および管理するための過程だけではなく、サステナビリティ関連の機会についても、このような過程を記載することにも留意する。

3 識別したサステナビリティ関連のリスクおよび機会に対応する戦略ならびに指標および目標に関する記載がないまたは不明瞭である、あるいは、サステナビリティ関連のリスクおよび機会の記載がないまたは不明瞭なため、サステナビリティに関する戦略ならびに指標および目標に関する記載が不明瞭である

(1) 課題となる事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）bでは、戦略ならびに指標および目標のうち、重要なものについて記載が求められている。有価証券報告書レビューでは、会社が識別したリスクおよび機会のそれぞれについて、対応する戦略や指標および目標のうち重要なものが存在するにもかかわらず、これらを適切に記載していないような事例や、戦略ならびに指標および目標について、対応するサステナビリティ関連のリスクおよび機会の内容について記載していないため、戦略ならびに指標および目標の内容が不明瞭なものとなっているような事例が識別されている。

(2) 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）¹⁾ 識別したサステナビリティ関連のリスクや機

会とそれぞれに対応する戦略や指標および目標のうち重要なものについては、対応関係やつながりを理解できるように記載することが望ましいと考えられる。

また、投資者が戦略や指標および目標の内容を適切に理解できるように、それらを開示する際には、対応するサステナビリティ関連のリスクおよび機会についても併せて記載することが考えられる。

4 戦略ならびに指標および目標のうち重要なものについて記載がない

(1) 課題となる事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）bでは、戦略ならびに指標および目標のうち、重要なものについて記載が求められているが、有価証券報告書レビューでは、統合報告書やウェブサイト等では特定のサステナビリティ関連のリスクや機会に関連する戦略や指標および目標について詳細に開示されている一方、同年度の有価証券報告書においては何も開示されていない事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

戦略ならびに指標および目標は、重要なものについて記載が求められているが、重要性の判断に当たっては、「記述情報の開示に関する原則」2-2において「記述情報の開示の重要性は、投資家の投資判断にとって重要か否かにより判断すべきと考えられる」としていること等を参考にすることが考えられる。たとえば、有価証券報告書において気候変動関連の戦略ならびに指標および目標について重要性がないという理由で記載を省略しているにもかかわらず、他の公表資料（統合報告書やウェブサイト等）では、気候変動を重要な課題として識別した上で関連する戦略ならびに指標および目標について開示しているような場合には、媒体ごとに目的や想定利用者が異なるため、重要性の判断にも

相違が生じ得るということ等が考えられるものの、本来であれば有価証券報告書に記載すべきと考えられる重要な戦略ならびに指標および目標が記載されていない可能性があるので、留意する。

5 人的資本（人材の多様性を含む）に関する方針、指標、目標および実績のいずれかの記載がないまたは不明瞭である

(1) 課題となる事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）cでは、人材の多様性の確保を含む人材の育成および社内環境整備に関する方針を記載することならびに記載した方針に関する指標、目標および実績を記載することが求められている。有価証券報告書レビューでは、人的資本（人材の多様性を含む）に関する方針、指標、目標および実績のいずれかの記載がないまたは不明瞭な事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

同記載上の注意（30-2）cでは、人的資本（人材の多様性を含む）に関する戦略ならびに指標および目標については、人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針および社内環境整備に関する方針を戦略の項目において記載すること、戦略の項目において記載した方針に関する指標の内容ならびに当該指標を用いた目標および実績を指標および目標の項目において記載することとされていることに留意する。他方で、当該方針や当該方針に関する指標、目標または実績を具体的に設定・把握していない等の理由により、これらの項目を記載することが困難な場合には、その旨および記載することが困難な理由を記載することが考えられる。

(3) 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）

記載した方針と当該方針に関連する指標、目標および実績については、それぞれの対応関係

1) 「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）」とは、法令等に準拠した上で、さらに投資者の投資判断や投資者との対話に有用な情報を提供する観点から、開示の充実を検討する際に参考になると考えられる事項である（以下同じ）。

やつながりを理解できるように開示することが望ましいと考えられる。

6 人的資本（人材の多様性を含む）に関する指標、目標および実績が連結会社ベースの記載になっていない

(1) 課題となる事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）では、人的資本（人材の多様性を含む）に関する「指標及び目標」については、基本的に、提出会社およびその連結子会社から成る連結会社を対象に記載することが求められている。有価証券報告書レビューでは、人的資本に関する指標、目標および実績が、理由等の記載もなく、連結会社ベースの記載になっていない事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

開示府令第三号様式記載上の注意（10-2）で準用する第二号様式記載上の注意（30-2）では、「サステナビリティに関する考え方及び取組」において、連結会社のサステナビリティに関する考え方および企業の取組についての開示が求められており、人的資本（人材の多様性を含む）に関する戦略ならびに指標および目標については、基本的に、提出会社およびその連結子会社から成る連結会社ベースの戦略ならびに指標および目標を開示することが求められていることに留意する。人的資本に関する戦略ならびに指標および目標について連結会社ベースの開示を行うことが困難な場合には、その旨、連結会社ベースの開示を行うことが困難な理由、開示の対象とした範囲および当該範囲とした理由を記載することが考えられる。

