

# コーポレートガバナンス・コード改訂案に対する意見

2026年5月15日

株式会社ストラテジックキャピタル

代表取締役 丸木強

MAIL: info@stracap.jp

## 総論

今般の改訂案は、従前の 83 項目のコードに対する形式的・網羅的なコンプライ対応が散見され、各上場会社の実態を伴わない対応が目立っていたとの問題意識に立脚し、項目数を 30 項目に整理することで各社の自律的・実質的な取組みを促す方向に舵を切るものと理解しており、「プリンシプル化・スリム化」の方向性自体については一定の評価をする。

しかしながら、ガバナンスへの取組みが進んだ会社にとっては自律性の確保により裁量が広がる一方、取組みが依然十分でない会社に対しては、最低限の対応にとどまる口実を与えかねない。我が国上場企業のガバナンス水準は、自律性を前提として全面的に機能するほどには成熟していないと考えられ、本改訂が後者の層において形式的対応を助長するおそれがある。

例えば、CEO 以外の取締役の選解任プロセス、資本配分の妥当性、社外取締役の実効性、指名・報酬委員会の実質、独立社外取締役との対話姿勢等について、本コードの各原則をコンプライしていても実質的には従前の補充原則をコンプライしていないということが起こりうる。結果として、改訂の趣旨である「実質化」とは逆行する事態を招く可能性がある。以上を踏まえ、改訂案の精神を実効あらしめるため、以下の点について意見を申し述べる。

## 本コードの目的

**意見：**「中長期的」な企業価値向上の意味を明確化するとともに、「短期主義的な投資行動の強まりが懸念される昨今においても、」との記述は削除すべきである。

**理由：**「中長期的」との用語が、一部の経営者に課題を先送りする言い訳を与える形で運用されている実態がある。例えば、2023年に東京証券取引所が要請した「資本コストと株価を意識した経営」のフォローアップにおいても、10年単位の経営計画が投資家の目線とのギャップがある事例として指摘されている。また、企業価値が短期で向上することは、株主のみならず全てのステークホルダーにとって有益であって、これを否定的に捉える理由はない。投資家は継続的かつ恒常的な企業価値向上を志向しており、本記述が、投資家の正当な提案や要望を「短期主義的」として退ける免罪符として機能する懸念がある。

**修正案：**「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を「中長期的な企業価値向上のための持続的な成長」との表現に改める。また、「短期主義的な投資行動の強まりが懸念される昨今においても、」を削除する。

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

**意見：**エクスプレインの実効性を高めるため、エクスプレインとする場合の対応についてより厳格に記載すべきである。

**理由：**改訂案の記述では、エクスプレインがひな型的な表現で済まされ、形骸化する懸念を払拭できない。エクスプレインは原則からの逃げ場ではなく、原則を実施しないことの合理性を実質的に説明する責務であるとの認識を、コード本文上明確にすべきである。

**修正案：**「プリンシプルベース・アプローチの意義を十分に踏まえることが望まれる」を「プリンシプルベース・アプローチの意義を十分に踏まえなければならない」に改める。

**意見：**エクスプレインを行う場合には、当該原則を実施しない方が「企業価値の向上に資する」理由を合理的に説明させるべきである。

**理由：**改訂案では「株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう、…」と記載されているが、これは株主への説明責任として不十分である。

**修正案：**「株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう当該原則の趣旨・精神に照らして工夫し丁寧に説明すべきであり、」を「当該原則を実施しない方が企業価値の向上に資する理由を合理的に説明」に改める。

## 本コードの適用

**意見：** 解釈指針についても、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とすべきである。

**理由：** 解釈指針には、現行コードにおいてコンプライ・オア・エクスプレインの対象とされてきた補充原則の内容が含まれている。また、解釈指針に従わないということは、実質的に当該原則に従わないことに等しい。解釈指針を単なる参考扱いとすることは、コード全体の規律を弱める結果となる。

**修正案：** 「これらの「解釈指針」は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないが、」を、「これらの「解釈指針」も含めた当該原則について、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となり、「解釈指針」に異論がある場合には、エクスプレインとして自社の考え方を説明することとする。」に改める。

## 基本原則

**意見：**株主との対話について、代表権のある取締役が面談に応じないという事態は許容されない旨を明記すべきである。

**理由：**株主が判断材料を得る手段として面談は重要であり、これを拒絶されれば、株主は適切な判断を行うことが困難となる。

**修正案：**基本原則 1 末尾の「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。」の後に、「なお、株主からの面談の申込みに対し、代表権のある取締役が正当な理由なくこれに応じないことは許容されない。」を加える。

