「コーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリックコメントの結果について

2026 revision of Japan' Corporate Governance Code

Summary of comments received at the public consultation process and responses

当取引所では、「コーポレートガバナンス・コードの改訂について」について、その要綱を 2026 年４月 10 日に公表し、同年５月 15 日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、147 件の意見が寄せられました。本件に関してお寄せいただいた主な意見の概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下のとおりです。

なお、「意見に対する考え方」欄において用いる略称は、原則として以下のとおりです。

正　式　名　称　等	略　称
コーポレートガバナンス・コード	本コード
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	有識者会議
「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～	スチュワードシップ・コード
コーポレート・ガバナンスに関する報告書	コーポレートガバナンス報告書
パブリックコメント開始時（2026 年４月 10 日）に公表したコーポレートガバナンス・コード改訂案	パブコメ案
改訂前のコーポレートガバナンス・コード	改訂前コード
改訂後のコーポレートガバナンス・コード	改訂版コード

	Abbreviations
Tokyo Stock Exchange	TSE
Financial Services Agency, Government of Japan	FSA

※　項目名及び「意見に対する考え方」欄における各基本原則・原則の番号は、特段の断りのない限り、改訂後の基本原則・原則の番号を用いています。
Unless otherwise specified, the titles and the principle numbers for each General Principle and Principle referred to in the “Responses and their provisional translation” column are based on the numbering of the revised General Principles and Principles.

※　各基本原則・原則の解釈指針に関する意見及び意見に対する考え方は、各基本原則・原則の項目に記載しています。
Comments on and responses to the Interpretive Guidance for each General Principle and Principle are provided under the respective sections for each General Principle and Principle.

※　意見提出者において下線・太字・色文字等で記載されていた点は、必要に応じ、「提出意見の概要」において下線付きで記載しています。
Any comments that were originally indicated through underlining, boldface, colored text, or similar formatting has, where necessary, been reproduced in the “Responses and their provisional translation” section with underlining.

目　次

総論 ..... － 3 －

序文 ..... － 32 －

総論 ..... － 32 －

本コードの目的（第１項～第３項） ..... － 32 －

「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」（第４項～第７項） ..... － 37 －

本コードの適用（第８項～第 10 項） ..... － 47 －

企業の実質的な対応を促すための「プリンシプル化」・「スリム化」（第 11 項・第 12 項） ..... － 68 －

2026 年改訂を踏まえた当面の留意事項（第 13 項・第 14 項） ..... － 70 －

第１章　株主の権利・平等性の確保、株主との対話 ..... － 72 －

総論 ..... － 72 －

基本原則１ ..... － 75 －

原則１－１ ..... － 97 －

原則１－２ ..... － 114 －

原則１－３ ..... － 147 －

原則１－４ ..... － 158 －

その他 ..... － 172 －

第２章　株主以外のステークホルダーとの適切な協働 ..... － 173 －

基本原則２ ..... － 173 －

原則２－２ ..... － 177 －

原則２－３ ..... － 188 －

原則２－４ ..... － 190 －

その他 ..... － 191 －

第３章　適切な情報開示と透明性の確保 ..... － 192 －

基本原則３ ..... － 192 －

原則３－１ ..... － 193 －

原則３－２ ..... － 196 －

原則３－３ ..... － 199 －

その他 ..... － 202 －

第４章　取締役会等の責務 ..... － 203 －

基本原則４ ..... － 203 －

原則４－１ ..... － 206 －

原則４－２ ..... － 239 －

原則４－３ ..... － 270 －

原則４－４ ..... － 281 －

原則４－５ ..... － 290 －

原則４－６ ..... － 298 －

原則４－７ ..... － 305 －

原則４－８ ..... － 311 －

原則４－９ ..... － 330 －

原則４－10 ..... － 337 －

原則４－11 ..... － 348 －

原則４－12 ..... － 355 －

原則４－13 ..... － 362 －

原則４－14 ..... － 378 －

原則４－15 ..... － 401 －

その他 ..... － 408 －

その他 ..... － 420 －

提出者別意見一覧 ..... － 451 －

総論

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
総論		
1	本改訂案が、コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返り、補充原則を廃止して原則を抽象化・概念化するとともに、コード全体をスリム化し、その趣旨・背景を示す「解釈指針」を新設した点は、形式的な遵守ではなく実質的なガバナンスの実現を促すものとして高く評価しており、異論はない。 【特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
2	We wish to express our support for the overall direction and spirit of this revision. We view this revision as a significant and welcome milestone in the journey of Japan's corporate governance toward global standards. We welcome the structural reforms aimed at slimming down the code and making it more principles-based. By significantly reducing provisions that were overlapping with laws and listing rules or had become overly detailed, and by elevating truly important items like cross-shareholdings to the level of "Principles," we believe the code has returned to the original spirit of the principles-based approach. Furthermore, the new "Interpretive Guidance," which provides specific examples but is excluded from the "comply or explain" obligation, is expected to reduce the burden of formalistic disclosure while encouraging companies to set their own autonomous policies. We believe this will enable both companies and investors to focus on more substantive dialogue. While the overall content of this revision is undoubtedly positive, we believe we should be cautious in applying the label "From Form to Substance." This catchy slogan may inadvertently create a misleading impression that the formal requirements of Japan's governance framework are now fully sufficient and that only matters of substance remain. This is not the case. We must acknowledge the fact that a gap in form—particularly regarding board independence and committee structure—still exists when compared to global	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

	standards. Form enables substance, and an improper board structure is a direct and powerful barrier to achieving substantive oversight. Therefore, we are convinced that it is more accurate and constructive to see this revision not as a final transition, but as a vital and positive milestone on a longer journey toward comprehensive governance improvement. 【ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント】	
3	Overall, the proposed revisions are viewed positively in terms of their direction and underlying considerations and are broadly supported. In particular, the revised Corporate Governance Code (draft) appears to encourage a shift in corporate behavior from formalistic compliance toward the more substantive enhancement of governance effectiveness. The efforts to streamline and clarify the overall structure are also welcome. It is also noteworthy that the revisions introduce a clearer distinction between principles subject to “comply or explain” and the “interpretive guidelines.” The latter are positioned as recommended approaches to support the implementation of each principle, rather than as binding requirements. In this respect, they may serve as practical guidance while preserving a degree of flexibility for companies in determining how best to respond in light of their specific circumstances. Furthermore, the revisions are expected to support the next phase of governance development in Japan, building on the qualitative improvements made by companies to date and encouraging more substantive progress. By reaffirming the principles-based nature of the Code and the intent of “comply or explain,” the revisions suggest that companies are expected not only to comply in a formal sense, but also to provide explanations that reflect their individual circumstances. At the same time, it may be important for investors and other stakeholders to consider such explanations in context, avoiding overly uniform or mechanical assessments. While the overall direction of the revisions is clear, and several of the proposed amendments represent meaningful and constructive enhancements, there remain areas where the drafting could benefit from greater clarity and where interpretation may be less straightforward in	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

	practice. In addition, there are instances where, although the underlying policy rationale is well understood, careful consideration may be warranted regarding practical implementation and market readiness. In this context, further clarification or supplementary guidance would be beneficial in relation to the following points. At the same time, a number of aspects of the revisions are particularly constructive and deserve recognition, as they have the potential to contribute meaningfully to the continued advancement of corporate governance standards in Japan. Streamlining of the Code and Introduction of Interpretive Guidance The streamlining of the Code and the introduction of Interpretive Guidance represent one of the most significant structural changes in this revision. The establishment of Interpretive Guidance as a supplementary framework—while not itself subject to the comply-or-explain mechanism—provides useful direction for companies when considering how to address the principles in practice. That said, the reduction in the number of explicit principles raises some concern that certain governance expectations previously articulated in more granular terms may become less visible over time. Recent governance reforms have often been cited as evidence that Japanese corporate governance standards are steadily improving. This streamlining, however, places greater responsibility on listed companies to demonstrate that such progress is sufficiently embedded to continue without highly prescriptive articulation. In this respect, the revision may be viewed as a meaningful test of whether Japanese companies have reached a level of governance maturity that allows for more principle-based implementation, rather than detailed rule-based compliance. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	
4	We welcome the adoption of a principles-based approach, and we are pleased that the Code retains a clear and robust focus on directors' fiduciary duty to all shareholders. As providers of capital who bear the economic risk of loss, shareholders should remain the primary reference point for board	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

	decision-making. This principle should underpin the overall application of the Code. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
5	We welcome the progress Japan has made on corporate governance since the introduction of the Corporate Governance Code in 2015 and the Stewardship Code in 2014. We have observed an increased level of interest among Japanese companies in discussing corporate governance with institutional investors and their representatives, and subsequent revisions to the Code have supported further improvements in governance practice. We welcome the proposed amendments to the Code, and appreciate the FSA's efforts in continuously improving corporate governance. 【Federated Hermes Limited】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
6	We broadly support the intention to streamline the Code and reinforce a principles-based framework, and we welcome the emphasis on long-term value creation and the role of boards in setting and monitoring strategic direction. We also support the slimming of the Code and trust that most boards and managements will follow the spirit of "comply or explain." […] The proposed revisions represent a meaningful evolution of the Code. However, the balance between flexibility and accountability is critical. In our view, the current draft risks shifting too far toward discretion, particularly through the expanded use of Interpretive Guidance and the reframing of capital allocation priorities around growth. Maintaining the credibility of Japan's corporate governance framework requires preserving clear, enforceable expectations in the areas that matter most to investors: minority shareholder protection, capital discipline, and board accountability. We hope these comments are constructive and would be pleased to engage further. 【M&G Investments】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 本改訂は、自らの置かれた状況に応じて自社のガバナンスの在るべき姿を各社において不断に検証しつつ取り組むこと、また原則をコンプライする場合・しない場合のいずれであっても、自社の取組みを丁寧に説明することを後押しすることを意図しています。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. The revisions aim to encourage companies to continuously review their ideal state of governance practices in accordance with their surrounding circumstances, and to provide carefully-tailored explanations of their measures, regardless of whether they comply with a Principle or not. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
7	We welcome the revised Code's emphasis on growth-oriented governance that enhances value creation. We are aligned with its emphasis on boards	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	fulfilling their fiduciary duties to shareholders and their role in setting the broad direction of corporate strategy. We also endorse the focus on appropriately allocating business resources, including growth investments, as essential for long-term growth. 【Brickwood Asset Management】	Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
8	当社は、コードの「プリンシプル化」・「スリム化」を図りつつ、経営資源の配分に関する取締役会の役割・責務に対する期待を強化することを目指す今回の改訂案の全体的な方向性を歓迎します。本改訂は、日本企業の中長期的な成長を後押しする前向きな一歩になると考えます。 【キャピタル・インターナショナル株式会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
9	Corporate governance in Japan has been a longstanding focus of our engagement with FSA, TSE, and Japanese companies. We understand FSA and TSE's intention to promote substance over form. We share that objective and we welcome a number of the substantive improvements in the revised Code, including the strengthened expectations on capital efficiency, the repositioning of constructive shareholder dialogue into Principle 1, reflecting its central importance to the Code, and the separation of internal control and risk management oversight into a dedicated standalone principle. 【Norges Bank Investment Management】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
10	We are grateful for the opportunity to submit this letter in connection with the FSA and TSE's public consultation on proposed draft revisions to Japan's Corporate Governance Code (the "Code"). We welcome the opportunity to contribute our perspective as a long-term institutional investor with direct experience engaging Japanese companies on governance and value creation. We support the overall direction of the proposed revisions. The most important contribution of the proposed revised Code is its continued movement away from formalistic governance compliance, or what the Code calls a shift from "defensive governance" to "growth-oriented governance." This is a shift we have long advocated for, both through direct engagement with Japanese companies and through prior regulatory submissions.	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

	The governance reforms of the past decade have produced real structural progress: broader adoption of independent directors, improved disclosure, and greater board engagement with shareholders. But governance structures have evolved more quickly than governance practice. The result, too often, has been procedural compliance rather than substantive change. We are particularly encouraged by a few provisions that address this gap directly. Principle 4.1's explicit articulation of the board's responsibility to set a path for growth and explain resource allocation in light of cost of capital and opportunity cost gives long-term shareholders a clearer basis for holding boards accountable to the strategic frameworks they disclose. Principle 4.2 goes further by requiring the board to establish an environment that supports appropriate risk-taking by management (and to persistently review whether business resources are being deployed efficiently in service of that goal). These revisions position the board not merely as a monitor of outcomes but as an active enabler of the decisive management action that sustainable growth requires. Together, these provisions represent the kind of substantive governance standard that can produce real change in how Japanese boards engage with strategy and capital allocation. 【ValueAct Capital】	
11	We appreciate the opportunity to comment on the proposed revisions to Japan's Corporate Governance Code. We welcome the continued evolution of the principles-based framework and view the proposed changes as a positive step in further strengthening Japan's governance architecture. We view the revisions as a meaningful strengthening of the governance framework. We welcome the stronger focus on substantive engagement with shareholders, including the role independent directors may play in dialogue where appropriate, as well as the increased attention given to oversight of conflicts of interest, related party transactions, capital policy decisions, and management accountability. We also view positively the clearer articulation of the Board's responsibilities in overseeing strategy, capital allocation, management	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

	succession, risk oversight, and long-term corporate value creation. 【GAM Investments】	
12	「果断な意思決定」、「事業ポートフォリオの見直し」などのガバナンス改革の当初の目的である重要課題を継続して記載いただいたことは重要です。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
13	曖昧な「価値創造ストーリー」などの言葉を使わず、「成長の道筋」という解釈に迷わない表現にしたことは良いと考えます。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
14	我が国においてコーポレートガバナンス・コードが制定してから約 10 年が経過し、企業のガバナンス改革の取組は着実な進展を遂げてきた。その進展を捉えつつ、「コードの実質化」を推進する観点からプリンシプルベースの精神に立ち返り、コードの体系を原則及び解釈指針に再整理した本コード改訂案を歓迎する。 本コード改訂案においては、成長投資・経営資源の配分が取締役会の中核的な責務に明記されるなど、取締役会の機能強化の推進が謳われている。取締役会の機能強化においては、特に、開示情報の透明性及び信頼性を高めることを通じて投資家からの信頼を獲得する観点から、企業情報開示に対する取締役会の監督機能が非常に重要であると考える。 また、本コード改訂案では、投資家が適切に議決権を行使できるようにする観点から、有価証券報告書を定時株主総会前に提出することに関して原則に格上げされている。この点においては、有価証券報告書の作成期間及びその信頼性を担保するための適切な監査・保証期間と、定時株主総会前の株主・投資家による十分な検討期間を確保することが、本原則の実効性確保につながる。 以上のような企業情報開示及びそれを支えるガバナンスに関する一連の対応は、開示される情報の有用性及び信頼性を高めることにつながる。これにより、企業と投資家の対話がより建設的なものとなることで、資本市場と企業の双方において持続的な価値創造につながる形での資源配分が効果的に実現される基盤の構築に資すると考えられる。 なお、本コードの改訂は、体系の見直しを含む大幅な改訂となるため、改訂版のコードの普及に向けて企業・投資家に十分な説明が行われるとともに、適用後は、その定着状況についてより丁寧にフォローアップを行い、必	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	要な施策が速やかに行われることが肝要である。 【日本公認会計士協会】	
15	本改訂案が、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家双方によるコーポレートガバナンスの実質化を志向し、企業の持続的成長および中長期的な企業価値向上を後押しする内容となっている点について、当社は高く評価し、強く支持します。 プリンシプルベースの趣旨に立ち返り、原則の抽象化と解釈指針の整理を通じて、企業の自律的判断と説明責任を重視する方向性は、建設的な投資家との対話を促進する上で適切であり、取締役会の実効性が一層問われる現状において、時宜を得た見直しであると考えます。 他方、解釈指針がコンプライ・オア・エクスプレインの直接の対象とならない点については、その趣旨が十分に共有されない場合、「ガバナンスの後退」との受け止めがなされる可能性も否定できません。本改訂が意図する企業の自律性尊重という考え方が適切に理解されるよう、好事例や改善事例の共有等を通じた継続的なフォローアップを行い、特に中堅以下の企業における実務面での理解と実践を後押しすることが重要であると考えます。 本コードでは株主総会を「上場会社に対して直接意見を発信することができる数少ない機会」としており、その精神を歓迎します。一方で、法制審の会社法制見直し中間試案ではその株主総会の機能を簡略化ないし形骸化しうる提案が出ており、ハードローとソフトローとの連関にやや不安を覚える点もございます。ハードロー側で株主総会の本質的機能を縮減することが決まってしまっては、ソフトローたる CG コードもその効力を失ってしまうこととなるため、金融庁様におかれましては、法務省・法制審との緊密な連携を是非ともお願い申し上げます。 また、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを「車の両輪」と位置付け、投資家側にも適切な行動を求めている点についても重要な視座であり、市場全体の規律と信頼性向上に資するものと評価しております。 本改訂において、独立社外取締役の体制強化と役割の明確化を含め、ガバナンス改革のモメンタムを維持し、取締役会の実効性を一層高める方向性が示されることは、市場全体の信頼性向上と資本効率の改善に資するものと考えます。企業と投資家の双方が責任を持って行動する「実効的なガバナンス」	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	の定着に向け、さらなる検討と対話が進むことを期待します。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	
16	改訂案では、コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原則は、改訂前で 14 項目であったところ、本改訂におけるシンプル化の一環として、開示項目も大幅に削減されていることを評価する。他方、改訂案において開示すべきとされる事項について、さらなる削減の余地があるとともに、改訂により削減すべきではない事項もあると考える。 有価証券報告書と事業報告の一体開示の議論が進む中、開示項目の見直し作業が今後進むと考えられているところ、重複開示を避ける観点からも、法定開示項目と CG 報告書における開示項目についての整理についても検討が必要というべきであり、コードの原則において開示を求めるべき事項は、本来 CG 報告書に記載することが最も適切なものに限定すべきではないかと考える。 2015 年のコード策定後、有価証券報告書における開示が大きく変貌を遂げ、記述情報の開示、特にガバナンスに関する開示が大幅に拡充しただけでなく、サステナビリティ開示が 2023 年３月期から始まり、さらに時価総額の大きな東証プライム市場上場企業から段階的に SSBJ 基準の適用開始が予定されているほか、2026 年２月の開示府令改正で人的資本の開示も拡充が図られている。こうした動向を踏まえれば、有報などで開示することが適切なものについては、あえてコードの原則で開示を求める意義が乏しいともいえ、少なくとも有報などでの開示との関係について明確に意識したうえで、改訂 CG コードで要請する開示の範囲を合理的に画することや、解釈指針などにおいて、有報でまとめて記載することも考える等の記載を追記することを検討しうるのではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の内容を抽象的かつ概念的なものに限定するなど、コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返るためのいわば「コードの実質化」を狙いとして、本改訂においては、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除しました。 我が国における情報開示の在り方については、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいても検討が進められているところです。当取引所及び金融庁は、引き続き制度的な検討も行ってまいります。
17	The 2026 draft revision of the Corporate Governance Code (CGC) still does not sufficiently address many deeply-rooted obstacles to improving governance that remain because of Japan’s long postwar history of insider-only “management boards”. The draft revision represents a lost opportunity to present more specific and practical guidance on governance implementation to Japanese companies at a time when many of them are still struggling to break away	持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みによるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要です。このような問題意識の下、本改訂においては、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する本コードの趣旨に立ち返り、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化が行われました。 具体的には、上場会社が特に注力すべき点が明確になるよう、従前の補充

	from past habits and adopt modern practices. It also represents a lost opportunity to add a number of principles and topics that are considered “best practices” elsewhere or are necessary because of Japan’s unique history and board habits. Further, because it will reduce required disclosures and their comparability, and does not address the JPX/TSE’s defective XBRL format, the draft reduces the efficacy of the “two wheels of a cart” concept. Overall, the draft revision falls significantly short when compared to other markets’ governance codes on a global basis. It purports to encourage boards to have more governance “substance” while providing precious little new substance of its own. Reduction of Required Disclosure Items Will Dilute the CGC’s Impact “In Japan, compared to other countries, there are fewer disclosure rules that facilitate comparisons of corporate governance practices. This means that valuable systems such as the stewardship code will not function effectively, ending up as a ‘pie in the sky’. The role of corporate governance codes or similar frameworks in many countries is not to mandate certain mechanisms or practices, but rather to encourage disclosure of information about governance systems and practices by requiring companies to be accountable—the ‘comply or explain’ principle.” This concept was the genesis of the CGC. My point was that in order to improve governance and increase economic productivity, a CGC was needed in order to require more disclosure about governance as it was actually being practiced at different firms – disclosures that would enable between-firm comparisons to be made by the many asset managers that were then being asked to sign the new Stewardship Code. In line with this logic, in previous memos to lawmakers, I had referred to these two codes as “Two Wheels of a Cart”. Thereafter, the CGC was adopted, and per my suggestion, a number of items requiring disclosure (the “disclosure items”) were set forth in the format for Corporate Governance Reports submitted to the TSE (the JPX). However,	原則を再整理し、ガバナンスの中核となる箇所を原則に格上げする一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除することにより、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書としています。 プリンシプル化・スリム化はこのような目的で行われたものであり、上場会社の対応コスト・開示負担の軽減のみを意図しているわけではありません。本改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、当該改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではありません。上場会社は、このようなプリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。 列挙されている改訂前コードの開示事項については、それぞれ以下の理由から開示事項から外しています。なお、これらの事項に関して、本改訂により開示事項から外れたことをもって、当該事項の重要性が失われたと考えることは適切ではありません。 ・ サステナビリティに関する開示（改訂前コード補充原則３－１③）：有価証券報告書の記載事項と重複があるため。 ・ 経営陣に対する委任の範囲に関する開示（改訂前コード補充原則４－１①）：実務上理解が進み、ある程度浸透したと考えられるため。 ・ 独立社外取締役の独立性基準に関する開示（改訂前コード原則４－９）：有価証券報告書の記載事項と重複があるため。 ・ 取締役・監査役の兼任状況に関する開示（改訂前コード補充原則４－11②）：重要な兼任・兼職について、事業報告・株主総会参考書類・有価証券報告書の記載事項と重複があるため。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 To truly achieve sustainable growth and enhance corporate value over the mid- to long-term, it is essential to achieve substantive corporate governance reforms that move beyond formalistic compliance, through the concerted efforts of both companies and investors. Based on such issue recognition, the revised Code was streamlined from the perspective of giving greater

	according to materials recently made public by the JPX in Japanese but apparently not in English, under the draft revised code the following four items will no longer need to be disclosed: ・ Sustainability initiatives, etc. (former Supplementary Principal 3-1③) ・ Determination of the scope of delegation to management and disclosure of its outline (former Supplementary Principle 4-1①) ・ Criteria for determining the independence of independent outside directors (former Principle 4-9) ・ Concurrent positions held by directors and auditors (former Supplementary Principle 4-11②) These are important disclosures that investors will no longer be able to easily access. Moreover, changing the headings and format of the required disclosure items will cause a break in the 11-year consistent format of Corporate Governance Report disclosure. This will make databases constructed henceforth difficult to align with the prior 11-year time series of data, and will stymy analysis. This problem could be eliminated if defects in the XBRL taxonomy of reports were to be fixed (see below), but it does not appear that this will be done. In addition, the overall impact of “streamlining” and subsuming certain topics to “Interpretive Guidance” will be demoralizing and confusing for those executives at companies who are sincerely attempting to adopt practices and disclosure set forth in the current CGC. Having said that, one should stress that much of the Interpretive Guidance is good material. As described below, there simply needs to be much more of it, on topics that presently are completely omitted. 【個人】	substance to the Code itself, while going back to the aim and spirit of the Code, which adopts a principle-based approach and a “comply or explain” approach. Specifically, in order to clarify which items a company should focus on, the existing Supplementary Principles were reclassified by upgrading core parts of corporate governance to Principles, while removing parts that overlapped with other provisions within the Code or other laws and regulations. In this way, the Code was revised to emphasize key elements as concisely as possible and to distinguish important items from others. These are the purposes of streamlining the Code. The intent is not only to reduce company implementation costs and disclosure burdens. It is not appropriate to understand that those provisions or statements that have been moved to “Interpretive Guidance” and are outside of the scope of comply or explain or that have been removed from the Code have lost importance after the revisions. Companies are expected to implement each Principle of the Code in substance while fully understanding the aim of streamlining of the Code. The aforementioned disclosure items under the former Code were removed from the revised Code for the reasons outlined below. However, it should not be construed that these excluded items have diminished in importance. ・ Sustainability-related disclosure (former Supplementary Principle 3.1.3): Overlaps with items in the annual securities report. ・ Disclosure related to the delegation of authority to management (former Supplementary Principle 4.1.1): Widely accepted and implemented in practice. ・ Disclosure related to independence standards for independent directors (former Principle 4.9): Overlaps with items in the annual securities report. ・ Disclosure related to concurrent positions held by directors and *kansayaku*: Overlaps with items in the business report, reference documents for the general meeting of shareholders, and the annual securities report.

		In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
18	今般のコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という）の見直しに際して、上場企業の対応コスト・開示負担に配慮し、コードのスリム化／プリンシプル化が進められる点は、大いに評価したい。ただし、改訂案では、現行の「原則」「補充原則」が「解釈指針」に移されただけで、全体のボリュームは減少していない（現行コードは25頁に対して改訂案は26頁）。これをもって「スリム化」がなされたと評価することは困難といわざるをえない。 【全国株懇連合会】	持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みによるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要であるとの問題意識の下、本改訂では、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する本コードの趣旨に立ち返り、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化が行われました。 具体的には、上場会社が特に注力すべき点が明確になるよう、従前の補充原則を再整理し、ガバナンスの中核となる箇所を原則に格上げする一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除することにより、本コードが、経営者が中長期的な企業価値の向上に向けた取組みを検討・実行する際の一助とすることをも目的とした文書であることも踏まえ、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書とされています。
19	現行コードにおける補充原則を、改訂コードにおける原則に格上げしている数が多く、また、補充原則をそのまま格上げしてしまっているため、本改訂案は全体として記載が冗長であり、「プリンシプル化」・「スリム化」という今回の改訂趣旨との関係では、より簡潔な整理が望ましいと考える。 コーポレートガバナンス・コードは、スチュワードシップ・コードとの「車の両輪」として、企業と投資家との建設的対話を通じた自律的なガバナンス向上を促す役割が想定されていると理解している。特に、CGコード第1章（株主の権利・平等性の確保、株主との対話）については、導入から10年以上が経過し、近時の日本の資本市場においては、機関投資家によるエンゲージメントの高度化や議決権行使の精緻化を背景として、当該枠組みは一定程度浸透している。実務上も、原則への対応状況や説明内容が投資家の評価を通じて企業価値や経営に影響を与える環境が形成されており、市場を通じた自律的な是正作用が働いている。かかる状況を踏まえると、資本市場との対話や投資家対応の枠組みが相応に定着している上場会社にとっては、CGコードの詳細な定めにより投資家との対話を補完する必要性は相対的に低下しており、むしろ原則の趣旨を簡潔に提示することで、市場との対話を通	ご意見として承ります。 ご指摘のような「資本市場との対話や投資家対応の枠組みが相応に定着している上場会社」がある一方、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差がある、との指摘もなされています。 本改訂は、自らの置かれた状況に応じて自社のガバナンスの在るべき姿を不断に検証しつつ取り組むこと、また原則をコンプライする場合・しない場合のいずれであっても、自社の取組みを丁寧に説明することを後押しすることを意図しています。当取引所及び金融庁は、本コードやこうした本改訂の趣旨について周知してまいります。

	じた各社の自律的な対応に委ねることが、GC コードの本来の役割にも合致すると考える。 【ソニーグループ株式会社】	
20	Stronger expectations are needed to ensure decision-useful disclosures, including capital allocation and cross-shareholding strategies, remuneration structures, and outcomes of shareholder dialogue. 【Impax Asset Management】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 一般論として、本改訂においても重視している株主との対話を建設的なものとする観点からは、ご指摘の開示の質や投資家にとっての有用性が確保されることが重要と考えられます。もっとも、上場会社に対して一律に開示を求めることについては、投資者の投資判断にとっての有用性や、開示を求めることによる企業の負担等を総合的に勘案し、検討がなされるべきものと考えられます。 また、企業が各原則の趣旨・精神を踏まえて自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、実践することが重要であり、開示項目として追加することについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えられます。 他方、企業が開示する情報は、企業と投資家との間の建設的な対話の実現に資するものであり、ご指摘の情報についても、投資家の判断や中長期的な企業価値の向上にとって重要であると企業が考える場合には、自主的に開示することも有用であると考えられます。 なお、「経営資源」には資本のみならず、ヒト・モノ・カネといった様々なものが考えられるとともに、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについての説明には様々な方法が考えられることから、改訂版コードは、一律にキャピタルアロケーションやキャッシュアロケーションの開示を求めるものではありませんが、重要なことは、各社において、自社が構築した成長の道筋を踏まえ、それに向けた成長投資や事業ポートフォリオの見直しを含めた経営資源の配分について、具体的に、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明することであると考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Generally speaking, the quality and usefulness of disclosure are important from the perspective of making dialogue with shareholders constructive, which is emphasized in this revised Code. However, imposing additional disclosure requirements uniformly across all listed companies should be

		carefully considered, based on a comprehensive assessment of its usefulness to investors' investment decisions versus the disclosure burden on companies. Also, it is important that companies consider their governance themes in light of the aim and spirit of each Principle, and adding a disclosure item requires careful consideration to avoid promoting formalistic responses. Meanwhile, information disclosed by companies contributes to constructive dialogue between companies and investors. With respect to the suggested information, it could be beneficial for companies to voluntarily disclose information that they consider material from the perspectives of investors' investment decisions and increased corporate value in the mid- to long-term. The finalized Code does not uniformly require the disclosure of capital allocation and cash allocation. This is because business resources are considered to include not only capital but also human resources, goods, and capital, and there are various ways of explaining specific measures that companies intend to implement with respect to the allocation of these business resources. It is important that companies clearly explain, in their own words and logic, specifics regarding the allocation of business resources, including growth investments and business portfolio reviews, to achieve the path to growth for each company.
21	今回の改訂において、コーポレートガバナンス・コードの原則をスリム化し、よりプリンシプルベースのものとする方向性に基本的に賛成いたします。 しかし、原則のスリム化が、重大な不祥事や行政処分等が発生した会社における不都合な情報の開示後退につながってはならないと考えます。むしろ、原則を簡素化するのであれば、重大な問題が発生した場合に、取締役会および独立社外取締役がどのように監督機能を果たしているのかを、市場が検証できる最低限の開示原則を明確にしておく必要があります。 重大な法令違反、不適切営業、組織的な不正、または多数の顧客被害を伴う不祥事が発生した上場会社については、通常時と同じ抽象的なコーポレートガバナンス開示だけでは、株主・投資家が、その会社の経営管理態勢の改善状況を合理的に評価することは困難であると考えます。	本改訂を評価いただきありがとうございます。 重大な法令違反等が発生した場合において具体的かつ継続的な情報開示が重要とのご指摘については、当取引所及び金融庁としても認識を共有しています。 その上で、重大な法令違反等が発生した場合の開示方法としては、コンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する本コードよりも、各業態の業法で定められた報告書類や、有価証券上場規程に基づく適時開示や改善報告書・改善状況報告書等の義務的開示の枠組みの中で開示すべきものと考えられます。 当取引所と金融庁は、いただいたご指摘も踏まえ、このような場合の適切な開示の在り方について、引き続き検討してまいります。

	特に、監督官庁による業務改善命令等を受けた会社や、第三者委員会等により経営管理態勢、内部統制、取締役会の監督機能に重大な問題が指摘された会社については、通常の上場会社とは異なる状況にあると考えるべきです。 このような会社について、市場が確認すべきなのは、単に「再発防止に努める」「信頼回復に取り組む」といった抽象的な説明ではありません。重大な問題が発生した後も、取締役会がその問題をどのように認識し、何を議論し、どのような改善状況にあるのかを、株主・投資家が継続的に検証できることが重要です。 また、社外取締役についても、人数や独立性の形式的要件だけではなく、重大な不祥事や行政処分等が発生した場面において、主要な問題にどのように向き合い、どのような監督機能を果たしているのかが、市場に見える形で示される必要があります。 とりわけ、会社にとって不都合な情報やマイナス情報が発生した場合、会社側の説明だけでは、その情報が取締役会においてどの程度重く受け止められているのか、また独立社外取締役が経営陣に対して実効的な監督を行っているのかを、株主・投資家が判断することは困難です。 そのため、重大な不祥事、行政処分、内部統制上の重要な不備その他会社にとって不都合な重要情報については、独立社外取締役を含む取締役会がどのように認識し、どのような問題提起や監督上の対応を行ったかが、市場に分かる形で開示されるべきです。 そのため、コーポレートガバナンス・コードまたは解釈指針において、こうした重大不祥事発生会社については、少なくとも以下の事項を継続的かつ具体的に開示すべき旨を明記することを提案します。 ・ 経営責任の明確化について、取締役会がどのように判断したか ・ 取締役会が、当該問題をどの程度の頻度で議題として扱っているか ・ 重大な不祥事、行政処分、内部統制上の重要な不備その他会社にとって不都合な重要情報について、独立社外取締役を含む取締役会がどのように認識し、どのような問題提起・監督上の対応を行ったか ・ 監督官庁による業務改善命令、報告徴求、行政処分等への対応状況業務改善計画の進捗、未了事項、遅延事項、再発防止策の実効性評価第三者委員会等の独立性、委員選定過程、調査範囲、報酬決定方法重大な問題	

	が継続している場合に、当該事実を資本市場にどのように説明しているか ・ 上場会社として資本市場に残ることの合理性についての取締役会の説明 これは、直ちに不祥事企業を上場廃止にすべきという趣旨ではありません。 しかし、重大な信頼毀損を起こした会社が資本市場に残る以上、通常の成長戦略や資本政策を説明する以前に、まず、経営責任、行政処分対応、再発防止策の実効性、取締役会および社外取締役による監督状況について、取締役会自身が市場に対して継続的に説明すべきです。 例えば、スルガ銀行のシェアハウス向け融資等の問題では、金融庁が 2018 年 10 月に、関係書類の改ざん等を踏まえ、法令等遵守態勢および経営管理態勢等に問題があるとして、業務の一部停止を含む業務改善命令を発出しました。 このような事案は、単なる個別企業の不祥事にとどまらず、上場会社における取締役会の監督機能、社外取締役の実効性、行政処分後の市場への説明責任の重要性を示すものです。 不祥事発生後、会社が「再発防止に努める」「信頼回復に取り組む」と説明するだけでは十分ではありません。市場が確認したいのは、誰がどのような責任を負ったのか、何が改善され、何が未了なのか、行政処分等への対応はどこまで進んだのか、そして取締役会や社外取締役が今もその問題を重要な経営課題として扱っているのか、という点です。 重大な問題が発生し、または継続しているにもかかわらず、会社がその状況を十分に開示せず、社外取締役からも市場に見える形での説明や問題提起がなされないのであれば、株主・投資家は当該会社のガバナンス改善を合理的に評価することができません。 重大不祥事発生会社におけるガバナンス開示は、平時の建前としての開示ではなく、市場が継続的に検証できるものである必要があります。 コーポレートガバナンス・コードが、平時の整った会社だけを前提としたものにとどまらず、重大な問題が発生した会社に対しても実効性を持つものとなるよう、重大不祥事発生会社に関する特別な開示原則を設けることを要望します。	

	最後に、個人的な意見を申し添えます。 私は、重大な不祥事を起こした上場会社について、通常の会社と同じような抽象的なコーポレートガバナンス開示だけで足りるのか、強い疑問を持っています。 私には、スルガ銀行の不正融資問題によって生活に大きな影響を受けた家族がいます。その経験からも、重大な不祥事を起こした上場会社が、時間の経過とともに十分な説明なく通常の企業であるかのように扱われていくことには、強い違和感があります。 東証上場会社には、資本市場から信任を受ける存在として、大きな責任があります。上場会社が、株主・投資家だけでなく、顧客、被害者、地域社会を含むステークホルダーに誠実に向き合い、よき企業市民であってくれることを切に願っています。 そのためにも、コーポレートガバナンス・コードが、重大な不祥事を起こした会社に対しても実効性を持つものとなることを強く望みます。 【個人】	
22	企業によるコードの形式的なコンプライを避け、各企業の自主的な取り組みによるガバナンスの実質的な向上を目指すというプリンシプル化・スリム化の方向性は理解できます。 しかし、CG コードは強制的な法令ではなく、ソフトローとして「コーポレートガバナンスのグッド・プラクティス」を体系的に記述するものであり、企業が折に触れて原点に返って参照すべきものと考えます。この点を踏まえ、実務が定着したから、あるいは他の法律と重複するから等の理由で CG コードの基盤となる重要な考え方を含んだ規定を削除することは、コード制定の精神に照らして妥当とは言い難いと考えます。エクスプレインを是とするプリンシプル・ベースであればこそ、CG コードでは現実との妥協点を探るのではなく、理想のガバナンスの実現を目指したものであるべきと考えます。 また、現実の日本市場では、ガバナンス改革を積極的に実施して成果を高めている企業群と、遅れている企業群に二極化しているという指摘もあります。そうであるからこそ、コードは全ての上場企業に対して「あるべき姿」を示すものであってほしいと考えます。 今回の改訂の目的はコーポレートガバナンスの実効性を高めることと説	ご意見として承ります。 ガバナンスの在るべき姿は、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異なり得ます。 本改訂は、自らの置かれた状況に応じて自社のガバナンスの在るべき姿を不断に検証しつつ取り組むこと、また原則をコンプライする場合・しない場合のいずれであっても、自社の取組みを丁寧に説明することを後押しすることを意図しています。当取引所及び金融庁は、本コードやこうした本改訂の趣旨について周知してまいります。 また、用語の定義については、本コードは、抽象的な原則を示し、その趣旨・精神に照らして、自社の活動が当該原則に即しているか否かを判断することが求められるいわゆるプリンシプルベース・アプローチを採用しています。そのため、各用語の定義等については、各原則の趣旨・精神に照らして合理的に解釈されるべきであると考えられます。 Your feedback has been noted. The ideal state of governance practices may differ depending on a company's industry, size, business characteristics, organizational structure,

	明されていますが、「実効性」とは何かという言葉の定義が曖昧なために受け止め方に混乱が生じているように思います。特に英訳版において言葉の定義はさらに重要であり、グローバル投資家の評価にも影響すると考えます。実効性に限らず、重要な用語については、読み手によって解釈が異なることがないように、定義を明確にしていただくことをお願いします。 なお、英国の CG コードは 2018 年に簡素化の方向で改訂され、現在までその体系が維持されていますが、Principles18 項目、Provisions41 項目から成っており、そのすべてがコンプライ・オア・エクスプレインの対象です。また、この他に 82 ページからなる CG Code Guidance が公表されています。各国ごとに事情が異なることは承知の上ですが、海外における簡素化の実態がこのようなものであることは、企業および投資家の全てが認識しておくべきことと思います。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	the environment surrounding the company, and other factors. The revisions aim to encourage companies to continuously review their ideal state of governance practices in accordance with their surrounding circumstances, and to provide carefully-tailored explanations of their measures, regardless of whether they comply with a Principle or not. The TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the Code and the revisions. With respect to the definition of the terms, the revised Code adopts a so-called principles-based approach, setting forth only conceptual principles and expecting companies to determine whether their governance practices align with these principles. Accordingly, the definition of each term should be reasonably interpreted in light of the aim and spirit of the Principles.
23	We believe that the Code should be focused on clearly articulating best practice, not designed to be a minimum baseline. We believe greater specificity would help set clearer expectations where practice remains uneven, without forcing universal adoption. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
24	今回の改訂では、コーポレートガバナンス改革の「実質化」を図ることがその趣旨として掲げられています。しかしながら、「実質化」が具体的に何を意味するかは、関係者の立場によって解釈に幅が生じうるものと存じます。また「スリム化」を通じて実質化が実現される道筋につきましても、グローバル対比での現在の日本企業のコーポレートガバナンス体制と価値創造の現状を踏まえますと、いま少し慎重な検討を要する論点ではないかと感じております。この点に関し、「分かりやすさ」と「文章量の削減」は必ずしも同義ではなく、スリム化が意図とは異なる方向を招くことのないよう、適切なフォローアップをお願いできますと幸いです。 原則主義を採用する目的は、各社が自らの状況に応じて目的に適う対応を考える点にあり、その前提として「結果としてどのような状態をめざすのか」が関係者間で共有されていることが重要と考えます。同じく原則主義を採る IFRS が、「投資判断に資する」を判断軸として繰り返し議論していることは、参考事例となると存じます。	本コードは上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現することを狙いとしています。我が国のコーポレートガバナンス改革は一定の進捗が見られる一方、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みにおけるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要である、との指摘がなされていたことも踏まえ、上場会社が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返るためのいわば「コードの実質化」を狙いとして本改訂を行いました。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	あわせて、CGC が「誰のために」ガバナンスの向上を図るのかという点も、いま少し明確であることが望ましいと考えます。欧米諸国を中心に、グローバルな共通認識としては「株主価値の拡大」がガバナンス強化の主要な目的と捉えられています。一方、ガバナンスのあり方は国の歴史や文化によって形成されることから、日本ではステークホルダー主権の傾向が強いこと自体に異存を申し上げるつもりはございません。重要なのは、ステークホルダー主義を貫きつつも、企業の経営姿勢と価値創造の営みがグローバル水準で正しく評価されることであると考えます。それは日本企業の競争力と日本の国力の向上に資するものであり、株式市場の活性化は、その結果として実現されるものと存じます。この一連の流れこそが、日本のコーポレートガバナンス改革が本来目指してきた目的であると理解しております。 本コードもこの目的を堅持しているものと存じますので、今般の改訂がその達成に資するものとなっているかという観点からの整理と、継続的な検証が肝要と考えております。企業経営には多様なステークホルダーが関与するからこそ、改訂が目指す「実質化」の到達点を関係者間で共有していくことは、各ステークホルダーが共通の認識のもとで建設的に関与する基盤となるものと考えております。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	
25	今回の改訂で個別に取り上げられている項目は、CGC の本来目的と整合的であると理解しております。例えば、株主総会の有価証券報告書開示後開催の考え方は、監査済み決算を踏まえた議決権行使を可能にするものです。また、コーポレートセクレタリー機能の強化は、取締役会・監査役会の連携を支える有益な基盤となり得ます。こうした個別の主要改訂項目について、その意図や期待される効果をコードの中で明確にしていただけますと、企業による主体的な対応を促し、投資家との対話を深める上で有益と存じます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	有価証券報告書の定時株主総会前開示については原則１－２解釈指針、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化については原則４－14 解釈指針において、それぞれの取組みが重要と考えられる理由に言及しています。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
26	今回に至る一連の動きのキーワードの一つは、形式から実質へであると考えられます。そのためには、EBPM（証拠に基づく政策形成）が必要です。金融庁の資料（金融庁（2022）「資料２事務局説明資料」金融庁スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第 27 回）における包括的な整理によれば、コーポレートガバナンス改革の中核的施策であった社外取締役の拡充は「改革前は導入が市場評価を高め	ご意見として承ります。

	るとする研究が多い一方、改革後は企業価値との間に有意な関係が見られないとするものが多く、評価は定まっていない」と総括されています。 こうしたことが、形式から実質へというスローガンに繋がっていると思われますが、であるとしますと、これから十年後に、コーポレートセクレタリーについて、同じフレーズが繰り返される可能性は完全には否定できないのではないでしょうか。 これは一例ですが、どんな制度や工夫も、導入を企図する場との関係性において、機能が発揮されるのかが決まると考えられます。違う市場や組織において機能したからと言って、それが、日本の今、この市場や組織において有効であるとは限らないという認識は、一般論として、決して間違っていないと思います。 今後の議論の進化と深化を期待していますが、コーポレートガバナンス・コードの改訂に際しては、まずエビデンスの検証が必須であると考えられます。当方の把握している情報では、それは不十分である、あるいは、定量的な評価も質的研究としても整備されたものは行われていないと承知しています。仮に、この観察が妥当であるとしますと、「（検証不足の）改訂がもたらすシグナルの無効化や副作用を回避するための、慎重な検証期間の確保」は必要ではないでしょうか。慎重ではありますが、比較的短時間でも一定の検証を早急に行うことは可能であると考えられます。 【個人】	
27	今回のコード改訂では、「ルールベース・アプローチ」から「プリンシプルベース・アプローチ」への変更が謳われているが、取締役会については、独立社外取締役の数（原則４－10）や取締役の多様性を確保するうえで着目すべきポイント（原則４－13）等について具体的な定めがある。これらは「ルールベース・アプローチ」ではないのか。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	本コードは策定当初からプリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しています。 そのため、例えば、原則４－10 に規定される独立社外取締役の数を満たさない場合においても、かかる事実のみをもってコードへの対応が不十分となるわけではなく、ご指摘のような具体的な定めがあることのみをもって当該原則がルールベース・アプローチであることにはならないと考えています。
28	Summary We welcome the proposed 2026 revision to Japan’s Corporate Governance Code. It is positive that appropriate responsiveness to shareholder dissent is now represented in a standalone Principle. Early disclosure of the Yuho is a particularly important development, improving the	本改訂を評価いただきありがとうございます。 本改訂は成長投資の促進を重視していますが、ご指摘のとおり、企業が、常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資

	quality and timeliness of information available to shareholders ahead of general meetings and supporting more informed voting and engagement. We also strongly support the elevated importance of constructive dialogue with shareholders, the expanded scope of diversity, and strengthened expectations for the role of the Board and independent directors. However, we have two concerns. First, while the increased emphasis on growth-oriented governance is a notable development, we believe growth should be assessed against risk-adjusted returns and capital efficiency. Without such discipline, a stronger focus on growth may encourage capital deployment that dilutes long-term value. Governance frameworks should reflect that companies operate at different stages of development. For mature companies in particular, shareholder returns, capital efficiency, and productivity improvements may be more appropriate than expansion. Growth should be pursued where there is a clear competitive advantage and credible potential to generate returns above the cost of capital, with boards responsible for ensuring disciplined capital allocation and clearly articulating the balance between reinvestment and shareholder returns. Comments by topic Overarching theme – Growth ・ We support the explicit shift from defensive to growth-oriented governance, provided growth is framed in terms of sustainable value creation and risk-adjusted returns, not just absolute expansion. ・ We encourage explicit reference to maintaining and improving capital efficiency and return on invested capital alongside growth metrics. ・ We suggest that the guidance emphasizes the need for boards to avoid “empire building” and value-destructive M&A under the banner of growth. Boards should fully assess whether incremental investment in capital expenditure or acquisitions is likely to generate adequate returns, rather than defaulting to growth in scale. ・ We further recommend that the Code explicitly recognize that not all companies should pursue growth to the same extent. For companies with	源の配分を行う必要があります。 この趣旨は、原則４－１解釈指針にも、「取締役会は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、自社の収益性・資本効率・資本コストや成長可能性及びそれらを踏まえた自社の成長フェーズ、機会コスト（ある選択を行った場合に失われる他の選択肢から得られる利益）等を十分に考慮した上で、経営戦略や経営計画、それを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」と記載されています。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. The revised Code places emphasis on promoting growth investments. As you mention, in order to achieve sustainable growth while responding to the ever-changing business environment, it is necessary for companies to construct the path for growth and appropriately allocate business resources, such as growth investments and business portfolio reviews, taking into consideration their growth phase. In this connection, the Interpretive Guidance for Principle 4.1 also states that “The board should, from the perspective of increasing corporate value over the mid- to long-term, provide explanations that are clear and logical to shareholders regarding specific measures that will be taken in order to achieve their business strategies, business plans and capital policy, taking into account its profitability, capital efficiency, the cost of capital, growth potential, growth stage of a company and opportunity cost (loss of profit from taking one option over another)”.

	mature or structurally constrained businesses, capital discipline, return to shareholders, and efficiency improvements (including profit per employee), should be the priority. 【T. Rowe Price International Ltd】	
29	プライム市場上場会社の過半数が監査等委員会設置会社に移行したことを重視した改訂になっていない（社外取締役である監査等委員が内部統制システム（内部統制部門）を主体的に活用し情報入手・調査指示を行うことなどが明示されていない）点は、残念です。今回の改訂は監査等委員である取締役へ監査役との役割・責務の違いを徹底する好機だったと考えるからです。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	ご指摘のとおり、一般論として、監査役会設置会社における監査役は、独任制の下、いわゆる実査を行うことが想定された機関である一方、監査等委員会設置会社における監査等委員である取締役は、内部統制システムや内部監査部門を活用したいわゆる組織監査を行うことが想定された機関という点で異なります。 本コードにおいて特定の機関設計を想定した記載ぶりとなっている原則について、他の機関設計を選択する上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用することが想定されていますが、当該読替えに当たっては、上記の監査役と監査等委員である取締役の差異も踏まえる必要があると考えられます。 その上で、本コードが想定する機関設計や機関設計を踏まえた内部統制体制・リスク管理体制の在り方も含めて、上場会社による機関設計の選択状況等を踏まえ、継続的に検討してまいります。
30	The revisions also contain several particularly welcome developments addressing governance issues that have increasingly drawn market attention. These include clearer expectations regarding the resolution of barriers to the disposal of cross shareholdings, enhanced emphasis on English disclosure, and stronger encouragement for outside directors to participate directly in shareholder engagement activities. These are meaningful additions that reflect evolving market expectations and have the potential to promote greater transparency, accountability, and investor engagement. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
31	We welcome the proposed revisions to Japan's Corporate Governance Code and view them as a meaningful evolution toward governance that supports sustainable returns and efficient capital allocation. Commendations We commend the revisions for the following improvements:	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	・ Clearer board accountability for value creation The strengthened expectation that boards articulate capital policy, cost of capital, and profitability targets significantly enhances our ability to assess whether growth strategies are credible and disciplined. ・ Stronger safeguards against management entrenchment Elevating CEO appointment, succession, and dismissal to core board responsibilities materially improves confidence in oversight, particularly in companies with concentrated ownership or long tenured management. ・ Integration of sustainability into strategy and earnings The positioning of sustainability as a board level responsibility tied to risk management and earning opportunities aligns well with global capital allocation practices and emerging disclosure standards. ・ Improved shareholder rights and dialogue Earlier disclosure of annual securities reports (Yuho) and the requirement for boards to analyze meaningful dissent improve the effectiveness of shareholder engagement and stewardship. ・ Enhanced disclosure quality and accessibility The focus on reducing boilerplate disclosure and upgrading English disclosure expectations materially benefits international investors evaluating Japanese issuers on a comparable basis. Overall, the revisions represent a constructive step toward governance that supports long-term investment, capital efficiency, and sustainable corporate value creation. Effective implementation in substance—rather than form—will be critical, and we look forward to continuing constructive dialogue with Japanese issuers as these changes take effect. 【Robeco】	Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
32	今般の改訂案において、「序文」が新設され、各企業が自社のガバナンス上の課題を踏まえてコードへの対応を検討することや、原則をコンプライする場合であっても自社の取組みを丁寧に説明する「コンプライ・アンド・エクスプレイン」が推奨されたことは、日本企業における形式的なコード対応からの脱却と実質化に大きく寄与するものであり、賛同いたします。	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	また、付属文書である「上場会社の経営者の皆様へ」において、経営トップの陣頭指揮を求めることで、コーポレートガバナンスが経営トップマターであることを明確に意識付けた点や、「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」（趣旨文書）において「過半数の独立社外取締役」「独立社外取締役が議長を務める」ことなど、グローバル水準を見据えたより目線の高い指摘に言及している点も評価いたします。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	
33	We commend the FSA and the Expert Panel for the considerable work undertaken to streamline the Code, introduce a comprehensive Preamble, and reorient corporate governance toward “growth-oriented” objectives. The explicit emphasis on capital efficiency, disciplined resource allocation, constructive shareholder dialogue, and alignment with the revised Stewardship Code reflects many of the investor priorities. These changes signal continued regulatory ambition and help reinforce Japan’s reform trajectory at a time when global investors are closely watching the substance of implementation. At the same time, we are concerned that the final stages of the process have produced a draft that, while polished, is ultimately under-reaching relative to the expectations of many long-term institutional investors and the readiness of the Japanese market. In several critical areas, most notably the practical effectiveness of board independence, the role and leadership of independent directors (including the Lead Independent Director), credible timing of Yuho (Annual Securities Report) disclosure and overall AGM quality, and the status and weight of the Interpretive Guidance, the revised Code stops short of establishing the clearer, outcome-focused expectations that are now necessary to move beyond formalistic compliance toward genuine governance impact. Positive developments we strongly support include: the elevation of shareholder dialogue to Principle 1.1, the new standalone Principle on internal control and enterprise risk management (4.4), the more explicit diversity dimensions (including references to cultural diversity and career experience), the clearer language on growth investments and capital	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 その他、個別にご指摘いただいた点については、関連する原則等に分割して回答していますので、各回答をご参照ください。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up. With respect to the other points that you have individually pointed out, we have provided responses separately under the relevant Principles. Please refer to the respective responses.

	allocation under Principles 4.1 and 4.2, and the alignment with ISSB standards on sustainability. […] As the Preamble of the Draft Code states, the streamlining aims at substance, not burden reduction, and provisions moved to Interpretive Guidance or deleted should not be understood as having lost importance. We urge the Panel to ensure the final revisions align with this principle by retaining and strengthening provisions that address documented gaps between Japanese practice and investor expectations. 【Asian Corporate Governance Association】	
34	コーポレートガバナンス・コードの本来目的は、市場との情報非対称性の低減、中長期企業価値向上、資本市場との信頼形成にあると考える。 そのためには、制度や体制の形式的整備のみではなく、「実際に機能する運用構造」が重要となる。 一方で、チェックリスト化、開示の定型文化、責任の空洞化などが進む場合、本来期待される実効性・説明責任・市場との対話が弱まる可能性がある。 今回改訂が掲げる、実効性重視、形式主義是正、中長期企業価値重視、成長投資監督強化の方向性には賛同する。 特に、「形式的対応」ではなく、「実際に機能するガバナンス」を重視する方向性は重要である。 AI 導入において重要なのは、単に AI を導入したかではなく、「どこで AI を使うか」「どの判断を人間に残すか」「誰が責任を持つか」という判断構造（Judgment Structure）へ移行しつつある点にある。 投資家や市場から見た場合、AI 導入範囲、人間による監督（Human Oversight）、停止条件（Stop Protocol）、実質判断主体（Effective Decision Maker）などが不透明である場合、AI 活用実態に関する情報非対称性が拡大する可能性がある。 AI 活用下では、AI 推奨、人間承認、実質判断主体（Effective Decision Maker）、名目責任者（Formal Responsible Party）が分離しやすくなる。その結果、「誰がどの判断を担っているか」が曖昧化する可能性がある。 また、AI 運用では、人間による強制介入（Human Override）、差し戻し（Rollback）、停止条件（Stop Protocol）、人間介入条件などが未整理となり	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	やすい。これは、重大事故や責任空洞化へ繋がる可能性がある。 さらに、AI 導入により、暗黙知、非公式調整、現場修正、事故回避などの暗黙的協調（Tacit Coordination）が弱まる可能性がある。 AI 時代では、効率、自動化、導入速度だけではなく、「重大事故を起こさない運用能力」そのものが、企業価値や持続可能性へ直結する可能性が高まる。 特に、運用安全性（Operational Safety）、人間による監督（Human Oversight）、停止可能性、段階的上申（Escalation）維持などは、今後より重要になると考える。 【プロスペリティ株式会社】	
35	We are encouraged by the direction reflected in the Draft Code, which builds on earlier iterations and demonstrates thoughtful consideration by the FSA, the TSE and the Council of Experts. Our comments are guided by our experience engaging with public companies both in Japan and other major markets, as well as our interest in the continued evolution of Japan's governance framework. We view the FSA's and the TSE's ongoing work in this area as central to the strength of Japan's capital markets, Japan's ability to attract global capital, and the broader contribution of listed companies to the Japanese economy. Recognising that the Draft Code represents a meaningful step forward, we welcome the opportunity to share our comments below. The views set out in this submission are not intended to be exhaustive; our comments focus on certain targeted areas where we believe the Draft Code could be further strengthened. We welcome the Draft Code's continued emphasis on a principles-based approach and the streamlining undertaken to refocus attention on substantive governance outcomes. In this regard, we view the incorporation of Interpretive Guidance as a constructive development. Clear guidance on what effective implementation looks like should help companies internalise the objectives of the Draft Code and encourage more consistent application across the market. We also continue to support the "comply or explain" framework and the	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

	flexibility it affords. This approach recognises the diversity of listed companies and the need for each to tailor a governance system appropriate to its circumstances. That said, the effectiveness and credibility of “comply or explain” depends critically on the quality of explanations provided. Boilerplate or generic explanations undermine the integrity of the framework and reduce its value to investors. We therefore encourage continued efforts – through engagement and regulatory guidance from the FSA and the TSE – to require thoughtful, transparent and specific explanations where companies choose to deviate from the principles of the Draft Code. One aspect of the Draft Code that we consider to be of particular importance to Japan’s growth agenda is its increased focus on the role of the board in overseeing the allocation of business resources. Inefficient use of resources – whether cash, real estate or other assets is a theme we have encountered frequently in our engagements with companies, and we are therefore encouraged to see this issue addressed explicitly in the Draft Code. Finally, we welcome the Draft Code’s clearer emphasis on a company’s relationship with, and fiduciary responsibilities to, its shareholders, while also recognising the responsibilities to its broader stakeholder ecosystem. We believe a governance framework which maintains a clear focus on shareholders – while appropriately recognising the legitimate interests of other stakeholders – provides a strong foundation for sustainable growth, effective accountability and corporate value creation. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
36	We commend the FSA, the TSE, and the Expert Panel on the Revision of the Corporate Governance Code for regularly reviewing the Code and for seeking continuous improvement through public consultation. We strongly support these ongoing efforts as they align with our shared goal to enhance Japan’s standing as a preeminent global financial center. The Corporate Governance Code plays a critical role in further strengthening Japan’s corporate governance environment, promoting sustainable corporate growth, and enhancing corporate value over the mid-	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to

	to long-term. We recognize the importance of ensuring that the Code continues to evolve in response to the changes in the global business environment and investor expectations and ask that measures to continually strengthen the oversight role of listed company boards, such as increasing the number and quality of independent directors for all listed companies, be considered. We will continue to closely monitor these important developments and stands ready to serve as a constructive partner in advancing growth-oriented corporate governance and mid- to long-term investment in Japan. 【American Chamber of Commerce in Japan】	promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
37	コンプライとなっている事項で開示が要求されていない場合も、任意に実施状況を具体的に開示することを容認してはどうか。個社において投資家からのニーズが高く、別媒体で開示することが非効率な場合には自社判断で開示する余地を認めてもよいのではないかと考えます。 【個人】	そのような開示を行うことは、本改訂前のコーポレートガバナンス報告書においても可能であり、本改訂後においても同様に可能です。 特に、本改訂においては、単にコンプライとするのではなく、株主をはじめとするステークホルダーに対して十分な情報提供を行い、建設的な対話を行う観点から、具体的な取組みの内容及び当該取組みにより原則を実施していると評価できる合理的理由を示すことなどにより、コンプライとする理由について説明を行うことも望ましい旨を序文においても明記しています。
38	「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について（案）」は簡潔で明瞭に改訂のポイントを説明しています。 序文より明確なのは、①取締役会の機能強化に関し、監査役会設置会社から委員会制度採用会社へ移行する場合の指摘が記載されている点（ただし、踏み込みは弱い）、②成長投資を掲げているため企業価値向上に資するか否かにかかわらず「成長投資」の名目で支出増やす企業を牽制する意味で「成長フェーズ」を踏まえる重要性が記載（２回）されている点です。●年改訂を踏まえた当面の留意事項に「コーポレートガバナンス・コードの改訂について」を明記いただいたことを歓迎します。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」を評価いただきありがとうございます。
39	CG コード改訂案の公表にあわせて、金融庁から参考として上場会社の経営者、上場会社の担当者およびスチュワードシップ・コード署名機関にあてた文書が公表されています。 CG コードとスチュワードシップ・コードは車の両輪として、企業のガバナンスの実効性を推進する役割を期待されていますが、CG コードは上場会	ご意見として承ります。

	社に向けたものであり、実効的なガバナンスを実践するのは上場会社の責任です。機関投資家は、CG コードの原則や解釈指針に基づき、投資家・資本市場が求めるガバナンスのあり方について企業との対話が期待されているものと理解しています。 　しかし、この文書の中では「留意点」として、以下のような言葉が述べられています。 『（略）会社が語る中長期的な成長の道筋について自己の投資方針に沿わないことのみをもってこれを否定する姿勢は、信頼関係を損ないかねず（略）』 『コードをルールと捉え、会社の個別の状況を考慮することなくコードに文言・記載があることのみを理由に対応を迫ることは、適切ではない』 　これらの記述は、企業が「当社は個別の状況があるので、CG コードに従っていなくても投資家に反対されたり、対応を求められたりすることはない」等の誤解を招き、ガバナンス向上への取組みが不十分になる事態を招きかねないと危惧します。機関投資家はそれぞれの投資方針に基づき、また CG コードをガバナンスの重要な指針として、議決権行使やエンゲージメントの方針・基準を設けていますので、CG コードの文言に基づいて企業の取組みを期待します。もし企業が自社の事情から、自社にふさわしい優れた取組みを行っているのであれば、それを開示・説明することで投資家の評価も高まると思います。 　この文書については、「機関投資家は、CG コードを積極的に活用して、企業のガバナンス向上への取組みが進展するように企業との対話を行うことが期待される」という趣旨に見直していただくことが適切であると考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	

序文

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文　総論		
40	原則主義の原点に立ち返るにあたり、序文を設け、原則主義の基盤となる趣旨・精神を明示したことは、「東証上場規程 第２款 望まれる事項 第445条の３　上場会社は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする。」に合致しており、非常に重要なことであると評価します。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文　本コードの目的（第１項～第３項）		
第１項		
41	Governance is not about growth. Derek Higgs in the 2003 Combined Code of Corporate Governance (UK) wrote that “Corporate governance provides an architecture of accountability—the structures and processes to ensure companies are managed in the interests of their owners. But architecture in itself does not deliver good outcomes”. The insertion of “growth” follows a political agenda that is not the purpose of governance per se. 【Codrington Japan】	ご意見として承ります。 本コードは、2015 年の策定当初より、上場会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、「守りのガバナンス」にとどまらない、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すとともに、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を狙いとしています。 上場会社が常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があることから、本改訂では、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組みの重要性を強調しています。 Your feedback has been noted. Since the Code’s initial formulation in 2015, it has aimed to achieve “growth-oriented governance” beyond “defensive governance.” This is done by promoting timely and decisive decision-making based on transparent and

		fair processes, ultimately realizing sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. In order to achieve sustainable growth while responding to the ever-changing business environment, it is necessary for companies to construct the path for growth and appropriately allocate business resources, such as growth investments and business portfolio reviews, taking into consideration their growth phase. Accordingly, the revised Code emphasizes the importance of the board's role and responsibility regarding growth investments.
42	"…the Code will also have the effect of promoting mid- to long-term investment"—again, this is political. It also risks being in direct conflict with the need to see better capital allocation. I dispute that long-term investors wait for governance improvements to be seen: they certainly want to see improvements but are prepared to invest even if companies are not improving and will be prepared to pay more perhaps for companies showing signs of addressing governance. The Code does not need to distinguish between different types of shareholder: they are all owners. 【Codrington Japan】	ご意見として承ります。 「本コードは、市場における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」との記載は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点からは、中長期の目線をもった株主との間での建設的な対話を行うことが重要であることから、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「コーポレートガバナンス・コード原案」（2015 年３月５日）に記載されていた序文の内容も踏まえ、本改訂において新たに加筆したものです。 なお、コードは、投資家による投資のタイミングを制約するものではありません。 Your feedback has been noted. Regarding the sentence, "It is hoped that the Code will also have the effect of promoting mid- to long-term investment," this wording was newly added to the revised Code—taking into account the Preamble of the proposal of the Code in 2015—due to the importance of constructive dialogue with shareholders from a mid- to long-term perspective to support companies' sustainable growth and corporate value. The Code does not restrict the timing of investor investments.
43	１段落目に「説明責任」「意思決定の透明性・公正性」「迅速・果断な意思決定」「守りのガバナンス」「攻めのガバナンス」「実効的なコーポレートガバナンス」という６点の主張が一度に盛り込まれており、支離滅裂な文章になっています。	ご意見として承ります。 Your feedback has been noted.

	主張する要点を１点ずつ、順序立てて、段階的に説明していく文章に修正を要請します。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	
44	１段落目の「適切な規律」の意味が不明です。１行目で「コーポレートガバナンス」とは、「上場会社が株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」と掲げている。 これを踏まえて、「ガバナンスに関する適切な規律を求める」という文章との整合性を図るよう、要請します。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	
45	１段落目で、この規律とは、「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」と説明しており、更なる文章の混乱と論理の飛躍を招いている。 「本コードの目的」全体の文章を論理的に整理して大幅に修正するよう要請します。 「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」がコーポレートガバナンスという仕組みなのか。 １行目で示した「コーポレートガバナンス」の定義、「上場会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」には「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」が必須なのか。 「従業員・地域社会」の立場を踏まえた意思決定をするには「企業家精神と経営手腕」が必須になるのか。再考すべきである。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	
46	当社といたしましては、コーポレートガバナンス・コードの基本的な目的について、多様なステークホルダーとの健全な協働と対話を促すための環境を整えることで、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を狙いとしている、と理解しております。 この観点から、「改訂案」の「本コードの目的」の「１.」において、「本コードは、上場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とにより、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で、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を狙	ご意見として承ります。

	いとしている」との一文が明記されていることは、コーポレートガバナンス・コードの基本的なあり方を述べているものとして、大変、重要な意義をもつもの、と受け止めております。そこで、この重要な意義にかんがみて、この一文をまず、「１．」の冒頭に位置づけ直して掲げていただきたく、意見として申し上げます。 【住友電気工業株式会社】	
47	「本コードの目的」に「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（略）を負っている」との記載がありますが、株主から経営を付託されるのは取締役であって会社ではないように思われるため、記載を見直してはいかがでしょう。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご意見として承ります。
第２項		
48	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。 「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。 「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	ご意見として承ります。 運用方針や時間軸に関し様々な考え方を持った投資家が存在することは、多様な投資家で構成される厚みのある市場が確保されるための前提となります。 その上で、本コードは、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を狙いとしています。 上場会社が成長の道筋を自ら語ることを前提として、中長期的な企業価値向上に向けた対話を行うことが重要であり、序文はこのような趣旨から記載されています。

	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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
49	中長期保有の株主を優先するような表現はフランスのフロランジュ法を連想させます。アクティブ運用では、長期投資目線であっても業績未達や競争力低下により売却を余儀なくされ結果的に保有期間が短くなることがあります。そのような競争優位性や戦略達成力が乏しい対象企業の場合、結果的に保有期間が短い投資にならざるを得ない原因は企業側にあります。また、そのような環境でもパッシブ運用であれば受託資金の解約がなければ結果的に長期保有となります。しかし、それは投資判断の上で長期保有を決定したものではありません。そのような状況を考慮すると、中長期保有の株主が上場会社にとって重要なパートナーとする表現は安易すぎると言わざるを得ません。上場企業が中長期保有の株主を求めるのは自由ですが、実現するには相応しいパフォーマンス・トラックレコードが必要だということを踏まえるべきだと考えます。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	
50	本改訂案では、中長期保有の株主がコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待する主体であるとし、短期主義的な投資行動との対比がなされている。 しかし、中長期保有の株主を主要な担い手として位置づけ、短期主義的な投資行動と対比する前提は適切ではない。 短期的な売買を行う投資家は、市場における流動性を提供し、価格発見機	

	能を支える重要な役割を果たしている。こうした流動性は、中長期投資家が適切なタイミングで投資・回収を行うことを可能にする基盤であり、両者は対立するものではなく、相互に補完的な関係にある。 　また、株価の短期的な変動は市場の本質的な特性であり、企業価値が持続的に向上している場合には、一定の変動を伴いながらも中長期的には評価が高まっていく。したがって、「短期主義的な投資行動の強まり」を一概に問題視するのではなく、その背景にある企業の情報開示、資本政策、成長戦略の明確性との関係で捉える必要がある。 　コーポレートガバナンス・コードは、特定の投資家類型を前提とするものではなく、資本市場における流動性、価格発見および資本配分といった機能を通じて企業価値向上を図る枠組みを示すものである。したがって、市場機能を踏まえた記述への見直しが必要である。 【個人】	
第３項		
51	「本コードの目的」に「企業統治」との表現がでてきますが、その他は「コーポレートガバナンス」なので、統一されたほうがよいのではないでしょうか。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご指摘を踏まえ、「企業統治」を「ガバナンス」と修正しました。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文	**「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」（第４項～第７項）**	
52	Current operation of the “comply or explain” framework has diverged from its intended purpose and therefore requires reconsideration from first principles. At present, many explanations remain limited to statements concerning reasons for non-compliance or abstract future-oriented expressions such as “we will endeavour to” or “we will consider”. As a result, explanations may function less as substantive accounts of decision-making and more as devices for delay or formal justification. Moreover, where explanations are used to justify conduct that is not necessarily aligned with the reasonable expectations of shareholders, the	上場会社による「説明の質」については、本コードが重視する建設的な対話を行う上で重要なものと考えています。 上場会社は、エクスプレインを選択した場合には、実施しない原則に係る自らの対応について、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、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することはコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反することを十分に認識する必要がある旨、また、上場会社は「丁寧なエクスプレイン」を行うことが求められる旨を序文に明記しています。 エクスプレインを選択した場合、「コードの各原則を実施しない理由」を

	divergence from the intended purpose of the framework may be further exacerbated. In addition, situations may arise where the involvement of outside directors creates the appearance that appropriate procedures have been followed institutionally, while substantive discipline remains insufficient in practice. This suggests the existence of a structural gap between institutional design and actual operation within Japanese governance practice. As a principle-based framework is intended to evaluate substantive rationality rather than formal compliance, the quality of explanation itself ultimately determines the effectiveness of the system. [Suggested Amendment] The framework should clarify that explanations are expected not merely to describe reasons for non-compliance, but also to explain the relationship between the premises underlying decisions, the standards applied, and the resulting outcomes. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	コーポレートガバナンス報告書において記載する必要がありますが、実施しない理由の記載にあたっては、ご指摘のとおり投資家との建設的な対話を充実させていく観点から、以下のポイントを踏まえることが考えられます。なお、以下の内容は、コーポレートガバナンス報告書の記載要領においても記載しています。 ・ 各原則について実施していない内容を明確に示す ※ 特に、一つの原則の中に実施している内容と実施していない内容がある場合は、それらを明確に示すことが考えられます。 ・ 実施していない内容について、報告書の提出日時点において実施しない理由（実施しないことが自社にとって適切である理由）を説明する ※ 自社の個別事情（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）を踏まえた説明をすることが考えられます。また、コードの趣旨を実現するために代替手段を採用している場合には、その取組内容及び当該取組みが自社にとって適切であると考える理由について記載することが考えられます。 ・ 今後コードを実施していく方針であるものの報告書の提出時点では実施していない場合、実施に向けた具体的な検討状況を説明する ※ 検討体制、検討手法、考慮要素、検討の進捗状況、及び実施までの具体的なスケジュールについて記載することが考えられます。また、実施までに経過的な取組みを行っている場合には、その内容について記載することが考えられます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
53	We welcome the strengthened language in the revised Code on the comply or explain approach, particularly the explicit discouragement of boilerplate disclosure. Where companies choose to explain rather than comply, the objective is not simply disclosure but accountability. An explanation should demonstrate why the alternative approach better serves shareholders in the company's specific circumstances. This requires meaningful engagement with investors including listening to and responding to their views. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
54	現在のエクスプレインの一部が「ひな形」的な表現により表層的な説明に終始している点について賛同いたします。 一方で、本記載における「丁寧」という表現に曖昧さがあり、企業担当者の混乱を招く恐れがあります。誰に向かって、どういった意図をもって「丁寧」であるべきなのか、具体的にどのような点を考慮すべきかを例示したほうが良いと考えます。例えば、下記のような事例を交え記載することが良いと考えます。	The "quality of explanation" by companies is important in the constructive dialogue that this Code emphasizes. The Preamble of the Code explicitly states that when companies choose to explain a Principle, they should carefully tailor their explanation in light of its aim and spirit in a manner such that it will be fully understood by shareholders and other stakeholders. Companies should fully recognize that

	・ なぜ当該原則を遵守しないのか、遵守できない（投資家にとって理解できる）合理的な理由などを記載すること ・ 当該原則を将来遵守するのであれば、どのようなプロセスを経て遵守するのか、明確な期日の記載を加えること 【日興リサーチセンター株式会社】	offering a superficial explanation using boilerplate expressions would be inconsistent with the concept of “comply or explain.” Companies should provide a “carefully tailored explanation.” If companies choose to explain, companies need to state the “reasons for non-compliance with each Principle” in their corporate governance reports.
55	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。 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、（略）」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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	When stating the reasons for non-compliance in these cases, from the perspective of enhancing constructive dialogue with investors, the following points may be considered. Please note that these points are also stated in the Preparation Guidelines for Corporate Governance Reports. ・ Clearly indicate what parts of the relevant Principle are not being implemented. * In particular, if there are some parts which are implemented and some which are not within one Principle, indicate these clearly. ・ For parts which are not implemented, explain the company’s reasons for not complying at the time of submission of the report (reasons why it is appropriate not to comply for the company). * Explanation may be based on individual circumstances such as industry, size, business characteristics, organizational structure, environment surrounding the company. In addition, if alternative measures have been adopted, details of these and the reasons why they are appropriate for the company. ・ If the company plans to comply with the relevant Principle in the future but not complying at the time of submission of the report, give specific details of the discussions and work toward compliance. * Structure, methods, and processes of discussions/work, factors to be considered, the progress of discussions/work, and a specific schedule for compliance may be described, and details of transitional measures being implemented prior to compliance, if any, may also be described. In the event of any change in the contents of this section, batch updates may be made after the date of the first annual general meeting immediately following the change.

