

コーポレートガバナンス改革「最終章」に向けた諸施策の改訂 —投資家・株主も企業も「結果」が問われるフェーズに入る—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2026 年に入り、日本のコーポレートガバナンス（以下 CG）改革にとって重要な諸施策の改訂案が示されている。CG 改革が成長戦略として位置づけられて以来 10 年超が経過し、改革目標実現を意識した動きの加速化を企図するものとしてこれらは注目される。
2. 2021 年以来となる CG コードの改訂は 2026 年 6～7 月頃に実施の方向と考えられる。CG 改革の実質化に重点を置き、社外取締役の実効性向上を含む取締役会の機能強化や経営資源の適切な配分、有価証券報告書の株主総会前開示の推進などが改訂項目として盛り込まれている。また、会社法は 2019 年以來の改正に向け、2026 年 4 月に中間試案がパブリック・コメントに付された。改正内容が最終的に決定するのは 2027 年以降になるであろう。主な内容は、従業員等に対し株式無償交付を可能にする仕組みの導入、実質株主確認制度の創設や株主提案権制度（議決権数要件など）の見直しなどである。
3. その他、2023 年に策定された企業買収における行動指針は、指針策定後の環境変化を踏まえた趣旨の周知等必要なアップデートが検討されている。また、支配株主を有する会社の取締役選任議案（会社提案）において、少数株主の反対が 50%を超えた際に必要となる対応等を盛り込んだ少数株主保護に関する上場制度の見直しも行われる。
4. CG 改革が最終局面に近づく中、これからは、株主・投資家、企業ともに改革の目標達成という「結果」をより問われるフェーズに入る。CG 改革は成長戦略であるという原点に立ち返り、改訂の議論を字義的な解釈論に矮小化するのではなく、「リターン向上」の実践及びそのための行動を強く意識した、本質を突く議論へ深耕していくことが望まれる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・五島佐保子・西山賢吾「日本でコーポレートセクレタリー設置の議論が始まる—企業価値向上の『水先案内人』となる—」『野村サステナビリティクォーターリー』2026 年冬号
- ・西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』—改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号

I コーポレートガバナンス関連諸施策の改訂案が相次いで公表

2026 年に入り、日本のコーポレートガバナンス（以下 CG）改革に関連し、かつ重要な諸施策の改訂案が相次いで示されている。これらの動きは、2013 年に成立した第二次安倍政権下において CG 改革が成長戦略として位置づけられてから 10 年超が経過し、今後改革の目標の実現をより意識した動きを加速化させていくことを企図するものとして注目される。

本稿では、まず I 章で改訂が予定されている（改訂案等が公表されている）CG 改革関連の諸施策の中でも特に重要度が高いと思われる、コーポレートガバナンス・コード、会社法（中間試案）、企業買収における行動指針（「公正な買収の在り方に関する研究会」の再開）、少数株主保護に関する上場制度の見直しを取り上げ、その概要を紹介する。その上で、II 章においてこれらの改訂が意味するところ、インプリケーションについて、成長戦略としての CG 改革という「原点」を意識しつつ述べていく。

1. CG コードの第三次改訂

1) 2018 年、2021 年に続く第三次改訂を 2026 年 6～7 月にも実施予定

まず、CG コードの改訂である。2015 年に制定された CG コードは上場企業（及びその取締役〔会〕）の行動原則であり、機関投資家の行動指針であるスチュワードシップ・コード（2014 年制定）とともに CG 改革の基本的な文書として位置づけられる。CG コードは制定以降 2018 年、そして 2021 年に改訂が行われた。今回、第三次改訂を実施するにあたり「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議（令和 7 年度）」を 3 回開催し、ここでの議論を基に 2026 年 4 月 10 日、第三次改訂案が公表され、5 月 15 日までパブリック・コメントを募集していた。

今後は、パブリック・コメントでの意見を参考にしながら 6～7 月頃にも改訂内容が公表され、上場企業は改訂内容を踏まえたコーポレートガバナンス報告書を 2027 年 7 月末までに証券取引所に提出することが求められる。

2) CG 改革の実質化を企図した改訂

今回の第三次改訂のポイントについて、図表 1 に示した。特に、今回は CG 改革の実質化に重点が置かれている点が特徴である。この点について、CG コード改訂案（2026 年 4 月 10 日公表）に新設された序文の中で、コード適用以来日本の CG 改革は一定の進捗が見られたが、（CG 改革が目標とする）持続的な成長と中長期的企業価値向上を真の意味で実現するためには、企業、投資家とも形式的な対応に留まることなく、双方の取り組みによる CG 改革の実質化が重要であるとの認識を示している。