## 第1章 株主の権利・平等性の確保、株主との対話

### 原則1-1. 株主との建設的な対話

**意見：**「合理的な範囲で」との文言は削除すべきである。

**理由：**昨今、株主が面談を申し込んでも、対話を拒絶する企業が散見される。本文言が、株主の批判に耳を貸さない経営者の逃げ口上として用いられている実態を踏まえ、削除すべきである。

**修正案：**原則1-1(2)中「株主との対話には、株主の希望と面談の主な議題も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣、社外取締役を含む取締役または監査役が臨むことを基本とすべきである」を「株主との対話には、株主の希望と面談の主な議題も踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役または監査役が臨むことを基本とすべきである」に改める。

**意見：**上場子会社または20%以上50%未満の株式を保有する支配的な株主を有する上場会社（以下、両者をあわせて「子会社等」という。）においては、その親会社または支配株主（以下、両者をあわせて「親会社等」という。）も、子会社等の株主との対話に臨むべきである。

**理由：**親会社等の意向が子会社等の経営に強く影響する以上、子会社等の株主との対話の場に親会社等の取締役等が臨むことは、少数株主保護の観点から不可欠である。

**修正案：**原則1-1に以下を加える。「(4) 上場している親会社又は支配株主を有する上場会社の場合には、親会社又は支配株主の取締役も子会社株主との対話に臨むべきである。また、親会社又は支配株主が上場していない場合であっても、上場会社は親会社又は支配株主に対し、自らの株主と対話するよう要請するべきである。」

### 原則1-2. 株主総会における権利行使

**意見：**株主総会の開催日について、12週間前までに適時開示すべき旨を追記すべきである。

**理由：**株主が株主権行使に向けた検討時間を確保し、株主総会への出席や対話の機会を計画的に確保するうえで、開催日の早期開示は不可欠である。

**修正案：**原則1-2中「株主総会開催日や議決権行使に係る基準日をはじめとする株主総会関連の日程を適切に設定する」の後に、「(株主総会開催日については、12週間前までに適時開示する)」を加える。

**意見：**有価証券報告書の早期開示の目的は、その開示から株主総会までの期間を十分に取ること、及び株主総会の特定の時期への集中の回避であることを明確にすべきである。

**理由：**有価証券報告書が早期に開示されるかどうかよりも、有価証券報告書の開示から株主総会までの間に、株主が議案を十分に検討し得る一定の期間が確保されることが重要である。そして、集中日を避けた株主総会の後ろ倒しを、より積極的に推奨すべきである。

**修正案：**「その際、有価証券報告書は株主総会開催日の3週間以上前に提出されることが最も望ましく、選択肢として株主総会の開催時期の後ろ倒しも含めて検討することが考えられる旨も同原則の解釈指針で補足している。」を「その際、有価証券報告書の提出から株主総会までに株主が議案を十分に検討し得る期間を確保し、株主総会が特定の時期に集中することを回避するため、株主総会の開催時期の後ろ倒しを積極的に推進すべき旨を、同原則の解釈指針で補足している。」に改める。

### **原則1－3. 株主総会で相当数の反対があった会社提案議案**

**意見：**株主総会において相当数の賛成があった株主提案議案についても、同様の取扱いとすべきである。

**理由：**相当数の賛成を得た株主提案議案について、その原因を分析し今後の対応を検討することは、取締役会として当然の責務である。会社提案議案への反対のみを対象とし、株主提案議案への賛成を対象外とすることに合理性はない。

**修正案：**本原則のタイトルを「株主総会で相当数の反対があった会社提案議案または相当数の賛成があった株主提案議案」と改める。また、本文においても「会社提案議案」の後に「または可決には至らなかったものの相当数の賛成票が投じられた株主提案議案」を追記し、「反対の理由や反対票」を「賛成・反対の理由や賛成・反対票」に改める。

**意見：**子会社等において少数株主の50%以上の反対票が投じられた議案があった場合には、株主総会后6ヶ月以内に株主との対話状況、追加的施策、その実施状況等を開示することが義務化されたところ、当該子会社等のみならず、その親会社等においても少数株主保護に向けた追加対応方針を検討すべきである。

**理由：**東京証券取引所の研究会の結論に照らしても、子会社等のみに対応を求めることは不十分である。

**修正案：**原則1－3の解釈指針に以下を加える。「親会社等を有する上場会社において、少数株主の50%以上の反対票が投じられた議案があった場合には、当該上場会社のみならず、その親会社等においても、少数株主保護に向けた追加対応方針を検討し、株主総会后6ヶ月以内に開示すべきである。」