		In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and the FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
56	申し上げたいのは、日本のコーポレート・ガバナンス改革が、本来の目的である「企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上」から乖離し、制度の目的と手段の整合性を失ったまま企業社会に過度の負荷と歪みをもたらしているのではないかという点です。 日本経済は 30 年にわたり総需要不足のデフレ環境に置かれ、企業は投資よりもコスト削減と需要の奪い合いに追い込まれてきましたが、この状況を生んだ主因は政府の財政・金融政策の不作為にあり、にもかかわらずガバナンス改革は「経営環境を与件」として個社に資本コスト経営や ROE 改善を一律に求め続け、合成の誤謬を無視した制度運用が続いています。 さらに、独立社外取締役については、金融庁フォローアップ会議自身が「質が最大の問題」と繰り返し指摘しているにもかかわらず、非常勤（時間制約）・社外性（情報制約）という構造的制約を持つ独立社外取締役に、さらに高度な監督能力やアジェンダ設定能力を求める制度が積み増され続け、制度設計として無理が生じています。 多様性規範においても、ジェンダー・国際性・経歴・年齢・文化的背景と列挙しながら「これに限られない観点から」と記載する一方で、実際には特定の価値観に偏った規範が提示されており、自由な価値観の尊重という多様性の本旨と矛盾し、政府方針や東証規則との整合性も欠いています。 さらに、独立社外取締役は誰の代理人なのかという問題も深刻であり、東証の定義では「少数株主≒外国法人等＋信託銀行」である以上、原則４－８が「少数株主の意見を取締役会に反映させる」責務を課すことで、独立社外取締役が外国人株主の代理人として機能する構造が生まれており、会社法 109 条の株主平等原則を超えたアファーマティブ・アクションのような制度運用になっている点も看過できません。 加えて、事業ポートフォリオ見直し（ベストオーナー）や政策保有株式縮減の一般規範化は、企業の戦略的自由を奪い、経済安全保障上のリスクを高める結果となっており、これらは本来、個社の判断であるべきものが、行政指針とコードの複合的作用によって事実上の義務として受け止められてい	ご意見として承ります。 個別にご指摘いただいた点については、関連する原則等に分割して回答していますので、各回答をご参照ください。

	ます。政策保有株式縮減については、憲法 29 条の財産権との関係でも慎重であるべきであり、日米構造協議以降の株主構造の大転換や流通株式定義変更を踏まえると、外国人株主の価値観を優先する制度として作用している側面が否定できません。 　金融庁や東証は「プリンシプルベース・アプローチ」「エクスプレインで自由度がある」と説明しますが、実務では「実施しない理由を説明せよ」という構造が企業に強い圧力として作用し、原則主義は実質的に強制力を持つ規範として機能しています。 　以上のように、ガバナンス改革は、企業のための制度ではなく、外国人株主・機関投資家の価値観を企業社会に一般化する制度となっており、これは行政の意図の有無にかかわらず制度がもたらす「結果」として厳然と存在する構造であると考えます。 　もし、ベストオーナー概念や政策保有株式縮減、多様性規範、独立社外取締役の過半数化などが「日本企業のあるべき姿」として本当に重要であるとお考えであれば、それは行政指針やコードのレベルで行うべきではなく、会社法改正など国会での民主的手続きを通じて法制化の是非を議論すべき内容です。 　パブリックコメントは東証にとっての「建設的な議論の場」であり、寄せられた意見は東証に対する外部監督機能を果たすものですので、本意見がコードの目的と手段の整合性、日本企業社会の持続的発展、日本経済の再生に向けた議論の一助となることを強く願います。 【個人】	
57	エクスプレインに「ひな型」的表現が多いとの指摘はそのとおりだと思うが、コンプライについても形式的コンプライにとどまっている例も多いように思う。コンプライについても、何をもってコンプライだとしているのか、「丁寧な」説明を CG 報告書で求めるべきではないか（今般改訂で「丁寧なエクスプレイン」を求めており、エクスプレインする企業の対応を加重しているように感じるが、それを面倒に思う企業は形式的コンプライに益々はしるのではないか）。プリンシプルベースに回帰することにより、何をもってコンプライしているのかの判断が重要になるようにも思う。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	改訂版コードの序文においても明記しているとおり、上場会社は、その置かれた状況によっては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合があります。また、ある原則について単にコンプライとするのではなく、株主をはじめとするステークホルダーに対して十分な情報提供を行う観点から、具体的な取組みの内容及び当該取組みにより原則を実施していると評価できる合理的理由を示すことなどにより、コンプライとする理由について説明を行うことも建設的な対話に資する取組みとして望ましいと考えられます。 　この点は、改訂版コードに対応したコーポレートガバナンス報告書の記載要領においても明記されています。

58	本改訂案は、ガバナンスに関する各種の取組みについて情報開示の充実が図られている点は評価できる。一方で、コーポレートガバナンスの実効性を高める観点からは、単なる情報開示の拡充にとどまらず、その内容や設計の背景にある考え方についての説明責任をより明確に位置づけることが重要である。 形式的な開示は、チェックボックス化を招き、実効性を伴わない対応を助長するおそれがある。とりわけ、取締役会の構成や運営、資源配分に関する意思決定の枠組み等については、各社の状況に応じた設計が求められるため、一律の要件設定よりも、その選択が合理的である理由を説明することを求める枠組みの整備が有効であると考えられる。 このような説明責任の強化を通じて、投資家による評価および対話が促進され、資本市場の機能を通じた企業価値向上が一層実現されることを期待する。 【個人】	ご指摘のとおり、本コードにおいて示される規範を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得るため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものと考えられます。 本改訂は、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、いわば「コードの実質化」を狙いとしています。上場会社においては、自社の置かれた状況に応じ、各原則の趣旨・精神に沿った実践を行うことが期待されるとともに、各原則の趣旨・精神に照らしてコンプライ又はエクスプレインを選択するとともに、このいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。
59	本コードの目的「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」における「すなわち、本コードの各原則は法的拘束力を有する規範ではなく、会社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ものがあれば、当該原則を「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が考えられる。」は「すなわち、本コードの各原則は法的拘束力を有する規範ではなく、中長期の企業価値及び株主共同の利益を最大化する観点で会社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ものがあれば、当該原則を「実施しない理由」を株主等に対して合理的かつ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が考えられる。」に、「このように、上場会社は「丁寧なエクスプレイン」を行うことが求められる。」は「このように、上場会社は「合理的かつ丁寧なエクスプレイン」を行うことが求められる。」に変更するのが適切と考える。 形式的なコンプライではなくエクスプレインを選択すべきケースとは、当該コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らすと、あくまで中長期の企業価値及び株主共同の利益を最大化する観点で株主等に対して合理的に説明できる理由がある場合と考える。かかる観点から、当該改訂版の「丁寧な」説明は、中長期の企業価値及び株主共同の利益最大化の観点からの丁寧な説	ご意見として承ります。 なお、ご指摘の点は、いずれも改訂版コードの記載に含意されていると考えられます。

	明と明確にすることが、当該改訂のプリンシプル化の趣旨に則るものと思料する。また、エクスプレインの際にも「合理的」という観点を入れることで、コンプライの際の説明の記載における「合理的理由を示すこと」という記載と整合的となると考える。 【フィデリティ投信株式会社】	
60	コーポレートガバナンス・コードにおける「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、企業の自律的な判断と説明責任を重視する枠組みであり、その趣旨自体には強く賛同します。 他方で、実務の現場においては、「コンプライ」という言葉がやや命令的・要請的に受け取られ、結果として主体的な判断や創意工夫よりも、形式的な対応を優先せざるを得ない空気を生んでいる側面も否定できません。 コードの実効性をより高めるためには、企業が「守るか否か」を問われているのではなく、「自社の状況を踏まえて、どのようなガバナンスが最適かを説明すること」が本質である点を、解説や表現を通じてより明確に伝える工夫が期待されます。「エクスプレイン」については、各発行体により内容が違い、ひとつの解が無い中で、説明を尽くしても投資家が「コンプライ」を奇貨として各発行体の「エクスプレイン」を受け入れない可能性もあり、結局「コンプライ」に重点が置かれることになる可能性が高く、投資家側の過度な要請を抑えるような工夫も必要ではないかと思います。 【個人】	改訂版コードの序文においても明記しているとおり、株主等のステークホルダーの側においても、コンプライ・オア・エクスプレインの手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められるとともに、特に、本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではないと考えられます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
61	コンプライ・エクスプレインを区別する必要性については、改めて検討の余地があるのではないかと考えます。いずれの場合であっても、その理由を丁寧に説明することが投資家との建設的な対話に資することから、「説明する」ことにより重点を置いた規定の在り方も考えられるのではないでしょうか。 現状では、企業側及び投資家側の双方において、「コンプライがエクスプレインに優越する」との印象が一定程度共有されているように見受けられます。 【パナソニックホールディングス㈱】	上場会社には、各原則の趣旨・精神に照らしてコンプライ又はエクスプレインを選択するとともに、このいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。 その観点から、改訂版コードの序文においても、上場会社は、その置かれた状況によっては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合がある旨を明記しています。
62	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。 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	ご意見として承ります。 コンプライ・オア・エクスプレインの手法の趣旨の理解は重要であり、改訂版コードの序文においても、上場会社は、その置かれた状況によっては、

	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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合がある旨を記載しています。また、エクスプレインを選択した場合には、実施しない原則に係る自らの対応について、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、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することはコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反することを十分に認識する必要があり、上場会社は「丁寧なエクスプレイン」を行うことが求められる旨も明記しています。
63	The Code's ambition is timely. The FSA and TSE explain that the revised Code is intended to restore the original spirit of the principles-based approach, prioritize substance over form, and encourage companies to allocate business resources toward growth investments and business portfolio reviews (FSA and TSE revision summary). TSE data also show that Japan's governance architecture has made meaningful progress, with 98.8% of Prime Market companies appointing at least one-third independent directors as of July 2025 and 91% of Prime Market companies disclosing actions in response to TSE's request for management conscious of cost of capital and stock price (FSA Expert Council material). Those achievements are significant, but the next phase must ensure that the form of governance has real consequences in boardrooms, M&A processes, capital allocation, disclosure practices, shareholder meetings, and investor engagement. Our recommendations for bringing that about are listed below: We are broadly supportive of the direction of the draft revisions. The proposed Code rightly begins from "fiduciary responsibility to shareholders who have entrusted the management" and frames corporate governance as a means of achieving "growth-oriented governance" beyond merely "defensive governance" (Japan's Corporate Governance Code draft, paragraph 1 of Preamble). We particularly welcome the recognition that dialogue with shareholders and the Stewardship Code should operate like "the two wheels of a cart" in achieving effective corporate governance in Japan (Japan's Corporate Governance Code draft, paragraph 1 of Preamble). This is consistent with our own experience that constructive	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘の点は、いずれもご意見として承ります。 改訂版コードの序文には、本改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではない旨を明記しています。 また、解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれ、上場会社は、解釈指針において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されます。 なお、第２回有識者会議時点の改訂案に記載されていた「解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。」との記載は改訂コードでは削除されましたが、当該記載の有無にかかわらず、解釈指針は本コード本体に記載されているものです。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Your feedback has been noted. The Preamble of the finalized Code explicitly states that it is not appropriate to understand that those provisions or statements that have been moved to "Interpretive Guidance" and are outside of the scope of comply or explain or that have been removed from the Code have lost importance after the revisions.

	engagement is most productive when companies and investors use the same views of corporate value, capital efficiency, minority shareholder fairness, and disciplined long-term growth. Our principal concern is that streamlining the Code should not dilute the very safeguards that allow growth-oriented governance to work. The draft reduces the number of “comply or explain” items and moves a number of important provisions into Interpretive Guidance (IG), including matters concerning anti-takeover measures, capital policy involving changes in control or dilution, related-party transactions, and practical protections for minority shareholders (Japan’s Corporate Governance Code draft, former Principle 1.5 ,1.6 and 1.7). We support streamlining when it removes duplication, but not when it sends the market an unintended message that core shareholder protections are now less central to the Code. The Code should make clear that provisions moved to guidance have not lost importance, and that certain safeguards should remain within the Principles because they define the standard of conduct expected from boards. Further, we recommend IG itself should be treated as an integral part of the principles and constitute part of the code as mentioned in 2nd Expert Panel meeting on February 26, 2026. We support the Code’s strengthened language against boilerplate explanations. The draft Code states that companies should judge whether activities are consistent with the aim and spirit of the Principles and that boilerplate explanations are inconsistent with the concept of comply or explain (Japan’s Corporate Governance Code draft, paragraph 5 of Preamble). The final Code should go further by introducing minimum practice standards for claiming “comply” in Corporate Governance Reports. We recommend that Preamble in the final Code should state a company should not be able to claim compliance with a dialogue, board effectiveness, minority protection, capital allocation, or cross shareholding Principle if actual practice contradicts the stated policy. Companies should disclose substance based evidence of implementation, including board processes, examples of actions taken, metrics reviewed, engagement outcomes, committee	The “Interpretive Guidance” is not subject to comply or explain. However, its role is to support the effective implementation of each Principle. It contains measures considered to be best practices and good practices for carrying out Principles, as well as the background to and purposes of the Principles. Companies are expected to use “Interpretive Guidance” as a reference when implementing the Code. The sentence stating that “Interpretive Guidance is a part of the Code together with the Principles” was deleted in this revision, though it had appeared in the draft for the second expert panel meeting. However, irrespective of the presence or absence of such statement, the Interpretive Guidance is set forth within the Code itself.

	mandates, attendance, director participation, and follow-up steps. Where a company explains rather than complies, the explanation should state why the alternative approach better serves the company and shareholders in its specific circumstances. […] Conclusion Japan's corporate governance reform has entered the stage where the question is no longer whether listed companies can adopt formal structures, but whether those structures change decisions. The FSA and TSE have rightly framed the revised Code around growth-oriented governance, healthy entrepreneurship, cost of-capital awareness, capital allocation, and constructive shareholder dialogue (FSA and TSE revision summary). We strongly support that direction. The final Code should now make the reform agenda operational. Companies should know that growth oriented governance requires disciplined use of cash, credible capital allocation, measurable business portfolio review, fair treatment of minority shareholders, direct and meaningful shareholder dialogue, independent and skilled board oversight, robust disclosure, and accountable M&A processes. Investors should know that Japan's Code remains a world-class benchmark for substance, not merely a shorter checklist. We respectfully ask the FSA and TSE to preserve the ambition of the draft while strengthening the areas where guidance may otherwise be read as dilution. If implemented with the recommendations above, the revised Code can support companies that want to grow, boards that want to lead, investors that want to engage constructively, and a Japanese market that wants to attract long-term global capital based on fairness, transparency, and corporate value creation. 【Oasis Management Company Ltd.】	
64	「コンプライ・オア・エクスプレイン」の実効性に関する課題について、改訂案では「丁寧なエクスプレイン」の重要性が強調されているが、現実には定型的な説明に終始する事例も少なくない。制度の趣旨を踏まえれば、単	本改訂を評価いただきありがとうございます。 本改訂では、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向け、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みにおけるコー

	なる形式的説明ではなく、各社の固有事情に根差した合理的な説明が求められるべきである。この点について、好事例の提示や投資家との対話の具体的な在り方の共有等を通じて、実務の高度化を促進する仕組みの整備が望まれる。 【株式会社福田総合研究所】	ポレートガバナンス改革の実質化が重要であることも踏まえ、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することの重要性を強調しています。 当取引所及び金融庁は、本改訂後においても、建設的な対話に資する適切な説明がなされるよう、適切に周知等を行ってまいります。
第６項		
65	コンプライとする理由を説明することが建設的な対話に資する場合があることは否定しないが、その実施はあくまで株主等の意向を踏まえた企業側の判断に基づく場合であることを明確にすべきではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	本コードが採用するコンプライ・オア・エクスプレインの手法は、原則を実施するか、実施しない理由を説明することを求めるものであり、原則をコンプライする場合に常に説明を行うことを求めるものではありません。 改訂版コード序文やコーポレートガバナンス報告書の記載要領もご参照ください。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文　本コードの適用（第８項～第 10 項）		
第８項		
66	鉄道の機能は、移動手段のみならず、鉄道駅を中心とした人流集積地点としての地域の経済的・社会的価値の向上に大きく寄与し、鉄道事業への投資は、事業者自身のみならず、広く他産業・地域住民も受益する構造となっている。また、鉄道事業と一体として住宅、商業・オフィス施設等を整備・運営することにより、大規模な安全投資と低廉で安定的な輸送手段の維持の両立を図り、民間資本でありながら国民の生活や経済活動に不可欠な社会インフラとして公共的役割を果たしてきたところである。 鉄道事業者における本コードの適用に当たっては、こうした他産業・地域住民の受益や公共的役割を担ってきた鉄道事業の事業特性を考慮することが必要と考えるがいかがか。また、企業価値を判断する際にはセグメントごとの収益力だけでなく、当該セグメントの他のセグメントへの有形無形の貢献も含めて考慮すべきと考えるがいかがか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	本コードの各原則を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得ます。 特定の事業についてどのような特性を考慮すべきかを一律に定めることは困難ですが、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がる限りにおいて、ご指摘の点も考慮要素となると考えられます。
第９項		
67	[Executive Summary] The proposed revisions seek to promote more flexible operation based on the diversity of individual companies through structural reorganisation of the	ご意見として承ります。 本改訂においては、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化が行われました。

	Corporate Governance Code and reinforcement of a principle-based approach, and in this respect possess a certain degree of rationality as a means of correcting excessive reliance on formal requirements. At the same time, however, the transfer of matters from principles to interpretative guidelines and the increasing abstraction of the wording may, while formally retaining the issues themselves, effectively alter their institutional priority in practice. In particular, with respect to issues directly connected to corporate value creation and market discipline—including minority shareholder protection, capital policy, board oversight, and CEO appointment and dismissal—there is a risk that the increasing ambiguity of accountability may encourage the further spread of formalistic compliance. As a principle-based system is intended to evaluate substantive rationality rather than formal compliance, its effectiveness ultimately depends upon whether companies adequately explain, in an integrated manner, the premises underlying decisions, the standards by which such decisions were made, and the outcomes to which they led. These comments do not seek to reject institutional flexibility itself. Rather, they are intended to express views on each issue from the perspective that, in order to reconcile flexibility with market discipline, the structure of accountability itself requires further reconsideration. General Observations (Institutional Design and Changes in Positioning) [Relevant Sections] Preface, overall structure of the General Principles, reorganisation of former Supplementary Principles, and transfer to interpretative guidelines [Opinion] The proposed revisions may bring about substantive changes in institutional priorities through the reallocation of matters between principles and interpretative guidelines, and should therefore be reconsidered in light of those implications. In particular, with respect to issues directly linked to corporate value and market discipline, careful consideration should be given to which matters ought to remain within the principles themselves and which	具体的には、上場会社が特に注力すべき点が明確になるよう、従前の補充原則を再整理し、ガバナンスの中核となる箇所を原則に格上げする一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除することにより、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書としています。 プリンシプル化・スリム化はこのような目的で行われたものであり、上場会社の対応コスト・開示負担の軽減のみを意図しているわけではありません。また、本改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく、上場会社は、このようなプリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。 また、上場会社においては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合があるとともに、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。 上記の趣旨は本改訂により新設した序文にも記載しているところですが、当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Your feedback has been noted. The revised Code was streamlined from the perspective of giving greater substance to the Code. Specifically, in order to clarify which items a company should focus on, the existing Supplementary Principles were reclassified by upgrading core parts of corporate governance to Principles, while removing parts that overlapped with other provisions within the Code or other laws and regulations. In this way, the Code was revised to emphasize key elements as concisely as possible and to distinguish important items from others. As the above are the purposes of streamlining the Code, the intent is not to only reduce company implementation costs and disclosure burdens. It is not appropriate to understand that those provisions or statements that have

	may appropriately be delegated to interpretative guidelines. [Reasoning] The distinction between principles and interpretative guidelines determines whether matters fall within the scope of “comply or explain”, and therefore directly affects the focus of market discussions, the level of explanation expected from companies, and the evaluative frameworks employed by investors. Accordingly, the transfer of matters from principles to interpretative guidelines may, while formally retaining the relevant issue, operate in substance as a lowering of its institutional priority. Such changes in positioning affect not only individual company disclosures, but also the focus of engagement with investors and the structure of debate across the market as a whole. In this sense, the present revisions represent not merely a reorganisation exercise, but one that has the character of redefining the very framework of governance discussions themselves. At the same time, strengthening the principle-based nature of the framework itself is rational insofar as it respects the diversity of individual companies. However, where the standard of explanation is left largely to corporate discretion, there is a risk that companies may drift towards formalistic compliance lacking substantive explanation, even where outward compliance appears to exist. Accordingly, the institutional framework should be reinforced in a manner that requires companies to explain, in an integrated way, (i) the premises upon which decisions were based, (ii) the standards applied in reaching those decisions, and (iii) the outcomes to which those decisions led. [Suggested Amendment] With respect to matters directly connected to corporate value and market discipline, the Code should not merely state that such matters may be delegated to Interpretative Guidelines, but should additionally clarify that maintaining their position within the principles themselves ought to remain the basic approach. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	been moved to “Interpretive Guidance” and are outside of the scope of comply or explain or that have been removed from the Code have lost importance after the revisions. Companies are expected to implement each Principle of the Code in substance while fully understanding the aim of streamlining of the Code. Furthermore, there are cases where a company should refrain from formalistic compliance with a Principle and instead proactively choose to “explain.” Companies are expected to provide a carefully tailored explanation, regardless of whether they comply or do not comply with a Principle. The above-mentioned purpose is stated in the new Preamble of the finalized Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

68	The proposed revisions possess a certain degree of rationality insofar as they seek to correct excessive emphasis on formal compliance while respecting the diversity of individual companies. At the same time, however, the transfer of matters from principles to interpretative guidelines and the abstraction of wording may effectively alter institutional priorities and the focus of market dialogue. Moreover, such changes in positioning may affect not merely the organisation of disclosure items, but the very framework through which market discussions and engagement are conducted. While principle-based systems possess flexibility, they also contain the inherent risk that, unless standards of accountability are adequately maintained, they may function instead as an expansion of corporate discretion and thereby encourage formalistic compliance. In particular, with respect to issues directly connected to corporate value creation and capital allocation—including minority shareholder protection, capital policy, board oversight, and CEO appointment and dismissal—companies must explain, in a coherent and integrated manner, the premises underlying decisions and the manner in which those decisions contributed to corporate value. Ultimately, the effectiveness of the present revisions will depend not upon the form of the system itself, but upon the extent to which the connection between corporate value creation and capital market evaluation is clearly demonstrated. In that sense, these revisions should be regarded not as the endpoint of reform, but rather as a starting point for improving the quality of dialogue between companies and investors. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	
69	解釈指針の位置づけと、さらなる実質化に向けた高い目線の提示 今般の改訂は、従来のチェックリスト方式から脱却し、企業により実質的な対応を促すため、解釈指針の新設をはじめとする新しい構成（プリンシプル化・スリム化）への移行が主眼であると理解しております。内容自体の抜本的な高度化（グローバル水準へのキャッチアップ、さらなる独立性向上やモニタリング・ボード化の推進等）は、次回改訂に向けた課題として積み残さ	ご意見として承ります。

	れたものと受け止めています。 　しかしながら、「解釈指針」はコンプライ・オア・エクスプレインの対象外となるからこそ、企業から自律的かつより実質的なコンプライを引き出すために、解釈指針にはもっと目線の高いベストプラクティスを盛り込むべきと考えます。現行（2021 年改訂）コードの補充原則の内容をそのまま解釈指針に移管しただけでは、コンプライ・オア・エクスプレインの対象から外れ、企業に行動変容を促す機能が弱まる懸念があります。 　一例として、筆頭独立社外取締役の選任など、現行の補充原則４－８②で「例えば」として示されていた取組みを、解釈指針においても「例えば」という文言を残し例示的な位置付けにとどめていることが挙げられます。少なくとも「例えば」という表記は削除すべきです。 　その上で、「過半数の独立社外取締役の選任」「独立社外取締役による取締役会議長への就任」「業務執行取締役を完全に排除した指名・報酬委員会の構成」「取締役会の実効性評価における個々の取締役の評価（個人評価）の実施」など、より高い目線の取組みが「望ましい」旨を解釈指針に明示するべきです。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	
70	「解釈指針」の位置づけについて、単なる補足的な参考情報として扱うのではなく、原則の一部としてより強化すべき。企業は「解釈指針」に対しても「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを適用し、原則と同様に対応状況を説明することが求められると考える。 ■修正案（下線及び取消線部分）: 　本コードの全ての基本原則及び一部の原則には「解釈指針」が示されている。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、~~各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる。上場会社は基本原則及び一部の原則にコンプライする際には、「解釈指針」において示されたこれらの内容を参照して実施状況を評価することが期待される。各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。	ご意見として承ります。 　改訂版コードでは、解釈指針はコンプライ・オア・エクスプレインの対象外としています。

	【一般社団法人　資産運用業協会】	
71	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
72	序文第９項について、解釈指針とコンプライ・オア・エクスプレインの関係が曖昧となり、取締役会の実効性やその開示が弱まる可能性があります。 解釈指針の意図として、各原則に対する手法を例示しているという点については賛同いたします。一方で、補充原則等も踏まえ、これまで取り組まれてきたこと、開示されてきた内容が、企業側の判断によって、取り組みをやめたり、開示を拒むことが予想されます。このことは、他社との比較可能性が低下し、投資家との建設的な対話を阻害することだけでなく、取締役会の実効性を弱める可能性が考えられます。そのようなことが起きないよう、本コードにおいて、開示の有用性や有益性をより積極的に示すことが必要であると考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	本改訂では、上場会社は解釈指針において示された内容を参照しつつ対応することが期待されることが明記されたほか、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することの重要性が強調されています。 また、序文においても明記されているとおり、本改訂においてコンプライ・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について、当該改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく、上場会社は、プリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。 このような観点も踏まえ、開示事項とされる原則についても、適切な開示を行っていただくことが重要と考えています。 当取引所及び金融庁は、本改訂後においても、建設的な対話に資する適切な説明がなされるよう、適切に周知等を行ってまいります。
73	「解釈指針」という名称は、本コードの大原則である、「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」を、真っ向から否定し、企業に画一的な対応を求めるかのような、まるで「ルールベース・アプローチ」であるかごとく印象与えるため、変更すべきと考えます。例えば「背景となる考え方」「ベストプラクティス事例等」等。	ご意見として承ります。

	【個人】	
74	「解釈指針」は、原則との一体性のもと原則の内容を補完的に示すルールであることを示唆する表現であり、序文にある「参照しつつ対応する」という説明とは矛盾するように思われる。しばしば国際基準などでいう、「説明資料」（explanatory materials）などの位置づけになってしまっていないか。その場合は、「解釈指針」という表現の側を再検討すべきではないか。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	
75	「解釈指針」において、「すべきである」との表記を維持するのであれば、当該原則から当然には導かれないような記述も多いため、「解釈指針」という名前は使用すべきではないと思われます（補充原則と位置づけつつ、コンプライ・オア・エクスプレイの対象外とすると整理するほうがわかりやすいと考えられます。）。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	
76	解釈指針で活用される「べき」という表現について解釈指針の位置づけで、参照して、企業の状況に応じて、対応すると明記されているので、「べき」の表現は妥当と考える。また、日本企業の現状のガバナンスの状況では、「べき」をなくすと、解釈指針を見なくなるのではないかと考える。国内外投資家の日本におけるガバナンスの改善に対する評価は極めて高い。一方、ガバナンス水準については、一部の先進的な日本企業を除けば、全体的には、グローバル水準に達しておらず、今後の一段の改善に期待している状況というのが、共通した認識とも考える。 このような中、実態的な面に加え、グローバルの発信においても、コードの緩和ととられないよう、表現的にも、「べき」を残す必要があると考える。 もちろん、未来永劫、否定しているわけではなく、例えば、原則４－９の員数の確保で、独立社外取締役の人数が、３分の１ではなく、過半数以上といったことが、無理なく定めることができるようになる、取締役会議長の独立社外取締役の就任について、原則で定められる、といったガバナンス水準になって、はじめて、「べき」について議論できるようになると考える。 【一般社団法人　資産運用業協会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
77	原則と解釈指針の切り分けがうまくいっていない。解釈指針の文章を読むと、例えば、「…が考えられる」、「適切と考えられる」や「重要と考えられる」で終わっている解釈指針的な表現と、「すべきである」や「説明を行う	ご意見として承ります。 解釈指針の文末の表現振りについては、有識者会議や本パブリックコメントにおいても様々なご意見がありました。

	べきである」といった原則と区別がつきにくい表現が混在する。解釈指針になると、「コンプライ又はエクスプレイン」の対象とならないため、必要な説明がなされなくなることを懸念する。この問題は、本コードで最も重要と考えられる「第４章　取締役会等の責務」に最も多く存在する。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	本改訂においてコンプライ・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について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではない旨は序文においても明記していますが、そのような記載について、文末表現を変更することにより、本改訂前に本コードが示していた内容が緩和されたと理解されることを避ける観点から、改訂前コードにおいて原則又は補充原則であった記載のうち解釈指針に移管したものについては、原則として、改訂前コードにおける「べきである」との文末表現を維持しています。
78	解釈指針において、「すべき」との表現を用いることに反対する。例えば、「望ましい」や「例えば…を行うことが考えられる」などの表現に弱められたい。 「上場会社は『解釈指針』において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されるが、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる」という解釈指針の位置づけに照らすと、上場会社に対して一定の対応を義務づける表現を解釈指針において用いることは適切ではない。 【経営法友会】	
79	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としている点に賛同するが、そうであれば、「解釈指針」において「●●すべきである」「●●する必要がある」との表現はできる限り避けるべきではないか。有識者会議において、投資家等のメンバーから「すべき」を残すべきという強い意見が表明されたことは認識しているが、原則についての解釈指針であって、原則に追加して実施「すべき」事項を規定しているものではないのであれば、各原則を解釈するうえでの指針として「〇〇が原則により求められていると解される」などと淡々と記述すればよいはずであって、「すべきである」という表現が必要となるものではない。「すべきである」との表現は、当該原則を満たすために「やる必要がある」ものと解釈されるのが通常であり、これは解釈指針にコンプライ/エクスプレインを求めていないことと矛盾するのではないか。例えば公益通報者保護法の「指針の解説」においては、「する必要がある（すべきである）＝やらないと違反」、「することが望ましい＝推奨」、「●●という方法も考えらえる＝中立」という表現が厳密に使い分けられている。 万一「すべきである」との表現を使用するのであれば、解釈指針における「べきである」表現に従わないことをもってコンプライしていないとは評価しないことを明示すべきである（改訂案の３頁の記述だと曖昧）。	

	【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	
80	解釈指針全般につき、今回の改訂案では「コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる。上場会社は「解釈指針」において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されるが、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。」と明記された。コンプライ・オア・エクスプレインの対象でもなく、実現手法が各企業に委ねられているのであれば、解釈指針においても、特に具体例を挙げた手法の記載につき「～すべき」との記載は極力避ける記載としていただきたい。（特に、原則１－１、原則３－３、原則４－14） 【三井物産株式会社】	
81	「解釈指針」は、「各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる」と定義しながらも、「すべきである」との表現を多数維持している。これによって、ベストプラクティスやグッドプラクティスの１つにすぎないものが、「プリンシプル（原則）」と混同されてしまう懸念がある。コードの構成を見直す以上、「プリンシプル（原則）」と「解釈指針」の混同があってはならず、これらを明確に書き分ける必要がある。「すべきである」の表現は、「することが考えられる」等に見直すべきである。 よって、解釈指針は、全面的に表現を見直したうえで、コード全体の「スリム化」の観点から、可能な限り簡素化するべきである。もし、表現の見直しが困難であるとすれば、解釈指針の在り方そのものを見直すことも検討するべきである。 【全国株懇連合会】	
82	「解釈指針」は、各原則の背景となる考え方・目的、当該原則を履行するためのベストプラクティス、グッドプラクティスなどを示すものとされておりますが、非常にしばしば「すべきである」と書かれているため、考え方や	

	目的、ベストプラクティス等を示したものとはいえず、現行の「補充原則」の考え方が色濃く出ているように思われます。そのため、「すべきである」との表現は避けたほうがよいと考えます。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	
83	「各原則の実効的な実施を支援するための具体的な内容や趣旨・背景を記載」するという解釈指針の位置づけそのものには違和感はありません。もっとも、解釈指針の内容によっては、それがベストプラクティスを示すものなのか、あるいは最低限求められる事項なのかが分かりにくい場合があります。たとえば、原則４－14 の解釈指針にある取締役会事務局の整備は、ベストプラクティスとして位置づけられる性格が強い一方、原則４－９、原則４－10 における独立社外取締役の質・数の確保は、より最低限の要請事項として整理されるべきものと考えます。このように、解釈指針のなかで「最低限求められる対応」と「企業の取組みの更なる進化を促す対応」を明確に整理すれば、会社側は自社の状況に応じて優先順位を付けやすくなります。また、「丁寧なエクスプレイン」にもつながるものと思料します。加えて、投資家と発行体のエンゲージメントにおいて、各社の現在地に応じた具体的な議論がしやすくなると考えます。 【アムンディ・ジャパン株式会社】	本コードにおいて示される規範を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得ます。そのため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものであり、一律の優先順位を設けることは必ずしも適切ではないと考えられます。
84	改訂案の取りまとめに際し、解釈指針が原則と一体である旨の記載を削除したことは、各社において解釈指針を参考としつつ自主性を持った対応を行うという観点から望ましい（この観点からも、解釈指針では「すべきである」の表現を見直すべきである。）。改訂後のコードの適用においても、解釈指針との該否にとどまらない、より建設的な対話が行われるよう期待する。 【全国株懇連合会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 解釈指針の文末の「べきである」の表現に関しては、No.77～82 の回答をご参照ください。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
85	【意見】 改訂案においてプリンシプル化・スリム化の趣旨が明確化された点を評価します。一方で、抽象的かつ概念的なものに限定した原則をコンプライした場合においても、主旨紙記載の通り丁寧に説明していただくことを投資家として期待しています。また解釈指針はコンプライ・オア・エクスプレインの対象外とするのではなく、抽象的かつ概念的な原則を具体的に説明していく上で、本コードの一部をなすという文言を入れることが、企業価値向上に資する建設的な対話の観点から望ましいと考えます。丁寧な説明を積極的に評	改訂版コードの序文には、本改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではない旨を明記しています。 また、解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラ

	価する考え方を明示することで、プリンシプルベース・アプローチでのコンプライ・オア・エクスプレインの適切な運用を担保するものと考えます。 【理由】 形式的なコンプライや抽象的なエクスプレインを回避するためには、解釈指針を積極的に活用し具体的な記述を充実していく必要があるため。 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	クティス）の一つと考えられる方策も含まれ、上場会社は、解釈指針において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されます。 なお、第２回有識者会議時点の改訂案に記載されていた「解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。」との記載は改訂版コードでは削除されましたが、当該記載の有無にかかわらず、解釈指針は本コードに記載されているものです。
86	Clarification that Interpretive Guidance is no longer explicitly “part of the Code” may weaken its influence. Companies should be expected to actively consider and apply Interpretive Guidance, with clearer linkage to Principle outcomes. 【Impax Asset Management】	The Preamble of the finalized Code explicitly states that it is not appropriate to understand that those provisions or statements that have been moved to “Interpretive Guidance” and are outside of the scope of comply or explain or that have been removed from the Code have lost importance after the revisions. The “Interpretive Guidance” is not subject to comply or explain. However, its role is to support the effective implementation of each Principle. It contains measures considered to be best practices and good practices for carrying out Principles, as well as the background and purposes of the Principles. Companies are expected to use “Interpretive Guidance” as a reference when implementing the Code. The sentence stating that the “Interpretive Guidance is a part of the Code together with Principles” was deleted in the finalized Code, though it had appeared in the draft for the second expert panel meeting. However, irrespective of the presence or absence of such statement, the Interpretive Guidance is set forth within the Code itself.
87	We would advocate reinstating the language on the Interpretive Guidance from the earlier draft which said that the guidance is intended to be read together with the Principles and forms an integral part of the Code. (The following language was removed in the final draft:「解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。」) Removing this clarification risks downplaying the status of the Interpretive Guidance and may lead to inconsistent interpretation and application of the Code. Within the preamble under “Application of the Code”, it reads “All General Principles and some Principles in this Code include ‘Interpretive Guidance’ sections. ‘Interpretive Guidance’ is not subject to comply or explain”, while another statement under “Streamlining” of the Code to Promote Implementation by Companies in Substance” says “It is not appropriate to understand that those provisions or statements that have been moved to ‘Interpretive Guidance’ and are outside of the scope of comply or explain…”. These statements may invite confusion, and we therefore would welcome clarification of the Interpretive Guidance. 【L&G ‐ Asset Management】	
88	We note the removal of language affirming the Interpretive Guidance forms “part of the Code together with Principles”. We believe this sentence should be reinstated to remove ambiguity about the guidance’s status relative to the principles.	

	【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
89	We have some reservations regarding the proposed language in relation to the status of the Interpretive Guidance. Under the current final draft, companies are only expected to use the Interpretive Guidance as a reference when implementing the Code. However, we believe it is important to clarify that “Interpretive Guidance is a part of the Code together with Principles”(which was proposed in the draft dated 26th February 2026), even if it is not binding. In our view, the Interpretive Guidance includes important substantive explanatory content that is integral to effective implementation of the Principles. While we acknowledge that the Interpretive Guidance should not be binding for the purposes of this Code, removing the explicit statement that the Interpretive Guidance forms part of the Code may risk diluting expectations around the relevance and importance of the Interpretive Guidance. Over time, this could reduce companies’ incentives to align with the Code’s underlying best-practice standards included in the Interpretive Guidance. 【匿名】	
90	FSA Proposal: A significant general issue in the final version of the proposed amendments to the CG Code is the status of the Interpretive Guidance. The preamble states that Interpretive Guidance is not subject to comply or explain. “Companies are expected to use ‘Interpretive Guidance’ as a reference when implementing the Code. Each company has discretion in implementing specific measures, as long as the company acts in accordance with the aim and spirit of each Principle.” We note with some concern that the phrase declaring Interpretive Guidance an integral part of the Code together with the Principles from the February draft has been deleted and recommend that it is reinstated. Much of what is expected of companies—detailed examples on capital allocation, cash/real estate utilization, board skills matrices, diversity implementation, shareholder dialogue policies, and risk management—now resides in the Interpretive Guidance, as we indicate in our comments on the	

	main principles below. Significant parts of the existing (2021) Code have been moved there during streamlining with the impression that these areas have been downgraded from Principle status. For the Code to represent principles that companies should adopt as best practice, the Interpretive Guidance needs to be seen as integral to the Code and not merely optional reference material for companies. Indeed, to ensure that this exercise of streamlining the Code is not perceived as easing of current expectations of companies, the comply-or-explain approach should apply to the Interpretive Guidance as much as the main Principles. Recommendation: We strongly advocate reinstating the language from the February 2026 draft, which stated that the Interpretive Guidance is to be read together with the Principles and forms an integral part of the Code. Removing this clarification risks downplaying the status of the Interpretive Guidance and could lead to inconsistent interpretation and application across companies. 【Asian Corporate Governance Association】	
91	この度の第３次改訂案は、2015 年の運用開始から今日に至るまでの、日本におけるコーポレートガバナンス・コード（以下コード）の浸透と、各社におけるガバナンスの熟成を考慮したものと評価できる。特に 2021 年の前回改訂において、83 まで増えた原則数が 26 に圧縮され（スリム化）、コード本来の思想である原則ベースへの回帰（プリンシプル化）が示された。また執行側の当事者の呼称を、従前の「経営陣幹部」から端的に「経営陣」とするなど、用語の細部にもコーポレートガバナンスの責任主体を明確にする工夫が施されている。一方コードの利用者である上場各社には、本改訂案が含意するエクスプレイン重視のエンゲージメント姿勢を如何に実現するか、今まで以上に真摯な取り組みが求められている。 ここに当会は本改訂の方向性を肯定的に受け止めつつ、その主旨がコーポレートガバナンスの現場において、現実的に反映されることを願い、以下意見を述べる。 当初、有識者会議では解釈指針を原則と一体とする議論が行われるも、最終案ではコンプライ・オア・エクスプレインの対象外とされた。この結論も、本改訂案の主旨であるプリンシプル化とスリム化の実現に寄与している。一方本改訂案は、「解釈指針には当該原則を履行するためのベストプラクティ	本改訂を評価いただきありがとうございます。 本コードの基本原則・原則を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得るものです。そのため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものといえます。 ご指摘のとおり、解釈指針には、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれるところ、上場会社は、解釈指針で示された内容を必ずしも全て実施することまでは求められませんが、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に沿ったコンプライ又はエクスプレインの選択その他の対応を行うことが期待されます。 また、ご指摘のとおり、上場会社には、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。

	スやグッドプラクティスと考えらえる方策も含まれる」と説明している。ここで各社の取締役会が注意すべきは、ベストプラクティスとグッドプラクティスの差異である。一般にベストプラクティスは最先端事例であるのに対して、グッドプラクティスは現時点で履行すべきスタンダードを意味する。 【提言】 取締役会は解釈指針の内容を精査し、グッドプラクティスと解される場合は、コンプライ・オア・エクスプレインを判断する具体的な事例として、取り扱うべきである。そしてコンプライを表明する際も、積極的にエクスプレインを付記して、エンゲージメントに備えるべきである。 【一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会】	
92	We appreciate this opportunity to comment on the proposed revisions to the Corporate Governance Code. Please find below our comments on the major issues which we believe are essential to improving corporate governance in Japan and to achieving substantive changes in corporate behaviour, rather than a formalistic reporting exercise. We welcome the request in the new Preface of the Code that companies should provide “carefully tailored explanations” in their application of the Principles using a “comply or explain” approach. However, given the generally insufficient level of understanding of the spirit of the principles, as well as varied interpretations of “compliance”, we believe further clarity about improving the quality of explanations is necessary. Companies should provide clear and meaningful explanations, which are persuasive to investors/shareholders, including specific circumstances relating to the company and a clear rationale for their governance structures. We also expect companies to “comply and explain” in applying the key principles relating to shareholder rights, dialogue with shareholders, and the responsibilities of the board. As the newly created “Interpretive Guidance” sections of the Code are not subject to “comply or explain”, we have concerns about the unintended consequences of streamlining the Code which may lead to much less engagement in practice and poorer disclosures. Therefore, a number of key governance issues in Japan should be upgraded to be part of the Principles.	本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、各社の個別事情に照らして判断した結果がコンプライ又はエクスプレインのいずれであったとしても、これらの判断が実質的かつ適切に行われている限りにおいて否定されるものではありません。 また、コンプライとする場合に併せてその理由の説明を行うことも建設的な対話に資する取組みとして望ましい旨を改訂版コード序文に明記しています。 解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれ、上場会社は、解釈指針において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されます。 なお、第２回有識者会議時点の改訂案に記載されていた「解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。」との記載は改訂コードでは削除されましたが、当該記載の有無にかかわらず、解釈指針は本コード本体に記載されているものです。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 This Code adopts a “comply or explain” approach. Companies are not

	Meanwhile, we would like to see the “Interpretive Guidance” explicitly positioned as an integral part of the Code, as it was in the first draft of the proposals presented in February. […] Finally, we encourage the FSA and the TSE to continue to get feedback from investors after the new Code takes effect, and also to provide updated guidance to companies. 【Morant Wright Management Limited】	discouraged from choosing either option based on their specific circumstances, provided that their judgment is made appropriately and substantively. Furthermore, the finalized Code explicitly states that explaining why a company complies is desirable for promoting constructive dialogue. The “Interpretive Guidance” is not subject to comply or explain. However, its role is to support the effective implementation of each Principle. It contains measures considered to be best practices and good practices for carrying out Principles, as well as the background and purposes of the Principles. Companies are expected to use “Interpretive Guidance” as a reference when implementing the Code. The sentence stating that the “Interpretive Guidance is a part of the Code together with Principles” was deleted in this revision, though it had appeared in the draft for the second expert panel meeting. However, irrespective of the presence or absence of such statement, the Interpretive Guidance is set forth within the Code itself. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
93	今回、多くの原則や補充原則が解釈指針に入ったため、解釈指針の位置づけは極めて重要と考える。企業の形式的なコンプライも見られる中、コード実質化の観点から、このような措置に対して、賛同するが、これまでと異なり、自ら考え、対応するという企業のマインドセットと行動の変化も、同時に求められると考える。 この点、解釈指針を参照しつつ対応し、企業の実情に応じ、採用するかどうかは、企業が判断するという、コードの適用の仕組みが示されたことは重要と考える。一方、海外投資家の中には、懸念を示す声もあり、グローバルに発信される際には、コードに埋め込まれた、この仕組みをご説明いただき、コードの緩和ではないのだ、ということを打ち出すことが必要と考える。 また、上記したように、今度の改訂は、コード設定以来の大改革であり、実際に、コードの実質化につながっているかを、定期的に、金融庁フォロー	当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	アップ会議で、モニタリングするということも考えられる。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
94	日本企業のガバナンスの進展は二極化の様相を呈しており、まだまだ底上げが必要な企業は多いと認識している。本コードが全上場企業の遵守すべき規範であるなら、本改訂（解釈指針の新設）によるコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の絞り込みはガバナンスの後押しの後退と受け取られかねず、時期尚早ではなかったか。 【一般社団法人　資産運用業協会】	ご意見として承ります。 なお、本コードにおいて示される規範を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得るため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用する必要があります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
95	解釈指針はコンプライの対象外として整理されているものの、実務上は機関投資家、議決権行使助言会社及び取引所等を通じて、事実上の義務として受け止められる可能性があると考えます。 このため、解釈指針はあくまで例示であり、解釈指針に示された実務例を実施していないという事実のみをもって不十分と評価されるものではないこと、また、代替手段を含め、当該対応が原則に適合しているかどうかを総合的に評価すべきであることを、より明確にしていただきたく存じます。 【パナソニックホールディングス㈱】	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く、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれます。上場会社は解釈指針において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されますが、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられます。 また、本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、各社の個別事情に照らして判断した結果がコンプライ又はエクスプレインのいずれであったとしても、これらの判断が実質的かつ適切に行われている限りにおいて否定されるものではありません。 また、序文第７項では、株主等のステークホルダーの側の留意事項として、「本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない」ことを示しています。 当該箇所は、直接的にはコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則について言及した箇所ですが、その趣旨は解釈指針にも該当すると考えられます。すなわち、解釈指針の文言・記載を表面的に捉え、その一つひとつに対応しているかをチェックボックス的に確認し、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていな

		いと機械的に評価し、議決権行使や対話の場面などにおいて、形式的に反対したり対応を迫ったりすることは必ずしも適切ではないと考えられます。
96	今回の CG コード改訂案では、従来の補充原則の多くの部分が「解釈指針」に移行されていますが、「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とされています。この点が企業のガバナンス改革への取組みや開示の後退につながるのではないかということを、多くの投資家が懸念しています。 序文第９項では、冒頭に『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』というセンテンスが入ることによって、「解釈指針」の性格がわかりにくくなっていると考えます。まず「解釈指針」の位置付け（原則を履行するために参照すべきもの）を明確に示した上で、「解釈指針」が原則とは違い、直接にコンプライ・オア・エクスプレインの対象とするものではないことを記述するという形がふさわしいと考えます。 また、『上場会社は「解釈指針」において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されるが、（略）その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。』とされていますので、その後に、各企業がその取り組みについて具体的に開示・説明することを促す文言、例えば「各企業は自社の具体的な取り組みについて、株主・投資家に向けて十分に開示・説明することが求められる。」という一文を加えることで、各企業の自主的な取り組みを促すことにつながると考えます。 以上から、序文第９項について下記のように修正していただくことを提案します。 「本コードの全ての基本原則及び一部の原則には「解釈指針」が示されている。これらの「解釈指針」は各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策が含まれる。上場会社は「解釈指針」において示された内容を参照しつつ適切に対応することが期待されるが、「解釈指針」自体はコンプライ・オア・エクスプレインの対象ではなく、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。各企業は自社の具体的な取り組みについて、株主・投資家に向けて十分に開示・説明することが求められ	ご意見として承ります。 上場会社には、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。

	る。」 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
97	「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、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり」、「各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。」とある。コード全体のスリム化を目的に補充原則をなくして解釈指針に整理した趣旨は賛同するものの、解釈指針について企業がどのように対応しているかについて、外部からはわかりにくくなっている。従って、コードをコンプライあるいはエクスプレインとして開示する文章にて、解釈指針につき具体的にどのように対応したかを可能な限り記載するよう提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご意見として承ります。 上場会社には、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれ、自らの置かれた状況に応じて、ご指摘のように解釈指針の内容についての対応について記載することも考えられます。 なお、本改訂後のコーポレートガバナンス報告書の記載要領において、エクスプレインを選択する場合に踏まえるべきポイントとして、「実施していない内容について、報告書の提出日時点において実施しない理由（実施しないことが自社にとって適切である理由）を説明する」こととされ、また、「自社の個別事情（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）を踏まえた説明をすること」が考えられる旨や、「コードの趣旨を実現するために代替手段を採用している場合には、その取組内容及び当該取組みが自社にとって適切であると考える理由について記載すること」が考えられる旨が示されています。
98	「本コードの目的」等の追加及び「解釈指針」の新設の方向性に異存ありません。 他方、「解釈指針」が個別項目のチェックリストとして受け止められ、形式的な対応を促す運用とならないよう、その位置づけと読み方を、関係者別の文書、Q&A その他の関連資料を通じて、継続的かつ実際に届く形で明確化していただきたいと考えます。 今回の改訂案については、いわゆる序文に当たる「本コードの目的」等の追加や、「解釈指針」の新設により、本コードが原則主義に立脚し、各社の状況に応じた実質的な対応を促すものであることが、より明確になったものと受け止めています。 また、上場会社の経営者、担当者及びスチュワードシップ・コード署名機関といった主要な関係者ごとに文書が作成・公表されている点も、改訂の趣旨を丁寧に伝えようとする対応として有意義であると考えます。 もっとも、実務上は、「解釈指針」が個別項目のチェックリストとして受け止められ、形式的な対応を促す運用となることを、なお懸念します。関係者別の文書が整備されることに加え、これらの文書が関係者に実際に届き、	本改訂を評価いただきありがとうございます。 本改訂では、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から解釈指針を新設しました。また、本改訂は、本コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返るためのいわば「コードの実質化」を狙いとしており、上場会社において、自社の置かれた状況に応じて、各原則の趣旨・精神に照らした実践を行うことが期待されます。 このように、コードをルールと捉え、会社の個別の状況を考慮することなくコードに文言・記載があることのみを理由に、上場会社において対応を決定することや、投資家において会社に対して対応を迫ることは適切ではないと考えられます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	その趣旨も含めて運用や対話の現場に浸透することが重要です。十分に届かず浸透しない場合には、結果として「解釈指針」のみが独り歩きし、形式的な対応を助長するおそれがあります。 　そのため、「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く、原則の趣旨・精神を理解するための参照材料であること、また、各社の状況に応じた丁寧なエクスプレインが歓迎されるべきであることについて、継続的に明確化していただきたいと考えます。あわせて、その趣旨が経営者、担当者及び機関投資家それぞれに実際に届くよう、Q&A やコーポレート・ガバナンス報告書の更新に関する資料等の文書による発信に加え、金融庁及び東京証券取引所による説明会、セミナーその他の周知活動も通じて、継続的に情報発信していただきたいと考えます。 【個人】	
99	解釈指針に記載された具体的な取組みを行っていないこと自体が、ただちに不十分な対応であることを意味するものではなく、解釈指針に記載された具体的な取組みを行っていない場合（各社が自社の事情に応じて異なる取組みを行った場合）であっても、実質的に原則の趣旨・精神に沿った対応を行っているときは、当該原則について「コンプライ」と評価しうるという理解でよいか、明らかにされたい。 　序文第 12 項には、「当該改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、当該改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく」と記載されているが、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く、「各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる」（序文第９項）以上、解釈指針に記載された具体的な取組みを行っていないこと自体が、ただちに不十分な対応であることを意味するものではない。解釈指針に記載された具体的な取組みを行っていない場合（各社が自社の事情に応じて異なる取組みを行った場合）であっても、実質的に原則の趣旨・精神に沿った対応を行っているときは、当該原則について「コンプライ」と評価しうるものと考える。 　この点が明確でなければ、解釈指針が準拘束的に運用され、会社側の説明負担だけが増える危険があるため、上記のような理解でよいか確認するものである。	前提として、本コードが採用するコンプライ・オア・エクスプレインの手法は、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択することも許容するものであり、「全ての原則についてコンプライしなければならない」と考える必要はありません。個別事情によっては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、エクスプレインを積極的に選択し、原則を「実施しない理由」を丁寧に説明すべき場合があります。 　その上で、ご指摘のとおり、解釈指針で示された内容を必ずしも全て実施することまでは求められませんが、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に照らしてコンプライ又はエクスプレインの選択その他の対応を行うことが期待されます。

	【経営法友会】	
100	「企業」には会社以外の組織も含まれるため、「本コードの適用」において「各企業」とあるのは「各社」とすべきではないでしょうか。なお、他の箇所ではすべて「各社」とされています。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご指摘を踏まえ、「各社」に修正しました。
101	プリンシプル化・スリム化を進めることには異存はありません。多くの企業が「形式的なコンプライにとどまって」、「『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始すること」は問題であると考えます。投資家は、「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」され、「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」と考えます。このため、「上場企業の対応コスト・開示負担に配慮し」、「現行コードにはハウツー的な内容があるが、コードは本来骨太の方針を示すべきもの」と考えます。 その一方で、そもそもコーポレートガバナンス・コードは、細目主義のハードローで規定することになじまないベストプラクティスを示すソフトローです。我が国のコーポレートガバナンスの規範として、海外と比較しても遜色のない高いレベルのコーポレートガバナンスの在り方を示すべきです。ハードローでミニマムスタンダードとしての規範の整備がなされたとしても、重要な規範については、コードでも原則に含めておくか、少なくとも解釈指針として示しておくことで、ベストプラクティスへ向けた取組みを企業に対して促すべきです。 したがって、まず、「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」されることは、ガバナンス改革の実質化のためにとても有益であると考えます。これらの格上げは賛成です。（特に、現行１－１①相当数の反対票の分析・対応、１－４①②政策保有株式の売らせない圧力の禁止、４－11 独立社外取締役の機能発揮、５－１①株主との対話の対応者など。）また、上場会社が、スリム化された基本原則と原則の文言だけを実施すればコンプライしたことになると解釈すると、ベストプラクティスへの取組みを促すというコーポレートガバナンス・コードの理念の形骸化・空文化につながります。このことは、序文第 12 項に示されており、とても重要です。 そのため、序文のなかで、以下の２か所に、[　]の文章を追記することに	ご意見として承ります。

	より、コーポレートガバナンス・コードの形骸化・空文化を防ぎ、「各原則への対応の実質化に取り組むことが期待」できるようになると考えます。 ６．また、ある原則について単にコンプライとするのではなく、株主をはじめとするステークホルダーに対して十分な情報提供を行う観点から、具体的な取組みの内容及び当該取組みにより原則を実施していると評価できる合理的理由を示すこと[（例えば、解釈指針に沿っていること）]などにより、コンプライとする理由について説明を行うことも建設的な対話に資する取組みとして望ましい。 ９．本コードの全ての基本原則及び一部の原則には「解釈指針」が示されている。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、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる。上場会社は「解釈指針」において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されるが、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各企業に委ねられる。[会社の個別事情に沿い解釈指針に示された内容とは異なる実現手法を採った上場会社は、その具体的な実現手法を積極的に開示すべきである。こうした上場会社による「丁寧なエクスプレイン」を投資家は歓迎している。同時に、その具体的な実現手法が解釈指針で示された内容よりもさらに優れた手法であるならば、新たなベストプラクティスとして共有されることとなる。こうした取り組みが、我が国のコーポレートガバナンスをさらに発展させ、進化させることにもつながる。] 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	
第 10 項		
102	「他の機関設計を選択する上場会社は所要の読替えを行った上で適用することが想定されている。」とあるが、例えばコードの監査役を機械的に監査等委員や監査委員に読み替えて良いか疑問がある。もう少し、読み替えにあたっての指針を示して欲しい。 【個人】	本改訂においては、コードが経営者が中長期的な企業価値の向上に向けた取組みを検討・実行する際の一助とすることをも目的とした文書であることも踏まえ、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書とする観点から、機関設計ごとの具体的な読替えを示すことはしていません。 特定の機関設計を想定した記載ぶりとなっている原則については、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用していただくことを想定しております。
103	我が国の法制として、特に監査役・監査役会を採り上げてコード化することは理解できるが、既にプライム市場で監査等委員会設置会社の比率が最大	

	になっていることからすると、コード内で「監査役」「監査役会」となっている部分は「監査役（監査等委員、監査委員を含む）、「監査役会（監査等委員会、監査委員会）を含む」と明示してもよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	その上で、本コードが想定する機関設計については、上場会社による機関設計の選択状況等を踏まえ、継続的に検討してまいります。
104	序文第 10 項に「自らの機関設計に応じて所用の読替えを行った上で適用することが想定される」との記載があり、原則１－１（２）では「経営陣、社外取締役を含む取締役または監査役」、基本原則３解釈指針では「取締役会・監査役・監査役会・会計監査人」の様に本コードは全て「監査役」に統一されている。監査等委員会設置会社が監査役会設置会社より採用社数が多くなった現状に鑑み、日本監査役協会が採用している監査役・監査等委員・監査委員を総称する「監査役等」を序文第 10 項で先ず定義し、本文中の表現を「監査役」に替え「監査役等」に統一することにより、自らの機関設計に拘わらず全ての読み手の理解の向上に繋げることを提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文　企業の実質的な対応を促すための「プリンシプル化」・「スリム化」（第 11 項・第 12 項）		
第 11 項		
105	コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を再確認し、企業自身によるガバナンスの自律的な高度化を目指すというプリンシプル化・スリム化の方向性は歓迎いたします。その上で、ソフトローとして規定された本コードの意義に立ち返り、コーポレートガバナンスのベスト・プラクティスを示す規範として、その根幹となる考え方は体系的に原則に記載しておくべきものと考えます。今般の改訂では、実務上の理解浸透等を理由として原則の記載が削除された部分も見られますが、実際は順調に取り組みを進めている企業ばかりではなく、進捗が遅れている企業群に対しては引き続き「あるべき姿」を示す必要があります。また、一部、実質的なコンプライのために必ず満たすべき項目までもが解釈指針に移管されているように思われます。解釈指針はその内容を参照することが期待されるとしつつ、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外となっており、形骸化を避けるためにはソフトローたる本コードの一部あるいはコンメンタールとしての位置づけをしっかりと説明する必要があります。本コードへの取り組みにあたり解釈指針の趣旨を十分	プリンシプル化・スリム化の方向性にご賛同いただきありがとうございます。 解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものです。 解釈指針で示された内容を必ずしも全て実施することまでは求められませんが、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に照らしたコンプライ又はエクスプレインの選択その他の対応を行うことが期待されます。 本改訂は、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、自らの置かれた状況に応じて自社のガバナンスの在るべき姿を不断に検証しつつ取り組むこと、また原則をコンプライする場合・しない場合のいずれであっても、自社の取組みを丁寧に投資家に説明することを後押しすることを意図しています。

	に踏まえるべき旨を明示いただくとともに、本コードのスリム化が日本におけるコーポレートガバナンスの「後退」と受け止められることのないよう、丁寧な運用を期待します。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	当取引所及び金融庁は、本コードやこうした本改訂の趣旨について周知してまいります。 We appreciate your support for the direction of streamlining of the Code.
106	今回の改訂案は、原理・原則というコードの位置づけを明確にし、上場会社に取締役会の実効性を向上させ、コーポレートガバナンスの質を求めている点を評価しております。とりわけ、独立社外取締役の役割・責務を明確化し、「適切なリスクテイクを支える」ための体制整備を求めている点は、前向きな方向性であると考えます。序文を熟読すると本改訂案に込められた高い取り組みへの期待が伝わる一方で、後段部分で「スリム化」や「解釈指針がコンプライ・オア・エクスプレインの対象外」といった表現や記述があることは、受け止め方によって内容が後退したとの誤解を招きかねません。前段で各原則の実効性が高まるよう改訂の意図が丁寧に説明されていることを踏まえると、改訂案の形式面に関して言葉を費やす必要はないと考えます。 【アムンディ・ジャパン株式会社】	The "Interpretive Guidance" is not subject to comply or explain. However, its role is to support the effective implementation of each Principle. Companies are not necessarily required to implement all contents of the Interpretive Guidance. Rather, based on their specific circumstances, companies should respond by interpreting the aims and spirit of each Principle, referring to its provisions and Interpretive Guidance, and choosing to comply or explain in a manner consistent with the aim and spirit of each Principle. From the perspective of encouraging companies to focus on substantive measures toward increased corporate value over the mid- to long-term, the revised Code aims to encourage companies to continuously review their ideal state of governance practices in accordance with their surrounding circumstances, and to provide carefully tailored explanations of their measures, regardless of whether they comply with a Principle or not. The TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the Code and the revisions.
107	We support streamlining the Code where provisions duplicate binding legal requirements, provided the substance of expectations is preserved and the Code continues to stand alone as a benchmark for best practice. Streamlining must not weaken standards. Governance practice remains uneven, particularly outside the Prime market, and even the most established codes retain explicit reference to core governance principles, regardless of high compliance. Care should be taken to avoid any perception of weakened expectations or backsliding, particularly where requirements are softened or moved into guidance. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
108	「企業」には会社以外の組織も含まれるため、「企業の実質的な対応を促すための『プリンシプル化』・『スリム化』」とのタイトルは、「会社の実質的な対応を促すための『プリンシプル化』・『スリム化』」にすべきではないでしょうか。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
序文　2026 年改訂を踏まえた当面の留意事項（第 13 項・第 14 項）		
第 13 項		
109	「上場会社や株主その他のステークホルダーにおいては、当該文書を参照することが期待される」とあるが、「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」はコードと一体であり、その内容は解釈指針に準ずるものと理解してよいか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」は、本改訂の趣旨等を記載した文書であり、本コードそのものではありませんが、上場会社や株主その他のステークホルダーにおいては、当該文書を参照することが期待されます。
第 14 項		
110	有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度改定が行われるのは望ましいことであるが、有価証券報告書の総会前開示については、制度改定を済ませてからコードへの反映を行うべきである。 また、いわゆる一体的開示を含め、事業報告等における任意開示が活用されている現状においては、議決権行使に不足する情報等が何なのかを明確にすることが、より重要であると考える。 【全国株懇連合会】	No.203～No.222 の回答をご参照ください。
111	有価証券報告書の総会前提出を求める点については、投資家の属性によるニーズの差異や、現在進行中の制度改正との整合性を踏まえ、下記理由により慎重かつ段階的な運用を提言する。 本改訂案では、有価証券報告書が投資家の意思決定に有用な情報を含むため、株主総会前の提出（特に３週間以上前）が望ましいとされている。これは主に機関投資家からの要請に基づくと指摘されているが、株主には多様な属性が存在する。特にパッシブ投資家においては、必ずしもアクティブ投資家と同様のタイミングや形式での早期開示を一律に求めているわけではないとの指摘もある。投資家の属性や対話の目的によって情報のニーズは異なり得るものであり、一律に早期開示の圧力を強めることには慎重であるべきである。 現在、法制審議会等において、有価証券報告書と事業報告等の一本化、及び会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化といった制度的な検討が進められている。解釈指針においても、現行法制下での早期開示が必ず	

	しも容易ではないとの認識が示されている通り、実務上の負担は極めて大きい。従い、これら制度改正による上場会社の物理的・事務的な負担軽減の枠組みが明確に確立される前に、各企業に対して過剰な早期開示を一律に求めることは適切ではなく慎重かつ段階的な運用が望ましい。実効的なガバナンスは形式的な「コンプライ」によって達成されるものではなく、各企業の個別事情を尊重すべきである。制度的なインフラ整備を先行させ、企業が「健全な企業家精神」を阻害されることなく対応できる環境を整えることが先決である。 【一般社団法人ディレクトフォース】	
112	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	No.192～No.194 の回答をご参照ください。

第１章　株主の権利・平等性の確保、株主との対話

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　総論		
113	株主との対話を基本原則の冒頭に位置づけて取締役会レベルの責務として整理する方向性に賛同します。 特に、旧第５章「株主との対話」を第１章に統合し、取締役会・経営陣・社外取締役・監査役による対話関与を求めた点は、資本市場改革の実質化に向けた重要な前進であると考えます。 【個人】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
114	「第１章 株主の権利・平等性の確保、株主との対話」と書いてあり、「株主の権利」の次に「株主との対話」の順番になっている。 一方、原則では原則１－１「株主との建設的な対話」の次に原則１－２「株主総会における権利行使」が書かれている。 第１章の記載順と合わせるならば、原則１－１と１－２を入れ替えるべきではないか。又は、第１章を「第１章 株主との対話、株主の権利・平等性の確保」に変更すべきではないか。 【個人】	ご意見として承ります。 本改訂では、株主との建設的な対話の重要性を強調し、第１章の冒頭の原則である原則１－１に規定しています。 他方、株主の権利や平等性の確保は株主との建設的な対話の前提であると考えられることから、第１章の表題や基本原則１では、その関係性を示すために株主の権利・平等性の確保を先に記載しています。
115	第１章の見出しは「株主権利、平等性の確保、株主との対話」であり、統合された改訂前第５章「株主との対話」は末尾に列挙されている。同じく、基本原則１においても、改訂前基本原則５から統合された内容は末尾に記載されている。 他方、原則１－１から原則１－４については、改訂前コード原則５－１の株主との建設的な対話は、一番初めの原則１－１に移管されている。 第１章の見出し、基本原則１の構成からすると、株主との建設的な対話（改訂前コード原則５－１）が原則１－１にあるのは不自然であるため、末尾の原則１－４に移し、原則１－２から原則１－４をそれぞれ繰り上げるべきである。 【全国株懇連合会】	
116	第１章の表題「株主の権利・平等性の確保、株主との対話」について、17文字の中に「株主」という言葉が２度も出てくることに違和感を感じる。ま	ご意見として承ります。 本コードの策定時には、本コードとスチュワードシップ・コードが、いわ

	た株主が経営者と対話することは、権利に含まれるのではないか。 【個人】	ば「車の両輪」であるとの考え方を踏まえ、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資するよう、株主との対話に向けた会社の取組みの促進を期待する趣旨から、第１章とは独立の章として、第５章を設けました。 本改訂では、「プリンシプル化」・「スリム化」の一環として、株主に関する改訂前コードの第１章と第５章を統合するとともに、株主との対話の重要性に鑑みて本コードの冒頭に記載しています。
117	Concerning strengthening minority shareholder protections and clarifying the scope of directors' fiduciary duties, a director's duty should be, first and foremost, to the corporation and its owners. Ambiguity can lead to decisions that prioritize other interests at the expense of the economic interests of minority shareholders. Corporate governance standards are not static; they are constantly evolving both within and outside of Japan as markets compete for international capital. For example, the 2025 amendment to South Korea's commercial code, which clarifies that directors owe a fiduciary duty "to all shareholders," is seen as directly aiming to resolve the so-called "Korea Discount." (※) We must recognize the risk that if Japan does not demonstrate a continuous effort to seriously debate these fundamental issues, its wonderful past reforms may not be properly valued, causing it to appear shareholder unfriendly and, as a result, potentially deterring global investors as well as impairing value for all shareholders. The phenomenon in which South Korean listed companies have been chronically undervalued in terms of metrics such as Price-to-Earnings (P/E) and Price-to-Book (P/B) ratios—despite their robust fundamentals, including profitability and asset value—is often referred to as the "Korea Discount." This undervaluation is frequently attributed to structural challenges, such as opaque corporate governance and diminished capital efficiency stemming from traditional "Chaebol" (conglomerate) structures, as well as low levels of shareholder returns and a lack of transparency in capital allocation policies 【ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント】	ご意見として承ります。 序文第１項に、「上場会社は、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。」ことを明確に記載しています。 また、基本原則４においても、取締役会が、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促すべく、経営陣等に対する実効性の高い監督などの役割・責務を適切に果たすべきであること、その解釈指針において、取締役は株主によって選任され、株主に対して受託者責任を負うことを認識し、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきであることが示されているほか、第４章を通じて取締役等が株主に対する受託者責任を踏まえて、その責任を果たすべきであることを示しています。 こうした観点を踏まえた実効的な監督などの役割・責務について適切な理解が共有されることが期待されます。 We appreciate your valuable comments. Paragraph 1 of the Preamble explicitly states, "it is important that companies operate with a full recognition of their responsibilities to a range of stakeholders, starting with their fiduciary responsibility to shareholders who have entrusted management to them." Also, General Principle 4 states that given its fiduciary responsibility and accountability to shareholders, the board should appropriately fulfill its roles and responsibilities in the effective oversight of management in order to promote sustainable corporate growth and increase corporate value over the mid- to long-term. Its Interpretive Guidance indicates that with due attention

		to their fiduciary responsibilities to shareholders and the fact that they are elected by shareholders, directors should secure appropriate cooperation with stakeholders other than shareholders and act in the interest of the company and the common interests of its shareholders. Throughout Section 4, it is stated that the board should perform its responsibility in light of the fiduciary responsibility of directors. From such perspectives, it is expected that there will be an appropriate mutual understanding of the board's roles and responsibilities, including effective monitoring.
118	改訂前基本原則１と改訂前基本原則５の統合により、改訂前基本原則５の後半が削除されています。対話は面談だけではありません。エンゲージメントレターや議決権行使結果等から投資家の声を知り、社内で検討し、改革に取り組み、株主に説明し理解を得る。こうした一連の対応が対話により期待される結果であり、対話そのものは手段に過ぎません。原則１－１解釈指針には、こうした会社が行うべき一連の対応が記載されてはいますが、改訂前基本原則に記載されているほどの重要な内容なので、後半部分も、解釈指針ではなく、基本原則１に含めるべきと考えます。したがって、基本原則１の案に、以下の改訂前基本原則５の後段部分を追記すべきです。 ----- 「経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」 ----- （略） なお、原則１－１解釈指針の「(iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会や IR 活動）の充実に関する取組み」は、面談を前提とした観があります。投資家が考える対話（エンゲージメント）は、面談に限らず、議決権行使やエンゲージメントレターの送付も含まれます。さらに、スチュワードシップ・コード改訂により、協働エンゲージメントも選択肢のひとつになりましたので、ここは以下のように[　]の文章を追記していただきたい	基本原則１の追記に関するコメントについては、基本原則１解釈指針の該当記載は基本原則１に規定されている「株主との間の建設的な対話を行うべき」という概念の背景となる考え方、目的を示しているものであるため、基本原則１解釈指針において記載しています。 原則１－１解釈指針の追記に関するコメントについては、ご意見として承ります。 面談以外の対話の手段の例示として簡潔に記載したものであり、面談によらない協働エンゲージメントや SR 活動等の手段も含まれると考えられます。 改訂前コード原則１－３、原則１－５～原則１－７に関するご意見については、No.132～No.147 の回答をご参照ください。

	と考えます。 --- 原則１－１解釈指針 （iii）個別面談以外の対話の手段（例えば、[協働エンゲージメントへの対応や]投資家説明会、IR[・SR 活動]）の充実に関する取組み --- また、改訂前コード原則１－３資本政策、改訂前コード原則１－６増資・MBO 等の資本政策、改訂前コード原則１－５買収防衛策、改訂前コード補充原則１－５①TOB に付された場合の取締役会の考え方等は、解釈指針に移りましたが、いまだ重要な課題であると考えます。これらの解釈指針は削除されることなく、このまま、解釈指針に残すべきです。 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　基本原則１		
119	We welcome the draft Code's statement in Principle 1 that companies should fully secure shareholder rights, give adequate consideration to the concerns of minority and foreign shareholders, and ensure effective equal treatment of shareholders. We also welcome the Interpretive Guidance stating that companies should not impede special rights recognized for minority shareholders, including injunction rights and shareholder lawsuits. We recommend to reinforce this by asking Draft Principle 1 to incorporate core fair M&A and takeover principles. METI's Corporate Takeover Guidelines state that boards should give sincere consideration to bona fide offers, provide useful information for shareholder decision-making, make reasonable efforts to secure shareholder interests, and use special committees where conflicts and information asymmetry require fairness safeguards (METI Corporate Takeover Guidelines). These principles should not be left to scattered legal materials. They should be visible within the Code because they define the board's role when control is contested. Our own public statement on a certain case stressed that fair conduct of MBOs and controlling-shareholder acquisitions is crucial for confidence in	ご意見として承ります。 Your feedback has been noted.

	Japanese capital markets. These examples demonstrate that minority shareholder protection is not a theoretical concern. It is central to market integrity. The Code should also state that management, former management, and external advisers must cooperate fully with company, special committee, and third-party investigations. In another matter, the advisors' public commentary on the investigation report described concerns that the proposed tender offer was used to escape shareholder pressure, that business plan assumptions were allegedly managed downward, and that another potential business combination was allegedly delayed or minimized during the process. These examples support a Code expectation that independent investigations must not be undermined by lack of cooperation, adviser capture, management interference, or incomplete information. METI's Corporate Takeover Guidelines state that the rational intent of shareholders should be relied upon in matters involving corporate control, that boards should sincerely consider bona fide offers, and that special committees may be necessary where conflicts of interest or information asymmetry exist (METI Corporate Takeover Guidelines). The Code should incorporate these principles, or at minimum reference them directly, so that companies understand that defensive tactics, bid rejection, and control transactions require board accountability beyond formal legal compliance. We recommend that the final Code Principle 1 should ask companies to disclose a formal process for receiving acquisition proposals, including the designation of an independent outside director or independent committee chair responsible for receiving and escalating bona fide bids. If a company states in its Corporate Governance Report that it will treat bids fairly and later fails to do so, the Code should make clear that such conduct may constitute false or misleading governance disclosure. Where a company adopts or triggers a poison pill in response to a bona fide bid, the Code should expect a post-implementation review by independent directors or a special committee, disclosure of the board's reasons, and an assessment of subsequent performance against the rejected bid over a reasonable period.	

	If the company's share price and value creation fail to exceed the rejected bid after a reasonable period, for example two years, the board should explain whether it will reopen itself to bids, change management, or take other corrective action. 【Oasis Management Company Ltd.】	
120	株主との建設的な対話の重要性を強調している点については評価できる。企業と株主との間で十分な情報共有と相互理解を図ることは、実効的なコーポレートガバナンスの基盤となる。 その一方で、改訂版コードでは、「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、株主との間で建設的な対話を行うべきである」との記述となっているが、この位置づけは適切ではない。 企業価値の向上は企業と株主が共有する基本的な目的であり、両者はその実現に向けて認識を共有すべき関係にある。株主との対話は、この前提のもとで行われるものであり、企業価値向上のための手段として位置づけることは適切ではない。 したがって、対話は「企業価値向上のために行うもの」とするのではなく、企業と株主が共通の目的のもとで認識を共有するための基盤として位置づけるなど、記述の見直しが必要である。 【個人】	株主との間の建設的な対話は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を図ることを目的とするものであり、株主の関心・懸念を把握し、その内容を踏まえて、適切な対応を行うことは、上場会社が持続的な成長に邁進する上できわめて有益であると考えられます。
121	「少数株主」に言及する記載が若干増え、解釈指針の形式をとるため丁寧になっていることが評価できます。また、東証で進めていただいている「少数株主保護に関する上場制度の見直しについて」と連動し整合性がある点を評価します。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
122	以下のとおり、【】内を追加する内容の修正を行うことを提案する。 修正案： 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【株主総会の場においてはもとより】、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。 原案の記載は、改訂前基本原則５の内容をそのまま踏襲しているものとなっているが、そもそも改訂前基本原則５は、「上場会社の株主にとって、株	ご意見として承ります。 「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」との記載には、株主総会において株主との間で建設的な対話を行うべき旨も含意されていると考えられます。

	主総会は議決権行使等を通じて上場会社に対して直接意見を発信することのできる数少ない機会であることを踏まえ」（油布志行ほか「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説［I］」旬刊商事法務 No. 2062、53 頁、2015 年３月 15 日号）、「株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識する」（改訂前コード原則１－２）必要があることを前提としたうえで、「株主はコーポレート・ガバナンスの規律における重要な起点であるが、従業員・取引先・金融機関などの他のステークホルダーと異なり、上場会社の経営陣・取締役が株主と接する機会は通常限られている」（同「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説［IV・完］」旬刊商事法務 No. 2065、53 頁、2015 年４月 15 日号）との観点から、「株主総会の場以外においても」対話を行うべきとの記述が採用されたものと認識している。 　今般、改訂前基本原則５の内容を基本原則１に統合するにあたっては、上記の経緯を踏まえつつ、建設的な対話は、株主総会の場において行われるものと、株主総会以外の場を活用して行われるものの双方が存在し、その双方がコードにおいて推奨されている形式とされることが望ましい。 　この点は、本改訂において、株主総会の場における建設的な対話を充実・促進する観点から、定時株主総会前の有価証券報告書の開示が推奨されている文脈と整合的であり、かつ、原則１－１で掲げる内容が、株主総会における建設的な対話にも当然に及ぶことを明確にする観点からも重要と考えられる。 　なお、提案した修正案の別案として、原案の「株主総会の場以外においても」を削るとの考え方もありうるが、原則１－２において「株主総会が株主との建設的な対話の場であることを踏まえ」との表現が採用されているため、上記の修正案が望ましいと考えられる。 【株式会社 ICJ】	
123	改訂前コード原則１－１が削除されたが、議決権は投資家にとって極めて重要な権利であり、同内容は基本原則のなかに盛り込むべきである。 修正案（下線部分を追加）： 　上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。 【一般社団法人　資産運用業協会】	ご意見として承ります。

124	改訂前コード原則１－１「上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである」については株主の権利確保とか重複はしてるが、コーポレートガバナンス・コードの精神を体現しているし、絶対に残すべき。 重複しているものに関してはそれだけ重要だということを理解する必要がある。 【個人】	
125	The relocation of key safeguards to guidance creates a risk of misinterpretation. The draft guidance states that boards should safeguard minority shareholders in anti-takeover measures, capital policy involving control changes or significant dilution, related-party transactions, and controlling-shareholder situations. These are not peripheral matters. They are among the situations where minority shareholders most need board process, independent judgment, and transparent explanation. The argument that these issues are adequately covered by law or listing rules is not sufficient. Legal rules often impose disclosure or procedural minimums, while a governance code should articulate board conduct expectations, process quality, and market norms. This rationale disregards the complementary role of codes and statutory law in OECD jurisdictions. In the UK, the Takeover Code and Corporate Governance Code operate alongside company law to establish behavioral expectations beyond minimum legal compliance. Listed subsidiaries and corporate groups deserve particular attention. The Institutional Investors Collective Engagement Forum has identified investor concerns that parent companies can exercise disproportionate management control, siphon value through unfair related-party transactions, and impair minority interests in listed subsidiaries, while companies often rely on assurances of autonomy and independence that investors cannot verify (IICEF). CFA Institute's Japan case study described examples of listed-subsidiary cash being used within a parent group in ways that raise minority shareholder concerns (CFA Institute). The Code should incorporate related-party transaction procedures that disclose process, independence	改訂前コード原則１－５～同原則１－７に関するコメントについてはNo.132～No.147 の回答をご参照ください。 基本原則１解釈指針では、改訂前コード補充原則１－１③を移管する形で、「上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである」ことを示しています。株主の権利行使については、事実上でなくともこれを妨げることがないよう配慮すべきですが、一般的には少数株主の権利行使が事実上妨げられるようなケースが生じやすいと考えられていることから（例えば、委任状勧誘等の場面において株主が株主名簿の閲覧等を求めた際に、上場会社が不当に対応を遅延し、結果的に株主総会の開催日が到来してしまうなど）、このような権利行使が事実上妨げられるケースについて特に配慮を求めるものです。 Please refer to our response to No.132-No.147 regarding your comments on former Principles 1.5 through 1.7. The Interpretive Guidance for General Principle 1, which was moved from the former Supplementary Principle 1.1.3, states that "given the importance of shareholder rights, companies should ensure that the exercise of shareholder rights is not impeded. In particular, adequate consideration should be given to the special rights that are recognized for minority shareholders with respect to companies and their officers, including the right to seek an injunction against illegal activities or the right to file a shareholder

	safeguards, economic terms, alternative options, and why the transaction serves the company and all shareholders. Empirical literature supports protecting rather than weakening shareholder voice. A 2025 meta-analysis of 1,973 estimates from 67 studies published between 1983 and 2021 finds that activism creates positive shareholder value after correcting for publication bias, and that more value is created in settings with stronger shareholder-rights protection (Corporate Governance: An International Review). This is directly relevant to Japan because the value of engagement depends on whether legal rights, Code principles, board process, and investor dialogue reinforce each other. We recommend that the final Code retain former Principle 1.5, 1.6 and 1.7 and expressly state that boards must not unreasonably fight, reject, delay, frustrate, or litigate the legitimate exercise of shareholder rights. We have previously emphasized that Japan's Companies Act gives shareholders meaningful rights, including inspection rights, shareholder list access, appraisal rights, derivative suits, shareholder proposals, and EGM rights, and that these rights operate with the Governance and Stewardship Codes as "invisible hands", influencing directors, management, and engaged shareholders. A company that spends corporate resources to obstruct lawful shareholder rights should have to explain why that conduct served the company and its shareholders, not merely management. 【Oasis Management Company Ltd.】	lawsuit, since the exercise of these rights tends to be prone to issues and concerns." With respect to the exercise of shareholder rights, companies should give due consideration so as not to impede such exercise, whether in effect or otherwise. However, in practice, the impairment of minority shareholders' rights often occurs on a de facto basis (e.g. when a shareholder requests to inspect the shareholder registry, a company might introduce unreasonable delays, causing the date of the general shareholder meeting to pass before access is granted). From this perspective, the Interpretive Guidance calls on companies to exercise proactive care to prevent any de facto infringement of shareholder rights.
126	解釈指針に「その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである」との記載があるが、「事実上」に限定する必要はなく、「事実上」を削除すべきである。 【個人】	
127	少数株主と経営陣・支配株主との間の構造的な利益相反に鑑み、とりわけ支配権の変動をもたらす資本政策において、少数株主の権利を尊重するためのしくみの強化は不可欠である。基本原則１解釈指針において、少数株主の権利の尊重の観点から、反対票が多く発生する可能性のある買収提案の承認においては、買収者、対象会社取締役及びこれらの関係者を除外した議決権の過半数による決議を行なう「少数株主の過半数」ルール（マジョリティ・	ご意見として承ります。

	オブ･マイノリティ）の導入の検討が推奨されることを記載すべきと考える。 　意見ではあるが、日本におけるスクイーズアウト条件はグローバル水準と比較して低く、引き上げられるべきと考える。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
128	投資家としてM&A等における少数株主の利益保護に強く期待するところです。基本原則１および解釈指針で買収への対応やMBO等における少数株主の利益への配慮について説明されていますが、改訂版コードでは「少数株主の利益に配慮すべき」という弱い表現にとどまります。経済産業省や東京証券取引所の指針･ガイドラインでカバーされているために簡略化されているように受け取りました。近年、これらの指針・ガイドラインの改訂で求められる水準が上がっていますので、参照するべき具体的な指針・ガイドラインを解釈指針において示していただくことで企業の実務が実効性を高めると考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
129	解釈指針に「（ｉ）買収への対応方針の導入・対抗措置の発動は経営陣・取締役会の保身を目的としないか」との記載があるが、語尾の「しないか」を「していないか」とすべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、「（ｉ）買収への対応方針の導入・対抗措置の発動は経営陣・取締役会の保身を目的とするものでないか」に修正しました。
130	買収防衛策の実態を前提にすると、「買収への対応方針の導入」は「買収（提案）への対応方針の導入・変更・更新」にした方がよいのではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
131	独立したコンプライ・オア・エクスプレインの対象とならない解釈指針とするのであれば株主との建設的な対話を促進するための方針として個別具体的な方策を「記載すべき」との記載はふさわしくない。原則１－１に記載のとおり、「株主との建設的な体制整備・取組に関する方針を取締役会で検討・承認し、開示すべきである」のみにとどめ、個別具体的な方策については例示であるならば「～を記載することが望ましい」とし、実際の記載事項については各社対応に任せるべきではないか。 【三井物産株式会社】	ご意見として承ります。 　解釈指針の文末の表現振りについては、有識者会議や本パブリックコメントにおいても様々なご意見がありました。 　本改訂においてコンプライ・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について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではない旨は序文においても明記していますが、そのような記載について、文末表現を変更することにより、本改訂前に本コードが示していた内容が緩和されたと理解されることを避ける観点から、改訂前コードにおいて原則又は補充原則であった記載のうち解釈指針に移管したものについては、原則として、改訂前コードにおける「べきである」との文末表現を維持しています。

132	We are concerned about the removal or reduced prominence of explicit protections around capital policies involving changes in control, significant dilution, and management buyouts. In an environment where companies may feel increased pressure to deploy capital in pursuit of growth, maintaining clear safeguards for minority shareholders in such transactions remains essential. We also believe that, in the context of takeovers, evaluation criteria should remain grounded primarily in economic value for shareholders. 【T. Rowe Price International Ltd】	本改訂においては、会社が特に注力すべき点が明確になるよう、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除すること等により、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書としています。 また、本改訂では、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となる原則の内容を抽象的かつ概念的なものに限定し、各原則の実効的な実施を支援するための具体的な内容や趣旨・背景を記載した解釈指針を新設しました。もっとも、改訂版コードにおいてコンプライ・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等について、当該改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく、上場会社は、このようなプリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。
133	The revised Code relocates several provisions from standalone comply-or-explain principles to Interpretive Guidance, removing them from the accountability framework on which investor monitoring depends. A secondary consequence is that the revised Code removes from the Corporate Governance Report the requirement to disclose director independence criteria and concurrent positions held by directors and auditors, both of which are material to our assessment of board quality. This response sets out our views across four themes most affected by the restructuring. Shareholder rights and minority shareholder protection We welcome the explicit expectation under General Principle 1 and its interpretive guidance that companies with a controlling shareholder develop a governance system to protect the interests of minority shareholders. However, the relocation of specific protections—anti-takeover measures, capital policy, and related party transactions—from standalone comply-or-explain principles to Interpretive Guidance represents a reduction in the accountability framework available to investors. On anti-takeover measures: the removal of former Principle 1.5 is a concern. The Companies Act provides a floor, not a governance standard, and investor expectations for shareholder approval and proportionality go beyond its requirements. The G20/OECD Principles state that anti-takeover devices should not be used to shield management and the board from accountability. We do not support the introduction or renewal of anti-takeover measures absent a compelling justification. We recommend retaining a	改訂版コードでは、少数株主へ十分に配慮すべきという根幹的な概念は基本原則１において引き続き示しています。その上で、上記の本改訂の方針を踏まえると、改訂前コードにおける買収への対応方針、支配権の移動や大規模な希釈化をもたらす資本政策及び関連当事者間の取引等の記載については、法令や有価証券上場規程の規律により既に一定の義務や開示・説明責任が課されていることから、他の法令等との重複を理由として記載を削除することも考えられましたが、少数株主の権利保護の重要性を踏まえ、基本原則１解釈指針において、これらの場面における必要性・合理性の検討、適正な手続の確保を含め、少数株主の利益保護を実効的なものとするための重要な視点を特筆しています。 このほか、原則４－８解釈指針においても、企業買収などの有事の際において、独立社外取締役が適切な判断を行い、説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められることを新たに示しています。また、原則４－３においても（改訂前コード原則１－７に示していた）関連当事者取引における適切な手続及び枠組みの開示、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）について示しています。 上場会社は、法令等の規律による一定の義務、株主への受託者責任、上記の少数株主の利益への配慮の重要性を踏まえて、適切に対応することが期待されます。

	principle-level expectation that takeover response policies require shareholder approval for adoption. On related party transactions: revised Principle 4.3 does not establish minimum RPT governance requirements. Our position is that material related party transactions should be beneficial to all shareholders, conducted on market terms, approved by independent board directors, approved by nonconflicted shareholders if extraordinary, and disclosed with full details of parties, rationale and terms. The G20/OECD Principles require that RPTs be approved in a manner that protects shareholders from conflicts of interest, and recognise that shareholder approval—including by non-interested shareholders—is appropriate for non-routine or large transactions. We recommend that a standalone RPT principle is restored requiring: independent committee review; a shareholder approval mechanism for material transactions; and standardised annual disclosure. 【Norges Bank Investment Management】	In order to clarify which items a company should focus on, in this revisions, the former Supplementary Principles were reclassified by upgrading core parts of corporate governance to Principles, while removing parts that overlapped with other provisions within the Code or other laws and regulations. In this way, the Code was revised to emphasize key elements as concisely as possible and to distinguish important items from others. To encourage companies to focus on substantive measures for long-term corporate value, the revised Code makes the Principles—which are subject to “comply or explain”—more conceptual and abstract. Concurrently, it introduces a new “Interpretive Guidance” section that provides specific context, aims, and backgrounds to support the effective implementation of each Principle. It is not appropriate to understand that those provisions or statements that have been moved to “Interpretive Guidance” and are outside of the scope of comply or explain or that have been removed from the finalized Code have lost importance after the revisions. Companies are expected to implement each Principle of the Code in substance while fully understanding the aim of streamlining of the Code. General Principle 1 of the finalized Code continues to emphasize the core concept that companies must give adequate consideration to minority shareholders. However, aligned with the overall direction of the revisions, statements concerning takeover response policies, capital policies resulting in a change of control or major dilution, and related-party transactions stated in the former Code have been deleted. This is due to overlaps with existing obligations, disclosure, and accountability requirements under other laws, regulations, and listing rules. Nevertheless, given the vital importance of protecting minority shareholders, the Interpretive Guidance for General Principle 1 explicitly retains key perspectives to ensure the effective protection of their interests, including the evaluation of necessity, reasonableness, and appropriate procedures. In addition, the Interpretive Guidance for Principle 4.8 indicates that during emergencies, such as corporate takeovers, independent directors should
134	「支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO 等を含む）は既存株主を不当に害するものでないか、(iii) 関連当事者間の取引は会社や株主共同の利益を害するものでないか等の観点から必要性・合理性を検討するなど、適正な手続に従い、少数株主の利益に配慮すべきである。」を説明責任不要の解釈指針に格下げしているが、グループ企業も上場している会社に有利すぎる。 このタイミングで少数株主に対する配慮が説明責任不要の解釈指針に格下げされたのは、グループの再編で少数株主追い出し工作に加担することなのか。 親子上場に関してはそれぞれの利害関係者で話し合うとして対話を促進すると言いつつ、上場廃止みたいな決定的に重要なところで問答無用の対応を取れるようにしたのは少数株主軽視に他ならない。 建設的な対話というが親会社による TOB で少数株主は事実上強制的に追い出されるのか。 【個人】	
135	改訂前コード原則１－５の買収防衛策に関するコードの削除も重要事項ですし強調する意味で敢えて残しておく必要があります。	

	未だに PBR１倍割れの会社が東証全体の３社に１社あるという状況、かつ、円安という状況。 経営者には理不尽な買収防衛策は、コーポレートガバナンス・コードに反している点についてきっちり自覚してもらわないといけません。 経営者の保身意識をより正当化するような削除はやめた方が良い。 【個人】	appropriately exercise their judgment and fulfill their accountability to protect the common interests of shareholders and increase long-term corporate value. Furthermore, Principle 4.3 retains statements from the former Principle 1.7 regarding the disclosure of appropriate procedures and frameworks for related-party transactions, as well as oversight—including transaction approval—based on those procedures. Companies are expected to appropriately implement measures while taking into account their obligations under laws and regulations, their fiduciary responsibilities to shareholders, and the importance of giving adequate consideration to the interests of minority shareholders.
136	We are disappointed that the FSA in its proposed revisions has removed an important principle regarding takeover defense measures (former Principle 1.5), citing the overlapping requirements of other laws and regulations for timely disclosure. We do not believe this should be regarded as a matter of disclosure only. We believe, the Corporate Governance Code, with the aim of advancing corporate governance and promoting best practices, should recommend that Japanese companies move to abolish their takeover defense measures (“poison pills”). Given our significant concerns about the purpose, legitimacy and effectiveness of such poison pills, we strongly request that the FSA keep this standalone principle in the Code. 【Morant Wright Management Limited】	
137	Former Principle 1.5 was removed citing overlaps with other laws and regulations. While the number of companies that have adopted anti-takeover defense measures such as “Poison Pills” have declined since the 2000’s, we have recently noticed certain companies have implemented these defense policies when faced with unsolicited takeovers. We generally do not support anti-takeover provisions, including shareholder rights plans, as we believe such policies undermine the fundamental rights of minority shareholders to buy and sell shares. As such, we are concerned the removal of this Principle to Interpretive Guidance may send the message to companies that this issue’s importance has been reduced, which we do not believe is the case. It is worth noting that the removal of “Principle 1.1: Securing the Rights of Shareholders” citing overlaps with General Principle 1, also gives the appearance that the protection of minority shareholder rights has fallen in priority for Japan’s Corporate Governance.	

