

## 事務局説明資料

2025年10月21日



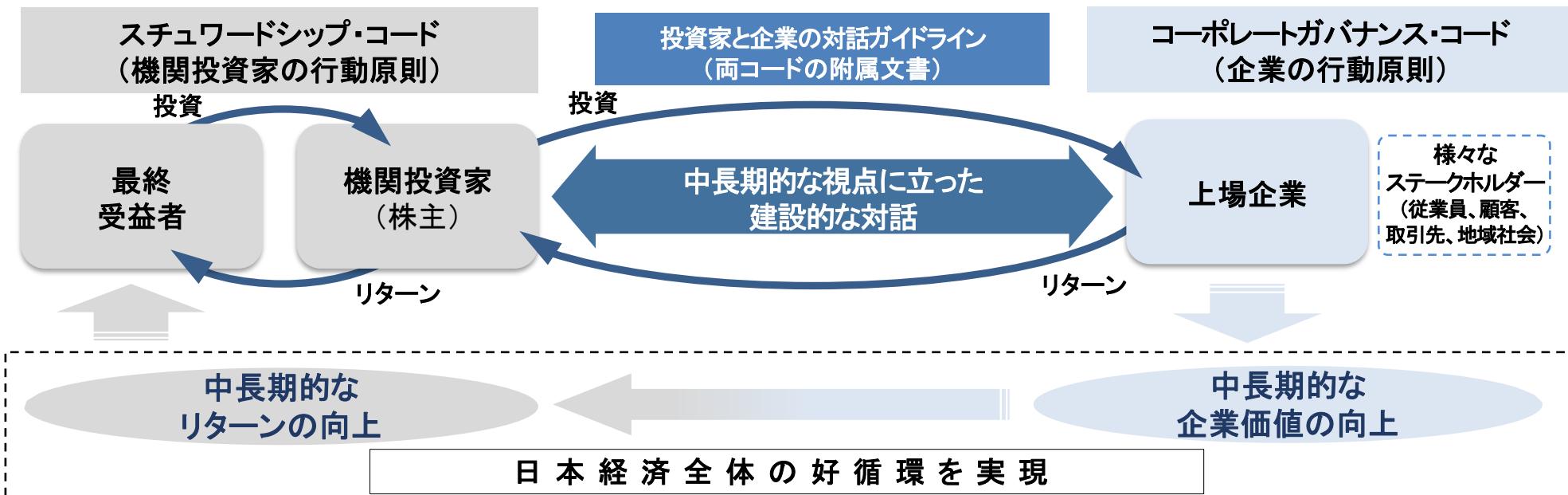
金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 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・2025年6月第三次改訂)  
⇒ 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・2025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・プリンシブル」(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。



上場企業が、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ための行動原則

## 枠組み

- 東京証券取引所が定める有価証券上場規程の一部であり、コードの規定にコンプライするか、しない場合のエクスプレインを上場会社に義務付けている。
- プリンシップルベース・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。

## 概要

- 上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。
  - 政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と政策保有に関する方針の明確化 等
- 上場会社は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき。
- 上場会社は、利用者にとって有用性の高い情報の提供に取り組むべき。
- 取締役会は、会社の持続的成長を促すため、企業戦略等の大きな方向性を示すことや、実効性の高い監督を行うことなどの役割・責務を果たすべき。
  - 持続的成長に資するような独立社外取締役の活用 等  
(建設的な議論に貢献できる人物をプライム市場上場会社は3分の1以上(必要に応じて過半数)の独立社外取締役を設置すべき(その他の市場の上場会社は2名)
- 上場会社は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するよう、株主と建設的な対話をを行うべき。

# 各国のコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂の状況

1998

2008

2018

2025

欧洲

英国・策定  
(1998年)

※ 概ね2、3年ごとに改訂  
2010年  
名称変更

英国・改訂  
(2018年)

英国・改訂  
(2024年)

フランス・策定  
(2003年)

※ 概ね2、3年ごとに改訂

フランス・改  
訂(2020年) →  
フランス・改  
訂(2022年)

ドイツ・策定  
(2002年)

