

日本の 2026 年コーポレートガバナンス・コード改訂：形式から実質への移行を読み解く

Gemini

序論：日本におけるガバナンス改革の次なるフェーズ

2015 年の導入から 10 年を経て、日本のコーポレートガバナンス・コードは今、極めて重要な岐路に立っている¹。今回の改訂は、単なる定期的な見直しではない。それは、特にプライム市場において概ね達成された形式的なガバナンス体制の整備から、真に企業価値向上を駆動するガバナンス文化の浸透へと、改革の重心を意図的に移行させるものである。この動きは、改革の「実質化」を明確に掲げた「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」によって方向づけられている¹。

本レポートが探求する核心的なテーマは、この新たなフェーズが内包する根本的な緊張関係である。すなわち、原則主義（プリンシプルベース）に根差した実質的なガバナンスをいかにして促進するか、という課題と、企業の開示負担、議決権行使助言会社の画一的な影響力、そして多様化するステークホルダーからの期待といった、市場の現実との間でいかにバランスを取るか、という点にある。

本稿では、まず今回の改訂を促す国内外のマクロ環境要因を分析する。次に、提案されている改訂の主要な柱を個別に詳解し、さらに規制当局、産業界、そして国内外の機関投資家という主要なステークホルダー間の重要な論争点を深く掘り下げていく。最後に、これらを踏まえた総合的な分析に基づき、改訂の着地点と市場参加者への戦略的な示唆を提示する。

表 1：日本のコーポレートガバナンス枠組みの進化（2014 年～2025 年）

年	主要な出来事	出典
---	--------	----

2014 年	スチュワードシップ・コード策定	1
2015 年	コーポレートガバナンス・コード適用開始	1
2018 年	コーポレートガバナンス・コード第 1 回改訂	1
2021 年	コーポレートガバナンス・コード第 2 回改訂	1
2022 年	東京証券取引所（東証）の市場区分再編	1
2023 年	東証による「資本コストや株価を意識した経営」の要請開始	1
2023 年	G20/OECD コーポレートガバナンス原則 改訂	1
2025 年	アクション・プログラム 2025 公表、新コード改訂に向けた有識者会議開始	1

第 1 章：改革を駆動するマクロ環境

今回の改訂は、国内市場の圧力、政治的な潮流、そして国際的な基準という三つの力が合流した結果として、必然的かつ時宜を得たものとなっている。

1.1国内の触媒：東証の市場改革と「形式から実質へ」の要請

2023 年に東京証券取引所（東証）が開始した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請は、強力な触媒として機能している¹。市場の反応は明確なデータとして表れている。計画を開示し、更新したプライム市場上場企業の株価パフォーマンスは、未開示企業を大幅に上回った（アップデート済企業：+42.5%、未開示企業：+17.3%）¹。さらに、東証が好事例として紹介した企業群の株価は+66.6%という顕著な上昇を見せている¹。

この東証のイニシアチブは、ガバナンスに関する議論を体制構築から業績という成果へと移行させることに成功した。市場は今や、価値創造に向けた明確な戦略を具体的に示す企業を積極的に評価している。プライム市場における高い開示率（91%）とスタンダード市場のそれ（48%）との間の著しい差は、市場内でのガバナンス意識の格差が拡大していることを浮き彫りにしている¹。今回のコード改訂は、東証の要請によって始まったこの潮流を、より広く、そして公式なものとして定着させるための論理的な次の一步と位置づけられる。

東証の PBR 改善要請は、市場パフォーマンスがガバナンスへの取り組みを直接的に評価するという強力なフィードバックループを生み出した。これにより、金融庁はより要求水準の高いコード改訂を推進するための、市場からの支持と政治的な資本を得ることができた。つまり、今回の改訂は真空地帯で起きているのではなく、東証が成功裏に創出した市場トレンドを法制化・制度化する動きなのである。東証が 2023 年 3 月に低 PBR 企業を対象として要請を開始し¹、その結果として開示・更新と株価パフォーマンスの間に明確な正の相関関係がデータで示された¹。この成功は、機関投資家が指摘するように、企業と投資家の間に資本効率を巡る「共通言語」を形成した¹。この市場で証明されたコンセプトは、金融庁が資本配分と価値創造の原則をガバナンス・コードに直接組み込むための強力な論拠となり、東証の「要請」から全上場企業に適用される「コンプライ・オア・エクスプレイン」原則へと昇華させる流れを決定づけた。