	【Neuberger】	
138	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。 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： 改訂前コード原則１－５（いわゆる買収防衛策）の削除を撤回し、改訂前コード原則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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
139	In case of a tender offer, companies should clearly explain the position of the board, including any counteroffers, and should not take measures that would frustrate shareholder rights to sell their shares in response to the tender offer. We believe this deletion is premature and represents a material step backwards for minority shareholder protection. While we recognise the overlap with the requirement to submit a Position Statement Report under the Financial Instruments and Exchange Act, the usefulness of these reports for investors can be variable. Critically, the Position Statement alone does not guarantee the second half of the sentence; namely that companies “should not take measures that would frustrate shareholder rights.” Disclosure and behavioural constraint are distinct; governance provisions play an important role in constraining conduct, not merely ensuring transparency. While the TSE revised the Code of Corporate Conduct on MBOs and subsidiary conversions in 2025, this applies only to controlling shareholder buyouts or MBOs and leaves a meaningful gap in coverage for other tender offer scenarios. We strongly recommend this Supplementary Principle be retained as a Principle.	

	【M&G Investments】	
140	Principles 1.5 and 1.6 have been deleted and replaced by text in the Interpretive Guidance (see General Principle 1). Given that Interpretive Guidance is positioned as best practice rather than an enforceable standard, this repositioning does not provide adequate assurance of minority shareholder rights. Anti-takeover measures, significant dilutive capital actions, and related party transactions are precisely the areas where governance protections are most needed and where structural conflicts of interest and information asymmetry between minority shareholders, management, and controlling shareholders are most acute. We recommend retaining the key elements of these provisions within Principles, and at minimum preserving explicit expectations around fair treatment and protection of minority shareholders in control transactions. 【M&G Investments】	
141	FSA Proposal: Proposed revisions to Section 1 that remove former Principles 1.5 (anti-takeover measures), 1.6 (capital policy that may harm shareholder interests, including MBOs), and substantially modifies 1.7 (related-party transactions) on grounds that they “overlap” with laws and listing rules. Recommendation: We urge the retention of former Principles 1.5, 1.6 and 1.7 in the existing Corporate Governance Code with enhanced Interpretive Guidance. Rather than deletion, we recommend updating these principles to reference best practices. This approach would align Japan with OECD best practices whilst addressing documented investor concerns about procedural fairness in control transactions. Strengthen new Principle 4.3 on Related Party Transactions by recommending detailed public disclosure of process, independence safeguards, and how such transactions serve the interests of the company and all shareholders including minorities. Specifically, the draft amendments after the third Meeting of the Expert Panel state that former Principle 1.5 overlaps with Securities Listing Regulations, timely disclosure requirements for poison pills; former Principle	

	1.5.1 with Financial Instruments and Exchange Act position statement requirements in tender offers, and former Principle 1.6 with Securities Listing Regulations. This rationale disregards the complementary role of codes and statutory law in OECD jurisdictions. In the UK, the Takeover Code and Corporate Governance Code operate alongside company law to establish expectations beyond minimum legal compliance. Similarly, Italy's related-party transaction regulations combine mandatory Consob rules with codified governance provisions to raise governance standards and strengthen protections for minority shareholders beyond minimum legal requirements. The OECD Principles of Corporate Governance explicitly recognize that codes "complement legal requirements" by setting expectations for board behaviour and process quality, not merely disclosure obligations. The fact that some of these aspects are already covered by legislation underscores their importance as essential principles for companies to follow. They should therefore be incorporated into the CG Code rather than board members needing to refer to various documents to identify legal requirements as well as more general expectations for companies to exemplify good governance. Indeed, these issues remain areas of significant investor concern. The TSE's concurrent consultation directly addresses the protection of minority shareholders in dependent listed companies, acknowledging ongoing market sensitivity in this area. Our analysis on the privatisation of a certain listed company identified gaps in special committee composition, majority-of-minority protections, and synergy disclosure. We believe these process issues should be explicitly addressed in the CG Code principles for companies to adopt where legally required, while guidance in the Code can indicate the areas that companies have the discretion to apply on a comply or explain based approach. Related-party transactions: There are numerous cases where parent-subsidiary structures and cross-shareholding networks create conflicts requiring robust independent oversight. The TSE White Paper devotes an entire section to group governance and listed subsidiaries, noting that this	

	remains an area requiring enhanced guidelines. The proposed revision moves related-party procedures from a standalone former Principle 1.7 into general board oversight in Principle 4.3. Although it has moved back sequentially, it remains a principle in the Code. However, given its significance, we believe it should be strengthened with language to underscore that the procedures to assist the board should include competent representatives among the external or independent directors examining the relevant proposals and credible independent advisors where relevant to provide recommendations on contentious or complex matters. Anti-takeover measures: The number of poison pill proposals put forward during the 2025 proxy season in Japan remained largely unchanged, with 25 proposals submitted compared to 23 in 2024. These proposals were primarily a response by boards to unsolicited takeover situations. Most poison pills in Japan are “rolling” plans, with companies seeking shareholder approval every three years for their renewal. The amendment to the Code proposes to remove former Principle 1.5 on anti-takeover measures. We strongly recommend the FSA retain this Principle in the Code with language to support the reduced use of poison pills. This would be similar to protections for minorities where corporate law itself may be insufficient: The United Kingdom Corporate Governance Code maintains provisions on related-party transactions (Provision 7 and Provision 29) and significant transactions requiring shareholder approval, despite these being covered in the Companies Act and Listing Rules. The Financial Reporting Council explicitly states the Code “complements and builds upon” legal requirements. The Dutch Corporate Governance Code includes detailed provisions on conflicts of interest and related-party transactions (Best Practice Provisions 2.7.3-2.7.5) that go beyond disclosure to specify independent review processes. South Korea’s Corporate Governance Best Practices sets out detailed requirements under Principle 1.4 for boards to safeguard minority shareholders from unfair related-party transactions and self-dealings,	

	including the need to assure fairness of terms and document the grounds for board approval. These provisions complement securities law and listing requirements. 【Asian Corporate Governance Association】	
142	Streamlining should not reduce visibility of key protections. Areas such as related party transactions, capital policy (including MBOs), and anti-takeover measures remain core governance risks and should retain clear prominence within the Code framework. 【Impax Asset Management】	
143	[Relevant Sections] Former Principles 1-5, 1-6, and 1-7 [Opinion] Minority shareholder protection is a foundational issue directly connected to the credibility of capital markets and should therefore remain at the level of principles rather than being relegated solely to interpretative guidelines. [Reasoning] Although issues concerning minority shareholder protection may not arise frequently, once they materialise they can constitute a form of tail risk capable of causing irreversible damage to corporate value. Accordingly, the institutional focus should be placed not merely upon ex post explanations, but upon ensuring transparency in advance. Moreover, minority shareholder protection is not simply a matter of protecting individual rights; it also forms part of the foundation of trust underpinning capital markets as a whole. Given the asymmetry of information and decision-making power between controlling shareholders or management and minority shareholders, the failure to ensure appropriate consideration of minority shareholder interests may destabilise the very relationship through which capital is entrusted to companies. In particular, capital policies involving dilution and related-party transactions are areas where ex post verification is difficult and where a single decision may have long-term consequences. Such matters should therefore not be left excessively to corporate discretion.	

	[Suggested Amendment] The Code should expressly identify, as minimum disclosure items in relation to minority shareholder protection, (i) the necessity of dilution, (ii) consideration of alternative measures, (iii) procedures for ensuring independence, and (iv) assessment of the impact upon minority shareholders. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	
144	Related to this streamlining, several important topics—including capital management, related-party transactions, and anti-takeover measures—have now been subsumed under broader principles rather than addressed as standalone provisions. While it is understandable that some consolidation may be appropriate, particularly where overlap exists with legal requirements or where the subject matter can reasonably be addressed within broader governance concepts, caution is warranted. These remain areas where disclosure quality and practical implementation continue to present challenges for many Japanese companies. Given that meaningful improvements are still needed in these areas, there is concern that removing their explicit standalone treatment may be somewhat premature. Maintaining clearer visibility of these issues would have continued to reinforce expectations and encourage more consistent market practice. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	
145	We welcome the strengthened references under General Principle 1's guidance to appropriate board action in protecting shareholder interests in the context of anti-takeover measures, capital policy, including share options and management buyouts, and related party transactions. However, given this is a critical area of board responsibility and an important safeguard for investors, we believe it should be reinstated from the guidance to the principle section, with explanations encouraged. We are also pleased to see strengthened language around ensuring appropriate procedures are in place to safeguard the interests of minority shareholders.	

	【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
146	We note the removal of the explicit Principle on capital policies involving changes in control and significant dilution, including share offerings and Management Buyouts (MBOs) and the partial relocation of concepts into Interpretive Guidance. Given recent MBOs and the large number of listed subsidiaries, we consider these issues remain highly material to minority shareholder protection. We caution that the removal of a standalone Principle may be interpreted as a de-emphasis on minority protection in material transactions. In an environment where growth initiatives and capital deployment are being encouraged, the risk of value transfer from minority shareholders can increase, making clear safeguards particularly important. We also believe that, in the context of takeovers, evaluation criteria should remain grounded primarily in economic value for shareholders. While broader public policy considerations may be relevant in certain cases, these are more appropriately addressed through regulatory frameworks rather than company-level discretion. Introducing subjective non-financial considerations at the company level risks reducing transparency and may lead to inconsistent or contested outcomes for minority shareholders.	
	【T. Rowe Price International Ltd】	
147	We believe certain aspects of the proposed revision risk weakening the effectiveness of the Code in practice. In particular, the shift of important provisions from Principles to Interpretive Guidance, and the reframing of capital allocation priorities, may dilute accountability and undermine the progress made in recent years. To that end, we hope that the revision to the Code will be delayed as needed and the public consultation will provide a genuine opportunity for engagement. We have set out our detailed observations below. Application of this Code “Interpretive Guidance” is not subject to comply or explain. However, its role is to support effective implementation of each Principle. It	

	contains measures considered to be best practices and good practices for carrying out principles, as well as the background and purposes of the Principle. Companies are expected to use “Interpretive Guidance” as a reference when implementing the Code. Each company has discretion in implementing specific measures, as long as the company acts in accordance with the aim and spirit of each Principle. The practices set out in the Interpretive Guidance are not merely illustrative best practices; many represent expected standards of conduct. Provisions such as the requirement that controlling shareholders should not treat minority shareholders unfairly are foundational to investor protection and market integrity, and carry a different weight from optional or illustrative guidance. We therefore have a fundamental concern with the reclassification of such provisions from Principles into Interpretive Guidance. By design, Interpretive Guidance sits outside the “comply or explain” framework and is not subject to disclosure or explanation. This removes the primary accountability mechanism that has underpinned the effectiveness of the Code to date. In practice, this change is unlikely to be neutral. Companies are significantly less likely to engage substantively with provisions that do not require explanation or justification. As a result, the proposed structure risks weakening behavioural incentives and reducing the consistency of governance standards across the market. While we recognise the objective of streamlining the Code, we believe that provisions relating to minority shareholder protection, capital policy, and conflicts of interest are sufficiently fundamental that they should remain within the scope of “compliance or explanation.” Moving these provisions into Interpretive Guidance risks diluting their practical effect and may be perceived as a step back in the evolution of Japan’s corporate governance framework. 【M&G Investments】	
148	独立社外取締役は誰の代弁者かについての意見 原則４－８から続く独立社外取締役を主語にした一連の原則は、コーポレートガバナンス・コードが持つ本質的で重要な意味を含んでいると理解しま	ご意見として承ります。 上場会社の海外投資家等の比率が高まったとしても、少数株主・外国人株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保につ

	す。それは、独立社外取締役とは「誰の代弁者なのか」という根源的な問題です。 　原則４－９では、選定されるべき独立社外取締役の「質」に関する原則が示され、原則４－10 では「支配株主を有するプライム企業は取締役会の少なくとも過半数を独立社外取締役とすべき」とされ、原則４－11 では経営陣や会社と関係のない「独立社外性」が念押しされ、原則４－12 では独立社外取締役のみの会合や筆頭独立社外取締役の設置が推奨されています。そして最も重要な原則４－８では、「（独立社外取締役は）経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させること（原則及び解釈指針）」と明記されています。 　ここで、東証の定義（FAQ 管理番号 8560）によれば「支配株主」とは親会社や過半数議決権者（オーナー経営者等）を指し、「少数株主」はその支配株主（およびその近親者・関係者）以外の株主（ガイドブック：管理番号 7790）とされています。 　「少数株主」に関する原則で最も重要なものは、コーポレートガバナンス・コードの１丁目１番地である基本原則１であることは疑いようがありません。「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」がそれです。 　さらに、東証の 2024 年度株式分布状況調査（2025 年７月４日）を見ると、1990 年代半ば以降、銀行・生損保から「外国法人等」および「信託銀行」へと株式保有の多数派が大きく移動していることが分かります。この構造変化を踏まえると、今日の「少数株主」の実質的マジョリティは、①外国法人等、②スチュワードシップ・コードに基づきコーポレート・ガバナンス原則の価値観で関与する機関投資家（信託銀行）である「外国人株主等」と評価できます。 　そうなると、基本原則１の「少数株主や外国人株主への十分な配慮」とは、会社法 109 条１項の「株主平等の原則」（＝株式数に応じた平等）を超えて、特定の「外国人株主等」（外国法人等・機関投資家）に対する積極的是正措置（アファーマティブ・アクション）として機能していると言わざるを得ません。 　この構造のもとで、独立社外取締役は、限られた時間（非常勤）、限られ	いては、課題や懸念が生じやすい面があると考えられるため、引き続き、これらの者への配慮を行うことは重要であると考えられます。 　独立社外取締役に関するご意見については、No.570 の回答をご参照ください。

	た情報（強い社外性）の中で、取締役会の議決権の多数支配（原則４－10）、リーダーシップ地位（原則４－12）を補強され、「外国人株主等」の意見を取締役会に反映させる責務を担う存在となっています。これは、制度の意図ではなく、制度の帰結として、独立社外取締役が「外国人株主等の代理人」として機能しているという俯瞰的に指摘できる構造問題です。 　足元の日本企業の現実は、自社株買いと配当引上げに意識と資金を集中させている状況であることは周知の事実です。今般、スチュワードシップ・コード署名機関に対して「中長期的な企業価値向上に向けた対話」を呼びかけ、ショートターミズムへの牽制が行われていますが、外国人株主等に呼びかけるものではなく、また、呼びかけたとしても実効性はないため、言い訳のようにしか見えません。 　そもそも、ここまで見てきた構造と、資金の巨大な拠出者に対する「オーナーシップ・コード」が存在しない中で、原則４－８における「少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を」とのワーディングも、株主以外のステークホルダーに関する原則が乏しいために説得力を欠き、原則４－９の「質」の原則も、独立社外取締役に求められる「監督能力」の困難さから、極めて形式的で意味をなさない原則となっていると考えます。 　パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
149	基本原則１解釈指針に記載されている「また、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。」は、原則本体に組み込むべきと考える。 　支配株主を有する上場会社における少数株主保護については、被支配側の取締役会が少数株主保護のためにできることには構造的な限界があり、支配株主側による完全子会社化や取引における少数株主配慮が、引き続き重要なガバナンス上の課題となっている。支配株主による意思決定が会社および少数株主に重大な影響を及ぼし得る構造に鑑みれば、被支配側の取締役会だけ	本改訂では、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となる原則の内容を抽象的かつ概念的なものに限定し、各原則の実効的な実施を支援するための具体的な内容や趣旨・背景を記載した解釈指針を新設しました。 　ご指摘の点は、改訂前コードの基本原則４の考え方（コンプライ・オア・エクスプレインの対象外）に記載されていた支配株主による少数株主保護に係る内容です。改訂版コードでは、少数株主へ十分に配慮すべきという根幹的な概念は基本原則１において引き続き示していることから、ご指摘の記載

	ではなく、支配株主の取締役会の、支配している会社における少数株主保護の責務についても、ベストプラクティスやアドバイスとしての解釈指針にとどまらず、原則に記載すべきと考える。 【フィデリティ投信株式会社】	については、基本原則１の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進する観点から、基本原則１解釈指針に移管しています。
150	We welcome the additional commentary recognising the importance of shareholder protections in light of structural conflicts of interest and information asymmetry between minority shareholders, management and controlling shareholders. In particular, the reference to the need to safeguard minority shareholder interests when evaluating the necessity and rationale of various high-risk actions is consistent with the Draft Code's stated objectives and its emphasis on transparent and fair decision-making. That said, we note that the expanded Interpretive Guidance now groups together the various high risk actions (which are currently addressed separately under former Principles 1.5, 1.6 and 1.7) within a single category of potentially harmful capital policies. While we accept that treating these actions as illustrative examples within a unified framework, rather than as standalone issues, may add conceptual coherence and reinforce the need for appropriate procedures across a common set of risk scenarios, we believe the importance of these shareholder protections warrants further emphasis. In our view, there is a strong case for embodying them in one or more standalone principles—accompanied by the same enhanced level of substantive Interpretive Guidance. This approach would reinforce the significance of these protections and clearly signal this to both boards of directors and the broader market. As an overarching point, we also note that the structural conflicts of interest and information asymmetry identified in this context are not only limited to situations involving "controlling shareholders", narrowly defined. Transactions involving shareholders with substantial control, but who are not "controlling shareholders" as defined, can still give rise to comparable risks and should therefore be subject to similar considerations and safeguards. With this in mind, we believe it would be helpful to clarify that the protections articulated with respect to structural conflicts of interest are intended to apply to such	改訂前コード原則１－５～同原則１－７に関するご意見については No.132～No.147 の回答をご参照ください。 実質的な支配力を持つ株主に関するご意見については、ご意見として承ります。 Please refer to our response to No.132-No.147 regarding your comments on former Principles 1.5 through 1.7. Regarding your comment on shareholders with substantial control, your comment has been duly noted.

	transactions as well, consistent with the approach reflected in the Interpretive Guidance for Principle 4.10 (which provides that companies without a controlling shareholder but with a shareholder exercising substantial control should adopt the same approach when considering the appointment of independent directors). 【Elliott Investment Management, L.P.】	
151	解釈指針に「株主と平素から対話を行い」との記載があるが、ここで丁寧表現である「平素」の語を用いる必要はなく、「普段から」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
152	「…行うことが求められている。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、そうした趣旨に沿った対話が強く期待されており、また、アセットオーナーも中長期的な企業価値向上を通じた株主共同の利益向上を期待している。上場会社にとっても、…」とすべき。 本コードの目的で言及しており、重要な点であるので重ねて述べておくことが必要と考えられること、また、会社にとって引き続き重要なパートナーとなり得る存在であるアセットオーナーも、中長期的な企業価値を通じた株主共同の利益向上を求めていることを明文化しておく必要があると考える。 【日本製鉄株式会社】	ご指摘のとおり、ご意見いただいた内容は、序文において既に示しています。 本改訂においては、会社が特に注力すべき点が明確になるよう、コード内の他の箇所との重複がある箇所等を削除すること等により、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書としています。
153	経営陣・取締役に加え、監査役を加えるべきと考えます。 改訂前コード補充原則５－１①では、監査役も株主との対話の対象に含まれております。上記のように取締役には、監査等委員もしくは監査委員会の取締役も含まれると考えられます。そのため、監査役も明示すべきであると考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご意見として承ります。 なお、原則１－１（３）において、「株主との対話には、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本とすべきである。」としており、株主との対話の対応者として監査役も明示しています。
154	In addition, while the Interpretive Guidance for General Principle 1 encourages companies to explain their “basic strategy with respect to their capital policy,” this expectation remains framed at a high level. We believe the Draft Code would be strengthened by encouraging more substantive disclosure, including with respect to optimal capital structure, balance sheet composition and leverage targets, as well as a clearer articulation of the linkage between cash deployment and return on equity or return on capital. Such disclosure would also align with the TSE’s broader initiatives,	「資本政策の基本的な方針」について、「資本政策」とは、上場会社が事業を遂行していく上で必要とされる資本・負債の調達、株主還元、資本・負債の比率、それらの手段など、資本の管理のための施策を意味するものと考えられるため、上場会社は自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されますが、ご指摘の最適資本構成・バランスシート構成やレバレッジターゲットを資本政策の基本的な方針に含めて説明を行うことも考えられます。 また、原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に

	including the Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price. 【Elliott Investment Management, L.P.】	当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきであることを示しています。 Regarding the basic strategy with respect to capital policy, “capital policy” refers to policies related to capital management. This includes raising the capital and debt necessary to operate the business, shareholder returns, and the debt-to-equity ratio, as well as related measures. Companies are expected to implement their own measures in light of the aim and spirit of the Code. In their explanations, companies may choose to include details regarding their optimal capital and balance sheet structures, as well as leverage targets. Also, Principle 4.1 states that when the board establishes and discloses business strategies and business plans, it should seek growth and present earnings plans and capital policies while identifying the company’s cost of capital. Furthermore, it states that the board should present targets for profitability and capital efficiency, and provide explanations to shareholders regarding specific measures related to the allocation of business resources, such as growth investments and business portfolio reviews.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　原則１－１　株主との建設的な対話		
155	Outside directors must meet shareholders if they are to understand the shareholders’ views. Otherwise they are only getting that filtered by the company’s IR department. 【Codrington Japan】	上場会社が株主との間で建設的な対話を行うことにより、株主の関心・懸念を把握し、その内容を踏まえて適切な対応を行うことは、上場会社が持続的な成長に邁進する上できわめて有益であると考えられます。 原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定していま
156	We welcome the integration of the former Principle 5 on dialogue with shareholders into General Principle 1 and the requirement to establish and disclose policies and structures for constructive dialogue. However, we recommend stronger and earlier reference to the role of	

	independent directors in dialogues with shareholders, especially on governance, strategy, capital allocation and remuneration. We encourage explicit language that appropriate independent directors should be made available for engagement, subject to topic and materiality. We suggest cross-reference to Section 4 (Principle 4.8) so the expectations for independent directors' external accountability are visible from the start of the Code. 【T. Rowe Price International Ltd】	す。 また、原則４－８解釈指針においても、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められる旨を規定しています。 A company appropriately implementing measures by recognizing shareholder interests and concerns via constructive dialogue is beneficial from the perspective of its sustainable growth. Principle 1.1 states regarding dialogue with shareholders that management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders, taking the requests and interests of shareholders into consideration. The Interpretive Guidance also states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue depending on the main topics of dialogue and should select appropriate persons for each dialogue from the perspective of holding constructive dialogue with shareholders. Furthermore, the Interpretive Guidance for Principle 4.8 states that independent directors should put effort into reflecting the views of minority shareholders and other stakeholders in the board through directly holding dialogue with shareholders as necessary.
157	We welcome Principle 1.1's recognition that management, directors including outside directors, and *kansayaku* should basically engage in shareholder dialogue, and that companies should internally share and review the content of dialogue. We also welcome the guidance that outside directors should engage in dialogue where the topic makes their participation appropriate (Japan's Corporate Governance Code draft, Principle 1.1 (2)). Dialogue with shareholders should inspire healthy entrepreneurship in management and directors, and this is exactly the kind of growth-oriented governance the Code should promote. The final Code should be more explicit. Dialogue with meaningful shareholders should not be unreasonably delayed, denied, or restricted to short meetings with investor relations personnel where the subject requires board, senior management, committee, or independent director participation. Companies should disclose their policy for escalation of shareholder concerns to the board, including when the CEO, CFO, chair, lead independent director, nomination committee chair, remuneration committee chair, audit committee chair, or special committee members will participate. Where special committees are formed in M&A, conflict, investigation, or parent-subsidiary matters, committee members should be available for investor engagement in appropriate circumstances. This would improve transparency, reduce information asymmetry, and allow investors to evaluate whether the committee is independent, skilled, informed, and assertive. We recommend that Principle 1.1 in final Code to ask corporates to disclose the number of engagements declined (with rationale) in CG reports.	

	【Oasis Management Company Ltd.】	
158	We welcome the Draft Code's continued emphasis on constructive dialogue between companies and their shareholders, as reflected in Principle 1.1. While engagement practices in Japan have improved significantly in recent years—and our own experiences with Japanese investee companies have been largely positive and constructive—we continue to hear from institutional investors that meaningful engagement can remain challenging in certain circumstances. This is particularly the case when access to independent directors is limited. The ability for shareholders to engage directly with independent directors, separate from management where appropriate, is essential to effective stewardship and to investors' ability to assess whether a company is being properly governed. In this regard, while the requirement in the Interpretive Guidance for Principle 1.1 to designate a person responsible for overseeing constructive shareholder dialogue is a positive step, we believe this role would be materially strengthened if undertaken by an independent director rather than a member of management. Independent supervision would enhance the credibility and objectivity of engagement processes and reinforce the board's checks-and-balances function. It would also place greater emphasis on the need for companies to appoint high-quality independent directors, given the increased visibility and responsibility this would place on these individuals. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
159	社外取締役と投資家の対話は当たり前の活動となるべきだと考えます。 件数の伸びが非常に緩慢なため、なぜ増えないのか？の追及・解消が必要です。 海外投資家からは「日本の社外取締役は質が低いので社長と話した方が良い」というコメントも受けております。 例えば、「TOB や不祥事をはじめとした、企業価値の観点から重要な事象が発生している場面において、投資家からの要請にもかかわらず社外取締役との対話を拒絶することは不適切と考えられる」といった追記も可能ではないでしょうか。 【株式会社レクタスパートナーズ】	

160	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。 原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しており、代表権を有する取締役が適切な対応者であるときは、当該取締役が対応者となるべきと考えられます。 他方で、多数の株主に株式が分散保有されている上場会社において、株主からの全ての面談の申込みについて、代表権を有する取締役が対話に応じることは現実的ではない場合もあると考えられることから、原則１－１では、「株主からの対話の申込みに対しては、（略）合理的な範囲で前向きに対応すべき」と規定しています。
161	「合理的な範囲で」との文言は削除すべきである。 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又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又は監査役が臨むことを基本とすべきである」に改める。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
162	対話は双方向でなされるべきであり、株主側に対しても、その提案が企業の長期的成長に資する論理的根拠と、自らの投資ホライズン（時間軸）を明示することを促す規定が必要です。 これらは、一義的にはスチュワードシップ・コードの範疇という整理になるものの、CG コードを都合よく切り取る傾向も強く、CG コード内においても株主権利の濫用等に関して、投資家の節度を求めることを言及すべきであります。 株主との建設的な対話（原則１および原則４－８関連）について、社外取締役等への面談要求が、一部の株主による短期的な利益誘導の手段として利用され、長期的視点に立つ経営判断を阻害するリスクがある。	ご意見として承ります。 なお、コーポレートガバナンス・コード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ことを踏まえれば、投資家においてもスチュワードシップ・コードを適切に実施し、スチュワードシップ責任を果たすことが期待されます。 改訂版コードとスチュワードシップ・コードを踏まえた企業と投資家の建設的な対話は、当然に双方向のものであることが想定されます。

	原則１解釈指針の第２パラグラフあるいは、原則４－８解釈指針の第２パラグラフに「株主との対話において、取締役（社外取締役を含む）は、株主に対しても、その提案が中長期的な企業価値向上に資するものであることの根拠および提案の前提となる時間軸の明示を求めることができるものとする。特定の投資戦略に基づいた一過性の要求が、顧客、従業員、取引先等の多様なステークホルダーとの長期的関係や、知的財産の持続的創出力を毀損しないよう、慎重かつ建設的な対話を行うべきである。」と追記すべき。 【一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA） CSR 委員会　経営基盤ワーキンググループ】	
163	取締役会が対話の体制・方針を策定し開示するにあたっては、コーポレートセクレタリー機能、IR 部門、社内共有プロセス等の組織体制にとどまらず、誰が、どの場面で、どの粒度で実際に応答するかという応答プロセスの設計、ならびに、質疑応答に耐え得る人材の育成・確保の観点を含めることを、解釈指針において明確化することを提案します。 なお、本提案は、すべての対話を取締役本人が直接担うべきとするものではなく、各社の事業特性、規模、対話テーマに応じた適切な役割分担を前提とするものです。 本改訂が「株主との対話」を基本原則の冒頭に置き、取締役会の責務として再構成したことは、対話を実務担当者の機能から経営の中核機能へと位置づけ直す重要な構造変化です。この再配置から導かれる帰結は、対話を支える組織体制の整備にとどまらず、対話そのものを担う「人」の能力の問題に及ばざるを得ません。 ここで「対話」が文書交換ではなく実質的な応答であることに留意する必要があります。書面回答や開示文書の質は、近時の生成 AI 技術の進展により、論理整合性、業界用語の適切性、構成の整然さといった面で著しく底上げされており、書面によって企業の経営の質を判別することは、以前に増して困難となりつつあります。これに対し、IR 説明会、決算説明会の質疑応答、機関投資家との個別ミーティング、株主総会等におけるライブの応答は、応答者本人の判断軸、論点把握の解像度、捨てる情報と残す情報の瞬時の選別、想定外の問いへの応答能力を直接露出させます。生成 AI の普及により書面の形式面・構成面の水準が今後さらに平準化していく可能性があるからこそ、ライブの場面において経営陣等が自社の判断軸や優先順位を自らの言	原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。 本コードは、「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用しており、株主との対話についても、各社の置かれた状況に応じて建設的な対話に繋がるよう工夫して適用するべきものと考えられます。株主との対話の個別具体的な対応方法（社内の対応体制やプロセス等を含みます。）については、原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、その具体的な実現手法は各社に委ねられます。

	葉で説明できるかが、企業の対話力を示す重要な要素になると考えます。 現状、上場会社における対話への対応には、形式的なコンプライ宣言にとどまり、合理的理由なく投資家との面談を回避する事例も依然として残っています。改訂案が対話を取締役会レベルの責務と位置づけたにもかかわらず、応答主体について解釈指針が沈黙したままであれば、「コーポレートセクレタリー機能の整備」「IR 部門の体制強化」といった支援基盤の議論で議論が完結し、応答能力そのものの確保という根本論点が回避されるおそれがあります。コーポレートセクレタリーは台本を整える機能であり、台本を読む者ではなく、その場で答える者を取締役会レベルで揃えることが、改訂案の趣旨を実質化する条件となります。 応答能力は短期では育ちません。場数を経ることでしか得られない種類の能力であり、十年単位の人材育成を前提とする中長期課題です。だからこそ、解釈指針において、取締役会が対話の体制・方針を承認するにあたって、(1)どの主体（経営陣・社外取締役・監査役）が、(2)どの場面（決算説明会、機関投資家ミーティング、株主総会、議決権行使に関する個別対話、サステナビリティ・ダイアログ等）で、(3)どの粒度で応答するか、というプロセス設計、ならびに、(4)応答能力を担う人材の育成・確保の方針を、含めて検討することが望ましい旨を明示することの意義は大きいと考えます。 【個人】	
164	社外取締役等の参加は個別面談を想定しているのか、一般的な IR 活動も参加を基本とする趣旨か。 【上場会社法制の在り方を考える会】	
165	解釈指針に「（ⅱ）対話を補助する IR 担当、経営企画、総務、人事、財務、経理、法務部門等の」との記載があるが、「知的財産部門」を追記し、「（略）、法務、知的財産部門等の」として頂きたい。 原則４－１において、「知的財産等の無形資産への投資」は成長投資として明確に位置付けられており、株主との対話においても知的財産部門は重要な役割を担うと考えられるため追記をお願いしたい。 【一般社団法人日本知的財産協会】	ご意見として承ります。 原則１－１解釈指針では、幅広い業態・規模の上場会社に一般的に共通し得る該当部門等を例示列挙していますが、これらの部門に限られるものではありません。各社の事業、規模等も踏まえて、知的財産部門等を含む適切な部門が連携して株主との建設的な対話を補助することが期待されます。
166	Former Principle 1.1.1 states that boards should consider dialogue and other measures in the case of significant dissent; however, we would suggest the Code should adopt a more robust approach, such as an expectation that	原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応

	boards understand investor views and create a formal action plan to address their concerns. Furthermore, we believe further emphasis is needed on the role of independent outside directors in engaging directly with shareholders. Independent directors, alongside chairs and lead independent directors, should be available for engagement on key governance topics to better align Japan with international best practice and enforce accountability. Strengthening expectations in this area will be critical to the long-term effectiveness and credibility of the governance reform agenda. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。また、原則４－８解釈指針においても、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められるとしています。なお、一定の場合には、筆頭独立社外取締役を選任することや独立社外取締役が議長を務めることで、取締役会の役割や株主との対話がより実効的に果たされるといったご指摘もあることから、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。 また、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認める場合の取締役会による適切な対応の例として、原則１－３解釈指針において、「株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うこと」が挙げられています。 なお、当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。 Principle 1.1 states regarding dialogue with shareholders that management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders, taking the requests and interests of shareholders into consideration. The Interpretive Guidance also states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue depending on the main topics of dialogue and should select appropriate persons for each dialogue from the perspective of holding constructive dialogue with shareholders. Additionally, the Interpretive Guidance for Principle 4.8 states that independent directors

		should put effort into reflecting the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom through directly holding dialogue with shareholders as necessary. Furthermore, it has been pointed out that appointing an independent director as the chair or the lead independent director can enhance board effectiveness and foster constructive dialogue under certain circumstances. We appreciate your valuable comments and will take them into consideration for future policy planning. As an example of an appropriate response by the board when a considerable number of votes are cast against a company proposal, the Interpretive Guidance for Principle 1.3 states that the board could explain to shareholders the results of its analysis regarding the reasons for the opposing votes, as well as the company's subsequent response measures. Additionally, in July 2026, the TSE partially revised the Securities Listing Regulations and other rules. For companies with a parent company or other affiliated companies holding 40% or more of the voting rights, if it is recognized that there was a proposal for the election of directors (limited to company-proposed proposals) that failed to obtain approval from a majority of minority shareholders, the companies are required to disclose the policy aimed at ascertaining the reasons for minority shareholders' opposition. In such cases, within six months after the shareholders' meeting, they are further required to disclose the implementation status of the policy, an outline of the reasons for opposition obtained from minority shareholders, the necessity for additional measures, and the content of those measures.
167	We support stronger emphasis on outside directors to engage in dialogue with investors and to designate the appropriate board members to undertake those discussions. Over the past few years, we have observed more external directors engaging in collaborative and direct engagements with shareholders, which we view as an important way for Boards to directly hear the views from investors. However, we have also continued to observe certain companies decline requests for meetings with outside directors citing various issues such as scheduling conflicts despite the fact that outside	原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。また、原則４－８解釈指針においても、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められるとしています。

	directors are appointed to the Boards to represent the interests of minority shareholders. Hence, we support this added emphasis on more communication between outside directors and investors and we believe more Boards should consider appointing a lead outside director to take on this responsibility. 【Neuberger】	なお、一定の場合には、筆頭独立社外取締役を選任することや独立社外取締役が議長を務めることで、取締役会の役割や株主との対話がより実効的に果たされるといったご指摘もあることから、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。 Principle 1.1 states regarding dialogue with shareholders that management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders, taking the requests and interests of shareholders into consideration. The Interpretive Guidance also states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue depending on the main topics of dialogue and should select appropriate persons for each dialogue from the perspective of holding constructive dialogue with shareholders. Additionally, the Interpretive Guidance for Principle 4.8 states that independent directors should put effort into reflecting the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom through directly holding dialogue with shareholders as necessary. Furthermore, it has been pointed out that appointing an independent director as the chair or the lead independent director can enhance board effectiveness and foster constructive dialogue under certain circumstances. We appreciate your valuable comments and will take them into consideration for future policy planning.
168	株主との建設的な対話に係る記載の充実を歓迎します。企業価値の向上に資する実効的な対話を実現するために、原則１−１の内容は極めて重要であると考えます。形式的なコンプライのために対話自体が目的化しないよう、適切な運用を期待します。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
169	株主との対話において、合理的な範囲で経営陣のみならず社外取締役を含む取締役・監査役が臨むことを基本とするとの方向性について、強く賛同します。企業によっては社外取締役の対話参加に消極的な例も見られる中、本原則および関連する解釈指針の明確化は有意義と考えます。 また、株主総会において相当数の反対があった会社提案議案に関し、単な	原則１－１については、本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則１－３については、当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株

	る分析にとどまらず、その分析結果および今後の対応方針について、株主に対する適切な開示・説明をより明確に求める方向での記載強化も検討に値すると考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。
170	「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、（略）」を「株主からの真摯な対話の要請に対しては、株主の希望と面談の主な議題も踏まえた上で、（略）」とすべき。 企業の中長期的な成長を目指す「建設的な対話」は、株主・企業双方の真摯な対話から生まれることを明文化しておくことが必要であると考える。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。 コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは、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ことを踏まえれば、投資家においてもスチュワードシップ・コードを適切に実施し、スチュワードシップ責任を果たすことが期待されます。 基本原則１解釈指針においても「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」において、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められている。」ことを示しています。
171	上場子会社又は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、その親会社又は支配株主（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。 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。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。 原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。また、原則４－８及びその解釈指針では、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められるとしており、支配株主を有する上場会社においては、経営陣・支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反関係があるため、その役割・責務が特に重要となることを示しています。 上記の原則及びその解釈指針の趣旨も踏まえ、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定することが重要と考えられます。
172	解釈指針に、以下の規定を追加していただきたく存じます。 支配的な議決権又は強い影響力を有する創業家株主又は特定の株主が存在する上場会社において、少数株主と対話を行う際は、独立社外取締役のほ	

	か、当該株主出身の取締役も対応者とするべきである。なお、当該株主とは、形式的には支配株主に該当しない場合であっても、実質的に支配的な議決権又は強い影響力を有する株主をいう。 　実質的支配力を有する株主が存在する上場会社では、経営陣が当該株主の意向を強く意識して行動する懸念があり、経営陣・当該株主と少数株主との間に構造的な利益相反が生じ得ます。このような会社においては、独立社外取締役が経営陣及び当該株主から独立した立場で少数株主の利益を代弁する役割が特に重要となります。経営陣による対話は、当該株主の影響から独立した立場での対話であるとは言い難い場合があるためです。 　さらに、当該株主出身の取締役も、派遣元といいうる当該株主の利益ではなく、少数株主を含む株主価値向上のために経営を推進する責務があります。そのため、当該株主出身の取締役も利益相反の当事者である以上、派遣元といいうる当該株主の利益と少数株主の利益との関係について、少数株主に対し直接の説明責任を負うべきであり、対話の場から免れる立場にはありません。 　したがって、こうした会社における少数株主との対話は、原則１－１解釈指針が認める「社外取締役が対話の対応者となるべき場面」の典型に該当するとともに、当該株主出身の取締役も対話の対応者として含まれるべきです。 　なお、原則４－10 解釈指針には、「支配株主には該当しないものの実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社においても、本原則の趣旨に沿った対応を採ることが望ましい」旨の記載があります。もっとも、これは主として独立社外取締役の数の確保に関する規定であり、こうした会社における独立社外取締役の役割、特に少数株主との対話及び利益相反局面での監督機能については十分に明確ではないと解しています。そのため、原則１－１の解釈指針においても、こうした会社における独立社外取締役の対話上の役割を明記すべきであると考えます。 【株式会社ナナホシマネジメント】	
173	「社外取締役を含む取締役」との記載は、取締役が対話の対応者となる場合に常に社外取締役を含めることを求める趣旨ではなく、株主の希望や面談の主な議題等に応じて、社内取締役のみで対応することも許容されるとの理解でよいか、明らかにされたい。	原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定することを求めています。

	原則１－１（２）の「社外取締役を含む取締役」との文言は、取締役が対話の対応者となる場合には常に社外取締役を含める必要があるとの理解を生じさせる余地もある。 しかし、実務上、株主面談の議題には、M&A、資本政策、訴訟・調査対応、重要顧客、未公表案件等に関する機微情報が含まれることが少なくなく、面談の議題、機密性等によっては、社内取締役のみで対応することが適切な場合もありうる。 したがって、原則１－１（２）の「社外取締役を含む取締役」との記載は、取締役が株主との対話の対応者となる場合に常に社外取締役を含めることを求める趣旨ではなく、株主の希望や面談の主な議題等を踏まえ、社内取締役のみで対応することも許容されるとの理解でよいか確認するものである（本改訂では、改訂前コード補充原則５－１①が原則１－１（２）に格上げされていることもあり、確認する次第である）。 【経営法友会】	株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、社内取締役のみが対話の対応者になる場面もあると考えられます。
174	「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又は監査役が臨むことを基本とすべきである。」について、取締役・監査役による対応をより強く促す文言とすべき。 取締役会が決定及び監督を行う上で、必要十分な情報を得ること、及び社内論理によるバイアスを可能な限り排除することを可能とするため。 修正案： 「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、社内・社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本とすべきである。」 英訳： “As a general rule, dialogue with shareholders should be conducted by members of the board—including executive directors and independent directors—or by kansayaku, within reasonable limits and taking into account the shareholders’ wishes and the main topics for discussion.” 【Market Forces Limited】	
175	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend:	原則１－１では、取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し開示すべきとしています。その

	・ Improved disclosure on engagement outcomes ・ Encourage companies to summarize how shareholder feedback has influenced strategy or governance decisions over time. 【Robeco】	解釈指針において、株主との対話を促進するための方針として、具体的な方策が示されておりますが、これらに限定されるものではありません。各社の置かれた状況等や当該原則の趣旨も踏まえて、例えば、株主との対話の概要や結果等を自主的に開示することも有用と考えられます。
176	We welcome the continued emphasis on constructive and ongoing engagement between companies and stakeholders. This consultation provides a useful opportunity to further consider how engagement can be more clearly connected to decision-making and observable outcomes. In this regard, it may be helpful for companies to disclose how shareholder engagement has influenced board decisions, strategy, and capital allocation, as well as how investor feedback is addressed, including where it is not acted upon and the rationale behind such decisions. We also suggest considering annual disclosure of key engagement themes and the resulting actions, which would help provide greater transparency and context. Taken together, these practices would help reinforce engagement as a substantive governance mechanism rather than a purely consultative exercise. There may also be merit in encouraging annual disclosure of key engagement themes and resulting actions. This would help clarify how dialogue informs board-level considerations and reinforce engagement as a substantive governance mechanism rather than a purely consultative exercise. In addition, further consideration could be given to ESG-related engagement. Companies could be encouraged to explain how ESG-related investor feedback is reflected in strategy and board decisions, how sustainability risks and opportunities are integrated into capital allocation, and how engagement outcomes are tracked over time. This would enhance transparency and decision usefulness. 【GAM Investments】	Principle 1.1 states that the board should establish, approve, and disclose policies concerning measures and organizational structures aimed at promoting constructive dialogue with shareholders. Its Interpretive Guidance indicates some specific measures, but policies to promote constructive dialogue are not limited to these. Taking into account the specific company situation and the aim of the Principle, for example, it could be beneficial to voluntarily disclose a summary and the results of dialogue with shareholders.
177	The Code should encourage companies to disclose the main categories of views or concerns expressed by their shareholders during the year to avoid solely focusing on the existence of engagement activities. Principle 1.1 (3) states that: “Based on the content of dialogue with shareholders, companies should take appropriate measures such as	

	internally sharing information and conducting reviews as necessary." However, the draft Code stops short of explaining how boards should demonstrate that this has actually happened. The Corporate Governance Code should encourage the boards to explain how they understand and consider the views of shareholders, and how such views are reflected in board deliberations and decisions, rather than focusing solely on the existence of engagement activities. We recommend adding the following in the Principle 1.1 and its Interpretive Guidance: [Principle 1.1 (3)] "Based on the content of dialogue with shareholders, companies should take appropriate measures such as internally sharing information, ~~and~~ conducting reviews and providing a high level overview of the main themes raised by shareholders publicly as necessary." [Interpretive Guidance—Principle 1.1] In order to enhance the effectiveness of constructive dialogue with shareholders, companies may consider providing a high level overview of the main themes raised by shareholders through engagement and whether the board reviewed these matters or took any follow up actions, as appropriate. 【Columbia Threadneedle Investments】	
178	解釈指針に「IR 担当」との記載があるが、「社内部門」の例示として IR だけ「担当」と記載されているのは不自然であり、「担当」を削除すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
179	解釈指針に「株主の希望と対話の主な議題を踏まえ」との記載があるが、同原則における他の部分の表現と平仄を合わせて「対話の主な議題」を「面談の主な議題」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
180	「対話」と「面談」は明確に区別されているという理解でよいか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	対話には、個別面談以外にも、例えば投資家説明会や IR 活動など様々な手段が考えられます。
181	上場会社は、面談の主な議題によっては社外取締役が対話の対応者となるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観	原則１－１及びその解釈指針では、上場会社は、面談の主な議題によっては社外取締役が対話の対応者となるべき場面があることを示しております

	点から、株主の希望と対話の主な議題を踏まえ、対話ごとに適切な対応者を選定すべきである。 【修文案】 上場会社は、面談の主な議題によっては社外取締役が対話の対応者や対話内容の伝達先となるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、株主の希望と対話の主な議題を踏まえ、対話ごとに適切な対応者を選定し、又は対話内容を社外取締役等に適切に伝達すべきである。 近時、社外取締役への面談要望が増加しているところ、広くこれに応じることが困難な場合もあり、また、中には、社外取締役から経営に関する情報や言質を得ようとする動きも見受けられる。面談の議題は面談中に転々と変動するため、主な議題のみをもってこれらをあらかじめ選別することは困難。 そもそも社外取締役に求められるのは株主の懸念等に正当な関心を払うことであって、双方向性の「面談」を実施すること自体ではないはずである。株主の懸念等を社内担当者において聴取し、それを社外取締役に適切に伝達するという手法も否定されるものではないことを明確化すべき。 【日本製鉄株式会社】	が、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。 社外取締役が株主からの面談の申込みに全て応じることは現実的ではないとも考えられますが、株主からの面談の申込みに個別に応じることができない場合についても、望ましい対応の一例として、対話内容を社外取締役に適切に伝達する等の対応をすることも考えられます。
182	株主からの対話の申込みへの対応には、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で」という条件が付されているが、昨今の上場会社を取り巻く環境からすると、持続的成長・中長期的な企業価値の向上に資することがない株主からの不当な圧力に屈しないことも、企業経営・コーポレートガバナンスにとって必要な視点であることを解釈指針で明示するべきである。 あわせて、伊藤レポートで示された以下の視点についても明示してはどうか。 「特に課題解決に向けた具体的経営政策に対する提案を行う対話・エンゲージメントに至る場合には、投資家による企業経営への十全な理解と、企業側による投資家の投資方針への理解が必要である。投資家が自らの投資方針に合致した投資対象としての企業を選別すると同様に、企業側も自社の経営方針に合致した投資家を選別していくことにより、より深い協創関係が生ま	ご意見として承ります。 なお、序文第２項において、「本コードは、市場における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、コーポレート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、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、上場会社にとって引き続き重要なパートナーとなり得る存在である。本コードは、上場会社が、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、会社が自社の中長期的な成長の道筋を自ら語ることを前提として、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。」ことを示しています。

	れる可能性が出てくる。」(「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」（平成 26 年８月）88 頁参照)。 【全国株懇連合会】	
183	FSA Proposal: Upgraded from former Principle 5.1 to become the new Principle 1.1 and streamlined into three core requirements, including a new requirement for companies to implement appropriate follow-up actions internally with detail moved to the Interpretive Guidance. Recommendation: We welcome the upgrade of constructive dialogue with shareholders from former General Principle 5 in the current Code to the Principle 1.1 under Section 1. We particularly appreciate the strengthened focus on board involvement and the explicit new expectation that outside directors and *kansayaku* should engage directly with shareholders. To further enhance the quality and accountability of engagement, we recommend that the Interpretive Guidance specify that dialogue policies should require meaningful participation by the CEO and senior management on material topics and that companies disclose how feedback and key themes from shareholder dialogues are reported to and considered by the board, including outside directors and *kansayaku.* This would align with international best practice. For example, Hong Kong's updated Corporate Governance Code (effective from FY2025) introduced new Code Provision F.1.1, which requires the board (in particular independent non-executive directors) to be accessible to shareholders for constructive engagement and mandates enhanced disclosure in the Corporate Governance Report of the nature, number/frequency of engagements, the groups of shareholders involved, the issuer's representatives (including Independent Directors), and the company's approach to following up on outcomes. Companies should also publish a formal board engagement policy and provide regular training for directors and *kansayaku* on effective investor dialogue. These measures would promote more substantive board-level oversight while preserving the board's primary responsibility for strategic	ご意見として承ります。 原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を規定しています。 また、原則４－８及びその解釈指針では、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められることを示しています。 さらに、原則１－１（３）では、上場会社は、株主と行った対話の内容を踏まえ、必要に応じて社内で情報共有や検討を行うなど、適切に対応すべきであることを示しています。 そして、原則１－１では、取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し開示すべきとしています。その解釈指針において、株主との対話を促進するための方針として、具体的な方策が示されていますが、これらに限定されるものではありません。株主との建設的な対話を促進するという当該原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社において実質的な対応を実施していくことが期待されます。 Principle 1.1 states regarding dialogue with shareholders that management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders, taking the requests and interests of shareholders into consideration. The Interpretive Guidance also states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue depending on the main topics of dialogue and should select appropriate persons for each dialogue from the

	corporate decision-making and oversight of management. 【Asian Corporate Governance Association】	perspective of holding constructive dialogue with shareholders. Also, the Interpretive Guidance for Principle 4.8 states that independent directors should put effort into reflecting the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom through directly holding dialogue with shareholders as necessary. Furthermore, Principle 1.1 (3) states that based on the content of dialogue with shareholders, companies should take appropriate measures such as internally sharing information and conducting reviews as necessary. Principle 1.1 states that the board should establish, approve, and disclose policies concerning measures and organizational structures aimed at promoting constructive dialogue with shareholders. Its Interpretive Guidance indicates some specific measures, but policies to promote constructive dialogue are not limited to these. In light of the aim of the Principle and its Interpretive Guidance to promote constructive dialogue, companies are expected to implement substantive measures.
184	今回の改訂においては、ますます経営陣の体制強化とそれに対する取締役会のモニタリングが重視される方向性と理解しているが、「考慮すべき」ことにつき、改訂前コード補充原則１－１②の「自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているか否か」の判断が重要であり、そうした判断こそ（本当にその判断が適切かどうかを株主が確認するうえで）エクスプレインされるべきといえるではないのか、と考える。その意味で、改訂前コード補充原則１－１②を削除してしまってよいか疑義が残る。 【上場会社法制の在り方を考える会】	改訂前コード補充原則１－１②は、本コード策定時において、一般にわが国の上場会社では他国の上場会社に比して幅広い事項を株主総会に諮る実態があったことから、取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得る体制が整っているようであれば、会社法上許容される範囲内で、一部の株主総会決議事項を取締役会に委任するよう提案することも一案であるとの考え方を示していたものです。 当該補充原則の重要性が失われたと考えることは適切ではありませんが、本コード策定時から一定期間が経過し、一部の株主総会決議事項を取締役会に委任することも増加し、実務上理解が進み、ある程度浸透したと考えられ、本コード策定時に想定されていた当該補充原則の目的が一定程度果たされたものと考えられることから、本コードからは削除しました。
185	「上場会社は、株主と行った対話の内容を踏まえ、必要に応じて社内に情報共有や検討を行うなど、適切に対応すべきである」という文言が追加されたが、フェア・ディスクロージャーの観点から、対話に参加していない株主等との間で重要な情報格差が生じることになる。フェア・ディスクロージャーに関する取り組みについては、解釈指針ではなく、原則本体に書き込むべきではないか。	金融商品取引法に規定されるフェア・ディスクロージャー・ルールは、適切に実施する必要があることから、解釈指針において、株主との建設的な対話を促進するための方針には、同ルールが適用される重要情報の管理に関する方策を記載すべき旨を示しています。

	【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　原則１－２　株主総会における権利行使		
186	We are pleased that the draft Code maintains a strong emphasis on the timeliness of disclosures. In particular, we strongly support the expectation that companies seek to disclose their Yuho at least three weeks in advance of the AGM. This will enhance efficiency and improve the quality of dialogue between shareholders and companies. However, we once again strongly emphasise that three weeks is a baseline or minimum investor expectation and should not become the default best practice, as companies continue to improve their governance over time. Shareholders are pragmatic and open to a range of methods to achieve earlier disclosure, such as extending the record date to provide companies with more preparation time, and or extending the window for holding annual general meetings (AGMs). We also support continued efforts to streamline and optimise the reporting framework through consolidation of requirements. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、「本来、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い」との考え方は、本改訂においては、解釈指針における記載にとどめています。 金融庁は、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Based on the understanding of the difficulty of submitting annual securities reports three weeks or more before the date of a general shareholder meeting given common practices under the existing laws, the statement that “it is best to submit annual securities reports at least three weeks before the general shareholder meeting” is retained in the Interpretive Guidance of this revised Code. The FSA will coordinate in tandem with the Ministry of Justice to consider the legal framework. This includes the consolidation of annual securities reports and business reports and the unification of audits required under the Companies Act and the Financial Instruments and Exchange Act as discussed by the Legislative Council, and the optimization of disclosure items in the annual securities reports.
187	We recognise that this remains one of the most debated issues in the draft. From a global investor perspective, however, it is also an area where practices by Japanese companies do not meet international standards. The Yuho is the primary, liability-backed annual disclosure under securities law and plays a distinct role in enabling informed voting and stewardship. Where it is published at, or immediately before, the AGM, shareholders do not have sufficient time to assess governance, capital allocation, and risk. For this reason, we support the direction that the Yuho should be published well ahead (i.e., at least three weeks ahead) of the AGM. We believe this expectation would benefit from being more clearly reflected at the Principle level of the Code (within Principle 1.2), rather than remaining solely within the Interpretive Guidance. To support this objective, we would also welcome the Code encouraging companies to consider practical enabling measures, such as adjustments to	

	the voting record date and AGM timing, while preserving flexibility in how timely disclosure is achieved. More broadly, we encourage the discussion of the Code and the Yuho to remain closely connected to AGM quality and shareholder participation, including consideration of barriers faced by beneficial owners, AGM scheduling concentration, and the use of exclusive AGC formats. 【L&G – Asset Management】	
188	We welcome the continued encouragement under Principle 1.2 for companies to publish annual securities reports in advance of the AGM, as well as the clarification in the accompanying Interpretive Guidance that three weeks represents a meaningful benchmark. In particular, we are encouraged by the explicit recognition in the “Notes on the Revisions” that pre-AGM disclosure is a key measure to enable shareholders to exercise their rights effectively. That said, we are concerned that the additional emphasis on the “operational burden and difficulty” associated with pre-AGM disclosure risks diluting the urgency and effectiveness of this reform—particularly given that the three-week expectation is framed within Interpretive Guidance rather than as a “comply or explain” obligation. Given that similar encouragement has historically been disregarded, further consideration could be given to embedding this expectation more firmly in the Draft Code and encouraging greater specificity around record date timing (for example, by signaling an appropriate maximum period prior to the AGM). At a minimum, softening or removing the emphasis on issuer burden would help reinforce timely pre-AGM disclosure as a foundational shareholder rights issue, rather than framing it primarily through an operational or compliance cost lens that may discourage adoption. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
189	原則１－２において、株主総会開催日前３週間と明記したほうが良いと考えます。 解釈指針では、明確に「本来３週間以上前に提出することが望ましい」と記載があるにもかかわらず、原則１－２では日数が含まれておりません。そ	

	もそも総会前の開示の目的は、議決権行使においてその企業の分析を行った上での権利行使を行うために必要な期間として掲げられています。そうした記載がない場合、企業側は最低限の日数でしか開示しないことが予想されます。誰のために、何のために開示が必要であるのかを踏まえた上で、日数を定め、本原則に記載することが必要と考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	
190	We welcome the expectation under revised Principle 1.2 and its interpretive guidance that companies submit their annual securities report (Yuho) at least three weeks before the general shareholder meeting. However, this expectation sits in Interpretive Guidance and is not subject to comply-or-explain. The Yuho contains information material to voting decisions—including director remuneration, cross-shareholding disclosures, and governance arrangements—that is not available in the convening notice. Even among the 69.6% of Prime Market companies that do disclose the Yuho before the AGM, 85% do so within three days—too late for institutional investors to incorporate the information into their voting analysis. We recommend elevating this interpretive guidance to a comply-or-explain principle, establishing the three-week standard as a governance floor rather than an aspiration. We also note that only 27.5% of Prime Market companies provide simultaneous Japanese and English disclosure of the Yuho, with only 10.4% of companies providing a full English translation.9 This limits the ability of international investors to make fully informed voting and investment decisions. We also recommend that the Code encourages companies to review their voting record dates and AGM scheduling to facilitate timely disclosure. 【Norges Bank Investment Management】	
191	As a provider of index funds, whose securities are priced based upon disclosure of material information relevant to investors, we believe that investors benefit when the market has fulsome and timely disclosure of a company's circumstances and material risks.	本改訂を評価いただきありがとうございます。 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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、「本来、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い」との考え方は、本改

	We support earlier disclosure of Annual Securities Reports by companies, as earlier disclosure enables shareholders to make more informed voting decisions, promotes constructive dialogue between investors and companies ahead of shareholder meetings, and strengthens the ability of shareholders to exercise their rights appropriately and effectively. We believe that Principle 1.2 would be strengthened by specifying within the Principle itself that companies should submit Annual Securities Reports at least three weeks before the general shareholder meeting. At present, this timing expectation is addressed only in the Interpretive Guidance. Given that in the final proposed language the Interpretive Guidance is not formally recognized as part of the Code (as specified under Paragraph 9 (Application of the Code)), the proposed draft risks diluting the expectation of early disclosure and, in our view, may not provide a strong incentive for companies to disclose Annual Securities Reports in a timely manner. Under the proposed language, companies could remain compliant with Principle 1.2 if they disclose the Annual Securities Report one day before a shareholder meeting. Further, no consequences or requirements to explain why they are not able to disclose the Annual Securities Report at least three weeks prior to the shareholder meeting are in the current revisions. As the FSA generally concurs that submitting the Annual Securities Report at least three weeks prior to a shareholder meeting supports shareholders' ability to exercise their rights, we would welcome stronger language that more clearly encourages company compliance. We appreciate that there may be practical concerns regarding the suggestion to disclose Annual Securities Reports three weeks before shareholder meetings. As such, the Interpretive Guidance could recommend that companies proactively disclose their intended disclosure timelines on a "comply or explain" basis, while also recognizing that shareholders may provide a reasonable period for companies to adopt necessary measures. 【匿名】	訂においては、解釈指針における記載にとどめています。 金融庁は、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 「解釈指針はコードの正式な一部として認められていない」との点に関して、第２回有識者会議時点の改訂案に記載されていた「解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。」との記載は改訂コードでは削除されましたが、当該記載の有無にかかわらず、解釈指針は本コード本体に記載されているものです。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Based on the understanding of the difficulty of submitting annual securities reports three weeks or more before the date of a general shareholder meeting given common practices under the existing laws, the statement that "it is best to submit annual securities reports at least three weeks before the general shareholder meeting" is retained in the Interpretive Guidance of this revised Code. The FSA will coordinate in tandem with the Ministry of Justice to consider the legal framework. This includes the consolidation of annual securities reports and business reports and the unification of audits required under the Companies Act and the Financial Instruments and Exchange Act as discussed by the Legislative Council, and the optimization of disclosure items in the annual securities reports. In connection with your comment—"the final proposed language the Interpretive Guidance is not formally recognized as part of the Code," the sentence stating that the "Interpretive Guidance is a part of the Code together with Principles" was deleted in this revision, which had appeared in the draft for the second expert panel meeting. However, please note that irrespective of the presence or absence of such statement, the Interpretive Guidance is set forth within the Code itself.
192	The revisions encouraging disclosure of annual securities reports prior to	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	the general shareholders meeting are a constructive step toward improving information available to shareholders before voting. Earlier disclosure would support more informed decision-making and better align with the objective of strengthening shareholder rights. However, practical implementation remains challenging, particularly given the relatively compressed timeline between fiscal year-end and annual shareholder meetings in Japan compared with other major markets. In Japan, shareholder meetings are generally held within three months following the fiscal year-end, whereas in many other major markets, meetings are commonly held four to five months after year-end. This shorter preparation period creates practical difficulties for companies in finalizing financial reporting, preparing disclosure materials, and providing investors with sufficient time to evaluate information before voting. In addition, the concentration of Japan's annual shareholder meeting season further constrains flexibility in practice. As a result, while the recommendation under the Interpretive Guidance to disclose meeting materials three weeks prior to the shareholder meeting is a positive aspiration, achieving this consistently under existing market practice may prove difficult in many cases. Similarly, although encouraging later shareholder meeting dates is sensible in principle and may contribute to improved disclosure quality, the broader feasibility of such changes remains uncertain. As the Corporate Governance Code relies on voluntary implementation rather than legal compulsion, achieving consistent market-wide change may be challenging. While these revisions represent meaningful progress, more structural legal or regulatory support may ultimately be necessary if sustained and consistent improvement is the intended objective. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	現行法制下においても基準日を変更することにより株主総会の時期を後ろ倒しすることについて法的な制約はありません。 金融庁は、企業負担も考慮し、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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 このような企業負担の緩和策も踏まえつつ、各社において、現行法制下で一般化している実務運用にとらわれることなく、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ことも含め検討し、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備に取り組むことが期待されます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Under existing laws, there is no constraint on moving back the date of a general shareholder meeting by changing the record date. The FSA acknowledges the operational burden and difficulty of submission of annual securities reports three weeks or more before the date of general shareholder meetings given common practices under the existing laws. The FSA will coordinate in tandem with the Ministry of Justice to consider the legal framework. This includes the consolidation of annual securities reports and business reports and the unification of audits required under the Companies Act and the Financial Instruments and Exchange Act as discussed by the Legislative Council, and the optimization of disclosure items in the annual securities reports. Taking into account these measures to reduce the company burden, companies are expected to, without being constrained by practices that have become generally adopted under, consider setting appropriate dates related to general shareholder meetings, including the meeting date and the record date for exercising voting rights, and to work on setting an appropriate environment for the exercise of shareholder rights at a general shareholder
193	有価証券報告書が総会の十分前に開示されることは、日本の資本市場を真に国際的なものとする上で大きな意義を有すると考えます。現状でも、日本の投資家は、実務上の工夫を重ねることにより、しっかりと検討をした上で議決権行使をしています。しかし、諸外国の資本市場と比較したときのあるべき姿としては、やはり、株主総会よりも十分に先立って、有価証券報告書	

	が開示されることが重要であると考えます。 　他方で、投資家は、現在の実務慣行を前提としたまま、有価証券報告書が株主総会の三週間以上前に開示されることを企業側に求めると、企業側の負荷が増し、株主総会の開催時期が６月末に再集中するのではないかとの懸念も抱いています。その意味で、基準日を決算日よりも後ろ倒しすることが本来は望まれる対応と考えます。 　したがって、序文第 13 項のとおり、今後の法制度改訂の検討が期待されるところではありますが、同時に、基準日の後ろ倒しを、投資家や上場会社の業務負担の問題として小さく捉えるべきではないと考えます。むしろ、有価証券報告書と事業報告等の一本化などの制度改訂により、従来に増して上場会社と投資家が対話する期間が確保できるようになることの方が重要です。したがって、基準日と総会当日との３か月間の乖離によるエンプティ・ボーティングの問題や、事前行使によりすでに賛否が決している株主総会の当日の議論の形骸化などの実態を踏まえ、上場会社と株主との対話の仕組みとしての株主総会の在り方から改めて考え直すことを望みます。これらのことから、以下のように、[　]の文章を原則１－２の解釈指針に追記すべきです。 　（ｉ）有価証券報告書には役員報酬や政策保有株式等のガバナンス情報等、投資家がその意思を決定するに当たって有用かつ信頼性の高い情報が豊富に含まれていることから、本来、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いと考えられる。[他方で、現行の議決権行使基準日の実務を維持したままで、有価証券報告書のさらなる早期開示を一律に推進すると、企業への過度な負担の発生や、株主総会開催時期の再集中などの問題を惹起しかねない。]そのため、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒し[するとともに、株主・投資家と対話する期間を確保し、対話の仕組みとしての株主総会を活性化]することも含めて検討する。 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	meeting.
194	改訂版コード原則１－２は、有価証券報告書の総会前の開示は投資家に適切な情報を提供する観点から、有益なものと考える。しかしながら、３月決算の企業が、従来通り６月末に株主総会を開催することを想定すると、６月上旬に有価証券報告書を一斉に提出することになり、企業と監査人の負担が	

	非常に大きくなる。さらに、大規模企業では 2027 年３月期からサステナビリティ情報の開示と翌年からの保証が義務づけられた。この範囲が順次広がっていくことから、サステナビリティを含む情報の開示と保証を、６月上旬までに行うことは非常に困難と考えられる。こうしたことから、株主総会開催時期を後ろ倒しにすることを真剣に検討することが必要と考える。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	
195	We strongly support the draft Code's statement that annual securities reports contain useful and reliable investor information, including director remuneration and cross-shareholdings, and that it is best to submit annual securities reports at least three weeks before general shareholder meetings (Japan's Corporate Governance Code draft, Principle 1.2). Three weeks should be a baseline investor expectation, not the ultimate best practice. If annual securities reports are often published after the voting deadline or after the director nomination window, shareholders cannot make fully informed decisions. The Code should also address the mismatch between record dates, AGM dates, Yuho release, and the shareholder proposal or director nomination window. Companies should be encouraged to amend articles of incorporation so voting record dates are closer to AGM dates and later than the Yuho submission where practicable. This would reduce empty voting risk and help ensure that the shareholders voting on directors and governance matters are the shareholders bearing the economic consequences. We also recommend that the shareholder proposal and director nomination window be shortened from roughly eight weeks before the AGM to approximately four weeks before the AGM, or otherwise adjusted so shareholders can act after reviewing the Yuho. At a minimum, companies should explain if their AGM calendar prevents shareholders from reviewing the annual securities report before deciding whether to nominate directors or submit proposals. Finally, the Code should encourage hybrid AGMs and discourage fully virtual-only AGMs where they reduce meaningful participation. Hybrid meetings can broaden access for domestic and foreign shareholders while	本改訂を評価いただきありがとうございます。 現行法制下においても基準日を変更することにより株主総会の時期を後ろ倒しすることについて法的な制約はありません。 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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、「本来、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い」との考え方は、本改訂においては、解釈指針における記載にとどめています。 金融庁は、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 このような企業負担の緩和策も踏まえつつ、各社において、現行法制下で一般化している実務運用にとらわれることなく、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ことも含め検討し、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備に取り組むことが期待されます。 株主提案権の行使期限及びバーチャルオンリー株主総会に関するご意見については、法務省に共有させていただきます。 取締役選任における個別の得票数の開示に関するご意見については、No.263～No.265 の回答をご参照ください。 英文開示については、原則１－２解釈指針（ⅲ）において、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、招集通知の英訳を進めることを示しています。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Under existing laws, there is no constraint on moving back the date of a

	preserving the right to attend physically, ask questions, and hold boards accountable. The Code should also require disclosure of individual vote counts in director elections, not merely aggregate outcomes, so shareholders can assess director-specific accountability. We recommend that the three-week Yuho benchmark should be moved into Principle 1.2 rather than left only in Interpretive Guidance. The final Code should also state that Prime Market companies should release the Yuho and other key AGM materials in English (access for foreigner shareholders) at the same time, or nearly the same time, as the Japanese version. 【Oasis Management Company Ltd.】	general shareholder meeting by changing the record date. Based on the understanding of the difficulty of submitting annual securities reports three weeks or more before the date of a general shareholder meeting given common practices under the existing laws, the statement that "it is best to submit annual securities reports at least three weeks before the general shareholder meeting" is retained in the Interpretive Guidance of this revised Code. The FSA will coordinate in tandem with the Ministry of Justice to consider the legal framework. This includes the consolidation of annual securities reports and business reports and the unification of audits required under the Companies Act and the Financial Instruments and Exchange Act as discussed by the Legislative Council, and the optimization of disclosure items in the annual securities reports. Taking into account these measures to reduce the company burden, each of the companies are expected to, without being constrained by practices that have become generally adopted under, consider setting appropriate dates related to general shareholder meetings, including the meeting date and the record date for exercising voting rights, and to work on setting an appropriate environment for the exercise of shareholder rights at a general shareholder meeting. We will share with the Ministry of Justice your comments regarding the deadline for exercising shareholder proposal rights and virtual-only general shareholder meetings. With respect to comments related to disclosure of individual vote counts in election of directors, please see No.263-No.265. Regarding English disclosure, Interpretive Guidance (iii) of Principle 1.2 states that companies should provide English translations of the convening notices of general shareholder meetings, taking into account the ratio of institutional shareholders and overseas investors among all shareholders.
196	We recommend elevating the three-week benchmark to the Principle itself, not merely as softer Interpretive Guidance. Revised Principle 1.2 should state: "Companies should submit Annual Securities Reports at least three	現行法制下においても基準日を変更することにより株主総会の時期を後ろ倒しすることについて法的な制約はありません。 金融庁は、企業負担も考慮し、現行法制下で一般化している実務運用から

	weeks before the general shareholder meeting with all materials available in English to provide shareholders with sufficient time for considered decision-making and constructive dialogue. Companies unable to meet this timeline should explain the specific obstacles and their plans for moving towards this target." This is particularly critical if the Interpretive Guidance is not subject to comply or explain application. The Code should promote moving AGM dates by amending the voting record date in the articles of incorporation to allow shareholders to make informed voting decisions by having sufficient time to review the Annual Securities Reports. Ideally the record date for the voting rights should be later than the submission of the Annual Securities Reports as in other countries; this would narrow the period between the record date and the AGM so that voting more accurately reflects the shareholder base at the time of the AGM. While we welcome this upgrade in the Code from current practice, timely disclosure significantly before AGMs is far from being the norm. For FYE March 2025, 57.7% of listed companies disclosed Annual Securities Reports before AGMs, a significant improvement from 1.8% in the prior year; but of those disclosing early, most provided only one to two days' notice (843 companies at just one day before) while only 44 companies disclosed more than one week in advance. This is far from best practice: ・ UK Companies Act 2006 and Listing Rules: Require timely distribution of AGM materials, with institutional investors expecting 4-6 weeks in practice. ・ EU Shareholder Rights Directive II: Mandates early and standardized distribution of meeting materials to enable effective cross border participation. ・ US SEC (Proxy Rules): Proxy statements are sent a minimum of 20 days before meetings, to be either accompanied or preceded by an annual report, ensuring shareholders have adequate time for analysis. While the 2025 season saw a clear improvement in disclosing the Annual	すると株主総会開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではない（そのため、「本来、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い」との考え方は、本改訂においては、解釈指針における記載にとどめています。）との認識の下、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 このような企業負担の緩和策も踏まえつつ、各社において、現行法制下で一般化している実務運用にとらわれることなく、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ことも含め検討し、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備に取り組むことが期待されます。 招集通知の英訳については、株主総会における権利行使に係る環境整備の例示に該当するものとして、解釈指針にて示すこととし、より実質的な対応を促進することとしました。 Under existing laws, there is no constraint on moving back the date of a general shareholder meeting by changing the record date. The FSA acknowledges the operational burden and difficulty of submission of annual securities reports three weeks or more before the date of general shareholder meetings given common practices under the existing laws; the statement that "it is best to submit annual securities reports at least three weeks before the general shareholder meeting" is retained in the Interpretive Guidance of this revised Code. The FSA will coordinate in tandem with the Ministry of Justice to consider the legal framework. This includes the consolidation of annual securities reports and business reports and the unification of audits required under the Companies Act and the Financial Instruments and Exchange Act as discussed by the Legislative Council, and the optimization of disclosure items in the annual securities reports. Taking into account these measures to reduce the company burden, each of the companies are expected to, without being constrained by practices that have become generally adopted under, consider setting appropriate dates

	Securities Reports before AGMs, there is a significant risk of backsliding if expectations are softened to “best efforts” language and delegated to the Interpretive Guidance and not considered an integral part of the Code itself. We have also earlier commented on the need to change their articles of association to separate record dates from fiscal year-end and thus hold AGMs later and to provide concurrent disclosure of the materials in English for the benefit of international investors. In addition, Interpretive Guidance for Principle 1.2 in the draft revisions upgrade electronic voting platform requirements for Prime Market companies at least for institutional investors, which we support. However, the Interpretive Guidance merely “encourages” English translation of convocation notices. Given that foreign ownership of Japanese equities remains significant and that Japan aspires to be a leading international market, simultaneous or near-simultaneous English disclosure should be an expectation for Prime Market companies, not an aspiration. TSE data reflect gaps between Japanese and English release dates that are material. 【Asian Corporate Governance Association】	related to general shareholder meetings, including the meeting date and the record date for exercising voting rights, and to work on setting an appropriate environment for the exercise of shareholder rights at a general shareholder meeting. Providing English translations of convening notices for general shareholder meetings is an example of creating an environment that facilitates the exercise of shareholder rights. Therefore, the Interpretive Guidance states that companies should promote the substantive implementation of these measures.
197	株主総会日前の有報提出についての定めをいれていただき、感謝したい。 もちろん、投資家に対する株主総会前の情報の充実という側面は重要だが、それだけでなく、先進国の資本市場でも、日本だけが有報総会前開示を実現できていないという中、日本の資本市場にとっても、非常に重要な事項と考える。 また、解釈指針で、３週間以上前に提出されること、必要に応じ、株主総会開催日の後ろ倒しの検討も明記されているところも重要と考える。今後は、法制審議会での議論とともに、実際に、企業に有報総会前開示を促進する施策をとっていただきたい。 【一般社団法人　資産運用業協会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
198	We strongly support the requirement to submit the Yuho before the AGM and the guidance that best practice is at least three weeks in advance. Earlier disclosure materially enhances transparency and allows shareholders sufficient time to assess financial and governance information ahead of voting, which in turn supports more effective engagement.	