図表 1 CGコード（第三次改訂）のポイント

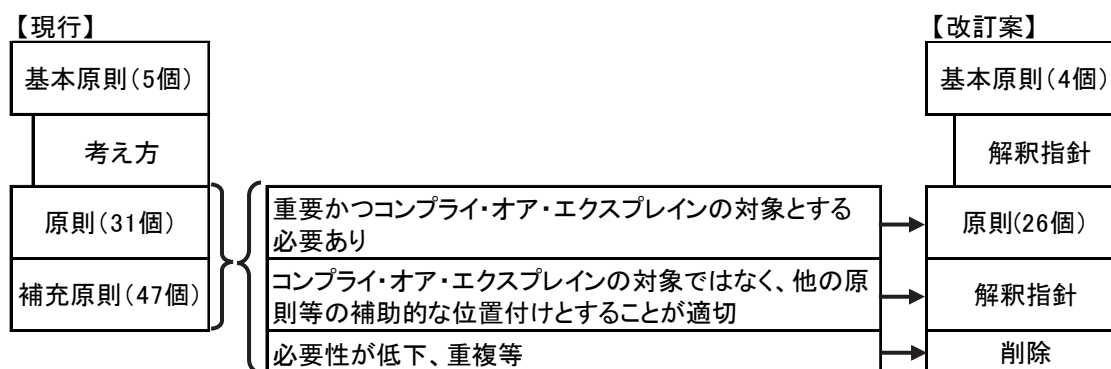
- CG改革の実質化に重点をおいた改訂（日本のCG改革は「成長戦略」）
- 実質化のための「プリンシプル化」・「スリム化」：コードの構成の変更（現行の第5章を第1章と統合、整理し、基本原則数は5から4に減少）、序文、解釈指針の新設
- 主要改訂項目
 - ・ 経営資源の配分：「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源の投資等への有効活用」について解釈指針に記載
 - ・ 取締役会の機能強化：①社外取締役の役割のうち「経営の監督」を強調、②取締役会の審議活性化に向け、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化を解釈指針に記載
 - ・ 有価証券報告書の株主総会前開示について言及（①株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の重要な例として原則に記載、②総会開催日の3週間以上前の提出が望ましいこと、③株主総会の開催後倒しも含め検討することが考えられる旨を解釈指針に記載）
 - ・ 株主以外のステークホルダーとの協働として、①人的資本への投資、適切な配分、②取引先との公正・適正な取引を例示し解釈指針に記載

（出所）金融庁・東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～（改訂案）」より野村資本市場研究所作成

3）「プリンシプルベース・アプローチ」、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に立ち戻りコードを「プリンシプル化」・「スリム化」

さらに、CGコード改訂案の序文において、CG改革の実質化が重要との意識の下、「プリンシプルベース・アプローチ¹」、「コンプライ・オア・エクスプレイン²」というコード³の趣旨に立ち戻り、その内容を再整理して「プリンシプル化」・「スリム化」を行ったことに言及している（図表2）。

図表 2 CGコード構成の変更



（注） 基本原則、原則、補充原則はコンプライ・オア・エクスプレインの対象、考え方、解釈指針は対象外。

（出所）「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」（令和7年度第2回、2026年2月26日開催）事務局説明を基に野村資本市場研究所作成

¹ 「プリンシプルベース（原則主義）アプローチ」とは、ある施策を実現するにあたって細かなルールを定め、法的拘束力や強制力を有する「ルールベース（細則主義）アプローチ」とは異なり、法的拘束力や強制力はなく、当該施策に対し大きな方向性を示すもの。

² コードの内容を受け入れてそれに従って行動するか（コンプライ）、あるいは他の施策の方が望ましいとして受け入れず、その理由（自分たちの施策の方が企業価値向上に資すること）を説明するか（エクスプレイン）という手法。

³ 「プリンシプルベース・アプローチ」、「コンプライ・オア・エクスプレイン」はCGコードだけではなくスチュワードシップ・コードも採用する、日本のCG改革がベースとする考え方である。

具体的には、まず、現行の第5章（株主との対話）を第1章に統合（株主の権利・平等性の確保、株主との対話）して基本原則の数を現行の5から4に減らした。

次に、従来基本原則とともにコンプライ・オア・エクスプレインの対象であった原則（31個）と補充原則（47個）を原則（31個）、コンプライ・オア・エクスプレインの対象にはならない解釈指針、そしてコードからの削除という形で再整理し、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる項目が83個から30個に減少した。