**意見：**分析した原因についての開示もあわせて求めるべきである。

**理由：**開示を行わないと、何をコンプライしたかが不明確になり、ブラックボックス化するが、そのような事態を避けるべきである。

**修正案：**原則1－3中「株主の権利の確保に資するよう適切に対応すべきである」を「株主の権利の確保に資するよう適切に対応するとともに、分析した原因について開示すべきである」に改める。

## 原則 1 - 4. 政策保有株式

**意見：** 株式保有と保有に伴う便益との因果関係について、開示を求めるべきである。

**理由：** 「令和 7 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」（金融庁／2026 年 3 月 28 日）（以下「令和 7 年有報レビュー」という。）の 42 頁に記載されているとおり、保有目的が安定株主の確保であるとされている事例があり、こうした場合に株式保有が発行会社にとってどのような便益をもたらすのかが投資家にとって理解できない。

**修正案：** 「保有目的が適切か、」の後に「その保有目的と便益にどのような因果関係があるのか、また」を挿入する。

**意見：** 政策保有株主はいわゆる「安定株主パック」とみなされ、共同保有として取り扱われる可能性を解釈指針に明記すべきである。

**理由：** 政策保有株主は、会社経営陣を支持する方向で議決権行使を行うため、これを共同保有として整理することが、規律確保の観点から合理的である。

**修正案：** 原則 1 - 4 の解釈指針に以下を加える。「政策保有株主は、会社経営陣を支持する方向で協調して議決権行使を行ういわゆる「安定株主パック」を構成するものとみなし、共同保有として取り扱われる可能性があることに留意するべきである。」

**意見：** 政策保有株式に関する項目が原則に格上げされたことは、コーポレートガバナンスの抜本的な改善に向けた大きな進展であり、高く評価する。政策保有株式の保有は経営陣に対する規律を弱める要因となり得るところ、政策保有株式の売却を妨げるべきでないこと、及び会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではないことを明確に打ち出すことには、大きな意義がある。

**意見：** 政策保有株式の縮減について、発行体側から積極的に売却を促すべき旨を明記すべきである。

**理由：** 令和 7 年有報レビュー及び「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」（金融庁／2025 年 4 月 1 日）のいずれにおいても、コラム「売らせない圧力」として、現行の補充原則 1 - 4 ①のコンプライ率が 99.8%に達しているにもかかわらず、政策保有株式の発行会社が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報告され、このような行動が政策保有株式の縮減の妨げとなっていることが指摘されている。政策保有株式の縮減を妨げている原因が政策保有株式の発行会社側にも存在している実態及び本コードのコンプライが形骸化している実態を踏まえて、発行体側にも縮減に向けた行動を求めることが必要である。

**修正案：**原則 1 – 4 に以下を加える。「上場会社は、政策保有株式の縮減について、保有側だけに委ねるのではなく、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）に対しても積極的に売却を促すべきである。」

#### **原則 1 – 5. いわゆる買収防衛策**

**意見：**本項目が原則から解釈指針に格下げされた点については反対する。

**理由：**買収防衛策の運用は、株主共同の利益及び少数株主保護に直接関わる重要事項であり、原則レベルでの規律を維持すべきである。

**修正案：**改訂案における原則 1 – 5（いわゆる買収防衛策）の削除を撤回し、現行原則 1 – 5「買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。」の規定を維持する。

## 第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

### 原則2-2. 多様性の確保

**意見：**女性に限定した表記から、性別を含む多様性という一般化された表現へと更新された点を評価する。

**理由：**これまで上場会社は、コーポレートガバナンス・コード、機関投資家の議決権行使基準、議決権行使助言会社の基準等への対応のため、女性取締役の人数を増やすこと自体が目的化する傾向が見られた。その結果、経営の監督・助言を行ううえで十分な知見・経験を有するか疑問の残る事例も認められた。性別に限定しない多様性の考え方を採用することにより、より実質的な多様性の便益が実現されることを期待する。

## 第3章 適切な情報開示と透明性の確保

### 原則3-1. 情報開示の充実

**意見：**（2）は削除すべきである。

**理由：**（1）と内容が重複しており、また成長戦略・経営理念に関する記載にとどまっている。

**修正案：**開示項目から「本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針」を削除する。

**意見：**会長、顧問・相談役を設置している場合には、その合理的な理由を開示すべき旨を追加すべきである。

**理由：**「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針」とのみ記載しても、ひな型的な記述に留まることが容易に予想される。会長、顧問、相談役の設置の合理的理由など、具体的なガバナンスのスタンスを開示させることが必要である。