	We agree that the three-week expectation should remain in guidance rather than in the Principle at this stage, given current operational constraints and additional sustainability reporting requirements from 2027. We encourage regulators and issuers to treat the three-week standard as a clear target and to continue working on legal and process reforms that make earlier disclosures feasible. 【T. Rowe Price International Ltd】	
199	有価証券報告書の株主総会前の提出及び株主総会関連日程の適切な設定に関して、原則１－２及び同原則の解釈指針（ｉ）において言及された内容を支持する。なお、今後、サステナビリティ情報に関する開示が更に拡充することが見込まれる中、有価証券報告書の作成期間及びその信頼性を担保するための十分な監査・保証期間が必要であることに株主、取締役会、監査役等、経営者及び会計監査人は十分留意する必要がある。 また、序文の「●年改訂を踏まえた当面の留意事項」において記載のとおり、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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、有価証券報告書と事業報告等の開示書類一本化・会社法上の会計監査と金融商品取引法上の会計監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も進められることに賛同する。株主総会の開催時期を後ろ倒しすることにより十分な監査期間を確保する制度設計の下で、全ての上場会社が一本化された開示書類の株主総会開催日前の開示（３週間以上前）を実現することで、情報の比較可能性が確保された効果的かつ効率的な開示制度となり、これが日本の資本市場の持続的な成長につながるものと考える。 【日本公認会計士協会】	
200	定時株主総会開催日前の有価証券報告書の提出：原則１－２の下で、上場会社が定時株主総会に先立ち有価証券報告書を提出することに関する期待が明確化された点を評価します。当社として、有価証券報告書は、取締役会の活動、役員報酬、政策保有株式等を含む重要なコーポレート・ガバナンスに関する開示をはじめ、信頼性が高く包括的な情報源であり、定時株主総会前に公表されることで株主にとって大きな価値を提供すると考えます。また、前文の当面の留意事項に記載のとおり、有価証券報告書と事業報告等の一体化等を可能とする法制度面の環境整備に向けた取組も歓迎します。	

	【キャピタル・インターナショナル株式会社】	
201	We are supportive of the continued strengthening of shareholder rights and AGM processes, particularly the improvements in transparency and accessibility for shareholders. This consultation also provides an opportunity to consider further alignment with international practice. In this regard, it may be helpful to consider the publication of annual securities reports in English to better support international investors. There may also be merit in reviewing the timing of record dates relative to AGMs, as a shorter interval could better align voting rights with current economic ownership and reduce potential mismatches between voting rights and investment exposure. In addition, consideration could be given to strengthening structured pre-AGM engagement processes. This may include encouraging companies to allow advance submission of shareholder questions, publish both questions and responses in a transparent manner, and provide post-AGM disclosure of all Q&A content. These measures would support more substantive dialogue and improve access to information for all shareholders. 【GAM Investments】	
202	有価証券報告書の総会前開示推進に関して評価する。 重要事項を見ないことには株主総会での意思表示は難しい。 【個人】	
203	有価証券報告書の株主総会前開示は、シンクタンク、弁護士、経済誌等各方面から、問題点を指摘されている中で、形式的に早期開示にこだわる原則の設定は、有報の形式化を進展させる危険を伴う変更だと思います。 実際に、機関投資家の議決権行使には有価証券報告書を使用する状況にあらず、それを意識するのであれば、各企業の努力により進展が進んでいる招集通知書への任意記載（政策保有株式の状況等、議決権行使上必要と思われる事項）を推奨することで十分と思われます。 有価証券報告書は、サステナ関連の開示等より充実化を進めていく必要がある中で、単なる理想論にとらわれた早期開示は逆効果の原則ではないでしょか。 その対応を発行体企業に求めるのではなく、会社法との関連等制度的な歪	有価証券報告書には様々な非財務情報を含め、投資家がその意思を決定するに当たって有用かつ信頼性の高い情報が豊富に含まれていることから、本来、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いと考えられるため、上場会社においては、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しすること（現行法制下においても法的な制約はありません。）も含めて検討し、株主による適切な権利行使に資するよう更なる環境整備を進めるべきと考えられます。なお、投資家ごとに重視する情報は異なると考えられますが、上記のとおり、投資家がその意思を決定するに当たって有用かつ信頼性の高い情報が豊富に含まれているため、有価証券報告書の全体を早期に開示することが望ましいと考えられます。

	みを早急に改善し、それらのバックボーンが整備されてから理想に近づけていくかたちが望ましいと思います。 【個人】	また、有価証券報告書の開示時期について、特に海外投資家からは、日本の現在の慣行は、有価証券報告書が株主総会後に開示される唯一の市場であり、極めて異例であること、また、それゆえ、グローバル投資家にとって、有価証券報告書の価値が限定的となっていることといった指摘があるほか、有価証券報告書の早期開示はスチュワードシップ活動においても役立つとの指摘がなされています。 他方で、金融庁は、企業負担も考慮し、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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。 なお、本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しています。すなわち、本コードの各原則は法的拘束力を有する規範ではなく、各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合があるとともに、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。 上記のとおり有価証券報告書の全体を早期に開示することが望ましいと考えられるものの、有価証券報告書の株主総会前の開示が困難であるなどの理由により株主総会における権利行使に係る適切な環境整備が不十分であると考える場合には、エクスプレインを選択すべきと考えられます。この場合においては、自らの対応について、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ることが望まれます。
204	コーポレートガバナンス・コード改訂案原則１－２では、有価証券報告書を定時株主総会前に開示することが原則として新設され、特に総会の３週間以上前の提出が最も望ましい水準とされている。一方、会社法改正の中間試案では有報と事業報告の一体化が検討されているものの、その施行時期は2028～2029 年頃と見込まれており、両制度の間には２～３年の過渡期が生じる。 このような状況を踏まえると、有報と事業報告の一体化が実現するまでの間、CG コードにより有報提出の前倒しを実質的に義務付ける「原則１－２」の制定は先送りし、企業が自発的かつ段階的に対応できる任意の取り組みにとどめるべきである。会社法改正と同時に有報への一本化が実現すれば、事業報告との二重作成という形式的な負担を課すことなく、有報の総会前提出は自然に達成される。 現時点で有報の前倒しを強制した場合、３月決算企業は、決算日から約２か月強という極めて短期間で決算、監査、有報作成を同時並行で進めることを余儀なくされる。これにより、決算体制の再構築や大幅なスケジュール見直し、IR・経理・法務・サステナビリティ部門における人的リソースの追加投入とコスト増が不可避となる。加えて、監査の前倒し要請が集中することで、監査法人側のリソース不足が業界全体のボトルネックとなるおそれもある。 代替策として議決権行使の基準日を後ろ倒しする方法も考えられるが、新基準日の公告や株主への通知の作成・郵送費、名義書換代理人への多額の追加費用、株主名簿管理や IR 対応の複雑化といった新たな負担が発生する。過渡期においては、事業報告の作成義務が残る以上、有報との二重作成による実務負荷とコスト増が避けられず、制度導入の時期調整が強く求められる。 【個人】	
205	有価証券報告書を株主総会の３週間前までに提出することを推奨する改訂案については、実務上の観点から改訂時期を延期し、会社法改正による事業報告との書類統合時期まで先送りすることを求めます。	

	現在の上場企業における決算実務は、決算締日から招集通知の発出までが極めて過密なスケジュールで運用されており、金商法基準の有価証券報告書作成およびその監査を総会３週間前までに完了させることは、多くの企業にとって物理的な限界を超えます。このような状況下で前倒しを強行すれば、開示情報の正確性が損なわれ、結果として投資家保護を阻害するリスクを否定できません。 特に懸念されるのは、会社法改正による書類統合が実現するまでの過渡期に発生する、事業報告と有価証券報告書の並行作成による業務負担の増大です。実務担当者や監査法人のリソースが、二つの異なる制度基準への形式的な対応にのみ費やされることは、投資家が真に求めているサステナビリティ情報の拡充や対話の質的向上を妨げる要因となります。 開示の早期化という目的を実効性のあるものにするためには、まず会社法上の総会開催期限の弾力化や有価証券報告書と事業報告の統合といった制度的インフラの整備を優先すべきであり、それらが整わない段階での本コードの先行適用は、現場に過度な負担を強いるだけでなく、開示制度全体の信頼性を揺るがしかねないため、慎重な対応を要望いたします。 【個人】	
206	原則１－２では、「有価証券報告書を株主総会開催日前に提出する」ことが取り上げられています。有価証券報告書が、投資家の投資判断に資する最も詳細で重要な法定書類であり、ひいては株主総会における取締役選任その他の議案の賛否判断にとっても重要であることは言うまでもありません。また、株主総会の前に有価証券報告書に相当する法定書類が提出されていることは、グローバルスタンダードと言えます。しかし、現状の株主総会に関する法制度や実務を前提としたまま「有価証券報告書の株主総会３週間前の開示」だけを推し進めることは、さまざまな弊害も懸念されるところです。 改訂案の序文第 14 項で言及されている通り、本来的には、株主総会に係る議決権基準日や開催日の見直しと並行して進められるべきものと考えます。機関投資家としても、法制審議会において議論されている制度的な課題も併せて検討されるべきものと考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
207	【意見】 情報開示の充実、有用性の高い情報開示の促進を重視した点を評価しま	

	す。なお、形式的な早期開示のみが目的化することで、必要な情報が欠落することがないように、投資家の意思決定に資する情報が、一元的かつ分かりやすく提供されることを最も重視すべきと考えています。制度的な検討作業が並行して進められている現段階では、代替手段における情報提供も許容することが必要と考えます。 【理由】 有報の早期開示は期待事項である一方で、形式的な早期化による実施面での開示の後退、株主総会の集中化、といった弊害が生じる恐れがあるため。 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	
208	現在、法制審議会においては、有価証券報告書と事業報告等の一本化を含む開示制度の見直しが議論されており、制度間の整合性確保が重要である。こうした観点から、序文に「当面の留意事項」が追加されたことは前向きに評価する。 他方で、有価証券報告書と事業報告の一本化や有価証券報告書のスリム化が実現した場合でも、「３週間前開示」を一律に実現できるかについては、企業実務の観点から慎重な検討が必要である。開示は投資家との対話の基盤であり、その実効性確保のためには、重要性のある情報への適切な絞り込みが不可欠である。米国 SEC における合理化の議論も踏まえ、重要性に基づく合理的かつ規律ある枠組みの下で検討されるべきである。今後の記載事項の整理にあたっては、投資家の有用性と企業の実務負担の双方を踏まえ、過度な負担を伴わない実効性ある開示水準の検討が重要である。金融庁においては、企業実務への影響にも配慮しつつ、対話の実効性向上の観点から、開示制度全体の抜本的見直しを進めることを期待する。 【公益社団法人　関西経済連合会】	
209	有価証券報告書の株主総会３週間前提出については、株主総会における議決権行使に資する有用な情報を株主に提供するという趣旨自体に異論はありません。他方で、これを「最も望ましい」と位置付けることにより、実質的に義務化され、実務負担のみが先行して増大することを懸念しております。結果として、監査の品質や開示の正確性に影響を及ぼすおそれもあります。有価証券報告書に記載されている情報のうち、株主にとって特に有用な事項があるのであれば、会社法及び会社法施行規則の見直しを通じて、参考書類又は事業報告に記載する制度とし、その分、有価証券報告書の記載項目	

	を整理するなど、開示の一体化を制度面から検討すべきと考えます。そのような制度整備が行われ、実務上も３週間前提出への対応が可能となった段階で進めるべきであり、現時点で本年度の改訂コードに記載することは適切ではないと考えます。 　あわせて、投資家にとって真に有用な情報が何であるかを改めて整理し、機関投資家・個人投資家の双方において、AI 等を活用しながら開示書類を効率的に把握することが一般化しつつある現状も踏まえ、開示の在り方そのものについてご検討いただくことも有意義ではないかと考えます。 　株主総会の開催時期の後ろ倒しについては、取締役の任期、配当支払時期との関係、決算期末との整合、従来から指摘されている総会時点で株主ではない者による議決権行使の範囲拡大など、実務への影響が極めて大きいと考えます。また、基準日を複数設定する場合には、株主数の多い会社にとって相応のコスト負担が生じます。さらに、株主においても、７月又は８月の酷暑期に総会へ出席することとなる点は考慮が必要です。会社法改正においてはバーチャルオンリー株主総会も議論されておりますが、こうした論点は制度全体に関わる重要事項であり、十分な検討を前提として議論されるべきものと考えます。 　事業報告と有価証券報告書の一本化という方向性自体に異論はありませんが、会社法上の整理と併せて議論していただきたく存じます。 一本化を行う場合には、株主に対して何を提供するのか、すなわち有価証券報告書のうち事業報告に相当する部分のみを提供するのかといった点を明確にする必要があります。また、その前提として、書面交付請求制度については廃止し、電子提供を基本とする制度へ移行することも検討に値すると考えます。なお、個人株主が有価証券報告書を積極的に閲読しているとは必ずしも言い難い点にも留意が必要です。 【パナソニックホールディングス㈱】	
210	「原則１－２．株主総会における権利行使」に掲げられている有価証券報告書の株主総会前提出について、原則本文の「株主総会開催日前」という記載自体に直ちに異論を述べるものではありません。他方で、解釈指針において「本来、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い」とする記載には反対します。 　併せて、有価証券報告書の早期開示のみの議論を単独で先行させるのでは	

	なく、有価証券報告書のスリム化と事業報告等との一本化を中心に検討を進めるべきであり、その際、２書類・２監査の一本化に加え、会社法及び金融商品取引法の一元化も視野に入れるべきと考えます。 　また、本コード改訂が、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会において現に議論されている制度的論点に先立って方向性を実質的に固定するものと受け止められないよう、慎重な位置づけ及び解説を求めます。 [理由] 　有価証券報告書の株主総会前提出が議決権行使の充実の観点から求められるのであれば、これは単なる開示時期の前倒しにとどまらず、現行の会社法上の書類で何がなお不足しているのかという点も含め、会社法上の開示制度そのものの在り方に関わる論点として捉える必要があると考えます。 　その意味で、解釈指針において「本来、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い」とすることは、上記会社法上の制度的論点について結論が得られていない段階で、実質的な方向感を先取りするものと受け止められかねず、適切ではなく、反対します。 　また、「当面の留意事項」において言及されている「企業負担への考慮」や「実務運用上必ずしも容易でないとの認識の下」といった趣旨も十分に踏まえることが重要であり、早期開示のみを単独で先行させるべきではありません。足元では、開示時期の前倒しを促す議論と、サステナビリティ開示の拡充方針等を踏まえた開示内容の拡充に関する議論とが、異なる制度的文脈の下で同時期に並行して進められています。これらが同時期に進行することで、上場会社には時期面・内容面の双方から実務負担が累積し得ます。 　更に、有価証券報告書の総会前提出に関しては、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会においても、事業報告等との一本化、監査の一元化、記載事項の整理等の制度的論点が現に議論されているところです。こうした制度横断的な論点について結論が得られていない段階においては、本コード改訂が制度的議論に先立って方向性を実質的に固定するものと受け止められないよう、慎重な位置付けや解説が必要であると考えます。 　したがって、まずは、有価証券報告書のスリム化と事業報告との一本化を中心に検討を進めるべきであり、その際、２書類・２監査の一本化に加え、会社法及び金融商品取引法の一元化も視野に入れるべきと考えます。また、サステナビリティ開示の拡充方針等による企業の実務負担増にも配慮しつ	

	つ、金融庁、法務省その他の関係当局並びに、制度の直接のユーザーであり実務の担い手でもある上場企業等を含む経済界が連携して、制度横断的な環境整備を具体的に進めることが必要であると考えます。 【個人】	
211	有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進める旨の言及がされており、このような本質的な検討は重要である。 有価証券報告書の株主総会前開示の検討に際しては、形式的に開示書面を一本化することに留めることや、株主総会の後ろ倒しも含めて会社に負荷をかけることを制度として先行させるのではなく、会社の負担軽減もあわせて検討される必要がある。例えば、有価証券報告書の記載事項のうち、投資家が株主総会における議決権行使に際して確認したい事項を特定したうえで、当該事項を優先して有価証券報告書として開示し、これ以外の事項については半期報告書で開示を行うことなども考えられるところ、このような方策も積極的に検討されたい。 あわせて、有価証券報告書と事業報告の一本化を進める場合においてもそれぞれの現行の位置づけの違いに基づき虚偽開示等の瑕疵があった場合の効果に違いがあることも踏まえ、記載に関する法的責任及び法的効果の整理も行うべきであると考えられる。 【野村ホールディングス株式会社】	
212	「改訂案」の「原則１－２」において、「上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを踏まえ、株主の視点に立って、有価証券報告書を株主総会開催日前に提出するなど株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を必要に応じ適確に提供する」とあり、解釈指針の（ｉ）においては、「本来、株主総会開催日の３週間以上前に提出することが最も望ましいと考えられる」とあります。 当社といたしましては、「株主総会における権利行使に係る適切な環境整備」として、「有価証券報告書を株主総会開催日の３週間以上前に提出する」こと自体が目的ではなく、政策保有株式の状況や取締役会の活動状況など、株主総会において株主が適切な議決権行使の判断に資すると考えられる情報をできるだけ早期に提供すること自体が株主・投資家にとって重要な意義	

	をもつもの、と考えております。 　また、そもそも、議決権行使の判断に資すると考えられる情報としては、現行の制度や運用において様々な情報の開示がある中、会社法制において開示に関する合理化の検討の議論も行われている途上にあると理解しており、その検討も踏まえていただくことも重要、と考えております。 　この観点から、「原則１－２」については、「上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを踏まえ、株主の視点に立って、有価証券報告書を株主総会開催日前に提出する、政策保有株式の状況や取締役会の活動状況等を事業報告等において開示する、など株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を必要に応じ適確に提供する」としていただきたく、意見として申し上げます。 【住友電気工業株式会社】	
213	CG コード改訂案により、有報の定時総会前の開示が原則として新設され、総会の３週間以上前の有報提出を最も望ましい水準としている。一方、会社法改正の中間試案では有報と事業報告の一体化が検討されているが、施行は 2028～2029 年頃の見込みであり、両制度の施行の間に２～３年の過渡期が生じる。 　これに対し、会社法改正による有報と事業報告の一体化が実現するまでの間、CG コードによる有報提出前倒しの実質的な義務となる「原則１－２」の制定を先送りし、企業が自発的・段階的に対応できる任意の取り組みにとどめるべきである。その理由としては、会社法改正の施行（2028～2029 年頃）と同時に有報への一本化が実現すれば、事業報告との二重作成という過渡期の負荷を企業に課すことなく、有報の総会前提出が自然に実現する。現時点で前倒しを強制すると、企業は数年間にわたり有報の前倒し作成と事業報告の作成を二重に行うこととなり、コスト・人的負荷の増大が避けられない。 　上記意見の根拠としての課題認識は以下の通りである。 【１】３月決算・６月末総会を維持したまま有報を３週間前倒しで提出するには、決算日から約２か月強で決算作業・監査・有報作成を完了させる必要があり、決算体制の再構築・スケジュール見直しに加え、関連部門（IR・経理・法務・サステナビリティ）での人的リソースの大幅な追加投入とコスト増が見込まれる。また、監査法人側のリソース制約が業界	

	全体のボトルネックになる可能性も高い。 【２】現行法に基づく対応として定款変更（株主総会の特別決議）により議決権行使の基準日を決算日より後に設定し、総会を７～８月に後ろ倒しすることも考えられる。有報の作成日程は現行とほぼ変わらないが、以下の追加コストが発生する。 ① 名義書換代理人（信託銀行等）への追加費用（企業規模・株主数により異なるが、数千万円～約１億円の事務コストの負担増となる見込み） ② 「配当をもらう株主」と「議決権を行使する株主」の分離による名簿管理・株主周知の複雑化。ただし、議決権基準日のみ後ろ倒しを選択すれば、複雑化の度合いを抑えられる。 ③ 定款変更議案の説明・IR 対応コスト。なお変更の効力は翌年以降のため、対応実現まで１年以上を要する。 【３】２～３年の過渡期において、CG コードにより有報の前倒し提出が求められる一方、会社法上の事業報告の作成義務は残るため、企業は両書類を別々に作成し続けることとなり、課題１と同様にコストと業務負荷が増大する。 また、海外投資家との対話促進の観点から英文開示の充実が強く求められており、英文開示の質・タイミングに関する要請は一層強まることが想定されるが、単に有報の提出時期を前倒しするのみでは、企業側に追加的な業務負担とコストを課す結果となり、制度としての実効性や持続性に課題が残る。特に、現行のままで財務情報・非財務情報双方の早期確定が求められ、実質的な作業負荷の削減にはつながらない。したがって、開示のタイミングの見直しと併せて、法改正による開示内容のスリム化、重複情報の整理、重要性に基づく開示の再設計等を一体的に検討する必要がある。 【個人】	
214	有価証券報告書の総会前開示は「べき論」として記載することに違和感はないものの、原則１－２解釈指針（ｉ）に具体的に３週間以上前の提示や、そのために基準日を後ろ倒しすることを求めることは、発行体企業、会計監査人等の負担を考えると時期尚早と考える。法制度等を含む開示体系の総合的な見直しをせずに、現状の実務に照らして一律に過度の負担を強いる場合には、投資家が求める企業価値向上に結び付かないといった考えもあるので	

	はないか。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
215	独立したコンプライ・オア・エクスプレインの対象とならない解釈指針とはいえ、「本来、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いと考えられる。そのため、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しすることも含めて検討する」は言い過ぎではないか。株主・投資家から総会の議決権行使にあたって３週間以上前の有報開示が最も望ましいとの要望は、エンゲージメントにおいては聴取できておらず、少数意見との認識である。「３週間以上前」といった具体的期限の記載については、望ましい期間は投資家のリソースや AI 活用といった部分に大きく依存しており、３週間以上前が必ずしも普遍的なものではないことから、「適切な分析期間を取れるタイミング」といった表現で良いのではないか。また、監査の観点からもプライム上場企業でも、監査スケジュール含めてこれを記載通りに実現できる企業はごく少数であり、各社対応に任せるべきと考える。 「総会日の後ろ倒しを含めて検討する」については、多くの会社が基準日を事業年度終了日と同一とし、３か月以内に総会を実施している現在、現在の慣行総会日の後ろ倒しは定款変更や総会運営の変更、配当基準日の変更に伴う株式管理コスト増、役員選任時期の後ろ倒しを伴い、企業に対して相当な負担を強いるものである。投資家からの強いリクエストの根拠がないまま、企業に対し「総会の後ろ倒しを含めて検討する」と記載するのは過剰であり、会社が外部環境や投資家との会話など全般を考慮し決定すべき事項であり、ガバナンスコードに記載されるべきものではない。 また、有価証券報告書の早期作成・提出の実現のためには、有価証券報告書における開示内容の見直しやスリム化、株主総会準備の負担軽減、事業報告等や有価証券報告書以外の開示も含めた開示全体の見直しなど、制度横断的な環境整備を継続して検討することが肝要である。この点、会社法改正に向けた議論が平行してなされているところでもあり、会社法における有価証券報告書と事業報告の一体化・一本化の議論を待たずにコーポレートガバナンス・コードで具体的な期限に言及することは避けていただきたい。 【三井物産株式会社】	
216	コーポレートガバナンス・コード改訂案の原則１－２において、有価証券	

	報告書を株主総会開催前に開示することにより、株主による適切な議決権行使環境の整備を図るとの基本的な方向性が示されている点については、その趣旨自体は理解できるものであり、異論を唱えるものではない。 一方で、有価証券報告書を「株主総会開催日の３週間以上前に提出することが最も望ましい」との考え方を、2027 年から適用予定の改訂後コーポレートガバナンス・コードにおいて、事実上の標準的な取扱いとして位置付けることについては、慎重な検討が必要であると考える。当該考え方については、少なくとも関係する制度改正の進捗と十分な整合性が確保される段階に至るまで、コード上の明示的な推奨事項として示すべきではない。 その理由は以下のとおりである。 現在検討が進められている会社法改正においては、有価証券報告書と会社法上の事業報告等の統合を含む開示の合理化が提案されている。しかしながら、当該改正の施行および実務面での定着には、制度設計や企業側の準備期間を考慮する必要があり、実際の適用時期は 2029 年度頃になることが想定されている。一方、改訂後コーポレートガバナンス・コードは 2027 年からの適用が予定されており、両者の適用時期の間には数年の乖離が生じることとなる。 この結果、移行期間においては、有価証券報告書の提出時期のみが先行して前倒しされる一方、事業報告等については従前どおり会社法上のスケジュールに基づく対応を行わざるを得ず、両者を同時並行で作成・開示する、いわゆるパラレル対応が実務上避けられない状況となる。こうした対応は、監査スケジュールや取締役会による承認プロセス、内部統制対応等に過度な負担を生じさせるほか、英文開示への対応も含め、開示実務全体の複雑化を招くおそれがある。その結果として、開示内容の品質確保が難しくなるとともに、修正リスクが高まる可能性も否定できない。 コーポレートガバナンス・コードは、プリンシプルベースの枠組みに基づき、各企業の状況に応じた実効的な対応を促すことを目的としている。実務上の前提条件や制度的な環境が十分に整備されていない段階において、特定の開示期限を強く示唆することは、同コードの基本的な趣旨との関係で、必ずしも適切とは言えないのではないか。 以上を踏まえると、有価証券報告書の株主総会前開示については、会社法改正による報告書統合の実現を含め、制度全体としての整合性が確保される	

	までの間、コーポレートガバナンス・コード上の明示的な推奨事項として位置付けることについては、再考の余地があるものと考える。 【個人】	
217	株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の具体例として有価証券報告書（有報）を株主総会（総会）開催日の３週間以上前に提出することが挙げられているが、株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を適時適切に提供すべきということについて、異論は全くない。 一方、「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」（有識者会議）で長谷川メンバーや松岡メンバーが指摘するように、現行の法制度的枠組みの下での実務を踏まえると有報の総会３週間以上前開示は現実的に対応が困難なものである上に、法制審議会等での実務合理化に向けた制度設計は為されていない。特に長谷川メンバーが指摘するように、有報の総会３週間以上前開示は、総会の開催日の後倒しの有無に関わらず理論上可能ではあるものの、実務上は企業に多大な負担がかかり、それらの負担は監査費用や株式名簿関連費用の増加といった形で企業側に多大な負担を強いるものである。これらに掛かる費用やその影響は、特に中小企業等においては無視できない規模である。 また、有識者会議で小林メンバーが指摘するように、形式的に有報全体を総会３週間以上前に開示することではなく、株主の判断に資する情報が株主総会前に提供することこそが目的であり、例えば総会３週間以上前に開示されるべき情報は何かについて整理が必要であると考えるが、それらについても十分な議論が為されたとは言い難い。 従って、有報の総会３週間以上前開示については、単に企業側に新たな負担を強いて解決を図るのではなく、まずは行政側で出来ることを最大限に行い、即ち法制度を整備し、然る後に企業側に負担を伴う取り組みを要請するのが筋だと考える。開示内容の見直しやスリム化、株主総会準備の負担軽減等の新たな法制度が整備されるか、少なくともハードローを含めて総会前開示の推進に必要な環境整備を進めるといった文言が追記されない限り、コーポレートガバナンス・コードに具体的な時期を示して記載すべきではないと考える。 【株式会社三陽商会】	
218	現在、「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」	

	において、「上場会社が電子提供措置開始日までに事業報告等（略）の開示事項の全てを記載した有価証券報告書を提出した場合には、事業報告等を作成することを要しない。」、「会計監査人が（略）有価証券報告書について金商法に基づく監査をした場合には、会社法に基づく会計監査人の監査をしたものとみなす。」とすることが提案されていると理解している。また、2025年 12 月 26 日公表の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告において、「（略）相対的に有用性が低下している事項の有無を検証し、投資者にとっての利便性の向上に加え、企業による作成負荷の軽減とそれによる企業と投資者との対話の充実などの観点から、必要に応じて、有価証券報告書の記載事項の整理についても議論する」、「この点については、内閣府令事項であることから、来年春以降に審議を行う予定である。」とされていると理解している。 以上を踏まえて、本改訂案においても、序文第 14 項において、「金融庁は、企業負担も考慮し、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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、法務省とも連携しつつ、（略）制度的な検討も並行して進める。」とされていると理解しており、この方向性に賛同するとともに、事業報告等や有価証券報告書に限らず、法令上、企業に対して求めている様々な開示・報告事項について、各開示・報告事項を求める目的・趣旨を踏まえつつ、その必要性・有用性や重複の有無等を不断に検証いただき、利用者・作成者双方の負担軽減・実質化の観点から、より一層の合理化を進めていただきたい。 例えば、決算対応から株主総会まで数多くの業務を一定の専門性を持った従業員のみで対応する必要があることから、現場のリソースが既に逼迫していることは従前から指摘されているとおりであるうえ、銀行業においては、事業報告等や有価証券報告書と一部重複する内容を含む業務報告書等（銀行法第 19 条、第 52 条の 27）の作成が同時期に必要となっている。このような中で、有価証券報告書における非財務情報の開示拡充や総会前開示の要請により、現場の負担は年々増加している状況である。 なお、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日の後ろ倒しによって３週間以上前の開示を実現する場合、役員人事や配当支払いも後ろ倒しとなり、現在の慣行における基準日以外での株主の把握等の影響に関する検討が必要となるなど、必ずしも容易ではないことにも留意いただきたい。	

	【一般社団法人全国銀行協会】	
219	有価証券報告書の総会前の提出については無理があるように思われる。特に近年の有価証券報告書の分量は膨大であり、また法定書類であることから、誤記があることは避けるべきである。 有識者会議の議論を確認する限りは投資家側からの早期開示が目的であると理解している。そうであれば、投資家側が早期開示を求める内容を整理したうえで、現在の短信の拡充を行うことで事足りるのではないか。 また、株主総会開催日を現在の「期末から３か月以内」から遅らせることで対処するという議論も耳にしたことがある。その場合は配当支払いが遅れることになるが、利益処分という観点から投資家側に不利益になりかねない。 【個人】	
220	原則１－２解釈指針に記述されている「株主総会開催日の３週間以上前に有価証券報告書を提出する」ことは、財務諸表監査のタイミングを考えるとほとんど実行可能性がない。財務諸表利用者が特に必要な有価証券報告書での開示情報を調査し、重要事項について、総会日の１～２週間前に WEB 開示する方が現実的な解決手段と考える。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	
221	原則１－２解釈指針について、実務上の実行可能性を考えた時に、株主総会の決議において投資家が重視する項目のみを有価証券報告書から切り出した書類の提出を求めるという考えもある。例えば、役員の選任が重要である場合には米国企業の Proxy Statement レベルの内容を別建てで開示する方法も考えられる。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	
222	機関投資家による議決権行使が特定の時期に集中する現状を踏まえると、膨大な情報を含む有価証券報告書が株主総会の約３週間前に開示された場合、機関投資家において十分な内容確認の時間が確保されるのか、また総会における建設的な議論の促進に資するものとなるのかについては、なお疑問が残ります。 また、代替的な対応として株主総会の開催時期を分散させる案も考えられますが、一部企業においては株主総会決議をもって配当支払を行う仕組みが採用されていることから、こうした見直しが株主の権利の観点から適切であ	

	るかについても、併せて検討が必要と考えます。 本対応は企業側にとっても相応の実務負担を伴うものであることから、個別の施策を部分的に検討するのではなく、資本市場との対話促進という本来の目的に照らして実効性が確保されるものとなっているか、改めて総合的な観点からのご検討をお願いします。 【コニカミノルタ株式会社】	
223	原則１－２解釈指針（ｉ）について、有価証券報告書の総会前開示は、株主に対する適確な情報提供の一例にすぎないところ、他の選択肢には何ら言及がない。有価証券報告書と事業報告等の一本化等の制度改定が検討途上の現状においては、有価証券報告書ありきではない議論が望まれる。 原則１－２解釈指針（ⅱ）について、東京証券取引所有価証券上場規程施行規則 437 条（３）に相当する内容であり、これに沿った記載に見直すべきである。改訂案の記載では、会社法の規定に従って電子提供措置をとれば足りることになりかねない。 【全国株懇連合会】	（ｉ）については、No.203 にて回答したとおりです。 （ⅱ）については、上場会社においては、株主総会の日の３週間前の日までに電子提供措置をとることが義務付けられていますが、株主の総会議案の検討期間を確保する観点からは、それより前倒して電子公表することには意義があるものと考えられます。原則１－２解釈指針（ⅱ）は、そのような対応も「適切な環境整備」の一つであることを例示したものです。
224	有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度改定を先に実施すべきであり、その観点から、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の例示として有価証券報告書の総会前開示のみを明記することに反対する。 また、改訂案を維持するときは、有価証券報告書の総会前開示を行わない場合にその理由をエクスプレインする必要があるわけではなく、有価証券報告書の総会前開示を行っていない場合でも、任意の開示を含めて「株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を必要に応じ適確に提供」するなど、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行っていれば、原則１－２をコンプライしていると整理可能なことを明確にすべきである。 【全国株懇連合会】	有価証券報告書には様々な非財務情報を含め、投資家がその意思を決定するに当たって有用かつ信頼性の高い情報が豊富に含まれていることから、本来、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いと考えられるため、上場会社においては、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しすること（現行法制下においても法的な制約はありません。）も含めて検討し、株主による適切な権利行使に資するよう更なる環境整備を進めるべきと考えられます。 他方で、金融庁は、企業負担も考慮し、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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進めてまいります。
225	原則１－２について、現時点では上場企業の多くが有価証券報告書を株主総会の数日前に提出しているが、改訂後は、解釈指針に記載の「本来、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い」を満たせない場合、「エクスプレイン」扱いとなると想定しているのか。それとも、例え	有価証券報告書の株主総会前の提出は、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一例であり、原則１－２のコンプライ・オア・エクスプレインについては、各社において、同原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待さ

	３週間以内であっても、各上場会社が株主総会関連の日程を「適切」と判断している限りは「コンプライ」扱いとなるのか。 【個人】	れます。 なお、有価証券報告書の株主総会前の開示が困難であるなどの理由により株主総会における権利行使に係る適切な環境整備が不十分であると考える場合には、エクスプレインを選択すべきと考えられます。この場合においては、自らの対応について、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ることが望まれます。
226	原則１－２における「有価証券報告書を株主総会開催日前に提出するなど」の記載、解釈指針のうち（ｉ）の記載および序文第 14 項●年改訂を踏まえた当面の留意事項は削除すべきである。 あわせて、「有価証券報告書の株主総会開催日前提出」や「有価証券報告書の株主総会開催日の３週間以上前提出」を満たさないことのみをもって、ガバナンス上の不十分な対応と評価されないこと（これらを満たさなかったとしても「コンプライ」と評価しうること）を、パブリックコメント回答又は運用上の考え方において明らかにされたい。 また、３週間前提出ありきではなく、有価証券報告書の記載事項がすべて議決権行使に必要なのかも含めて投資家の真のニーズを踏まえたうえ、開示事項の削減・合理化など、上場会社の負担に配慮した慎重な議論を期待する。 【理由】 株主総会における議決権行使の参考となる情報の株主に向けた早期提供については、上場会社は、従前より、招集通知を早期に提供するなど対応してきた。また、法制度としては、会社法上、電子提供措置事項として、株主総会開催日の３週間前の日又は招集通知の発出日のいずれか早い日からの開示が求められているところである。 有価証券報告書の株主総会前開示については、担当大臣による要請に対し任意での対応が求められていたところ、これをコーポレートガバナンス・コードの原則に記載することにより上場会社は事実上その対応が強制されることとなるが、法制度面での検討状況に鑑みると現時点で原則に記載することは時期尚早である。 有価証券報告書の提出時期は、監査日程、取締役会決議、計算書類・事業報告の確定、招集通知の作成、さらには総会運営等と密接に連動しており、上場会社の努力のみでは吸収しきれない制度的制約を伴う。 仮に有価証券報告書の株主総会前開示に係る記載を原則１－２に残すとしても、少なくとも、解釈指針の（ｉ）の記載（有価証券報告書の株主総会開催日の３週間以上前提出に係る記載や株主総会開催日等の後ろ倒しに係る記載）については削除すべきである。	

	有価証券報告書の株主総会開催日の３週間以上前提出については、序文第14項●年改訂を踏まえた当面の留意事項においても、「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開催日の３週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識」が示されているにもかかわらず、３週間以上前の開示との文言を解釈指針においてであっても記載することにより、投資家、議決権行使助言会社、さらには取引所実務において、これが事実上の標準時期として受け止められ、制度整備に先行して会社実務のみを圧迫するおそれがある。 ３週間前開示への過度なプレッシャーが上場会社にかかることは適当ではなく、有価証券報告書の提出時期の前倒し自体が優先され、開示の正確性や監査の安定性が損なわれることになれば、それは本来守られるべき株主利益にも反する。 この議論をするにあたっては、総会３週間前開示ありきではなく、投資家の真のニーズがどこにあるのか、また３週間前という時間軸が絶対的なものであるのかの検証も踏まえつつ、上場会社側の実務の負担軽減の観点から開示事項の削減・合理化を行うことも含めて、慎重な議論を進めることが必要であると考える。 開示媒体が一本化等されたとしても、有価証券報告書・事業報告の記載事項がそれぞれ現状水準のまま維持されるのであれば、上場会社の実務負担が顕著に軽減されることはなく、SSBJ基準対応をはじめ、上場会社における開示実務の負担は増している中、総会３週間前開示を実現することは困難である。また、株主総会の後ろ倒しをせずに総会３週間前に開示を行うことは困難であるが、株主総会の後ろ倒しについては、配当の権利確定日、取締役の任期、酷暑となる時期の開催の妥当性等の観点から、容易に実現できるものではない。 また、あわせて、序文第14項●年改訂を踏まえた当面の留意事項において、「有価証券報告書と事業報告の一本化（略）や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進める」と記載されていることに関連して、このような検討に際しては、記載に関する法的責任の整理も行うべきであると考える。 【経営法友会】	
227	原則１－２について、上場企業の中にも会社規模によっては、必ずしも機	

	関投資家が投資しておらず、アナリストもウオッチしていない企業もあることから、株主総会のどの程度前に開示することが望ましいかには幅があると考えられる。企業の実情に応じて、有価証券報告書を株主総会のどの程度前に開示するかの目安を緩めることも考慮する余地があると考える。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	
228	原則１－２について、株主総会に先立って議決権行使判断に必要な情報が提供されることが重要なのであり、有価証券報告書の開示や、投資家にその内容を確認させることが目的化しないよう、十分な注意が必要です。手続的に遵守すべき期限については一義的にはハードローで定めるべきものであることに留意いただき、特に、いわゆる３週間前開示についてはあくまでグッド・プラクティスの一つである旨を明記いただきたいと考えます。なお、現行制度の下でも、多くの企業は招集通知等を通じて議決権行使判断に必要な情報を発信しており、我々機関投資家においても、そうした情報や対話の場を活用して適切な議決権行使を行っています。また、日本の株主総会が集中する時期において、投資家が短期間に膨大な数の有価証券報告書を精読し、議決権行使に反映させることには物理的な限界があり、総会時期の分散化を含めた構造的な改革が必要であることに留意いただきたいと思います。形式的な有価証券報告書の早期開示ではなく、適時に適切な情報が開示されるよう、実効的な運用を期待します。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	
229	原則１－２のうち「有価証券報告書を株主総会開催日前に提出するなど」の削除を提案する。 「株主総会における適切な判断に資する情報」の一例であるのであれば、原則に有報の総会前提出の例示は不要であると考える。逆にあくまで一例であるとの判断であれば解釈指針と同様に「３週間以上前」と記載すべきであると考える。 なお、現状の原則の記載では、総会の１～２日前であっても「適切な判断に資する」と評価されるかのように読める点には留意が必要。 【日本製鉄株式会社】	
230	[Opinion] Disclosure prior to shareholder meetings should not be viewed merely as a question of timing, but rather as an issue directly affecting the quality of	適切な情報開示と透明性の確保については、基本原則３において、「会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報」について、「正確で利用者にとって分か

	investor decision-making. [Reasoning] For shareholders to exercise voting rights on a properly informed basis, it is insufficient merely that information be disclosed; such information must also be presented in a structure that enables effective corporate value assessment and decision-making. However, disclosures by Japanese companies frequently present financial information, management strategy, and capital allocation in a fragmented manner, thereby impeding integrated understanding. In addition, differences in the timing of English-language disclosure and electronic accessibility may create asymmetries in information access among investors. From the perspective that “information being disclosed” does not necessarily equate to “information being useful for decision-making”, greater emphasis should be placed upon the structure and usability of information itself. [Suggested Amendment] The Code could usefully include wording stating that “financial information, management strategy, and capital allocation should be presented in an interconnected manner that facilitates corporate value assessment”. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	りやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべき」と規定しています。 また、原則３－２において、「自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべき」と規定しています。 With respect to ensuring appropriate information disclosure and transparency, General Principle 3 states that “financial information, such as financial standing and operating results, and non-financial information, such as business strategies and business issues, risk and governance” must be “accurate, clear and useful.” Furthermore, Principle 3.2 states that “Bearing in mind the number of foreign shareholders, companies should, to the extent reasonable, take steps for providing English language disclosures.”
231	原則１－２について、機関投資家の観点を中心に検討されているように思われるが、「株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しする」ことを個人株主がどのように受け止めているのかのデータがなく、株主総会で定款変更が可能であるかの判断がつかない。まず個人株主の意向も確認するべきではないか。 【個人】	株主総会において適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を必要に応じ適確に提供することや、株主総会関連の日程を適切に設定することは、個人株主による株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の一例でもあると考えられます。
232	原則１－２について、株主総会招集通知に記載の事業報告を含めた添付書類は、有価証券報告書に記載の内容を多く含んでいる。 有価証券報告書の総会前開示は、主に外国の機関投資家のニーズに沿っての取組みと理解しているが、招集通知含む株主総会の資料に記載されておらず、有価証券報告書が必要と指摘を受けている具体的事項をご教示頂きたい。	一般論としては、有価証券報告書には投資家がその意思を決定するに当たって有用かつ信頼性の高い情報が豊富に含まれているため、投資家ごとに重視する情報は異なると考えられます。

	【松井証券株式会社】	
233	有価証券報告書の株主総会前開示の推奨は、株主との情報の非対称性を解消する観点から意義ある取組であると理解しています。 一方で、海外子会社を多数抱える企業や事業が国際的に展開している企業においては、決算・監査・内部統制手続に相応の時間を要します。その結果、推奨どおりの対応を行うと、株主総会の開催時期を大きく後ろ倒しせざるを得ないケースも想定されます。 決算から株主総会までの期間が過度に長期化することが必ずしも望ましいとは言えないことから、企業の事業特性や国際展開の状況に応じた、より柔軟な考え方や選択肢が示されることを期待します。 【個人】	ご意見として承ります。 各社は、事業特性や国際展開の状況等、自らの置かれた状況に応じて株主総会関連の日程を適切に設定することが期待されます。
234	改訂案は株主総会を「株主との建設的な対話の場」と位置づけています。しかし実態として、以下のような運営上の問題が散見されます。 株主からの質疑を「１人１問」に限定し、取締役の回答に対する再質問を制限するケースが依然として見られます。それは適切ではないと動議を提出しても、大株主の支持を背景とする議長の裁量によって議事が進行してしまうため、少数株主が十分な質疑を行う機会が実質的に確保されていません。 このような運営では、株主との「建設的な対話」は形骸化するおそれがあります。 原則１−２解釈指針において、株主総会での質疑について「合理的な質問機会の確保」を明示し、質問数の一律制限や再質問の一方的な打ち切りが「建設的な対話の場」の趣旨に反することを明確化してください。また、議事の公正な進行確保の観点から、議長の議事運営に関するガイドラインの整備を求めることを検討してください。 【個人】	会社法上、株主には、株主総会において特定の事項について説明を求める権利が認められています。合理的な質問機会が確保されることは、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備という観点からも重要と考えられます。
235	会社法改正の中間試案では有報と事業報告の一体化が検討されているが、施行は 2028～2029 年頃の見込みである。一方、コード改訂案により、定時総会前の開示が原則として新設され、総会の３週間以上前の有報提出を最も望ましい水準としている。 上記については、会社法 124 条２項が定める議決権行使の期限を「基準日から４か月以内」に延長する法改正を行うべきである。現行法では、３月決算企業が基準日（決算日）を変更せずに総会を後ろ倒しすることは、基準	会社法の見直しに関するご意見につきましては、法務省に共有させていただきます。

	日から３か月という期限により事実上極めて困難であり、基準日の有効期間を４か月に延長すれば、企業は最小限の定款変更で総会を７月頃まで後ろ倒しでき、有報の総会前提出に必要な時間的余裕を確保できる。 上記意見の根拠としての課題認識は以下の通りである。 【１】３月決算・６月末総会を維持したまま有報を３週間前倒しで提出するには、決算日から約２か月強で決算作業・監査・有報作成を完了させる必要があり、決算体制の再構築・スケジュール見直しに加え、関連部門（IR・経理・法務・サステナビリティ）での人的リソースの大幅な追加投入とコスト増が見込まれる。また、監査法人側のリソース制約が業界全体のボトルネックになる可能性も高い。 【２】現行法に基づく対応として定款変更（株主総会の特別決議）により議決権行使の基準日を決算日より後に設定し、総会を７～８月に後ろ倒しすることも考えられる。有報の作成日程は現行とほぼ変わらないが、以下の追加コストが発生する。 ① 名義書換代理人（信託銀行等）への追加費用（企業規模・株主数により異なるが、数千万円～約１億円の事務コストの負担増となる見込み） ② 「配当をもらう株主」と「議決権を行使する株主」の分離による名簿管理・株主周知の複雑化。ただし、議決権基準日のみ後ろ倒しを選択すれば、複雑化の度合いを抑えられる。 ③ 定款変更議案の説明・IR 対応コスト。なお変更の効力は翌年以降のため、対応実現まで１年以上を要する。 【３】事業報告・有報の一体化によって年次報告の二重作成という形式的な負担は解消されるが、有報記載事項の大幅なスリム化がされない限り、財務諸表監査の完了、内部統制報告書を含めたガバナンス合意形成・非財務データ収集・内部統制評価という実質的な作業時間の短縮にはならない。 【個人】	
236	コーポレートガバナンス・コード改訂案のうち、有価証券報告書（有報）の提出時期を株主総会の３週間前に前倒しすることを推奨する規定については、会社法改正で株主総会開催期限が現行の「３カ月以内」から「４カ月以内」に延長されない限り、実務対応が困難であり、改訂案に反対いたしま	

	す。 　有報の提出時期を総会の３週間前に前倒しするには、現在の業務スケジュールが大幅に制約され、監査を含む決算手続きや、事業報告書との突合わせが逼迫し、情報の正確性確保が困難になる恐れがあります。特に、多くの企業において有報作成と監査手続が決算期終了後の限られた期間で行われることから、３週間前提出を実現することは現実的ではありません。会社法改正による株主総会開催期限の延長がない場合、この改訂案は企業に過度の負担を課し、対応が不可能となる恐れがあります。 【個人】	
237	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。 　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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	株主総会の開催日について早期に開示することは、株主の株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の一つの方策となり得ると考えられますが、開催日の開示時期も含めた具体的な環境整備の方法については、原則１－２の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、各社に委ねられます。
238	原則１－２に「株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報を必要に応じ適確に提供する」との記載があるが、「必要に応じ」としながら「適確に」というのは矛盾しているため、「適確に」を削除すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
239	原則１－２について、３つの項目が連続してされ読みにくいため、箇条書きとするなど形式面を整え、分かりやすい原則の表記とすべきである。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
240	原則１－２解釈指針（ⅱ）に「総会議案」と記載されているが、省略せず、「株主総会議案」と記載すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
241	原則１－２解釈指針（ⅱ）について、AI の普及・進歩を考慮し、有価証券報告書の内容の分析に関する AI エージェントの有効性・効率性の進展を推測すると、必ずしも総会前３週間以上の開示は必要ではなく、事前期間の短縮の可能性を示唆する記述を挿入すべきではないか。	将来的に、技術の進展に伴い投資家の有価証券報告書の内容の分析に必要な期間が短縮される可能性は否定できませんが、いずれにしても、上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを踏まえ、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うことが期

	【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	待されます。
242	信託銀行等の名義を通じた実質株主による議決権の直接行使を認めるにあたっては、その前提として「株主構成の透明性」が担保されていなければならない。正体を秘匿したまま、特定の目的を持って議決権を行使する行為（いわゆるステルス・アクティビズム）は、他の一般株主との利益相反を生じさせる恐れがあり、公平なガバナンスを阻害する。 【追記・修正案】 実質株主による議決権行使の透明性確保（原則１－２関連、および（iv）項への修正案） 「信託銀行等と協議しつつ検討を行うにあたっては、議決権の直接行使を希望する実質株主に対し、その保有目的や、デリバティブ取引等を含む実質的な経済的利害関係（トータル・リターン・スワップ等を通じた実質保有分を含む）の開示を求める枠組みを併せて検討すべきである。」 （注）既に大量保有報告書の開示制度については、議論がなされているものと存じますが、特に、大量保有報告制度の網を逃れる目的でプライムブローカー等を利用している懸念がある場合、透明性が確保されない状態での直接的な権利行使（議決権行使や総会出席、質問権の行使等）は、建設的な対話の域を超えた不透明な経営介入を助長する恐れがあるため、慎重に扱うべきであります。 【一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA）CSR 委員会　経営基盤ワーキンググループ】	令和６年金商法改正（2026 年５月１日施行分）により、現金決済型エクイティ・デリバティブ取引のロングポジションの保有者のうち、一定の目的を有する者が大量保有報告書上の「保有者」に加えられ、また、大量保有報告書の保有目的欄の記載の充実が図られています。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　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		
243	Principle 1.3 needs a number on it. 80% is widely considered the threshold below which is considered a disgrace for companies at the AGM (it is also specified in the UK's code). 【Codrington Japan】	原則１－３は、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認められるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主の権利確保に資するよう適切に対応することを求めるものです。「適切な対応」の一例として、解釈指針に記載のとおり、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられます。 どのような場合に「相当数」の反対票が投じられたと判断するかは、株主構成・支配株主等の有無等も含め各社の置かれた状況によって異なり得る
244	We support the requirement for boards to analyse instances of significant shareholder opposition to company proposals, as this is an important mechanism for strengthening accountability and responsiveness. This consultation provides an opportunity to further clarify expectations in this	

	area. It may be helpful to provide additional guidance on what may constitute a “considerable level” of opposition. In particular, introducing indicative thresholds, such as opposition of around 20% of the free float, could provide useful reference points, while still allowing flexibility given differences in company ownership structures. We also suggest considering a more explicit linkage between the assessment of dissent and a company’s shareholder base. This would help ensure that analysis focuses on economically meaningful signals rather than purely headline voting outcomes, thereby improving the quality of board explanations and the effectiveness of follow-up actions. 【GAM Investments】	ことから、原則１－３の趣旨・精神に照らし、取締役会が合理的に判断すべきですが、各社において、「相当数」と判断するための客観的な基準を決定することも有益と考えられます。 Principle 1.3 states that when a considerable number of votes are cast against a company proposal, the board should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and take actions appropriately in order to contribute to ensuring shareholder rights. As an example of an appropriate response by the board, as stated in the Interpretive Guidance, the board could explain to shareholders the results of its analysis regarding the reasons for the opposing votes, as well as the company’s subsequent measures. As to when a “considerable number” of votes should be deemed to have been cast against a proposal, this may differ depending on the circumstances of each company, including its shareholder composition and the presence or absence of controlling shareholders. Therefore, the Board should reasonably determine this in light of the aim and spirit of Principle 1.3. It is also considered useful, however, for each company to establish objective standards for determining what constitutes a “considerable number.”
245	相当数の反対という表現があいまいなため、結果として十分に実効性が担保されない可能性を危惧します。 英国に準じた反対率 20%の閾値の設定や、支配的株主を除く株主の過半数が反対票を投じた議案・代表取締役選任議案の高反対率についてはより深い説明を求めるなどしても良かったのではないでしょうか。 本パブリック・コメントへの回答として、「相当数」ではなく「定量的な目安」の回答を要望いたします。 【株式会社レクタスパートナーズ】	
246	The New Principle 1.3 requires boards to analyse the reasons behind for opposing votes when a considerable number of votes are cast against a management proposal. However, the absence of a clearly defined threshold for what constitutes a “considerable number of votes” risks leading to inconsistent application and boilerplate explanations. Companies may differ widely in their interpretation, while shareholders may have divergent expectations as to when enhanced engagement and disclosure should be triggered. To improve clarity, comparability and effectiveness, it would be helpful for the Code to provide an indicative benchmark—such as 20% of votes cast against a proposal—above which companies are expected to conduct a formal analysis of voting outcomes and explain the actions taken in response. This would not undermine the flexibility of the comply-or-explain framework	

	but rather anchor it in a shared reference point that promotes disciplined and transparent behaviour. We recommend adding the following in the Principle 1.3: [Principle 1.3] When the board recognizes that 20% of votes have been cast against a proposal by the company and the proposal was approved, it should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and take actions appropriately in order to contribute to ensuring the shareholder rights. 【Columbia Threadneedle Investments】	
247	Principle 1.3 of the revised Code recommends that, if a company has received a considerable number of votes against its proposals at shareholder meetings, the board should analyse the reasons behind this and take appropriate actions to address shareholders' concerns. We believe that the Code should be more specific in defining what a "considerable number of opposing votes" means. We would suggest using the 20% threshold. This is in line with the recommendations of the UK Corporate Governance Code. We would also expect the board to provide concrete evidence of consulting with shareholders in their effort to understand their reasons for voting against. 【Morant Wright Management Limited】	
248	We support constructive dialogue between investors and companies on key AGM proposals that resulted in significant opposition. We would encourage the Code to quantify "considerable number". One threshold to consider is 20%, which is in-line with other developed markets such as the UK. 【Neuberger】	
249	Company Proposals that are Opposed by a Considerable Number of Shareholders at General Shareholder Meetings "When the board recognizes that a considerable number of votes have been cast against a proposal by the company and the proposal was approved, it should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed" [Upgraded	

	from Supplementary Principle 1.1.1] We welcome the decision to retain and upgrade this provision. It is an important step toward ensuring that boards engage substantively with shareholder feedback rather than treating dissenting votes as a formality. However, the absence of a defined threshold introduces material ambiguity. “A considerable number” is subjective and, in practice, has not been applied consistently. Without a clear threshold, companies retain significant discretion in determining whether analysis is required at all. We recommend introducing a defined threshold. The UK Corporate Governance Code 2024 sets this at 20% or more, which we consider a reasonable and internationally recognised benchmark. Disclosure of both the analysis conducted and any subsequent actions taken should also be required. Suggested wording: “When the board recognizes that a considerable number of votes, defined as 20% or more, have been cast against a proposal by the company and the proposal was approved, it should analyse the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and swiftly disclose this analysis and any subsequent actions taken in response” 【M&G Investments】	
250	New Principle 1.3 requires boards to analyse reasons for “considerable number” of votes cast against company proposals and take appropriate actions. While this provision is a welcome and positive addition, the lack of a defined threshold could lead to subjective interpretation and invite minimal compliance. We therefore recommend introducing a clear threshold. For example, the UK Corporate Governance Code sets a clear 20% shareholder dissent threshold and requires companies to announce how they will consult shareholders, publish a six-month update, and provide final reporting on outcomes and impact. 【L&G ‐ Asset Management】	
251	To ensure consistency and transparency, we recommend defining the	

	“considerable number” of opposing votes mentioned in Principle 1.3 using a specific percentage threshold (e.g., 20%). This would trigger a clear requirement for the board to analyse the reasons for the opposition and communicate their response. 【Brickwood Asset Management】	
252	原則１－３解釈指針の「例えば、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられる。」は、「反対票が 20%以上となった議案について説明・対応を求める英国事例は、本邦における相当数の反対票の参考となる指標の一つと考えられる。その際に、例えば、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられる。」と変更するのが適切と考える。 ベストプラクティスとしての解釈指針の位置づけに照らせば、英国での取り組み（反対票が 20%以上の場合に説明を求める）を明記することで、より実質的な対応を促進することが可能と考える。 【フィデリティ投信株式会社】	
253	この原則および解釈指針が実効性を有するにはまだ不明瞭なものに留まっている。翌年の株主総会における株主の権利行使が十分に確保できるように、「取締役会は、翌年の株主総会の３か月前までに、どのような原因究明と対処がなされたか、対処しなかった場合にはその理由を、法定あるいは任意の開示書類において明らかにすべきである。また株主からの提案議案につき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場合も同様である。」と原則に追記あるいは解釈指針を変更すべきである。また「相当数」につき英国のコーポレートガバナンス・コードと同様に「20%」基準を示すことが明瞭化に資する。 【一般社団法人クライアントアース】	
254	FSA Proposal: A new Principle 1.3 requires boards to analyse reasons for “considerable number” of votes cast against company proposals and take appropriate actions. Recommendation: We recommend strengthening Principle 1.3 to include a defined threshold with clear expectation for follow-up. As noted in our response to the recent	原則１－３は、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認められるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主の権利確保に資するよう適切に対応することを求めるものです。「適切な対応」の一例として、解釈指針に記載のとおり、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられます。

	TSE consultation paper on minority protections in the Listing Rules, international precedent for a meaningful threshold exists in the UK Corporate Governance Code (Provision 4) which requires companies to consult shareholders and publicly explain their response when 20% or more votes are cast against a board recommendation, followed by an update within six months on the feedback received and any actions taken. We strongly recommend that this threshold also apply in Japan for the reasons set out in our response to the TSE consultation. To ensure its effectiveness we recommend that when voting opposition exceeds the defined threshold, companies should: ・ Engage directly with minority shareholders to understand concerns and reasons for voting against management. ・ Disclose within a defined period (e.g., four to six months) on what analysis was conducted, what concerns were identified, and what actions were taken. ・ If no changes were made, explain why the board concluded the existing approach remains appropriate. We welcome this provision as a pragmatic addition which aligns with stewardship expectations. However, in its current form the wording is vague and open to subjective interpretation. In our view, this requirement should apply at a threshold of around 20% of votes against. In addition, the Interpretive Guidance merely suggests boards “could explain” analysis and response measures which should be expressed not as optional but as a firm requirement. In addition to the UK, in the European Union, significant voting opposition triggers mandatory enhanced engagement and in the United States significant say-on-pay opposition typically leads to direct engagement and disclosed responses in subsequent proxy statements. 【Asian Corporate Governance Association】	どのような場合に「相当数」の反対票が投じられたと判断するかは、株主構成・支配株主等の有無等も含め各社の置かれた状況によって異なり得ることから、原則１－３の趣旨・精神に照らし、取締役会が合理的に判断すべきですが、各社において、「相当数」と判断するための客観的な基準を決定することも有益と考えられます。 その上で、原則１－３及びその解釈指針で示されている原因分析、株主に対する原因の分析結果や対応状況等の説明の具体的な方法や時間軸については、上場会社は、株主との建設的な対話の促進や株主の権利確保といった原則及び解釈指針の趣旨に照らし、自らの置かれた状況に応じて、実質的に取り組むことが期待されます。 なお、当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、取締役の選任議案に対する少数株主の賛否割合等を開示することを求めるとともに、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。 Principle 1.3 states that when a considerable number of votes are cast against a company proposal, the board should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and take actions appropriately in order to contribute to ensuring shareholder rights. As an example of an appropriate response by the board, as stated in the Interpretive Guidance, the board could explain to shareholders the results of its analysis regarding the reasons for the opposing votes, as well as the company’s subsequent measures. As to when a “considerable number” of votes should be deemed to have been cast against a proposal, this may differ depending on the circumstances of each company, including its shareholder composition and the presence or
255	株主総会で相当数の反対があった会社提案議案を新設しているが、具体的に何をするかに関して、解釈指針扱いでは所詮空文と考えられ、企業に有利と思われる。	

	【個人】	absence of controlling shareholders. Therefore, the Board should reasonably determine this in light of the aim and spirit of Principle 1.3. It is also considered useful, however, for each company to establish objective standards for determining what constitutes a “considerable number.”
256	原則１－３解釈指針（「例えば、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられる」の部分）につちえ、現行の解釈指針の記述に加え、「なお、取締役会は、相当数の反対の目安として、議案の類型ごとに自社の基準を定め開示することが望ましい。」と追記することを提案いたします。 「相当数」の判断基準が各社の裁量に完全に委ねられているため、企業が反対票の水準にかかわらず実質的な対応を行わないケースが懸念されます。一律の数値基準はプリンシプルベースの趣旨に反するため、各社が議案類型ごとに基準を定め開示することを求める形とすることで、その趣旨を維持しつつエンゲージメントの実質化を図ることができると考えます。 【株式会社ツバメ・ステーション】	On that basis, with respect to the specific methods and timeline for (i) the analysis of causes and (ii) explanations to shareholders regarding the results of the analysis of causes, the status of responses and other matters, as indicated in Principle 1.3 and its Interpretive Guidance, companies are expected to address these matters in substance according to their own circumstances, in light of the aim of the Principle and Interpretive Guidance, including promoting constructive dialogue with shareholders and securing shareholder rights.
257	To further ensure effective board accountability, Principle 1.3 should require that any company facing a 20% or greater vote against a board recommendation must engage with shareholders to understand their concerns and publicly disclose its analysis and any resulting actions within four to six months. 【Oasis Management Company Ltd.】	Additionally, in July 2026, the TSE partially revised the Securities Listing Regulations and other rules. For companies with a parent company or other affiliated companies holding 40% or more of the voting rights, if it is recognized that there was a proposal for the election of directors (limited to company-proposed proposals) that failed to obtain approval from a majority of minority shareholders, the companies are required to disclose the policy aimed at ascertaining the reasons for minority shareholders’ opposition. In such cases, within six months after the shareholders’ meeting, they are further required to disclose the implementation status of the policy, an outline of the reasons for opposition obtained from minority shareholders, the necessity for additional measures, and the content of those measures.
258	We are encouraged to see the provision on dissent to a standalone Principle requiring analysis and appropriate action where there is a considerable number of opposing votes. We would encourage companies to provide clear and timely disclosure of how they have considered and responded to significant dissent, for example through annual reporting and subsequent investor engagement updates. We also recommend that the Code highlight the role of independent directors in reviewing and responding to significant dissent, particularly where structures such as listed subsidiaries or companies with significant	原則１－３は、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認められるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主の権利確保に資するよう適切に対応することを求めるものです。「適切な対応」の一例として、解釈指針に記載のとおり、株主に対して、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を行うことが考えられます。 また、原則４－８（３）では、独立社外取締役に特に果たすことが期待される役割・責務の例示として、経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させ

	shareholders may affect how dissent is reflected in voting outcomes. While the number of opposing votes may appear optically low, independent directors should play an important role in determining in which cases further analysis is required, which is especially relevant for protecting minority shareholders' interests. 【T. Rowe Price International Ltd】	ることが特筆されています。このほか、その解釈指針では、独立社外取締役は、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められるとしているほか、特に支配株主を有する上場会社においては、経営陣・支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反関係があるため、その役割・責務が特に重要となることを示しており、このような独立社外取締役の役割及び責務は、取締役会による反対理由や原因の分析の際にも果たされることが期待されます。 Principle 1.3 states that when a considerable number of votes are cast against a company proposal, the board should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and take actions appropriately in order to contribute to ensuring shareholder rights. As an example of an appropriate response by the board, as stated in the Interpretive Guidance, the board could explain to shareholders the results of its analysis regarding the reasons for the opposing votes, as well as the company's subsequent measures. Principle 4.8 (3) specifically refers, as an example of the roles and responsibilities that independent directors are particularly expected to fulfill, to appropriately reflecting the views of stakeholders, including minority shareholders, in the board from a standpoint independent of the management and controlling shareholders. In addition, its Interpretive Guidance states that independent directors are expected to endeavor to reflect in the board the views of stakeholders, including minority shareholders. It also indicates that, particularly in companies with controlling shareholders, such roles and responsibilities are especially important because there is a structural conflict of interest between management and controlling shareholders and minority shareholders. Such roles and responsibilities of independent directors are expected to be fulfilled also when the board analyzes the reasons for opposing votes and their causes.
259	相当数の反対票があった会社提案議案について、反対の原因分析を行い、上場会社の対応状況等の説明を行うことが、「株主の権利の確保に資する」というのはどのような意味か。また、昨今の状況に鑑みると、取締役会が反	原則１－３は、株主総会において相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認められるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主の権利確保に資するよう適切に対応すべきこととして

	対意見を表明した株主提案について「相当数の賛成票」があった場合の分析も重要と考えられるため、解釈指針において、同様に、原因分析を行い上場会社の対応状況等の説明をすることが考えられる等を追記すべきではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	いるものです。 原則１－３解釈指針のとおり、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析結果や、当該分析を踏まえた上場会社の対応状況等の説明を株主に対して行うことで、株主との建設的な対話の促進にもつながるものと考えられます。
260	We welcome the strengthened guidance under Principle 1.3 regarding company responses to significant votes against resolutions. Even where resolutions pass, substantial minority opposition can represent an important signal of shareholder concern and should prompt appropriate board consideration and response. However, the current drafting appears to focus primarily on votes against company proposals, with no explicit reference to shareholder proposals (particularly in light of the removal of the current Principle 1.1). We believe the Draft Code would be strengthened by broadening the language to refer to “votes against board recommendations”, which would encompass both company and shareholder proposals. This approach would be consistent with international best practice and aligned with the direction of the recent proposed revisions to the TSE Listing Rules. 【Elliott Investment Management, L.P.】	こうした原則及び解釈指針の趣旨に照らし、各社において、相当数の賛成票が投じられた株主提案議案（取締役会が反対意見を表明をしたもの）についても、同様の対応が進められ、株主との間で建設的な対話が行われることが期待されます。 Principle 1.3 states that when a considerable number of votes are cast against a company proposal, the board should analyze the reasons behind opposing votes and why many shareholders opposed, and take actions appropriately in order to contribute to ensuring shareholder rights. As stated in the Interpretive Guidance, explaining to shareholders the results of the analysis of the reasons for opposition and the factors behind a significant number of dissenting votes, together with the company's response based on such analysis, is considered to contribute to the promotion of constructive dialogue with shareholders.
261	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。 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： 当該原則のタイトルを「株主総会で相当数の反対があった会社提案議案又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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	In light of the spirit of the Principle and its Interpretive Guidance, companies are also expected to take similar steps with respect to shareholder proposals that received considerable shareholder support, notwithstanding the board's opposition, and to engage in constructive dialogue with shareholders regarding such proposals.

262	We generally welcome the proposal to elevate this concept to a Principle. When a considerable number of shareholders oppose a company proposal, we believe boards should analyze the underlying reasons for such dissent. This analysis should seek to clarify the substance of shareholders' feedback through ongoing dialogue, rather than relying primarily on a company's internal interpretation as to the reasons for dissent. This would help ensure that boards have an accurate understanding of shareholders' perspectives and further enhance constructive dialogue between Japanese listed companies and their shareholders. We would note, however, that we generally believe that boards are best positioned to assess what actions are appropriate for a company given its specific facts and circumstances. We also support the Interpretive Guidance that asks companies to explain the results of their analysis regarding opposing votes. We would welcome public disclosure of that analysis as well as disclosure of any actions taken by the board in response. 【匿名】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
263	The Code does not currently address disclosure of individual vote counts in director elections. This is an important transparency mechanism that would strengthen shareholder oversight and should be incorporated. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	ご意見として承ります。 なお、当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、取締役の選任議案に対する少数株主の賛否割合等を開示することを求めるとともに、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。 Your feedback has been noted. Additionally, in July 2026, the TSE partially revised the Securities Listing Regulations and other rules. For companies with a parent company or other affiliated companies holding 40% or more of the voting rights, if it is
264	Further enhancements would support market confidence, including disclosure of individual vote outcomes for director elections and continued improvement in timeliness of disclosure ahead of AGMs. 【Impax Asset Management】	
265	On individual vote counts in director elections: the Code does not address how director election votes are counted or disclosed. Board members should be elected with an individual vote count at the shareholder meeting, with the vote tally published. Individual vote counts enable shareholders to send targeted accountability signals on specific candidates and are particularly important where concerns relate to a director's independence, tenure, or commitment rather than the full slate. We recommend including an expectation within the Code that listed companies conduct and disclose	

	individual vote counts in director elections. 【Norges Bank Investment Management】	recognized that there was a proposal for the election of directors (limited to company-proposed proposals) that failed to obtain approval from a majority of minority shareholders, the companies are required to disclose the policy aimed at ascertaining the reasons for minority shareholders' opposition. In such cases, within six months after the shareholders' meeting, they are further required to disclose the implementation status of the policy, an outline of the reasons for opposition obtained from minority shareholders, the necessity for additional measures, and the content of those measures.
266	原則１－３について、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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	原則１－３及びその解釈指針で示されている原因分析その他適切な対応、株主に対する原因の分析結果や対応状況等の説明の具体的な方法や時間軸については、株主との建設的な対話の促進や株主の権利確保といった原則及び解釈指針の趣旨に照らし、上場会社は自社が置かれた状況等に応じて、実質的に取り組むことが期待されます。 なお、当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。
267	原則１－３に「株主の権利の確保」と記載されているが、反対票を投じることができた株主の権利は形式的には確保されているため、ここでは「株主の権利の実質的な確保」とすべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、「株主の権利の実質的な確保」に修正しました。
268	原則１－３について、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、株主総会後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。 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。	ご意見として承ります。

	修正案： 原則１－３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、株主総会後６ヶ月以内に開示すべきである。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
269	【意見】 取締役の選解任等の重要議案については、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の賛否状況の開示を検討することが、少数株主保護の実効性向上に資すると考えます。また、政策保有株式の議決権行使については、具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うことが期待されています。議決権行使結果については、集計結果を開示するなど、適切な対応を実施していることを示すことが望ましいと考えます。 【理由】 支配株主等が存在する場合、少数株主保護の観点を踏まえた行使結果分析の開示がより重要である。また、政策保有株式の縮減も進んできたが、議決権行使が少数株主保護も踏まえた適切な行使がなされているか公正性及び透明性の向上が必要であるため 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	当取引所は、2026 年７月、有価証券上場規程等を一部改正し、親会社、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等に対して、取締役の選任議案に対する少数株主の賛否割合等を開示することを求めるとともに、少数株主の 50%超の賛成票が得られなかった取締役の選任議案（会社提案議案に限ります。）があったと認める場合は、少数株主の反対理由の把握に向けた取締役会における対応方針を開示することを求めています。そのような場合には、更に、株主総会後６か月以内に、少数株主の反対理由の把握に向けた対応方針の実施状況、少数株主から得られた反対理由の概要、追加的な施策の必要性及び施策の内容を開示することが求められます。 政策保有株式の議決権行使に関するコメントについては、No.270 をご参照ください。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　原則１－４　政策保有株式		
270	【意見】 改訂版コードにおいて、少数株主と支配株主等との構造的課題が明確化された点は評価しています。他方、取締役の選解任等の重要議案については、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の賛否状況の開示を検討することが、少数株主保護の実効性向上に資すると考えます。また、政策保有株式の議決権行使については、具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うことが期待されています。議決権行使結果については、集計結果を開示するなど、適切な対応を実施していることを示すことが望ましいと考えます。	政策保有株式の議決権行使については、原則１－４において、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである旨が示されています。これは、政策保有株式に係る議決権の行使に関する懸念について、各上場会社の合理的な判断に基づく基準が策定・開示され、これを踏まえた市場との対話がなされることを通じて、合理的な解決が見出されることを期待したものです。その趣旨も踏まえ、株主との間で建設的な対話を行う観点から、政策保有株式に係る議決権行使結果を開示することも、当該原則の趣旨・精神に沿った実質的な取組みであると考えられます。

	【理由】 支配株主等が存在する場合、少数株主保護の観点を踏まえた行使結果分析の開示がより重要である。また、政策保有株式の縮減も進んできたが、議決権行使が少数株主保護も踏まえた適切な行使がなされているか公正性及び透明性の向上が必要であるため。 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	少数株主保護の観点での議決権賛否状況の開示に関するご意見については、No.269 の回答をご参照ください。
271	原則１－４（３）について、売却を妨げないための企業間での建設的な対話が行われるよう、売却の意向が示された際の方針及びその交渉プロセスについても開示することが必要であると考えます。 原則１－４は、改訂前コード（改訂前コード補充原則１－４①）に記載があるものの、政策保有の売却を妨げるような事象があったことから「格上げ」されています。ただ、当該原則に対する透明性は現状でも不十分（妨げに対して、そのようなことをしないということしか記載がない、あるいは本件について説明もない）な状況です。単に「格上げ」したことだけでは効果が弱いと考えます。 そのため、売却する側の方針だけでなく、売却の意向が示された際の方針及びその交渉プロセスについても開示することを求めるべきであると考えます。例えば、企業間での建設的な対話が行われるよう、どのようなプロセスを経て取り組んでいくのか、実際どのようなアクションを取ったのか、などを開示することが必要であると考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご意見として承ります。 本改訂の趣旨は、コードを形式的に遵守するのではなく、企業が自社の置かれた状況に応じて取り組み、中長期的な企業価値の向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しすることにあります。 重要なことは、企業が各原則の趣旨・精神に照らして自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応を行うことであり、コードにおいて規範を強化・追加することについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えています。 なお、原則１－４の該当箇所については、政策保有株式を保有する企業から、政策保有株式の売却等の意向を示された場合に、発行会社が取引の縮減を示唆することにより売却等を妨げるような対応をとるべきではないことを明確化するものです。 仮に、コーポレートガバナンス報告書上は、政策保有株式の売却を妨げるべきではないとの原則をコンプライしていると対外的に公表しているにもかかわらず、担当者レベルで圧力をかけていたり、経営層の指示のもと会社として組織ぐるみで圧力をかけているような実態がある場合には、本原則の趣旨を損なうとともに、ガバナンスの観点からも重大な問題がある可能性があると考えられます。
272	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。 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、コラムー「売らせない圧力」として、改訂前コード補充原則１－４①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、保有側のみ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。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
273	政策保有株式縮減の一般規範化には重大な弊害があると考えます。 個社企業が実際の株主からの要請に向き合うことは、会社法第 109 条の「株主平等の原則」の下で当然の責務です。しかし、これを一般化し、社会規範として制度的に押し付けることには大きな問題があります。憲法第 29 条が「財産権はこれを侵してはならない」と定め、法人にも適用されると解されている以上、企業が保有する株式という財産の扱いに、行政が事実上の強制力を伴う規範を課すことは、慎重であるべきです。 この問題は歴史的経緯を踏まえると、より深刻に見えてきます。1989 年の日米構造協議において、日本企業社会は「排他的取引慣行」と評価され、貿易不均衡是正の名の下に「ケイレツ解体」が求められました。その後、BIS 規制導入や時価会計導入などの制度変更が銀行による株式保有を困難にし、結果として日本企業の株主構造は大きく転換し、外国法人等が主要株主として台頭したことは、東証の株式分布状況調査からも明らかです。 こうした背景のもとで、コーポレートガバナンス・コード基本原則１が「外国人株主への配慮」から始まること、2022 年の市場区分変更で流通株式の定義が変更され、邦人銀行・生保・邦人企業などの保有株式が流動性の低いものとして扱われる一方、外国人株主は流動性の高い株主として扱われるようになったことは、政策保有株式縮減の一般規範化と無関係とは言えません。 「純粋な投資目的＝値上がりや配当期待」（金融庁の定義）でない株式保有は縮減されるべきという価値観は、外国法人や一部株主が主張すること自体は自由ですが、それを CG コードとして一般化する合理性はどこにあるのでしょうか。さらに、政策保有株式縮減の進捗を有価証券報告書で開示させ、その総会前開示を担当大臣が異例の声明で要請した経緯についても、政策的中立性の観点から説明が求められるべきです。	政策保有株式については減少傾向にあるものの、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせるといった指摘や、上場会社のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率となるとの指摘がされています。他方で、企業間で戦略的提携を進めていく上での意義があるとの指摘もあることも踏まえ、原則１－４においては、政策保有株式の一律の縮減が求められるものではありませんが、取締役会が、個別の政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査した上で、保有の適否を検証し、開示すべきこととされています。

	金融庁や東証は、「本コードはプリンシプルベース・アプローチであり、大掴みの原則に過ぎない」「エクスプレインを選択できる」と反論するかもしれません。しかし、政策保有株式縮減は到底「大掴み」とは言えず、また「実施しない理由を説明せよ」という構造は、一般社会において自律性が確保されているとは認識されません。実際には、企業は行政・市場からの強い圧力を受け、事実上の義務として受け止めています。 さらに、政策保有株式縮減が一般規範化されることで、企業の戦略的株式保有の自由が奪われ、結果として外国資本による日本企業株式の取得が相対的に進みやすくなるという構造的問題も無視できません。これは経済安全保障の観点からも看過できない問題です。 もし、政策保有株式縮減を社会規範として強制することが本当に正当であり、公共性があると主張するのであれば、それは行政指針やコードのレベルで行うべきではなく、会社法改正など、民主主義的正統性を備えた国会審議を通じて法制化の是非を問うべきです。 パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討し、その対応過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
274	当該上場会社の企業価値の向上の観点から、政策保有株式の保有が妥当であるケースも考えられ、後段は「保有の適否を検証」とあるので、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方」においては、一定の合理的理由がある場合には保有も認められるものと解して良いか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	原則１－４では必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではありませんが、政策保有株式について、取締役会が、「保有目的が適切か、保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証する」ことが求められており、こうした検証の結果、適切でないものについては縮減することが期待されます。
275	経済合理性の判断基準として、「資本コストを上回るリターンが確保されているか」を明示すること、又は解釈指針に追加することを要望する。 政策保有株式は投下資本の一部として位置づけられるべきであり、収益性のみならず資本効率の観点から評価する必要がある。資本コストを基準とした判断を明確化することで、企業の資本配分の透明性と説明責任が向上する。 【個人】	

276	We believe further enhancements would be beneficial. In particular, we believe cross-shareholdings should be wound down to zero. This ambition should be reflected in the Code, with companies expected to provide clearer disclosure on their optimal capital structure, target balance sheet positioning, and approach to cross-shareholdings. While the retention of annual assessment and disclosure requirements is positive, greater specificity is needed, including explicit expectations to set and disclose clear reduction targets and exit timelines, alongside a more granular disclosure of cost of capital assessment methodologies. We also support language discouraging companies from impeding cross-shareholders seeking to sell. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	政策保有株式を最終的にゼロとすべきとの点、開示事項を増加させるべきとの点については、ご意見として承ります。 本改訂の趣旨は、コードを形式的に遵守するのではなく、企業が自社の置かれた状況に応じて取り組み、中長期的な企業価値の向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しすることにあります。 重要なことは、企業が各原則の趣旨・精神に照らして自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応を行うことであり、コードにおいて規範を強化・追加することについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えています。なお、本改訂では、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することの重要性が強調されています。
277	改訂前コード補充原則１－４①②が本原則に格上げされましたが、実質的な記載内容は変わっておりません。原則１－４には解釈指針が設けられておりませんが、政策保有株式の縮減を実質的に進めるため、検証プロセスにおいて具体的にどのような内容を開示することが望ましいか、解釈指針を新設してベストプラクティスを提示すべきです。 ＜修正案＞ 原則１－４解釈指針を新設し、以下を追記することを提案します。 政策保有株式の保有の適否の検証に当たっては、具体的にどういった基準で政策保有株式をカテゴリー分けしているのかなどの過程を明らかにした上で、どのような期間や手続で売却するのかを説明し、さらには売却の期限又は目標時期を含む具体的な売却計画を策定、開示することが望ましい。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	政策保有株式については、必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではありませんが、原則１－４において、縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すること、個別の銘柄ごとに、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査する等して保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示することが求められており、検証の結果、適切でないものについては縮減することが期待されます。 「政策保有に関する方針」の開示については、個別の政策保有の基礎となる方針が開示されることにより、上場会社と市場との対話の基盤が確立されることを期待するものです。また、検証内容について開示を行うに当たっては、例えば、保有の適否を検証する上で、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているかを含め、どのような点に着眼し、そのような基準を設定したか、設定した基準を踏まえ、どのような内容の議論を経て個別銘柄の保有の適否を検証したか、議論の結果、保有の適否についてどのような結論が得られたか等について具体的な開示が行われることが期待されます。具体的な開示に当たっては、上場会社は自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されますが、建設的な対話を行う観点から、ご指摘のような開示を行うことも望ましいと考えられます。
278	We welcome that Principle 1.4 is strengthened by the additions of former Supplementary Principles 1.4.1 and 1.4.2 to Principle level, requiring annual assessment of whether cross-shareholdings cover cost of capital and prohibiting coercive behaviour toward cross-shareholders. We would welcome greater accountability to Principle 1.4 cross-shareholding assessments, including disclosure of time-bound quantitative reduction targets (e.g., as a percentage of net assets). 【L&G ‐ Asset Management】	Your comment stating that cross-shareholdings should eventually be

279	FSA Proposal: Upgrade of former Supplementary Principles 1.4.1 and 1.4.2 to principle level, requiring annual assessment of whether cross-shareholdings cover cost of capital and prohibiting coercive behaviour toward cross-shareholders. Recommendation: We welcome the strengthening of Principle 1.4 through the upgrade of former Supplementary Principles 1.4.1 and 1.4.2 to full Principle status. The new Principle requires an annual assessment of whether cross-shareholdings cover the company's cost of capital and prohibits coercive behaviour toward cross-shareholders. This is a positive step that aligns with Japan's policy objectives to improve capital efficiency and corporate value. However, to ensure these assessments are meaningful and transparent for investors, we recommend that companies be required to disclose: ・ Quantitative reduction targets (e.g., as a percentage of net assets or number of holdings) together with a clear timeline for achievement; ・ The specific metrics, methodology, key assumptions, and criteria used to evaluate whether the benefits and risks of each cross-shareholding justify the company's cost of capital. The TSE White Paper 2025 notes that although TOPIX 100 non-financial companies have significantly reduced cross shareholdings since 2015, the decline has stalled. Investor surveys consistently highlight dissatisfaction with boilerplate explanations and lack of issuer-specific, quantifiable disclosure. Stronger accountability measures are therefore essential. 【Asian Corporate Governance Association】	reduced to zero has been duly noted. The revised Code aims to encourage companies to prioritize substantive initiatives toward mid- to long-term sustainable growth and value creation by implementing measures based on their specific circumstances, rather than complying formalistically with the Code. It is important that companies consider their governance themes in light of the purpose and spirit of each Principle, and implement their own measures. From that perspective, expanding and tightening requirements under the Code requires careful consideration to avoid encouraging formalistic responses. The revised Code emphasizes that companies are expected to provide a carefully tailored explanation of their own measures, regardless of whether they comply with or do not comply with a Principle. Regarding cross-shareholdings, although Principle 1.4 does not uniformly require the reduction of cross-shareholdings, it states that companies are expected to disclose their reduction policy, examine each individual stock to see whether its benefits and risks cover the company's cost of capital, assess whether or not to hold each individual shareholding, and disclose the results of such assessments. Based on the results of such verification, companies are expected to reduce cross-shareholdings that are determined not to be appropriate. With respect to disclosing the "policy for holding cross-shareholdings," the disclosure of a fundamental policy for each holding is expected to form the foundation of dialogue between companies and the capital market. Also, when disclosing the results of assessment, companies are expected to provide a detailed disclosure of these results—whether the purpose is appropriate, and whether the benefits and risks of each holding cover the company's cost of capital. This includes explaining what aspects companies focused on to set specific standards, the content of discussions held when assessing the appropriateness of holding individual cross-shareholdings, and the conclusion of the assessment. In making specific disclosure, companies are expected to implement their own measures, taking into account their specific circumstances and the aim
280	It is encouraging that the FSA has emphasised that companies should not hinder the sale of crossheld shares when a counterparty indicates an intention to sell. However, our observation is that companies are generally using boilerplate text in their corporate governance reports to comply with the Code recommendations for cross-shareholdings. We believe the Code should set higher expectations for accelerating the reduction of cross-shareholdings (under Principle 1.4). Greater specificity is needed in this regard, including (1) the details of the board's assessment, (2) disclosure of	

	targets and timelines for unwinding cross-shareholdings, as well as (3) a convincing explanation and justification for the board's decisions and plans. 【Morant Wright Management Limited】	and spirit of the Principle. It is desirable that companies disclose the recommended items from the perspective of holding a constructive dialogue.
281	On cross-shareholdings: revised Principle 1.4 retains the annual assessment and disclosure requirement but without reduction targets or timelines, companies can satisfy it without any commitment to change. Cross-shareholdings can depress returns on equity, compromise director independence, and create conflicts of interest in voting. In 2025, we voted against board members at 116 Japanese companies where we assessed that cross-shareholdings were excessive and misaligned with shareholders' interest. The G20/OECD Principles note that cross-shareholdings allow shareholders to exercise control disproportionate to their equity ownership. Principle 1.4 should require companies to disclose reduction targets and exit timelines for cross-shareholdings, together with the cost of capital methodology used to assess each holding. 【Norges Bank Investment Management】	
282	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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
283	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。 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。」	ご意見として承ります。 ご指摘の「共同保有」の意味するところが必ずしも明らかではありませんが、大量保有報告制度上の共同保有者の該当性については、個別事案の事実関係を踏まえて、適切に判断いただく必要があります。