原則の再整理は主に補充原則を対象に行われ、補充原則 1-1①（相当数の反対票が投じられた会社提案議案の分析・対応）や、補充原則 1-4①、②（政策保有株式の「売らせない圧力」の禁止、経済合理性の検証など）、重要かつコンプライ・オア・エクスプレインの対象とする必要があるものは原則として記載した。

一方、原則 1-3（株主の権利・平等性の確保〔基本原則 1〕のための資本政策の基本的な方針の説明）など他の原則等の補助的な位置付けとすることが適切であるものについては、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とはせず、他の今回新設された解釈指針に移管した。さらに、実務上浸透したと考えられる、コード内での重複がある、法令等との重複があるものについてはコードから削除した（補充原則 3-1②後段（プライム上場企業の英文開示）は上場規程と重複するなど）。ただし、改訂案の序文では解釈指針に移管された記載や削除された記載は重要性が失われたと考えることは適切ではなく、プリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で対応の実質化に取り組むことへの期待も併せて示された。

4) コード改訂の主要項目

今回の CG コード改訂における主要項目として、まず挙げられるのは経営資源の配分である。CG 改革はここまで一定の成果をあげたと考えられる一方、引き続き取り組む必要のあるものとして、ROE（自己資本利益率）の伸び悩みと企業のバランスシートにおける現預金の積み上がりがある⁴。これは企業が自社の経営資源の配分を適切に行う必要性が高いことも意味する。こうした問題意識から、改訂コードの原則 4-2 に、取締役会が自社の経営資源の配分が、成長の実現を目指して策定・公表した経営戦略や経営計画に照らし適切なものとなっているかについて不断に検証を行うことが記載された。さらに、同原則の解釈指針において、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきという記載も追加された。

主要項目の2つ目は取締役会の機能強化である。ここで注目できる第一のポイントは独立社外取締役に期待される役割・責務についてである。独立社外取締役に期待される役割は多くあるが、この点について現行原則 4-7 では、経営への助言、経営の監督、会社と経営陣・支配株主間の利益相反の監督、取締役会におけるステークホル

⁴ この点については、西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年秋号を参照。

ダーの意見の適切な反映が挙げられているが、改訂案の原則 4-8 では経営の監督、会社と経営陣・支配株主間の利益相反の監督、取締役会におけるステークホルダーの意見の適切な反映、経営への助言、となった。これは、選任される社外取締役数が増え、取締役会の監督機能を重視するモニタリングボード化が進んできたことを含意しており、CG コードの目指す方向に合致していると考えられる。第二のポイントは取締役会の審議活性化に向け、取締役会事務局の機能強化が原則 4-14 の解釈指針に記載されるとともに、「取締役会事務局」から受ける「事務的」な機能を超え、会社の CG に主体的に関与するイメージを有する「コーポレートセクレタリー⁵」という用語が併記（カッコ書き）されている点である。この点も「監督機能としての取締役会」が CG コードにおいてこれまで以上に重視されたことを示すといえるであろう。

主要項目の 3 つ目は有価証券報告書の株主総会前開示である。これについて改訂案の原則 1-2 において株主総会における権利行使の適切な環境整備の重要例として記載された。それとともに、原則 1-2 の解釈指針として株主総会開催日の 3 週間前以上の提出が望ましい旨も記載された。ただし、これについては改訂案コードの序文の後に設けられる予定の「改訂を踏まえた当面の留意事項」として、①株主総会の後ろ倒しの検討、②現行法制下で一般化している実務運用からすると株主総会 3 週間前以上の提出は容易ではないという認識であること、③法務省とも連携し、有価証券報告書と事業報告書等の一本化等制度的な検討を行う旨も併せて記載される。

主要項目の 4 つ目は、株主以外のステークホルダーとの協働として、人的資本への投資、適切な配分と取引先との公正・適正な取引を例示し、解釈指針に記載していることである。特に、人的資本については有価証券報告書での記載も拡充⁶されており、企業価値向上において重要な役割を有するものとしての位置づけが感じられる。

2. 会社法の改正（中間試案）

1) 内容が多岐にわたる会社法改正

会社法の改正に関しては、2025 年 2 月に法務大臣による法務省法制審議会に対する会社法制見直しの諮問を受けて同審議会に設置された、会社法制（株式・株主総会等関係）部会において議論が進められてきた。そして、2026 年 3 月 18 日に中間試案が決定され、同年 4 月 2 日より 5 月 22 日までパブリックコメントを募集している。今後、パブリックコメントの意見等を参考にしながらさらに議論が進められ、会社法改正要綱案の決定、改正法案の国会提出⁷、法案の成立、改正法の施行という流れで進むと思われる。なお、今回改正されれば、2019 年以来となる。