表 2：主要な CG コード原則におけるコンプライアンス状況の比較（プライム市場 vs. スタンダード市場）

原則番号 / 主要テーマ	プライム市場 コンプライ率 (%)	スタンダード市場 コンプライ率 (%)	出典
補充原則 2-4① （多様性の確保に関する方針・目標開	81.2	46.3	¹

示)			
補充原則 4-1③（後継者計画の策定・運用）	85.8	55.0	¹
補充原則 4-2①（中長期的な業績と連動する報酬）	92.9	64.9	¹
補充原則 4-10①（独立した指名委員会・報酬委員会）	90.0	50.5	¹
補充原則 4-11③（取締役会全体の実効性評価）	95.2	64.9	¹
原則 5-2（資本コストを的確に把握した経営戦略の提示）	94.3	68.1	¹

1.2 政治的側面：高市新首相と企業の手元資金を巡る議論

日本企業の保有する莫大な現預金に対して、政治的・規制的な関心がかつてなく高まっている。日本経済新聞はプライム上場企業の現預金合計を **115兆円**と報じ、他の統計では **200兆円**を超えるとの指摘もある¹。金融庁の有識者会議資料は、この「キャッシュ・ホーディング（現金の退蔵）」問題を明確なターゲットとしており、企業に対し、現預金を含む現在の資源配分が適切であるかを検証し、説明する責任をコードで求めることを提案している¹。

この問題は、高市早苗氏の首相就任により、強力な政治的推進力を得た。同氏は企業の非効率な経営に対して強い問題意識を持つことで知られている¹。過去には、企業の現預金に直接課税する案や、内部留保の用途開示を義務付けるといった踏み込んだ提案も行っている¹。ガバナンス

ス・コードを通じて直接的な課税が導入される可能性は低いものの、それが示す政治的圧力は無視できない。

金融庁の規制目標と新首相の政治的アジェンダが一致していることは、改革に向けた強力な相乗効果を生み出している。これにより、資本配分と現預金活用に関する原則が、今回の改訂において中心の交渉の余地が少ない要素となる可能性が著しく高まった。この問題に対する企業の抵抗は、単なる規制当局からの精査だけでなく、政治的な逆風にも直面することになるだろう。行政機関である金融庁が滞留する企業現預金を経済的な問題として特定し¹、新たな政治指導者である高市首相が同じ問題を政策対応の対象として公に、かつ繰り返し言及し、課税という抜本的な解決策まで提案している¹。市場アナリストも、金融庁の方針と高市氏のアジェンダが「同じ方向」を向いていると分析している¹。この政治と規制の一致は、金融庁がコード内でより踏み込んだ改革案を追求するための追い風となり、「キャッシュ・ホーディング」に関する原則を改訂の目玉へと押し上げた。これは、単なる経済的な議論を、国家的な政策優先事項へと転換させる力を持っている。

1.3 国際的なベンチマーキング：グローバル基準との整合性 (G20/OECD・英国)

金融庁は、2023年に改訂された「G20/OECD コーポレートガバナンス原則」と2024年の英国コーポレートガバナンス・コード改訂を、重要な国際的背景として明示している¹。

G20/OECD 原則は「サステナビリティと強靱性」に関する新章を設け、気候関連のリスクと機会に対する取締役会の責任を強調した¹。一方、英国の改訂は最終的に規模が縮小されたものの、内部統制とリスク管理に関する取締役会の宣言を強化する点に重点が置かれていた¹。