	【株式会社ストラテジックキャピタル】	
284	政策保有株式について、自社の機関設計や取締役会の位置づけに照らして、取締役会がすべての個別銘柄の保有目的・意義を具体的に精査する必要性まではなく、執行側が検証した個別銘柄の保有目的・意義が適切かなどの全体感の監督を取締役会が行うことも許容される（そのような対応であっても「コンプライ」と評価しうる）という理解でよいか、明らかにされたい。 モニタリングモデルを指向する会社の取締役会において、個別銘柄の保有目的・意義を逐一検証することには困難が伴う場合も多々あると考えられ、取締役会（特に社外取締役）にとって過大な負担となることを懸念する。 個別銘柄の保有目的や保有コストに見合ったリターンが得られているかどうかの判断に必要な情報は執行側が保有していると考えられることから、個別の具体的検証は執行側が担い、取締役会は執行側の検証が適切かどうかのモニタリングを行う、という役割分担が妥当と考えられる。 【経営法友会】	前提として、本コードが採用するコンプライ・オア・エクスプレインの手法は、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択することも許容するものであり、「全ての原則についてコンプライしなければならない」と考える必要はありません。個別事情によっては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、エクスプレインを積極的に選択し、原則を「実施しない理由」を丁寧に説明すべき場合があります。 その上で、原則１－４の実施に当たり、個別の政策保有株式について、取締役会において保有の適否を検証するに際しては、執行側において、一定程度の準備作業を行うことも想定されますが、原則１－４は取締役会に対して個別の銘柄について検証を行うことを求めるものです。 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みの下、自らの個別事情に照らして、一定の銘柄について、取締役会で検証を行わないとの対応も想定されますが、そうした場合には、原則１－４についてその理由を丁寧にエクスプレインするとともに、検証を行った銘柄については、取締役会で行った検証の内容について開示することが期待されます。
285	上場企業の多様性という観点： 現在わが国で活動している上場企業には、グローバリズムと新自由主義の下、世界市場において資本効率の最大化を追求する企業がある一方で、地域経済の中核として地方を基盤に事業活動を行う企業が少なからずある。 しかしながら、近年のコーポレートガバナンス・コードの議論においては、こうした上場企業の多様性、なかんずく地域特性に十分な配慮がなされているか疑問である。企業の事業活動地域・基盤、事業特性等がそれぞれ大きく異なるにもかかわらず、欧米追随型の画一的な基準でその活動を律しようとするのは、そもそも合理的とは言い難いのではないか。 株主構成の健全性という観点： 政策保有株式の議論においては、資本効率や流動性の観点が強調される一方で、株主構成の健全性や安定性といった観点に考慮が払われていないように見受けられる。一地域の経済にまで外国ファンド等の機関投資家が浸出し、地方企業の経営を揺さぶっている現在の状況が望ましいとは到底思えない。 むしろ、同一地域で事業を営む企業同士が、長期的な信頼関係の下で一定	原則１－４は必ずしも政策保有株式の一律の縮減を求めるものではありませんが、政策保有株式について、取締役会が、保有目的が適切か、保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証すべきである旨を示しています。 このうち保有目的の精査にあっては、基本原則２の趣旨・精神も踏まえ、中長期的な企業価値の向上につながるような地域社会に資する投資に当たるかといった観点を含めることも考えられます。 その上で、原則１－４は保有する政策保有株式について、取締役会が保有の適否を検証し、そうした検証の内容について開示することを求めています。ご指摘のような地方の上場会社の株式を政策保有株式として保有する場合には、例えば、当該地域社会に対する投資が、自社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から適切であることについて丁寧に説明を行うことが期待されます。

	の株式を相互に保有することは、決して「馴れ合い」ではなく、地域経済の安定や中長期的な事業継続に資する側面を有している。この点をコードでは積極的に評価すべきではないか。 【福岡商工会議所】	
286	地方においては、企業間の取引関係、雇用、地域密着型金融機関との関係等が相互補完的なネットワークを形成しており、個々の企業が単独で存在し得ているわけではない。政策保有株式は、こうした関係性の中で安定株主として機能し、地域経済の持続可能性と地域の中小企業の発展を下支えしてきた面がある。 短期的な資本効率や株式流動性のみを基準として、地域に根差した経営やネットワークの存続を脅かすことは、地域経済の実情を踏まえた適切な対応とは言い難いのではないか。 【福岡商工会議所】	
287	わが国には、渋沢栄一の「論語と算盤」や近江商人の「三方よし」に象徴されるように、利益の追求と社会的責任との両立を重視する経営思想が長らく存在してきた。これらは過去の遺物ではなく、むしろ現代においてもわが国の企業経営の理念として尊重されるべき思想・哲学である。 一方、コーポレートガバナンス・コードは、欧米型の資本市場や機関投資家中心のガバナンスのあり方に強い影響を受けている。しかし、これらは主としてグローバル市場で活動する大企業や、世界の超富裕層を顧客に持つグローバルファンドの存在を前提とした枠組みであり、地方を活動基盤とする上場企業にまで同様の対応を求めることは不適切ではないか。特に、グローバリズムと新自由主義の下、米国等において国民の間に極端なまでの所得格差が生じたことを十分考慮に入れるべきである。 【福岡商工会議所】	
288	わが国では、1979 年以降、個人株主の拡大を図る政策が推進されるとともに、証券取引所においても「固定株基準」等の上場基準を通じて、機関投資家の影響力増大に対し慎重な姿勢が取られてきた経緯がある。 しかし、「スチュワードシップ・コード」導入以降、こうした従来の方向性とは異なり、機関投資家による積極的な経営関与を前提とした資本市場のあり方へと、急速に重心が移動しているように見受けられる。 加えて、金融庁はこれまで、地域密着型金融機関に対し、「リレーション	

	シップバンキング」（2003 年３月～）を通じた地域企業支援や中長期的視点に立脚した地域社会への関与を強く求めてきたが、コーポレートガバナンス・コードにおいては、こうした「リレーションシップバンキング」の考え方への配慮が著しく欠けている。政策保有株式の一律削減は、特に地域密着型金融機関において、地域企業支援の思想と相矛盾する側面がある。 　また、生命保険などの機関投資家に課されてきた「プルーデントマンルール」は、米国の従業員退職所得保障法（ERISA 法）を起源に持ち、本来、受益者の利益を中長期的・安定的に確保する観点から、慎重かつ分散的な運用を求めるものである。政策保有株式を一律に短期的視点で評価・削減させることは、必ずしもこうした「プルーデントマンルール」の本来の趣旨と整合的であるとは言えず、受託者責任のあり方という観点から再考の余地があるのではないか。 【福岡商工会議所】	
289	コーポレートガバナンス・コードを策定するに当たっては、当初、金融庁長官（当時）の強力な主導の下、「有識者会議」においていわば「結論ありき」の議論がなされたと承知している。本来なら、わが国の資本主義のあり方に大きな影響を及ぼす事柄なので、金融審議会など法定の審議会で碩学の方々を招いて熟議をこらすべきであったと考える。 　それはさておき、コーポレートガバナンス・コードにおいて、現状、地域貢献や企業の社会的責任の視点が脇役的な位置付けに留まっているのは残念なことであると言わざるを得ない。そもそも、地方の上場企業及び地域密着型金融機関は、地域経済・地域社会の存立を前提として成り立っており、地域があってこそ存続し得る主体であることを重視すべきである。 　したがって、コーポレートガバナンス・コードの展開及び運用に当たっては、地方上場企業に対して政策株式の保有を一律に否定する（建前はコンプライ・オア・エクスプレインであっても、現場の実務はコンプライするよう強力な指導がなされている）のではなく、「リレーションシップバンキング」的発想を組み込み、企業の多様性や地域経済への貢献を踏まえた柔軟な対応を求めることが必要かつ適切であると考える。 【福岡商工会議所】	
290	本改訂において、政策保有株式については、改訂前コード補充原則１－４①および１－４②を原則１－４に格上げしたほか、原則１－２解釈指針にお	本改訂では、改訂前コード補充原則１－４①・同補充原則１－４②の内容を改訂版コード原則１－４に追記しており、文言は変更されていません。

	いて有価証券報告書におけるガバナンス情報等の一つとして挙げられているが、本改訂によって従前の考え方が変わるものではないとの理解でよいか。 　原則１－４に従前からあるように、政策保有については、その方針の開示や、毎年の取締役会で、個別の政策保有株式に関して保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証し、そうした検証の内容を開示することが求められていると理解している。 　金融機関に対しては、例えば「地域金融力強化プラン」において、「地域活性化のためには、地域企業の成長等を支援する資本性資金の供給が重要」、「エクイティ（資本性資金）…等、一般的な融資にとどまらない手法を、…提供していくことが必要」、「…エクイティの供給…に積極的に取り組み」など、エクイティ供給が期待されている。そのようなエクイティ供給の具体的な例としては、地域スタートアップへの支援、事業承継・再生局面における支援、地域の活性化に資する事業を行う会社への支援等、地域金融インフラの一部としての側面も有し、単なる取引慣行ではないものも存在すると認識している。 　他方で、「政策保有株式」の定義は、「純投資目的」（専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすること（※１）以外の目的（政策保有目的）で保有される投資株式（※２）とされており、上記のような金融機関に期待されるエクイティ供給は、必ずしも純投資目的には該当せず、政策保有目的に該当することがあると理解している。 ※１　企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）５－19－３－２ ※２　2025 年１月 31 日「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方（企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令等）」No.３ 　このように金融機関に期待されるエクイティ供給の結果として保有している政策保有株式については、その意義等も十分に踏まえたうえで、保有目的の適切性や、保有に伴う便益・リスクに見合った資本コストであること等を精査・検証し、必要な開示を行っていくことが重要と認識しており、従前と同様、政策保有株式は一律に縮減しなければならないとの趣旨ではないと	原則１－４は必ずしも政策保有株式の一律の縮減を求めるものではありませんが、政策保有株式について、取締役会が、保有目的が適切か、保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証すべきである旨を示しています。 　地域活性化の観点から、地域企業の成長等の支援のため、ご指摘のような地域社会に対する投資を行う場合においては、そのような投資により保有する政策保有株式について、取締役会が保有の適否を検証し、そうした検証の内容について開示することが期待されます。 　検証内容を開示する際には、当該政策保有株式の保有の適否について、例えば、当該地域社会に対する投資が、自社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から適切であることについて丁寧に説明を行うことが期待されます。

	理解している。 【一般社団法人全国銀行協会】	
291	We welcome the draft Code's Principle 1.4 continued expectation that companies disclose cross shareholding policies, reduction policies, annual assessments of each holding, cost-of-capital analysis, and voting standards. We also welcome language stating that companies should not hinder a cross-shareholder that wishes to sell and should not continue transactions with cross-shareholders without examining economic rationale where those transactions may harm the company or shareholders' common interests. These provisions are central to market discipline. The final Code should also address reclassification risk. Shares formerly held as cross-shareholdings should not escape scrutiny merely because they are redesignated as "investment purposes" holdings. Companies that hold listed shares for strategic relationship, or investment purposes should be expected to apply stewardship-like discipline, disclose voting standards, explain whether the holding covers cost of capital, and consider acceptance of Japan's Stewardship Code where the holding functionally gives the company influence over another listed company. We recommend that the final Code Principle 1.4 should require companies to disclose quantitative reduction targets, timelines, net-assets exposure, cost-of-capital methodology, voting records for cross-held shares, and the board's reason for continuing each material holding. 【Oasis Management Company Ltd.】	政策保有株式の保有目的の「政策保有」から「純投資」への変更に関するご意見については、No.294 の回答をご参照ください。 政策保有株式の縮減目標等に関するご意見については、No.276～No.281 の回答をご参照ください。 With respect to your comment on changing the purpose of holding cross-shareholdings from "strategic holdings" to "pure investments," please refer to No.294. With respect to your comment on the reduction target for cross-shareholdings, please refer to No.276-No.281.
292	We also welcome the increased emphasis in Principle 1.4 that companies should not hinder the sale of cross-held shares when cross-shareholders indicate an intention to sell, nor engage in transactions with cross-shareholders that harm the interests of the company or its shareholders. These expectations should encourage more transparent disclosure of the rationale for and exit timelines associated with remaining cross-shareholdings. That said, the Draft Code does not expressly articulate an expectation that strategic cross-shareholdings should ultimately be wound down to zero. Given that progress in unwinding cross-shareholdings has	原則１－４の政策保有株式の売却等を妨げるべきではない旨の記載については、本改訂を評価いただきありがとうございます。 最終的にゼロとすべきとの点については、ご意見として承ります。 政策保有株式の保有目的の「政策保有」から「純投資」への変更に関するご意見については、No.294 の回答をご参照ください。 With respect to the statement that companies should not hinder the sale of cross-shareholdings, thank you for your positive evaluation of the revised Code.

	been slow and, in some cases, obscured by reclassification as “investment” holdings we believe that stronger guidance on this issue would be helpful. In particular, a clear statement in the Principle that circumvention of the intended policy objectives through reclassification is not appropriate would support more disciplined capital allocation and help accelerate reform across the market. 【Elliott Investment Management, L.P.】	Your comment stating that cross-shareholdings should eventually be reduced to zero has been duly noted. With respect to your comment on changing the purpose of holding cross-shareholdings from “strategic holdings” to “pure investments,” please refer to No.294.
293	政策保有株式ということで、旧補充原則をまとめた原則となっているが、企業行動としては別の内容を一つの原則にまとめることになっており、コンプライ・エクスプレインの対応が原則内で区々に分かれる可能性もある。段落ごとに（１）から（４）等の枝番を振った方が分かりやすくなるのではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご指摘を踏まえ、枝番を付しました。
294	原則１－４には解釈指針がないが、原則の本文と解釈指針の割り振りとともに、解釈指針として記載すべき内容について追加を含めて見直すことを検討されたい。まず、政策保有に関する方針や保有の適否の検証の内容は、有価証券報告書の株式保有状況の開示において開示が要請されており、また多くの上場企業において縮減に向けた動きが定着していることに鑑みれば、本改訂において原則１－４の第１文について、中核的な要請のみを残し、その余については原則から解釈指針に移行することが適当なのではないか。コードの原則として意義がある内容として、取締役会による個別の政策保有株式の精査の実施があるが、近年、保有目的の変更に関して不適切な事案があったという状況に鑑みれば、「保有目的が適切か」という点の解釈指針において、原則の趣旨として取締役会がその点についても注意を払うべきことを示すことも検討されたい。また、検証の視点として、投資家と企業の対話ガイドラインにおいて「保有効果の検証が、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているか」との観点が示されていたことをも勘案して、解釈指針の見直しを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	政策保有株式については、その重要性の高さと昨今の新たな課題認識も含め、全て原則に格上げし、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とすることとしました。 原則１－４においては、政策保有株式の保有の適否の検証は取締役会が主体となって行うことが求められているため、ご指摘のような「原則の趣旨として取締役会がその点についても注意を払うべきこと」は当然に読み込まれるものと考えられます。 そのほか、金融庁では、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行い、株式の保有目的を「政策保有」から「純投資」に変更した場合に必要な開示事項等を追加するとともに、企業内容等の開示に関する留意事項について（開示ガイドライン）を改正し、純投資目的の概念を明確化しています。 このような施策を通じた課題点検も行いつつ、解釈指針の見直しも含めて、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。
295	改訂前コード補充原則１－４①及び②を原則に格上げすることに賛同するが、原則１－４の「政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検	政策保有株式については、その重要性の高さと昨今の新たな課題認識も含め、全て原則に格上げし、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とする

	証しないまま取引を継続するなど、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」ことは、取締役会が監督すべき事項といえるため、そのような観点を解釈指針として示すことが適切といえるため、追記を検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	こととしました。 原則１－４においては、政策保有株式の保有の適否の検証は取締役会が主体となって行うことが求められており、ご指摘のような原則１－４（４）について取締役会が監督すべきとの点は、当該検証の過程において取締役会による監督の範囲に含まれるものと考えられます。
296	「個別の政策保有株式について、…、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証」の表現が存置されているのは見過ごしではないでしょうか。有報開示の好事例集や有報レビューの公表を拝見し違和感を覚えるのですが、「保有に伴う便益」が「安定した与党株主の見返りとして優先・安定供給保証」や、「安定した与党株主の見返りとして低価格供給」、「安定した与党株主の見返りとして優先購入」であったりするのであれば、当該会社目線では「保有に伴う便益」と捉えたり、「取引の経済合理性」があると認めるかもしれませんが、一般株主との利益相反を伴う重大な問題です。また、厳密に言えば、上記のような便益は取引の市場原理を損ない、真に「経済合理性」があると言えるかは甚だ疑わしいと考えます。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	原則１－４では、改訂前コード補充原則１－４②を原則に格上げする形で、上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、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も示しております。これは、上場会社が、政策保有株主との間で行う取引自体の合理性を検証することが重要である旨を示すものですが、こうした取引が会社や株主共同の利益を害するようなものとならないようにすべきことを明確化したものです。 「取引の経済合理性」には取引の正当性・公正性の観点が含まれるものと考えられ、取引の経済合理性の検証にあたっては、例えば、政策保有株主でない他の類似の取引先との取引条件等と比較して、なぜ政策保有株主である取引先と行っている取引が合理的と認められるのか等の観点が重要です。
297	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。 「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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
298	企業が政策保有株式を純投資目的に再分類することで、適切な対応を回避している事例が見受けられる。これらを防ぐため、規律強化に関する文言を追加すべきと考える。 修正案（下線部分を追加）：	貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。 金融庁では、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行い、株式の保有目的を「政策保有」から「純投資」に変更した場合に必要な開示事項等を追加するとともに、企業内容等の開示に関する留意事項について（開示ガイ

	政策保有株式であったものを新たに純投資目的で保有する株式に振り替えた場合、振替後の保有継続や売却状況についても報告すべきである。 【一般社団法人　資産運用業協会】	ドライン）を改正し、純投資目的の概念を明確化しています。 原則１－４では必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではありませんが、政策保有株式について、取締役会が、「保有目的が適切か、保有に伴う便益・リスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証する」ことが求められており、こうした検証の結果、適切でないものについては縮減することが期待されます。
299	政策保有株式の縮減傾向がガバナンスの改善、資本収益性の改善、株主価値の向上、日本経済の成長に寄与したことは明らかと考える。原則保有しないことが望ましい等、もう一段の縮減を促す強い文言が望ましい。また純投資への振り替えの是非について、随時売却可能な状態の確保等、許容条件に関する記載を期待したい。 【一般社団法人　資産運用業協会】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第１章　その他		
300	現在審議中の会社法改正により、少数株主による株主提案のハードルが大幅に引き上げられようとしています。確かに内容的に問題のある株主提案も存在しますが、傾聴に値する提案も少なくありません。特に問題のある経営が続く企業（多量の政策保有株を保有していながら PBR１倍未満を長期継続する企業、あるいは親子上場において親会社のみに利益剰余金の原資となる資金を滞留させることで一般株主との ROE 格差を生じさせている企業等）に対し、少数株主が一般株主に広く問題を訴える手段が失われることは、コーポレートガバナンスの実質的な後退につながりかねません。取締役会が自ら行うべき改善案件においてもなお不十分な点が多く残っている現状において、少数株主の発言機会を狭めることには慎重であるべきです。 株主提案権に関わる会社法改正の影響を念頭に、以下の代替手段を原則又は解釈指針として盛り込んでください。総会開催日の１週間前までに提出された株主からの事前質問状については、原文を含めて会社のウェブサイト上に開示することを上場会社に義務付けることを検討してください。これにより、株主提案に代わる実効的な株主の意見発信チャンネルが確保され、コーポレートガバナンスの実質的な機能が維持されると考えます。 【個人】	ご意見として承ります。 なお、株主からの事前質問をウェブサイト上で公表することは、原則１－２で求められる株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の一つとなり得ると考えられます。

第２章　株主以外のステークホルダーとの適切な協働

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第２章　基本原則２		
301	基本原則２とその解釈指針に「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出」と記載されているが、本コードは「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を促進するものであり、これは全体を通して繰り返し登場するキーフレーズであるため、本原則においても末尾は「向上」に統一すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
302	While the importance of stakeholders is undeniable, references to stakeholders must also clearly articulate their connection to corporate value creation; otherwise, the effectiveness of governance itself may be weakened. There is no doubt that relationships with employees, customers, suppliers, and local communities are important to corporate value creation. At the same time, however, it remains necessary to recognise that a corporate structure is fundamentally based upon shareholders providing capital under limited liability and entrusting its use to directors. Accordingly, stakeholder-related initiatives should also be explained in terms of how they contribute to corporate value creation, over what time horizon their effects are expected to materialise, and how they relate to capital efficiency and cash flow. Without such explanations, meaningful external evaluation becomes difficult. Furthermore, where shareholders and stakeholders are treated as though they were merely parallel concepts, there is a risk that discussions concerning capital allocation and capital efficiency may recede into the background. The Code should clarify that descriptions concerning human capital, intellectual property, sustainability and related matters ought to explain their connection to corporate value creation and medium- to long-term cash flow generation.	本コードは会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的とするものであり、ご指摘のような人的資本、知的財産、サステナビリティ等に関する取組みを含めて、本コードが求め、又は期待する取組みは、いずれもこれらの目的につながるものであることが期待されます。 基本原則２は、企業価値の創出のためのステークホルダーとの適切な協働の重要性を示したものであるところ、人的資本への投資等と企業価値の創出との関係について説明することも、有用と考えられます。 The Code aims to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. As noted, measures recommended and expected by the Code—including those related to human capital, intellectual property, and sustainability—will ultimately help realize these aims. Furthermore, General Principle 2 outlines the importance of appropriately cooperating with stakeholders to create corporate value. Consequently, disclosing the relationship between human capital investment and corporate value creation could be useful.

	【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	
303	We support the Code's recognition that companies depend on employees, customers, suppliers, creditors, local communities, and other stakeholders for sustainable growth (Japan's Corporate Governance Code draft, General Principle 2). Stakeholder governance and shareholder accountability are not opposites. The draft Code correctly begins with fiduciary responsibility to shareholders while recognizing broader responsibilities to stakeholders. We are a long-term partner that tries to create sustainable stakeholder value. We believe the Code should encourage companies to quantify stakeholder trade-offs where they are invoked as reasons for capital allocation decisions. For example, if a board decides not to close a structurally loss-making factory because of local community effects, the company should disclose the economic cost, strategic rationale, alternatives considered, retraining or redeployment options, and why the chosen approach is the most value-preserving way to address the stakeholder concern. We recommend that General Principle 2 in final Code ask to quantify stakeholder choices where possible. Quantification will improve stakeholder outcomes because it forces boards to compare alternatives rather than relying on vague claims.	基本原則２及びその解釈指針は、上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、ステークホルダーとの適切な協働を欠いては会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上は困難であるとの考え方を示しています。 適切な協働の具体的な内容は各社の置かれた状況に応じて適切に判断されることが期待されますが、ご指摘のようなステークホルダー間に利害の不一致が生じた場合の調整も、それが中長期的な企業価値の向上につながる場合には、適切な協働の一内容として重要であると考えられます。そのような場合には、上場会社は、当該調整を行った結果の取組みが中長期的な企業価値の向上に繋がることを説明することが期待されます。 General Principle 2 and the Interpretive Guidance state that because companies have various stakeholders, including shareholders, it is difficult to achieve sustainable growth and increase corporate value without appropriate cooperation with these stakeholders. The specific content of appropriate cooperation is expected to be appropriately determined according to the circumstances of each company. However, coordination in cases where conflicts of interest arise among stakeholders, such as those you have pointed out, is also considered to be important as one aspect of appropriate cooperation, if such coordination leads to the increase of corporate value over the mid- to long-term. In such cases, companies are expected to explain that the initiatives resulting from such coordination will lead to the increase of corporate value over the mid- to long-term.
	【Oasis Management Company Ltd.】	
304	<u>Recommended Comments</u> The Code Should Affirm That Stakeholder Cooperation Does Not Displace Shareholder Accountability Companies that invest in their employees, supply chains, and communities—and that earn the trust of those stakeholders—can create more durable long-term value. This is consistent with our own investment thesis, and we welcome the Code's continued recognition of it. Our concern is narrower: that expansive or ambiguous stakeholder language can be (and in other markets has been) captured by management as a basis for resisting accountability to shareholders. The METI Guidelines for Corporate Takeovers correctly identified this risk,	

	referencing the “Takeover Defense Measures in Light of Recent Environmental Changes” report published in 2008, which notes that “[t]he Board of Directors must not obscure the interests to be protected by takeover defense measures by referring to the interests of stakeholders other than shareholders in case that do not protect or enhance the shareholder interests, or must not broadly interpret implementation terms for the purpose of managerial entrenchment.” We believe the same principle applies here. We do not read General Principle 2 or its Interpretive Guidance as creating any such discretion. The Code is clear that stakeholder cooperation is instrumental to corporate value creation, not an independent objective that management can invoke to override shareholder accountability. In practice, however, management teams across multiple markets regularly invoke stakeholder considerations as a reason to resist or delay engagement, even where no genuine stakeholder interest is at stake. Japan is not immune to this dynamic, and the broader the stakeholder language in the Code, the more it provides for this kind of defensive invocation. We recommend that the FSA and TSE confirm through supplementary guidance that neither the stakeholder cooperation language in General Principle 2 nor the accompanying investor message creates grounds for boards to resist shareholder engagement that is conducted in accordance with the Code and oriented toward long-term corporate value creation. <u>Conclusion</u> We believe that the FSA and TSE’s sustained engagement with corporate governance reform has been a meaningful and positive force for Japan’s capital markets and economy. The revised Code represents a genuine step forward, and we are optimistic that it can close the gap between structural progress and substantive governance practice that our comments are designed to address. 【ValueAct Capital】	
305	基本原則２について、解釈指針の内容を踏まえると、第２段落末尾は「～リーダーシップを発揮し、行動準則等を定め、実践すべきである。」とした方がよいのではないか。	ご意見として承ります。 改訂前コード原則２－２は、取締役会・経営陣による企業文化・風土の醸成（基本原則２）を実践するための具体策を含むため、基本原則２の補助的

	【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられたことから、改訂版コード基本原則２解釈指針に移管したものです。
306	基本原則２解釈指針に「人的資本への投資等や適切な分配を行う」と記載されているが、「投資」の後に「適切な分配」が並列的に記載されているにもかかわらず、途中で「投資等」とするのは不適切である。「等」を削除するか、「等」を使用するならば「投資、適切な分配等」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
307	基本原則２について、解釈指針の第１段落第２文の「適切な分配」の前に、「経営資源の」を追加し、「上場会社は、人的指針への投資等や経営資源の適切な分配を行う、（以下略）」のように修文すべきではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
308	基本原則２解釈指針に「地域社会に資する投資を行う」との記載があるが、文章が不適切である。「地域社会の●●（例えば「発展」）に資する投資」とするか、「地域社会に対する投資」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
309	基本原則２解釈指針、第２段落第２文は、表現が遠回しなために趣旨が十分に伝わりにくいように思われるため、その趣旨をより明確化にすべく、例えば「なお、地域社会に資する投資を行うことも、中長期的な企業価値の向上につながる場合には、会社の存続・活動の基盤をなす主体を活性化するという意味において重要である」を「なお、中長期的な企業価値の向上につながる場合には、上場会社の存続・活動の基盤をなす地域社会に資する投資を行うことも重要である」と修正してはどうか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。
310	基本原則２解釈指針に「地域社会」に関する趣旨説明が追加されているところ、説明の内容が社会一般（「地域」社会に限られない）に関するものであり、不明瞭である。 【全国株懇連合会】	ご意見として承ります。
311	基本原則２解釈指針に「取締役会は、行動準則の策定・改訂の責務を担い」との記載があるが、対象は行動準則というルールであるため「改訂」ではなく「改定」の語を使用すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
312	We support the reaffirmation on investment in human capital reflected in	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	the Interpretive Guidance for General Principle 2. As companies address balance sheet inefficiencies and free up capital, that capital should be deployed thoughtfully across a range of priorities—including investment in people and capabilities that support growth alongside appropriate shareholder returns. 【Elliott Investment Management, L.P.】	Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第２章　原則２－２　社内の多様性の確保		
313	第２章において人的資本投資の視点に関して、もう少し熱量があっても良いのではないかと考えられるところ、改訂案の原則２－２は多様性確保に焦点があたっているが、第２章の原則として従業員に関する原則があってしかるべきと考えれば、人的資本に関する原則を設置することが妥当といえ、原則２－２について、多様性を中核としつつ、人的資本に拡大した形に修正することをも検討すべきではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。 原則２－２は、会社の持続的な成長には多様な視点や価値観の存在がとりわけ資するとの観点から、社内の多様性の確保全般について促進するものです。かかる観点から社内の多様性確保のために行う人的資本への投資は、本改訂において強調された成長投資としての人的資本への投資に該当するものと考えられます。 本コードは、基本原則２解釈指針及び原則４－１においても、人的資本への投資の重要性を強調しています。
314	原則２－２について、多様性の下で共有される組織としての価値観・文化の重要性を明記することを要望する。 多様性は組織の活力向上に資する一方、共通の価値観が欠如すると組織の一体性が損なわれる可能性がある。多様性と組織文化の両立を明示することで、企業が持続的成長に必要な基盤を整備しやすくなる。 【個人】	ご意見として承ります。
315	We continue to support the focus on gender diversity on boards and within companies, and recognise the meaningful progress achieved in the Japanese market in recent years. We are also encouraged by the shift toward a more holistic approach to board diversity in Principle 2.2. Expanding diversity considerations beyond gender to include international experience and career background (including lateral hires) better reflects how diversity of perspectives can enhance board effectiveness, innovation and sustainable growth. 【Elliott Investment Management, L.P.】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

316	原則２－２について、中核人材への登用等における多様性の確保について、数値目標の開示を義務づけるべきではなく、多様性に係る結果を開示対象とすべきである。また、原則２－２で述べられている「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢」という例示は、原則で定める内容ではなく、解釈指針に記載すべきである。さらに、例示のうち「文化的背景」については削除するか、その対象を限定すべきである。 多様性の確保が会社の変革や持続的な成長を確保する上での強みとなりうることに関してはそのとおりである一方で、多様性度合いを測る際、数値化が可能なもの（国籍等）、可能ではないもの（価値観等）がある中で、バックグラウンドが多様な人員で構成されているかは結果論であり、数値として測定可能なもののみを目標として取り組んでいくことは適当ではない（手段が目的化している）。 文化的背景に関しては、人種・民族・門地・本籍・出生地・思想・信条等に関係するものもあり、その対象範囲を誤ると不当な差別等につながるものである（なお、「文化的背景」について、平成 11 年労働省告示第 141 号の１(2)においては、求職者から「人種、民族、社会的身分、門地、本籍、出生地その他社会的差別の原因となるおそれのある事項」、「思想及び信条」、「労働組合への加入状況」は原則として収集してはならないとされている）。そのため、多様性の判定においても、安易に文化的背景を考慮することは控えるべきである。 【経営法友会】	ご意見として承ります。 多様性の確保の在り方については、各社の状況に応じて様々であり、開示に当たっても、各社の状況に応じてその考え方等をわかりやすく開示することが求められるところです。原則２－２は多様性の確保に関し、「状況」の開示も求めており、ご指摘のような結果の開示も含まれるものと考えられます。 また、同原則は、社内の多様性の確保の重要性に鑑み、「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的背景」を重要な例示として特筆しています。 「文化的背景」については、社会的差別の原因となるおそれのある事項についての収集を促進する趣旨を含んでいません。
317	原則２－２及び原則４－13 における「文化的背景」については人種・民族・門地・本籍・出生地・思想・信条等に関係するものもあり、その対象範囲を誤ると不当な差別等につながるものである。多様性の判定においても、安易に文化的背景を考慮することは控えるべきである。 【パナソニックホールディングス㈱】	
318	原則２－２について、中核人材への登用等における多様性の確保について、人員構成における多様性度合いを測る際、数値化が可能なもの（国籍等）、可能ではないもの（価値観等）がある中で、数値目標の設定、開示を求めることは、数値として測定可能なもののみを目標として取り組んでいくことに繋がることから、そもそも数値目標を設定することは適当ではないとも考えられる。	

	したがって、数値目標ではなく、多様性に係る考え方を示したうえで、そのような考え方に基づく取組みの結果の説明として数値も交えて開示することとするのが妥当である。 また、原則２－２で述べられているジェンダー等の例示は、原則で定めるべき内容ではなく、記載するとしても解釈指針に移すべきである。 【野村ホールディングス株式会社】	
319	We welcome the upgraded Principle 2.2 which strengthens expectations around disclosure of diversity policies, voluntary measurable goals, human resource development, and internal environment development. We agree that these elements are critical for sustainable business growth. From an investor perspective, diversity is most effective when it is embedded in the talent pipeline through workforce practices and reflected over time in board composition, refreshment, and succession. This is how diversity contributes to constructive challenge and effective decision-making at the board level. We are also supportive of retaining and broadening the treatment of diversity in the context of board effectiveness under the Principle 4.13. Taken together, Principles 2.2 and 4.13 play complementary roles. We do not view diversity as a matter of demographics alone. Achieving substantive diversity requires companies to support non-linear career paths and more flexible ways of working. In Japan, strong expectations of linear career progression can make it difficult for individuals who step back at certain life stages to return to senior decision-making roles. Enabling greater flexibility for men, as well as women, at different career stages is therefore important to broadening the pool of experienced leadership talent. Over the long term, these structural and cultural factors are what allow diversity to move from an aspiration to a sustained contributor to board effectiveness. 【L&G ‐ Asset Management】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
320	原則２－２において「女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保」のうち「女性の活躍促進を含む」の削除について、再考されたい（未だ文言として残すべきと考える）。 日本の上場企業の実態において、未だ女性活躍が道半ばであることは明らか。「そろそろ「女性の活躍促進を含む」というタイトルは取ってもいいの	本改訂では、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する本コードの趣旨に立ち返り、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化が行われました。ご指摘の記載については、このような改訂の趣旨や、有識者会議での議論も踏まえ、削除したものです。

	ではないかと思います。」との有識者の意見には、賛同し難い。 実態として未だ家庭におけるケア責任を負いがちで、それが職業生活における制約となっている女性が、職場において家庭生活と両立・活躍できる環境を整備する必要性は高い。現在の日本におけるマイノリティの中のマジョリティ（女性）の活躍が【確実に】推進されることではじめて、この先の、さらなるマイノリティの活躍推進・多様性の促進が期待できる。 「女性の活躍推進を含む」という文言を削除し、「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的背景やこれらに限られない観点」等並列で記載をすることで、経営陣の意識が薄れ、現在着手されつつある女性活躍（多様化促進の一丁目一番地）の取り組みが中途半端に終わり、完遂されなくなることを懸念する。投資家等による女性活躍に関する要請・監督について、今般の CG コード改訂により、その論拠が弱まる効果が発生してしまうことを懸念する。 【個人】	本改訂により女性の活躍促進の取組みの重要性が失われたと考えることは適切ではなく、原則２－２は、ジェンダーを多様性の重要な例示として特筆しており、有価証券上場規程においても、「プライム市場の上場内国会社における女性役員比率に係る数値目標の設定等」を定めています。 The revised Code was streamlined from the perspective of giving greater substance to the Code itself, while going back to the aim and spirit of the Code, which adopts a principle-based approach and a “comply or explain” approach. The relevant statement was deleted in line with the goals of the revised Code and the discussions held during the expert panel meeting. It is not appropriate to understand that initiatives promoting the active participation of women have lost importance following the revisions. In fact, Principle 2.2 explicitly highlights gender as a core element of diversity. Furthermore, under the securities listing regulations, companies listed on the Prime Market must establish numerical targets for appointing female directors.
321	原則２－２「社内の多様性の確保」では、これまでの、「女性の活躍促進を含む」という文言が削除された。女性活躍など社内多様性の確保を推進すること自体は日本の多くの企業で対応済みであるが、日本における女性活躍の状況はグローバルと比較して十分とは言えず、多様性の重要な要素として女性活躍を明確に位置付ける意義は大きく、従来通り「女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保」とし、原則の本文や解釈指針にも明記することが適切ではないか。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
322	原則２－２について、多様性が経験・専門性・認知的多様性等を含む多面的概念である点には賛同します。一方で、我が国企業においてジェンダー、とりわけ女性登用は依然として大きな課題であり、多くの企業において改善余地が残されています。そのため、「女性」に関する言及については、引き続き明示的に位置付けることも検討されるべきと考えます。 あわせて、多様性の確保はそれ自体を目的とするものではなく、多様な視点や価値観をいかに企業の持続的成長および中長期的な企業価値向上に結び付けるかという観点から取り組まれるべきであり、その点を解釈指針において明確に示すことが望ましいと考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	

323	今回の改訂案では、【原則２－２（改訂前コード原則２－４）社内の多様性確保】および解釈指針において「女性の活躍促進」という表現が削除されています。グローバル水準と比較して未だ十分とは言えない女性活躍の状況を改善すべく企業と日々対話を行っている投資家としては、この段階で「女性の活躍」という言葉を削除することについては違和感があり、削除に反対します。原則２－２において、多様性の重要な要素として女性活躍を明確に位置づける意義は大きく、従来どおり【原則２－２女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保】とすることが適切と考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
324	今回の改訂案の中で、原則２－２の趣旨についてご確認させてください。現在の CG コード原則２－４、補充原則２－４①では「女性活躍」をかなり強く明示しています。今回「女性活躍」の言葉は削除されておりますが、政府が昨年も明示している「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2025」等女性活躍は今も重要なものと存じます。今回の CG コードで多様性の趣旨は重要なものと引き続き明記されておりますが、「女性活躍」の言葉を削除した趣旨をもう少し補足いただけないでしょうか。 【株式会社オリエントコーポレーション】	
325	We support the broader framing of diversity. However, we believe it is premature to remove the explicit reference to the participation of women from the Principle. The active participation of women has been a focal point for the Cabinet since 2021, with the introduction of the Policy for Promoting Women and Gender Equality (女性版骨太の方針), which established concrete targets: 30% of directors at Prime listed companies to be women by 2030, and zero listed companies to have single-gender boards by 2025. The second target was not achieved. When limited to internal board directors, the ratio of women stands at only 3.4% (White Paper on Corporate Governance 2025,TSE.). Japan continues to rank among the lowest globally for gender equality, at 118th out of 148 in the WEF Report. Against this backdrop, consolidating gender diversity alongside other diversity traits such as international and/or career experience, age and cultural background risks diluting the signal at precisely the moment when	

	continued momentum is needed. Suggested wording: Principle 2.2: Ensuring Diversity, Including Active Participation of Women 【M&G Investments】	
326	アンコンシャスバイアスの観点から懸念されていた「中途採用」の文言は引き続き例示で残っている一方で、漠とした提案があったのみで「女性の活躍推進」の文言が不必要に削除されているように思われます。我が国における女性活躍の進捗は国際的に見ても途上であり、30%Club をはじめとする民間のイニシアティブのみならず、政府においても引き続き取り組みを推進している状況と認識しています。この状況下で差し迫った理由なく「女性活躍」の文言を削除することは、海外投資家を含む市場から日本における女性活躍の後退と受け取られるリスクがあります。修文を行うとしても、その趣旨や必要性を丁寧に説明するなど、ネガティブなメッセージを与えないための工夫が必要と考えます。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	
327	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
328	We welcome the expansion of diversity from a focus on women's participation to a broader set of attributes such as gender, international experience, career background, age and cultural background. We support the requirement to set and disclose policies, voluntary measurable goals, and implementation status for diversity in senior roles. This aligns with growth investments in human capital to support medium- to long-term value creation. 【T. Rowe Price International Ltd】	

329	原則２－２の「国際性」について、従前の「国籍」に相当するものと考えられるが、「国際性」は携わった業務の内容等にも関連することから、「経歴」や「文化的背景」の記載と重複することが想定される。従前の「国籍」を「国際性」に修正した趣旨を明確にするとともに、コーポレートガバナンス報告書の記載要領においても単純な列記ではなく充実した記載となるような方向性を示していただきたい。 また、株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス報告書の更新について」５頁で、「従来の「女性・外国人・中途採用」の観点含め、必ずしも個別の観点毎の開示を求めるものではございません」との解説がなされているが、趣旨を明確にしていただきたい。それら３つの観点それぞれについての目標設定を求めるものではないが、３つのいずれについても目標設定をしない場合はコンプライとはならない、という趣旨でよいか。 【全国株懇連合会】	改訂前コード補充原則２－４①で「外国人」としていたものを、有識者会議での議論を踏まえ、改訂前コード原則４－11 の文言なども参考に、「国際性」とあらためています。 「コーポレートガバナンス報告書の更新について」のご指摘の箇所については、原則２－２で例示されている「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的背景」という個別の観点ごとの開示を求めるものではないことを示しています。原則２－２のコンプライ・オア・エクスプレインについては、多様性の確保を促進する同原則の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
330	原則２－２に「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的要素やこれらに限られない観点から」との記載があるが、「や」「や」が重なり稚拙な文章に見えるため、「ジェンダーや」の「や」を「、」（読点）にすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
331	原則２－２の「中核人材への登用」について、「中核」という用語を外すべきと考えます。 本原則からは、多様性の確保については中核人材が対象であるとも読み取れます。どのような企業であれ、才能ある社員を採用していると考えられます。また、多様性とは、中核の人材だけにとどまらず、すべての人材に対して差別のない評価のもとで、採用、給与、昇進が認められなければならないと考えます。以上のことから「中核」という表現を外すべきと考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、イノベーションや新しい価値創造の源泉であり、会社の変革や持続的な成長を確保する上での強みとなり得ることから、重要であり、原則２－２解釈指針においてその旨記載しています。 ご指摘の記載は、会社の変革や持続的な成長を実現する上で、取締役会のみならず経営陣にも多様な視点や価値観を備えることが求められる観点から、取締役会や経営陣を支える中核人材への登用を重要な例として示しているものであり、中核人材のみを対象として多様性の確保を求める趣旨ではありません。
332	改訂案原則４－13 は「取締役会はジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき」としています。しかし、原則２－２では「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的背景やこれに限られない観点から」とされています。「限られない観点から」と言いながら、実際には特定の観点に固執して	原則２－２は「ジェンダーや国際性、経歴（中途採用を含む）、年齢、文化的背景やこれに限られない観点」、原則４－13 は「ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む多様性」としており、これらの観点・面はいずれも例示です。

	いるという明確な矛盾があります。原則２−２はポーズなのでしょうか。金融庁や東証は、自己矛盾のない説明を果たすべきです。 　パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
333	原則２－２における「経歴（中途採用を含む）」については、解釈指針で中途採用を含む趣旨が示されているため、原則本文であえて補足する必要性は低いと考えます。原則本文は「経歴」として一般論を示し、日本の状況を踏まえ詳細として解釈指針で「中途採用を含む」として補う整理の方が、読み手（とくに海外投資家）にとって分かりやすいと考えます。 【アムンディ・ジャパン株式会社】	ご意見として承ります。
334	女性・ジェンダー・多様性と資源集中原則についての意見。 　『社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、イノベーションや新しい価値創造の源泉であり、会社の変革や持続的成長を確保する上での強みとなり得る』との解釈指針は、１つの考え方に過ぎず、トッププライオリティとして掲げられるべきものではありません。なぜなら、企業経営において最も不可欠な要素の一つは「資源集中」であり、経営資源や役職員の意識・価値観をバラバラにさせないことが、企業の競争力の源泉だからです。これは全ての経営者がまず第一に考える永続的な経営原則であるはずです。 　そもそもコーポレートガバナンス・コード自体が、一定の企業経営の標準化（ベストプラクティス）を目的としている以上、「ベストオーナー主義」や「事業ポートフォリオの集中」といった規範と、多様性を無条件に強調する規範が併存することは、構造的な自己矛盾を孕んでいると指摘します。 　「ジェンダー・国際性・経歴（中途採用含む）・年齢・文化的背景やこれらに限られない観点から」との表現は、一見自由度を確保させた表現になっていますが、本当に自由な思考・価値観を尊重するのであれば、過去からの経緯も踏まえ、「廃止する」との表現が最も適切です。今回の改訂案では「女性」という言葉が消え、前段の解釈指針のもと、「格上げ」と表現された上	社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、イノベーションや新しい価値創造の源泉であり、会社の変革や持続的な成長を確保する上での強みとなり得ることから、重要であり、原則２－２解釈指針においてその旨記載しています。 　解釈指針の記載は原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであって、企業は解釈指針において示された内容を参照しつつ対応することが期待されるものの、原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、具体的な実現方法は企業に委ねられます。 　ご指摘の「ジェンダー」の語については、改訂前コード補充原則２－４①で「女性」としていたものを、有識者会議での議論を踏まえ、改訂前コード原則４－11 の文言なども参考にして、あらためています。

	で「ジェンダー」という表現に統一されました。もし、多様性への価値観の自由度を確保するのであれば、「ジェンダー」に統一して表現を残した理由を明確に説明すべきです。 　ジェンダー概念は心理学者ジョン・マネーにルーツがあると理解しますが、生物学的性別とは異なる「社会的性」を重視する立場がある一方で、米国の大統領令に見られるような「性別は男性と女性の 2 つのみとし、実力主義を重視する」立場も広く支持を得ています。つまり、性別・ジェンダーに関する価値観は、社会を大きく変える重大な政治・社会的論点であり、単一の価値観を当然視することは適当ではありません。 　内閣府は「女性版骨太方針 2023」に基づき、2030 年までに女性役員比率 30%以上という数値目標を掲げ、東京証券取引所は 2023 年 10 月に「女性役員」という文言を用いて上場規程を改正しました。にもかかわらず、今回のコード改訂案では「女性」という言葉が消え、「ジェンダー」という抽象概念に置き換えられています。 　この瞬間において、政府方針（女性版骨太方針）、東証の上場規程（女性役員比率 30%）、コード改訂案（ジェンダー多様性）の間で、概念・目的・対象が一致していません。金融庁および東京証券取引所は、この不整合について説明責任を果たすべきです。 　性別・ジェンダーに関する規範設定は、企業経営の問題にとどまらず、社会全体の価値観を左右する国家的論点です。かつて岸田首相が「（同性婚で）社会が変わってしまう」と発言し、その後「だからこそ議論が必要だ」と答弁したように、まさに議論が不可欠な領域です。規範として企業に義務的に求めるのであれば、なおさら徹底した説明・開示が必要です。 　パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	

335	原則２－２について、多様性確保の考え方、測定可能な指標、方針・実施状況は、CG 報告書における開示より有価証券報告書の人的資本の開示の一環として開示されることが適切といえ、人材育成方針及び社内環境整備方針とその実施状況についても、コードの原則において開示すべきと規定する意味があるか、疑問がある。少なくとも解釈指針において、有報の人的資本の開示に言及し、CG 報告書に重複して記載しなくてもよいことを明記してもよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	本コードにおいて開示すべきとされる事項の内容については、コーポレートガバナンス報告書に直接記載する方法のほか、有価証券報告書、アニュアルレポート又は自社のウェブサイト等の広く一般に公開される手段により該当する内容を開示している場合にその内容を参照すべき旨と閲覧方法（ウェブサイトの URL など）を記載する方法としても差し支えない旨をコーポレートガバナンス報告書の記載要領に記載しています。
336	原則２－２について、社内の多様性確保の重要性は否定しないが、金商法（開示府令）を始めとする法令で一定の情報開示が義務付けられたため、原則２－２に基づく開示項目の設定は不要ではないか。 【三井物産株式会社】	
337	改訂案における多様性規定の拡充を歓迎しつつ、開示の実質性をさらに高めるための指針の明確化を求めます。 原則２－２および原則４－13 において、多様性の確保に関する考え方と目標の開示が求められています。しかし「多様性」という言葉には複数の異なる意味が含まれており、企業がどの意味で多様性を語っているのかが明確でないまま開示が行われると、読み手にとって内容の解釈が困難になるという課題があります。 具体的には、多様性には少なくとも以下の異なる方向性があります。 ① 格差の是正を目指すもの（例：女性管理職比率の向上、登用機会の均等化） ② 異なる知識・経験・専門性を組み合わせて活用することを目指すもの（例：様々な業界経験を持つ取締役が集まることで、経営判断の視野が広がる） ③ 価値観や意見の違いを組織の強みとすることを目指すもの（例：異なる価値観や働き方を持つメンバーが対等に意見を言える職場環境をつくる） これらは目指す状態も、必要な施策も、成果の測定方法も根本的に異なります。にもかかわらず、現行の開示では「多様性を推進する」「多様性を確保する」という表現が、これらの意味を区別しないまま使われるケースが多く見受けられます。その結果、企業がどの方向性の多様性を重視しているの	多様性の確保の在り方については、各社の状況に応じて様々であり、開示にあたっても、各社の状況に応じてその考え方等をわかりやすく開示することが求められますが、例えばご指摘のような内容を含めて開示することも考えられます。 How companies ensure diversity depends on the specific situation at each company. Companies should disclose their policies depending on their specific situations, including, for example, your suggested items.

	か、またそれが事業戦略とどう関係するのかが読み取りにくい状況が生じています。 　この課題は、社内人材の多様性を扱う原則２－２と、取締役会の構成を扱う原則４－13 の両方に共通するものです。 　両原則の解釈指針において、以下の点を明確化することを提案します。 　企業が多様性に関する考え方を開示する際には、「何のための多様性か」すなわち①②③のどの方向性を重視しているのかを、自社の事業特性・経営戦略と結びつけた言葉で説明することを求める。「多様性」という言葉を使わなくても読み手が理解できるレベルで、現状・課題・目指す姿・そこに至るための施策の流れを説明できることを、開示の実質性の基準の一つとして位置づけることが望ましい。また、①②③のいずれに重点を置くかを、自社の状況に応じて柔軟に選択・説明できる旨を補足することで、形式的な対応にとどまらない実質的な開示が促されると考えます。 背景 　本意見は、東証プライム市場上場企業のコーポレートガバナンス報告書における多様性開示の内容分析に基づいています。 【個人】	
338	We are supportive of the emphasis on diversity and human capital development as drivers of long-term value creation. This consultation provides an opportunity to further enhance the narrative context around existing disclosure practices. Companies could be encouraged to explain how diversity objectives are defined and benchmarked, and the rationale for why selected targets are considered appropriately ambitious given their starting position and industry context. It may also be helpful to encourage more structured disclosure of progress over time, including explanations where outcomes differ from expectations and the actions being taken in response. This would strengthen transparency and support a more meaningful assessment of the credibility, ambition, and implementation of diversity commitments. 【GAM Investments】	
339	原則２－２解釈指針の後段は、原則の文言と重複部分を省略し、「上場会社は、持続的な成長に向けた人材戦略の重要性に鑑み、上場会社が置かれた	ご意見として承ります。

	状況に応じた多様性を確保するための考え方と自主的かつ測定可能な目標を決定すべきである」と修正してよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第２章　原則２－３　内部通報		
340	原則２－３について、内部通報の体制整備が原則として残されたことを歓迎します。内部通報については、体制を整備するだけでなく、方針・体制およびモニタリング状況について開示することも必要と考えます。日本は、グローバル対比で内部通報方針（とくに通報者保護）の開示がかなり遅れていると認識しています。また、日本では社内取締役が取締役会の過半数を占める企業が多いため、取締役会による運用状況の監督の実効性を担保するにはモニタリング状況の開示が特に重要と考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 内部通報体制の状況は本コードにおける開示事項とはされていませんが、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの概要」欄において、リスク管理体制の整備の状況の一環として記載される例もあると認識しています。 第３章は適切な情報開示の重要性を示していますが、かかる趣旨・精神に照らし、ご指摘のような内部通報体制の状況について主体的に開示を行うことも、望ましい取組みであると考えられます。
341	本改訂案は、「成長投資の促進」および「プリンシプルベースの実質化」を掲げ、企業の中長期的な価値向上を志向するものであり、その方向性については評価できると考えます。 一方で、企業不祥事の本質的原因に対する踏み込みについては、なお検討の余地があるように感じます。 米国では、Enron（2001 年不正発覚）、WorldCom（2002 年不正発覚）等の大規模会計不正を契機として、2002 年 7 月に SOX 法が成立し、その後、内部統制制度や内部通報制度の整備が進められてきました。 一方、わが国においては、近年においても、プライム市場上場企業を含む複数の企業において会計不正・不祥事事案が発生しています。 こうした不正・不祥事の発生状況や実務運用を踏まえると、ガバナンスの「実質化」を進める上では、監督機能の実効性および内部における情報把握機能の強化について、より明確なコードが必要であると考えます。 企業不祥事は、必ずしも制度の欠如によって生じるものではなく、組織内部における情報共有の不足や、リスクの早期把握が困難な状況に起因する場合も少なくないと考えます。 この点を踏まえれば、「攻めのガバナンス」を支える前提として、未然防止の観点からの「守りのガバナンス」の補強が重要であると考えます。	

	改訂案においては、情報開示の充実が求められていますが、企業内部におけるリスクの早期把握に資する情報、特に内部通報制度の運用状況についての言及は限定的であるように見受けられます。国際的に見ても、内部通報は、組織内における問題の初期兆候を把握する上で重要な機能を有しています。 《提案》 解釈指針において、以下のような趣旨を追加することが有効であると考えます。 上場会社は、内部通報制度の実効性を確保する観点から、その運用状況に関する情報開示（有価証券報告書またはCG報告書）について検討することが望ましい （例）内部通報件数の推移、通報対応状況の概要、通報者保護措置の実施状況、是正措置の概要 これにより、企業における内部情報の把握体制の実効性が向上し、ガバナンスの実質化に資するものと考えます。 【個人】	
342	We welcome Principle 2.3's statement that companies should establish appropriate whistleblowing frameworks and that the board should monitor enforcement (Japan's Corporate Governance Code draft, page 15). This is particularly important in listed subsidiary and controlled-company contexts. IICEF's engagement report highlights investor concerns that parents may impose policies, replace directors, or use related-party transactions in ways that impair minority shareholder interests (IICEF). A whistleblowing system that reports only upward through a parent-controlled chain may not protect the company, minority shareholders, employees, or other stakeholders. We recommend that the final Code Principle 2.3 should clarify that subsidiaries must be able to report concerns about parent companies, controlling shareholders, group cash management, related-party transactions, accounting pressure, quality failures, safety issues, retaliation, and interference with independent directors or auditors. The Code could require independent reporting channels to audit committees, kansayaku, independent directors, or external providers where group conflicts exist. 【Oasis Management Company Ltd.】	ご意見として承ります。 原則２－３は、上場会社に対して内部通報に係る適切な体制整備を行うことを、取締役会に対して運用状況の監督を行うことを求めるものであり、その解釈指針において、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置を行うべきであると明記されています。 なお、上場会社が整備した内部通報に係る仕組みにおいて、子会社によるご指摘のような事項の通報を行うことを妨げるものではありません。 Your feedback has been noted. Principle 2.3 states that companies should establish an appropriate framework for whistleblowing, and the board should monitor its enforcement. Its Interpretive Guidance explicitly states that as part of establishing a framework for whistleblowing, companies should establish a point of contact that is independent of management. It cannot be denied that the items you mentioned will be reported under the framework for whistleblowing to be established by a company.

343	現行原則２－５のうち内部通報者の保護に係る記載が解釈指針に移管されていますが、近年の事案に鑑みても、これは内部通報制度を形骸化させないための必須条件であり、引き続き原則に明記することが適切であると考えます。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	本改訂では、企業が、自社の置かれた状況を踏まえつつ、中長期的な企業価値の向上に向けた本質的な取組に注力できるよう後押しする観点から、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の内容を可能な限り抽象的かつ概念的なものに限定しています。ご指摘の記載については、原則２－３の「適切な体制整備」、「運用状況の監督」を実践するための観点を含み、同原則の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられることから、解釈指針に移管したものです。 なお、本コードは、経営者が中長期的な企業価値の向上に向けた取組みを検討・実行する際の一助とすることをも目的とした文書であることも踏まえ、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書とされたものであり、原則から解釈指針に移管された記載について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではありません。
344	改訂前コード２－５のうち「その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や真摯な疑念を伝えることができるよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう（略）」との点は、解釈指針とせずに引き続き原則において強調すべきである。また、「こうした体制を実現する責任」も削除すべきでない。 【個人】	
345	原則２－３について、適切な体制整備に加え、制度活用に関する社内外への啓蒙活動を明記することを要望する。 制度は整備されているものの、実際に活用されていない事例が散見される。通報制度の存在・意義・保護措置についての啓蒙を行うことで、制度の実効性が高まる。 【個人】	原則２－３は内部通報に係る適切な体制整備を求めており、内部通報制度の活用に関する社内外への啓蒙活動も、内部通報の実効性確保の観点から、適切な体制整備に含まれるものと考えられます。
346	原則２－３について、コンプライアンスの仕組みの一要素である「内部通報」だけが原則として残されていることに違和感があり、削除すべきと考える。内部通報は原則４－４に定められている「内部統制や全社的リスク管理体制」に当然に含まれており、上場会社のコンプライアンス実務としても定着している。 【ソニーグループ株式会社】	ご意見として承ります。 原則２－３は、実効性の高い内部通報の体制整備を行うことは、違法又は不適切な行為・情報開示を早期に発見・是正し、ステークホルダーの権利・利益を保護することにつながることから、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を定める第２章に置かれているものであり、有識者会議においても、従業員との関係で特に重要な原則であるとの指摘があったことも踏まえ、本改訂においても第２章に存置することとしたものです。
347	原則２－３について、公益通報者保護法の改正等を踏まえた内部通報制度の進展やその実態に鑑みると、解釈指針の「経営陣から独立した窓口」は「経営陣から独立して通報を受領し、調査・対応を司る組織体制の整備」の方がよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。 原則２－３は内部通報に係る適切な体制整備を求めており、経営陣から独立して通報を受領し、調査・対応を司る組織体制を整備することも、内部通報の実効性確保の観点から、適切な体制整備に含まれるものと考えられます。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation

第２章　原則２－４　企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮		
348	原則２－４は CG コードに書くべき内容なのか、改訂部分ではないが以前から疑問があり、今回の改訂において削除を検討されたい。企業年金制度をとっていない上場企業も相応にあるのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	原則２－４は、企業年金においてはスチュワードシップ活動への関心が低く、運用に携わる人材が質的・量的に不足しているのではないかとの指摘を踏まえ、企業年金の運営を支える母体企業において、積立金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を実効的に発揮できるようにすることが重要との考え方に基づき設けられているものです。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第２章　その他		
349	環境や人権への配慮については原則４－５解釈指針で触れられていますが、特にステークホルダーとの適切な協働という観点から、【サプライチェーンにおける環境や人権への配慮】の重要性について、第２章に新たな原則あるいは解釈指針を設けることを要望します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。
350	今回の改訂が日本企業の強みを生かしながら、成長投資と価値創造を後押しするためには、企業が創出した付加価値を、株主のみならず、従業員、取引先、地域社会などの多様なステークホルダーとの関係の中で適切に配分・還元し、それが結果として企業価値、株主価値の向上につながるという、好循環を作っていくことが重要である。 その意味から、今回の参考資料１（趣旨紙）の中の３段落目に、「多様なステークホルダーとの適切な協働が不可欠であり、短期的な株主還元に偏重すべきでない」といった表記があり、高く評価している。併せて、付加価値を創出し、適正に配分する、あるいはそういった好循環を作り出していくという視点も是非加えていただければと考える。 【公益社団法人　関西経済連合会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 基本原則２及びその解釈指針は、上場会社には多様なステークホルダーが存在しており、適切な分配を含むステークホルダーとの適切な協働を欠いては会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することは困難であるとの考え方を示しており、ご指摘の観点も含まれるものと考えられます。
351	サステナビリティを巡る課題について、改訂前コード原則２－３が削除されているが、海外の状況を注視して対応すべきである。米国において政権交代が生じ、サステナビリティの重要性が再び脚光を浴びる可能性も否定できない。 【個人】	サステナビリティについては、改訂前コード基本原則２考え方、同原則２－３、同補充原則２－３①、同補充原則３－１③、同補充原則４－２②に記載があったものを、同一テーマの統合・整理の観点から、改訂版コード原則４－５及びその解釈指針にて統合・整理しました。

第３章　適切な情報開示と透明性の確保

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第３章　基本原則３		
352	基本原則３解釈指針（「そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである」の部分）について、サステナビリティ開示に関する国際的な議論の進展および SSBJ 基準の適用拡大を踏まえ、基本原則３解釈指針に、「その際、非財務情報については、可能な範囲でロジックモデル等を活用した定量化を図り、将来の財務情報との因果関係を明確にする形での開示・提供に努めるべきである。」を追記することを提案いたします。 今次改訂においてサステナビリティ開示に関する規定の整理が行われた一方、非財務情報と将来財務情報との因果関係の不明確さが投資家との対話を阻害する懸念は依然として残ります。ロジックモデルの活用による定量化は、ひな型的開示を実質的な対話の基盤に転換するための有効なアプローチです。 【株式会社ツバメ・ステーション】	非財務情報に関しては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくないとの指摘がある中、取締役会においては、開示・提供される具体的な情報の性質・内容に応じて、可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要があります。企業は基本原則３及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されるところ、ご指摘のような内容について開示を行うことも考えられます。
353	近時の開示の重要性の高まりを踏まえて、「非財務情報」の一つとして、サステナビリティ情報にも言及し、「経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報やサステナビリティ情報等の非財務情報」とすべきである。解釈指針の第３段落では、すでに「会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会･環境問題に関する事項などについて説明等を行ういわゆる非財務情報」との記述があり、非財務情報の一つとしてサステナビリティ情報をも含めている。このため、基本原則３の前段においてサステナビリティ情報に言及していないことは、不十分とさえいえると考える。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。
354	基本原則３解釈指針の第１段落において、「財務情報に係る内部統制体制」とある箇所について、「財務情報や非財務情報に係る内部統制体制」と記述すべきである。すでに、企業会計審議会「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準の改訂について（意見書）」（2023 年４月）において、「サステナビリテ	基本原則３解釈指針の第１段落は、取締役会・監査役・監査役会・会計監査人の適時適切な情報開示に係る責務について述べているところ、かかる責務の一つの例示として、財務情報に係る内部統制体制の適切な整備を挙げています。 非財務情報に係る内部統制体制の適切な整備についても、適時適切な情報

	ィ等の非財務情報に係る開示の進展や COSO 報告書の改訂を踏まえ、内部統制の目的の一つである「財務報告の信頼性」を「報告の信頼性」とすることとした」と明示され、「報告の信頼性は、組織内及び組織の外部への報告（非財務情報を含む。）の信頼性を確保することをいうと定義する」と明記されて、改訂基準及び改訂実施基準は、令和６（2024）年４月１日以後開始する事業年度における財務報告に係る内部統制の評価及び監査から適用されているものだからである。（なお、「金融商品取引法上の内部統制報告制度は、あくまで「財務報告の信頼性」の確保が目的であることを強調した」とされている点で、解釈指針において「財務情報や非財務情報に係る内部統制体制」と記述することが混乱等を招くこともないと考えられる。） 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	開示を実現するため、各主体において、法令に基づく対応等の責務を果たすことが期待されます。
355	基本原則３解釈指針の、「財務情報に係る内部統制体制の適切な整備」は、内部統制の評価・監査の実施基準の改訂（2024 年４月１日適用開始）を踏まえると「非財務情報を含む開示情報」などのように、財務情報に限らない表現の方が適切ではないかと考えます。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第３章　原則３－１　情報開示の充実		
356	原則３－１（情報開示の充実）および全体の方向性について、今般のコーポレートガバナンス・コード改訂を、日本企業におけるサイバーセキュリティガバナンス確立の重要な第一歩と捉えております。また、中長期的には、投資家との対話をさらに深めるため、「サイバーセキュリティリスクに関する情報開示」の在り方について、さらなる検討が進められることを期待いたします。 サイバーセキュリティリスクがコーポレートガバナンス・コードに初めて明記される現段階においては、まずは各企業における実効的な体制整備を優先すべきものと認識しております。一方で、先行するサステナビリティ開示が、企業の自主的な開示の蓄積を経て段階的に進展してきた経緯を鑑みれば、セキュリティ領域においても将来的に、企業のレジリエンスを客観的に示す情報開示の重要性が高まっていくものと考えられます。今回の改訂を機に、将来的な開示の枠組みについても、中長期的な視点での継続的な議論を	内部統制や先を見越した全社的リスク管理は、適切なコンプライアンスの確保により持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るものです。 その重要性に鑑みて、本改訂では、内部統制及び全社的リスク管理体制の整備に関する取締役会の役割・責務を独立の原則（原則４－４）とし、リスク管理体制を整備する際の考慮事項の例示として、サイバーセキュリティリスクをその解釈指針に追記しています。 企業が開示する情報は、企業と投資家との間の建設的な対話の実現に資するものであり、ご指摘のサイバーセキュリティリスクに関する情報についても、投資家の判断や中長期的な企業価値の向上にとって重要であると企業が考える場合には、自主的に開示することも有用であると考えられます。

	検討いただければ幸いです。 【株式会社アシュアード】	
357	Companies claiming compliance with the Code should be expected to provide substance-based evidence through disclosures that the relevant Principle is being implemented in practice, not merely stated as policy. The draft Code Principle 3.1 requires disclosure of board policies and procedures in determining management and director remuneration (Japan's Corporate Governance Code draft, Principle 3.1 (3)). Investors need more than process disclosure. Companies should disclose remuneration frameworks, KPIs, weightings, performance targets, equity incentives, clawback provisions, and alignment with profitability, capital efficiency, total shareholder return, human capital, sustainability, and risk outcomes. If growth oriented governance is the goal, pay design should show how management is rewarded for growth that exceeds the cost of capital. Boards should also disclose material board voting outcomes and deliberative concerns. In many companies, board minutes are so brief that they do not evidence serious debate, challenge, dissent, or resolution of concerns. We recommend that the Code encourage companies to disclose the approve/oppose ratio on key board resolutions, summarize key concerns raised, and explain how management and the board addressed those concerns. This would reinforce board effectiveness without requiring publication of confidential deliberations. We recommend that Principle 3.1 in the final Code should address komon and sodanyaku roles. Former executives who remain as advisers may continue to influence management without the accountability of directors or executive officers. Companies should disclose all former executives serving as consultants, komon, sodanyaku, senior advisers, or equivalent roles, including their compensation, duties, reporting lines, office access, and involvement in management or board matters. Such roles should be limited to one year after the end of board service unless the company provides a clear, shareholder-facing rationale. 【Oasis Management Company Ltd.】	基本原則３は、ガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むことを求めています。 具体的な開示の在り方については、各社の置かれた状況に応じて適切に判断されることが期待されます。 なお、過去に代表取締役社長等であった者が、取締役等の会社法上の役員の地位を退いた後、引き続き、顧問、相談役といった何らかの役職に就任し、又は何らか会社と関係する地位にある場合には、コーポレートガバナンス報告書において、それぞれの者ごとに、氏名、役職・地位、業務内容、勤務形態・条件等を記載する必要があります。記載事項の詳細は、コーポレートガバナンス報告書の記載要領をご参照ください。 原則３－１（３）においては「経営陣・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続」が、原則３－１（４）においては「経営陣の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続」が開示事項とされています。上場会社においては、基本原則３及びその解釈指針並びに原則３－１の趣旨・精神に照らし、利用者にとって有益な記載となるよう、開示・情報発信を充実させることが期待されます。 General Principle 3 states that companies should strive to actively disclose information beyond what is required by law, including non-financial information related to governance. Accordingly, companies are expected to exercise appropriate judgment regarding disclosures depending on each company's specific situation. When a former representative director retires and assumes or continues in an advisory role—such as a consultant (*komon*) or senior adviser (*sodanyaku*)—companies must disclose the individual's name, position, duties, and employment conditions in their Corporate Governance Reports. For further details, please refer to the disclosure guidelines for the Corporate Governance Report. Principle 3.1 (3) specifies "board policies and procedures in determining the remuneration of the management and directors" and Principle 3.1 (4)

358	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。 「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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	specifies “board policies and procedures in the appointment/dismissal of the management and the nomination of directors and *kansayaku* candidates” as disclosure items. Companies are expected to sufficiently provide information that is useful to users in light of the aim and spirit of General Principle 3, its Interpretive Guidance, and Principle 3.1.
359	（４）の「取締役会が経営陣の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うにあたっての方針と手続き」について、末尾に「（選任基準含む）」を追記し、「取締役会が経営陣の選解任と取締役・監査役候補の氏名を行うにあたっての方針と手続き（選任基準含む）」とすべき。 「方針と手続き」のみでは取締役等の指名に関する形式的な側面しか開示されず、取締役会がどのような経歴・能力の人物を必要とし、なぜその候補者が適任と考えたのかについて対外的に示すためには、選任基準を明示すべき。 【Market Forces Limited】	
360	We encourage more comprehensive disclosure of executive remuneration frameworks and structures, beyond the policies and procedures referenced in Principle 3.1, to ensure investors have a clear understanding of pay design and its alignment with long-term value creation. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
361	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。 基本原則３は、ガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである旨を示しています。 具体的な開示の在り方については、各社の置かれた状況に応じて適切に判断されることが期待されますが、従前開示していた事項を開示しなくなった理由についても、これを開示することが主体的な情報提供の取組みと評価できる場合もあるものと考えられます。

362	原則３－１（１）に「資本政策」を追記することを提案します。 資本政策は、本来、経営戦略や経営計画と表裏一体をなすものですが、日本においては未だ投資家が納得できるような資本政策の策定や開示が少ないことに鑑み、経営戦略や経営計画を策定するにあたっては必ず資本政策も検討・作成すべきであることを明記することを提案します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 原則４－１において、取締役会の役割・責務として、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たり、「自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示す」べきとされています。
363	（２）は削除すべきである。 （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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第３章　原則３－２　英文開示		
364	英文開示は、原則というべき程の意味があるのか。すでに東証規則でルール化していることからすれば、あえて英文開示の原則を一つ置く意味は乏しく、削除してよいのではないか。他方、現行の CG コードでは財務情報の開示に重点がある点に関して、非財務情報の開示に関する原則を新たに置くことを検討してもよいと考えられるので、英文開示に代えて、非財務情報の開示に関する原則を設けることを検討されたい。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。 有価証券上場規程上、プライム市場上場会社については決算情報・適時開示書類の英文開示が義務付けられたため、これとの重複を排除すべく、改訂前コード補充原則３－１②におけるプライム市場上場会社に関する部分は本改訂で削除されました。 他方、同規程においてはその他の市場の上場会社について英文開示を求める規定はなく、本コードにおける英文開示に関する規定は引き続き重要性が高いと考えられます。 また、非財務情報については、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から「法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべき」旨を基本原則３において示しています。
365	英文開示が「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となる原則に格上げされている（原則３－２）が、英文開示をしないという理由付けは見つけにくい。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	ご意見として承ります。
366	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	本改訂を評価いただきありがとうございます。

	に歓迎する。 　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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	Thank you for your positive evaluation of the revised Code.
367	We welcome the elevation of English language disclosure to a full Principle under the Code. Given the significant participation of foreign shareholders in the Japanese equity market, facilitating access to timely and meaningful information in English is an important element of constructive company and shareholder dialogue and effective exercise of shareholder rights. While we recognize there are regulations mandating English disclosure for financial results and certain timely disclosure items, we believe the upgraded Principle can play an important complementary role by encouraging companies to consider broader English disclosure where appropriate. Wider availability of English materials such as Annual Securities Report and investor presentation s could help facilitate more informed dialogue with foreign shareholders and support long -term value creation, which also aligns with revised General Principle1. 【匿名】	
368	FSA Proposal: Requirement to provide English language disclosure “to the extent reasonable” upgraded to Principle status. Recommendation: We welcome the elevation of English language disclosure to Principle status. However, we believe the provision remains too weak given existing regulatory requirements. Since April 2025, the TSE has already mandated simultaneous Japanese and English disclosure of earnings reports and timely disclosure documents for all Prime Market companies. In this context, the CG Code should now set a meaningfully higher standard. We recommend strengthening Principle 3.2 to require that Prime Market companies provide simultaneous or near simultaneous English translations	ご意見として承ります。 Your feedback has been noted.

	of key governance and shareholder documents, including AGM convocation notices, proxy statements, Annual Securities Reports, and Corporate Governance Reports. The current qualifier “to the extent reasonable” should be removed or significantly tightened, as it risks perpetuating existing gaps in the timeliness and quality of English disclosures. We note that many international investors continue to face material delays between Japanese and English releases of important documents (particularly AGM materials, Annual Securities Reports, and detailed governance disclosures), undermining effective cross-border engagement and decision-making. Despite the TSE’s mandatory English disclosure rules for Prime Market companies, many international investors continue to face material delays in the release of important non earnings documents. According to the TSE’s own survey as of the end of December 2025, while 94.9% of general shareholders’ meeting notices were disclosed in English, the rate of English disclosure for Annual Securities Reports remains very low at 27.5% for Prime Market companies. These persistent gaps in the provision of English-language versions of key governance documents undermine effective cross-border engagement and informed decision-making by global investors. 【Asian Corporate Governance Association】	
369	原則３－２について、「合理的な範囲において」の文言を削除することを要望する。 翻訳技術の進展により、英文開示の負担は大幅に軽減されている。「合理的」の解釈に恣意性が入り得るため、外国人投資家への情報提供に不公平性が生じる懸念がある。 【個人】	
370	本原則の記述からは、英文開示を検討する際、現在の株主構成比率を踏まえるように捉えられ、将来的な株主構成やどのような投資家にアプローチしたいのかといった、前向きな取組みが含まれていないように見受けられます。 本原則において、「自社の株主構成の現状及び将来的な構成といった、株主構成の分散を意識し、合理的な範囲において、英語での開示・提供を進めるべきである」といった表現にすることも一法であると考えます。	ご意見として承ります。

	【日興リサーチセンター株式会社】	
371	議決権は投資家にとって極めて重要な権利であり、国内外の投資家間の情報格差を解消することは不可欠であるため、「とりわけ議決権は投資家にとって極めて重要な権利であることから、議決権行使関連資料（プロキシー資料）については、和文版と同時に英語版も開示するべきである。」と追加すべき。 【一般社団法人　資産運用業協会】	原則１－２解釈指針（iii）において、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、株主総会招集通知の英訳を進めることを、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備の一例として示しています。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第３章　原則３－３　会計監査人		
372	会計監査人及び上場会社は、会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。 コーポレートガバナンス・コードであるので、主語は「上場会社」のみとして、「上場会社は、会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。」が適切と考えます。 【個人】	ご意見として承ります。 原則３－３は、会計監査人と上場会社の双方に対して、「会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行う」ことを求めていますが、会計監査人は、監査等を通じて上場会社が開示する情報の信頼性を確保する存在として、情報利用者である株主や投資家に対する責務を負っていると考えられます。その上で、上場会社において、会計監査人がこのような責務を負っていることの認識を深め、同原則につき、実効的な対応を行うことが期待されます。
373	会計監査人を義務の主体とすることについて違和感がある。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	
374	解釈指針の内容からすると、本原則の主語は、「上場会社」だけ、あるいは「取締役会及び監査役会（監査等委員会、監査委員会を含む。以下本原則において同じ。）」でよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	
375	原則３－３について、コード策定以降、品質その他の不正事案が多数明るみに出ているだけでなく、近時、会計不正事案が増加している中、現行のコードは不正予防や早期発見の視点がかなり弱いことは否めない。コードが企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のための自律的な対応を図ることを企図するにもかかわらず、昨今の不正事案に対して何ら応答しようとせず、企業不正・会計不正の予防や早期発見の重要性についてのメッセージが改訂において何ら示されないとすれば、国内外の投資家の信頼を失いかねないのではないかと懸念する。そこで、例えば、本原則の解釈指針の末尾に	改訂前コード補充原則３－２②で取締役会及び監査役会が行うことが求められていた対応については、適正な監査の確保に向けた適切な対応を実践するための例示として引き続き重要と考えられるため、本改訂では原則３－３解釈指針に移管しました。 また、持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るものであることを踏まえ、本改訂では、内部統制や全社的リスク管理体制の適切な整備に関して、独立した原則（４－４）を新設しました。

	関して、「(vi) 会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立を行うべきであり、例えば日本取引所の上場会社における不祥事対応のプリンシプルや上場会社における不祥事予防プリンシプルをも参考に、迅速かつ的確に対応できる体制の整備を図るべきである。」などの記述についても検討されたい。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご指摘のような、日本取引所グループが策定した「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」や「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」を参考として会社側の対応体制を整備することも、原則３－３及び原則４－４やそれらの解釈指針の趣旨に沿うものと考えられます。
376	原則３－３解釈指針に「監査役（監査役会への出席を含む）」との記載があるが、かっこ書の位置が不適切である。「監査役会への出席」は「監査役」に含まれるのではなく、「監査役との連携」に含まれるものであるため、かっこ書は、後ろの「連携」の後ろに記載すべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、「会計監査人による監査役会への出席を含めた、会計監査人と監査役、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保」に修正しました。
377	原則３－３会計監査人について、監査役会の対応に関する内容が補充原則から解釈指針に移管されているが、様々な企業で粉飾が発生している状況を考慮すると、当該内容はコンプライ・オア・エクスプレインの対象とすべき。解釈指針への移管理由にについて、実質的な対応を促進すべきとされているが、改訂前コードにおける補充原則は遵守状況を投資家が直接チェックできる一方で、解釈指針は企業の説明責任の対象にならない。 監査人の選任・解任プロセスの透明性、監査報酬の妥当性、監査品質の評価方法、監査法人のローテーションや品質管理レビューは、解釈指針に移管されたことで、企業側が実施しなかったとしても説明不要となる。 内部監査部門との連携に関しても解釈指針に移管されているが、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とすべき。 解釈指針に関して、序文に「プリンシプル化・スリム化はこのような目的で行われたものであり、上場会社の対応コスト・開示負担の軽減のみを意図しているわけではない。当該改訂においてコンプライ・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本コードから削除された記載について、当該改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく、上場会社は、このようなプリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待される。」との記載があるが、経営者の責任回避につながるのではないか。 【個人】	ご意見として承ります。 解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれます。 解釈指針で示された内容を必ずしも全て実施することまでは求められませんが、上場会社は、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に照らした対応を行うことが期待されます。 改訂前コード補充原則３－２①は、「適正な監査の確保に向けた適切な対応」（原則３－３）を実践するための例示を含むため、改訂版コード原則３－３解釈指針に位置づけ、より実質的な対応を促進することが適切と考えられます。 改訂前コード原則４－４のうち、「監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でない」旨は、監査役・監査役会の役割・責務（改訂版コード原則４－６）の考え方を含むため、改訂版コード原則４－６解釈指針に位置づけ、より実質的な対応を促進することが適切と考えられます。

