

コーポレートガバナンス改革に関する 金融庁の近時の取組み〔1〕

——アクション・プログラム2025の策定

新谷亜紀子 金融庁企画市場局企業開示課課長補佐
廣島 直樹 金融庁企画市場局企業開示課課長補佐

目 次

- I はじめに
- II アクション・プログラム2025の策定に至る経緯
- III アクション・プログラム2025の内容
 - 1 稼ぐ力の向上
 - 2 情報開示の充実・投資家との対話促進
 - 3 取締役会等の機能強化
 - 4 市場環境上の課題の解決
- IV おわりに

もに（本号）、フォローアップ会議第30回で取り上げた「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集」や「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」¹⁾について、今後掲載予定の第2回・第3回で紹介することとしたい。

以下では、スチュワードシップ・コードを「SSコード」、コーポレートガバナンス・コードを「CGコード」という。

なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解である。

I はじめに

金融庁は、2025年6月30日、「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2025」（以下「アクション・プログラム2025」という）を公表した。これは、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」（以下「アクション・プログラム2024」という）の取組みをフォローアップし、「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」（座長・神田秀樹 東京大学名誉教授。以下「フォローアップ会議」という）における議論を踏まえ、今後の方向性を示したものである。

本稿においては、アクション・プログラム2025策定に至る経緯や主な内容を紹介すると

II アクション・プログラム2025の策定 に至る経緯

コーポレートガバナンス改革は、「稼ぐ力」を向上させるための成長戦略の一環であり、上場企業に対しては、幅広いステークホルダー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とともに、機関投資家に対しては、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ことにより、中長期的な企業価値と最終受益者のリターンを向上させ、日本経済全体の好循環を実現することを目的とした取組みである。コーポレートガバナンス改革を、企業と投資家の自律的な意識改革をもって促進するための原則として、2014年にSSコード、2015年にCGコードが導入された²⁾。

1) フォローアップ会議第30回における資料4および5 〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20250602/04.pdf>〉、〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20250602/05.pdf>〉。

2) フォローアップ会議第30回における資料3の2頁参照 〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20250602/03.pdf>〉。

2015年8月、両コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業のコーポレートガバナンスのさらなる充実に向けた必要な施策を議論することを目的として、フォローアップ会議が立ち上げられた。同会議では、CGコードの改訂や改革の中長期的な課題およびそれを踏まえた足元の対応の方向性、アクション・プログラムの策定に関する議論が行われてきた。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みられるが、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み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、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」（以下、「アクション・プログラム2023」という）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と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は、「従前の見直しサイクルにとらわれないこと」が示された。

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みを中心とし、スチュワードシップ活動の実質化を含む具体的な取組みの検証や共有を通じて、……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³⁾。

Ⅲ アクション・プログラム2025の内容

こうした経緯を踏まえて公表されたアクション・プログラム2025の主眼は、これまでのアク

ション・プログラムの方向性を維持し、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、CG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である。その概要は図表のとおりである。以降では、主な課題項目別のフォローアップと今後の方向性を解説する。

1 稼ぐ力の向上

CG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。前述したコーポレートガバナンス改革の目的を見失わず、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。

「稼ぐ力」の向上に関して、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要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」に対しては、2025年6月末時点でプライム市場上場企業の91%、スタンダード市場上場企業の49%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⁴⁾。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

3) これまでのコーポレートガバナンス改革に向けた取組みについては、金融庁 Web サイト「コーポレートガバナンス改革に向けた取組みについて」も併せて参照されたい（<https://www.fsa.go.jp/policy/corporategovernancereform/20240115.html>）。

4) 東京証券取引所上場部「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示状況」（2025年8月15日）（<https://www.jpex.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/mklp770000006z6h.pdf>）。

〔図表〕 アクション・プログラム2025の概要

・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引き続き促しつつ、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、CGコード見直し（第三次改訂）を行う他、必要な環境整備を推進する。

