

2026 年 8 月 20 日 全 6 頁

CG コードでの上場会社と投資家の注目点は？

CG コードのパブリックコメントの結果から読み解く

政策調査部

主席研究員

神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所は2026年7月に改訂版コーポレートガバナンス・コード（CGコード）とパブリックコメント結果を公表した。コメントは上場会社、機関投資家、経済団体、個人などから集まり、853件に達した。特に「株主総会前の有価証券報告書開示」や「取締役会による経営戦略の議論・経営資源配分」に高い関心が集まった。
- 上場会社の関心は、有価証券報告書の総会前開示に伴う実務負担（「原則1-2」）や中期経営計画の位置付け（「原則4-1」）などにある。制度の趣旨には理解を示しつつも、過度な負担や柔軟性低下への懸念が多く見られた。
- 機関投資家は、経営資源の配分（「原則4-2」）、独立社外取締役の数（「原則4-10」）、相当数の反対があった会社提案議案への対応（「原則1-3」）への関心が高かった。原則や解釈指針の内容より踏み込んだコメントが多かった。
- 今回のコメント結果から、上場会社は実務面・運用可能性を重視し、機関投資家は規律強化や資本効率向上を重視していることがうかがえる。2027年7月末までのコーポレート・ガバナンス報告書の対応では、コンプライするにせよ、エクस्पラインするにせよ、丁寧な説明が重要となる。

大部に及ぶパブリックコメント

東京証券取引所（東証）は2026年7月21日に改訂版のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）を公表した。改訂に際して募集していたパブリックコメントに対する「提出された意見とそれに対する考え方」も同時に公表（8月3日更新）した。パブリックコメントに対する回答は目次やコメント提出者リストを含めて454頁に及び、投資家や上場会社からの関心が高かったことがうかがわれる。コメント提出者は上場会社、機関投資家、研究機関、議決権行使助言会社、コンサルティング会社、事業会社、投資家・上場会社関係団体、経済団体、個人などで、147の個人及び団体と多岐にわたる。本稿では、このうち上場会社と機関投資家が提出したコメントを集計し、両者の興味対象や考えを概観する。

パブリックコメントの全容

パブリックコメントに寄せられたコメントは全部で 853 個あった。東証が各主体のコメントを分野別に切り分けてコメント対応しているため、コメント提出者数を大幅に上回る。序文と各基本原則・原則をあわせると 42 区分が設定されている。そのうち、各基本原則・原則に関する「その他」に分類されたものは 5 区分である。この「その他」に分類されたものを除いてコメント数が多かったのは、「原則 1-2 株主総会における権利行使」57 個、「原則 4-1 取締役会の役割・責務Ⅰ：企業戦略等の大きな方向付け」55 個、「原則 4-2 取締役会の役割・責務Ⅱ：適切なリスクテイクを支える環境整備」48 個である。いずれも改訂版 CG コードで新たに追加された文言がある原則である。

「原則 1-2」は有価証券報告書（有報）の株主総会前の開示を求めたものである。解釈指針では株主総会開催日の 3 週間以上前に有報の提出が最も望ましいとされ、そのために株主総会開催日や議決権行使に係る基準の後ろ倒しを含めた検討が言及されている。「原則 4-1」と「原則 4-2」は取締役会の役割・責務についての記述で、経営戦略とそれに関する経営資源の配分を扱っており、内容に連続性がある。「原則 4-1」は取締役会が経営戦略などの議論を行い、その策定・公表に当たって経営資源の配分等について具体的に説明を行うことが求められている。解釈指針では、中期経営計画を公表した場合、それ自体は株主に対するコミットメントであり、目標未達の場合、原因分析、株主への説明、原因の次期以降の計画への反映が期待されている。「原則 4-2」は取締役会が経営資源の配分が経営戦略に沿っているか、不断の検証が求められている。解釈指針では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など不断に検証することになっており、原則を実践するための手段の 1 つが示されている。

上場会社が注目する原則

ここでは、提出されたパブリックコメントを集計して、上場会社の関心事項を確認したい。提出元が上場会社であるものだけでなく、上場会社の子会社なども集計対象とした。なお、上場会社が会員となる経済団体は対象から除外している。