日本の規制当局は、グローバル投資家にとっての市場の魅力を維持する必要性を強く認識している。これらの国際的なベンチマークから文言や原則を取り入れることは、信頼性を確保する上で不可欠である。G20/OECD 原則がサステナビリティを重視している点は、ESG 課題に対する取締役会レベルでの監督に関する既存の国内原則（例：原則 2-3、3-1）を強化する方向へと作用する可能性が高い。また、英国における開示負担とガバナンスの質のバランスを巡る議論⁶は、日本におけるコードの「スリム化」の議論に直接的な示唆を与えている。

この国際的な文脈は、金融庁にとって二重の目的を果たしている。攻めの側面としては、サステナビリティ監督の強化など、国内改革を前進させるための既成のベストプラクティスというテンプレートを提供する。守りの側面としては、コードのスリム化といった国内で異論の出かねない動きに対して、英国で見られたような報告負担軽減という世界的な潮流に沿ったものであると正当化する根拠を提供する。金融庁は、この分野における「唯一の国際基準」である G20/OECD 原則を引用することで、サステナビリティ開示の強化といった提案に大きな正当性

を与えることができる¹。同時に、産業界からは増大し続ける開示負担への懸念が表明されている¹。これに対し金融庁は、報告負担への懸念から当初の提案が撤回された英国の 2024 年改訂を例に挙げ⁶、自らの「スリム化」提案を正当化することが可能となる¹。これにより、金融庁は国際的なトレンドを選択的に採用し、一部の分野で基準を引き上げつつ、他の分野では企業の負担に配慮を示すという、多面的なアジェンダを巧みに推進することができるのである。

第 2 章：改訂提案の核心的要素

金融庁が提示した改革アジェンダは、四つの主要なテーマ的柱から構成されている。本章では、これらを個別に解体し、分析する。

2.1 「スリム化」のパラドックス：原則強化と負担軽減の両立

金融庁は、コードに存在する 47 の補充原則を対象とした大幅な再構築を提案している¹。この計画は、原則を三つのカテゴリーに再分類するものである。第一に、特に重要な補充原則を主要な「原則」へと格上げする。第二に、既に実務として定着した、あるいは法制化された原則を削除する。そして第三に、それ以外の原則については、新たに非拘束的な「考え方」というカテゴリーを設けて移管する。これは、コードがチェックリスト化し、「形式的なコンプライ」と過大な開示負担を生んでいるというフィードバックへの直接的な応答である¹。

これは、今回の改訂において最も複雑な部分と言えるだろう。その目的は、企業と投資家の焦点を、補充原則の条文そのものから、原則の「精神」へと再び向けさせることにある。しかし、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）が警告するように、このアプローチは、コンプライアンス率が相対的に低いスタンダード市場やグロース市場の中小企業に対する基準を希薄化させるリスクを孕んでいる¹。この取り組みの成否は、企業がコードを遵守しない場合に、質の高い実質的な「説明（エクスプレイン）」を提供できるかどうかにかかっている。

非拘束的な「考え方」というカテゴリーを新設する提案は、戦略的な妥協案である。これにより金融庁は、多くの補充原則の実質的な内容を維持しつつ、企業が懸念する開示の過重負担に応える形で「コンプライ・オア・エクスプレイン」の義務を課さないという選択肢を提示できる。これは、企業の懸念を和らげると同時に、熱心な投資家が対話の基盤として利用できるベストプラクティスのベンチマークを維持する方策である。企業はルールが多さと関連する開示負担に不満を表明し¹、投資家はルール削除が特に中小企業において基準を低下させることを

懸念している¹。単純な原則の削除は改革からの後退と見なされるだろう。金融庁が提案する三層構造¹は、このジレンマに対する解決策を提示する。すなわち、最も重要なルールは「原則」として維持し、時代遅れのものは削除し、そして「あることが望ましい」が負担の大きいルールは新しい「考え方」カテゴリーへと移行させる。これにより、金融庁はコードを「スリム化」した（「コンプライ・オア・エクスプレイン」の範囲を縮小した）と主張しつつ、同時に投資家が参照できるベストプラクティスの知的枠組みを保持することができる。これは、意見の分かれる問題に対する、政治的に巧みな解決策と言える。