※ 概ね1、2年ごとに改訂

ドイツ・改  
訂(2019年)

ドイツ・改  
訂(2022年)

日本・策定  
(2015年)

日本・改訂  
(2018年)

日本・改訂  
(2021年6月)

韓国・策定  
(1999年)

2003年  
改訂

韓国・改  
訂(2016年)

韓国・改  
訂(2022年)

シンガポール・  
策定(2001年)

2005年  
改訂

2012年  
改訂

2018年  
改訂

シンガポール・  
改訂(2023年)

マレーシア・  
策定(2000年)

2007年  
改訂

2012年  
改訂

マレーシア・  
改訂(2017年)

マレーシア・  
改訂(2021年)

オーストラリア・  
策定(2003年)

2007年  
改訂

2014年  
改訂

オーストラリア・  
改訂(2019年)

その他

# 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)。
- 市中協議では幅広い事項(18項目)に亘る改訂案が示されたが、その後、英国政府の方針・利害関係者からの意見を踏まえ、企業の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を意図して、的を絞ったアプローチを採用。
- 上記も踏まえた検討の結果、内部統制に関する改訂が優先され、他の項目(ESGに関する監査委員会の役割強化・ダイバーシティ推進・取締役の兼任制限等)の改訂は見送られた。

## 主要な改訂項目

### 1. 内部統制に関する改訂(Provision 29)

- 取締役会は、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について、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る(年次報告書に一定の事項を記載)。

### 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)が規定されたが、多様性の例示として挙げられていた、性別(gender)、社会的・民族的背景(social and ethnic backgrounds)が削除された。

### 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)

- 役員報酬について、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(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(年次報告書に一定の事項を記載)。

### 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。

### ✓ 機関投資家のスチュワードシップ活動

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。

# 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 概要

- 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向け、2023年4月、2024年6月に策定した「アクション・プログラム」を踏まえて実質化・実践に向けた取組みを実施。
- 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、**コーポレートガバナンス・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
稼ぐ力の向上	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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)</li></ul>
情報開示の充実・投資家との対話促進	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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／プリンシップ化に向け<u>スチュワードシップ・コードを改訂</u></li><li>✓ <u>有価証券報告書の株主総会前の開示</u>に向けた環境整備の検討・実務上の課題の洗い出し</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 有価証券報告書の株主総会前の開示に關し、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</li><li>✓ 総会資料の書面交付の不要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</li><li>✓ 有価証券報告書の記載事項を整理(スリム化含む)</li></ul>
取締役会等の機能強化	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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<u>コンソーシアムを立上げ</u></li></ul>
市場環境上の課題の解決	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 政策保有株式について、有価証券報告書における<u>保有目的変更に係る開示規制を強化</u></li><li>✓ 「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)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 政策保有株式の開示に関する課題や開示例等を公表</li><li>✓ 大量保有報告制度違反の課徴金引上げを検討</li><li>✓ 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、<u>少数株主保護の観点から必要な上場制度整備</u>を検討</li></ul>
サステナビリティを意識した経営	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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</li><li>✓ 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</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 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)</li><li>✓ 人的資本に関する国際的な基準開発への意見発信</li></ul>

# 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

## コーポレートガバナンス・コード改訂関連の記載(抜粋)(1/2)

### I. はじめに

引き続き、以下を踏まえ、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、**コーポレートガバナンス・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。

なお、コード見直しの際には、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／プリンシップ化も同時に検討する。あわせて、コードがプリンシップ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探っている趣旨の再周知に努める。

### II. フォローアップと今後の方向性

#### 1. 稼ぐ力の向上

##### 〔今後の方向性〕

● 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更なる開示が促進されるよう、以下の点にも留意しつつ、**コーポレートガバナンス・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、**様々な投資先が考えられ、これらの多様な投資機会があることを認識することが重要である。**  
(略)
- 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斷に検証しているか、例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)。**

## II. フォローアップと今後の方向性

### 2. 情報開示の充実・投資家との対話促進

#### 〔今後の方向性〕

- 上場企業の総会前開示の取組を更に促すべく、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、コーポレートガバナンス・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。