課題	これまでの取組み	今後の主な方向性
1. 稼ぐ力の向上	・東証の要請を踏まえ、多くの企業が企業価値向上に取組み	・経営資源の適切な配分を通じた投資の促進（現預金を含め、現状の資源配分が適切かの検証等） ・有価証券報告書において、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事項を拡充
2. 情報開示の充実・投資家との対話促進	・協働エンゲージメントの促進、実質株主の透明性向上、コードのスリム化／プリンシプル化に向けSSコードを改訂 ・有価証券報告書の株主総会前の開示に向けた環境整備の検討・実務上の課題の洗い出し	・有価証券報告書の株主総会前の開示に関し、対応状況をフォローアップするとともに、更なる環境整備等を検討 ・株主総会資料の書面交付の不要化・電子化を含めた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）と連携 ・有価証券報告書の記載事項を整理（スリム化含む）
3. 取締役会等の機能強化	・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	・社外取締役や取締役会事務局（コーポレートセクレタリー）の機能強化について、共有する好事例を更に充実させるべく、企業の実務担当者や様々な関係者の議論の場としてコンソーシアムを立上げ
4. 市場環境上の課題の解決	・政策保有株式について、有価証券報告書における保有目的変更に係る開示規制を強化 ・「共同保有者」の定義を明確化（協働エンゲージメントの促進、複数の投資家による潜脱的な行為への対応）	・政策保有株式の開示に関する課題や開示例等を公表 ・大量保有報告制度違反の課徴金引上げを検討 ・東証において、親子上場、グループ経営等に関する検討・開示を推進し、少数株主保護の観点から必要な上場制度整備を検討
5. サステナビリティを意識した経営	・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 ・取締役会・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等、具体的な好事例を共有	・サステナビリティ開示・保証制度について更に議論を深め、特に有価証券報告書における非財務情報の虚偽記載等の責任のあり方を検討（セーフハーバー・ルールの整備） ・人的資本に関する国際的な基準開発への意見発信

※ 2025年6月30日金融庁公表「アクション・プログラム2025概要」を基に筆者作成。

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⁵⁾。

他方で、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みが必ずしも十分でないとの指摘がある。たとえば、日本企業と欧米企業の現預金比率（総資産に占める現金および現金同等物の割合）

を比較した場合、日本の当該比率は相対的に高く、かつ、継続的な増加傾向にある⁶⁾。また、手元資金の水準については、企業自身は適正と考えている一方で、投資家側は余裕があると考えており、認識のずれがあるとの指摘もある⁷⁾。

このような議論や指摘等を踏まえ、アクション・プログラム2025では、以下の方向性が示さ

5) 東京証券取引所が2023年3月31日に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」。

6) 資料3・前掲注2）16頁参照。

れている。

- ・引き続き、東証において、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みや、企業と投資家の対話促進を後押しする。
- ・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さらなる開示が促進されるよう、以下の点にも留意しつつ、CGコードの見直し等を検討する。

- 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、さまざまな投資先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、CGコードと整合的な取組みの促進に向け、引き続き関係機関との連携や事例の共有を進める。

- ② 投資等のための経営資源の配分（上記①）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、たとえば現預金を投資等に有効活用できているかの検証・説明責任の明確化を検討する（cash hoarding問題）。
- ・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。

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、SS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⁸⁾。

今後は、改訂コードが企業価値の向上や持続的成長に向けた企業と投資家の建設的な「目的を持った対話」につながるような形で適用されるよう、特にコード本来の趣旨とは異なる形で運用され対話が阻害されることとならないよう留意しつつ、フォローアップしていくことが重要である。

(2) スチュワードシップ活動の実態に関する調査

金融庁は、2025年6月、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。同文書の詳細は、本稿第3回を参照されたい。

今後、建設的な対話のさら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、改訂SSコードに基づく対話の実施状況を確認し、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」で共有する事例をさらに充実させる等、取組事例の収集・共有を継続することとしている。

(3) 有価証券報告書の総会前開示

わが国における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」という）の実施について、法的な制約は無いものの、2024年3月期における総会前開示の実施率は僅か（2%未満）であり、また、有価証券報告書の提出時期は株主総会当日または数日以内が9割を占めていた⁹⁾。

他方、米英欧といった諸外国では、年次報告

2 情報開示の充実・投資家との対話促進

(1) SSコードの改訂

金融庁は、2025年6月、エンゲージメントを

7) 資料3・前掲注2) 15頁参照。

8) 「スチュワードシップ・コード(第三次改訂版)の確定について」〈<https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250626.html>〉。