**修正案：**新たな開示項目として「会長、顧問、相談役を設置している場合における、その合理的な理由」を加える。

**意見：**適切な情報開示の項目において、従前開示していた事項を開示しなくなった場合には、その理由を開示すべき旨を追加すべきである。

**理由：**開示の一貫性が失われると、投資家が会社を連続的な KPI によって評価することができなくなり、投資判断を行う者にとって不利益となる。

**修正案：**新たな開示項目として「従前開示していた事項を開示しなくなった場合における、その理由」を加える。

### 原則3-2. 英文開示

**意見：**英語による情報の開示・提供に関する事項を原則に格上げすることを大いに歓迎する。

**理由：**上場会社の中には、英文開示を行わないことにより、外国人投資家からの投資を回避しようとする会社も存在するものと思われるが、上場会社としてあるべき姿勢とはいえない。

## 第4章 取締役会等の責務

### 原則4-1. 取締役会の役割・責務Ⅰ

**意見：**中期経営計画が未達に終わった場合の原因・対応の内容の開示については、解釈指針ではなく、原則に記載すべきである。

**理由：**わが国の企業においては、中期経営計画が未達に終わりながらも、それがレビューされずに放置される事態が散見される。企業価値向上の観点からは、未達の原因究明とそれを踏まえた対応策の策定が不可欠である。

この点、単に検証を行ったという事実のみが表明されるにとどまると、社外の投資家はその内容を知ることができず、市場による規律付けが機能しない。解釈指針にとどめた場合、実質的な開示よりも、コンプライアンスをしておけば足りるという形式的対応を招くおそれがある。未達の原因及び対応の内容の開示は、企業価値向上のためのガバナンスの中核をなす事項であり、原則レベルでの位置付けが必要である。

**修正案：**原則4-1 解釈指針中「加えて、取締役会・経営陣は、中期経営計画を策定・公表した場合には、これも株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。」の記載を、原則4-1 本文に移管する。

### 原則4-2. 取締役会の役割・責務Ⅱ

**意見：**資本コストを踏まえた、現預金、政策保有株式、不動産等を含む経営資源全体の検証については、より具体的な内容を記載すべきである。

**理由：**経営資源に関する記述が過度に抽象的であると、上場会社の経営陣による解釈次第で実効性が損なわれるおそれがある。

**修正案：**原則4-2 (2) を「取締役会は、現預金等の金融資産、政策保有株式、不動産その他の実物資産を含む経営資源全体について、資本コスト及び事業戦略との整合性の観点から不断に検証を行い、その結果を分かりやすく説明すべきである。」と改める

### 原則4-3. 取締役会の役割・責務Ⅲ：経営陣・取締役に対する実効的な監督①

**意見：**CEOの解任については、可能な限り具体的な基準を設定するとともに、これを開示すべきである。

**理由：**社内で抽象的な基準を定めたとしても機能しない懸念が払拭できない。

**修正案：**原則4-3 (1) 末尾の「CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである」を「CEOがその機能を十分発揮していないと認められ

る場合にCEOを解任するための具体的な基準を策定・開示するとともに、客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである」に改める。

**意見：**（3）の関連当事者取引の内容について、外部の投資家・株主が当該内容を理解できるように開示すべきである。

**理由：**現行の関連当事者取引の記載では、具体的な内容の把握が困難な場合がある。

**修正案：**原則4-3（3）末尾の「その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである」を「その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うとともに、関連当事者間取引の内容について、外部の投資家・株主が当該内容を理解できるよう開示すべきである」に改める。

**意見：**「解任」に加え、「再任しないことを含む適時適切な交代判断」を明記すべきである。

**理由：**「解任」のみを強調する表現は、実務の実態を十分に反映していない。実際には、企業価値向上の観点からCEOの続投が適切でないと判断される場合に、取締役会が再任を行わないという形で計画的な交代を実現することが重要となる。

**修正案：**「取締役会は、CEOの選任、不再任及び解任について、客観性・適時性・透明性を確保すべきである。」

**意見：**CEOが機能を発揮しているかの判断にあたっては、会社の業績だけでなく株価の要素も考慮すべきである。

**理由：**わが国では、経営指標として業績に偏重した評価がハイライトされる傾向にある。しかし、CEOが機能を発揮しているかを判断するにあたっては、株主価値に資する経営がなされているかという観点から、業績に加えて株価の視点を積極的に取り入れることが肝要である。