2.2 企業価値の解放：資本配分と経営資源

「アクション・プログラム 2025」は、コード改訂が「経営資源の最適な配分」を促進し、企業に「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」を求めるべきだと明確に要求している¹。これは「キャッシュ・ホーディング」問題に正面から取り組むものである。現行の原則 5-2 は既に企業に資本効率に関する目標提示を求めているが、今回の改訂は、これをさらに厳格化し、バランスシートそのものの正当性に焦点を当てることを目指している。

これは今回の改訂における最大の論点である。取締役会のプロセスに焦点を当てることから、経営の戦略的意思決定そのものを精査することへと、ガバナンスの対象を大きくシフトさせるものだ。投資家はこの動きを全面的に支持しているが¹、産業界は警戒感を隠さない。有識者会議の小林充佳メンバーは、資本配分はコードによって規律されるべきではなく、経営の中核的な責任であると主張し、この動きが長期的な投資よりも短期的な株主還元への圧力を強めるだけだと懸念を表明している¹。

この資本配分原則を巡る議論は、日本における「企業価値」の定義を巡る、より深く根本的な闘争の代理戦争である。金融庁と投資家は、資本市場中心の視点（価値とは資本に対する効率的なリターンである）を推進している。一方で、産業界は、バランスシートの保守性が不況時に従業員や取引関係を守る美德であるとする、より伝統的でステークホルダーを包摂したモデルを擁護している。金融庁と東証は、市場データに基づき、問題を低い資本効率（低 PBR/ROE と滞留する現預金と定義している¹。彼らの解決策は、企業が資本コストの観点から資本配分を説明することである¹。これに対し小林メンバーは、内部留保は「余剰資金」ではなく「将来の投資や研究開発、有事対応などのための備え」であると反論し¹、コードの序文で株主だけでなく幅広いステークホルダーへの価値分配を明記すべきだと提案している¹。ここに二つの競合する哲学が露呈している。今回の改訂は、この哲学的な議論を白日の下に晒すものであり、この原則の最終的な文言は、日本のコーポレートガバナンスにおいてどちらの哲学が優勢になりつつあるかを示す強力な指標となるだろう。

2.3 透明性と対話の強化：株主総会前開示への圧力

「アクション・プログラム 2025」は、年次有価証券報告書（以下「有報」）の開示時期を株主総会（AGM）前に早めることを主要な目標として掲げている¹。ICGNはこの動きを強く支持しており、議決権が行使される前に十分な情報に基づいた意思決定と有意義なエンゲージメントを行うために不可欠であると主張している¹。ICGNは、日本の会計年度末を基準日とする慣行が世界的に見て特異であり、6月のAGM集中期に先立つ分析期間の短縮問題を悪化させていると指摘している¹。

これは非常に実務的でありながら、影響の大きい提案である。監査済みの完全な財務諸表と事業報告書がAGMのかなり前に提供されるようになれば、日本の株主総会の力学は根本的に変わるだろう。それは、既決事項を形式的に追認する場から、真の説明責任を問うフォーラムへと変貌する可能性がある。しかし、小林メンバーは、これが企業に課すであろう多大な実務負担を指摘する。企業は既に、会社法、金融商品取引法、取引所規則にまたがる複雑で重複した開示制度に直面しており、彼は新たな期限を追加するのではなく、開示制度全体の包括的な改革を主張している¹。