集計結果を見ると総コメント数は 73 個で、最もコメントが多かったのは「原則 1-2 株主総会における権利行使」13 個、次いで「原則 4-1 取締役会の役割・責務Ⅰ：企業戦略等の大きな方向付け」9 個である（図表 1）。コメント数 4 個で「序文 本コードの適用（第 8 項～第 10 項）」、「原則 2-2 社内の多様性の確保」、「原則 4-8 独立社外取締役の役割・責務」、「原則 4-14 取締役会における審議の活性化等」が並ぶ。なお、「序文 本コードの適用（第 8 項～第 10 項）」は、改訂版のコードで新設され、ベストプラクティスなどが含まれる解釈指針の扱いについてである。

図表 1 上場会社の注目点

コメント数	原則	主な内容
13個	原則 1－2 株主総会における権利行使	・ 有報の株主総会開催日の 3 週間以上前開示の文言を修正 ・ 株主総会開催時期の後ろ倒しは実務への影響が大きい
9 個	原則 4－1 取締役会の役割・責務 I ：企業戦略等の大きな方向付け	・ 経営戦略等の策定・公表する主体を取締役会から経営陣への変更 ・ 中期経営計画の公表が株主へのコミットメントに位置付けられるような表現は避ける
4 個	序文 本コードの適用（第 8 項～第 10 項）	・ 解釈指針の「～すべき」という記載を極力避ける ・ 解釈指針を実施していないことで対応が不十分と評価されることがないように明確化
4 個	原則 2－2 社内の多様性の確保	・ 数値目標ではなく、多様性に係る考え方を示す。取組みの結果の説明として数値も交えた開示が妥当
4 個	原則 4－8 独立社外取締役の役割・責務	・ 役割について「支配株主」からの独立、「少数株主」の意見の反映といった特定の株主の利益ではなく、株主共同の利益を考慮
4 個	原則 4－14 取締役会における審議の活性化等	・ 取締役会事務局について専任部署の設置や画一的な組織整備を求める趣旨ではないことを明確化

（出所）東京証券取引所「提出された意見とそれに対する考え方」（2026 年 7 月 21 日、8 月 3 日更新）より大和総研作成

「原則 1－2」については、有報を株主総会開催日の 3 週間以上前に開示することが望ましいという解釈指針に対して修正を求めたり、懸念を示したりする意見があった。実務上の負担から 3 週間以上前の開示が難しいこと、3 週間以上前という期間は機関投資家の内容確認に十分な時間と言えるのかという疑問などが背景にある。有報の提出期限を決めるよりも、有報の内容で投資家に有用な事項があれば、会社法などの見直しを通じて記載書類の見直しを検討すべきという意見もあった。株主総会開催時期の後ろ倒しについても、取締役の任期、配当支払時期との関係、決算期末との整合などから実務への影響が大きいとの指摘がなされている。なお、事業報告と有報の一本化などの取組みは重要視されており、開示負担の軽減に資する環境整備を求めている。

「原則 4－1」については、経営戦略等を策定・公表する主体を取締役会から経営陣へ変更することを求めるコメントが出ている。取締役会は監督を担う主体であることが理由とされている。解釈指針の中期経営計画に関する記述に対して、中期経営計画が株主へのコミットメントと受け取られるような表現は避けるべきことや、目標に未達であった場合に原因分析・株主への説明・分析結果の次期以降の計画への反映の文言の削除を求めるコメントがあった。

機関投資家が注目する原則

一方で、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関のうち投資家団体や経営コンサルティング会社を除いたものを機関投資家として集計したところ、総コメント数は 164 個あった。最もコメントが多かったのは、「原則 4-2 取締役会の役割・責務Ⅱ：適切なリスクテイクを支える環境整備」「原則 4-10 独立社外取締役の数の確保」でそれぞれ 12 個あった（図表 2）。次いで、「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」11 個、「基本原則 1 株主の権利・平等性の確保、株主との対話」10 個であった。

図表 2 機関投資家の注目点

コメント数	原則	主な内容
12個	原則 4-2 取締役会の役割・責務Ⅱ ：適切なリスクテイクを支える環境整備	・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の有効活用できているかなどを不断に検証する、という解釈指針を原則へ組み込むべき ・現預金水準や株主資本の考え方に関するベストプラクティスをより明確に示す ・過剰な現金を成長投資に用いるべきとする規定的な表現に懸念
12個	原則 4-10 独立社外取締役の数の確保	・取締役会の過半数を独立取締役が占め、主要な委員会は独立取締役のみで構成されることは、利益相反を軽減し、取締役会が株主の利益のために機能することを確保する ・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をプライム市場と同等の基準とすべき
11個	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	・20%の反対票が投じられた場合、議決結果の正式な分析を行い、その対応を説明 ・分析した反対の理由や反対票が多くなった原因についての開示 ・取締役の選解任等の重要議案は会社提案・株主提案を問わず、少数株主の意思が把握できる形で賛否状況の開示を検討
10個	基本原則 1 株主の権利・平等性の確保、株主との対話	・買収防衛策、株主の利益を害する可能性のある資本政策、関連当事者間の取引に関する解釈指針を原則に位置付けるべき ・支配株主を有する上場会社のガバナンス体制に関する解釈指針を原則に組み込むべき