⁵ コーポレートセクレタリーについては、五島佐保子、西山賢吾「日本でコーポレートセクレタリー設置の議論が始まる―企業価値向上の『水先案内人』となる―」『野村サステナビリティクォーターリー』2026 年冬号参照。

⁶ 例えば、2026 年 3 月期以降の有価証券報告書より、①企業戦略と関連付けた人材戦略、②それを踏まえた従業員給与等の決定方針、③提出会社の従業員の平均給与の対前年比増減率等の記載が求められることとなる。

⁷ 新聞報道によれば、早ければ 2027 年 1 月召集の通常国会へ法案が提出されることである（「株主総会招集の請求要件引き上げへ、政府・自民、提案権の乱用防ぐ」『日本経済新聞電子版』2026 年 5 月 14 日）。

図表 3 会社法改正（中間試案）のポイント

-
- 株式の発行の在り方
- ① 株式の無償交付の対象範囲の見直し：従業員等にも株式の無償交付を可能にするなど
 - ② 株式交付制度の見直し：子会社の株式の追加取得や株式交付の対象会社に持分会社や外国会社を追加するなど
 - ③ 現物出資制度の見直し：検査役の調査を不要にするなど
- 株主総会の在り方
- ① バーチャル株主総会及びバーチャル社債権者集会：開催を可能にする定めを会社法で規定するなど
 - ② 実質株主確認制度：①株式会社から仲介機関（名義株主）に対する実質株主確認制度、②株主側から株式会社に対する通知義務付け制度の創設など
 - ③ 株主総会のデジタル化：書面交付請求制度を廃止するか、株主数が1000人以上である場合電子投票のみ（書面投票を廃止）とすることを許容するかなど
 - ④ 「会議体」としての株主総会等：事前の議決権行使で決議要件を満たす場合、株主総会決議があったものとみなす制度の導入、キャッシュアウト手続きの見直しなど
 - ⑤ 株主提案権：株主提案権議決権数要件の見直し、株主提案権行使期限の見直しなど
 - ⑥ その他：調査者制度（会社法316条2項）の見直しなど
- 企業統治の在り方及びその他
- ① 指名委員会等設置会社制度の見直し：取締役の過半数が社外である場合、取締役会の選解任に関する議案の内容についての指名委員会の決定を取締役会決議で変更可能にする、執行役兼任取締役、業務執行取締役に対し監査委員会議事録の閲覧、謄写を認めない旨の規定を設けるなど
 - ② 責任限定契約制度の見直し：業務執行取締役である取締役、執行役にも責任限定契約締結を認めるなど
 - ③ 事業報告等及び有価証券報告書の開示の合理化：事業報告等と有価証券報告書の一本化、会計監査（会社法監査、金商法監査）の一元化など
-

（出所）法務省民事局参事官室「会社法制（株式・株主総会関係）見直しに関する中間試案（2026 年 4 月）」より野村資本市場研究所作成

今回の改正における主要ポイントは諮問事項に記された株式の発行の在り方、株主総会の在り方、企業統治の在り方の3点であるが、その内容は図表3に示したように多岐にわたっている。そのため、本稿では、主に株式市場に関係する企業や投資家等が特に関心を持つと思われる株式の無償交付の対象範囲見直し、実質株主確認制度、株主提案権に絞って言及する⁸。

2）従業員等に対する株式無償発行

現在の会社法制下では、従業員のインセンティブ付けのために譲渡制限付き株式などを付与する際には、会社が対象者に金銭（例えば1株1,000円で100株なら10万円）を報酬として支払う権利（金銭報酬債権）を付与する。そしてこの金銭報酬債権を付与された対象者は、この債権（報酬として10万円を受け取る権利）を今度は会社に出資し、その見返りとして付与対象者に株式を付与する「現物出資」という、迂遠かつ技巧的な手法が実務上とられている。一方、上場会社の取締役や執行役には、そうした手続きを取らずとも株式を無償で渡すことができる⁹。このため、従業員等に対しても無償で株式を交付できるような整備を行うことが検討されている。

⁸ 中間試案の内容とその解説については、法務省民事局参事官室「会社法制（株式・株主総会関係）見直しに関する中間試案の補足説明」2026 年 4 月、に詳しく記載されている。本稿での改正内容の説明も簡潔さに重点を置いているため、内容の正確な把握においてはこちらを参照されたい。