		改訂前コード補充原則４－３④は、内部統制や全社的リスク管理体制の整備（改訂前コード原則４－３の内容を移管した改訂版コード原則４－４）を実践するための具体策を含むため、改訂版コード原則４－４解釈指針に位置づけ、より実質的な対応を促進することが適切と考えられます。
378	今回の改訂では、会計監査人に対する規律を定めた改訂前コード補充原則３－２①（監査役会による外部会計監査人の適切な評価基準の策定と独立性・専門性を有しているかの確認）及び同３－２②（高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保その他外部会計監査人と監査役等との連携強化）がなくなり、解釈指針へ移行している。しかしながら、グロース市場上場企業のみならず大手のプライム市場上場企業の会計不正が相次いでいる現況を鑑みると、監査役会等による会計監査人の品質評価や監査役等との連携強化は、従来以上にガバナンス体制強化にとり重要性を増していると思われる。従って、この２つの補充原則に記載されている会計監査人の評価基準確定・品質評価及び監査役等との連携強化については、基本原則３に盛り込み、コンプライ・オア・エクスプレインの対象として外部から対応チェックをより受けられる状況にすることを提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	改訂前コード補充原則３－２①で監査役会が行うことが求められていた対応、並びに改訂前コード補充原則３－２②で取締役会及び監査役会が行うことが求められていた対応については、原則３－３の「適正な監査の確保に向けた適切な対応」を実践するための例示を含むため、同原則の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられることから、原則３－３解釈指針に移管したものです。 本改訂においてコンプライ・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等について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではなく、上場会社は、プリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、本コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。
379	「高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保」が取締役会・監査役会の責務とされている。現在、会計監査人による監査では、AI 活用等も通じた効率化も目指されており、必ずしも監査時間が高品質な監査を保証するような議論を会計監査人としているわけではない。本項目は不要ではないか。 【三井物産株式会社】	ご意見として承ります。
380	We welcome the strengthened expectations regarding audit oversight and independence, which support confidence in financial reporting and governance. This consultation provides an opportunity to further consider guidance on auditor tenure and independence, including how boards and kansayaku assess the implications of long-standing audit relationships. Regular structured evaluations of audit quality, covering independence, robustness of challenge, and effectiveness, could also be encouraged. Further consideration could be given to transition planning in the context of auditor rotation, alongside enhanced disclosure of audit firm and key partner tenure. These measures would improve transparency and support investor	本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則３－３においては、「適正な監査の確保に向けた適切な対応」を促進しており、具体的な対応の在り方については、各社の置かれた状況に応じて適切に判断されることが期待されますが、監査人の交代に伴う移行計画、監査人の在任期間といった点も、適切な対応を行うに当たっての一つの観点となり得ると考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Principle 3.3 promotes taking appropriate steps to secure the proper execution of audits. Companies are expected to exercise appropriate

	assessment of audit quality and independence over time. 【GAM Investments】	judgment regarding specific initiatives, depending on their specific circumstances. These initiatives may include developing a transition plan when changing auditors and determining the appropriate duration of the auditor's contract period.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第３章　その他		
381	本改訂案は、プリンシプルベース・アプローチの再徹底およびコードのスリム化を通じて、企業の形式的対応から実質的対応への転換を促そうとする点において高く評価できる。また、非財務情報の重要性や株主との建設的対話の強化を明確に位置付けた点も、近年の投資家ニーズを踏まえた適切な方向性であると考える。 一方で、更なる改善の余地があると考える。 非財務情報の「質」に関する要請が十分に明示されていない点について、改訂案においては非財務情報の開示充実が求められているが、実務上は依然として定性的・説明的な記述にとどまり、投資家の意思決定に資する水準に達していない事例も多い。したがって、非財務情報については、KPI との連動、財務情報との接続、経営戦略との整合性といった観点から、その有用性を高める方向での開示を促す旨をより明確にすべきである。 非財務情報開示と企業価値との関係については、近年実証研究の蓄積も進みつつある。今後はこうした知見も踏まえつつ、制度設計と実務の双方において更なる高度化が図られることを期待したい。 【株式会社福田総合研究所】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 基本原則３では、「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべき」こと、また「取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべき」ことが示されています。 また、非財務情報については、その解釈指針において、「ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある」ことが示されています。 非財務情報の有用性を高める開示に当たっては、ご指摘のような観点も含まれ得るものと考えられますが、具体的にどのような開示を行うかは、基本原則３及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社が自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
382	第３章の情報開示に、投資家の投資判断に影響を与える様々なイベントが発生した際に速やかに情報を開示する「適時開示の重要性」を追加（原則の追加または解釈指針の追加）していただくことを要望します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	基本原則３及びその解釈指針においては、法令に基づく開示、及びそれ以外の開示の重要性を示しているところ、これらにはご指摘のような適時開示の重要性も含まれるものと考えられます。

第４章　取締役会等の責務

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　基本原則４		
383	「企業戦略等の大きな方向性を示すこと」につき、以下の理由から「大きな」という修飾語を削除し「方向付け」とすることを提言する。「大きな」の削除が困難な場合は、解釈指針で「重要な戦略的意思決定・資本配分・M&A・主要な事業の開始・撤退等を含む」と例示的に定義することを代替案として提案する。 ① 「大きな」方向付けに該当するかは各社の裁量に委ねられており、「大きな方向付け」という表現は、取締役会の関与を大局的・抽象的な方向性に限定することにより意思決定が構造的に不十分となる懸念があること。 ② 改訂原則４－８で独立社外取締役の監督機能が前面化され、有事における意思決定の主体の役割も求められている。しかし取締役会の役割が「大きな方向付け」にとどまれば、独立社外取締役が個別の重要戦略判断（M&A・大型投資・事業撤退等）に実質的に機能しない恐れがあること。 ③ 英国をはじめ主要な国際的なコーポレートガバナンス・コードにおいて、取締役会の戦略への関与は「方向付け（setting direction / determining strategy）」と表現されており、「大きな」に相当する限定修飾語は置かれていないこと。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご意見として承ります。
384	（２）の「適切なリスクテイクを支える環境整備」について、「適切なリスクテイクを伴う意思決定が行われる環境整備」とすべき。 経営陣がリスクテイクするように求めるのが取締役会の役割ではなく、適切な意思決定を行うこと、そのような環境を整備することが取締役会の役割である。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。
385	「こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員	ご意見として承ります。 改訂前コードの基本原則４のご指摘の記載は、実務上理解が進んである程

	会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。」はパブコメ案では削除されているが、これができていない会社における会計その他の不正事案が続発している。また、未だにPBR１倍割れ企業が３社に１社存在し、円安を考慮すると見かけほど実質的な企業価値は上がっていない。このような状況にあることを考慮し、役員に自覚を促すためにその役割と責務を強調するには、当該記載は基本原則４から削除すべきではない。 「取締役・監査役は、株主によって選任され、株主に対して受託者責任を負うことを認識し、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。」との記述は、コーポレートガバナンス・コードの精神を体現している原則であり、解釈指針に格下げすべきではないと考える。 「取締役会の在るべき姿は、自らが構築した成長の道筋や会社を取り巻く状況によって変動するものであり、取締役会と経営陣の役割分担の在り方も各社の実情によって異なり得る。取締役会は、このような観点を踏まえ、取締役会の在り方について不断に検討を行うべきである。」との記述が解釈指針に追加されているが、不正防止はどのような会社、どのような経営状況であったとしても絶対に必要なものであり、これに対する責任回避につながり得る一文のように思える。 【個人】	度浸透したと考えられるため削除しました。他方で、序文第10項において、本コードの適用に当たっては、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行うことが想定される旨が記載されています。 改訂前コード原則４－５の内容は、取締役会等の責務（基本原則４）の前提となる取締役・監査役等の受託者責任を規定するものであることから、基本原則４の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進するため、一部修文の上で基本原則４解釈指針に位置づけています。 また、取締役会の在るべき姿は各社の状況によって異なり得ることから、その趣旨を解釈指針に記載していますが、かかる記載は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に反するような取締役会の在り方を許容するものではありません。 また、内部統制や全社的リスク管理体制の重要性を踏まえ、本改訂においては、原則４－４において独立した原則として特筆しています。 なお、解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、上場会社は、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に照らした対応を行うことが期待されます。
386	（＜改訂案＞として、改訂原案に対して下線にて当会意見に基づく修正をした案を記載する。） 上場会社は、通常、会社法が規定する機関設計のうち主要な３種類（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）のいずれかを選択することとされているが、いずれの機関設計を採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。<u>それゆえ、機関設計の選択について取締役会で十分な議論を行い、その結果採用した機関設計におけるガバナンス機能について自社において有効である理由を説明することが望ましい。</u> 改訂案基本原則４解釈指針の第３段落に、取締役会において機関設計の選択に関して十分に議論すること及びその結果採用した機関設計におけるガバナンス機能について説明することが望ましい旨を追加する。	ご意見として承ります。 機関設計の選択について取締役会で十分な議論を行うことや、その結果採用した機関設計におけるガバナンス機能が自社において有効である理由を説明することは、実効的なコーポレートガバナンスを実現する上で重要と考えられます。 基本原則４解釈指針に示されているとおり、いずれの機関設計を採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることであり、取締役会の在り方について不断に検討を行うべきである旨も併せて示されています。各社において、基本原則４及びその解釈指針を踏まえ、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されますが、これにはご指摘のような観点も含まれ得ると考えられます。

	監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行する会社が増加している中で、取締役会の活性化や監督機能の強化、意思決定の迅速化といった理由が述べられているが、なぜ移行すればそのようになるのかは具体的には不明なことが多い。なお、移行のメリットについては、社外取締役の人数確保（社外監査役からの横滑り）が比較的容易であるという点が明確に挙げられるが、これを前面に押し出しての説明は躊躇われるのかもしれないと考察する。一方、監査役会設置会社に留まる会社も、以前からそのような機関設計であるからという消極的な理由のみで、特に変更すべき積極的理由もないからだろうと思われる例も多い。そのような風潮に一石を投じるという意味からも、機関設計の変更（変更しないことも含めて）という重要な決定について十分に議論し、その結果採用した機関設計において、それぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させるために、どのような創意工夫が施されているかの説明を求めることは有意義と考える。 【一般社団法人監査懇話会】	金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
387	解釈指針において、「上場会社は、通常、会社法が規定する機関設計のうち主要な３種類…のいずれかを選択する」との記述がありますが、上場会社においては、有価証券上場規程により上記３種類のいずれかの選択を強制されているため、これら以外の選択の余地はないように思われますが、「通常」でないケースはどういう場合で、その場合の機関設計はどのようなものを想定しているのでしょうか。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	現行制度においては、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社以外の特定の機関設計を想定するものではありません。
388	取締役会が基本原則に掲げられた役割・責務を果たすためには、機関投資家による一律の議決権行使基準により取締役の選解任を判断するのではなく、中長期的な企業価値の向上に貢献しているかどうか事業特性を踏まえて判断すべきと考えるがいかがか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	基本原則４では、取締役会が株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえた上で、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、その役割・責務を適切に果たすべきであること、またその解釈指針において、取締役は株主によって選任され、株主に対して受託者責任を負うことを認識し、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきであることが示されています。 また、株主総会における権利行使について規定する原則１－２解釈指針では、株主総会は株主にとって議決権行使等を通じて上場会社に対して直接意見を発信することができる数少ない機会であり、株主との建設的な対話を行うことができる場の一つであることを踏まえ、上場会社は、株主総会におい

		て株主が適切な判断を行うことができるよう、株主の視点に立って適切な環境整備を行うべきである旨が示されています。 　他方で、基本原則１解釈指針では、スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことが求められており、上場会社にとっても、株主と対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である旨が示されています。 　上場会社において、本コードにおけるこれらの原則等の趣旨・精神を踏まえた対応を行っていただくとともに、本コード及びスチュワードシップ・コードの下、必要に応じてご指摘のような事業特性の観点も踏まえながら、投資家と上場会社との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　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		
389	当社は、長期的視点を有するグローバル投資家として、日本企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を重視した投資を行っている。また、企業との建設的な対話を重視しており、金融庁や東京証券取引所によるコーポレートガバナンス改革の取組みにも深い関心を持っている。本改訂案は、日本企業の資本効率と企業価値向上を一層促進する観点から、重要な意義を持つものと評価している。 　今回の改訂案において、現預金のみならず金融資産や実物資産といった経営資源についても、成長投資等に有効活用されているかを取締役会が継続的に検証すべき旨が解釈指針に盛り込まれた点は極めて重要である。取締役会がこれらの資産の必要性、効率性および資本コストとの関係を十分に検証し、その考え方を開示することは、企業価値向上の観点から不可欠であると考える。 　特に、資本配分の在り方については、資本コストを踏まえたキャピタル・アロケーション規律（capital allocation discipline）を明確にし、成長投資、株主還元、財務健全性の確保といった要素のバランスのみならず、資産の入替や売却（ダイベストメント）を含めた資本の再配分について、取締役会が	本改訂を評価いただきありがとうございます。 　当取引所としては、本改訂を契機として、各社における経営資源の配分に関する検討や、開示を通じた投資家との実効的な対話の推進につながるよう、「資本コストや株価を意識した経営」の要請等を通じて、各社の取組みを後押ししていくことが重要であると認識しています。 　2026 年４月には、「『資本コストや株価を意識した経営』に関する要請のアップデート」を公表し、「経営資源の適切な配分」を中心とした投資家の期待や、企業における取組みのポイントを示していますので、ご指摘を踏まえ、この内容が企業に適切に周知されるよう、啓発を引き続き進めてまいります。 　今後も各社における対応状況のフォローアップや、投資家からのフィードバックの把握に努めるとともに、投資家との実効的な対話の一層の促進に向けて、企業から投資家への期待や要望等を収集し、整理・周知することも予定しています。こうした施策を通じて、各社の取組みを後押ししてまいります。

	主体的に検討することが重要である。投資効率が十分でない資産（政策保有株を含む）を長期にわたり保有し続ける場合には、その合理性について株主に対して明確な説明が行われるべきである。また、企業が保有する現預金の水準についても、事業戦略やリスク管理の観点から必要な水準を明確に示し、資本コストや資本効率を踏まえた検証が行われることが望ましい。 　さらに、企業価値向上の観点からは、取締役会が資本コスト、資本効率および株価を十分に意識した経営の監督を行うことが重要である。特に独立社外取締役は、少数株主の利益を代表する立場から資本配分や経営戦略について実質的な議論を行うことが期待される。加えて、国際的なベストプラクティスに照らせば、取締役会議長を含む独立社外取締役が、重要なガバナンス課題について株主との対話に応じる体制を整えることは、説明責任の向上と対話の質の向上の観点からも有益であると考えられる。また、企業が資本配分の考え方や企業価値向上に向けた戦略を明確に開示し、投資家との建設的な対話を深化させていくことが重要である。 　グローバル資本市場の観点から見ると、資本コストを意識した経営、明確な資本配分方針、取締役会による実効的な監督は、企業価値向上のための基本的な要素として広く共有されている。日本企業がこうした視点をより明確に経営に取り入れ、投資家に対して説明していくことは、国際的な投資家からの信頼と評価を高める観点からも重要である。また、資本コストを意識した経営と適切なキャピタル・アロケーション規律は、市場規律（market discipline）を通じて企業価値向上を促す重要な要素でもある。加えて、こうした取組みを制度的にも明確に位置付けていくことは、日本市場の国際的な競争力を高める観点からも重要であると考える。 　東京証券取引所が推進する「資本コストや株価を意識した経営」の取組みは、企業が資本コスト、資本収益性および市場評価を踏まえた経営を行うことを促すものであり、日本企業の資本効率および企業価値向上を推進する上で極めて重要な役割を果たしていると評価している。同取組みは、中長期的な経営方針、資本配分の考え方、保有資産の最適性、取締役会による監督といった点について、投資家の視点を踏まえた具体的な検討と開示を促している点に特徴があり、コーポレートガバナンス・コードが掲げる企業価値向上や株主との建設的対話といった原則とも強く整合するものである。 　コーポレートガバナンス・コードが原則ベースの枠組みとして方向性を示	

	す一方で、東京証券取引所の同取組みは、資本コストや資本効率を踏まえた経営を実践するための具体的な視点や実務的な指針を提示している。この点を踏まえ、「資本コストや株価を意識した経営」に関する取組みを、コーポレートガバナンス・コードの趣旨を具体化する補完的なガイドラインとして位置付けることや、名称を含めてコードとの関係をより明確に整理することは有益であると考える。 　このような制度的整理が進むことは、企業による資本コストを意識した経営の実践と、投資家との建設的な対話の深化に資すると考える。当社としても、グローバルな長期投資家として、企業との建設的な対話を通じ、日本企業の持続的な成長および企業価値向上の実現を引き続き支援していきたいと考えている。 【ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント株式会社】	
390	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend: ・　Clearer expectations on capital allocation discipline Encourage disclosure of post investment review processes and hurdles tied to cost of capital. 【Robeco】	原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。 　また、原則４－２（２）では、取締役会は、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を求めており、その解釈指針においては、取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、不断に検証を行うべき旨が示されています。 　なお、企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを十分に意識した経営資源配分が重要であるとの観点から、原則４－１では、資本コスト・収益力・資本効率等を考慮要素として記載しています。 　また、原則４－１では「説明を行うべき」としている一方、原則４－２では「不断に検証を行うべき」としており、原則４－２では検証内容の説明・開示までは求めていません。原則４－１と原則４－２は連続性のある内容で
391	[Opinion] 　Capital policy and the cost of capital are central issues that define the preconditions for corporate value creation and should therefore remain subject to accountability at the level of principles. [Reasoning] 　The cost of capital is often discussed merely as an expected rate of return. In reality, however, it should be understood as a concept determined by both the amount of capital retained and the level of return expected in relation to that capital. 　Moreover, the cost of capital should not be understood solely as a rate, but as the aggregate cost effectively borne in relation to the entirety of capital held by the company, and its appropriateness should be assessed in relation not only to capital structure itself but also to sales generation and profitability. 　Accordingly, where a company retains excessive capital, the aggregate	

	cost of capital may increase even if the rate itself appears appropriate, thereby potentially impairing corporate value. Nevertheless, current disclosure practices continue largely to discuss the cost of capital only as a rate, while providing insufficient explanation regarding the appropriate level of required capital or the overall appropriateness of the balance sheet. Similarly, merely presenting a formal comparison between ROE and COE is insufficient if the underlying assumptions regarding capital structure are not adequately explained. [Suggested Amendment] The relevant provisions concerning the cost of capital should require companies to explain matters such as “the appropriate and necessary level of capital”, “the rationale underlying capital structure”, and “the treatment of surplus capital”. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	あり、経営資源の配分等に関する PDCA サイクルの中で、現状の配分の適切性の検証に基づき、今後何を実行するのかが決定され、それを具体的に説明する中で、過去の検証結果も必要に応じて間接的に説明がなされ得るものと考えられます。 自らの置かれた状況に応じて、このような原則４－１及び原則４－２の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、具体的な説明や検証の在り方は各社の自律的な判断に委ねられますが、必要に応じて、ご指摘のような経営資源の配分等のレビュープロセスや資本コストを踏まえた基準等の開示を行うことも考えられます。 Principle 4.1 states that when the board establishes and discloses business strategies and business plans, it should seek growth and present earnings plans and capital policies while identifying the company’s cost of capital. Furthermore, it states that the board should present targets for profitability and capital efficiency, and provide explanations to shareholders regarding specific measures related to the allocation of business resources, such as growth investments and business portfolio reviews. Additionally, Principle 4.2 (2) states that the board should persistently review whether the allocation of the company’s business resources is appropriate in light of its disclosed business strategy and business plan created with the aim of achieving growth. Its Interpretive Guidance also states that based on its business strategies and plans, the board should persistently review the allocation of the company’s business resources that support appropriate risk-taking and that lead to sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. Principle 4.1 specifies the cost of capital, profitability, and capital efficiency as factors to consider. This assessment supports the allocation of business resources while conscious of the cost of capital, ultimately meeting the expectations of stakeholders (including shareholders) and achieving sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. While Principle 4.1 states that the board should explain, Principle 4.2 states that the board should persistently review and does not mention the

		explanation or disclosure of the assessment results. Principles 4.1 and 4.2 are intertwined. When running the PDCA cycle for business resource allocation, companies can indirectly explain past assessment results as necessary, while specifically detailing what they will determine and execute based on their assessment of the current resource allocation's appropriateness. Each company determine how to specifically explain or conduct assessments based on its own judgment and unique situation, provided its actions remain consistent with the aim and spirit of Principles 4.1 and 4.2. These actions could include the review process for business resource allocation and the disclosure of specific standards based on the cost of capital.
392	Our company is an institutional investor that has accepted Japan's Stewardship Code. We regularly "seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies," as outlined in Principle 4. To that end, we sometimes seek to contribute to the deliberations of management teams and boards on capital allocation by sharing our perspective on the most effective use of capital. In our view, disciplined capital management plays a critical role in preserving and enhancing long-term shareholder value. Improvements in this area can help both to increase a company's intrinsic value and to close the gap between its share price and intrinsic value, thereby furthering our clients' interests by enhancing their risk-adjusted returns. Our comments therefore focus on revised Principle 4.1 and the framing of capital allocation within the proposed revised Code. We welcome the proposed inclusion in revised Principle 4.1 of the requirement for boards to oversee business strategy by setting earnings plans and capital policies with reference to the cost of capital. We also welcome the Interpretive Guidance to revised Principle 4.2, which encourages boards to review whether "business resources, such as financial assets like cash and real assets" are being utilised efficiently. We agree that cash holdings should not be categorically rejected where a company can	ご意見として承ります。 本改訂では、取締役会の役割・責務としての成長投資に向けた取組みの重要性を強調していますが、原則４－１解釈指針にも示しているとおり、中長期的に企業価値を向上させる観点からは、自社の収益性・資本効率・資本コストや成長可能性及びそれらを踏まえた自社の成長フェーズ、機会コスト等を十分に考慮する必要があり、これらの観点を考慮することなく常に成長投資を行うことを求めるものではありません。 また、パブコメ案の公表時及び改訂版コードの公表時に当取引所及び金融庁が公表した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」において示しているとおり、経営資源の配分に当たっては、自社の資本収益性、資本コストとともに、自社の成長フェーズや機会コスト等の様々な要素を考慮した上で、多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要があります。また、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。 各社において、これらの趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 We appreciate your valuable comments. The revised Code emphasizes the board's role and responsibilities

	demonstrate a clear necessity and rationale, provided that they are subject to the same cost-of-capital and opportunity-cost discipline as any other use of capital. However, we are concerned that the framing of revised Principle 4.1, with its emphasis on achieving growth through investment and business-portfolio review, risks creating an implicit preference for growth investment over other legitimate uses of capital, including shareholder returns. In our view, the following statement from the explanatory paper published by the FSA and TSE accurately describes the responsibility of management teams and boards: "When allocating business resources, it is also necessary to consider resource allocation strategies that balance various investments and shareholder return, taking into account profitability and the cost of capital, as well as other factors, such as the growth stage and opportunity costs." [Source: Page 2 of The Revised Corporate Governance Code to Promote Growth Investments, published by the FSA and TSE on 10 April 2026] In different situations, different capital allocation strategies will be most likely to achieve a sustainable long-term increase in corporate value per share. Investment creates shareholder value only where expected returns exceed the cost of capital and compare favourably with alternative uses of capital. Because the relative attractiveness of competing uses of capital changes over time, boards need a flexible, dynamic framework rather than a presumption in favour of any single use of capital. Where a company lacks attractive reinvestment opportunities, shareholder returns can also support efficient capital allocation by allowing investors to redeploy capital to higher-return opportunities elsewhere in the economy. This is particularly relevant in Japan, where the starting point has been excessive cash retention by many companies. Given that context, we recognise that the emphasis on growth investment in revised Principle 4.1 reflects a deliberate attempt to promote investment that earns returns above the cost of capital, rather than hoarding cash unproductively. We support that objective. However, in our view, the most	regarding growth investments. As stated in the Interpretive Guidance for Principle 4.1, to increase mid- to long-term corporate value, the board should consider the company's profitability, capital efficiency, cost of capital, and growth potential, alongside its growth stage, opportunity costs, and other factors. The revised Code does not mandate growth investments that disregard these elements. As stated in the document "The Revised Corporate Governance Code to Promote Growth Investments" which the TSE and FSA published along with the revised Code, when allocating business resources, it is also necessary to consider resource allocation strategies that balance various investments and shareholder returns, taking into account various factors. As long as companies can demonstrate a necessity and rationale, maintaining an appropriate level of cash can be considered as one approach to business resource allocation. Companies should implement their own measures based on their specific situations in light of the aim and spirit of the Code.

	effective response to excessive cash hoarding is not a presumption in favour of investment, but rather a requirement that boards justify all capital allocation decisions, including the retention of cash, against the cost of capital and available alternatives. A balanced framework that explicitly includes shareholder returns alongside growth investment does not weaken the case against excessive cash hoarding. Instead, it strengthens the principle that no use of capital is automatically preferred over another. We therefore encourage the FSA and TSE to reflect the above language from their explanatory paper within revised Principle 4.1 to help shape board behaviour and stewardship expectations. Specifically, we suggest adding a sentence to revised Principle 4.1 stating that: “The board should consider resource allocation strategies that balance various investments, the retention of cash, and shareholder returns, taking into account profitability and the cost of capital, as well as other factors, such as the growth stage and opportunity cost.” This would empower management teams and boards to prioritise the capital allocation strategy they consider most appropriate for the company’s specific circumstances, rather than defaulting to any single use of capital. We submit that combining this flexibility with a rigorous cost-of-capital framework is the most effective way to promote sustainable long-term increases in corporate value per share – and, in aggregate, more efficient capital allocation across the economy. 【Orbis Investments】	
393	Strategic Direction, Business Strategy and Long-Term Value Creation We welcome the strengthened emphasis in Principle 4.1 and related Interpretive Guidance on the board’s role in setting strategic direction and articulating a clear “path for growth toward corporate goals”. The focus on growth investments and long-term value creation helpfully underscores the importance of proactive board engagement on these topics in the context of strategy and business planning. That said, we believe further clarification would be helpful to make clear that boards are expected to give proper consideration to the full range of available capital allocation options in	

	exercising this role – including shareholder returns, such as share buybacks – where growth investments do not meet return thresholds, or where alternative uses of capital may represent a more efficient allocation. This would ensure that the Board understands that “growth toward corporate goals” can embrace more than just the shape and direction of the corporate enterprise but can also include returning value to shareholders. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
394	We welcome the clearer articulation of the board’s role in setting growth strategy, overseeing capital policy and supervising growth investments. We recommend that the Code balances growth with returns and capital efficiency and discourages targets that focus solely on absolute revenue and profit growth without considering returns. It is important for boards to test management proposals for M&A and new investments against cost of capital and expected returns. 【T. Rowe Price International Ltd】	
395	本コードを通じて懸念を持つのは、原則４－１に代表される成長の後押しです。もちろん成長は必要であり、投資家も企業に成長を促していますが、大切なのは企業価値の向上につながる「適切な成長」であり、無理な成長や実力を超えた拡大戦略は却って企業価値を損ねる可能性があることを強調しておきたいと思います。自社のリソースと戦略分析を通じて企業価値を高める成長が可能であると考えるならば成長投資は必要ですが、成長につながる経営戦略が見つからないのであれば還元に回すべきというのが基礎的な考えです。原則４－１の４行目は単に「成長の実現を目指し」ではなく、「企業価値向上につながる成長」であることを明示していただくことを要望します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	本コードは、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を狙いとしています。また、基本原則４では、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すべく、取締役会の役割・責務を適切に果たすべき旨を示しています。 原則４－１では、取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、それに向けた成長の道筋を構築するなど、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきこと、また取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。また、その解釈指針において、取締役会は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、自社の成長フェーズ等を十分に考慮した上で、経営戦略や経営計画、それを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである旨が示されています。
396	“…with the aim of achieving growth, the board should articulate their earnings plans and capital policies taking into account the cost of capital, present targets for profitability and capital efficiency, and explain specific measures that will be taken in order to achieve growth related to allocation of business resources…” [Added, combined and organised provisions covering the same issue]	

	We support the emphasis on long-term strategy. However, the current drafting, its combination with Principle 4.2 and the Interpretive Guidance, risks presenting growth as the primary objective of listed companies, rather than corporate value creation. Growth, in itself, is not synonymous with value creation. Capital allocation discipline, including the appropriate balance between reinvestment and shareholder returns, is fundamental. Companies should not be trying to grow in areas where they have no ex-ante “right to win” and no ex-ante business case to earn at least their cost of capital. A board that pursues growth at the expense of returns on invested capital diminishes shareholder value and risks diverting scarce resources to poor economic outcomes. If permitting and encouraged, this would ultimately undermine national competitiveness and -interest. The strong momentum Japan has built in improving capital efficiency risks being undermined if growth is elevated as an end in itself. Suggested wording: “…with the aim of enhancing corporate value, the board should articulate their earnings plans and capital policies taking into account the cost of capital…and explain specific measures that will be taken in order to enhance corporate value related to allocation of business resources…” 【M&G Investments】	各社において、本コードの狙いや原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 The Code aims to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. General Principle 4 states that the board should appropriately fulfil its roles and responsibilities to achieve this sustainable growth and increased corporate value. Principle 4.1 states that the board should view the establishment of corporate goals (e.g., business principles) and the setting of strategic directions—such as creating a path for growth toward those goals—as major aspects of its roles and responsibilities. The board should also engage in constructive discussions with respect to specific business strategies and business plans. Principle 4.1 also states that when the board establishes and discloses business strategies and business plans, it should seek growth and present earnings plans and capital policies while identifying the company’s cost of capital. Furthermore, it states that the board should present targets for profitability and capital efficiency. It must provide explanations to shareholders regarding specific measures related to the allocation of business resources, such as growth investments and business portfolio reviews. In addition, the Interpretive Guidance for Principle 4.1 states that the board should provide clear and logical explanations to shareholders regarding specific measures taken to achieve their business strategies, business plans, and capital policies. These explanations must take into account the company’s growth stage and other factors to increase corporate value over the mid- to long-term. Ultimately, companies should implement their own measures based on their specific situations in light of the aim and spirit of the Code, Principle 4.1 and its Interpretive Guidance.
397	鉄道事業は公共交通機関として持続的な交通サービスの提供が会社の目指すところ（経営理念等）となり得る。こうした持続的・安定的な交通サー	本コードは、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を狙いとしています。

	ビスを時代に則して工夫しながら地域社会へ提供し続けていくこと自体が「成長」に含まれると解して良いか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	原則２－１においても示しているとおり、上場会社においては、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、そのような観点から経営理念を策定すべきと考えられます。 その上で、上場会社が常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところ（経営理念等）に向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があることから、本改訂では、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組みの重要性を強調しています。会社の目指すところ（経営理念等）やそれに向けた成長の道筋、成長の道筋を踏まえて策定する経営戦略や経営計画の在り方は、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異なり得ることから、資本効率等に関する目標をどのように設定するか、どのように事業特性を勘案するか等も含め、各社において原則４－１の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 上記のとおり、会社の目指すところ（経営理念等）やそれに向けた成長の道筋、経営戦略や経営計画はいずれも中長期的な企業価値の向上を図ることを目的とするものであるため、上場会社においては、自らが行う事業や投資等が中長期的な企業価値の向上に繋がることを説明する必要があると考えられます。
398	例えば、ROE 目標など会社の事業特性等を踏まえた現実的・合理的な目標を設定すべきという理解でよいか。また、収益が公共料金として一定の規制を受けている事業等は、経営戦略や経営計画の策定にあたって、そうした事業特性を勘案することも趣旨に含まれると解してよいか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	
399	鉄道事業においては、老朽化した既存設備の維持･更新や大規模災害に係る復旧も安全運行等の観点から重要な投資である。こうした大規模投資は「（ｉ）投資対象を自社の内部に求めるのか（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）」に含まれるか。また、上場会社による自社従業員の給与等の待遇改善についても、人的資本に対する投資に含まれると解してよろしいか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	
400	解釈指針について、「資本その他の経営資源を適切に配分すべきである。<u>その際、自社株買いや増配といった資本効率の向上のみを目的とした一過性の対応とならないよう留意すべきである。</u>」と修文すべき。 2023 年３月末に公表された東証要請においても、同様の一文が記載されていたが、当該内容が必ずしも周知されていないため、改めて解釈指針において周知を図るべき。 このような考え方は、高市総理の参議院予算委員会での発言（令和７年 11 月 14 日）にも即している。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。 企業が、常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があります。また、経営資源をどのように振り向けるかは企業の経営判断に属するものですが、持続的な成長と中長期的な企業価値の創出のためには株主をはじめとするステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることも踏まえ、専ら株主還元に頼るなど短期目線でふるまうのではなく、中長期的な企業価値の向上に向けた成長投資等の取組みを行うことが期待されます。 これらの内容は、パブコメ案公表時及び改訂版コード公表時に当取引所及

		び金融庁より公表した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に記載されています。
401	当該原則には従前の表現に加えて、資本コスト経営の思想を色濃く反映した説明が付されている。これを受けた解釈指針も、取締役会が取り扱うべき論点を具体的に列挙し、説明している。 取締役会は当該原則の示す役割・責務の遂行を目的とし、そのために組成・運営される会議体であることを再確認すべきである。 取締役会実効性評価においては、形式や手続きに拘らず、当該原則を含む基本原則４（取締役会等の責務）全体の到達度を測定すべきである。 取締役会はその役割・責務を果たすために、当該社のガバナンスおよび経営の諸課題に対応する独自のスキルマトリックスを整備し、指名委員会等による人選プロセスを監督すべきである。 【一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会】	ご意見として承ります。 基本原則４では、上場会社の取締役会の役割・責務のうち特に重要なものを列挙しつつ、これらを適切に果たすべきであることが示されています。取締役会がその役割・責務を果たすに当たっては、自社の取締役会の在るべき姿を見据えることが重要であることから、その趣旨をその解釈指針に記載しています。 取締役会の実効性評価については、原則４－13 及びその解釈指針において示しており、当該原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社の置かれている状況に応じて、評価対象の判断を含め、自律的に対応することが期待されます。 スキル・マトリックスに関しては No.684 及び No.685～No.690 の回答をご参照ください。 各社において、これらの基本原則・原則・解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。
402	Under Principle 1.4 of the draft Corporate Governance Code, the board is required to annually assess the appropriateness of each cross shareholding by examining its purpose and whether the benefits and risks cover the company's cost of capital, and to disclose the results of such assessments. This framework has played a central role in promoting the unwinding of cross shareholdings and enhancing capital efficiency and transparency. As cross shareholdings are reduced, capital that was previously locked in is frequently converted into cash on the balance sheet. In this context, it is natural for the board to extend the same discipline applied to cross shareholdings to the use and retention of such cash. Just as the draft Code expects boards to assess whether individual shareholdings are economically justified, boards should assess whether the level of cash held, and its intended use, are appropriate in light of the cost of capital and the company's medium to long term strategy. While meaningful progress or discussion have taken place regarding cash balances and cross shareholdings, legacy real estate holdings continue to	ご意見として承ります。 原則４－１では、成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。具体的な説明方法については、各社において原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されますが、かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえた対応がなされる限りにおいて、経営資源の配分の一環として、現預金等の金融資産や不動産等の実物資産等を保有することの必要性・合理性を説明することも考えられます。 Your feedback has been noted. Principle 4.1 states that the board should explain specific measures that will be taken related to allocation of business resources such as growth investment. In terms of specific way of explanation, companies are expected to determine on their own based on their specific situation and in light of the aim and spirit of Principle 4.1 and its Interpretive Guidance. As long as the measures taken are consistent with the aim and spirit of the Principle and the

	dilute ROE and obscure true operating returns. In many cases, such assets are retained for historical or strategic reasons that are no longer clearly articulated or justified in economic terms. In our view, the same level of scrutiny applied to cross shareholdings and cash should also be applied to the holdings of real estate to support higher return uses of capital in line with shareholder expectations. Including cash alongside other business resources under Principle 4.1 is appropriate because decisions on retaining or deploying cash directly reflect the board's capital policy and growth strategy. Explicitly addressing cash clarifies that the board's responsibility extends beyond divestment to the disciplined positioning of released capital for long term value creation. Therefore, we recommend including the following in the Principle 4.1: [Principle 4.1] When establishing and disclosing business strategies and business plans, with the aim of achieving growth, the board should articulate their earnings plans and capital policies taking into account the cost of capital, present targets for profitability and capital efficiency, and explain specific measures that will be taken in order to achieve growth related to allocation of business resources such as cash, real estate holdings and growth investment (including capital expenditure, R&D, human capital, and intangible assets, including intellectual properties) and review of their business portfolio. 【Columbia Threadneedle Investments】	Interpretive Guidance based on their specific situation, companies could consider explaining the necessity and rationale of holding financial assets (e.g., cash) and real assets (e.g., real estate).
403	[Opinion] Board oversight of capital allocation should be reconsidered and strengthened as a core component of corporate value creation. [Reasoning] Capital allocation creates corporate value through a sequence of investment, evaluation, adjustment, withdrawal, and reallocation. However, while Japanese companies often provide a certain level of explanation at the stage of making investments, explanations regarding subsequent evaluation or withdrawal decisions remain limited. Moreover, although the cost of capital is sometimes referred to within the	ご意見として承ります。 原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。 また、原則４－２では、取締役会は、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を求めています。

	context of capital policy, it often remains unclear to external stakeholders to what extent it is actually reflected in individual investment decisions or portfolio reviews. In an environment of changing interest rates, the continued holding of excess capital or persistently low-return assets can no longer be regarded merely as prudence, but increasingly represents an opportunity cost. This issue should therefore receive greater emphasis within the board's oversight function. [Suggested Amendment] The Supplementary Principles should explicitly state that companies are expected to explain the standards by which boards oversee investment decisions, post-investment evaluation, withdrawal decisions, and capital reallocation. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	各社において、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、必要に応じてご指摘のような観点も踏まえながら、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 なお、本改訂では、会社が特に注力すべき点が明確になるよう、ガバナンスの中核となる箇所を原則に格上げする一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除すること等により、従前の補充原則の再整理を行っています。 Your feedback has been noted. Principle 4.1 states that when the board establishes and discloses business strategies and business plans, it should seek growth and present earnings plans and capital policies while identifying the company's cost of capital. Furthermore, it states that the board should present targets for profitability and capital efficiency, and provide explanations to shareholders regarding specific measures related to the allocation of business resources, such as growth investments and business portfolio reviews. In addition, Principle 4.2 states that the board should persistently review whether the allocation of the company's business resources is appropriate in light of their disclosed business strategy and business plans created with the aim of achieving growth. Companies are expected to implement their own measures based on their specific situations in light of the aim and spirit of the Principles, its Interpretive Guidance, and suggested perspectives as necessary. In order to clarify the items on which a company should focus, in these revisions, the existing Supplementary Principles were reclassified by upgrading core parts of corporate governance to Principles, while removing parts that overlapped with other provisions within the Code or with other laws and regulations.
404	PBR（株価純資産倍率）が１倍を下回るということは、帳簿上の純資産を時価総額が下回っている状態を意味します。外部環境の変化など経営者の責に帰せない事由による一時的な株価下落は問題ではありませんが、５年以上（具体的期間については検討の余地があるものの）にわたって PBR１倍未	企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを十分に意識した経営資源配分が重要であるとの観点から、原則４－１では、資本コスト・収益力・資本効率等を考慮要素として記載しています。

	満が続いている場合には、経営側の構造的な課題が存在すると考えられます。 改訂案は資本コストへの対応を求めていますが、PBR の長期低迷に対する具体的なアクションプログラムの提出義務まで踏み込んでいない点に改善の余地を感じます。 【提言】 ① PBR１倍未満が継続している企業については、最後に PBR１倍を超えた時期を開示することを促してください。 ② 特に５年以上 PBR１倍未満が続いている企業については、その原因分析と改善アクションプログラムの策定・開示を義務付けることを、原則または解釈指針に盛り込んでください。 【個人】	こうした取組みにあたっては、ご指摘のような PBR が１倍未満である状況が継続している場合に限ることなく、企業が各原則の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に検討いただくことが重要です。 したがって、原則４－１の趣旨・精神を踏まえて適切と考えられる場合には、上場会社においてご指摘のような事項を開示することも考えられますが、一律の対応方法を求めることについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えられます。
405	Growth-oriented governance will fail if companies continue to hold capital in reserve without rigorous economic justification. The Ito Review identified ROE above the cost of capital as the minimum condition for sustainable value creation and stated that an ROE of 8% would exceed the expected cost of capital of 90% of global investors (METI Ito Review). The Ito Review also emphasized that retained earnings represent shareholder capital entrusted to management, and that earnings retained but not reinvested at returns above the cost of capital should be returned to shareholders (METI Ito Review). This is the conceptual foundation of the Code's new language on cost of capital, opportunity cost, and business portfolio review. The scale of the remaining capital-allocation challenge is measurable. TSE material presented to the FSA Expert Council reported that, as of July 2025, 43% of Prime Market companies remained in the low PBR and low ROE quadrant, while another 31% had low PBR despite higher ROE (FSA Expert Council material). The same material reported that Prime Market companies that disclosed updated responses to TSE's cost-of-capital and stock-price request saw average stock-price changes of 42.5%, compared with 17.3% for companies still under consideration or not disclosing (FSA Expert Council material). These data support a Code that asks not only whether a company has discussed capital efficiency, but whether the board has translated that	Principle 4.1 specifies the cost of capital, profitability, and capital efficiency as factors to consider. This assessment supports the allocation of business resources while being conscious of the cost of capital, ultimately meeting the expectations of stakeholders (including shareholders) and achieving sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. On the other hand, it is important that companies implement their own measures reflecting their specific situations in light of the aim and spirit of each Principle. Accordingly, when companies determine that it is appropriate in light of the aim and spirit of Principle 4.1, they could consider disclosing the suggested items. However, requiring uniform implementation should be carefully considered to avoid formalistic compliance.

	discussion into measurable action. The SX version of the Ito Review reinforces this point. METI defines SX as the synchronization of social sustainability and corporate sustainability through long-term value provision that strengthens earning power and creates further value in a sustainable manner (METI Ito Review 3.0). METI also explains that SX requires governance, KPIs, and substantive dialogue to promote long-term value creation and that companies should set long-term strategies, business model transformation plans, human capital strategies, intangible asset strategies, and KPIs linked to value creation (METI Ito Review 3.0). The final Code should therefore treat sustainability, human capital, intangible investment, and stakeholder concerns as economic governance issues requiring board-level capital discipline, not as separate narratives disconnected from profitability, ROIC, cash use, and opportunity cost. The draft Code Principle 4.1 requires boards to articulate earnings plans and capital policies that account for cost of capital and to explain specific measures for allocating business resources and reviewing business portfolios. Yet investors often cannot test whether capital is being used efficiently because segment disclosure does not provide comparable ROIC, WACC, margin, asset intensity, growth, and reinvestment data. For companies operating multiple business segments, the Code should require consistent segment level disclosure sufficient to let shareholders assess whether management's capital allocation logic is supported by objective data. In our engagement experience, many Japanese companies hold six months, one year, or even two years of expenses in reserve as a default posture rather than as a result of scenario-tested capital planning. The draft revision summary appropriately recognizes that effective utilization of financial assets such as cash and real assets is part of growth-oriented resource allocation, while also noting that appropriate cash levels may be justified where companies demonstrate necessity and rationale (FSA and TSE revision summary, The Revised Corporate Governance Code to Promote Growth Investments). We recommend that this concept be moved	

	into the relevant Principle 4.1, not left only in guidance. We recommend that the final Code Principle 4.1 should require boards to disclose an optimal cash range, the methodology used to set it, the number of months of operating expenses or annual revenue represented by that cash level, and the circumstances under which surplus capital will be invested, returned, or reserved. Boards should disclose cost of capital, optimal cash levels, balance sheet targets, segment-level ROIC and WACC, capital allocation logic, and business portfolio review criteria. 【Oasis Management Company Ltd.】	
406	経営資源の配分と適切な配分についての不断の検証を行うことは賛成であるが、原則４－１で書かれている「経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかの説明」が具体的にイメージしづらい。円グラフ、キャッシュフロー計算書方式等考えられる開示の様式を具体的に記述してはどうか。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	企業が各原則の趣旨・精神を踏まえて自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、実践することが重要であり、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについての説明に関しても様々な方法が考えられることから、一律の開示方法を求めることについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えられます。かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえた説明がなされる限りにおいて、例えばキャピタルアロケーションの開示を行っている場合には、原則４－１の説明を行っているといえると考えられます。
407	We support stronger emphasis on the Board's responsibility to allocate business resources, including cash and real assets, to achieve sustainable growth. However, we would encourage company Boards to make such decisions within the context of a mid- to long-term business plan to improve corporate value through the sustainable increase in capital efficiency such as return on equity (ROE) and return on invested capital (ROIC) –key metrics which have been omitted from the 2021 and the proposed 2026 CG Code revisions. 【Neuberger】	企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを十分に意識した経営資源配分が重要であるとの観点から、原則４－１では、資本コスト・収益力・資本効率等を考慮要素として記載しています。 具体的な採用指標については、各社において原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて自律的に判断することが期待されますが、ROE、ROIC 等の指標を採用して、資本効率の観点から適切な経営資源配分を判断していくことは、原則４－１の趣旨・精神を踏まえた対応の観点となり得ると考えられます。 Principle 4.1 specifies the cost of capital, profitability, and capital efficiency as factors to consider. This assessment supports the allocation of business resources while being conscious of the cost of capital, ultimately meeting the expectations of stakeholders (including shareholders) and achieving sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term.

		In terms of the specific way of explanation and the referenced metrics, companies are expected to determine them on their own, based on their specific situations and in light of the aim and spirit of Principle 4.1 and its Interpretive Guidance. As suggested, conducting interviews with investors regarding the cost of capital and referencing ROE, ROIC, and other metrics could be effective measures in accordance with the aim and spirit of Principle 4.1.
408	資本コストの把握に際し、CAPM（資本資産価格モデル）の計算式に機械的に依拠するにとどまる企業が散見されます。しかし CAPM はベンチマークとなるインデックス（例えば TOPIX）との相関を前提としており、TOPIX に採用されていない中小型株等には以下の問題が生じます。 流動性の乏しい銘柄は機関投資家の参入が少なく売買しにくいため、投資家が期待するリターン（実質的な株主資本コスト）は CAPM の計算値よりも高くなる場合があります。CAPM を機械的に適用した場合、この「流動性プレミアム（リクイディティプレミアム）」が十分反映されず、結果として株主資本コストが過小に算定されるという問題が生じます。本来は投資家との対話等を通じ、実態に即した株主資本コストを把握すべきですが、そのような取り組みをしない企業があることも事実です。 資本コストに関する原則の解釈指針において、CAPM のみへの依拠の限界を明記し、とりわけ流動性の低い銘柄については流動性プレミアムを考慮した追加的な検討（投資家へのヒアリング等）を求めることを明示してください。株主資本コストの算定手法の適切性を取締役会が検証すべき旨を規定することが望ましいと考えます。 【個人】	企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コストを十分に意識した経営資源配分が重要であるとの観点から、原則４－１では、資本コスト・収益力・資本効率等を考慮要素として記載しています。 具体的な資本コストの算定手法については、各社において原則４－１及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて自律的に判断することが期待されますが、特定の算定モデルのみに機械的に依拠するのではなく、市場の流動性等も踏まえつつ、投資家との対話等を通じて実態に即した株主資本コストを把握し、それが適切かどうかを取締役会として検証することは、原則４－１の趣旨・精神を踏まえた対応の観点となり得ると考えられます。
409	本原則の記載に加え、経済産業省による「『稼ぐ力』を強化する取締役会５原則」「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス」、あるいは東証による「資本コストや株価を意識した経営」でのガイダンスなどの存在について、解釈指針や注記で触れるべきと考えます。 「資本コスト」という用語は、上場企業に広く浸透し、企業とのエンゲージメントにおいても意識されています。しかし、CAPM で推計されたもののみを株主資本コストであると意識されることも多く、例えばベータ値が極めて低い企業などでも、「株主資本コストが３%である」こと明示するなど、	ご意見として承ります。

	本来の資本コストが投資家からの要求利回りであるという理解が極めて低い状況も散見されます。 　これらのことから、資本コストを検討する際には、各事業等におけるハードルレート（最低必要利回り）を意識するべきであることを明示する必要もあると考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	
410	資本コストに関する記載については、形式的な数値としての資本コストではなく、「自社に期待される資本コストと投資対象事業のリスクプロファイルを比較衡量する」という観点をより明確にし、これを取締役会が監督する存在であることを示すことが有益と考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	ご意見として承ります。 　原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。このような原則４－１の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて、具体的な対応方法は各社に委ねられます。
411	本改訂案は、コーポレートガバナンスに関する重要な論点を幅広く取り込んでいる点は評価できるが、各原則間での役割分担および概念の整理が十分ではなく、記述の重複や位置づけの不明確さが生じている。特に、基本原則４においては、戦略、資源配分、リスクテイク、監督といった各要素の関係が整理されておらず、取締役会の責務が構造的に示されていない。 　原則４－１においては企業戦略の方向性が示されている一方で、資本政策、資本コスト、経営資源の配分、成長投資といった重要な要素が、原則４－１および原則４－２に分散して記載されており、取締役会が担うべき中核的な責務が明確ではない。 　取締役会の最も重要な役割は、企業価値の向上に向けた戦略の方向性を示し、その実現に必要な資本配分および経営資源の配分について基本方針を定めることにある。この観点から、資本政策、資本コストを踏まえた収益計画、成長投資および事業ポートフォリオの見直しは、原則４－１において一体として整理されるべきである。 　原則４－２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の有効活用について不断の検証を求めている点は評価できるが、当該内容も戦略および資源配分に関する議論の中で整理されるべきである。 【個人】	原則４－１及び原則４－２は、基本原則４において取締役会の主要な役割・責務として挙げられる「（１）企業戦略等の大きな方向性を示すこと」、「（２）経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」の内容を敷衍するものであり、いずれも取締役会に期待される主要な役割・責務を示すものです。 　中長期的な企業価値の向上や持続的な成長の実現に向けた投資等、経営資源の適切な配分が必ずしも実現されていないとの指摘があることを踏まえ、本改訂では、取締役会の役割・責務としての成長投資に向けた取組みの重要性を強調しました。 　改訂版コードにおいては、原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。また、原則４－２（２）では、「取締役会は、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べき」旨が記載され、さらにその解釈指針において、「取締役会は、

		自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべき」旨が示されています。 　このように、原則４－１と原則４－２の一部は連続性があるものとなっており、経営資源配分に関する PDCA サイクルの中で、原則４－１で求められる経営資源配分の方向性の説明、原則４－２（２）で求められる現状の配分の適切性の検証を行っていくことが求められると考えられます。
412	経営戦略や経営計画の公表内容については、その具体的内容の在り方を含め、各社の創意工夫に委ねられるべきであり、原則において一律にこれを規定することは適切ではない。具体的な内容については、解釈指針において参考となる例示を示すにとどめることが相当である。 【三井物産株式会社】	原則４－１は、経営戦略や経営計画の具体的な公表内容を一律に規定するものではなく、各社において、本原則の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
413	成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源配分や経営計画・経営戦略を説明すべき一次的な主体は、「経営者」であって、「取締役会」を主語とする改訂案には違和感がある。取締役会を主語とする場合には、経営資源配分について議論・監督すべきと記載するべきではないか。 【全国株懇連合会】	ご意見として承ります。 　原則４－１は、基本原則４において取締役会の主要な役割・責務として挙げられる「企業戦略等の大きな方向性を示すこと」の内容が敷衍されています。 　本原則や、基本原則４（３）、原則４－３、原則４－４等の一連の記載では、いわゆるモニタリング・モデルの基礎となる執行と監督の分離の考え方が示されています。 　原則４－１は、取締役会の株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえた記載ぶりとなっており、取締役会は、ご指摘のような経営資源配分に関する議論・監督を行うとともに、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明することが求められます。 　各社において、これらの原則等の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。
414	原則４－１第２文の主語については、「取締役会」を「上場会社」又は「経営陣」と修正するか、述語の「目標を提示」「説明を行う」を取締役会の役割に沿うものに修正すべきと考える。これらは経営陣が行うべき事項で、取締役会はその監督や議論を行う主体と位置付けるべき。なお、経営戦略等の策定・公表に関する現行コードの補充原則５－２①においても、主語は「上場会社」となっている。 【ソニーグループ株式会社】	
415	経営資源の配分とその説明が、株主との対話の対象から、取締役会によって実施されるべき責務（原則４－１、４－２）とされたことは、資源配分の結果を株主に示すことだけでなく、取締役会での資源配分の決定において成長の実現が目的とされていること自体が「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となったと解釈してよいか。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	本コードにおいて、原則は全てコンプライ・オア・エクスプレインの対象であるため、その意味において、原則４－１に記載されている内容は全てコンプライ・オア・エクスプレインの対象となります。 　なお、原則４－１では、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めていますが、ご指摘の「資源配分の結果を株主に示すこと」は求められ

		ていません。
416	今後の日本企業における人的資本への投資の重要性をふまえて、原則４－１解釈指針において、「人的資本への投資については、賃金上昇率、男女間等の賃金格差への対応、労働分配率の状況などを説明すべきである。」などの例示を記載することを要望します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 なお、企業戦略と関連付けた人材戦略やそれを踏まえた従業員給与等の決定方針等、男女間賃金差異を含む従業員の状況に関する一定の事項については、有価証券報告書における開示事項となっています。
417	改訂原案【原則４－１】解釈指針の第三段落に、人的資本の活用に関する説明を追加する。 改訂原案【原則４－１】では、経営資源の配分について具体的な説明を求めているが、経営戦略や経営計画の実現に向けて、人的資本を活用するためには、従業員の研修や福利への投資と並んで、職場環境の整備やエンゲージメントによる満足度と定着率の向上が重要であることを解釈指針に付け加える。 （注）今年（2026 年）３月 28 日に内閣官房、金融庁、経済産業省が公表した「人的資本可視化指針（改訂版）」を参考にした。なお、この指針は、2023 年６月「IFRS S1 号サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項 付録 B 適用ガイダンス」を参考にしているため、この適用ガイダンスも参考とした。 【一般社団法人監査懇話会】	
418	原則４－１解釈指針における地方への人的投資及び地方拠点の整備等については、企業においてコスト削減や効率化の観点から拠点集約の方向性も検討されている実情があるものと認識しております。そのため、当該記載を設ける趣旨について、それがどのように企業価値の向上に資するものとして想定されているのかも含め、説明を明確にしていただきたく存じます。 【パナソニックホールディングス㈱】	本コードは、2015 年の策定当初より、上場会社が株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等のステークホルダーの立場を踏まえた上で、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を狙いとしています。 原則４－１では、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めており、経営資源配分の重要な例として成長投資を挙げています。また、その解釈指針では、投資先の検討に当たっては、多様な観点からの検討を行うことが重要であることを示すための例示を行っており、その中の一要素として、地理的分類の観点から国内・国外の別、また国内においては地方への投資も候補となり得ることを示しています。 どのような経営資源の配分を行うことが会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がるかについては、各社において、原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に
419	解釈指針（iii）の「国内投資、国外投資といった…」について、（iii）で述べているのは地理的分類で投資先が国内か海外かであり、国内だけ地方への投資を例示するのはバランスに欠けること、人的投資については同でも触れていることから不要。 【日本製鉄株式会社】	

		判断することが期待されます。
420	我が国のコンテンツ・エンターテインメント産業は、世界に誇る知的財産（IP）を創出し、ソフトパワーの源泉として国家戦略的にも重要な役割を担っています。本産業の持続的な成長には、数年規模の開発期間と多額の先行投資、そして高い不確実性を許容する「リスクマネーの供給機能」が不可欠です。 しかしながら、現行のコーポレートガバナンス・コード（以下「CG コード」）の運用において、資本効率（ROE、ROIC 等）や事業ポートフォリオの見直しに関する文言が、一部の投資家によって「短期的なキャッシュアウト」や「事業の切り出し（スピンオフ）」を強要するための道具として利用されている現状に強い懸念を表明します。 CG コードの本来の趣旨である「中長期的な企業価値の向上」を実効的なものとするため、以下のとおり、産業特性に配慮した文言の追加・修正を提言いたします。 (1) 「中長期的な価値創造」の多角的評価の確立 コンテンツビジネス等の高付加価値産業において、単年度の財務指標のみを追求することは、将来の成長の芽を摘む「過小投資」を招くおそれがあります。持続的な投資能力を評価する視点を明文化すべきです。 (2) 「戦略的レジリエンス」としての事業ポートフォリオの肯定 ボラティリティの高い事業を抱える企業が、リスク分散のために安定収益事業を保有することは、経営の安定性と継続的な R&D 投資を担保するための合理的戦略です。金融理論上の「コングロマリット・ディスカウント」のみで評価されるべきではありません。また、バリュエーション理論（例：DCF）の観点からも、DCF の分子（利益、CF）のみならず、分母（割引率）を低減する営みは企業価値向上に資するものであります。 事業ポートフォリオの最適化（原則４－１関連）について、「資本コストを意識した経営」の文脈において、事業ポートフォリオの集中（ピュアプレイ化）が過度に推奨され、多角化によるリスクヘッジ機能が軽視されている。 【追記・修正案】 「取締役会は、事業ポートフォリオの評価にあたっては、各事業の資本収益性のみならず、事業間のリスク相関やキャッシュフローの安定性、および	ご意見として承ります。 原則４－１は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めており、専ら短期目線によるふるまいを求めるものではなく、中長期的な企業価値の向上に資さない事業ポートフォリオの集中化を推奨するものではありません。 本改訂で新設した序文第２項において、本コード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こと、また序文第７項において、株主等のステークホルダーの側においても、コンプライ・オア・エクスプレインの手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められ、特に、本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではないことが示されています。 また、パブコメ案の公表時及び改訂版コードの公表時に当取引所及び金融庁が公表した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」において示しているとおり、企業が、常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があります。また、経営資源をどのように振り向けるかは企業の経営判断に属するものですが、持続的な成長と中長期的な企業価値の創出のためには株主をはじめとするステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることも踏まえ、専ら株主還元に頼るなど短期目線でふるまうのではなく、中長期的な企業価値の向上に向けた成長投資等の取組みを行うことが期待されることも、同文書において併せて示しています。 本コード及びスチュワードシップ・コードの下、投資家と上場会社との間で建設的な対話が行われることが期待されます。

	事業アセット（知的財産（IP）含む）の多角的活用による相乗効果を総合的に勘案すべきである。特に、不確実性の高い成長投資を継続的に行う必要がある産業においては、ポートフォリオ全体でのリスク分散が、企業の中長期的な投資能力およびレジリエンス（経営の復元力）を維持・向上させる役割を適正に評価するものとする。」 　コーポレートガバナンス改革は、決して日本の産業の「守り」を弱めるためのものではなく、国際競争力を「攻め」の姿勢で高めるためのものであるはずです。コンテンツビジネスのように「創造的リスクを取ること」自体が価値の源泉である産業において、CG コードが短期的な財務規律に偏重し、世界市場での競争力を削ぐことにならないよう、実業のダイナミズムを尊重した規律の策定を強く求めます。 【一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA）CSR 委員会　経営基盤ワーキンググループ】	
421	本改訂案において、研究開発・知的財産を含む無形資産等への投資を成長投資として位置付け、その戦略的な創出・取得・強化・保護・収益化の重要性を、原則４－１として明記した点について、全面的に賛成する。 　現在、知的財産・無形資産の活用・知的財産への投資は、研究開発、そして、人的資本と共に企業の持続的成長や中長期的な企業価値を支える中核的な経営資源であり、企業の価値ストーリーを構成する上で必要不可欠な根本的要素である。したがって、今回の改訂で、知的財産・無形資産の活用・知的財産への投資を、企業価値ストーリーを構成する根本的要素としてコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則に位置づけたことは、イノベーションを通じた経済成長・国際的地位の確保を達成し「強い経済」を実現する根源になるものである。 【日本弁理士会】	ご意見として承ります。 　原則４－１では、成長投資等の例示として設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等を記載しています。また、その解釈指針において、知的財産等の無形資産への投資については、その創出・取得・強化・保護・収益化に戦略的に取り組むべきとの記載がされています。
422	本改訂案の原則の中に、知的財産を含む無形資産が企業価値向上の重要な要素として明確に位置付けられ、経営戦略や成長戦略の中で整理されている点については、高く評価する。 　特に、経営資源の配分の一つの要素である成長投資の要件の中に「知的財産等の無形資産への投資」の重要性が明確に示されていることは、日本の産業の持続的な成長を促す上で、大変有意義であると考える。 【一般社団法人日本知的財産協会】	

423	本改訂案の内容をその主旨に基づき適切に理解する観点から、原則４－１の解釈指針に「なお、知的財産等の無形資産への投資については、競争力や企業価値向上の源泉であることを踏まえ、その創出・取得・強化・保護・収益化に戦略的に取り組むべきである。」との記載があるが、「収益化」という表現を「活用」に修正して頂きたい。 知的財産の「収益化」という表現については、一般に「ライセンス収入」を想起させる傾向があると考えられる。しかしながら、知的財産の価値や効果はこれに限定されるものではなく、知的財産を活用することで企業の競争力を高め事業収益の拡大に貢献することはもとより、新事業創出やアライアンスの構築等を含め、多様かつ広範な形で活用され得るものである。このため、「収益化」という表現はやや限定的な印象を与えるおそれがあることから、より実態に即した表現として「活用」へ修正することが適切であると考える。 【一般社団法人日本知的財産協会】	ご意見として承ります。
424	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。 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、コンプライさえ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。	ご意見として承ります。 中期経営計画は全ての上場会社において策定しなければならないものではありませんが、自社における必要性を踏まえて中期経営計画を策定・公表した場合には、策定・公表だけでなく、その達成度合いや計画実行力も問われるものと考えられ、ご指摘のように、中期経営計画が目標未達に終わった場合の原因や対応の内容の分析を行うことは重要と考えられます。改訂前コード補充原則４－１②については、企業戦略等の大きな方向性を示すことを規定する原則４－１を実践するための例示としての内容を含むことから、原則４－１の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進するため、同原則解釈指針に位置づけています。

	【株式会社ストラテジックキャピタル】	
425	解釈指針の「仮に、中期経営計画が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。」は全文削除すべき。 取締役会では当然に議論する事項であり、斯様な箸の上げ下げのような内容を定めるべきではない。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。 有識者会議では、上場会社が機関投資家に示した中長期的な方向性に基づき PDCA を回すこと、これを取締役会が監督することは重要である旨の指摘がなされました。 このような点も踏まえ、原則４－１解釈指針では、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り、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ことを示しています。
426	解釈指針に記載のある「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つ」との点については、会社の株主に対する説明責任は中期経営計画に限られるものではなく、当該計画を公表した場合であっても、環境変化に応じて機動的に見直しを行い、その内容について適時かつ丁寧に株主に説明することが重要である。したがって、中期経営計画等の公表が直ちに株主に対する一律のコミットメント又は必達目標と位置付けられることのないよう、その表現には留意すべきである。会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指し、成長の道筋を構築し提示することは取締役会の役割・責務であり、会社の株主に対する説明責任は、中期経営計画に限られない。また、中期経営計画等を公表したとしても地政学リスクの高まりや技術の進化などにより経営環境の変化が一層激しくなる中においては、中長期の目標や戦略の方向性を示しつつも、前提条件の変化を的確に捉え、計画の進捗や妥当性を継続的に検証し、必要に応じて機動的に見直していくことが重要である。取締役会には、こうした判断に至る考え方や対応の内容について、適時かつ丁寧に株主へ説明し、その結果や教訓を将来の意思決定に反映させていくことが求められる。従って、中期経営計画の公表が直ちに株主に対する一律のコミットメント又は必達目標と位置付けられるような表現は避けるべきである。 【三井物産株式会社】	ご意見として承ります。 中期経営計画は全ての上場会社において策定しなければならないものではありませんが、自社における必要性を踏まえて中期経営計画を策定・公表した場合には、策定・公表だけでなく、その達成度合いや計画実行力も問われるものと考えられます。ご指摘のとおり、計画の進捗や妥当性を継続的に検証し、必要に応じて機動的に見直し、これらの考え方や対応の内容について、適時かつ丁寧に株主へ説明することが求められると考えられます。
427	原則４－１の末尾に、以下の趣旨の規定を追加していただきたく存じます。	中期経営計画は、中長期的な視点で対話を行うための資料の一つとして有用と考えられますが、原則４－１で策定・公表することが求められている経

	取締役会は、中期経営計画を公表しない場合には、その理由を株主に対し説明すべきである。 改訂案では、中期経営計画に関する規定が原則４－１解釈指針に移管され、コンプライ・オア・エクスプレインの対象から外されました。これにより取締役会は、中期経営計画を公表しないことについて、株主への理由説明を要することなく選択できることとなります。中長期的な具体目標を非公表にする理由すら開示しないことは経営陣の説明責任の放棄に他ならず、当該改訂案は経営に関する規律を緩めるものと解されます。 【株式会社ナナホシマネジメント】	営戦略や経営計画は、中期経営計画に限らず様々な方法があると考えられ、そもそも中期経営計画は敢えて策定しないという経営判断も否定すべきではないと考えられます。 この点を踏まえ、原則４－１解釈指針においては、中期経営計画を「策定・公表した場合には」との限定を付しています。
428	Mid-Term Business Plan Underperformance Should Trigger Explicit Board-Level Accountability The Interpretive Guidance to Principle 4.1 states that when a company fails to deliver on its midterm business plan, the reasons should be “fully analyzed,” “an appropriate explanation should be given to shareholders,” and findings should be “reflected in a plan for the ensuing years.” However, it addresses only half of the accountability question. When those plans are persistently or structurally underdelivered, the accountability question should address both management’s explanation and the board’s own role: Did the board set an appropriately rigorous plan? Did it provide adequate oversight as performance diverged? The distinction between execution gaps (where strategy was sound but implementation fell short) and strategic gaps (where the company’s strategic direction, capital allocation, or competitive positioning was flawed) is also precisely where independent directors add value. We recommend that the Interpretive Guidance be expanded to require boards to explicitly distinguish between plan failures that reflect an execution gap (a management issue appropriate for management to address) and those that reflect a strategic gap (a board-level issue that may require reconsideration of direction, leadership, or capital structure). This distinction is critical to preventing a governance dynamic in which management explains and the board endorses, without any genuine board-level accountability for	原則４－１解釈指針では、企業戦略等の大きな方向性を示すことを規定する原則４－１を実践するための例示として、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り、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旨が示されています。 このような分析や株主への説明、次期以降の計画への反映の具体的な方法は、本原則の趣旨・精神に沿った対応がなされる限りにおいて各社に委ねられますが、必要に応じてご指摘のような観点も踏まえながら、企業と投資家との間の建設的な対話が行われることが期待されます。 The Interpretive Guidance for Principle 4.1 states—as an example of implementing Principle 4.1, which articulates that the board should set a strategic direction such as creating a path for growth—that if the board and management have created and disclosed a plan, they should do their best to achieve it. If the company fails to deliver on its mid-term business plan, the reasons underlying that failure, as well as the company’s actions, should be fully analyzed. Consequently, an appropriate explanation should be given to shareholders, and the analytical findings should be reflected in its plans for subsequent years. The specific methods for conducting these analyses, explaining to

	the strategic framework the board itself approved. Specifically, we recommend that the Interpretive Guidance to Principle 4.1 specify that when a mid-term plan is not achieved, the board's annual effectiveness evaluation under Principle 4.13 (3) should explicitly address whether the underperformance reflects a board-level strategic failure, and if so, what actions the board has taken in response. Tying mid-term plan accountability to the annual effectiveness evaluation creates a recurring, structured mechanism for board-level accountability, rather than a one-time disclosure obligation that neither the board nor shareholders can track over time. 【ValueAct Capital】	shareholders, and reflecting into plans for ensuing years will be determined by each company, provided that these measures are implemented in light of the aim and spirit of Principle 4.1. Companies are expected to engage in constructive dialogue with investors based on the suggested perspectives as necessary.
429	The mid-term business plan is not a commitment as such, it is a plan, and that plan can be blown off course by geopolitical events/currency moves etc and management should be encouraged to amend plans when events occur. I would encourage companies to give a range target, the lower end needs to be achieved, the upper end a stretch target. 【Codrington Japan】	ご意見として承ります。 中期経営計画は全ての上場会社において策定しなければならないものではなく、策定・公表する場合であっても、原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断した結果、ご指摘のように幅をもった計画とすることも考えられます。 自社における必要性を踏まえて中期経営計画を策定・公表した場合には、策定・公表だけでなく、その達成度合いや計画実行力も問われるものと考えられます。ご指摘のとおり、計画の進捗や妥当性を継続的に検証し、必要に応じて機動的に見直し、これらの考え方や対応の内容について、適時かつ丁寧に株主へ説明することが求められると考えられます。 Your feedback has been noted. It is not necessary for all companies to create mid-term business plans (*chuki keiei keikaku*). Even if the companies create and disclose their plans, the plans could retain some flexibility as a result of companies' own determination based on their specific situation, in light of the aim and spirit of Principle 4.1 and its Interpretive Guidance. If companies create and disclose mid-term business plans (*chuki keiei keikaku*) based on their own assessment of necessity, the companies' progress and ability to execute the plans will be subject to review. As suggested, companies will be expected to continuously review the progress

		and appropriateness of the plans, flexibly amend them as necessary, and provide timely, carefully tailored explanations towards shareholders of their underlying thoughts and the content of those measures.
430	中期経営計画のコミットメントとエクスプレインの位置づけを評価する一方、経営理念の実現には価値観（バリュー）の醸成が不可欠である旨を解釈指針に追記することを要望する。 戦略の実行には、組織文化・価値観の共有が基盤となるため。 【個人】	ご意見として承ります。 なお、基本原則２において、取締役会・経営陣は様々なステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべき旨が示されており、原則２－１では、上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきであることが示されています。 また、基本原則２解釈指針において、上場会社には、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を策定・実践すべきことが示されています。
431	解釈指針の第５段落第１文について、中期経営計画を株主に対するコミットメントの１つとの認識に立つ以上は、その実現に向けて最善の努力を行うにとどまらず、「その進捗状況を適時に開示すべきである。」とすべきではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。 原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。 中期経営計画は全ての上場会社において策定しなければならないものではありませんが、中期経営計画が中長期的な視点で対話を行うための資料として有用との指摘もあることも踏まえ、中期経営計画を策定・公表した場合には、ご指摘のようにその進捗状況について、自主的に開示することも有用であると考えられます。
432	改訂前コードの補充原則４－１①を原則として加えるべきと考えます。 補充原則４－１①についてコード案では削除されています。しかし、当社の調査によれば、企業の取締役会の責務についての記載は不十分かつ曖昧なものが多く、取締役会の役割・責務を認識する上で、定款や取締役会の役割を開示することは重要な開示であると考えます。取締役会の役割・責務を明示するからこそ、各社における社外取締役の役割・責務が把握できるものと	ご意見として承ります。 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みによるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要です。この観点から、本改訂は、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用するコードの趣旨に立ち返り、本コード自体の実質化を図る観点

	考えます。本補充原則は削除すべきではないと考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	から、「プリンシプル化」・「スリム化」を行い、企業が中長期的な企業価値の向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする意図の下、実施するものです。
433	改訂前コードの補充原則４－１①（経営陣への委任の範囲の概要の開示）が、「実務上の浸透」を理由にコードから削除されました。しかし、浸透したのは「開示すること」自体にすぎず、自社のガバナンス上の課題（攻めのガバナンスの実現や取締役会の運営等）を踏まえた「自社ならではの取締役会決議事項や委任の範囲」を戦略的に設定し、投資家に説明できている企業はごく少数にとどまります。 委任の範囲の設定は、迅速・果断な意思決定による「攻めのガバナンス」に直結し、モニタリング・ボード化への取組みが顕れる事項であり、コーポレートガバナンス報告書において「特定の事項を開示すべきとする原則」とされていたことからも、その意義の重要性は明らかです。今回の改訂の趣旨である「コード対応の実質化」の観点からも、経営陣への委任のあり方については引き続き言及すべきです。 ＜修正案＞ 原則４－１解釈指針（末尾）に、以下を追記することを提案します。 取締役会は、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた「攻めのガバナンス」を実現するため、自社のガバナンス上の課題を踏まえ、経営陣に対する適切な委任の範囲を設定し、その考え方を株主に説明するべきである。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	改訂前コード補充原則４－１①は改訂版コードでは削除されていますが、基本原則４解釈指針において、「取締役会の在るべき姿は、自らが構築した成長の道筋や会社を取り巻く状況によって変動するものであり、取締役会と経営陣の役割分担の在り方も各社の実情によって異なり得る。取締役会は、このような観点を踏まえ、取締役会の在り方について不断に検討を行うべきである」ことが示されており、これには取締役会の経営陣に対する委任の範囲も含まれると考えられます。
434	事業ポートフォリオ見直し（いわゆるベストオーナー論）を一般規範化することの弊害について意見を述べます。 事業ポートフォリオの見直しがコーポレートガバナンス・コードに組み込まれたのは 2018 年改訂からであり、その後、マッキンゼーのフレームワークに端を発するとされる「ベストオーナー」概念が日本で制度的に位置づけられたのは、2020 年 7 月 31 日付の経済産業省「事業再編実務指針」の公表以降だと理解しています。現在では、資本効率経営の名のもとに事業別 ROIC が奨励され、本業以外の事業は一律に「非中核」とみなされる風潮が強まっています。 しかし、ベストオーナー概念に基づく事業ポートフォリオ見直しは、本来、個社が自律的に判断すべき経営戦略であり、また株主が個別に要求すること	ご意見として承ります。 本コードは、2015 年の策定当初より、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を狙いとしています。 上場会社が常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があることから、本改訂では、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組みの重要性を強調しています。 このように、本コードは、適切な経営資源の配分を求めるものであり、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が実現される限りにおいて、特定の事業の譲渡や休廃止を求めるものではありません。

	も自由である一方で、これを一般化し、社会規範として企業全体に適用することは重大な問題です。ベストオーナーだけが事業を保有する世界は、独占・寡占化を促し、結果として大企業中心の市場構造を強化します。その過程で、中堅・中小・零細企業、さらには個人事業者が担ってきた多様な事業機会や付加価値創出の余地が奪われることになります。大企業が潤えば経済全体が潤うという「トリクルダウン」は現実に起きておらず、むしろ逆の結果が生じていることは、統計的にも明らかです。 　さらに、不動産賃貸事業は、多くの企業で「本業ではない」との理由で売却対象とされ、実際に売却が進んでいます。しかし、不動産事業は本業の景況に左右されない独立的な価値を持ち、将来の経営悪化時には、株式発行や銀行借入に代わる重要な資金調達手段となり得ます。売却だけでなく、担保力としての価値も含め、企業の財務安定性を支える重要な資産です。したがって、不動産事業を温存する戦略は十分に合理性があり、企業ごとの多様な戦略として尊重されるべきです。 　しかし現実には、コーポレートガバナンス・コードと経済産業省の指針などが複合的に作用し、企業社会において「不動産事業は手放すべき」という単一の価値観が形成されつつあります。その結果、日本企業が保有してきた不動産が海外資本に大量に取得される状況が懸念されており、経済安全保障の観点からも看過できません。 　金融庁や東証は、「本コードはプリンシプルベースであり、大掴みの原則を示しているに過ぎない」「エクスプレインを積極的に認めている」と反論されるかも知れません。しかし、原則を適用される側が「実施しない理由を十分に説明する」ことを求められる状況は、一般社会における常識として自律性が確保されているとは認識されません。むしろ、政府・行政（内閣府・金融庁・経産省）と東証が連携して進めるガバナンス改革は、公共性と社会的インパクトが極めて大きく、結果として企業行動を強く拘束しているという事実を直視すべきです。 　もし、ベストオーナー概念に基づく事業ポートフォリオ見直しを、企業に対する一般規範として位置づけることが正当であると考えるのであれば、それは本来、会社法改正など、国会での民主的手続きを経て法制化の是非を議論すべき内容です。行政文書と上場規則の組み合わせによって、実質的な規範を形成する現在の手法は、透明性・正統性の観点から重大な問題を孕んで	他方で、序文や基本原則１解釈指針でも示しているとおり、本コードはスチュワードシップ・コードと適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスを実現することを期待しており、上場会社には機関投資家との間で建設的な「目的を持った対話」を行うことが期待されています。 　事業ポートフォリオの見直しに関しても、建設的な対話を促進する観点から、原則４－１において、事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。

	います。 パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
435	中長期的な企業価値向上に向けた「価値創造ストーリー」の明確化について、本コードは企業価値向上を目的としているが、経営戦略、非財務情報、財務成果を統合的に説明する枠組みについての記述は限定的である。近年の統合報告の進展を踏まえれば、投入資本、事業活動、アウトカムの関係を体系的に示す価値創造プロセスの開示を促すことが、投資家との建設的対話の質を高める上で有効であると考えられる。 【株式会社福田総合研究所】	原則４－１では、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たって、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めています。 また、原則４－１解釈指針では、「上場会社は、競争優位性を含む自社の強みや多様なステークホルダーについての考慮を踏まえ、会社の目指すところ（経営理念等）に向けた成長の道筋を定め、その道筋に沿った事業活動を行うべきであり、取締役会は、かかる成長の道筋を構築し、提示する役割・責務を負う」こととしています。 会社の目指すところに向けた成長の道筋をどのように構築するのか、また成長の実現を目指し具体的に何を実行するのかについての説明には様々な方法が考えられることから、原則４－１では一律にご指摘のような開示を求めることとはしておりません。各社において、原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
436	全ての上場企業に画一的な方策を求めるのではなく、各社の“成長フェーズ”を踏まえた合理的な選択を促す記載は非常に重要です。また、“成長フェーズ”の用語は、経済産業省から公表が予定されている「成長投資ガイダンス」への橋渡しを示唆しており、各社の“成長フェーズ”を踏まえた合理的な選択とはどういうことかを考えるガイダンスへの導きとして大変重要です。（ただし、用語「成長フェーズ」の使用は解釈指針で１回のみの記載にとどまり目立たない） 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	序文第８項に示されているとおり、本コードの基本原則と原則を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得るため、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものです。 原則４－１の適用に当たっては、このような序文の趣旨も踏まえ、取締役会は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、自社の収益性・資本効率・資本コストや成長可能性及びそれらを踏まえた自社の成長フェーズ等を十

		分に考慮した上で、経営戦略や経営計画、それを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきであると考えられます。
437	設備は無形資産ではないので、「成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）」を「成長投資（研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資、設備投資等）」としたほうがよい。 また、人的資本だけを記載してその他の無形資産の記載をせずにコンプライしている事例が多数あるため、一部だけやればコンプライではないということを明確に伝わるような工夫が必要ではないか。 【個人】	原則４－１及びその解釈指針において、「設備」は無形資産ではなく、投資先の例示として記載しています。 本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しているため、各社の個別事情に照らして判断した結果がコンプライ又はエクスプレインのいずれであったとしても、当該判断が実質的かつ適切に行われている限りにおいて否定されるものではありません。上場会社においては、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を十分に認識し、各原則の趣旨・精神に照らして、自社の状況がコンプライ又はエクスプレインのいずれに該当するか判断いただく必要があると考えられます。 成長投資については、原則４－１において、成長投資等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべき旨が規定されていますが、設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等は成長投資等の重要な例示として示されたものです。本コードは、成長投資を行うか、行うとして何に投資するかについて指定をするものではなく、多様な投資機会があることを十分に認識した上で検討を行うべき旨を原則４－１解釈指針に示しているにとどまります。 具体的な説明内容は、各社において、原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
438	「また、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきである。」について、当然実施する内容であるため、文末の表現は「行うべきである」ではなく、「行う」が適切。 【個人】	ご意見として承ります。 本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しているため、各社の個別事情に照らして判断した結果がコンプライ又はエクスプレインのいずれであったとしても、当該判断が実質的かつ適切に行われている限りにおいて否定されるものではありません。上場会社においては、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を十分に認識し、各原則の趣旨・精神に照らして、自社の状況がコンプライ又はエクスプレインのいずれに該当するか判断いただく必要があると考えられます。
439	「目指すところ（経営理念等）」について、「目指すところ」はパーパスで	ご意見として承ります。

	あり、「経営理念」とは別の概念であるため、「経営理念に則り、会社の目指すところ（パーパス）を確立し、」とすべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	経営理念は、会社の価値観を定めるとともに事業活動の大きな方向性を定め、具体的な経営戦略・経営計画や会社のさまざまな活動の基本となるものであり、その名称にかかわらず、このような内実を伴った理念・考え方を「経営理念等」と表現しています。
440	「成長の実現」について、本コードは、「持続的な成長」を推進している。すなわち、成長をし続けることである。これに対して、「成長の実現」という表現は不適切であり、「持続的な成長を目指し」とすべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。
441	本解釈指針における「機会コスト」はいわゆる、経済学で用いられる「機会費用」と同義と考えます。あえて「コスト」とするよりも、より説得力のある「費用」としたほうが理解が得られやすいと考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご意見として承ります。
442	解釈指針の第３段落について、「経営戦略や経営計画、それらを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何をいつまでに実行するのかについての見込について～」ではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
443	I welcome the proposed revisions to Japan's Corporate Governance Code and strongly support the stated objective of moving from formalistic compliance toward substantive, growth-oriented governance. The emphasis on boards demonstrating active stewardship of business resources—rather than merely disclosing governance structures—represents a meaningful step forward. However, the revised Code as currently drafted contains a material gap: it does not address geopolitical risk as a distinct and explicit board-level oversight responsibility. Given Japan's position as a major exporting economy, the world's third-largest equity market, and a country whose companies are deeply embedded in global supply chains, this absence represents a significant oversight in an era of accelerating geoeconomic fragmentation. The April 2026 revisions represent a timely opportunity to address it—and in doing so, to reinforce the long-term resilience, competitiveness, and sustainability of Japan's listed companies. I commend the FSA and the Code Council for introducing language on	本改訂を評価いただきありがとうございます。 取締役会による地政学的要因の評価を行うことや、当該評価の戦略策定プロセスへの組入れについては、ご意見として承ります。 本改訂においては、改訂前コード原則４－３の一部であった内部統制や全社的リスク管理体制の適切な整備について、その重要性を踏まえ、原則４－４において独立した原則として特筆しています。また、会社がリスク管理体制を整備するに当たっては、サイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応等も、収益機会にもつながり得るものとして、リスク管理体制を整備する際の考慮事項に含まれ得るとともに、そうしたリスクへの対応等が適切に行われるべきであるものとして、原則４－４解釈指針に例示しています。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Your comments stating that the board should evaluate geopolitical factors and should incorporate that evaluation into the strategic review process have

	geopolitical risk in the Interpretive Guidance to Principle 4.4. This represents meaningful progress. However, I respectfully submit that the proposed treatment remains insufficiently prominent and structurally incomplete. I offer the following principal observations: ・ The current draft positions geopolitical risk as one item in a list alongside cybersecurity and information leakage. Geopolitical risk is qualitatively different in nature and consequence and warrants a named, standalone risk category within the enterprise risk management framework. ・ The proposed language focuses on risk identification and management systems. It should be supplemented with explicit requirements for board-level ownership, designated responsibility, and integration with strategic planning. ・ I note emerging best practices that a number of leading Japanese companies are already moving ahead of the Code in their approach to geopolitical risk governance—practices the Code could encourage adoption of more broadly. Recommendation: Principle 4.1—Strategic Direction and Geopolitical Scenario Analysis The current Interpretive Guidance to Principle 4.1 already addresses domestic versus overseas investment trade-offs. Geopolitical factors are first-order determinants of such decisions and should be explicitly incorporated into the board's strategic planning responsibilities. I recommend the following addition to the Interpretive Guidance of Principle 4.1: The board should take active ownership of assessing how geopolitical factors—including shifts in the global trade environment, export controls, foreign investment restrictions, and the political stability of key markets and supply chain geographies—may affect the company's strategic direction and growth trajectory over the mid- to long-term. This assessment should be embedded in the board's strategic planning process, not treated as a reactive or compliance-driven exercise. The board should periodically review its strategic assumptions in light of the geopolitical environment and consider	been duly noted. In the revised Code, given its importance, Principle 4.4 explicitly states that companies should appropriately establish internal control and enterprise risk management systems, which were previously included as part of former Principle 4.3. Furthermore, the Interpretive Guidance for Principle 4.4 states, as an example, that when a company establishes an enterprise risk management system, responses to cybersecurity risks, supply chain disruption risks due to geopolitical factors—such as changes in the global economic security environment—and the risk of leaking technological and other information could also lead to profit opportunities. Therefore, these risks could be included in the factors to be considered when establishing a risk management system, and responses to them should be appropriately conducted.

	how positioning, partnerships, and resource allocation may need to evolve—including opportunities arising from supply chain restructuring, strategic domestic investment, and market diversification. 【Eurasia Group】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　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		
444	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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである」と記載された点は高く評価します。しかし、キャピタルアロケーション戦略はPDCA が回ってこそ意味を成すものであり、企業が自社の資源配分に課題を感じているのであれば、その検証結果を投資家に積極的に説明（コンプライ・アンド・エクスプレイン）すべきです。 原則４－２解釈指針（「（略）不断に検証を行うべきである。」の直後）に、「また、必要と考える企業は、その不断の検証の結果と、それを踏まえた今後の対応方針について、毎期株主に分かりやすい形で説明を行うことが望ましい。」を追記することを提案します。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	原則４－１では「具体的に何を実行するのかについて説明を行うべき」とされている一方、原則４－２では「経営資源の配分が適切かについて不断に検証を行うべき」とされており、原則４－２はその検証内容の説明・開示までは求めていません。原則４－１と原則４－２は連続性のある内容であり、経営資源の配分に関する PDCA サイクルの中で、現状の配分の適切性の検証に基づき、今後何を実行するのかが決定され、それを具体的に説明する中で、過去の検証結果も必要に応じて間接的に説明がなされ得るものと考えられます。 原則４－２について、適切な経営資源の配分の実現のために成長投資等に有効活用する経営資源には様々なものが考えられるところ、そのような経営資源の例として、現預金等の金融資産や実物資産等をその解釈指針において示しています。 また、パブコメ案の公表時及び改訂版コードの公表時に当取引所及び金融庁が公表した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」において示しているとおり、経営資源の配分に当たっては、それらの様々な要素を考慮した上で、多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要がありますが、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。 なお、原則４－１に基づく具体的な説明方法の例としてキャピタルアロケーションの開示が考えられますが、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについての説明には様々な方法が考えられることから、同原則は一律にキャピタルアロケーションの開示を求めるものではありません。各社において同原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
445	Principles 4.1 and 4.2 together establish the board's obligation to articulate a capital allocation framework and to persistently review whether business resources are being deployed efficiently in service of growth. We strongly support this framing. However, articulation and review without a defined disclosure structure will produce widely varying quality and will be difficult for shareholders to track against actual behavior over time and against different companies. The problem is not limited to how companies describe their investment decisions. It also extends to how they account for capital that is not being actively deployed—most notably excess cash balances and cross-shareholdings. Both represent capital allocation decisions with measurable opportunity costs. Both are addressed in the revised Code: the Interpretive Guidance to Principle 4.2 acknowledges cash holdings explicitly, and Principle 1.4 requires the board to annually assess each cross-shareholding	

	against the company's cost of capital. But both are currently treated in isolation from each other and from the broader capital allocation framework the board is required to maintain under Principles 4.1 and 4.2. A company can satisfy each provision individually while never being required to explain how its cash holdings, cross-shareholding portfolio, and growth investment decisions fit together as a coherent capital allocation policy. We recommend that the Interpretive Guidance to Principle 4.1 be expanded to encourage companies to disclose a formal capital allocation policy as a defined output with the following minimum components: ・ The company's cost of capital and the return threshold above which capital will be deployed in growth investments ・ The criteria and time horizon for evaluating internal versus external investment opportunities ・ The rationale for maintaining financial assets including cash above an operating reserve level, with reference to a specific disclosed use of funds within a defined time horizon and a comparison to an industry-appropriate benchmark ・ The board's assessment of its cross-shareholding portfolio within the overall capital allocation framework, including how individual holdings are evaluated against the cost of capital standard in Principle 1.4 and how the aggregate portfolio fits within the company's capital allocation priorities ・ The approach to shareholder returns when investment opportunities do not meet the stated return threshold A structured capital allocation policy creates a durable basis for shareholder dialogue. It requires companies to explain their capital allocation decisions as a coherent whole rather than in isolated silos (growth investments under 4.1, cash under 4.2, cross-shareholdings under 1.4) and gives long-term shareholders the integrated view they need to assess whether the board is effectively acting as a steward of the company's capital. When a company's actual behavior diverges from its disclosed policy, shareholders have a factual and specific foundation for engagement. When	他方で、かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえた説明がなされる限りにおいて、キャピタルアロケーションの開示を行っている場合には、原則４－１の説明を行っているものと考えられます。 Principle 4.1 states that "the board should provide explanations to shareholders regarding specific measures". Whereas, Principle 4.2 states that "the board should persistently review whether the allocation of the company's business resources is appropriate." Principle 4.2 does not expect explanation and disclosure of the result of assessment. Principle 4.1 states that the board should explain, and Principle 4.2 states that the board should persistently review. However, Principle 4.2 does not mention the explanation or disclosure of the assessment results. Principles 4.1 and 4.2 are intertwined. When running the PDCA cycle for business resource allocation, companies can indirectly explain past assessment results as necessary, while specifically detailing what they will determine and execute based on their assessment of the current resource allocation's appropriateness. In terms of Principle 4.2, there are various business resources that could be effectively utilized for growth investments to achieve an appropriate allocation of business resources. The Interpretive Guidance states that financial assets—such as cash—and real assets are examples of such business resources. Furthermore, as stated in the document "The Revised Corporate Governance Code to Promote Growth Investments" which the TSE and FSA published along with the revised Code, when allocating business resources, it is also necessary to consider resource allocation strategies that balance various investments and shareholder returns, taking into account various factors. As long as companies can demonstrate a necessity and rationale, maintaining an appropriate level of cash can be considered as one approach to business resource allocation. Disclosure of capital allocation constitutes one example of a specific explanation in accordance with Principle 4.1. Since there are various

	alignment is strong, the policy reinforces confidence in management's stewardship. 【ValueAct Capital】	methods for explaining specific measures related to the allocation of business resources, the Principle does not uniformly require such disclosure. Companies are expected to implement their own measures based on their specific circumstances, and in light of the aim and spirit of Principle 4.1 and its Interpretive Guidance. Conversely, provided that companies provide an explanation based on their specific circumstances and in light of the aim and spirit of the Principle, if a company discloses its capital allocation, such disclosure shall be deemed to satisfy the explanatory expectations under Principle 4.1.
446	Board roles: capital efficiency and executive remuneration On capital efficiency: we welcome the strengthened language on capital efficiency and business resource allocation under revised Principles 4.1 and 4.2, and the expectation that companies assess whether excess cash holdings may be impairing capital efficiency. However, capital management has been subsumed into Principle 4.1 and lost its standalone principle status. The persistent capital efficiency challenges among Japanese listed companies are well documented, and the TSE's March 2023 request to Prime and Standard Market companies to implement management conscious of cost of capital and stock price has demonstrated that direct, targeted expectations produce measurable changes in company practices. Subsuming capital management into a broader strategic direction principle risks diluting that signal. We are also concerned that the treatment of cash alongside real assets under Principle 4.1 may reduce the scrutiny applied to cash holdings. There has been a steady increase in the cash and deposits held by Japanese companies in the last 15 years, whilst the ratios of capital investment and R&D to sales have consistently lagged the US and EU. Companies should disclose their optimal cash level with a clear economic rationale, separately from any discussion of physical or other financial assets, enabling investors to assess whether cash reserves reflect genuine operational needs or uninvested capital that impairs returns. 【Norges Bank Investment Management】	
447	We support the objective of strengthening "growth-oriented governance" and enhancing capital efficiency. We welcome improvements including clearer articulation of growth investments, the elevation of internal control, enhanced diversity expectations, and alignment with ISSB. However, certain revisions risk reducing clarity, comparability, and investor confidence. Priority recommendations	

	Capital allocation and cash discipline The revised language broadening focus from cash to “financial and real assets” risks dilution. Companies should be expected to disclose their capital allocation framework, including optimal cash levels and rationale, to support disciplined deployment and investor understanding. 【Impax Asset Management】	
448	FSA Proposal: Principles 4.1 and 4.2 have been strengthened to emphasise capital allocation, business portfolio reviews, and cost of capital awareness. These updates build on the foundations of the Ito Review while directly incorporating the TSE’s 2023 “Cost of Capital and Stock Price” initiative and CG Code revisions. Recommendation: The Interpretive Guidance lacks specificity on what constitutes adequate disclosure and analysis. The Code should require companies that have a net cash position to disclose their optimal cash level (e.g., as months of annual revenues) as part of a clear capital allocation policy, thereby fostering disciplined deployment and bridging critical perception gaps. Disclosure on the company’s policy regarding its cash holdings should be mandatory and separate from any other discussion on real or physical assets. We recommend enhancing capital allocation expectations under Principle 4.1 to require companies to disclose: ・ Their estimated cost of capital and methodology ・ How business portfolio reviews incorporate cost of capital benchmarks ・ Quantitative targets for underperforming business lines and timelines for improvement or divestment. The explanatory paper from the FSA and TSE is clearer in relation to expectations regarding growth investments and we recommend incorporating into revised Principle 4.1 language consistent with the explanatory paper, for example: “The board should consider resource allocation strategies that balance various investments, the retention of cash, and shareholder returns, taking into account profitability and the cost of capital, as well as other factors, such as the growth stage and opportunity cost.”	