（出所）東京証券取引所「提出された意見とそれに対する考え方」（2026 年 7 月 21 日、8 月 3 日更新）より大和総研作成

「原則 4-2」は解釈指針へのコメントがほとんどである。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などを不断に検証する、という解釈指針を原則へ組み込むべきとする意見があった。また、現預金水準や株主資本の考え方に関するベストプラクティスを解釈指針においてより明確に示すことが有益であるとされた。一方で、過剰な現金を成長投資に用いるべきとする一律に求めるような表現に懸念を示すコメントもあった。成

熟事業から最大限のリターンを得ることや、低収益事業の売却によって事業ポートフォリオを最適化することが、良いガバナンスの成果となる場合もあることが理由とされている。

「原則 4-10」は独立社外取締役の数の確保についてであり、プライム市場上場会社では取締役会における独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 以上（その他の市場では 2 名以上）選任すべきとされている。また、支配株主を有するプライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも過半数（その他の市場では 3 分の 1 以上）選任すべきであると併記されている。コメントでは、取締役会における独立社外取締役は過半数とすることや、プライム市場だけではなく、その他の市場でもプライム市場と同等の独立社外取締役の水準とすべきとされた。

「原則 1-3」は株主総会で相当数の反対があった会社提案議案について、原因の分析を行い、株主の権利の実質的な確保に資するよう適切に対応すべきという内容である。この文言より踏み込んだ対応を期待するコメントが見られた。20%の反対票が投じられた場合、議決結果の正式な分析を行い、その対応を説明する、という相当数の反対の具体的な水準が示された。その他、分析した反対の理由や反対票が多くなった原因についての開示、取締役の選解任等の重要議案は会社提案・株主提案を問わず、少数株主の意思が把握できる形で賛否状況の開示などが挙げられた。

おわりに

上場会社と機関投資家の双方が改訂版 CG コードの主要な変更点に高い関心を示したが、コメント内容やコメント数の違いから、重視する論点や問題意識の差異がうかがえた。

上場会社で最も多くのコメントがあった「原則 1-2 株主総会における権利行使」については、実務的な負担を懸念した声が多く、原則への危惧が感じられる。一方で、機関投資家では上位 3 項目には入らなかった。内容を見ると、追加的な施策を求めるコメントもあったが、評価するコメントが一定数あった。上場会社で 2 番目に多かった「原則 4-1 取締役会の役割・責務Ⅰ：企業戦略等の大きな方向付け」は機関投資家では上位 3 項目には入らず、「原則 4-2 取締役会の役割・責務Ⅱ：適切なリスクテイクを支える環境整備」が機関投資家において最もコメント数が多い項目であった。上述したように、これら 2 つは連続性がある内容の原則であるため、上場会社と機関投資家の両者にとって興味・関心が大きい分野と言えよう。機関投資家は「原則 4-2」の解釈指針の内容を原則に組み込むことやベストプラクティスを明確に示すことを期待しており、より一層踏み込んだ規律付けを求めていることがうかがわれる。

「原則 4-10 独立社外取締役の数の確保」「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」は機関投資家のコメントで多く、上場会社で上位の項目では見られなかった。機関投資家のコメントでは原則や解釈指針よりも踏み込んだ内容の規定を求めている。総じて見ると、上場会社は原則の運用可能性を懸念しており、機関投資家は規律と資本効率を重視しているように思われる。

上場会社は 2027 年 7 月末日までに改訂版 CG コードに基づくコーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）の開示が必要である。改訂版 CG コードでは、エクスプレインの積極的な選択や、その場合の丁寧な説明が求められている。また、コンプライについても、その理由や具体的な取組みを十分に説明することが望まれている。CG 報告書の記載を考えると、自社で判断すべきフリーハンドの部分が従来以上に増えており、どのように対応すべきか悩ましいとの声も聞かれる。CG 報告書の評価は投資家が判断するものであることを踏まえれば、本稿で挙げた機関投資家の興味・関心が強い原則についてエクスプレインを選択した場合は当然丁寧な説明が必要であり、コンプライであっても丁寧な説明をすることが考えられよう。