⁹ 2019 年 12 月に公布された改正会社法により、2021 年 3 月 1 日より可能になった。

中間試案では、無償交付を可能にするにあたり既存株主保護の観点から取締役会の決議で発行を可能とする A 案と、株主総会決議で発行を可能とする B 案が示されている。また、無償交付を可能とする対象者として上場会社の使用人のみとするか、上場会社の子会社の役員もしくは使用人も可能とするかも併せて検討されている。なお、現在行われている現物出資を用いた発行は引き続き可能とされ、その上で取締役会決議や株主総会決議を必要とする規律を設けるか否かについても検討されている。

従業員等に対する株式無償交付制度は優秀な人材の確保、そして CG 改革の目指す日本企業の「稼ぐ力」を強化し、中長期的な企業価値を向上させることに寄与することが期待されている。

3) 実質株主確認制度

株主名簿には出ていないが議決権を実際に保有する実質株主を会社が把握できるように制度を整備することが検討されている。実質株主の把握制度は、①株式会社から実質株主を確認できる制度と、②株主側から株式会社に対する通知を義務付ける制度の創設が検討されている。

まず、①については、上場会社がカストディなどの名義株主（仲介機関）に実質株主に関する情報提供を求め、情報を求められた仲介機関は次の仲介機関にその旨を通知するか、情報を求めた上場会社に情報を提供することが検討されている。これは「企業と株主との建設的な対話を促進すること」を主眼にしており、これに違反（故意・重過失による情報の不提供や虚偽情報の提供など）した場合には過料を科すことが検討されている。なお、これに合わせて、確認された実質株主は株主総会へ出席できるようにする。

次に、②については、現行の金融商品取引法に規定される大量保有報告書、変更報告書を利用することとし、通知の方法としては金融商品取引法に基づく提出、または上場会社に提出し、本店にそれを備え置くことが検討されている。

一方、株式の大量保有情報は株主総会における公正な意思決定にとって重要であるという認識のもと、報告書の不提出（変更報告書については軽微な変更を除く）や重要な虚偽記載などの通知義務違反者の議決権を停止することが検討されている。

4) 株主提案権

株主提案権については、提案を可能とする要件（総株主の議決権の 100 分の 1 以上の議決権または 300 個以上の議決権を 6 か月前から引き続き保有）を満たす株主に認められている。これらの要件のうち、特に 300 個以上の議決権数については株主提案権の濫用につながる懸念がある¹⁰ことから、当該要件を廃止するか、要件の引き上げ

¹⁰ 現在は 1 単元＝100 株であるため、一般的に 300 個の議決権数は 30,000 株に相当する。一方で将来投資単位を引き下げ 1 単元＝1 株へ引き下げられた場合は、株式を 300 株保有していれば株主提案が可能となり、株主提案に対するハードルが引き下がることも考えられる。

（例えば 500 個や 1000 個など）、さらには会社法で一律に定めるのではなく、個社の事情に応じて定款記載による要件引き上げや廃止を認めることが検討されている。

また、現行法上株主総会日の 8 週間前とされている株主提案権行使の期限についても、10 週間程度に延長することや、株式会社が一定の時期（株主総会開催日の 4 か月前を想定）までに株主総会開催日時を通知した場合には当該総会前の一定期間（3 か月間を想定）までに行使するか否かについても検討されている。

3. 「企業買収における行動指針」の趣旨周知及びアップデート

1) 「公正な買収の在り方に関する研究会」の再開

経済社会にとって望ましい M&A（企業の買収、合併）が生じやすくなることを目指し、経済産業省は 2021 年 11 月に「公正な買収の在り方に関する研究会」を立ち上げ、同研究会での議論を基に 2023 年 8 月に日本の経済社会において共有されるべき M&A の公正なルールとして「企業買収における行動指針」が策定された。

経済産業省によれば¹¹、同指針の策定以降企業買収の局面において多くの実務家に参照され、一定の影響を持つとともに、2024 年、2025 年の買収件数及び東京証券取引所の上場廃止銘柄数が過去最多を記録するなど、指針に対する社会的注目度が高まった。また、2024 年の金融商品取引法改正により、公開買付制度や大量保有制度が見直されるなど、企業買収関連の法制度等も変化している。

その一方、「高い買収価格であれば望ましい買収であり賛同しなければいけないのか」旨の質問や「株主の利益の確保だけが強調され、指針の趣旨・目的が正しく理解されていない可能性がある」旨の指摘もされており、指針の趣旨が正しく浸透しているかどうかは必ずしも明らかではない。こうした認識の下で経済産業省は、2026 年 2 月に公正な買収の在り方に関する研究会を再開（第 9 回）し、関係者の認識や実態調査を行った上で、指針の周知や必要なアップデート等について検討を行うこととした。