この有報の総会前開示は、株主との対話を真に「実質的」なものにするための要である。タイムリーで包括的な情報がなければ、投資家のエンゲージメントは著しく制約される。この改革がもし実施されれば、監査スケジュール、取締役会の開催日程、そして神聖視されてきた6月のAGM集中開催という慣行にまで、連鎖的な変化を強制することになるだろう。現在の制度では、企業は6月下旬にAGMを開催するが、詳細な有報の提出は総会の直前、あるいは事後になることも少なくない。このため、投資家は有報が提供する全体像を欠いたまま、より簡略な招集通知に基づいて議決権を行使せざるを得ず、対話は事後的・受動的になりがちである¹。提案されている解決策は、AGM前の有報開示を義務付けることである¹。これにより、企業は会計、監査、取締役会承認のスケジュールを圧縮する必要に迫られる¹。この新しい期限を守るため、企業はAGMの開催日を6月のピークからずらさざるを得なくなる可能性があり、それはガバナンス改革者が長年目標としてきたAGM開催時期の分散化につながる¹。そして、AGMの集中が緩和されれば、機関投資家はより多くの総会に出席し、より深く関与することが可能となり、市場全体のエンゲージメントの質を根本的に向上させるだろう。

2.4 取締役会の機能強化：取締役と支援体制の進化する役割

資本配分ほど目立たないものの、金融庁の資料は取締役会の機能強化の必要性にも言及しており、特に、効果的で独立した審議を支える上での取締役会事務局（コーポレートセクレタリ

一) の重要な役割を強調している¹。資料は、取締役会が監督機能へとシフトするにつれて、事務局が監督と執行をつなぐ重要な「結節点」になると指摘している。

これは微妙だが極めて重要な点である。多くの日本企業において、取締役会事務局は経営陣の指揮命令系統下にあり、経営陣の提案に異議を唱えたいと考える独立取締役を支援する能力が損なわれる可能性がある。事務局の地位と独立性を向上させることは、真に効果的な監督機能を持つ取締役会を実現するための鍵となる。これは、ICGN が提唱する、強力な取締役会リーダーシップ体制（例えば、筆頭独立社外取締役や独立取締役会議長）とも軌を一にするものであり、そうしたリーダーシップが機能するためには、十分なリソースを持つ独立した支援機能が不可欠である¹。

この取締役会事務局への着目は、「ガバナンス・インフラ」への投資と見ることができる。規制当局は、単に独立取締役の数を増やすという構造的な変更だけでは不十分であり、それらの取締役が効果的に機能するための事務的・情動的な支援がなければ意味がないと認識している。事務局の強化は、既存の独立取締役制度のポテンシャルを最大限に引き出すことができる、実務的かつ運営上の改革である。コード改訂により、プライム市場上場企業の 98.8% が 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任するという成功を収めた¹。しかし、これらの取締役が孤立しがちであったり、経営陣に効果的に異議を唱えるための十分な情報を欠いていたりするという批判は根強い。伝統的に、取締役会事務局は取締役会への情報フローや議題設定を管理している。金融庁は、事務局が（経営執行側だけでなく）取締役会全体を支援する役割を強化する必要性を強調することで¹、いわば役員室の「配管」を修理しようとしている。独立した議長や筆頭取締役に報告するような、より権限を強化された事務局は、独立取締役による事前の会合を促進し、独立した分析を依頼し、少数意見が議事録に適切に記録されることを保証するなど、取締役会の監督実効性を劇的に向上させる可能性がある。

第 3 章：三者三様の議論：ステークホルダーの視点の分析

本章では、改革を巡る議論を形成している三つの主要な当事者グループの、それぞれ異なり、時には対立する視点を詳細に分析する。

3.1 産業界の視点：自律性と現実主義の要請

- 小林充佳メンバーによる主要な主張¹：
 - **規定より原則を**： より原則主義のコードへの移行を強く支持するが、それが本物でなければならないと主張。コードは、特に資本配分のような経営の核心に関わる戦略を指示すべきではない。
 - **開示の過重負担**： 日本企業は既に重複的で負担の大きい開示制度の下にある。いかなる新しい要求も、制度全体の「スクラップ・アンド・ビルド」によって相殺されなければならない。
 - **ステークホルダーのバランス**： 純粋な株主至上主義モデルを否定し、コードの序文で全てのステークホルダー（顧客、従業員、社会）への価値分配の必要性を明記するよう主張。
 - **議決権行使助言会社の問題**： 現行制度の致命的な欠陥を指摘。強力な議決権行使助言会社が、企業の説明の質に関わらず、画一的なチェックリスト基準で反対票を推奨するならば、「説明」という選択肢は意味をなさなくなる。