### 3. 取締役会等の機能強化

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なとの指摘や、有事においては事務局機能の重要性が更に増すとの指摘がある。

## アクション・プログラム2025が示唆する検討の方向性

---

### 【全体】

- コードのスリム化／プリンシブル化

### 【個別】

- 多様な投資機会があることを認識することの重要性、現状の資源配分が適切かを不斷に検証しているか、例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
- 有価証券報告書の定時株主総会前の開示
- 取締役会事務局の機能強化

## 現状の課題に関する指摘

- 形式的なコンプライにとどまっている場合もあり、各主体の間で取組みの質に大きな差がある。
- プリンシピ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探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。
- 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。

## 企業・投資家の声

- ✓ 企業からは、他の開示書類との重複もあり開示負担が大きいとの声。
- ✓ 投資家からは、企業の対応が実質化され、必要な情報が適切に開示されることが重要であるとの声。

## 諸外国の状況

- ✓ 諸外国では、**コンプライ・オア・エクスプレインの対象とせずに、企業に対するアドバイスや各原則への対応方法の具体例等を示している例**(英、独等)があり、これにより、企業の開示負担を軽減しつつ、コードへの対応の実質化が図られている。
- ✓ 英国のコーポレートガバナンス・コード改訂(2024年)においても、**企業の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**を意図して、的を絞ったアプローチを採用。

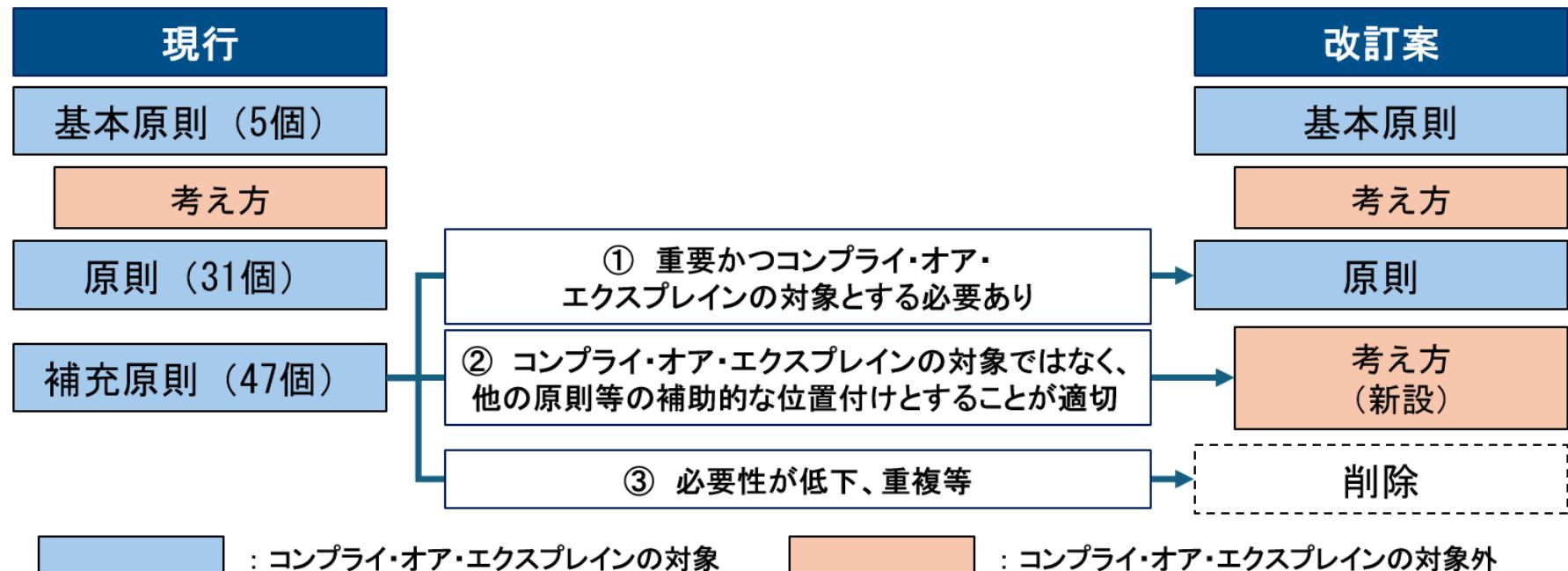
## コーポレートガバナンス・コードのスリム化／プリンシップ化(2/2)