2) 「指針のポイント」や「Q&A」を策定へ

2026 年 2 月に再開された研究会以降、事務局が指針の策定後に企業買収に関与した対象会社、買収者、投資家、フィナンシャルアドバイザー、リーガルアドバイザーに対し、指針に対する認識や実態に関するヒアリングを行った。その結果、様々な立場の関係者から指針について「不十分な理解あるいは認識の乖離の可能性を裏付ける声を確認した」として、2026 年 4 月 26 日に開催された第 10 回研究会ではそれらを踏まえた「指針のポイント」、「Q&A」の策定が今後の方針として示された（図表 4）。

¹¹ 経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会（第 9 回）事務局説明資料」2026 年 2 月 4 日。

図表 4 「企業買収における行動指針」の趣旨周知及びアップデートの概要

○対応方針

- ・ 経営者等の関係者に指針の趣旨を正しく認識、参照・実践してもらうための文書（指針のポイント、Q&A）のとりまとめ

◎指針のポイント

1. 平時からの企業価値向上の把握、株主との建設的対話の重要性
2. 買収提案受領時の対応（取締役会への上程・報告）
3. 真摯な買収提案に対する、真摯な検討（企業価値向上の観点から判断）
4. ステークホルダーの貢献も含めた企業価値と、株主利益との関係
5. 買収に応じるか否か、応じる場合の方針を決定する場合（企業価値向上の観点から判断、株主利益への配慮など）
6. 十分な情報開示と株主による判断

◎Q&A（質問案）

- ・ 対象会社の取締役会、特別委員会が検討すべき「望ましい買収」の判断、注意すべき点は？
- ・ 対象会社の取締役会、特別委員会が検討すべき「企業価値」の判断、注意すべき点は？
- ・ 買収提案に応じるか、上場・独立維持するかについてどのように検討し、行動すべきか？、また、買収提案者からの情報提供についてどう考えるか？
- ・ ステークホルダーが買収提案に反対している場合の取締役会の判断、及び注意すべき点は何か？
- ・ 「対象会社の価値向上」と「買収者による買収価格」との関係について対象会社の取締役会、特別委員会はどう考えた方が良いか？
- ・ 「最も企業価値向上に資する提案と最も買収価格が高い提案が一致しないと判断した場合」の対象会社取締役会、特別委員会の検討、対応の要諦や注意すべき点は？
- ・ 買収提案を受けた企業の取締役が指針に沿った行動をとらなかった場合、どのような効果や責任が発生するか？
- ・ 指針策定後の法制度等の変化によって、指針を読む際に注意すべき点は何か？

（出所）経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会（第10回、2026年4月28日開催）」事務局説明資料より野村資本市場研究所作成

なお、今回は指針そのものの見直しは行わない。

指針のポイントでは、平時または買収提案を受けた経営者がどのように行動するのが望ましいかが理解・実践されやすい様、図表4に示した6つのトピックに関する原則やエッセンスを記載する予定である。また、Q&Aの質問案として図表4に掲げた8項目とそれらへの回答を示すことが検討されている。

今後については、2026年5月末～6月に開催が予定されている第11回研究会で上記公表物の原案が提示、議論され、その上で同年7月頃をめどに公表物を取りまとめ、公表・周知を目指す。

4. 少数株主保護に関する上場制度の見直し

1) 少数株主保護に関する上場制度を見直し、2026年12月以降開催の株主総会より適用へ

東京証券取引所は2026年3月27日、少数株主保護に関する上場制度の見直しを公表し、同年4月26日までパブリックコメント募集を行った。見直しの内容は、少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化と、独立役員の独立性基準の見直しである（図表5）。今後は、6月頃をめどに改正規則の公表、2026年12月以後に終了する事業年度に係る定期株主総会から順次適用の予定である。