この視点は、主流派の日本企業の声である。それは、経営の戦略的自律性を尊重し、多様なステークホルダーの利益を調整する複雑さを認識したガバナンスの枠組みを求める願望を反映している。特に議決権行使助言会社に対する批判は的を射ており、金融庁が目指す真に原則に基づいた制度を実現する上での大きな障害となっている。

3.2 グローバル投資家の要求：より高い基準と説明責任の追求

- ジェン・シッソンメンバー（ICGN）による主要な主張¹：
 - **独立性の基準引き上げ**： 現行基準（プライム市場で3分の1の独立取締役）は不十分。目標は独立取締役が過半数を占める取締役会と独立した議長（少なくとも筆頭独立社外取締役）であるべき。
 - **政策保有株式の解消**： 経営陣の自己保身につながり、非効率な資本配分を招くとして、政策保有株式のゼロ化に向けた取り組みの加速を要求。
 - **委員会の強化**： 全てのプライム企業に対し、独立取締役が過半数を占める三委員会（指名・報酬・監査）の設置を提唱。
 - **強固な株主権**： タイムリーで包括的な総会前開示を要求し、株主権を損なうと考える完全バーチャル総会には反対。

これはグローバル資本の視点である。日本のガバナンスを、他の主要市場（特にアングロ・アメリカン諸国）でベストプラクティスと見なされているものと整合させようとする動きだ。ICGNの要求リストは野心的であり、金融庁の現在の提案を大幅に超えるもので、交渉における一つの到達目標を設定している。

3.3 見えざる手：議決権行使助言会社の影響力

産業界と投資家の視点をつなぐ、核心的な洞察がここにある。小林メンバーは¹、ISS やグラスルイスのような主要な議決権行使助言会社が画一的なルールベースのアプローチで市場を支配する環境下では、原則主義に基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」制度は有効に機能し得ないと的確に指摘している⁷。

これらの会社の影響力は、機関投資家の保有比率の高さと、投資家が数千社もの企業に対して個別の分析を行うコストと困難さから、絶大なものとなっている⁸。彼らの推奨は、議決権行使の結果を大きく左右しうる。米国では、利益相反や事実誤認への懸念から、これらの会社の透明性と説明責任を高めるための規制が活発に議論・導入されている⁷。

金融庁が推進する「実質的な」説明は、企業側が、助言会社が詳細な説明を無視して形式的な不遵守（例：一定数の独立取締役がいらない）のみを理由に「反対」を推奨すると（正当かどうかにかかわらず）信じている限り、失敗に終わるだろう。これは、思慮深い説明を行うインセンティブを削ぎ、形式的な遵守を助長する。それはまさに、今回の改革が克服しようとしているそのものである。

この未解決の議決権行使助言会社の影響力という問題は、「形式から実質へ」という改革アジェンダの成功に対する単一で最大の脅威である。質の高い「説明」が市場エコシステムによってどのように評価され、価値を見出されるのかというメカニズムに取り組まない限り、「スリム化」と原則主義への移行というアプローチ全体が裏目に出て、実質的な改善ではなく混乱を招く可能性がある。金融庁は、企業が遵守しない場合には思慮深く「説明」することを望んでいる¹。しかし企業は、説明の質に関わらず、助言会社が不遵守を理由に自動的に反対推奨を出すことを恐れている¹。これは、拡張性のある標準化されたポリシーに依存する助言会社のビジネスモデルを考えれば、合理的な懸念である。機関投資家は、膨大な数の議決権行使を管理するために助言会社に依存している⁹。これが悪循環を生む。企業は、否定的な推奨を避けるために形式的な遵守へと追い込まれ、それが「説明」という選択肢の目的を損ない、チェックリスト的な思考様式を永続させる。したがって、金融庁、東証、あるいは投資家自身が、画一的な助言会社の推奨に対抗またはバランスを取るメカニズムを創出しない限り、より原則に基づいたコードへの移行は、その開始時点から構造的に損なわれることになる。これこそが、改革の中心に横たわる、未解決の根本的な矛盾である。