書が株主総会の1月以上前に開示されることが一般的であり、株主総会の開催時期も事業年度経過後4～6月であることが多い。

近時、記載事項の拡充により、投資家の意思決定のための有価証券報告書の重要性は増しているところ、これらの状況を踏まえ、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」¹⁰⁾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。

取組みを推進するため、2025年3月、金融担当大臣より全上場企業に対する要請文を发出し、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。

このような経緯等を踏まえ、アクション・プログラム2025では、以下の方向性が示されている。

- ・上場企業の総会前開示の取組みをさらに促すべく、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しつつ、CGコードの見直し等を検討するとともに、環境整備に向け制度横断的な検討を進める。
- ・企業による株主総会前の適切な情報提供の取組みが容易となるよう、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。
- ・投資判断への有用性と企業負担の balan

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。

要請を踏まえた2025年3月期決算企業における総会前開示の実施率(実績値)は全体の57.7%となり、前年同期(1.8%)に比して著しい増加となった¹¹⁾。

総会前開示を実現する方法については、現行法上で複数あるものの、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れる。いずれの方法によって実現するかは任意であるものの、金融庁としては、各社が株主総会開催日の後ろ倒しも選択し得る環境整備を推進することとしている。

3 取締役会等の機能強化

(1) 取締役会の機能強化の取組みに関する事例集

取締役会の実効性向上に向けた取組みを促進するため、金融庁は、2025年6月、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。詳細は、本稿第2回を参照されたい。

(2) 取締役会のあり方

上場企業においては、自社を取り巻くさまざまな環境を考慮し、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さらに後押しする観点からは、取締役会のあるべき姿についての本質的な議論を行うことが重要である。特に、グローバルに活躍する上場企業については、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。

9) 資料3・前掲注2) 19頁参照。

10) 金融庁 Web サイト「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」〈<https://www.fsa.go.jp/singi/sokaimaekaiji/index.html>〉。

11) 「総会前開示の状況(令和7年3月期)」〈https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sokaimaekaiji_202503.pdf〉(金融庁 Web サイト「有価証券報告書の定時株主総会前の開示について」〈<https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sokaimaekaiji.html>〉に掲載)。

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さらに増すとの指摘がある。

(3) 独立社外取締役

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みられ、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いて、検討を進めるべきとの指摘がある。

取締役会等の機能強化に関する以上のような指摘を踏まえ、アクション・プログラムにおいて、主として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、企業の担当者やさまざま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）」を立ち上げることが示されている。

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が識別された。これを踏まえ、金融庁は、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（企業内容等開示ガイドライン）」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¹²⁾。

- ・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、CG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

このような指摘を踏まえ、アクション・プログラムにおいては、引き続き、株式の保有目的の変更を含む政策保有株式の開示に関する課題や開示例等を分析・公表していく方向性が示されている。また、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み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、CGコードの趣旨に照らした実務となるよう、実効性確保のあり方を含め、対応を検討することとされている。

(2) 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

12) 「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」50頁参照（<https://www.fsa.go.jp/news/r6/sonota/20250401-3/01.pdf>）。

上に向けた経営資源の適切な配分の観点からも、親子上場のあ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、グループまた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あり方に関する検討・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、特別委員会のさら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、2025年7月、企業行動規範の見直しを実施した。

なお、近年、上場子会社の数・割合は近年緩やかに低下している一方で、20%以上50%未満を保有する大株主（親会社・個人株主を除く）がいる上場企業の数や割合は緩やかな増加傾向にある¹³⁾。

このような状況を踏まえた今後の方向性として、アクション・プログラムにおいては、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・開示を推進する旨が示されている。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、検討を行うこととされている。

Ⅳ おわりに

アクション・プログラム2025は、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た施策の1つとして、CGコードの見直しを挙げている。

CGコードの見直しについては、Ⅲで言及した見直し事項に加えて、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」も同時に検討することとしている。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プローチを採っている趣旨の再周知に努めることとしている。

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は、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。特に、スチュワードシップ活動の実質化や、取締役会の実効性向上に向けた取組みについては、具体的な事例の共有を図っていくことが重要であり、金融庁としては、今後も機関投資家や企業における優れた取組みを収集し周知する活動を、事例集の更新やコンソーシアムでの取組みを通じて継続することとしている。

（しんたに・あきこ）
（ひろしま・なおき）

13) フォローアップ会議第30回における資料7の19頁参照（<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20250602/07.pdf>）。