図表 5 少数株主保護に関する上場制度の見直しの概要

-
- 支配的な株主を有する上場会社（親会社を有する会社や、40%以上の議決権を保有するその他の関係会社を有する会社など）に対し、以下の開示を義務付け
 - ・ 総会後速やかに、会社提案の各取締役選任議案に対する少数株主の賛否、棄権数とその割合、少数株主から除外した株主
 - ・ 少数株主の50%超の反対があった場合は、①総会後速やかに、少数株主の反対理由や原因の把握、理解のために取締役会が行う対応の内容、②総会後6か月以内に、取締役会による実際の対応（株主との対話実施状況など）、株主から得られたフィードバックの概要、取締役会として今後どのような施策を講じるか（講じない場合にはその理由）、施策の方針等
 - 独立性要件の拡充：以下に該当する場合は独立役員の要件を満たさない
 - ・ 上場会社の主要株主及びその近親者（二親等以内の親族、以下同じ）
 - ・ 現在、または1年以内に上場会社の主要株主や上場会社が主要株主となっている先の業務執行者に該当する者及びその近親者
 - ・ 親会社の監査役に過去10年以内において該当していた社外監査役及びその近親者（親会社の会計参与の場合は社外取締役、社外監査役及びその近親者）
 - 属性情報の記載拡充
 - ・ 政策保有株主の業務執行者、政策保有をしている企業の業務執行者（いずれも現在、あるいは過去10年内）について、政策保有関係にある先の会社名、政策保有関係の概要、業務執行者であった時期や年数などについて独立役員届出書等で開示
 - ・ 主要ではない取引先や寄付実施先の業務執行者等に該当する社外役員の記載内容具体化（「売上高は〇万円未満」、「全体の売上高の〇%未満など」取引関係等の規模の把握ができる記載）
-

（出所）東京証券取引所「少数株主保護に関する上場制度の見直しについて（2026年3月27日）」より野村資本市場研究所作成

2）少数株主の賛否割合・反対票を踏まえた対応等の開示の義務化

まず、東京証券取引所のすべての上場会社のうち、株主総会の基準日時点で支配的な株主を有する上場会社（親会社を有する会社や、40%以上の議決権を保有するその他の関係会社を有する会社など¹²）に対し、会社側取締役選任議案について、少数株主に対する賛成、反対、棄権の議決権の数及び割合と、少数株主から除外した株主について、株主総会開催後速やかに開示することが求められる。

さらに、少数株主の50%超の反対票が投じられた議案があった場合には、株主総会開催後速やかに、取締役会として、少数株主の反対理由や原因の把握・理解のためにどのような対応を行うのかについて開示が要請される。そして、株主総会開催後6か月以内に、取締役会として、少数株主の反対理由や原因の把握・理解のためにどのような対応を講じたか（株主との対話の実施状況など）、株主から得られたフィードバックの概要、取締役会としての追加的な施策を講じるか（講じない場合にはその理由）、施策の方針（取り組みの内容、実施時期など）及びその実施状況の開示が要請される。開示は東京証券取引所の適時開示情報伝達システム（TDnet）を想定している。

東京証券取引所は、上場会社は少数株主の利益が適切に確保されるよう、支配的な株主のみならず、少数株主も意識した経営を行う必要があること、少数株主から相当数の反対票の形で懸念が示された場合には、少数株主との対話を進めるとともに、得

¹² 対象となる要件の詳細は東京証券取引所「少数株主保護に関する上場制度の見直しについて」2026年3月27日を参照。

られたフィードバックを踏まえた追加的な施策の必要性等についての検討が求められることを今回の見直しの理由として示している。

3) 独立役員の独立性基準の見直し

独立役員の独立性基準においては、主要株主及び近親者や、政策保有をしている、あるいは政策保有されている企業の役員等には独立役員の独立性はないとみなすこととする。

具体的には、①上場会社の主要株主及びその近親者、②上場会社の主要株主の業務執行者に該当するか、最近（1年以内、以下同じ）において該当していた者及びその近親者（二親等以内の親族、以下同じ）、③上場会社が主要株主である先の業務執行者に該当するか、最近において該当していた者及びその近親者、④上場会社の親会社の監査役に、過去10年以内において該当していた社外取締役及びその近親者、⑤上場会社の親会社の会計参与に、過去10年以内において該当していた社外取締役、社外監査役及びその近親者が独立性基準に該当しないことになる。

また、政策保有をしている企業、あるいは政策保有されている企業の業務執行者に現在、もしくは過去10年以内に該当していたものについては、政策保有関係にある先の企業名、政策保有関係の概要（株数、保有目的など）、業務執行者であった時期、年数、当時の地位、退任後も関係が継続していればその概要などの記載が求められる。

さらに、上場企業の主要ではない取引先、寄付実施先の業務執行者等に該当する社外役員については、投資家が適切に独立性を判断できるよう、該当状況及び記載の概要に関する記載内容の具体化を進める。具体化とは、例えば「売上高は僅少」ではなく「売上高は〇万円以内」、「全体の売上高の〇%未満」など、取引関係等の規模が把握できるような記載が必要となることである。