表 3：主要な改訂テーマに関するステークホルダーのスタンス

改訂テーマ	規制当局（金融庁/	産業界（小林メン	グローバル投資家
-------	-----------	----------	----------

	東証)	バーの意見)	(ICGN)
コードの構造 (スリム化)	補充原則の再編 (格上げ・削除・「考え方」化) により、原則主義を強化しつつ負担を軽減 ¹	原則主義への移行を強く支持するが、助言会社の問題が実質化を阻害すると指摘 ¹	原則として支持するが、中小企業における基準の希薄化を懸念 ¹
資本配分 (キャッシュ・ホーディング)	現預金を含む経営資源の配分について、検証と説明責任を明確化する方向 ¹	経営の自律性を尊重すべきであり、コードによる規律は短期的な株主還元圧力を強めるリスク ¹	資本効率の改善とROEへの強い焦点を要求。ガバナンスの重要な責任と位置づけ ¹
取締役会の独立性	プライム市場で3分の1以上という現行基準の遵守を推進 ¹	人数要件の充足が目的化している形式的な遵守を問題視 ¹	独立取締役が過半数を占める取締役会と独立した議長の設置を要求 ¹
有報の総会前開示	アクション・プログラムで主要な目標として設定。対話促進に不可欠との認識 ¹	企業の過大な開示負担を指摘。制度横断的な抜本的見直しを要求 ¹	強く支持。情報に基づいた意思決定とエンゲージメントに必須。基準日の見直しも提言 ¹
政策保有株式	保有の適否の検証と縮減に関する方針の開示を要求 (現行コード) ¹	(直接の言及なし)	ゼロへの解消を加速するよう強く要求 ¹

第4章：今後の展望：統合的分析、見通し、および戦略的提言

4.1 2026 年コード改訂の着地点

- **実現可能性の高い変更点：**
 - **資本配分原則：**強力な規制的・政治的な後押しを背景に、現預金水準に特に焦点を当てた、資本配分方針の詳細な開示と正当化を求める新設または大幅に改訂された原則が盛り込まれることはほぼ確実である。
 - **コードの再構築：**企業の負担懸念に対応する形で、補充原則の三層構造への再分類による「スリム化」が実施されるだろう。
 - **総会前開示：**コードは有報の総会前開示をより強く奨励する文言を含むことになるだろう。ただし、小林メンバーが提起した懸念を踏まえ、厳格な義務的期限の設定は段階的に導入されるか、さらなる法的な検討の対象となる可能性がある。
- **交渉と妥協が見込まれる領域：**
 - **取締役会の独立性：**ICGN が要求するような、全プライム企業に対する過半数の独立取締役の義務化が、今回の改訂で実現する可能性は低い。より現実的な着地点は、それをベストプラクティスとして強く奨励する文言の追加、あるいは特定の特性を持つ企業（例：支配株主を有する企業）にのみ義務付けるといった形になるだろう。
 - **政策保有株式：**解消への圧力は継続するものの、「ゼロ」の義務化は考えにくい。コードは、経済合理性の正当化を求める既存の要求（原則 1-4）を強化する方向になるだろう。
- **未解決の課題：**これらの変更がもたらす最終的なインパクトは、市場エコシステム（特に投資家と議決権行使助言会社）が、質の高い説明を評価し、それに報いるよう進化できるかどうか大きく依存する。