7 開示の充実に向けて参考になると考えられる全般的事項（投資家・アナリスト・有識者の期待等）

これまでに記載した個別の留意事項等に加えて、開示の充実に向けて参考になると考えられる全般的事項として以下のような事項があるので、参考にされたい。

(1) 開示の重要性

サステナビリティに関する企業の取組の開示に当たっては、投資者の投資判断にとって重要な情報が開示されることが求められているが、重要性の判断に当たっては、「記述情報の開示に関する原則」2-2において、「記述情報の重要性については、その事柄が企業価値や業績等に与える影響度を考慮して判断することが望ましい」としていること等を参考にすることが考えられる。

(2) 企業価値向上に向けたストーリー（文脈）を意識した開示

サステナビリティに関する企業の取組の開示に当たっては、いわゆる「開示のための開示」に陥らず、投資者が、気候変動、人的資本、知的財産等の個々のサステナビリティに関する事項について、企業価値向上に向けたストーリー（文脈）を理解できるように開示することが期待される。たとえば、以下のような事項が参考になると考えられる。

- ・ 「記述情報の開示に関する原則（別添）」では、「サステナビリティに関する考え方及び取組は、企業の中長期的な持続可能性に関する事項について、経営方針・経営戦略等との整合性を意識して説明するものである」としている。
- ・ 特定のサステナビリティ関連のリスクまたは機会と、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標および目標の4つの構成要素のつながりについてわかりやすく開示することが望ましいと考えられる。
- ・ 中長期的な企業価値や株価を評価しようとする投資者にとっては、サステナビリティに関する開示の中で最も重要なのはサステナビリティ関連のリスクおよび機会に関する将来の財務的影響の開示であると考えられる。サステナビリティ関連のリスクおよび機会に関連した企業の取組が企業価値等に対してどのような財務的影響を与えるのかについて、投資者の投資判断にとって有用な情報を開示することが期待される。

Ⅲ コーポレート・ガバナンスの状況等の開示の主な課題および留意事項等

以下、コーポレート・ガバナンスの状況等の開示における主な課題について、課題となる事項および留意事項等について説明する。

1 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、あるいは、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

(1) 課題となる事項

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)では、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）の銘柄ごとの開示においては、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）等を具体的に記載することが求められている。有価証券報告書レビューでは、保有目的が営業上の取引関係の維持・強化にあるにもかかわらず、営業上の取引の概要を具体的に記載していないような事例や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にもかかわらず、安定株主の確保の目的について記載していないような事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

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)では、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。さらに、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。

(3) 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）

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な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。

また、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上で、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。

2 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

(1) 課題となる事項

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)では、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、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。有価証券報告書レビューでは、有価証券報告書において取締役会等で政策保有株式の保有の適否に関する検証を行っているとは記載しているものの、実際には取締役会において検証しておらず、開示と実態に乖離がある事例が識別されている。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たって留意すべき事項

政策保有株式の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。

3 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

(1) 課題となる事項

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)では、当事業年度中に投資株式の保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがあつた場合には、それぞれ区分して、銘柄ごとに、銘柄、株式数および貸借対照表計上額を記載することが求められている。有価証券報告書レビューでは、政策保有株式縮減の方針を示しつつ、一部の政策保有株式に関して、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ような事例が識別された。

(2) 法令等に準拠した開示を行うに当たつて留意すべき事項

令和7年1月に開示府令および企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)(以下「開示ガイドライン」という)が改正されており、これらの改正は同年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、ならびに保有目的の変更の理由および変更後の保有また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

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。

また、純投資目的とは、もつぱら株式の価値の変動また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(開示ガイドライン5-19-3-2)。このため、投資株式の保有目的に、たとえば、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)として区分した上で、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。

4 「売らせない圧力」²⁾

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。

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、プライム市場およ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ている。

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

2) 「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」のコラムにおける記載内容である。

ベルで圧力をかけていたり、経営層の指示の下、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当たっては、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。

Ⅳ 終わりに

投資家と企業との建設的な対話を通じた経営の質および企業価値の持続的な向上やわが国の資本市場の更なる発展のためには、企業情報の開示の適正性や充実は不可欠と考えられる。そのため、企業の皆様には、法令等に準拠して適正な開示を行っていただくことと、より一層の充実した開示に努めて頂くことが大いに期待される。

金融庁は、近年の内閣府令等の改正や実務動向ならびに令和6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7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のレビューとして、有価証券報告書における重要な契約および政策保有株式に関連した開示ならびに内部統制報告書の記載項目を対象に法令等改正関係審査を実施するとともに、サステナビリティに関する企業の取組およびコーポレート・ガバナンスに関する開示（政策保有株式関連の開示を含む）を対象に重点テーマ審査を実施する。さらに、令和7年3月に金融担当大臣より発出された「株主総会前の適切な情報提供について（要請）」³⁾に関する調査を併せて実施する。令和7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の作成・提出に際しては、本稿で説明した令和6年度の審査において識別された課題や留意すべき事項等に留意いただきたい。

また、今後の提出会社による自主的な改善に資するよう、令和6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への対応に当たって参考となる開示例集も取りまとめ、令和7年4月1日に金融庁ウェブサイトにて公表したので、こちらも今後の開示の充実に向けてぜひ活用いただきたい。

（おかむら・けんじ
みなみ・たかし
いとう・のりひろ）

3) 令和7年3月28日に金融担当大臣より、株主総会前の有価証券報告書の提出を検討することに関する「株主総会前の適切な情報提供について（要請）」を発出している。