	METI's 2014 Ito Review established clear benchmarks for ROE target to exceed 90% of global investors' cost of capital expectations, i.e. 8%. Since 2014, benchmark risk-free-rates in Japan and globally have moved higher, raising current estimates of cost of capital for companies; there is thus a greater need for company boards to be aware of the inputs to the cost of capital estimate and for these inputs to be made transparent to shareholders. The core principle was "Management of Japanese companies must deepen their understanding that a company capable of generating long-term returns above its cost of capital is regarded as a value-creating company". Yet official data and investor surveys reveal persistent gaps. From the Secretariat Briefing Pack Data (Material 2), Japanese companies' cash and deposits represent 16.5% of total assets (2024), vs. US 8.5% and Europe 9.0%. 82.4% of investors view corporate cash reserves as "too high," vs. only 29.7% of companies. Despite numeric improvements in ROE targets, many companies lack serious cost of capital discipline or understanding of capital opportunity costs. We note that in the final version of the CG Code amendments under Principle 4.2, text was introduced to make explicit board responsibility for allocation of business resources, stating that "the board should persistently review the allocation of company business resources … including whether business resources, such as financial assets like cash and real assets, are utilized efficiently in growth investments." We welcome the inclusion of this board responsibility in the Code and the substantive commentary added in the Interpretive Guidance. However, that this important responsibility is included only as an Interpretive Guidance underscores that all such guidance should be considered as integral to the Code itself, rather than simply for reference. As noted above, we are also concerned that the use of cash subsumed under financial assets broadly understood (i.e. including real assets) may lead to companies under-emphasizing review and discussion of their cash holdings. In our view, the Code should require companies to disclose their optimal cash levels explicitly with a clear economic rationale justifying cash holdings as reasonable and non-hoarding, while discussing these separately	

	from “real” (i.e. physical assets) and other investments of the company. 【Asian Corporate Governance Association】	
449	解釈指針について、一部の少なくない日本企業は依然として過剰な現預金を抱えており、その有効活用が不十分なため、株主価値が低迷している。そのような企業に対して、中長期的な株主価値向上の視点から、過剰な現預金、遊休資産の適切な活用方針（投資や株主還元等）の開示を、より明確、直接的な表現で求めるべきと考える。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
450	解釈指針に記載されている「取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。」は、原則本体に組み込むべきと考える。 本来、経営陣の結果責任が明確であれば、経営は自律的な判断に委ねればよく、株主の過度な介入は必要ないと考える。その点、プリンシプル化・スリム化を図ることには賛同する。しかし多くの日本企業では、未だ経営陣の株主価値向上に対する結果責任は弱く、結果責任が定着するまでの過渡期においては、株主価値向上に向けたプロセスや細則を制度的に定義しておくことが、依然として重要と考える。プリンシプル化・スリム化が拙速とならないよう、実効性の確保という観点から慎重に検討される必要がある。何を中核的な責務としての原則に置き、何をベストプラクティスやアドバイスとしての解釈指針に置くかの選別が重要となる。 こうした観点から、本邦上場企業のバランスシート経営はいまだ道半ばであり、余剰資金が現預金や株主資本として積み上がっている状態に対する説明責任は、原則の側にこそ踏み込んでおくべきと考える。当該事項は、取締役会の中核的責務である資本配分・ポートフォリオ管理に直結するものであり、ベストプラクティスに委ねるのではなく、原則として明示することが適当である。 【フィデリティ投信株式会社】	
451	【意見】	

	現預金のみでなく、金融・実物資産等の経営資源配分について、有効活用できているかの検証の重要性を解釈指針にて明示した点を評価します。一方解釈指針の位置づけでは、能動的に企業がエクスプレインをすることに期待するしかなく、投資家にとっての最重要論点については原則への格上げの検討が必要と考えます。今後は、事業継続に必要な現預金水準の明示、それを上回る余剰資金の使途明確化、事業に供していない換金可能な資産を事業資産や有形・無形資産に振り向け稼ぐ力の向上に貢献するような経営資源の再配分、成長投資への活用方針を一貫したロジックで説明すること等を、対外的に明示することが必要と考えます。 【理由】 企業の保有する現預金比率は上昇の一途をたどっているが、金融資産の保有理由についての明瞭な説明が不足している。あわせて金融資産、実物資産のアロケーションを通じ、稼ぐ力の向上を丁寧に説明していくことが投資家との建設的な対話促進に必要な中核論点であるため 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	
452	「適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべき」との今回の解釈指針の表現には、本邦企業が欧米企業に比べ、過大に現預金を貯め込んでいるとの問題認識が根本にあったはずである。投融資や実物資産であれば、何か目的があって企業が現金を活用した結果であり、現預金そのものと同列に扱うべきではない。事業運営上どの程度の現預金を保持することが適当なのかや、それを上回る場合の活用に関して、機関投資家や株主等との対話や株主総会等で十分に説明することを解釈指針で求めるよう提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	
453	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。 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 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
454	投資家にとって、上場会社との対話において、経営資源の有効活用は最も重要なテーマのひとつであり、現預金の使い方だけを注視しているわけではありません。改訂案のとおり、金融資産や実物資産等のすべての経営資源の有効活用を不断に検証していただきたいので、改訂案に賛成です。 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
455	We share the recognition of the need for new discipline to promote growth investment and the proper allocation of management resources. Fundamentally, the use of cash is a matter that should be entrusted to management, guided by the principles and the rules of capital markets and monitored by investors and through robust governance; it should not be minutely prescribed by hard laws, soft laws like the Corporate Governance Code, or other guidelines. However, it is a fact that excess cash holdings and the resulting low capital efficiency have become a challenge for Japanese companies. To address this challenge, rather than simply targeting the level of cash holdings, it is necessary to focus on the more fundamental aspect of deepening management's and the board's understanding of strategic capital allocation and promoting a shared perspective with shareholders. We express our approval for the new requirement that boards constantly verify whether their current capital allocation is appropriate, including whether management resources such as excess cash are being used effectively for growth investments. In closing, we recognize the 2026 revision as an indispensable and positive step that will promote substantive, long-term governance improvements. We are committed to remaining advocates for its acceleration. We strongly encourage the FSA and JPX to build on this momentum and to address the fundamental and structural weaknesses we have outlined in future revisions. Doing so will be critical to truly elevating Japanese corporate governance and unlocking the full potential of this market. 【ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code.

456	先進的な企業もあるが、全体でみれば、日本企業の資本効率性が、グローバルで劣る中、取締役会が、経営資源の配分の適切性について、不断に検証を行うことは重要な事項と考えている。 特に、解釈指針に示されている、『現預金』を含め、不断に検証を行う部分は非常に重要と考えている。現状、機関投資家の議決権行使基準では、キャッシュリッチ基準、つまり、キャッシュを多く持っている企業に、より厳格な基準を適用するということが通常となっている。また、企業との対話においても、この現預金の有効な活用につき、議論することが多い状況である。このことは、過大な現預金の保有が、いわゆるアクティビストだけでなく、中長期視点の機関投資家にとっても大きな課題と認識されていることを示している。 すべて、株主還元する必要はないが、取締役会でしっかり、検証し、収益性が高いと見込まれる、成長投資への活用が求められる。（そして、余剰資金は株主還元を行う） 【一般社団法人　資産運用業協会】	ご意見として承ります。
457	改訂案原則４－２解釈指針において、「取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるための適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである」とあります。 当社といたしましては、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ためには、株主・投資家のみならず、顧客、従業員、取引先、地域社会をはじめとする多様なステークホルダーとの協働を通じて価値を創出し、創出した価値をこれらの多様なステークホルダーに適切に配分･還元していくことが重要である、と考えており、この観点から、株主還元も非常に重要であるとともに、成長投資のみならず、地政学リスクをはじめとするリスクへの備えとして一定水準の現預金等を保有することも不可欠、と考えております。 この観点から、原則４－２解釈指針については、「取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるための適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長への投資やリスクへの備	ご意見として承ります。 経営資源の配分に当たっては、多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要がある旨、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられる旨が、パブコメ案及び改訂版コードと同時に当取引所及び金融庁より公表した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に記載されています。 各社において、当該文書を参照するとともに、各原則の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。

	え等にバランスよく活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである」としていただきたく、意見として申し上げます。 【住友電気工業株式会社】	
458	解釈指針の修正（下線部分） 　取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業 価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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及び不測の事態に備えるため温存すべきか等を含め、不断に検証を行うべきである。 　現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源は成長投資のためだけの経営資源ではない。リスクマネジメント（ERM）の一環として不測の事態に備えるための経営資源でもある。石油危機や大地震等の不測の事態は現下でも起きている。BCP の一環として現預金等の金融資産や実物資産等は温存されなければならない。この視点を忘れないようにしていただきたい。 【株式会社今井経済・経営研究所代表主席研究員】	
459	原則４－２に関連して、経営資源の配分に関する判断に当たっては、株主還元、成長投資、事業基盤の維持・強化等のバランスを中長期的な企業価値の向上の観点から総合的に検討することが重要である。 　実務上、株主から配当の増額や資産（例：不動産）の売却等を通じた短期的な株主還元を求められる場面も想定されるが、これらの要請については、当該資産や事業の戦略的意義、中長期的な成長投資や事業継続への影響等を踏まえ、取締役会が自らの責任において判断を行うことが求められる。 　その際、取締役会は、株主還元に関する要請に必ずしも全面的に応じることが中長期的な企業価値の向上に資さない場合があり得ることを前提に、当該判断の背景や考え方について、株主に対し合理的かつ丁寧な説明を行うことが望ましい。 【個人】	ご意見として承ります。 　原則４－２及びその解釈指針では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。 　経営資源の配分に当たっては、自社の資本収益性、資本コストとともに、自社の成長フェーズや機会コスト等の様々な要素を考慮した上で、多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要があります。他方で、現預金等の金融資産や実物資産等を保有することは常に否定されるべきものではなく、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。
460	改訂案の原則４－２とその解釈指針に関して、その趣旨には大いに賛同する。 　一方で、有識者会議でのある指摘のとおり、記載が短期主義的な株主還元のために経営資源を用いるべきという趣旨のものと誤読されたり、短期的利	

	益志向の投資家に都合よく切り取られて利用されたりする恐れがある。 　また、他の指摘のとおり、取締役会が事業環境あるいは事業に基づいたバランスシートのマネジメントを行うことができ、それを株主やステークホルダーに説明することこそが重要なのであって、例えばボラティリティーが高い事業や将来の大規模な成長投資に向けた準備段階にある企業が、一時的な現預金等の積み上がりのみを一部の投資家に糾弾され、結果として実施予定であった成長投資を放棄して短期主義的な株主還元を実施せざるを得なくなるといった事態は、未然に防ぐ必要がある。 　その為、原則４－２解釈指針における「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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである」という部分について、「中長期的な企業価値の向上に資する形で成長投資等に有効活用できているか、または有効活用する計画を策定できているか」といったように、よりその趣旨が分かり易くなるような記載にするべきと考える。 【株式会社三陽商会】	
461	提言の柱（キーメッセージ）「戦略的レジリエンス」としての事業ポートフォリオの肯定 　ボラティリティの高い事業を抱える企業が、リスク分散のために安定収益事業を保有することは、経営の安定性と継続的な R&D 投資を担保するための合理的戦略です。金融理論上の「コングロマリット・ディスカウント」のみで評価されるべきではありません。また、バリュエーション理論（例：DCF）の観点からも、DCF の分子（利益、CF）のみならず、分母（割引率）を低減する営みは企業価値向上に資するものであります。 具体的な条文修正案 【修正案】 　資本政策と手元流動性の妥当性（原則４－２関連） 【現状の課題】 　現金保有が画一的に「非効率」と批判され、コンテンツ制作の長期サイクルや、不測の事態（開発遅延、ヒット作不在期間）への備えとしての正当性が認められにくい。 【追記・修正案】 　原則４－２解釈指針の第２パラグラフへの追記	

	「資本収益性の向上と株主還元のバランスを検討する際、当該産業固有の投資サイクル（長期の開発期間等）や、機動的な大規模投資（M&A、新規 IP 開発等）に備えた内部留保の必要性を十分に考慮すべきである。企業が将来の成長の源泉として保有する手元資金の妥当性は、短期的な資本効率のみならず、中長期的な成長戦略との整合性の観点から判断されるべきである。」 【一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA） CSR 委員会　経営基盤ワーキンググループ】	
462	解釈指針の「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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべき」という点について、何の意味もない定性的な定型文を開示する会社が続出することを危惧しています。 想定されている検証の方法論について例示を行うべきと考えます。 例えば、「投資家をはじめとする外部のステークホルダーとの共通認識を形成すべく定量的な分析と定性的な説明を組み合わせるべきである。投資家との共有言語とし、コーポレートファイナンスの考え方を用いることが有効である。」といった補足は可能であろうと考えます。 【株式会社レクタスパートナーズ】	ご意見として承ります。 原則４－１では「具体的に何を実行するのかについて説明を行うべき」とされている一方、原則４－２では「経営資源の配分が適切かについて不断に検証を行うべき」とされており、原則４－２はその検証内容の説明・開示までは求めていません。原則４－１と原則４－２は連続性のある内容であり、経営資源の配分に関する PDCA サイクルの中で、現状の配分の適切性の検証に基づき、今後何を実行するのかが決定され、それを具体的に説明する中で、過去の検証結果も必要に応じて間接的に説明がなされ得るものと考えられます。 具体的な説明方法については、各社において原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されますが、かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえ、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始するのではなく、具体的に、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明することが重要と考えられます。
463	We welcome the strengthened focus in Principle 4.2 on the board's responsibility for establishing an environment that supports appropriate risk-taking by management. In particular, the explicit expectation that boards should "persistently review whether the allocation of the company's business resources is appropriate" underscores a key board oversight role. Our experience engaging with Japanese companies suggests that boards have not always engaged proactively with questions surrounding the efficient use of financial assets, including cash, cross shareholdings and real estate held for investment purposes. We therefore hope that the strengthened Principle 4.2 will encourage boards to engage more substantively with	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や具体的な取組み事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

	management on these issues. Meaningful implementation of this Principle should play an important role in improving capital efficiency and reinforcing board accountability for sustained long-term value creation. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
464	今回のコーポレートガバナンス・コード改訂においては、現預金に限定せず、金融資産や実物資産を含む経営資源全体の活用を求める表現へ修正されており、企業の実態や経営判断への一定の配慮がなされた点は評価される。一方で、資本配分や現預金に関する説明が実質的に強化されることにより、形式的指標を根拠とする要求や株主提案が増加する可能性も否定できない。 株主提案権の行使要件については、欧米主要国との制度比較を踏まえた適正化を念頭に会社法制の見直しに向けた検討が進められているところである。こうした議論も踏まえ、東京証券取引所においても、今後のコーポレートガバナンス・コードの運用や制度設計に当たり、グローバルスタンダードを意識しつつ、我が国企業の経営実態や中長期的な価値向上との調和が図られる方向での検討・働きかけを行っていただきたい。 【大和証券株式会社】	ご意見として承ります。
465	“(2) The board should persistently review whether the allocation of the company's business resources is appropriate in light of its disclosed business strategy and business plan created with the aim of achieving growth.” [Added, combined and organised provisions covering the same issue] Concern regarding the heightened emphasis on growth over corporate value creation. Suggested wording: “(2) The board should persistently review whether the allocation of the company’s business resources is appropriate in light of its disclosed business strategy and business plan created with the aim of creating corporate value.” 【M&G Investments】	ご意見として承ります。 原則４－２解釈指針では、取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきであること、また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、会社の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきであることが示されています。 原則４－２（２）は、成長のみを強調する趣旨ではなく、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するために、適切な経営資源の配分を取締役会が確保・監督することを求めるものです。 Your feedback has been noted. The Interpretive Guidance for Principle 4.2 states that, based on its business strategies and plans, the board should persistently review the allocation of the company’s business resources that support appropriate risk-

		taking and that lead to sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term, including whether business resources—such as financial assets like cash and real assets—are utilized efficiently in growth investments. It also states that the board should effectively supervise the allocation of business resources and the implementation of business portfolio strategies to ensure that they contribute to the sustainable growth of the company. Principle 4.2 (2) is not intended to place emphasis solely on growth. Rather, it requires the board to ensure and oversee the appropriate allocation of management resources in order to achieve sustainable growth and increase corporate value over the mid- to long-term.
466	企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向け、取締役会による経営資源配分の監督を明確化する方向性に賛同します。 特に、以下の点は、いずれも資本市場改革の実質化に向けた重要な前進であると考えます。 ・ 第一に、原則４－２において、取締役会が「自社の経営資源配分が、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すべきであるとされた点。 ・ 第二に、解釈指針において、当初案の「現預金」のみから、金融資産・実物資産を含む経営資源全体へと検証範囲が拡張された経緯。 もっとも、改訂案の解釈指針および全体構造を詳細に読むと、なお補完すべき論点が残ると考えます。 ・ 原則４－２解釈指針が、貸借対照表上の資産構成（ストック）の検証に焦点が当たっており、期間中の経営資源の動き（フロー、リアロケーション）の監督や、これを支える周辺諸論点（無形資産・技術基盤の位置づけ、報酬設計、手元流動性の扱い）の整理が十分でないという、原則４－２の射程の問題。 手元流動性を含む資本配分選択肢の併記について、改訂案が現預金等の有効活用を促す方向性には賛同しますが、その運用が「現預金保有を一律に否定的に評価する」「特定の資金使途へ誘導する」方向に転化しないよう、解釈指針において、手元流動性の確保もまた、成長投資、株主還元、事業再編・	ご意見として承ります。 原則４－２及びその解釈指針では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。 本原則は現預金等の保有を一律に否定的に評価したり、特定の資金使途へ誘導したりするものではなく、保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。

	撤退、M&A 等と並ぶ正当な資本配分の選択肢の一つとして位置づけることを提案します。具体的には、解釈指針において、現預金保有の必要水準・保有目的・資本コストとの整合性についての説明が、成長投資の方針と並列に求められる旨を明示することが望ましいと考えます。 　改訂案の趣旨紙は「現預金を含めたこれらの資産を保有することは常に否定されるべきものではなく、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源配分の一環として考えられることに留意が必要である」と明記しており、この基本姿勢に賛同します。もっとも、解釈指針本文において「成長投資等への有効活用」が強調される場合、運用段階では、「現預金保有は原則として縮減すべきもの」「成長投資は一律に積み増すべきもの」といった単線的な理解に転化するおそれがあります。 　現預金の保有は、それ自体が悪ではなく、経営の継続性と選択肢を守るための合理的な経営判断でありうるものです。具体的には、（１）賃上げに伴う人件費ベースの上昇、社会保険料負担の増加、退職給付・企業年金等の将来負担、（２）景気後退局面においても雇用・研究開発・設備投資を継続するための運転資金、（３）資本市場・金利・為替の変動局面における外部資金調達への過度な依存の回避、（４）M&A や事業買収の機会を逃さないための待機資金、（５）サプライチェーン寸断・地政学リスク・自然災害への備え、といった目的が想定されます。これらは「滞留」ではなく、戦略的な手元流動性の確保です。 　とりわけ、社会保険の適用拡大、退職給付債務の見直し、企業年金財政の安定化要請が同時並行で進んでいる現下において、企業の固定費・準固定費は中長期的に上方シフトしつつあります。同時に、コードは賃上げに資する人的資本投資、研究開発、設備投資、M&A、株主還元のいずれをも求めています。これらすべてに対応する必要がある中で、手元流動性の水準を十分な説明なく一律に問題視する運用がなされれば、企業の財務健全性や投資余力を損なうおそれがあります。 　また、形式的な「現預金削減」や「成長投資額の積み増し」を求める運用は、無理な M&A、不採算な設備投資、根拠の薄いデジタル投資、短期的な自社株買い等の資本毀損行動を誘発し、景気後退時には人件費削減や研究開発の凍結を招きかねません。これは、コードが本来意図する果断な意思決定	

	やリスクテイクの後押しとは逆の効果をもたらします。 本意見は、フロー検証提案（注：No.470 参照）と矛盾するものではなく、補完するものです。当該意見は「ストックの検証だけでは不十分でフローの監督が必要」という主張ですが、本意見は「フローの監督を強調するあまり、ストックの保有自体を否定するのも誤り」という主張です。両者を合わせれば、コードが求めるべきは、現預金保有・成長投資・株主還元・事業再編・撤退・M&A 等を含む資本配分方針の全体について、取締役会が経営戦略・資本コスト・財務健全性・リスク耐性との整合性を検証し、経営陣がその合理性を説明することである、と整理できます。これは趣旨紙が示す「経営資源をどのように振り向けるかは企業の経営判断に属する」という基本姿勢とも整合的です。 今般の改訂案は、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源について、成長投資等への有効活用を取締役会の不断の検証事項として位置づけ、また、株主との対話を基本原則の冒頭に再配置し取締役会の責務として整理した点で、大きな前進であると考えます。改訂の経緯において、検証対象が「現預金」のみから金融資産・実物資産にまで拡張されたことも、検証対象と説明責任の範囲を実質的に広げるものとして評価いたします。 もっとも、企業価値向上に資する成長投資を実現するためには、貸借対照表上の資産構成を検証するだけでは不十分です。重要なのは、経営戦略や経営計画に照らして、資本、人材、知的財産、データ、デジタル技術、AI 等の経営資源が、期間中にどの領域へ再配分されているかを取締役会が監督すること、そして、その配分行動を支える報酬設計と、手元流動性を含む資本配分選択肢の合理性が整合していることです。 また、対話を取締役会の責務として再構成した改訂案の趣旨を実質化するためには、組織体制の整備にとどまらず、ライブの応答を担う人材の育成・確保という人材論的な視座が欠かせません。生成 AI の普及により、開示文書や書面回答の形式面・構成面の水準は今後さらに平準化していく可能性があり、ライブの応答力こそが経営の地力を示す差別化要因として残るからです。経営資源配分は、ともすれば前年度踏襲や既存事業への慣性的配分に陥りがちであり、それを断つ取り組みは、取締役会、報酬委員会、対話といった複数の層で並行して進められる必要があります。提出した意見は、いずれも改訂案を一貫して評価する立場から、その実装をより明確にするための補	

	完提案です。コードのプリンシプル化・スリム化の趣旨に反するものではなく、むしろ、形式的な開示対応ではなく企業と投資家・社会との実質的な対話を促し、解釈指針が「コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではない」という性格をもつ中で、その実効性を担保するための具体的な手がかりとなるものと考えます。 【個人】	
467	原則４－２解釈指針の「取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。」について、参考資料１「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」の記述と合わせると、例えば、鉄道事業において大規模災害に係る復旧費用などの原資として一定の経営資源を保有することも考えられると解してよいか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	原則４－２及びその解釈指針では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。 本原則は現預金等の保有を一律に否定的に評価したり、特定の資金使途へ誘導したりするものではなく、保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。
468	取締役の役割・責務として「取締役会は、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べきである。」と明確化したことは、重要である。ただ、解釈指針について疑問点がある。 上場企業である限りは株主から成長のためにリスクテイクをして積極的に投資を行うことは重要である。投資は、財務諸表の資産の部に現れるものと、簿外のものがある。それを鑑みると、「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等に有効活用」という文言について、 第１に、「実物資産等の経営資源」が先に来るべきである。つまり投資のための資産配分が適正であるかを確認するべきと考えられる。 第２に、近年の経済動向を鑑みると、既存の実物資産のみならず、資産の部には現れないものが重要になってくる。特に近年、東証は人的資本の重要性について着目を行っている。いうまでもなく、人的資源は企業の成長の重要なドライバーであり、かつ資産の部には現れない。 このことを踏まえると、「経営資源」の分配について問うことは重要である一方、あまりに広範囲にわたる一方で、「実物資産等の」と制限することは、企業の多様性を踏まえた上では現実に即していないと考えられる。	ご意見として承ります。 原則４－２では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めており、その解釈指針において、成長投資等に有効活用するための経営資源として、現預金等の金融資産や実物資産等を例示しています。

	さらに、「現預金等の金融資産や」とあるが、現預金は企業成長に直接影響しない。 現預金→経営資源→成長というパスを得ることで、企業成長につながる。このことから、「現預金」という言葉が文頭に来ることには、文意を考えると違和感がある。 【個人】	
469	Despite a widespread expectation for the Code to address capital efficiency, a major governance concern in Japan, it is disappointing that the requirement for boards to act on this issue is only briefly highlighted in the "Interpretive Guidance" annexed to Principle 4-2. We believe that capital allocation strategy and its implementation should be upgraded to one of the Principles. We have concerns about the prescriptive wording of using excessive cash for "growth investments". Good governance and growth are not always directly aligned. For instance, a good governance outcome can be for a company to maximise returns from mature businesses or optimise its business portfolio through divestment of low returning businesses. We would therefore suggest a clearer emphasis on efficient and disciplined capital management, in alignment with the TSE's initiative concerning "management that is conscious of cost of capital and stock price". This is important for all shareholders, regardless the length of their holding period. Returns to shareholders are also a key part of a company's capital policy, depending on the business environment where it operates and the stage of growth. Company management and boards are expected to assess and disclose the optimal capital structure, as well as the returns prospects from investment decisions when presenting plans for the deployment of cash. 【Morant Wright Management Limited】	ご指摘の資本効率や経営資源の適切な配分については、解釈指針のみならず原則４－１及び原則４－２においても記載されています。 原則４－２及びその解釈指針では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。 他方で、原則４－１では、各社の収益力・資本効率等に関する目標の実現のために、具体的に何を実行するのかについて適切に説明を行うことを求めており、その解釈指針において、取締役会は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、自社の成長フェーズ等を十分に考慮した上で、経営戦略や経営計画、それを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである旨、また経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである旨が示されています。 Capital efficiency and the appropriate allocation of business resources are stated not only in the Interpretive Guidance, but also in Principles 4.1 and 4.2. Principle 4.2 and its Interpretive Guidance state that the board should persistently review whether the allocation of the company's business resources is appropriate in light of its disclosed business strategy and business plan created with the aim of achieving growth, in order to achieve an allocation of business resources that contributes to appropriate risk-taking. Meanwhile, Principle 4.1 states that to achieve targets related to capital efficiency, the board should explain specific measures that will be taken, and

		the Interpretive Guidance states that the board should, from the perspective of increasing corporate value over the mid- to long-term, provide explanations that are clear and logical to shareholders regarding specific measures that will be taken in order to achieve their business strategies, business plans, and capital policies, taking into account the growth stage of a company and other factors. Additionally, the Interpretive Guidance states that in formulating and announcing business strategies, companies should clearly present the basic policy regarding the business portfolio decided by the board and the status of the review of such a portfolio.
470	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」解釈指針の「取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。」の部分について、検証対象を主として貸借対照表上の資産構成（ストック）の有効活用に限定して読まれる懸念があります。経営戦略や経営計画に照らした経営資源配分の検証を実質化するためには、ストックに加え、期間中の事業セグメント間・事業ポートフォリオ間・機能間における経営資源配分の変化（フロー、リアロケーション）を検証対象として明示することを提案します。 （修文案） 取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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等に有効活用できているか、並びに事業セグメント間、事業ポートフォリオ間及び機能間における資本・人材・無形資産等の経営資源の配分が、経営戦略や経営計画に照らして適切に見直されているかを含め、不断に検証を行うべきである。 今般の改訂案が、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源の有効活用を明記したことは、過剰な現預金、政策保有株式、非効率な資産保有などを	ご意見として承ります。 原則４－２及びその解釈指針では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。 他方で、原則４－１では、各社の収益力・資本効率等に関する目標の実現のために、具体的に何を実行するのかについて適切に説明を行うことを求めており、その解釈指針において、「取締役会は、中長期的に企業価値を向上させる観点から、（略）経営戦略や経営計画、それを踏まえた資本政策を実現するために具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである」こと、また「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである」ことが示されています。 原則４－１に基づく具体的な説明方法については、各社において同原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されますが、かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえた説明がなされる限りにおいて、例えばキャピタルアロケーションの開示を行っている場合には、原則４－１の説明を行っているといえると考えられます。

	検証対象とするうえで重要な意義を有します。改訂の経緯を見ても、当初案の「現預金」のみから、上場会社側の有識者の要望を踏まえて金融資産・実物資産が加わったことにより、検証対象と説明責任の範囲はむしろ拡張されています。投資家が期待する「資産規模を大きく変化させずに、低収益資産を高収益資産へ転換する」という発想とも整合的です。 　しかし企業価値向上の観点からは、ある時点でどのような資産を保有しているかという「ストック」の検証だけでは十分ではありません。成長投資・更新投資が一つの箱として整理されるかぎり、その箱の中身が、既存事業からの慣性的な積み上げなのか、ポートフォリオ組み替えを伴う再配分なのかは、外形的には弁別できないからです。経営戦略や経営計画に照らして、期間中に経営資源がどの事業へ新たに投下され、どの事業から引き揚げられ、どの領域へ再配分されたのかという「フロー」の検証が不可欠です。 　この点、東証「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」のフォローアップ資料においても、企業と投資家の間では「事業ポートフォリオ・経営資源配分の見直し」について大きな認識ギャップが存在することが示されています。具体的には、企業の実施事項としては 28%である一方、投資家の課題認識としては 73%とされており、経営資源配分の見直しは、投資家が強く課題と認識している領域です。同資料では、資本配分（キャピタル・アロケーション）について、限られた資本をどのような考え方・優先順位で配分していくのかを、投資家へ明確に説明することが期待されています。 　なお、こうした経営資源配分の慣性は、日本企業に限られた現象ではありません。マッキンゼーが米国上場企業 1,616 社を 15 年間（1990～2005 年）にわたり分析した実証研究によれば、事業部門間の資本配分は前年度との相関が 0.92 と極めて高く、慣性的な配分が支配的であることが示されています。同時に、期間中に積極的にリアロケーションを行った企業群（上位３分の１）は、慣性的配分にとどまった企業群（下位３分の１）と比べ、株主総利回り（TSR）が顕著に高かったとされます（同社の続編研究では、年間 TSR の差は約４ポイントと整理されています）。資本配分の慣性を断つ機構を備えることが企業価値向上に資するという知見は、国際的にも蓄積されており、本提案はその文脈に位置づけられるものです。経済産業省「事業再編実務指針」（2020 年）も、同様の知見を踏まえ、事業セグメント別の投下資本	

	評価枠組みを示しています。 ※本提案は、取締役会が個別の予算配分や個別投資案件に過度に介入することを求めるものではありません。取締役会が問うべきは、個別の配分判断そのものではなく、経営陣による資本配分プロセスが、前年度踏襲や既存事業への慣性的配分に陥っていないか、経営戦略に沿って適切に見直されているかという点です。米国 NACD の古典的な「nose in, fingers out」という標語が示すとおり、これはマイクロマネジメントではなく、経営資源配分プロセスに対する監督の実効性を高める提案です。 【個人】	
471	原則４－２解釈指針、および原則４－４解釈指針について、データ、デジタル技術、AI その他の無形資産・技術基盤について、サイバーセキュリティや情報流出リスク等のリスク管理の文脈に限定するのではなく、経営資源配分、業務プロセスの再設計、意思決定プロセスの高度化、事業ポートフォリオ変革を支える経営資源として、原則４－２の解釈指針に明示することを提案します。 原則４－２解釈指針に、「また、データ、デジタル技術、AI その他の無形資産・技術基盤については、サイバーセキュリティその他のリスク管理上の観点に加え、業務プロセス、意思決定プロセス、経営管理及び事業ポートフォリオ変革を高度化する経営資源として、その活用方針及び投資の優先順位が経営戦略や経営計画と整合しているかを監督すべきである。」との一文を追加することを提案します。 改訂案では、サイバーセキュリティリスク、地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク、技術等の情報流出リスクへの対応が、原則４－４の解釈指針においてリスク管理体制の考慮事項として位置づけられています。この位置づけ自体には賛同します。しかし、データ、デジタル技術、AI 等は、リスク管理の対象であるだけではありません。経営資源配分、経営管理、意思決定、本社業務、人的資本活用、知的財産活用、事業ポートフォリオ変革を支える基盤であり、中長期的な企業価値向上に直結する経営資源です。 経済産業省「デジタルガバナンス・コード 3.0」（202 年９月改訂）は、副題として「DX 経営による企業価値向上に向けて」を掲げ、DX を通じて得られる企業価値向上に焦点を当てた見直しを行っています。経済産業省・東京証券取引所・独立行政法人情報処理推進機構が共同で選定する「DX 銘柄」	ご意見として承ります。 原則４－２では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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を求めています。また、原則４－１において、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うことを求めており、その解釈指針において、多様な投資機会を十分に認識すべきことが示されています。 ご指摘の「データ、デジタル技術、AI その他の無形資産・技術基盤」についてもこれらの考慮要素に含まれ得るものと考えられますが、各社において、原則４－１及び原則４－２、それらの解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。

	（2020 年度に「攻めの IT 経営銘柄」から名称変更）も、政策当局がデジタル技術を一貫して企業価値向上の観点から位置づけてきたことを示しています。この政策的蓄積を踏まえると、コーポレートガバナンス・コードにおいても、これらをリスク管理の一部としてのみ扱うのではなく、経営資源配分の監督対象として明示することが望ましいと考えます。 特に日本企業においては、稟議、会議体、文書作成、予算編成、管理会計、報告ラインなど、本社業務や意思決定プロセスそのものが経営資源配分に大きな影響を与えています。これらに対し、デジタル技術・AI は、業務を単に効率化するだけでなく、意思決定の速度、透明性、検証可能性を高め、経営機構そのものを再設計する潜在力を有します。 したがって、デジタル技術・AI 関連投資については、単なるシステム投資や守りの IT 投資ではなく、取締役会が経営戦略との整合性、投資優先順位、業務プロセス変革への寄与、経営資源配分の高度化への貢献を監督すべき対象として明示されるべきです。これは、「経営資源配分のフローの検証」（注：No.470 参照）と表裏一体の論点であり、配分先（What）の見直しを支える配分プロセス（How）の高度化として位置づけられます。 【個人】	
472	原則４－２および４－３については、戦略の実行を支える環境整備および監督機能として整理されているが、両者は経営陣の意思決定および行動を規律するという観点において一体的に機能するものであり、明確に分離して記述する合理性は高くない。現行の構成では、リスクテイクの促進とその規律付けが分断されており、ガバナンスの実効性を確保する観点から適切な整理とは言えない。 したがって、原則４－２および４－３については一体的に整理し、経営陣が資本コストを踏まえて適切なリスクテイクを行うことを可能とするガバナンス体制、取締役会による監督機能、ならびに中長期的な企業価値向上と整合的な報酬制度の設計といった事項を統合的に示すことが適切である。 【個人】	原則４－２は、基本原則４において「（２）経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」を取締役会の主要な役割・責務としていることを踏まえ、その内容を敷衍するものである一方、原則４－３は、基本原則４において「（３）独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」を取締役会の主要な役割・責務としていることを踏まえ、その内容を敷衍し、取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣の人事、適時かつ正確な情報開示、関連当事者取引等の管理といった経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを求めています。
473	「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」（趣旨紙）、および関連する実務上の参考例について、原則４－２に関する実質的な対応を支援する観点から、取締役会による経営資源配分の監督について、上場会社が投資家との対話に資するために説明することが考えられ	ご意見として承ります。 原則４－２では、取締役会は、適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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

	る事項を、趣旨紙又は実務上の参考例において例示することを提案します。これらを一律の開示項目として義務づけるのではなく、各社の業種、規模、事業特性、成長フェーズに応じて、投資家との対話に資する範囲で説明することが望ましい事項として位置づけるべきです。たとえば、以下のような事項が考えられます。 ・ セグメント別または主要事業別の資本投下方針と、その見直しの考え方 ・ 中期経営計画期間中における、事業間・機能間・地域間の経営資源配分の変化 ・ 成長領域、維持領域、構造改革領域、撤退・縮小領域等に関する取締役会の監督方針 ・ 目標未達事業について、資本コストとの比較、機会コスト（より高収益が見込まれる代替投資との比較）を踏まえた見直しプロセス ・ 事業ポートフォリオ見直しに関する判断基準、ハードルレート、ROIC等の活用状況 ・ デジタル技術・AI 関連投資が、業務プロセス、意思決定プロセス、経営管理、資本配分プロセスの高度化にどのように寄与しているか 改訂案の序文は、コーポレートガバナンス・コードが、経営陣にとっての制約ではなく、果断な意思決定やリスクテイクを伴う事業活動を後押しするものであることを明確にしています。また、同コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、解釈指針は、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものとされています。 重要なのは、趣旨紙が、原則４－２解釈指針の「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等に有効活用できているか」という記述を、検証事項の「例示」と明確に位置づけていることです。これは、解釈指針が示す検証範囲は他の経営資源にも及び得るという解釈を、改訂案自身が明示的に許容していることを意味します。本意見は、その「例示」を補完し、ストック中心の例示にフローやプロセスの観点を加えることを提案するものです。 ここで必要なのは、詳細な開示項目を追加して企業の事務負担を増やすことではなく、投資家との対話に資する「問い」を示すことです。たとえば、取締役会は、経営陣に対して「この資本配分は、前年度踏襲ではなく、現在の経営戦略に基づくものか」「成長領域に十分な資本・人材・無形資産が移	不断に検証を行うことを求めており、その解釈指針において、成長投資等に有効活用するための経営資源として、現預金等の金融資産や実物資産等を例示しています。 原則４－２の実践に当たっては、このような解釈指針の趣旨・精神も踏まえながら、各社において、自らの置かれた状況に応じて取り組むことが期待されます。 もっとも、原則４－１では「説明を行うべき」としている一方、原則４－２では「不断に検証を行うべき」としており、原則４－２では検証内容の説明・開示までは求めていません。 なお、当取引所では、「『資本コストや株価を意識した経営』に関する要請のアップデート」（2026 年４月 28 日）において、「経営資源の適切な配分」を中心とした投資家の期待や取組みのポイントをお示ししています。これらは、①：中長期的な経営方針（目指す姿や成長の道筋）を明確に示せているか、②：目指す姿に向けた資本の使い方（配分や優先順位）を明確に示せているか、③：保有する資産について、価値創出のため最適な状態となっているか、④：①～③について、取締役会レベルで、実効的な議論・監督を行っているかの観点から、機関投資家の視点や上場会社に期待される取組みを例示するものであり、ご指摘のような「取締役会による経営資源配分の監督について、上場会社が投資家との対話に資するために説明することが考えられる事項」を検討するに当たっては、これらを参考としていただくことも考えられます。

	っているか」「収益性が資本コストを下回る事業について、見直しの基準とプロセスはあるか」「デジタル技術・AI 関連投資は、単なる業務効率化ではなく、意思決定や経営管理の高度化につながっているか」「事業ポートフォリオの見直しは、計画上の言葉にとどまらず、実際の資源配分の変化として表れているか」といった問いを投げかけることが期待されます。原則４－２の趣旨を実質化するためには、上場会社が「何を保有しているか」だけでなく、「何を減らし、何を増やし、どこへ移しているか」を説明できることが重要です。 【個人】	
474	資本効率／現預金水準：有識者会議での議論を通じて、論点は「現預金の過度な保有（いわゆる cash hoarding 問題）」から、現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源のより効率的な活用へとシフトしてきたと理解しています。それでもなお、多くの日本企業にとって、現預金水準の適正化は引き続き優先度の高い対話における論点であると考えます。バランスシート・マネジメントの高度化の余地が大きく、適切な現預金保有水準や株主資本の考え方について、より明確な説明が求められるためです。本論点が解釈指針で取り上げられていることを踏まえると、上場会社および株主・投資者双方にとって、ベストプラクティスと考えられる取組みをより明確に示す解釈指針が提示されることが有益だと考えます。 【キャピタル・インターナショナル株式会社】	
475	全社的リスク管理体制がない中、「リスクテイクを支える環境整備」が何を指し示すのかすら理解できていない企業が大半であるという認識です。 例えば、大手総合商社の中には「取締役と執行」を分離すればリスクテイクできると考えているほか、大手石油元売では投資判断時の「ハードルレートの設定」がリスクテイクの仕組だと考えているなど、リスクアペタイトフレームワークが定着している金融業界以外では、ガイドラインの期待値が上場企業にはまるで伝わっていないものと思います。 全社的リスク管理体制を構築した上でリスクアペタイトフレームワークを適切に運用することを、改訂版にて例示することで上場企業の目線を上げることにつながるのではないかと存じます。 【個人】	ご意見として承ります。 原則４－２解釈指針では、「取締役会は、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣の迅速・果断な意思決定を支援すべきである」ことが示されています。 環境整備の具体的な方法には様々なものが考えられることから、各社において、原則４－２及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
476	投資家と企業の対話ガイドラインの２－２には2018 年の公表時から対話	ご意見として承ります。

	項目として財務管理の方針に言及がある（「経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか」）。今回の改訂に際し、原則４－１解釈指針又は原則４－２解釈指針のいずれかにおいて、財務管理の方針にも言及することを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	
477	「企業」には会社以外の組織も含まれるため、原則４－２解釈指針において、「企業の持続的な成長」とあるのは、「会社の持続的な成長」にすべきと思料いたします。なお、他の箇所では、「会社の持続的な成長」とされています。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご指摘を踏まえ、該当部分を修正しました。
478	We acknowledge the significant progress made in shifting from fixed to more variable pay at Japanese companies over the last decade. However, equity-based compensation remains relatively limited at many companies, which may weaken alignment with long-term value creation. Given the Code's emphasis on growth and encouraging management to take appropriate risks, remuneration structures that promote long-term alignment become increasingly important. We therefore encourage the Code to reinforce expectations for transparent remuneration frameworks, including clear disclosure of how performance-linked elements and long-term incentives support mid-to long-term value creation, while leaving room for companies and investors to develop detailed structures through market practice and engagement. 【T. Rowe Price International Ltd】	原則３－１（３）は、上場会社が開示し、主体的な情報発信を行うべき事項の１つとして、取締役会が経営陣・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続を挙げています。 その上で、原則４－２（３）では、取締役会は、経営陣のリスクテイクを後押しする観点から、経営陣の報酬について、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきであることが示されています。また、原則４－２解釈指針では、取締役会は、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきであり、その際、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである旨が示されています。 上記を踏まえ、必要に応じてご指摘のような観点も踏まえながら、企業が各原則の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 なお、有価証券報告書における開示事項として、役員（取締役、監査役及び執行役）の報酬等について、役員の報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針の内容及び決定方法、業績連動報酬と業績連動報酬以外の報酬等の支給割合の決定に関する方針を定めているときは当該方針の内容、当該業績連動報酬に係る指標、当該指標を選択した理由及び当該業績連動報酬の額の決定方法等の記載が求められます。
479	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend: Stronger linkage between executive remuneration and long-term value Recommend disclosure of time horizons, downside risk adjustments, and performance metrics used for incentive plans. 【Robeco】	
480	We support the continued focus on aligning remuneration with long-term value creation and appropriate risk-taking.	

	This consultation provides an opportunity to further enhance transparency and investor understanding. Boards could be encouraged to provide clearer disclosure of remuneration structure, including the balance between fixed, short-term, and long-term components, as well as the linkage between remuneration outcomes and performance metrics. It may also be helpful to encourage disclosure of how ESG factors are incorporated where material to the business model, together with explanation of how incentive structures are expected to influence executive behaviour and support long-term outcomes over time. This would strengthen alignment between remuneration design and corporate strategy. 【GAM Investments】	Principle 3.1 (3) identifies the board's policies and procedures for determining management and director remuneration as an example of the information companies should proactively disclose. On top of that, Principle 4.2 (3) states that management remuneration should include appropriate incentives to increase corporate value over the mid- to long-term, from the perspective of supporting appropriate risk-taking by management. Also, the Interpretive Guidance for Principle 4.2 states that the board should design management remuneration systems through objective and transparent procedures and determine the specific amount of remuneration accordingly. In doing so, the proportion of management remuneration linked to mid- to long-term results and the balance of cash and stock should be set appropriately, reflecting mid- to long-term business results and potential risks, as well as promoting healthy entrepreneurship. Based on the above, companies should determine their own measures based on their specific circumstances, taking into account the suggested perspectives as necessary in light of the aim and spirit of the Principles. As disclosure items in the annual securities report, companies are required to describe the remuneration of officers (directors, corporate auditors, and executive officers). This includes the details and methods of the policy for determining the amount of officer remuneration or the method of its calculation, If a policy has been established for determining the payment ratios of performance-linked remuneration and non-performance-linked remuneration, the details of such policy must be described, along with the metrics related to the performance-linked remuneration, the reasons for selecting those metrics, and the method for determining the amount of the performance-linked remuneration.
481	We would like to comment on executive remuneration. We welcome the explicit reference under Principle 4.2 to incentive design that supports long-term corporate value creation. However, in our view, executive remuneration structures at many Japanese companies are designed primarily to penalize very poor	原則４－２（３）では、取締役会は、経営陣のリスクテイクを後押しする観点から、経営陣の報酬について、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきであることが示されています。 また、原則４－２解釈指針では、取締役会は、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきであり、その際、中

	performance, rather than to reward strong performance. As a result, performance thresholds for variable remuneration are often set at relatively low levels, such that bonuses are paid for the achievement of modest performance outcomes. For example, most relative TSR arrangements still result in payouts even when performance materially lags peers. We believe the Code would be strengthened by more clearly articulating that executive remuneration should function as a meaningful reward for strong performance, supported by appropriately challenging targets that are aligned with long-term value creation. 【Northern Trust Asset Management】	長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである旨が示されています。 ご指摘のような観点も、原則４－２（３）及びその解釈指針の記載に含まれ得るものと考えられ、各社において、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 Principle 4.2 (3) states that management remuneration should include appropriate incentives to increase corporate value over the mid- to long-term, from the perspective of supporting appropriate risk-taking by management. Also, the Interpretive Guidance for Principle 4.2 states that the board should design management remuneration systems through objective and transparent procedures and determine the specific amount of remuneration accordingly. In doing so, the proportion of management remuneration linked to mid- to long-term results and the balance of cash and stock should be set appropriately, reflecting mid- to long-term business results and potential risks, as well as promoting healthy entrepreneurship. Accordingly, Principle 4.2 (3) and its Interpretive Guidance could cover your points. Companies are expected to determine their own measures based on their specific circumstances and in light of the aim and spirit of these Principles.
482	On executive remuneration: revised Principle 4.2 and the interpretive guidance state that the proportion of management remuneration linked to mid- to long-term results and the balance of cash and stock should be set appropriately. The link between remuneration and capital efficiency is direct: boards that tie executive incentives to long-term equity value creation encourage the capital discipline that the Code seeks to promote. In our view, a substantial proportion of total annual remuneration should be provided as shares locked in for at least five years and preferably ten, regardless of resignation or retirement. The board should disclose a ceiling for total remuneration for the coming year and should develop simple pay practices, with allotted shares carrying no performance conditions. The interpretive guidance to Principle 4.2 should be strengthened to include expectations on long-term equity ownership by executives, remuneration transparency, and structural simplicity. 【Norges Bank Investment Management】	
483	We support the Code's emphasis that remuneration should provide appropriate incentives to increase corporate value over the mid- to long-term. Where sustainability risks and opportunities are material to a company's long-term value creation, remuneration committees should explain how these considerations are reflected in incentive design. We recommend that the Code go further by encouraging companies to include financially material sustainability metrics as executive remuneration	

	performance criteria. An example could be return on climate related capital invested assessed over the full asset life cycle. Metrics should be robust, measurable, strategically relevant, and sufficiently weighted to influence executive behaviour effectively in the interests of shareholders and wider stakeholders. It should not be used in a box-ticking way to virtue signal. It is key that any such inclusion be consistent and integral to the company strategy being pursued by the Board. 【Federated Hermes Limited】	
484	We support strengthening this Principle. Whether this expectation is reflected directly in the Principle or further elaborated in Interpretive Guidance, we would also welcome greater disclosure of companies' remuneration plans and how they are aligned with the interests of long-term shareholders. In particular, we would welcome an articulation of the plan's structure and the board's processes for determining that structure. Such disclosure enables shareholders to better understand potential payouts under the plan as well as ultimate outcomes, and it can allow shareholders to assess the effectiveness of the plan over time. 【匿名】	
485	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」（３）、および同解釈指針のうち経営陣の報酬に関する部分に関して、原則４－２は、（２）で経営資源配分の不断の検証を、（３）で経営陣報酬のインセンティブ付けを、同一原則の中で連結して扱っています。この構造を踏まえ、原則４－２（３）の解釈指針又は趣旨紙において、報酬制度のインセンティブ設計が（２）の経営資源配分の見直しを支えるものとなるよう、以下の３点を明示することを提案します。 ・ 業績連動指標として、ROE・ROIC・EPS・TSR 等の結果指標に加え、事業ポートフォリオの組替えに連動する指標（リアロケーションの程度、撤退・売却を含む資本の解放と再投下、機会コストを踏まえた未達事業の取扱い等）を、各社の事業特性に応じて検討することが考えられる旨 ・ 報酬委員会の役割として、報酬制度の設計が、経営陣を慣性的・前年度踏襲型の経営資源配分（incrementalism）に引き戻す方向に作用してい	

	ないかを、不断に検証することが望ましい旨 ・ 業績評価期間及び株式報酬の保有要件について、リアロケーションの効果が顕現するまでに要する時間軸（典型的には３年から５年以上）を踏まえた設計を検討することが望ましい旨 もっとも、現状の解釈指針は、（２）の射程についてはストックの検証を例示するにとどまり、（３）については適切なインセンティブ付けの一般論にとどまっています。両者を架橋する記述、すなわち「経営資源配分の動的な見直しを促す報酬設計」への言及が、解釈指針には見当たりません。 結果指標を中心とする業績連動報酬は、慣性的な経営資源配分とも両立してしまうという論点があります。たとえば、連結 ROIC が WACC を上回っていても、その内実が、本来より高いリターンが期待できる成長領域への再配分を行わずに既存事業で資本を運用し続けた結果である可能性があります。事業セグメント間で収益性が大きく異なるにもかかわらず新規投資が低収益事業に流入し続けている場合、連結 ROIC 基準では「合格」に見えてしまい、機会コストが報酬制度上のペナルティとして作用しません。 また、日本企業の伝統的な企業文化においては、事業の売却や撤退が縮小・敗北の文脈で扱われがちであり、報酬制度上もマイナス要因として作用しやすい構造があります。しかし、改訂案の趣旨に照らせば、適切な事業売却・撤退は、解放された資本を成長領域へ再投下するための価値創造の起点であり、それ自体が中長期的な企業価値向上に資する経営判断です。政策保有株式の縮減を業績連動報酬の KPI として組み込む近年の動きは、その延長線上に位置づけられます。報酬制度の設計において、こうした「やめる判断」「動かす判断」を成果として評価し得る余地があることを、解釈指針において示唆することは、改訂案の「果断な意思決定やリスクテイクを伴う事業活動の後押し」という趣旨と整合します。 なお、有価証券報告書の株主総会前開示が進む中、報酬制度の説明は、議決権行使判断と直結するナラティブとしての性格を強めつつあります。「経営戦略→報酬 KPI の選定理由→実績→支払額」という論理連鎖を、形式的な「業績連動率○%」の記載ではなく、なぜその KPI が自社固有の戦略と整合するのかを言語化して示す必要性が高まっています。原則４－２（３）の解釈指針において、リアロケーションを促す報酬設計の観点を例示することは、こうしたナラティブの質を高める誘導としても有効と考え	

	ます。 【個人】	
486	経営陣の報酬について、中長期的な企業価値の向上につながる適切なインセンティブ付けとして位置付けることは正当であるが、経営陣の業績連動報酬や株式報酬の適切性を担保するうえで、グローバルにクローバックが広く普及していることを踏まえれば、解釈指針において言及することが適当ではないか。プライム市場上場企業は、グローバル投資家との対話を通じた企業価値向上を想定している以上、グローバルなベストプラクティスとしてのクローバック条項を検討することが望ましいことをプライム市場上場企業を対象として記載することを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	原則４－２（３）では、取締役会は、経営陣のリスクテイクを後押しする観点から、経営陣の報酬について、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきであることが示されています。また、原則４－２解釈指針では、取締役会は、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきであり、その際、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである旨が示されています。 それぞれの上場会社において具体的な報酬制度の内容を検討する際には、個々の事情に応じ、ご指摘のような内容を含めることも考えられます。 報酬制度が健全なインセンティブとして実効的に機能しているかどうかについては、上場会社において、必要に応じてご指摘のような観点も踏まえつつ、投資家にとって分かりやすく説明を行うとともに、投資家と上場会社との間で建設的な対話が行われることが期待されます。
487	中長期的な企業価値の向上を促すという取締役責務が実質的に果たされるためには正しいインセンティブの仕組みが不可欠である。よって、その仕組みの設計を完全に各企業努力に委ねるのではなく、解釈指針に記載されている事項は必須項目であるとして、報酬の構成・使用する指標とともに開示を促すことで実効性を担保する必要がある。なかでも、トータル・シェアホルダー・リターン（TSR）等は株主価値向上に直結する指標として、明確に組み込むことを求める。他方、不正会計や不祥事発生時は支給済みのインセンティブ報酬を返還させる条件がなければ健全なガバナンスを促せない。従って、インセンティブ報酬にはクローバック条項を加えるべきであると考える。 ■修正案（下線部分を追加）: 経営陣の報酬については、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきである。<u>中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬の割合を適切に設定する必要がある。適切なインセンティブ付けの観点から、報酬の決定において、トータル・シェアホルダー・リターン（TSR）等を始めとする株主価値向上に直結する指標を含めて設定し、その水準についても開示すべきである。他方、株主価値を損なう過剰なリスクテイクや成果にそぐわない報酬の支払いを防ぐため、インセンティブ報酬にはクローバック条項や、マルス条項を加えるべきである。</u> 【一般社団法人　資産運用業協会】	Principle 4.2 (3) states that management remuneration should include appropriate incentives to increase corporate value over the mid- to long-term, from the perspective of supporting appropriate risk-taking by management. Also, the Interpretive Guidance for Principle 4.2 states that the board should design management remuneration systems through objective and transparent procedures and determine the specific amount of remuneration accordingly. In doing so, the proportion of management remuneration linked to mid- to long-term results and the balance of cash and stock should be set appropriately, reflecting mid- to long-term business results and potential risks, as well as promoting healthy entrepreneurship. When each company considers the specific content of its remuneration system, it may consider including matters such as those you have pointed out, depending on its individual circumstances. With respect to whether the remuneration system effectively functions as sound incentives, companies are expected to provide explanations in a
488	Remuneration disclosure under the current draft Corporate Governance	

	Code is predominantly ex ante in nature, focusing on policy design, performance frameworks, and decision making processes established in advance. While such disclosure is important, it provides limited insight into whether remuneration outcomes in a given year were aligned with actual company performance and business conditions. As a result, investors are often unable to assess whether remuneration frameworks operated as intended in practice. Introducing a minimum ex post disclosure expectation would help address this gap by improving accountability and the quality of governance dialogue. A brief explanation of whether annual remuneration outcomes broadly reflected company performance, or whether the board exercised discretion and why, would enhance transparency without undermining board judgement. This approach asks for a high level reasonableness narrative linking remuneration outcomes to performance. By modestly extending disclosure from design to outcomes, the Code would better connect remuneration intent with realised results, strengthening trust in remuneration governance with minimal additional burden. Therefore, we recommend including the following in the Principle 4.2: [Interpretive Guidance – Principle 4.2] Also, the board should design management remuneration systems through objective and transparent procedures and determine specific amount of renumeration accordingly. In doing so, the proportion of management remuneration linked to mid- to long-term results and the balance of cash and stock should be set appropriately, reflecting mid- to long-term business results and potential risks, as well as promoting healthy entrepreneurship. <u>The board is encouraged to consider explaining, after the end of the relevant period, whether remuneration outcomes were broadly aligned with the company's performance and long-term value creation, and whether discretionary judgements were applied. Such explanation should focus on the board's overall assessment rather than detailed quantitative comparisons.</u>	manner that is easy for investors to understand, taking into account, as necessary, perspectives such as those you have pointed out, and constructive dialogue between investors and companies is expected to take place.

	【Columbia Threadneedle Investments】	
489	原則４－２に関して、「中長期的な企業価値の向上につながるよう中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するような」という旨の記述が、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではない解釈指針に位置付けられているが、特に高額な報酬の妥当性については説明を求めるべき。また、コーポレートガバナンス・コードがステークホルダーの利益の考慮も求めるのであれば、役員の報酬設定においても、その旨を明記すべき。 【個人】	ご意見として承ります。 原則４－２（３）では、「経営陣の報酬については、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべき」ことが示されています。その解釈指針において、「取締役会は、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」ことが示されています。 また、基本原則２では、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーと適切な協働に努めることを求めています。 各社において、これらの原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
490	原則４－２（１）「適切なリスクテイクを支える環境整備」を「適切なリスクテイクを伴う意思決定が行われる環境整備」と修正すべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。
491	原則４－２（３）「インセンティブ付けを行うべきである」は、インセンティブを強制する必要はなく、不適切であるため、「インセンティブ付けも検討すべきである」と修正すべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　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		
492	日本企業の将来にわたる持続可能性の観点から、以下の項目について、改善されることを提案いたします。 ・情報開示と透明性を確保するために、取締役会が会社から独立性を保ちながら果たすべき役割や、そのためにすべきことが明記されていないこと。 上記の点は、イギリスのガバナンスコード・コードには、明確かつ具体的に示されている事項であることから、他国に比べて特段の負担となるものではないと考えます。	原則４－３は、基本原則４（３）の「独立した客観的な立場から、経営陣（略）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」を敷衍し、原則４－３（２）として、取締役会が適時かつ正確な情報開示がなされているかについての監督を行うべきである旨を示しています。 また、適切な情報開示と透明性の確保に関する具体的な考え方については、原則３－１（情報開示の充実）を始めとする第３章（適切な情報開示と透明性の確保）の各原則において示しています。

	【個人】	
493	原則４－３の（１）から（３）の項目は、それぞれ質的に異なるものであって、これらが一つの原則に混在しているのは不自然であり、違和感が残るため、分離を検討すべきである。原則４－３の解釈指針の前段は、混在している（１）から（３）に言及しただけであまりに内容が乏しいが、これは原則４－３の設計が不自然で無理があることを示していると考える。論理的で明快かつ分かりやすい内容に組み替えるべく見直すことを検討されたい。 原則４－３（１）は、補充原則からの格上げしたものを含み、（２）と（３）と比較して、具体的な細かな内容を規定している点で、もしこのまま（１）から（３）を混在させたままの原則として確定させる場合、著しくバランスを欠いたものとなるため、分離して単独の原則とすることを検討されたい。サクセッションプランが重要であることは、コード改訂後、十分に浸透しているといえ、解釈指針において記述することであっても十分ではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
494	原則４－３（３）の関連当事者間取引や支配株主との利益相反の管理は、（１）や（２）とは性質が異なるものといえ、独立した原則とした方が妥当ではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
495	原則４－３について、取締役会全体がCEOの選解任に対する受託者責任を負うことを前提とした上で、中長期的な企業価値を毀損していると判断される有事の際、客観的な立場にある独立社外取締役が株主の利益を守る立場から、「ＣＥＯの解任に関する議論を主導的に提起（発議）する役割」を担うべきであることを、原則本体に明記すべきである。 組織内部の力学に制約されない客観的な監督を機能させるためには、独立した者が議論の端緒を開くことが実効性の鍵となる。一般社団法人日本取締役協会（2026）が、CEO等の交代の決定を独立社外取締役の「最大の使命」と位置づけている通り、有事において忖度なく議論を切り出す役割を社外取締役の明確な責務として再定義すべきである。 【一般社団法人コーポレートアクションジャパン】	ご意見として承ります。 原則４－３解釈指針にも記載のとおり、特にCEOの選解任は会社における最も重要な戦略的意思決定の一つであるため、取締役会による実効性の高い監督を行うことが重要です。 また、独立社外取締役については、原則４－８（１）のとおり、経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うことが期待されるほか、その解釈指針では、独立社外取締役が同原則に挙げられる事項を中心に重要な役割・責務を主導的に果たすことが期待される旨も明記されています。 上場会社においては、本コードが採用するプリンシプルベース・アプローチの意義や自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。
496	パブコメ案原則４－３（１）に「最高経営責任者（CEO）」及び「後継者計画（サクセッションプラン）」の記載があるが、以降、最高経営責任者に	ご指摘を踏まえ、パブコメ案原則４－７解釈指針、同原則４－８解釈指針において「後継者計画」となっていた点は、改訂版コードではいずれも「サ

	ついては「CEO」が使用されているにもかかわらず、後継者計画については「サクセッションプラン」は使用されておらず「後継者計画」と記載されている。「CEO」と同様に、パブコメ案原則４－７の解釈指針及び４－８の解釈指針でも「サクセッションプラン」を使用するべきである。 【個人】	クセッションプラン」に修正しました。 また、パブコメ案原則３－３解釈指針の「CEO・CFO 等」を「最高経営責任者（CEO）・最高財務責任者（CFO）等」に、同原則４－３（１）の「最高経営責任者（CEO）」を単に「CEO」に修正しました。
497	[Relevant Sections] Supplementary Principles 4.3(i) to 4.3(iii) [Opinion] Governance relating to the appointment and dismissal of CEOs should be organised in a manner that allows its connection to corporate value enhancement to be externally verified. [Reasoning] While explanations concerning governance structures—such as the establishment of nomination committees and the ratio of independent outside directors—have increased, there remains insufficient disclosure regarding the standards actually used to evaluate CEOs or the deliberative processes leading to appointment or dismissal decisions. At the same time, while it would be inappropriate to assess CEOs solely on the basis of short-term earnings or share price performance, overly abstract evaluation standards risk excessively broadening managerial discretion and weakening discipline. Accordingly, companies should explain the perspectives from which CEO evaluations are conducted, including the progress of medium- to long-term strategy, the appropriateness of capital allocation, and consistency with corporate value creation. [Suggested Amendment] The relevant provisions concerning CEO appointment and dismissal should include wording stating that “evaluation standards and decision-making processes should be explained in light of consistency with medium- to long-term corporate value creation”. 【Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）】	本コードが、上場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とにより、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を狙いとしていることを踏まえると、CEO の選解任もその目的に沿って行われるべきことは、原則４－３の（１）の前提となっていると考えられます。 その上で、CEO の選解任は会社における最も重要な戦略的意思決定であり、取締役会が適切に監督を行うべきであると考えられるため、本改訂では改訂前コード補充原則４－３①②③を原則に移管するとともに、取締役会がCEO の選解任や後継者計画（サクセッションプラン）に関し主体的な関与を行い、そのプロセスの適切性を確保することの重要性を明確化しています。そして、上場会社においては、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らした自律的な対応を行うことが期待されており、具体的な評価基準や意思決定プロセスについても、画一的な定めを設けるのではなく、各社の実情に応じた適切な在り方が検討されるべきものと考えられます。 ご指摘いただいた評価基準及び意思決定プロセスは、各社の経営判断の機微にかかわる情報を含み得ることから、第一次的には取締役会により適切に監督を行うことにより規律を働かせるべきであり、その上で、説明を行うかどうか、説明を行う場合におけるその内容・方法等については、各社の置かれた状況に応じて、各社において判断されるべきと考えられます。 As this Code aims to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid-to long term by encouraging companies appropriate discipline related to corporate governance, appointment and dismissal of the CEO in accordance with that purpose is a premise of Principle 4.3 (1). That being said, as the appointment and dismissal of the CEO is the most important strategic decision for a company, the revised Code moved the former Supplementary Principles 4.3.1, 4.3.2, and 4.3.3 into a Principle. This Principle expects the board to be proactively involved in the appointment and

		dismissal of the CEO as well as in succession planning, and clarifies the importance of ensuring the appropriateness of these procedures. Furthermore, companies are expected to implement their own measures based on their specific situations and in light of the aim and spirit of the Principle. Rather than a uniform implementation, appropriate evaluation standards and decision-making process should be considered by each company in a way that reflects its unique circumstances. The suggested evaluation standards and decision-making processes could include matters that fall within the business judgment of each company. The board should primarily exercise discipline through appropriate oversight. Each company should then determine, based on its specific circumstances, whether to provide an explanation, and if it chooses to do so, the specific content and method thereof.
498	後継者計画は現任の CEO に交代できる人材を用意しておくものですが、現在の記載では現任の CEO の不再任又は解任と関連付けられていないため、論点を次世代経営陣の育成にすり替えた解釈が可能になっています。これでは現任の CEO に対する監督になりません。 また、「選解任」という言葉には現任 CEO の再任/不再任の判断も含まれるところ、業績評価を CEO の解任と関連付けるだけで、この判断に言及していない点も指摘できます。現在の記載では任期途中で CEO を解任しないといけないほど極端に業績が悪化した場合にのみ、業績評価を CEO の選解任に反映させるだけで十分であり、任期ごとに再任・不再任の判断を行う必要はない、という解釈になってしまいかねません。実際、日本企業の取締役会/指名委員会で CEO の自発的な退任に伴い新任者の選任を審議することはあっても、毎年の業績等の評価と関連付けて CEO の再任・不再任を審議することは一般的でないと考えられます。 そこで、現 CEO の再任・不再任を適切に評価する責務を明確にするため、原則４－３の記載を下記のように変更することを提案します。 「特に、最高経営責任者（CEO）については、会社の業績等の評価を踏まえてその機能を十分発揮していない場合に適時に不再任又は解任を判断できるよう、取締役会は客観性・透明性ある選解任の手続を確立すべきである。また、CEO の不再任又は解任に備え、会社の目指すところ（経営理念等）	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、原則４－３（１）の CEO の「選解任」は、任期途中の解任のみならず、任期満了時における再任・不再任を含むものと考えられます。 また、CEO の後継者計画（サクセッションプラン）についての記載は、ご指摘のような単なる人材育成にとどまるものを許容することを意図したものではなく、CEO の選任に関する「適切な監督」の一環としてその策定・運用に関与することを求めるものです。なお、「適切な監督」には、必要に応じて CEO の交代を行うことを可能とする体制の確保も含まれ得ると考えられます。 以上のように、本コードの原則等の適用に当たっては、本コードがプリンシプルベース・アプローチを採用するものであることを十分に認識し、その形式的な記載・文言に囚われることなく、その趣旨・精神に照らした解釈・運用を行っていただくことが期待されます。

	や具体的な経営戦略を踏まえた後継者計画（サクセッションプラン）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成及び資質を備えたCEO の選任が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。」 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
499	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、上場会社は、各原則の形式的な記載・文言に囚われることなく、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されるところ、原則４－３（１）における「会社の業績等」には株価や資本市場からの評価も含まれ得ると考えられます。
500	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。 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 を解任するための手続として、ご指摘のような解任に係る基準を設定することも、原則４－３（１）が求める客観性・適時性・透明性ある手続の確立の方法となり得ると考えられます。
501	「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。 「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・	ご意見として承ります。 なお、原則４－３（１）は、CEO を含む経営陣の「選解任」に関して取締役会による実効的な監督を行うことを求めるものですが、ここにいう「選解任」には、ご指摘のような再任やその裏返しとしての不再任についても含まれると考えられます。

	透明性を確保すべきである。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
502	We support this Principle and welcome the additional clarification regarding boards' proactive role in establishing and implementing a CEO succession plan. We further recommend that, for the following provision within the Principle, "The board should establish objective, timely, and transparent procedures such that a CEO is dismissed when it is determined, via an appropriate evaluation of the company's business results, that the CEO is not adequately fulfilling the CEO's responsibilities," it should be clearly noted either within the Principle itself or within the Interpretive Guidance that these procedures and decisions should be implemented by a majority of independent directors (whether at the full board or committee level). Our recommendation is based on our observations of board composition practices at Japanese companies. We note that many Japanese company boards have one-third independent directors rather than a majority, and many of the non-independent directors report to the CEO. The requirement for a majority-independent decision-making body, in our view, would reduce the likelihood of conflicts of interest impairing an impartial evaluation of a potential CEO dismissal. 【匿名】	本改訂を評価いただきありがとうございます。ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、CEO の選解任に係る判断において、独立社外取締役の関与が重要であり、利益相反を回避しつつ客観性・透明性を確保することが重要と考えられます。 改訂版コードにおいても、原則４－３及び原則４－７等を通じて、独立社外取締役の適切な関与や委員会の活用により、当該意思決定の独立性・客観性を確保することを求めています。 その上で、CEO の解任に係る意思決定主体の構成については、プリンシプルベース・アプローチの趣旨に照らし、コード上は一律の基準を設けることはしていませんが、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。なお、ご指摘のように、独立社外取締役が過半数を占める会議体を意思決定主体とすることも、「客観性・適時性・透明性ある手続」（原則４－３（１））として望ましいものと考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Your feedback has been noted. As suggested, when determining the appointment and dismissal of the CEO, it is important to involve independent directors and ensure objectivity and transparency by avoiding conflicts of interest. Principles 4.3 and 4.7 of the revised Code state that companies should appropriately involve independent directors and utilize committees to ensure the independence and objectivity of decision-making. Furthermore, regarding decisions on CEO dismissal, the Code does not set uniform standards due to its principles-based approach. Instead, companies should implement tailored measures based on their specific circumstances and the core intent of the Principle. As suggested, a decision-making body consisting of a majority of independent directors is desirable for achieving an objective, timely, and transparent process (Principle 4.3 (1)).
503	原則４－３（２）につき、情報開示の監督が取締役会の責務であることは	ご意見として承ります。