4.2 市場参加者への戦略的示唆

- **企業取締役会および経営陣へ：**
 - **資本戦略の先行的見直し：**コードの最終決定を待つべきではない。今すぐ、取締役会主導でバランスシートと資本配分戦略の厳格な見直しを開始すべきである。現預金水準を、具体的で信頼性の高い長期的な成長計画に結びつける、明確でデータに基づいたストーリーを準備することが求められる。
 - **戦略的ツールとしての「説明」：**「説明」を不遵守の印と見なす考え方から、戦略的なコミュニケーションの機会と捉えるマインドセットへと転換すべきである。巧みに構成された説明は、不本意な遵守よりも強力なメッセージとなりうる。
 - **助言会社への早期エンゲージメント：**助言会社のポリシー策定期間中に積極的に関与し、自社の固有の状況を説明し、よりニュアンスのある評価枠組みを提唱すべきである。
- **機関投資家へ：**
 - **「説明」評価のための社内体制構築：**思考を外部委託してはならない。助言会社の推

奨に単純に依存することから脱却し、企業の説明の質を評価するための独自の社内フレームワークを開発すべきである。スチュワードシップには、判断力が求められる。

- **資本配分に焦点を当てたエンゲージメント**：新しい原則を、エンゲージメントのための強力なテコとして活用すべきである。持続可能なリターンを生み出すために資本がどのように配分されているかについて、明確な回答を要求することが重要である。
- **包括的な開示改革への支持**：企業の開示負担に関する懸念の正当性を認識すべきである。より効率的で統合された日本の開示制度に向けたイニシアチブを公に支持することが望ましい。

4.3 結論：より実質的でダイナミックなガバナンス環境へ

2026 年のコード改訂は、日本のガバナンス改革の道のりにおいて、必要かつ野心的な進化を象徴するものである。その成功は、コンプライアンス統計の変化によってではなく、より戦略的な資本配分、よりダイナミックな取締役会レベルでの議論、そして企業とその所有者との間のより洗練された対話といった、観察可能な企業行動の変化によって測られることになるだろう。最大の挑戦は、コード自体を書き換えることにあるのではなく、真に原則に基づいたアプローチが要求するニュアンスと判断力を受け入れる成熟度を備えた市場エコシステムを育成することにある。

引用文献

1. 04.pdf
2. 企業の内部留保、現預金への課税が衆院選挙の論点に - Nomura Research Institute (NRI), 10 月 30, 2025 にアクセス、
https://www.nri.com/jp/media/column/kiuchi/20211014_2.html
3. 高市氏の過去の発言・寄稿に基づくサナエノミクス関連銘柄 野村証券ストラテジストが解説, 10 月 30, 2025 にアクセス、
<https://www.nomura.co.jp/wealthstyle/article/0456/>
4. G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則の改訂ポイント - 金融庁, 10 月 30, 2025 にアクセス、
<https://www.fsa.go.jp/frtc/kikou/2023/20231010.pdf>
5. 第 12 回 英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する FRC の協議 提案された変更の概要, 10 月 30, 2025 にアクセス、
https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/prmagazine/pwcs_-view/202309/46-04.html
6. 英国 CG コード改訂：大部分が撤回される一情報開示拡充よりも負担軽減を重視 - Nomura, 10 月 30, 2025 にアクセス、
<https://www.nomuraholdings.com/jp/sustainability/sustainable/finance/research/research/news20240201103091.html>

7. 議決権行使助言会社 米国では 22 年より規制開始 - 監査役ニュース, 10 月 30, 2025 にアクセス、<https://corporateauditor.blog.jp/archives/25283196.html>
8. アメリカ・EUにおける議決権行使助言会社の規制 - JPX, 10 月 30, 2025 にアクセス、https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000005onsg-att/20211126_1.pdf
9. わが国の議決権行使助言会社の規制 - JPX, 10 月 30, 2025 にアクセス、https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000005ontt-att/20211224_2.pdf
10. 議決権行使助言業者規制再導入の検討開始 - 大和総研, 10 月 30, 2025 にアクセス、https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20250513_025088.pdf
11. 議決権行使助言会社の規制 梅本 剛正 - 日本証券経済研究所, 10 月 30, 2025 にアクセス、https://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1717/1717_04.pdf
12. 日米で共通する株主提案・議決権助言の課題 | 大和総研, 10 月 30, 2025 にアクセス、https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20250528_025121.html