- 以上を踏まえ、プリンシップベースを超えて具体的な規定ぶりとなっている項目も多い補充原則を中心に、以下のとおり再整理を行うことが考えられる。

### 再整理の方向性(案)

- ① 現行実務等に照らし、引き続き、重要性が認められ、かつ、コンプライ・オア・エクスプレインの規律に付する必要性が認められる補充原則は原則に格上げする
- ② 現行実務等に照らし、コンプライ・オア・エクスプレインの規律の対象とするよりも、他の原則等の補助的な位置づけとしつつ、より実質的な対応を促進することが適切と考えられる箇所については、原則の「考え方」を新設した上で記載する
- ③ その他、実務への浸透が進む等によりコードに記載する必要性が低下した箇所、コード策定以降にルール化され重複が生じている箇所等は削除する

(補充原則の再整理のイメージ)



# (参考)「コーポレートガバナンス・コード原案」序文(1/2)

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 2015年3月5日

## 本コード(原案)の目的

(前略)

7. 会社は、株主から経営を付託された者としての責任(受託者責任)をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード(原案)は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果斷な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コード(原案)では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面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、会社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。

本コード(原案)には、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない。むしろ、仮に、会社においてガバナンスに関する機能が十分に働かないような状況が生じれば、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。こうした状況の発生こそが会社としての果斷な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コード(原案)では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めるこことにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている。

8. 本コード(原案)は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。本コード(原案)は、会社が、各原則の趣旨・精神を踏まえ、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応することを求めるものであるが、このような会社の取組みは、スチュワードシップ・コードに基づくこうした株主(機関投資家)と会社との間の建設的な「目的を持った対話」によって、更なる充実を図ることが可能である。その意味において、本コード(原案)とスチュワードシップ・コードとは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待される。

## (参考)「コーポレートガバナンス・コード原案」序文(2/2)

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 2015年3月5日

### 「プリンシップルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コード(原案)において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の態様は、例えば、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得る。  
本コード(原案)に定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。
10. こうした点に鑑み、本コード(原案)は、会社が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」(細則主義)ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる「プリンシップルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している。  

「プリンシップルベース・アプローチ」は、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものであるが、その意義は、一見、抽象的大枠のみな原則(プリンシップル)について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。このため、本コード(原案)で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード(原案)の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。

株主等のステークホルダーが、会社との間で対話を行うに当たっても、この「プリンシップルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。
11. また、本コード(原案)は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「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)の手法を採用している。すなわち、本コード(原案)の各原則(基本原則・原則・補充原則)の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。

(後略)

# ご議論いただきたい事項

---

## 【総論】

- (1) 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上というコーポレートガバナンス改革の趣旨に照らして、コーポレートガバナンス・コードが果たしている役割と、コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた今後の課題をどう考えるか。そうした課題を踏まえ、アクション・プログラム2025で示唆された検討の方向性(スライド9)について、どう考えるか。
- (2) コーポレートガバナンス・コードの中で、形式的な遵守にとどまっていることにより、ガバナンス改革の実質化の妨げとなっている原則はあるか。

## 【コーポレートガバナンス・コードのスリム化／プリンシピル化】

- (3) 補充原則を中心に再整理を行うこと(スライド11の方向性)について、どう考えるか。
- (4) 上記に加えて、スリム化の観点から、複数箇所に記載されている同一のテーマの事項を統合することについて、どう考えるか。  
(例) 株主に関する記載(第1章(株主の権利・平等性の確保)・第5章(株主との対話))、  
サステナビリティ課題への対応、経営戦略等の策定・実行等と経営資源の配分

## 【プリンシピルベース、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨の再周知】

- (5) プリンシピルベース、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を再周知する観点から序文を設けるについて、どう考えるか。