こうした見直しは、政策保有や株式持ち合いが縮小し、少数株主の声が企業に届くようになってきた中でもなお引き続き一定の影響力を有しているという見方、特に株主、投資家からの懸念を反映したものと考えられる。

II CG改革の原点であるリターン向上にこだわるフェーズに

1. 企業側の意見がより強く反映された改訂という印象

1) 「負担の不平等感」が投資家側への不満の源泉

今回組上にあるCG関連の各種施策の改訂では、過去に比べ会社側にフレンドリーと考えられる項目が相対的に多いという印象を抱く。例えば、CGコードの改訂において、コードのプリンシプル化、スリム化が行われ、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる項目（原則）が大きく減少したことがその例として挙げられるであろう。確かに改訂版のCGコードに新たに設けられる予定である序文の中に「プリン

シンプル化・スリム化は上場企業の対応コスト・開示負担の軽減のみを意図しているわけではないことや、改訂によりコンプライ・オア・エクスプレインの対象から外れ解釈指針に移管された記載やコードから削除された項目については、その重要性が失われたと考えるのは適切でない旨が記載されている。しかし、投資家から見れば、そのように扱われてしまうとの懸念は小さくないであろう。

日本の CG 改革は、株式持ち合いや政策保有株主が日本の株式保有の中心であり、少数株主である純投資家の意見が企業に反映されにくいことを問題点の一つと捉え、それらの解消を推進するとともに、少数株主の保護を意識した改革も行われてきた。こうした施策により、日本の株式保有構造は、1990 年頃は純投資家保有比率が約 30%、政策保有投資家比率が約 70%であったものが、2024 年度には純投資家保有比率が 70%を超え、反対に政策保有投資家比率が 30%を切るなど大きく変化した¹³。

2) 投資家側への不満を認識した上で投資家はスチュワード活動を行う必要

このような大きな変化の中、企業側からすれば安定株主（政策保有株主）の減少、開示要請項目の増加といった有形無形の上場コストに対する負担感が高まってきていたと考えられる。企業側から見れば、投資家は企業に対し要請する立場である一方で求められる負担は総じて小さく、不公平感が強まっていたこともあったであろう。

例えば、企業は投資家等から CG コードの対応やそれに基づく活動について投資家から厳しく評価されるのに対し、投資家のスチュワードシップ活動を厳しく評価する仕組みが整っておらず、そのためスチュワードシップ活動が形式的なものに留まっているという意見を聞くことがある¹⁴。また、アクティビストなどによる日本企業に対する各種行動への否定的な見方は、一時は相対的に少なくなっていたが、彼らの活動が活発になるにつれ、また増えてきているように感じられる。

このような見方がすべて正しいかどうかは別に大切なのは、企業側は投資家側をそのように見ているであろうが、少なくとも相応の企業は投資家に対しこのような見方をしているという事実を十分認識した上で企業との対話、エンゲージメント活動を行うことも肝要であろう。

2. 投資家・企業も CG 改革の「結果」を意識するフェーズに

CG を成長戦略の柱とすることでスタートした CG 改革は、I 章で述べたように一定の成果をあげ、残された課題に対し実質的に対応することで、日本経済の中長期的、持続的な成長につなげるという目標の達成に向けた「最終章」に差し掛かってきた。CG 改革の

¹³ 西山賢吾「政策保有比率が初の 30%割れー金融、非金融とも政策保有圧縮が加速する中、新たな論点もー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年夏号参照。

¹⁴ この点について、英国ではスチュワードシップ・コードに署名した機関投資家について英国財務報告評議会（Financial Reporting Council、FRC）がその活動報告を評価し、スチュワード責任を十分に果たしていないとみなされた機関投資家はコードの署名機関から除名（登録の抹消）されることもある。

最終章においては、株主・投資家、企業ともに改革の目標達成という「結果」をより問われるフェーズに入る。それでは CG 改革の目標達成のために必要なものは何であろうか。CG 改革は成長戦略であるという原点に立ち返れば、これに対する答えは、企業も投資家・株主も「リターン向上」であるだろう。

今回の CG 改革に関する各種施策の改訂に関する議論を見ていると、記載内容において字義的な解釈論に陥ってしまっている。それが投資家・企業相互に不信感を醸成することにつながっていることが少なくないように見える。字義的な解釈は重要ではあるものの、議論をここに矮小化させてしまうのではなく、CG 改革の原点に立ち返ったリターン向上の実践及びそのための行動を強く意識した、本質を突く議論に深耕させていくことが期待される。