**修正案：**（1）第2段落を「会社の業績や株価等」とする。

#### **原則4-8. 独立社外取締役の役割・責務**

**意見：**（5）として、社外取締役の役割につき、会社の業績が長期にわたって不振であった場合や、CEO等の経営陣に不適切な振舞いがあった場合に、CEO等の経営陣の解任を決定することが含まれる旨を、原則に明記すべきである。

**理由：**現行コードにおいては、社外取締役の役割として解任を含む監督機能が明示されておらず、わが国においても、業績不振や不祥事に直面してもCEOの交代が適切に行われない事例が少なくない。ガバナンスの実効性を担保するためには、解釈指針や他の文脈からの示唆にとどめるのではなく、原則に明示して社外取締役の責務を明確化する必要がある。

**修正案：**原則４－８に以下の項目を加える。「（５）会社の業績が長期にわたって不振であった場合や、ＣＥＯ等の経営陣に不法又は不適切な行為があった場合に、ＣＥＯ等の経営陣の解任を決定すること」

#### **原則４－１０．独立社外取締役の数の確保**

**意見：**プライム市場以外の上場会社においても、独立社外取締役の人数はプライム市場と同等の基準とすべきである。

**理由：**プライム市場とそれ以外の市場で基準に差を設ける合理的理由を見いだしがたい。仮にプライム市場以外の上場会社において独立社外取締役の人数の確保が困難である場合には、その旨をエクスプレインすれば足りる。

**修正案：**「プライム市場」の表記および本原則の３か所のカッコ書きを削除する。

#### **原則４－１１．独立社外取締役の独立性判断基準及び資質**

**意見：**継続的に同じ組織（政策保有株式の持ち合い先や取引先等）から独立社外取締役を選任している場合には、なぜ当該組織からの継続選任となるのかを開示すべきである。

**理由：**かかる場合に独立性が担保されているとは言いがたい。

**修正案：**「継続的に同一の組織（政策保有株式の持ち合い先、取引先、監督官庁等）の出身者を独立社外取締役候補として選任している場合には、その合理的な理由（なぜ当該組織からの継続選任となるのか）を開示すべきである。」という表記を追加する。

**意見：**「客観的な独立性判断基準」について、解釈指針に例示列挙すべきである。あわせて、最初に就任してから８年を超えている取締役・監査役は独立性要件を満たさない旨も基準として明記すべきである。

**理由：**現行の記述では独立性判断の具体的な要素が示されておらず、各社の裁量によって表面的に要件を充たす運用となってしまうおそれがあるため、例示列挙により判断の規律性を高めるべきである。また、在任年数についても、長期在任による経営陣との関係性の深化は独立性を損なう要因であり、わが国においても明確な基準を導入することが適切である。

**修正案：**解釈指針中「例えば上場会社と一定の資本関係・取引関係にある他の組織に所属している場合にはその組織の影響を受けるおそれがないなど、当該独立社外取締役が一般株主と利益相反が生じるおそれがないと実質的に評価するための客観的な独立性判断基準を策定すべきである」を「例えば、（i）上場会社と一定の資本関係・取引関係にある他の組織に所属している場合にはその組織の影響を受けるおそれがないこと、（ii）取締役・監査役として最初に就任してから８年を超えていないこと、その他当該独立社外取締役が一般株主と利益相反が生じるおそれがないと実質的に評価するための客観的な独立性判断基準を策定すべきである」に改める。

#### **原則 4 – 13. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件**

**意見：**他の上場会社の役員の兼任について、「合理的な範囲」とするのではなく、2社や3社といった具体的な数値を解釈指針に示すべきである。

**修正案：**原則 4 – 13 解釈指針中「取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきである」を、以下の通り改める。

「取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、本務における職責を踏まえた上で、その数を合理的な範囲にとどめるべきである。特に、上場会社の代表取締役その他の業務執行取締役にあつては、他の上場会社の役員（社外役員を含む）を兼任しないことを原則とすべきである。それ以外の非常勤の取締役・監査役にあつては、その兼任数は合計で5社（当該上場会社以外の常勤の業務に携わっている独立社外取締役にあつては合計で2社）を上限とすべきである。」

#### **原則 4 – 14. 取締役会における審議の活性化等**

**意見：**コーポレートセクレタリーには、取締役会議題の設計、社外取締役への情報提供、株主・投資家との対話に関するフィードバック、取締役会実効性評価の運営支援等、企業価値向上に直結する機能を担わせるべきである。

**理由：**単なる事務局として「守りのガバナンス」を担うに留まらず、取締役会の積極的な活動を促す基盤として、「攻めのガバナンス」に寄与し得る水準を目指すべきである。

**修正案：**原則 4 – 14 解釈指針に以下を記載する。「取締役会やその傘下の各委員会の会議体の実効性ある議論の場となるよう、当該会議体の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、企業価値向上に直結する機能を担うべきである。」

以上