	明らかではあるが、基本原則３の後段は取締役会の責務にも言及がある点で、第３章に位置付けることも検討しうるのではないか。取締役会の監督機能という点で、第３章ではなく第４章に置くべきであるとするならば、そもそも対外的な情報発信・開示が信用・レピュテーションに大きく関わるものであって、企業価値を大きく左右しうる点に鑑みれば、基本原則４（３）の監督の一つとして、解釈指針において言及することも検討しうるのではないか。CG コードの策定後も、ガバナンスの不全から重大な会計不正事案が発生していることからも、監督機能において財務報告・情報開示にもっと取締役会が大きな監督責任を負うとの認識付けを図るうえでも、基本原則４（３）に関連づけることは合理的必要性があるといえる。または、報告の信頼性は内部統制の目的の一つとして位置付けられている点に鑑みるならば、原則４－４に統合することも十分検討に値するのではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご指摘のとおり、財務報告や情報開示の適切性は企業の信用やレピュテーションにも影響し得るものであり、企業価値の向上の観点からも極めて重要な事項であると考えられ、また、これらに関する取締役会の関与は、ガバナンスの実効性確保において重要な役割を果たすと考えられます。 このように、情報開示は様々な観点で重要性を有する事項であるところ、改訂版コードでは、第３章において情報開示及び透明性の確保の観点から、原則４－３において取締役会による経営陣に対する実効性の高い監督機能の観点から整理を行っています。 なお、改訂版コードではこのような整理を行っていますが、情報開示に関する他の観点からの重要性を否定する趣旨ではありません。
504	企業情報の開示に関しては、取締役会の監督機能が非常に重要であり、原則４－３においてその役割・責務が明記されることにより、情報開示に対する取締役会による実効性の高いガバナンスが機能し、株主・投資家との対話に資するものとなることが期待できる。 その上で、原則４－３の取締役会の役割・責務として記載されている「取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うべきである。」という点について、情報開示に対する取締役会の役割・責務として本質的に重要なことは、企業の戦略やリスク等が適切に開示されることを含め、投資家にとって有用な情報開示が公正に行われるよう監督することであり、そのためには、関連性、信頼性、中立性等の開示特性に留意する必要がある。特に近年、企業が開示する情報は、経営戦略、ガバナンス及びサステナビリティ等の非財務情報に大きく拡張しており、企業側の認識や将来志向情報の重要性が増している。こうした状況を踏まえると、取締役会が監督機能を発揮する観点として、例えば「適時かつ公正な」といった、より広く開示の質の確保に焦点を当てた表現とすることが考えられる。 なお、開示される情報の変化やグローバルな機関投資家のニーズも踏まえつつ（注）、情報開示に対する取締役会によるガバナンス機能の発揮について、コード改訂後も引き続き検討いただきたい。 （注）グローバルな機関投資家の団体である国際コーポレートガバナンス・	ご意見として承ります。 ご指摘の開示の質については、基本原則３や原則４－３（２）、それらの解釈指針等の改訂版コードの記載に含意されていると考えられます。 上場会社においては、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。

	ネットワーク（ICGN）が公表する「ICGN グローバル・ガバナンス原則」の原則７において、以下の記載がある。 Boards should oversee timely and reliable company disclosures for shareholders and relevant stakeholders relating to the company's financial position, approach to sustainability, performance, business model, strategy, and long-term prospects. また、英国のコーポレートガバナンス・コードにおいて、情報開示に対する取締役会の監督に関し、以下の責任が規定されている。 M The board should establish formal and transparent policies and procedures to ensure the independence and effectiveness of internal and external audit functions and satisfy itself on the integrity of financial and narrative statements. N The board should present a fair, balanced and understandable assessment of the company's position and prospects. 【日本公認会計士協会】	
505	（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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	関連当事者取引については、有価証券報告書における財務諸表の注記事項とされているほか、支配株主との間の取引等については、適時開示制度においても開示事項とされています。 なお、原則４－３（３）は、取締役会の監督機能の観点から、関連当事者取引に関する適切な手続の整備とその実効的な監督に主眼を置いた規定であり、開示内容を直接的に規律する趣旨のものではありません。
506	原則４－３解釈指針（「経営の中心的役割を担う経営陣の人事はガバナンスを実効的に機能させるための根幹であり」の部分、および「特に CEO の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定の一つであることを踏まえ」の部分）に以下の文言を追記することを提案いたします。 「ここでいう経営陣とは、業務執行取締役、代表取締役および重要な業務執行の決定を担う執行役員等を含む。後継者計画の対象は CEO にとどまらず CFO・主要事業部門長等の主要ポストを含むことが望ましい。その評価・	ご意見として承ります。 本コードにおいて「経営陣」の語は複数の箇所で記載されていますが、「経営陣」の範囲は各原則の趣旨・精神に照らし、自社の置かれた状況に応じて判断されるべきと考えられます。そのため、原則４－３の「経営陣」の範囲は企業ごとに異なり得るため、一律の定義は記載していません。 また、後継者計画（サクセッションプラン）や経営陣の選任に係る具体的なプロセスや関与主体の在り方についても、上場会社は自らの置かれた状況

	選定においては現職CEOからの独立性を確保した手続を経ることが望ましく、指名委員会がこれを主導することが考えられる。また、後継者計画の存在および取締役会・指名委員会の関与状況については、その概要を開示することが望ましい。」 ① 「経営陣」の範囲が不明確なままでは取締役会による監督の対象が曖昧となり、独立社外取締役の実質的な関与を困難にします。CEO 一名に限定した後継者計画では経営の連続性確保として不十分であり、機関投資家エンゲージメントにおいても頻繁に問題提起される論点です。 ② 後継者選定における現職 CEO の過度な影響力は世界的に問題視されています。現職 CEO の知見を参考情報として活用することは妨げませんが、最終的な評価・選定を独立した委員会が担う仕組みとすることが国際的なガバナンス基準と整合します。後継者計画の概要開示は投資家がガバナンスの実効性を評価する上で不可欠な情報です。 【株式会社ツバメ・ステーション】	に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的に判断をすることが期待されますが、各社におけるガバナンス体制の設計、取締役会の構成や任意委員会の設置状況等は様々であると考えられるため、こちらも一律の基準を設けることはしていません。 なお、上場会社の置かれた状況等によっては、ご指摘のように原則４－３に係る対応を行うことも考えられます。
507	原則４－３解釈指針の最後の文章は「取締役会は、経営陣の選解任を監督すべきである。」となっていますが、通常、経営陣の選解任は取締役会の決議事項なので、この記載は不適切と考えます。「経営陣」は CG コードを解釈したうえで企業がそれぞれに定義するものですが、取締役会が選解任を決議しない者を経営陣に含めるような解釈・定義は CG コードの趣旨に沿ったものとは言えず、一般的ではないと考えられます。上記を踏まえ、以下の通り修正すべきものと考えます。 「取締役会は、経営陣の選解任を行うべきである。」 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 原則４－３解釈指針は、経営陣の選解任に係る判断が適切な評価プロセス及び手続に基づき行われているかを継続的に検証するという、取締役会の本来的な監督機能を明確にする趣旨で規定しています。 すなわち、取締役会は、選解任の「決定主体」であると同時に、そのプロセスの適切性を担保する「監督主体」としての側面も有しているところ、原則４－３解釈指針はこうした二面的な役割を示しています。
508	We view positively the continued strengthening of the Board's role as a fiduciary body serving the interests of the company and its shareholders. The increasing proportion of independent directors is a positive development, and this consultation provides an opportunity to further consider how their effectiveness can be supported through clearer articulation of roles, responsibilities, and composition. We also support the increased focus on CEO succession planning as a key element of board oversight and long-term resilience. Companies could be encouraged to disclose their succession framework	本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則４－３等を通じて、経営陣の選解任や後継者計画（サクセッションプラン）に関する取締役会の関与の重要性を明確にしており、ご指摘の趣旨はこれらの規定に基本的に包含されていると考えられます。 その上で、後継者計画（サクセッションプラン）の開示や後継者育成等の状況の説明については、上場会社各社の事業特性や経営戦略、人材状況等に応じて多様であり得ることから、コード上は明記していませんが、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。

	and governance structure, including the respective roles of the board and management. It would also be helpful to describe how candidates are identified and developed, the criteria used for evaluation, and how succession readiness is monitored and updated over time. These enhancements would reinforce succession planning as an ongoing governance priority. 【GAM Investments】	Thank you for your positive evaluation of the revised Code. Principle 4.3 and its relevant provisions clarify the importance of board involvement in the appointment, dismissal, and succession planning of management. The suggested perspectives are generally covered by these provisions. Furthermore, the Code does not explicitly mandate disclosing succession planning or explaining successor training, given that appropriate measures vary based on a company's business characteristics, strategy, and human resources. Instead, companies are expected to implement their own measures based on their specific situations, and in light of the aim and spirit of the Principles.
509	The Code would also benefit from a clearer expectation, for example within Principle 4.3, that the board should explicitly review and approve the company's material financial reporting, consistent with international best practice. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	ご意見として承ります。 原則４－３では、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うべきであることが示されており、これにはご指摘のような重要な財務報告も含まれると考えられます。 Your feedback has been noted. Principle 4.3 states that the board should engage in oversight activities in order to ensure timely and accurate information disclosure. Important financial reporting as suggested is covered.
510	Allowing the board the discretion to determine the "appropriate procedures beforehand in proportion to the importance and characteristics of the transaction" assumes an effective board with sufficient independence from the very influence it is intended to control. Crucially, this may not always be the case, for example at a Standard Market listed company with a controlling shareholder where the expected ratio of independent directors is one-third in the Code's current form. Given the importance placed on the issue of controlling shareholders, as reflected in the upgrade of the current Supplementary Principle 4.8.3 to Principle 4.10 (Securing Sufficient Number of Independent Directors), we think the monitoring of transactions with the controlling shareholder warrants	ご意見として承ります。 原則４－３（３）では、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきであり、あらかじめ、上場会社が関連当事者との間で行う取引について、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべき旨が示されています。 また、基本原則１では、上場会社は、特に、少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきであること、その解釈指針において、支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を

	special mention rather than be left to the board to determine the importance of the transaction. Transactions involving the controlling shareholder should be approved by a fully independent committee, to ensure the rights of minority shareholders. Suggested wording: "Regarding transactions between the company and its related parties, for issuers with a controlling shareholder, such transactions should be approved by a fully independent committee. For others, the board should establish appropriate procedures beforehand…" 【M&G Investments】	有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められることが示されています。 各社において、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神を踏まえ、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 Your feedback has been noted. Principle 4.3 (3) states that the board should appropriately deal with any conflict of interest that may arise between the company and its related parties, including the management and controlling shareholders. Regarding transactions between the company and its related parties, the board should establish appropriate procedures beforehand in proportion to the importance and characteristics of the transaction. In addition to their use by the board in monitoring (including approving) such transactions, these procedures should be disclosed. General Principle 1 states that given their particular sensitivities, adequate consideration should be given to the issues and concerns of minority shareholders and foreign shareholders for the effective exercise of shareholder rights and the effective equal treatment of shareholders. Further, the Interpretive Guidance for General Principle 1 states that controlling shareholders should respect the common interests of the company and its shareholders and should not treat minority shareholders unfairly. Companies with a controlling shareholder should develop a governance system to protect the interests of minority shareholders. Companies are expected to implement their own measures based on their specific situations, and in light of the aim and spirit of the Principle.
511	The Code already requires boards to oversee management's risk-taking and internal control functions. Geopolitical risk is now sufficiently material and sufficiently distinct in character to warrant named board-level ownership rather than reliance on general oversight provisions. I recommend the following addition to the Interpretive Guidance of Principle 4.3: The board should satisfy itself that management has established adequate	ご意見として承ります。 本改訂においては、改訂前コード原則４－３の一部であった内部統制や全社的リスク管理体制の適切な整備について、その重要性を踏まえ、原則４－４において独立した原則として特筆しています。同原則解釈指針において、リスク管理体制の整備に関する考慮事項としてサイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応等が挙げられて

	capabilities and processes for identifying, monitoring, and responding to geopolitical risks material to the company's business. Where geopolitical risk is significant given the company's industry, geographic footprint, or supply chain structure, the board should designate clear responsibility—either within the board itself or at a senior management level with direct board reporting lines—for geopolitical risk oversight. This responsibility should include maintaining awareness of relevant developments in trade policy, economic security regulation, and the geopolitical environment, and ensuring that material developments are escalated to the board in a timely manner. 【Eurasia Group】	おり、これらのリスクについて、取締役会に対してその適切な監督を行うべきである旨が示されています。 Your feedback has been noted. In the revised Code, given its importance, Principle 4.4 states that companies should appropriately establish internal control and enterprise risk management systems, which were previously included as part of former Principle 4.3. The Interpretive Guidance for Principle 4.4 states that responses to cybersecurity risks, supply chain disruption risks due to geopolitical factors—such as changes in the global economic security environment—and the risk of leaking technological and other information could be included in the factors to be considered when establishing a risk management system, and appropriate responses should be conducted.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－４　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②		
512	これまでにも全社リスク管理体制の必要性については言及されていたにも関わらず、大規模な上場会社であっても、「全社的リスク管理体制」が何を示すのか、あるべき姿やその要件を理解できていない企業が大半です。 コーポレートガバナンス・コードの改訂版では、「全社的リスク管理体制」と述べるだけでなく、COSO ERM フレームワークや ISO31000 等を例示していただくことで、上場企業の指針になるものと存じます。 【個人】	内部統制や全社的リスク管理体制の適切な整備は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で重要な要素であり、取締役会による実効性の高い監督の下で適切に構築・運用されることが求められるものと考えられます。 どのようなガバナンス体制が最適であるかどうかは、上場会社各社によって区々であり得ることから、その具体例については明記しておりませんが、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－４の趣旨・精神に照らし、適切な全社的リスク管理体制の構築等を行うことが期待されます。
513	原則４－４「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②」について、グループガバナンス、特に海外子会社を含む子会社管理に関する記述を追加すべきである改訂案は「グループ全体を含めた」内部統制・リスク管理に言及している。しかし、グループガバナンスは、内部統制・リスク管理にとどまらず、グループ設計、子会社管理・監督、子会社経営陣の選任・評価・報酬、事業ポートフォリオ管理、上場子会社・少数株主保護、海外子会社に対するモニタリング、グループ共通の行動準則・内部通報制度・内部監査体制等を含む重要なコーポレートガバナンス上の課題である。	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、海外子会社を含むグループ会社における不祥事やリスク事象が企業価値に重大な影響を及ぼす事例が見られるところであり、取締役会がグループ全体を俯瞰した適切な監督を行うことは重要と考えられます。 改訂版コードにおいても、原則４－４及びその解釈指針は、基本原則４（３）の「独立した客観的な立場から、経営陣（略）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」を敷衍し、グループ全体を対象とした内部統制及びリスク管理体制の整備・運用を求めており、子会社管理やグループガバナ

	日本企業において、海外子会社を含むグループ会社における管理不備や不正会計が問題となった事例は後を断たない。こうした事例は、日本におけるコーポレート・ガバナンス上の深刻な課題を示している。 OECD 原則においては、原則 I.H.で「Clear regulatory frameworks should ensure the effective oversight of publicly traded companies within company groups」として企業グループについて独立した項目を設け、会社グループは規模の経済・シナジー等の利点をもたらし得る一方で、「Nevertheless, company groups in some cases may be associated with risks of inequitable treatment of shareholders and stakeholders.」「the extensive and complex structures of company groups may pose risks to shareholders and stakeholders of publicly traded parent or subsidiary companies within group structures, including through abusive related party transactions.」として、複雑なグループ構造は、上場親会社又は上場子会社の株主・ステークホルダーに対し、不当な関連当事者取引等を通じたリスクを生じさせ得ると指摘している。OECD 原則はまた、原則 V.D.８で「Companies with large or complex risks (financial and non- financial), including company groups, should consider introducing similar reporting systems, including direct reporting to the board, with regard to group-wide risk management and oversight of controls.」とし、グループレベルでのコンプライアンス体制に言及し、原則 V.F.で、「In cases when a publicly traded company is the parent of a group, the regulatory framework should also ensure board members' access to key information about the activities of its subsidiaries to manage group-wide risks and implement group-wide objectives.」として、取締役会がグループレベルのリスク管理と目標設定のために子会社の情報にアクセスすることの必要性に言及している。 また、経済産業省は、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」（2019 年６月 28 日策定）を公表している。経済産業省自身も、従来のガバナンスの議論が法人単位であったのに対し、実際の経営がグループ単位で行われていることから、グループ経営における実効的なガバナンスの在り方が日本企業の課題となっていること、また、子会社不祥事問題を契機として、子会社管理の実効性確保等が新たな課題となっていることを説明している。	ンスもその枠組みの中で位置づけられています。 他方、グループガバナンスの在り方は、企業の事業構造、業種、グローバル展開の状況、子会社の性質等に応じて極めて多様であり、画一的な規律を設けることは、各社における最適な組織設計や権限配分を制約するおそれがあると考えられます。また、本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、個別の論点ごとに詳細な実務指針を列挙するのではなく、重要な考え方や方向性を示すことにより、各社における自主的・実質的な取組みを促すことを目的としています。 具体的にどのようにグループガバナンスに取り組むかは、各社の置かれている状況に応じて、原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に対応することが期待されますが、ご提案のような観点から検討・対応を行うことも有用と考えられます。

	これらを踏まえると、原則４－４にいう「グループ全体を含めた」内部統制・リスク管理という記載だけでは、グループガバナンスの重要性、特に海外子会社を含む子会社管理の実効性確保という実務上の課題が十分に伝わらないおそれがある。また、原則４－１では、事業ポートフォリオや経営資源の配分に関する記述がなされているが、よりオペレーショナルな問題であるグループガバナンスの重要性に言及するものではない。したがって、コーポレートガバナンス・コードにおいても、グループガバナンスに関する基本的な考え方、とりわけグループ設計、分権化・集権化のバランス、法人格の分離、シナジー、子会社管理・監督に関する取締役会の責務を明示すべきである。 原則４－４を以下のように修正することを提案する。 --- 取締役会は、グループ全体を含め、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備するとともに、子会社その他のグループ会社に対する実効的な管理・監督体制を整備すべきである。 --- また、原則４－４解釈指針に、以下の段落を追加することを提案する。 --- 上場会社が子会社その他のグループ会社を有する場合には、取締役会は、グループとしての中長期的な企業価値の向上と持続的な成長を実現するため、自社の事業特性、多角化・グローバル化の状況、事業ポートフォリオ、資本コスト、リスクの所在等を踏まえ、グループ設計の在り方を継続的に検討すべきである。その際、迅速な意思決定を可能とするための事業部門又は子会社への権限委譲と、グループ本社による一体的経営、経営資源の配分、実効的な子会社管理・監督、内部統制・リスク管理との最適なバランスを確保すべきである。 また、取締役会は、グループ全体として創出すべき事業的シナジー及び財務的シナジーの内容を明確にした上で、それに整合するグループ設計、事業ポートフォリオ、経営資源の配分及びガバナンス体制を整備すべきである。法人格の分離については、経営責任の明確化や意思決定の迅速化等のメリットと、法人維持コスト、意思決定プロセスの重層化、グループ管理の実効性、利益相反、少数株主その他のステークホルダーへの影響等を踏まえ、その合	

	理性を検討することが考えられる。 子会社その他のグループ会社の管理・監督に当たっては、親会社と子会社との間の意思決定権限、重要事項の報告・承認、業務プロセス、グループ共通ポリシー、内部監査、内部通報、子会社経営陣の選任・評価・報酬等に関する基本的な枠組みを整備した上で、各子会社の規模、事業特性、所在国・地域、リスクの内容及び重要性等に応じて、リスクベースで関与の強弱及び方法を定めることが考えられる。特に、海外子会社については、法制度、商慣習、言語、地理的距離等により本社による実効的な監督が困難となり得ることを踏まえ、現地任せにすることなく、必要な情報が親会社の取締役会及び経営陣に適時・適切に報告される体制を整備するとともに、内部監査部門、法務・コンプライアンス部門、財務・経理部門等を活用して、リスクの早期把握と是正措置の実施を確保すべきである。 【株式会社 LegalOn Technologies】	
514	FSA Proposal: The board should establish appropriate internal control and enterprise risk management systems. This supports not only risk mitigation and trust but also decisive (offensive) risk-taking by management, including opportunities from risks such as cybersecurity, geopolitical supply-chain issues, and technology leakage. Recommendation: We welcome the addition of a new Principle 4.4 relating to oversight of management and directors that the board establish appropriate internal control and enterprise risk management systems. This is an important structural change. Many companies may have articulated excellent principles, but it is the implementation of the principles that generally requires a system of oversight through internal controls and risk management systems. We note that key aspects of effective internal controls and enterprise risk management—including cybersecurity, supply chain risk management, risk of leakage of technological information—are discussed under Interpretive Guidance. Again, this underscores that such guidance should be seen as part of the Code, subject to comply or explain, rather than to be viewed as just for	本改訂を評価いただきありがとうございます。 なお、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く、解釈指針において言及されている個別のリスク類型や具体的な対応例について、一律に実施すべき事項として位置づけているわけではありませんが、原則への対応を行う際には、解釈指針において示された内容も参照することが考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. The Interpretive Guidance is not subject to the “comply or explain” framework. The specific risk categories and implementation measures outlined within it are not intended for uniform application. Instead, companies should use the content of the Interpretive Guidance as a reference when implementing its own measures.

	reference and optional for companies whether they introduce such controls. 【Asian Corporate Governance Association】	
515	昨今、内部監査の重要性が指摘されているが、原則に内部監査部門の整備についての言及がなされていない。内部統制に内部監査が含まれているとも理解できるが、３ラインの考え方では内部監査は内部統制や全社的リスク管理体制から独立した位置づけが求められていると考えられるため、「取締役会は、内部統制や全社的リスク管理体制並びに内部監査を適切に整備すべきである。」とすることが適切と考えます。 【個人】	内部監査は、原則４－４における「内部統制や全社的リスク管理体制」に包含されていると考えられます。
516	取締役会が適切な「監督」を実施するためには「内部統制」・「内部監査」・「全社的リスク管理」の仕組みが必要であるという根本的な考え方が抜け落ちています。 「取締役会は『監督機能の維持向上に向け』、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備すべきである。」という修文が可能ではないでしょうか。 【株式会社レクタスパートナーズ】	原則４－４は、基本原則４（３）の「独立した客観的な立場から、経営陣（略）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」を敷衍するものであり、取締役会による監督の観点から設けられたものです。
517	本改訂案が、取締役会の役割を「成長戦略・経営資源配分・リスク管理・内部統制の実効的監督」という観点から再整理し、形式的対応から実質的なガバナンスへの転換を促そうとしている点については、強く賛同する。 一方で、原則４－４において、内部統制や全社的リスク管理体制が取締役会の監督責務として一体的に整理されている点については、実務運用上の留意が必要と考える。 「実効的な監督」を果たしていることについて説明責任が強く求められる環境下においては、取締役会や監査等委員会が、その責務を果たす手段として、内部監査部門を監督の代替的な手段として用いる方向に傾斜するリスクがある。 内部監査部門は、本来、業務執行側に属しつつも独立性を確保された第三線として、内部統制やリスク管理の有効性を評価し、経営および取締役会に対して保証および助言を提供する役割を担うものである。監督機関が内部監査を代替機能として用いる運用が常態化した場合、内部監査の独立性や専門性が損なわれ、結果としてガバナンスにおける多層的な防衛構造を弱体化させるおそれがある。 本改訂案の趣旨が実務現場において誤解されることを防ぐ観点から、取締	本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則４－４は、取締役会が内部統制や全社的リスク管理体制の適切な整備を行うほか、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況の監督を行うことを求めていますが、これは取締役会自らが独立した客観的な立場から判断・関与することを前提とするものであり、内部監査部門を監督機能の代替として用いることを想定するものではありません。 もっとも、監督機能を実効的に果たすためには、取締役会と内部監査部門が適切に連携すべきであり、必要に応じて、取締役会から内部監査部門に対して指示を行うことも重要と考えられます。

	役会および監査等委員会による監督は、内部監査の結果を活用・評価・統合することにより果たされるものであり、内部監査を指揮命令的に用いることを想定するものではない旨について、原則４－４の解釈指針等において補足的に整理されることが望ましいと考える。 【個人】	
518	We welcome the inclusion of cybersecurity risk, information leakage risk and other enterprise risk management considerations in the draft. However, we believe the Code should make clearer that information, technology, cybersecurity, A.I. and digital operational resilience are matters of board oversight. We recommend that the Interpretive Guidance to Principle 4.4 clarify that boards should oversee whether the company has appropriate governance arrangements for information and technology, including: ・ integration of technology, cybersecurity, data and AI risks into enterprise risk management ・ establish clear policies and principles on cybersecurity, data protection, responsible use of AI and digital ethics ・ establish clear board governance framework that incorporates existing risk management and compliance process on cybersecurity, data protection, responsible use of AI and digital ethics ・ incident preparedness, response and recovery arrangements ・ resilience of critical systems and outsourced technology services ・ periodic independent assurance over material technology and cyber controls ・ disclosure of the governance and management of material technology-related risks. 【Federated Hermes Limited】	本改訂を評価いただきありがとうございます。ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、サイバーセキュリティ等のリスクは企業経営において重要性が増していると考えられるところ、原則４－４解釈指針でも、取締役会がサイバーセキュリティリスクや情報流出リスク等を含めたリスク管理体制の整備を行うことを求めています。他方、本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、個別分野ごとの具体的な対応を義務付けるのではなく、重要なリスク全般について取締役会が適切に監督するという包括的な枠組みを示すことにより、上場会社の自主的かつ実質的な取組みを促すことを志向しています。重要なことは、企業が各原則の趣旨・精神に照らして自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応を行うことであり、コードにおいて規範を強化・追加することについては、形式的な対応を助長しないよう、慎重な検討が必要と考えています。 Thank you for your positive evaluation of the revision. Your feedback has been noted. As suggested, cybersecurity risk is becoming increasingly important for company management. The Interpretive Guidance for Principle 4.4 states that the board should establish a risk management system for risks including cybersecurity risks and the risk of leaking information. On the other hand, the Code adopts a principles-based approach rather than prescribing specific measures for individual risk categories. Instead, it provides a holistic framework to ensure the board exercises appropriate oversight over all material risks, thereby encouraging companies to implement substantive and proactive measures. It is important that companies consider their governance themes in light of the purpose and spirit of each Principle, and implement their own measures. From that perspective, expanding and tightening requirements under the

		Code requires careful consideration to avoid encouraging formalistic responses.
519	原則４－４解釈指針の中に、「内部統制や先を見越した全社的リスク管理は、適切なコンプライアンスの確保により持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るものであるから、（略）」との記載があります。今回の改定案の「リスクを最小化する」という表現は、コーポレートガバナンス・コードの本来の思想（＝適切なリスクテイクを促す）と整合しない可能性が高い。むしろ、誤読すれば「リスクを取らないことが正しい」という逆インセンティブを生みかねない表現となっており、RAF や ERM の発想から乖離する。 リスクを最小化するなら、果断なリスクテイクは阻害される。果断なリスクテイクを支えるなら、「最小化」ではなく「管理・最適化」の文脈のほうがが正しいので、「リスクを最小化する」ではなく「リスクを低減する」という表現のほうが適切のように思われる。 【個人】	本コードは、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を目的としており、各原則は果断な意思決定や適切なリスクテイクを伴う事業活動を後押しするものです。 原則４－４解釈指針の「リスクを最小化する」との記載は、過度にリスク回避を志向することを求める趣旨ではなく、内部統制や全社的リスク管理体制の整備を通じて、リスクの所在や内容を適切に把握し、コントロール可能な状態に置くことの重要性を示したものであり、適切なリスクテイクを支える基盤としての役割を強調するものです。
520	原則４－４「取締役会は、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備すべきである」は原則４－２「経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」の裏付けとなりえるものと解釈されている。指針として「リスク管理体制を適切に整備する」「リスクへの対応等が適切に行われるべきである」と示されているが、適切であるかどうかの評価基準はどの様なものであるかを示すことを提言する。 リスクの種類として「サイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応」が事例として示されているが、そういったリスクにどのように対応するのかが示されていない。リスクマネジメントのプロセスについて、適切な対応プロセスを示すことを検討して欲しい。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご意見として承ります。 本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、リスク管理の評価基準や具体的プロセスを網羅的に規定するのではなく、取締役会が重要なリスクを適切に認識し、その管理体制の実効性を自律的に検証・改善していく枠組みを示すことに主眼を置いております。 「適切な整備」や「適切な対応」は企業の事業特性、規模等に応じて異なると考えられるため、具体的な内容についてコード上は明記しておりません。また原則４－４解釈指針で挙げている各種リスクは、例示として挙げているところ、その対応方法も各社の置かれた状況に応じて異なると考えられます。 各社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。
521	今回のコーポレートガバナンス・コード改訂案において、取締役会の責務として「サイバーセキュリティリスク」や「サプライチェーン途絶リスク」への対応が明記されたこと、および「経営資源の適切な配分」の重要性が強調された点について、実効性あるガバナンスを推進する観点から強く賛同い	本改訂を評価いただきありがとうございます。 内部統制や先を見越した全社的リスク管理は、適切なコンプライアンスの確保により持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るもの

	たします。 サイバーリスク管理の実効性と継続性の担保について、原則４－４（経営陣・取締役に対する実効的な監督）の解釈指針において、サイバー攻撃の高度化・巧妙化、および事業環境の変容に鑑み、特定時点での限定的な評価に留まることなく、「継続的なモニタリング」を促す文言の具体化を提案します。 サイバーリスクは動的に変化し続けるものであり、現行案にある「リスクへの対応等が適切に行われるべきである」との趣旨をより実効的なものとするため、「継続的なモニタリング等を通じ、これらリスクへの対応等が適切に行われるべきである」といった、時間軸に沿った対応を促す表現を検討いただけますと幸いです。 【株式会社アシュアード】	です。 その重要性に鑑みて、本改訂では、内部統制及び全社的リスク管理体制の整備に関する取締役会の役割・責務を独立の原則とし、リスク管理体制を整備する際の考慮事項の例示として、サイバーセキュリティリスクを解釈指針に追記しています。 解釈指針にはサイバーセキュリティリスクを含めた「リスクへの対応等が適切に行われるべき」と記載されており、特定のリスクを取り巻く環境が変化した場合には、その変化に対する継続的なモニタリングや対応が行われるべきと考えられます。
522	解釈指針第２文につき、昨今のリスク事象の発生状況を考えると、かなり記載のトーンが弱いようにみえる。また、この内容を「収益機会にもつながり得るものとして」とのみとらえるのは企業の実態からするといかがなものかとも思われる。 【上場会社法制の在り方を考える会】	原則４－４解釈指針で挙げている各種リスクは例示であり、企業にとって重要となるリスクや対応方法は、業種、事業構造、地理的展開等によって異なります。各社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。原則４－４解釈指針第２文に挙げられた事項について適切に対応等を行うことは、リスクを最小化するだけではなく、顧客や取引先からの信頼向上、競争力の強化、新たなビジネス機会の創出等にもつながり得ると考えられます。
523	原則４－４を維持する場合、原則４－４解釈指針のリスク管理体制の説明の中に、「収益機会にもつながり得るもの」との記述がある点について、リスクマネジメントなのかリスクテイクなのか混在している印象で、全上場会社にあまねく当てはまるものではないと考えられることから、当該記述は削除してはどうか。 【全国株懇連合会】	ご意見として承ります。 原則４－４解釈指針第２文に挙げられた事項について適切に対応等を行うことは、リスクを最小化するだけではなく、顧客や取引先からの信頼向上のほか、競争力の強化、新たなビジネス機会の創出等にも繋がると考えられ、いずれの会社においても妥当すると考えられます。
524	The most important structural change I recommend is the elevation of geopolitical risk from a list item in the existing Principle 4.4 Interpretive Guidance to a named, distinct risk category. The current text—placing geopolitical risk alongside cybersecurity and information leakage—does not reflect the difference in strategic scope, recovery profile, or governance requirements described in Section III above. I recommend the following revised text for the relevant passage in Principle	原則４－４解釈指針において、リスク管理体制の整備に関する考慮事項として、サイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応等が挙げられており、これらのリスクについて、取締役会に対してその適切な監督を行うべきことを記載しています。 他方、企業にとって重要となるリスクは、業種、事業構造、地理的展開等によって異なります。

	4.4 Interpretive Guidance: Cybersecurity risk and the risk of leakage of technological and other information are important elements of enterprise risk management and should be managed through dedicated operational and technical governance frameworks. Geopolitical risk—encompassing supply chain disruption arising from changes in trade policy, economic sanctions, export controls, and shifts in the global economic and political environment—is distinct in kind and should be established as a separate and significant category within the company's enterprise risk management framework, with commensurate board-level oversight. Unlike cybersecurity incidents, which are typically contained and recoverable, geopolitical disruptions can fundamentally alter the operating environment over a sustained period, in some cases requiring years of structural adaptation. The board should ensure that the company maintains an ongoing process for identifying and assessing geopolitical risks relevant to its business model, geographic footprint, and supply chain structure; that accountabilities for monitoring and responding to such risks are clearly assigned; and that response capabilities are proportionate to the company's exposure. This process should be integrated with—rather than siloed from—broader strategic planning, investment decision-making, and internal control functions. Effective management of geopolitical risk may also create competitive opportunities, and the board should encourage management to consider both dimensions. 【Eurasia Group】	また、本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、重要なリスク全般について取締役会が適切に監督するという包括的な枠組みを示すことにより、各社の実情に応じた柔軟な対応を促す構造としています。 The Interpretive Guidance for Principle 4.4 states that responses to cybersecurity risks, supply chain disruption risks due to geopolitical factors—such as changes in the global economic security environment—and the risk of leaking technological and other information could be included in the factors to be considered when establishing a risk management system, and appropriate responses should be conducted. On the other hand, material risks for companies vary depending on industry, business structure, and geographical expansion. The Code adopts a principles-based approach and provides a holistic framework to ensure that the board exercises appropriate oversight over all material risks, thereby encouraging companies to implement measures flexibly based on their circumstances.
525	内部統制システム及びリスク管理体制は、すでに有価証券報告書での開示が要求されている事項であり、コードにおいて重複して定める必要はない。 【全国株懇連合会】	内部統制システムやリスク管理体制の整備の状況については、有価証券報告書において開示が求められていますが、原則４－４は、開示事項を定めるものではなく、取締役会に対して、内部統制や全社的リスク管理体制の適切な構築及び実効的な運用を求めるものであり、両者は相互に補完的な関係にあると考えられます。
526	「取締役会は、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備すべきである」とする内容に異議はないが、これは会社法上の取締役の義務そのもの（内部統制システム構築・運用義務、業務執行取締役に対する監視・監督義務）であり、重複感がある。これだけを切り出すのであれば不要ではないか。	ご指摘のとおり、内部統制や全社的リスク管理体制の整備は、会社法上、取締役に求められる基本的な責務と重複する部分がありますが、単に形式的に整備されていることにとどまらず、その実効性を確保し、取締役会による監督の下で適切に機能することが重要であることから、原則４－４にて、実

	【三井物産株式会社】	質的な対応を促すことを目的としてコーポレートガバナンスの観点から取締役会の監督機能の重要性を改めて明確化しています。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－５　取締役会の役割・責務Ⅳ：サステナビリティを巡る取組み		
527	サステナビリティ関連で以下の内容を新コードないし解釈指針に追加すべき。 原則４-X　取締役会は、経営理念・経営計画・行動準則・サステナビリティ方針等に基づき国際的に認められる人権宣言（方針）のコミットメントを審議・決定すること。これには、グローバル企業は欧州や米国等における人権法の遵守を含めること。 原則４-Y　経営トップは、人権宣言（方針）のコミットメントの浸透を図るために、人権デュー・ディリジェンス・ガイドラインに基づき、人権への負の影響を含む人権リスクの評価・予防、社内プロセスへの統合と適切な救済・是正措置、情報開示等を行うこと。並びに教育・研修、ステークホルダーとの対話等を推進すること。これらを毎年見直し PDCA のサイクルを回し改善を図ること。 従来､改訂前コード補充原則２－３①にあった原則が改正案では下記の如く原則４－５及び解釈指針に移行した。しかし、下記下線部分について具体策がない。これを補うために上記の如く新設を提案した。 原則４－５ 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、サステナビリティを巡る課題に積極的・能動的に取り組むべきであり、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定するほか､適切な対応を行うべきである。 解釈指針 取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、自然災害等への危機管理、多様性などのサステナビリティに関する課題への対応はリスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要 な経営課題であると認識し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から､これらの課題について適	原則４－５及びその解釈指針では､「取締役会は､（略）自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定するほか､適切な対応を行うべきである」､「取締役会は､（略）サステナビリティに関する課題への対応はリスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し､会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から､これらの課題について適切な対応を行うべきである」ことが示されています。「適切な対応」としては、ご指摘のような観点から取組みを行うことも考えられます。 本コードは「プリンシプルベース・アプローチ」を採用しており、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－５及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に対応することが期待されます。

	切な対応を行うべきである。 我が国は、国連の国際人権（自由権）規約委員会から 2022 年 10 月及び 2023 年 1 月に多くの人権項目で遅れているとの指摘を受けている。 「国連ビジネスと人権に関する指導原則」の 15～16 項目には、企業は、企業の最上級レベルで承認された人権尊重責任を果たすという方針（コミットメント）を公表することが要請されている。 法務省人権擁護局（2021）調査研究報告書には「人権方針は企業の経営倫理や行動指針と密接に関わるもの」と書かれている。 人権問題で、企業で問題になっていることの多くはハラスメント問題（人権無視）である。これについての対応の遅れが国際人権（自由権）規約委員会から指摘されている。 これらのことに詳しい方が有識者会議メンバーに居ないため声が届かない。 【株式会社今井経済・経営研究所代表主席研究員】	
528	当原則の方向性に賛同いたします。その上で、サステナビリティへの取組みは、単なる方針策定や開示にとどまるものではなく、企業の事業活動の中に実装され、中長期的な企業価値向上につながる形で事業戦略と結び付いていることが重要であると考えます。したがって、取締役会においては、中長期の経営計画の中でサステナビリティの取組みをどのように位置づけるか、またそれをどのように PDCA で回していくのかまで議論されることが望ましいと考えます。あわせて、そうした取組みについて経営陣が説明責任を負う体制を整えることで、結果として、より実効性のある開示が自然に伴うものになると考えます。 その意味で、解釈指針においては、開示や一般的な対応にとどまらず、事業活動への実装まで落とし込むアクションを求める整理が望ましいと考えます。 【アムンディ・ジャパン株式会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、サステナビリティを巡る取組みは、単なる方針策定や開示にとどまるものではなく、企業の事業活動や経営戦略と整合的に実装され、中長期的な企業価値の向上に資する形で推進されることが重要です。 原則４－５及びその解釈指針においても、サステナビリティに関する課題が会社の持続的な成長と企業価値向上の観点から重要な経営課題であることを明示し、取締役会による主体的な関与を求めています。 その上で、具体的な取組内容については、各社の事業特性や戦略、経営環境等に応じて多様であることから、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。
529	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend: ・ More explicit expectations on sustainability disclosure alignment Encourage consistency with ISSB/TCFD metrics and materiality assessments, beyond high-level policy statements.	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、サステナビリティに関する国際的な枠組みとの整合性は重要であると考えられます。 本改訂でも、原則４－５等を通じて、サステナビリティに関する取組みを重要な経営課題として位置づけ、その適切な対応を行うことを求めていま

	【Robeco】	す。 その上で、本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、上場会社は自社の置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されますが、こうした枠組みの中で、必要に応じて国際的な基準も参照しつつ対応することが考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. As pointed out, it is important to maintain alignment with international frameworks related to sustainability. In the revised Code, Principle 4.5 maintains sustainability initiatives as material management issues, and encourages companies to take appropriate implementation measures. The Code adopts a principles-based approach, and companies are expected to implement their own measures based on their specific situations and in light of the aim and spirit of the Principles. Within that framework, companies could refer to international standards as necessary when implementing their own measures.
530	We support the proposed Principle 4.5 and the consolidation of sustainability-related expectations when relevant and financially material into the responsibilities of the board. We particularly welcome the continued recognition of major sustainability themes, including climate change, human capital, human rights and diversity, and the Code's recognition that sustainability is relevant to mid- to long-term corporate value. We recommend that the Code or Interpretive Guidance clarifies what substantive board oversight of sustainability should involve. This may include principles for companies to disclose, or explain why they do not disclose, a board-approved approach to integrating sustainability into its corporate strategy that identifies the company's material sustainability risks and opportunities and explains how these are integrated into business strategy, risk management, capital allocation and financial reporting. Disclosure on the board-approved approach to integrating sustainability into its corporate strategy should include:	原則４－５及びその解釈指針において、サステナビリティに関する課題が会社の持続的な成長と企業価値向上の観点から重要な経営課題であることを明示し、取締役会による主体的な関与を求めています。本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、サステナビリティに関して取締役会が具体的にどのように対応を行うべきかについては、各社の状況に応じて異なり得ることから、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－５の趣旨・精神に照らし、自律的に取り組むことが期待されますが、その趣旨には、ご指摘の観点も含まれ得るものと考えられます。 なお、No.540 及び No.541 の回答のとおり、原則４－５解釈指針において、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）により策定された開示基準（SSBJ 基準）に関する記載を加筆しています。 Principle 4.5 and its Interpretive Guidance explicitly state that sustainability issues are important management issues from the perspective of sustainable growth and increased corporate value, and they state that the board should

	・ relevant timeframes, milestones and action plans ・ material sustainability risks and opportunities to the business ・ how material sustainability considerations are reflected in business strategy, capital allocation, risk management and financial reporting ・ how the board reviews implementation and performance at least annually ・ how the board ensures it has the necessary skills, information and accountability mechanisms to provide effective oversight 【Federated Hermes Limited】	be proactively involved. The Code adopts a principles-based approach, and the specific ways of implementation taken by the board regarding sustainability could vary depending on the company's situation. Companies are expected to implement their own measures based on their specific situation and in light of the aim and spirit of the Principle 4.5, and the suggested perspectives could also be covered in this sense. Additionally, as indicated in the responses for No.540 and No.541, we added a description concerning the SSBJ Standards in the Interpretive Guidance for Principle 4.5.
531	今回の改訂案が掲げる「攻めのガバナンス」の方向性には強く賛同します。しかし、現行案には、構造的な不確実性が高まる時代において企業が主体的に価値創造を続けるために不可欠な視点を、明記することが不可欠であると考えます。 １．現行案の課題：サステナビリティが“外部要請への応答”にとどまっている 改訂案（原則４－５）では、サステナビリティを「気候変動・人権・自然災害等への危機管理」として列挙し、取締役会に“積極的・能動的な取り組み”を求めています。 しかし、この構造ではサステナビリティが依然として、「外部不経済への対応」＝「外部評価の対象」として描かれています。 この枠組みでは、企業は主体ではなく「評価される客体」にとどまり、長期的価値創造の本質である内発的能力の発展が、十分に位置づけられません。 ２．不確実性の時代に必要なのは、効率性とレジリエンスの統合 これまでの日本のガバナンス改革は、資本コストを踏まえた資本効率性の向上を中心に進められてきました。これは重要ですが、前提として「リスクは測定可能である」ことを置いています。 しかし現在の事業環境──地政学的断絶、技術革新の非連続性、人口構造の逆転、気候変動──は、測定可能なリスクの範囲を超えた“構造的な不確実性”にあります。 この環境では、（例えば、過剰な現預金を解消するなどを通じて）効率性を追求するだけでは、企業はむしろフラジャイルになりかねません。 したがって、企業価値は以下の二軸の統合で成立します。	

	・　効率性：平時のパフォーマンスを決める「速度・量」 ・　レジリエンス：断絶的ショック下での生存・適応を決める「深度」 　レジリエンスは KPI では測りきれない“組織の生きる力”であり、企業の「見えない価値」を構成します。 ３．レジリエンスの先にある進化：アンティフラジル 　レジリエンスを積み重ねることで、企業はショックを成長の燃料に変える「アンティフラジル（※）」へと進化する可能性を持ちます。 　※ナシーム・タレブが提唱した概念。ショックや混乱にさらされることでむしろ強くなる組織・システムの力を指す。 　この進化こそが、改訂案が掲げる、「持続的成長」「中長期的企業価値向上」「攻めのガバナンス」を実現する力の源泉です。 ４．サステナビリティは“状態”ではなく“動的な実現性”である 　レジリエンスとアンティフラジルが継続的に機能することで、企業価値はサステナブルになります。 　つまり、サステナビリティとは、外部評価の対象ではなく、 ・　効率性（速度） ・　レジリエンス（深度） ・　アンティフラジル（強化） を時間軸で実現する“動的プロセス”として再定義されるべきです。 ５．長期投資家の視点：レジリエンスは価値の乗数である 　長期投資家として企業と対話してきた経験から、レジリエンスは効率性とのトレードオフではなく、価値を増幅する乗数であることを強調したいと思います。 　この視点に立てば、コングロマリットは「非効率ゆえのディスカウント」ではなく、「レジリエンスを高めるポートフォリオ構造としてのプレミアム」と再解釈できます。 ６．具体的な提案： （提案１）原則４－５に「レジリエンス」を明示的に追加する 　現行案は外部課題への応答に留まっているため、以下のような文言追加を提案します。 　「取締役会は、企業の内発的能力としてのレジリエンスを強化し、断絶的ショック下でも価値創造を継続できる体制を構築する責務を負う。」	

	（提案２）サステナビリティの定義を“動的実現性”として再構成する 　現行案の列挙型アプローチに、「サステナビリティとは、外部要請への対応にとどまらず、企業が内発的能力によって価値創造を継続する動的プロセスである。」のような補足を求めます。 （提案３）「攻めのガバナンス」をレジリエンスと接続する 　攻めのガバナンスは、効率性の強化だけでは成立せず、「攻めのガバナンスは、効率性とレジリエンスの統合によって実現される。」のような明記を提案します。 ７．結語 　企業が外部評価の客体ではなく、内発的能力によって価値創造を自律的に証明する主体となること。 　そのために、コーポレート・ガバナンスとはレジリエンスを企業価値の核心として位置づけ、アンティフラジルへと進化し続ける企業を後押しすること。 【個人】	
532	【意見】 　サステナビリティをめぐる課題への対応を取締役会の役割・責務の独立項目として原則に明示した点を評価しますが、「適切な対応」との記載ではやや抽象的と考えます。サステナビリティ戦略を統合した経営戦略の執行側実施につき取締役会によるモニタリング状況を具体的に示すことが必要と考えます。 【理由】 　サステナビリティ取組みの経営戦略への統合や、持続的な成長と中長期的な企業価値向上とのつながりの説明について、十分ではない企業が散見されるため。 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	
533	解釈指針の第１段落において、「ISSB が IFRS S2（気候関連基準）を定め、これを受けて日本でもサステナビリティ基準委員会（SSBJ）がサステナビリティ開示テーマ別基準第２号（気候関連開示基準）を策定している。気候変動を巡る取組みにおいては、炭素排出削減目標とこれを実現する移行計画が不可欠であることから、取締役会において脱炭素移行計画を策定し、事業計画の一部となるよう取り組むべきである。」と追記すべきである。	

	【一般社団法人クライアントアース】	
534	We welcome the strengthening of sustainability and enterprise-wide risk oversight, wh. -companies could be encouraged to clearly articulate board and committee responsibilities for sustainability oversight, including how oversight is structured and how responsibilities are shared between the board and management. Further consideration could also be given to how sustainability is integrated into strategy, enterprise risk management, and capital allocation, ensuring it is reflected in decision-making rather than treated as a separate reporting exercise. In relation to risk management, it may be helpful to encourage an annual board-level assessment of the effectiveness of internal controls and enterprise risk management systems, alongside disclosure of material weaknesses and remediation actions. This would help reinforce sustainability and risk oversight as integrated governance responsibilities. 【GAM Investments】	
535	サステナビリティに関する基本方針等は、すでに有価証券報告書での開示が要求されている事項であり、コードにおいて重複して定める必要はない。 【全国株懇連合会】	サステナビリティに関する考え方及び取組みに関する事項については、有価証券報告書等において開示が求められていますが、原則４－５は、サステナビリティに関して単に開示事項を定めるものではなく、企業におけるコーポレートガバナンスの在り方を示し、取締役会による実効的な監督や主体的な関与を促すものであり、両者は相互に補完的な関係にあると考えられます。
536	「中長期的な企業価値の向上の観点から、サステナビリティを巡る課題に積極的・能動的に取り組むべき」との部分は、改訂前コード原則２－３にあるとおり、上場会社を主語とした文とすべき内容であり、その点で、改訂案が「取締役会」を主語としている点は妥当ではないといえるが、そもそも、この部分は上場会社においてすでに定着している点で、原則に残さずに、解釈指針の冒頭で記述することがシンプル化の流れからも適切ではないか。サステナビリティに関して、取締役会の役割・責務は、基本的な方針の策定とあわせて、経営陣によるサステナビリティ課題への取組みの監督というべきであり、原則４－５はサステナビリティに関する経営陣による執行と取締役会による監督機能を明確に意識したうえでの記述に見直すべきである。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。 改訂前コード補充原則２－３①は取締役会の責務として規定されているように、サステナビリティに関する基本方針の策定や経営陣の取組みに対する監督を含め、取締役会の関与が企業価値向上の観点から重要であると考えられるため、改訂版コード原則４－５においては、これらを取締役会の責務として位置づけた上で、サステナビリティを巡る課題に積極的・能動的に取り組むべきことを原則に規定しております。

537	原則４－５解釈指針に「サステナビリティ（中長期的な持続可能性）は重要な経営課題であると認識されている」との記載があるが、ここでサステナビリティに関する課題として「気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、自然災害等への危機管理、多様性など」があることを記載すべき（同解釈指針の後ろの記載を前に移動すべき）である。 【個人】	ご意見として承ります。 解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、上場会社は解釈指針において示されたこれらの内容を参照しつつ対応することが期待されます。
538	原則４－５解釈指針の前段に「サステナビリティ（中長期的な持続可能性）は重要な経営課題であると認識されている」との記載がある一方、後段に「サステナビリティに関する課題への対応は～重要な経営課題であると認識し～これらの課題について適切な対応を行うべきである」との記載があるが、前提（認識の有無）が矛盾しており、整理が必要である。 【個人】	原則４－５解釈指針前段は、サステナビリティが一般的に企業経営における重要課題として広く認識されている現状を示したものであるのに対し、同後段は、上場会社の取締役会に対し、具体的なサステナビリティ課題について、自社の重要な経営課題として認識した上で適切に対応することを求めるものであり、これらは矛盾するものではありません。
539	解釈指針の第１文の「サステナビリティ（中長期的な持続可能性）は重要な経営課題であると認識されている」という記述は、ISSB 基準と整合的な SSBJ 基準により開示が求められるサステナビリティ関連財務情報の考え方とは必ずしも一致していないため、解釈指針は内容的に似た言葉・概念を寄せ集めただけになっている点で問題がある。原則４－５と解釈指針の後段は改訂前コード原則２－３の流れの上にあり整合的であることに鑑みれば、前段を削除してもよいのではないか。削除しないのであれば、少なくとも前段と後段の記載の順序を入れ替えるべきではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。
540	解釈指針の前段を残す場合において、ISSB 基準に言及がありながら、わが国の SSBJ 基準に言及がない点について、疑義が残る。先般開示府令による SSBJ 基準の適用開始が確定（任意適用は施行から、強制適用は 2027 年３月期から）している以上、「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）により国際的な開示基準（ISSB 基準）が策定され、各国においてサステナビリティ開示基準の適用に向けた動きが進展し」に続けて、わが国においても SSBJ 基準の適用開始が予定されている旨を追記することを検討されたい。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご指摘を踏まえ、以下の一文を原則４－５解釈指針第３文として加筆しました。 「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）により国際的な開示基準（ISSB 基準）が策定され、各国においてサステナビリティ開示基準の適用に向けた動きが進展している。我が国においても、一定のプライム市場上場会社に対し、ISSB 基準と整合的な、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）により策定された開示基準に基づく有価証券報告書の作成が義務付けられている。こうした中、（略）」
541	原則４－５解釈指針の「国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）により国際的な開示基準（ISSB 基準）が策定され、各国においてサステナビリテ	

	ィ開示基準の適用に向けた動きが進展している。…」について、コーポレートガバナンス・コードは、日本国内において運用されているものであり、この部分はSSBJの記述に置き換えた方がよいのではないか（もしくは、ISSBを書くのであればSSBJにも合わせて言及する） 【日本製鉄株式会社】	
542	サステナビリティには、従業員の処遇改善や、地域社会のための公共インフラ維持といった観点も含まれると解してよいか。 【一般社団法人　日本民営鉄道協会】	本コードにおけるサステナビリティは、企業の持続可能性を確保し、中長期的な企業価値の向上に資する観点から、環境、社会、ガバナンスに関する様々な課題を含む概念として位置づけられております。持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がる限りにおいて、サステナビリティの中には、ご指摘のような従業員の処遇や労働環境、地域社会への配慮なども含まれ得ると考えられます。
543	解釈指針第２段落の表現も参考にし、「リスクの減少を最優先にしつつ収益機会にもつながる可能性を考慮し、リスク管理体制を整備する際の重要な考慮要素として、リスク対応等が適切に行われるべきである」ではどうか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。
544	原則４－５解釈指針の「サステナビリティ（中長期的な持続可能性）は重要な経営課題であると認識されている」の部分を「サステナビリティとは、環境・社会・ガバナンスに係る課題を含む中長期的な持続可能性を指し、気候変動・人権・人的資本・自然資本・ガバナンスの各領域における機会とリスクの双方を含む概念であり、これらに限られない。なお、SSBJ基準・ISSB基準等の国際的な開示基準との関係については、各社が自社の状況に応じて参照することが期待される。」とすべき。 サステナビリティという概念が企業間・投資家間で乖離したままでは実効的なエンゲージメントは困難です。「これらに限られない」という開放的な表現とすることで定義の固定化を避けつつ、国際基準との関係を示すことで企業の開示設計の参照基準を明確化すべきです。なお、基本原則３解釈指針における「社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）」という表現についても、改訂案全体でサステナビリティという用語に統一することを求めます。 【株式会社ツバメ・ステーション】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、サステナビリティには様々な要素が含まれ得るところであり、これを「中長期的な持続可能性」と記載しています。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation

第４章　原則４－６　監査役及び監査役会の役割・責務		
545	上場会社の常勤監査役の実務経験を踏まえて意見を述べます。 今回のコーポレートガバナンス・コード改訂案は、独立社外取締役の実効性を重視し、プリンシプルベース・アプローチや丁寧なエクスプレインを通じて、形式から実質への転換を図ろうとするものであり、その基本的方向性は高く評価されます。 こうした改訂案の趣旨と整合的な観点から、将来の検討課題として、監査役の独立性および実効性についても、より踏み込んだ整理が行われる余地があると考えます。 まず、監査役については、現行制度上も独立性に関する規律は存在していますが、その多くは形式要件として整理されており、経営陣や支配株主からの実質的な距離、特に少数株主保護の観点から率直に発言・行動できる立場にあるかという点については、必ずしも十分に可視化されてきたとは言い難い状況です。監査役は独任制を基本とする制度であるため、直ちに構成比率の問題が重大な欠陥につながるものではありませんが、不祥事事例を振り返ると、監査役会として十分な問題提起や監督が機能しなかったと評価される場面も見受けられます。将来的には、監査役会設置会社において、社外監査役に取締役と同等水準の実質的独立性を求めることや、監査役会として少なくとも過半数が実質的に独立した監査役で構成されることが望ましいといった考え方について、解釈指針やエクスプレインの文脈で整理する余地があるのではないかと考えます。 また、監査役の独立性および実効性を高める観点からは、監査役候補者の選任プロセスも重要です。執行側の役員が監査役を経験することは一般的ではなく、監査役が日常的に何を重視し、どのような視点で監査を行っているかについて、十分な理解が共有されていない場合も少なくありません。その結果として、形式要件や経歴を重視した人選が行われるリスクも考えられます。将来的な検討課題として、現職監査役が後任監査役の選任に際し主体的に関与し、監査役として必要な資質や視点を選任プロセスに反映させる仕組みについて整理が行われることは、有益ではないかと考えます。 さらに、監査役に求められる資質として、専門知識や実務経験に加え、経営に対して率直に意見を述べる姿勢や気概の重要性も、より意識されるべきです。過去の不祥事事例においては、問題の兆候を認識しながらも十分に意	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、監査役や監査役会は、上場会社のガバナンスにおいて重要な役割を担っていますが、監査役や監査役会が実効的な監査を行い、不祥事等を未然に防止するためには、監査役及び監査役会が株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断等を行うことが必要と考えられます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や具体的な取組み事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	見が表明されなかったと評価されるケースも見られます。独立社外取締役と同様に、監査役についても、単なる形式や人数ではなく、実効性を構成する定性的要素に目を向けた議論が、今後のガバナンス強化に資すると考えます。 以上は、今回直ちに条文修正を求めるものではなく、改訂案の趣旨を補完しつつ、将来のコーポレートガバナンス・コード改訂に向けた検討課題として位置づけられることを期待するものです。 【個人】	
546	パブコメ案原則４－６．は監査役及び監査役会の役割・責務です。この原則は、監査役が取締役とは別であることから設けられているものと推察していますが、攻めのガバナンスを推進するに当たり「守りのガバナンス」のかなめである「監査」を担う役員の役割・責務の重要性は、昨今の会計不正・企業不祥事の発生を見ても、ますます重要性が高まっていると考えます。 すでにプライム上場企業において監査等委員会設置会社が監査役設置会社の数を上回り、指名委員会等設置会社も含めると過半数が「委員会」型になっている現状を踏まえると、パブコメ案原則４－６．に監査委員会、監査等委員会を加えて、「監査」の役割や責務を詳しく記載することが必要であると考えます。 また、原則４－６と、「監査と内部統制」に関わる原則４－４内部統制、原則３－３会計監査人、原則２－３内部統制などの各原則を連続した形でまとまったセクションとすることを提案します。 なお、英国のガバナンス・コードでは“Audit, risk and internal control”が一つの独立のセクションになっており、参考にできるものと考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、監査機能はコーポレートガバナンスにおける重要な役割を担うものであり、近時の不祥事を踏まえても、その重要性は一層高まっていると考えられます。重要なことは、企業が自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応を行うことです。 なお、原則４－６は監査役会設置会社を想定した記載ぶりとなっていますが、他の機関設計を選択する上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用することが想定されます。 その上で、本コードが想定する機関設計や機関設計を踏まえた内部統制体制・リスク管理体制の在り方も含めて、上場会社による機関設計の選択状況等を踏まえ、継続的に検討してまいります。
547	Companies are provided the option to choose between adopting a *kansayaku* board, one Supervisory Committee, or Three Committees (Audit, Nominations, Remuneration). In our view, for those companies that have chosen the *kansayaku* board structure, the *kansayaku* board functions in a capacity similar to that of an Audit or Supervisory Committee when exercising their oversight duties. To enable *kansayaku* boards to make independent and objective decisions when executing their roles and responsibilities, we suggest adding to the Principle that the *kansayaku* board should comprise a	ご意見として承ります。 監査役会設置会社において監査役の独立性・実効性をどのように確保するかは、取締役会構成やガバナンス体制全体との関係の中で最適に設計されるべきものと考えられ、上場会社において、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。 Your feedback has been noted. Specific measures to ensure the independence and effectiveness of

	majority (more than 50%) of independent outsiders . This suggestion aligns with requirements under Companies Act Article 331 and Article 400 which requires a majority of the committee members to be Outside Directors (whether under the one Supervisory Committee structure or the Three Committee structure) . In addition, given that nomination and remuneration committees are required under revised Principle 4.7 to be comprised primarily of independent directors especially when the company has adopted a *kansayaku* board structure and the board is not majority independent, it follows that a majority independence standard should also apply to the *kansayaku* board in the same way it is applied to the other two committees. 【匿名】	*kansayaku* for a Company with a *Kansayaku* Board should be designed in relationship with the board composition and the overall governance framework. Companies are expected to implement their own measures based on their specific situations and in light of the aim and spirit of the Principle.
548	「また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく」との記載を削除してしまうのはおかしい。 今以上に仕事をやるようにという意味でも監査役及び監査役会の業務範囲にとらわれるなという話は原則に残しておかないといけません。 【個人】	ご意見として承ります。 改訂前コード原則４－４の監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でない旨は、監査役・監査役会の役割・責務に関する考え方を含むため、改訂版コード原則４－６の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられることから、修文の上、同原則の解釈指針に移管しています。
549	タイトルは「役割・責任」であり、「べきである」という推奨ではなく、責任があることを明確にすべきであり、「述べる責任がある」とすべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。
550	パブコメ案原則４－６に「取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべき」との記載があるが、「あるいは」は「又は」とすべきである。 【個人】	ご指摘も踏まえ、パブコメ案において「または」、「あるいは」としていた箇所は、改訂版コードでは「又は」に統一しました。
551	＜改訂案＞　※下線は当会意見に基づく修正案 監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でない。	ご意見として承ります。 なお、監査役の後継者候補の確保に関しては、各社が自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。

	監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせて実効性を高めるべきである。 監査役会は、社外監査役及び常勤監査役の後継者計画（サクセッションプラン）の策定・運用に主体的に関与し、後継者候補の確保が計画的に行われるようにすべきである。その際、任意の指名委員会等が設置されている場合には、それと適切に連携することを通じ、監査役会の関与をより効率的かつ円滑に実現することが望ましい。 ＜当会の意見＞ （１）改訂原案原則４－６解釈指針の第３段落として、現行補充原則４－４①の前半部分を追加する。 （２）改訂原案原則４－６解釈指針の第４段落として、社外監査役及び常勤監査役の後継者計画に関する記述を追加する。 【理由】 （１）について、現行補充原則４－４①の前半部分は、改訂原案では「実務上理解が進み、ある程度浸透したと考えられる。」とのことで削除されているが、当会の実務レベルの実感としては、浸透したとは言い切れない状況と判断する。従って、同部分の重要性に鑑み、改訂原案原則４－６解釈指針の第３段落として追加すべきと考える。 （２）について、改訂原案原則４－３（１）においては、取締役会の役割・責務として、「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、ＣＥＯの後継者計画（サクセッションプラン）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成及び資質を備えたＣＥＯの選任が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。」とされている。同様に、社外監査役及び常勤監査役の後継者計画についても、監査役会には役割と責務が求められるべきと考え、その旨を改訂原案原則４－６解釈指針の第４段落として追加する。	

	【一般社団法人監査懇話会】	
552	本原則では、監査役と監査役会に限定されていますが、監査委員（会）についても同様のことが言えると考えます。その点を踏まえ、「監査役及び監査役会」ではなく、「監査を責務とする役員及びその組織」に対する役割・責務として記載することも一法と考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご指摘のとおり、指名委員会等設置会社においては、監査委員（会）が監査役や監査役会と同様に監査機能を担う主体として重要な役割を果たしていると考えられます。 原則４－６は監査役会設置会社を想定した記載ぶりとなっていますが、他の機関設計を選択する上場会社は、自らの機関設計に応じて、所要の読替えを行った上で適用することが想定されます。
553	現行のコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という。）原則４－４においては、「監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、」と記載されていたところ、改訂案原則４－６においては、「監査役及び監査役会は、その役割・責務を果たすに当たって、」との改訂がなされ、監査役及び監査役会の役割・責務の具体的な内容の記載が削除されている。 現行の原則４－４は、監査役及び監査役会の役割・責務として、監査役の選解任・報酬に係る権限の行使について記載しているが、当該箇所は、2015年当初のコード策定当時には記載されておらず、2021 年の改訂時に新たに加筆されたものである。その趣旨は、監査役の監査に対する信頼性が確保されるためには、その前提として、監査役の独立性が確保されることが重要であり、会社法上、監査役に付与されている監査役の選解任・報酬に係る権限が実効性のある形で適切に行使されるべきことを明記することに意義があると考えられたことにある。 また、このことを明記することは、監査役の人事・報酬面での独立性確保の重要性について監査役の自覚を促すにとどまらず、経営陣においても、その重要性を認識する契機ともなりうるものであった。 改訂案では、改訂の理由について、当該箇所を削除したとしても「本原則の『能動的・積極的に権限を行使』で読み込める」との説明がなされているが、「能動的・積極的に権限を行使」との記載は、権限行使に際しての姿勢・態度を述べるにすぎず、権限の内容として、監査自体の権限のみならず、選解任・報酬の点で独立性を確保するための権限を読み込めるとは限らない。 さらに、現行の原則４－４は、監査役のみならず、会計監査人の選解任・報酬に関する監査役会の権限行使にも言及しているが、改訂案においては、	ご指摘の改訂前コード原則４－４の記載はパブコメ案では削除することとしていましたが、監査役・会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限は監査役及び監査役会の役割・責務の具体例であり、改訂版コード原則４－６の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられるため、同原則の解釈指針の第１段落を以下のとおり修正しました。 「監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があり、例えば、監査役及び監査役会は、監査役及び会計監査人の選解任、監査報酬等に係る権限を有する。監査役及び監査役会は、そのような役割・責務が果たされるよう、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切ではない。」

	この記載も削除され、さらに、改訂案において会計監査人について定める原則３－３とその解釈指針には、会計監査人の報酬に関する記載がないことも踏まえると、現行の原則４－４からこの記載を削除してしまうと、コードから会計監査人の報酬に関する記載が一切なくなることになる。必要かつ十分な会計監査人の報酬が確保されることは、会計監査の独立性・信頼性確保に不可欠であり、そのための監査役会の実効的な権限行使の重要性についての記載は必要である。 以上の理由により、「監査役・会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使」との記載は存置すべきであり、仮に、改訂案原則４－６の本文には記載しないとすれば、少なくとも、原則４－６の解釈指針においては記載されるべきである（注１）（注２）。 （注１）現行の原則４－４については、2021 年改訂時にも当協会より「『コーポレートガバナンス・コード（改訂案）』に対する意見」（2021 年５月７日）として同様の趣旨の意見を公表している。 （注２）ここでは、内部規律として、経営執行側と会計監査人の間に入れるのは監査役のみであって、常勤者の設置が義務付けられ、かつ、社外役員が半数以上である監査役による牽制がいわば最後の砦になっていることに十分な留意を求めたい。 <u>原則３－３について</u> 改訂案原則４－６において一部記載が削除されたが、その中には、「外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使」との記載も含まれている。 会計監査人が監査の独立性を確保し、適切な監査を行うことで、その役割・責務を果たすためには、コードにおいて適切な監査報酬の決定についての記載が必要と考えられるが、現行のコードにも改訂案にも直接的な記載がなく、改訂案では、監査役の権限行使という観点でこれに関連する上記の現行の原則４－４の内容も削除されている。 そこで、会計監査人の監査報酬については、取締役が監査役（会）の同意を得て決定するため（会社法 399）、改訂案原則３－３の解釈指針の「取締役会及び監査役会は、」に続く（ⅲ）以降の記載において、会計監査人の独立性を確保するために十分な監査報酬が決定されるべき旨を追加すべきで	

	ある。 【公益社団法人日本監査役協会】	
554	「能動的・積極的に権限を行使」で読み込めるとのことで、「取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使など」の文言が原則から削除されたが、「監査役の選任」については、監査役監査の実効性を確保する最も基本的で重要な要素であり、原則から削除すべきではなく、「能動的・積極的に権限を行使」を「能動的・積極的に権限（特に監査役の選任に係わる権限）を行使」とすることが適切と考えます。 【個人】	

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－７　任意の仕組みの活用		
555	日本企業の将来にわたる持続可能性の観点から、以下の項目について、改善されることを提案いたします。 ・取締役会総体に求められる事項は明記されているものの、その実効性を確保する機能（たとえば委員会）について一切明記されていないこと。 上記の点は、イギリスのガバナンスコード・コードには、明確かつ具体的に示されている事項であることから、他国に比べて特段の負担となるものではないと考えます。 【個人】	本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、各社の機関設計や規模、事業特性等に応じて最適なガバナンス体制は異なり得ることから、特定の委員会の設置やその機能等について具体的に明示することはしていませんが、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－７や原則４－８等の趣旨・精神にも照らして、法定・任意を問わず委員会の活用等による実効的なガバナンス体制の構築を行うことが期待されます。
556	原則４－７に「統治機能の更なる充実を図る」との記載があるが、同解釈指針には「統治機構の更なる充実を図る」と記載されている。「統治機能」か「統治機構」か、いずれかに統一すべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、パブコメ案原則４－７の解釈指針の「統治機構」を「統治機能」に修正しました。
557	原則４－７および同解釈指針にある「統治機構」を「コーポレートガバナンス」に変更すべき。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	
558	原則４－７解釈指針にある「報酬など」を「報酬（評価を含む）など」に変更すべき。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご意見として承ります。
559	【意見】	独立社外取締役が主体的に関与する委員会の活用は、法定・任意を問わず、

	取締役会の監督機能強化、取締役の選解任を原則に反映したことを評価します。他方、後継者計画、報酬決定等の重要事項については、独立社外取締役が主体的かつ継続的に関与する各委員会の機能・体制の整備、が必要と考えています。人事・報酬の決定までのプロセスや選任・報酬基準の明確化に加え、最終的な決定権の所在の明記により、委員会機能の実質化を後押しするような記載が望ましいと考えます。 【理由】 各種委員会機能の実効性を外部から推し量ることが難しいため。 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	取締役会の監督機能の実効性を高める観点から有効な取組みの一つであると考えられます。委員会に関しては、原則４－７において、任意の仕組みの活用の重要性を示しています。また、独立社外取締役の役割・責務に関して、原則４－８解釈指針は、経営陣の選解任・報酬について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、指名委員会・報酬委員会において主体的に機能発揮することを含め、役割・責務を果たすことが求められる旨を示しており、各社においてこうした機能を適切に整備・運用することが期待されます。 また、本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用していることから、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－７等の趣旨・精神にも照らして、法定・任意を問わず委員会の活用等による実効的なガバナンス体制の構築を行うことが期待されます。
560	We welcome the draft's strengthening of expectations for nomination and remuneration committees, including the expectation that committees should be composed primarily, or in relevant cases by a majority, of independent directors. We recommend that the Code encourage greater transparency on committee processes. Committees should have clear terms of reference, an annual workplan, appropriate access to independent advice, sufficient meeting time, and clear reporting to the board. The nomination process and the role of the nomination committee should be transparent, and the chair and members of the committee should be disclosed. We recommend that nomination and remuneration committees be majority independent, and audit committee to be fully independent, chaired by an independent director, and exclude executives from membership, particularly influential members such as the president or company chair. Executives may provide information and advice to the committees, but should not be members or participate in decisions relating to their own appointment, succession, evaluation or remuneration. If insider membership is considered necessary, it should be limited to less influential insiders. We support the direction of the proposed revisions and welcome the continued evolution of Japan's Corporate Governance Code. At the same	本改訂を評価いただきありがとうございます。 委員会の構成（委員長・委員の独立性等）や役割・機能等については、コーポレートガバナンス報告書の記載事項に含まれており、上場会社は当該枠組みの下で投資家に対する情報提供を行うことが期待されます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. The composition (including the independence of the chair and members), roles, and functions are items to be described in the corporate governance report. Companies are expected to provide information to investors within this disclosure framework.

	time, we encourage the Expert Panel to consider targeted enhancements to ensure the Code remains ambitious and effective while preserving its principles-based and comply-or-explain character. 【Federated Hermes Limited】	
561	The role of committees should be clearly defined, with terms of reference and committee composition publicly available. There should be an expectation of an independent audit committee. We note that especially for Prime companies, we are most in favour of a three committee structure. These good practices should apply to all companies, including those which are voluntary. The Code could include stronger expectations of the role and remit of nominations committees, for example by setting expectations on the maximum numbers of board appointments that can be held by directors, the need for inclusion of industry expertise requirements and Board diversity targets. The Code could also reinforce the need to consider a wide range of potential candidates in succession planning. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、委員会の独立性の確保やその透明性は重要と考えられます。原則４－７及びその解釈指針において、指名委員会、報酬委員会等の任意の仕組みの活用により統治機能の更なる充実を図るべきであること、指名委員会や報酬委員会の設置は、取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化する観点から重要であることが示されています。 各社の最適な機関設計やガバナンス体制は多様であると考えられることから、どのような委員会構成を採用するかや各委員会に与える権限等については、本コードが採用するプリンシプルベース・アプローチの趣旨を踏まえ、各社において、原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 なお、委員会の構成（委員長・委員の独立性等）や役割・機能等については、コーポレートガバナンス報告書の記載事項に含まれており、上場会社は当該枠組みの下で投資家に対する情報提供を行うことが期待されます。 Your feedback has been noted. As pointed out, ensuring the independence and transparency of committees is important. Principle 4.7 and its Interpretive Guidance state that effectively utilizing optional committees, such as nomination committees and remuneration committees, will further strengthen their governance framework, and that in order to strengthen the independence, objectivity, and from the perspectives of improving accountability of board functions, the formation of a nomination committee and a remuneration committee is important. The optimal organizational structure and governance system varies, including with respect to the specific composition of committees and the power assigned to committees. Companies are expected to determine this based on their situation and in light of the aim and spirit of the Principle and

		its Interpretive Guidance. The composition (including the independence of the chair and members), roles, and functions are items to be described in the corporate governance report. Companies are expected to provide information to investors within such a disclosure framework.
562	取締役会内における任意の委員会は、指名委員会、報酬委員会に限られるべきでない。「脱炭素移行計画を取締役会レベルにおいて十分に審議して適切に助言し、また脱炭素移行計画の遂行を監督するため、社外取締役を主要な構成員とする取締役会内における任意のサステナビリティ委員会を設置して活用すべきである。」と追記すべきである。 【一般社団法人クライアントアース】	ご意見として承ります。 各社の最適な機関設計やガバナンス体制は多様であると考えられることから、どのような委員会構成を採用するかや各委員会に与える権限等については、本コードが採用するプリンシプルベース・アプローチの趣旨を踏まえ、各社において、原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
563	Because of Japan's somewhat unique postwar history, guidance is vitally needed in the following areas: There is no suggestion of the possibility to establish committees for risk or governance, nor any mention of baseline procedural rules for committees in general, in a country where historically most firms did not have committees at all. Nor does the draft provide guidance on setting up a special committee in advance to address emerging activist demands or takeover situations. It merely advises independent directors to "act to protect the common interests of shareholders" and asks firms to "ensure appropriate procedures and safeguard the interests of minority shareholders." Currently many investors are very dissatisfied with the low quality of decision-making by "special committees" at Japanese companies, especially in the case of change-of-control transactions. Although this is an issue that can arise in any jurisdiction, most other major developed countries do not have as many listed companies for which such committees may be needed, have legal infrastructure, stock exchange rules, or court cases that provide directors with guidance or generate results more satisfying to investors, and do not have as long a past history of insider-only "management boards" as Japan. 【個人】	少数株主の利益保護の観点からのご意見として承ります。 改訂版コードは、原則４－７において、任意の仕組みの活用の重要性を示しており、原則４－８において、有事の場合における独立社外取締役の役割・責務について、経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い、説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められることが強調されています。 また、改訂前コード原則１－５～原則１－７の記載について、少数株主の利益保護の重要性を鑑み、基本原則１解釈指針に記載を残した点について、No.132～No.147 の回答もご参照ください。 ご指摘の特別委員会の設置を含む委員会の活用についても、これらの原則等の趣旨・精神に照らし、上場会社各社の状況に応じて、適切に実施されることが期待されます。 その上で、特別委員会の設置時期や権限の範囲、委員構成等については、当該特別委員会の設置目的等を踏まえて個別具体的に検討されるべき性質のものであるため、プリンシプルベース・アプローチの趣旨に照らし、本コードにおいて一律に詳細な指針を設けることはしていません。 Your comments regarding the protection of minority shareholders' interests are duly noted. In the revised Code, Principle 4.7 states the importance of utilizing optional

		committees. Principle 4.8 also emphasizes that with respect to the roles and responsibilities of independent directors in emergencies, independent directors should act to protect the common interests of shareholders and increase corporate value over the mid- to long-term by utilizing their independent standpoint from management, and, if the management has a conflict of interest, by appropriately making judgments as decision makers and fulfilling their accountability. Also with respect to former Principles 1.5 through 1.7 and the fact that the relevant statements are retained in the Interpretive Guidance for General Principle 1 due to the importance of minority shareholder interests protection, please see our responses in No.132-No.147. With respect to utilizing committees, including a special committee, companies are expected to appropriately implement their own measures based on their specific situations and in light of the aim and spirit of these Principles. Furthermore, the timing, scope of authority, and composition of special committees should be individually and specifically considered based on the purpose of establishing each committee. In light of the aim of the principles-based approach, the Code does not provide uniform, detailed guidance.
564	プライム市場上場企業に関して、委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべき、としているが、委員会の権限・役割等は有価証券報告書のコーポレートガバナンスの概況の開示において、取締役会等の活動状況の開示にともなって開示されることが妥当である。そこで、コードの原則でプライム市場上場企業だけに開示を求めるのではなく、有価証券報告書の開示項目として開示要請がなされるまでの暫定的なものとして、改訂案の本原則の開示要請は合理性があると考える。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
565	＜改訂案＞　※下線及び取消線部分が修正意見 上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。 特に、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外	ご意見として承ります。 なお、原則４－７において、プライム市場上場会社の各委員会について、経営陣の指名や報酬決定に関する独立性・客観性を確保するため、主として独立社外取締役が関与することを基本としています。監査等委員である取締役は同原則における独立社外取締役として各委員会の構成員となることも

	取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、独立社外取締役を主要な構成員とするし、監査役または監査等委員が議決権をもたない構成員として関与する独立した指名委員会・報酬委員会を設置して、適切な関与・助言を得るべきであることが、経営の監督機能を一層充実する観点から望ましい。 　プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。 ＜当会の意見＞ 　パブコメ案原則４－７の第二段落を変更し、指名委員会・報酬委員会への監査役または監査等委員の関与についての記述を追加する。 　当該指名委員会・報酬委員会は監査役または監査等委員の重要な監査対象でもあることから、議決権をもたない構成員として委員会に監査役または監査等委員を加え、監視・検証機能を高めるとともに、その意見表明や助言を通じて意思決定の質を高め、経営の監督機能を一層充実すべきと考える。その場合、監査役または監査等委員の議決権については自己監査の問題を生起しうるので慎重に扱うよう付言する。 【一般社団法人監査懇話会】	考えられますが、具体的にどのような形で各委員会の設置等を行うかについては、本コードが採用するプリンシプルベース・アプローチの趣旨を踏まえ、各社において、原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
566	原則４－７の「その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。」を「その委員会構成の独立性に関する考え方・役割等を開示すべきである。」に修正すべき。 　任意に設置する指名委員会・報酬委員会に関する設計は、「権限」を持たせるかどうかも含めて各企業のガバナンスに委ねるべきである。また、「役割等」を開示することで当該委員会の機能は凡そ説明できると考える。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。 　ご指摘のとおり、各委員会の具体的な設計については、その権限の範囲を含め、各社の置かれた状況に応じて自律的に決定されるべきと考えられます。 　その上で、原則４－７は、株主その他のステークホルダーが委員会の独立性や実効性等を評価する上で当該委員会が有する権限の内容が重要であることから、開示事項として、各委員会の構成の独立性に関する考え方・役割に加えて「権限」も併せて例示しているものです。
567	監査役会設置会社または監査等委員会設置会社における、指名委員会および報酬委員会の権限や役割は任意ではあるが、設置の主たる目的は、指名および報酬の決定における独立性、客観性、透明性の強化であり、助言や関与だけにとどまらない。このため、解釈指針に記載されている設置の目的を原則において明記するべきである。加えて、指名報酬委員会の独立性確保において、委員長が社外取締役であることが重要な観点であることも明記するべ	ご意見として承ります。 　ご指摘のとおり、指名委員会・報酬委員会の設置は、取締役の指名や報酬決定における独立性・客観性・透明性の向上を図る上で重要な役割を果たし得るものです。委員会を設置する場合において委員長を独立社外取締役とするか否かについては、各社において、自らの置かれた状況に応じて、原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に判断することが期待されま

	きであると考える。 ■修正案（下線部分を追加）： 　監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、独立社外取締役を委員長とし、独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置し、指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任強化するべきである。 【一般社団法人　資産運用業協会】	す。
568	（委員会を設置する）すべての上場企業が、委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等について開示すべきであると考えます。 　原則４－７の本文では、「プライム市場上場企業は、（略）その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべき」と、指名委員会や報酬委員会の考え方・権限・役割等の開示について、プライム市場上場企業に限定されています。当該箇所について、市場を問わず、その企業のガバナンスの態勢を株主が理解する上で重要な記載であるべきと考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご意見として承ります。 　より高いガバナンス水準が求められるプライム市場上場会社については、原則４－７において、より高度なガバナンス体制の整備及び開示を求める観点から、委員会の構成や独立性に関する考え方等を開示すべきである旨が示されています。 　スタンダード市場上場会社においては、委員会の設置やその在り方、開示の程度について一律に原則を設けることはしていませんが、各社のガバナンス体制に関し、自主的に委員会の構成、権限、役割等について積極的に開示を行うことは有益であり、望ましい取組みと考えられます。 　グロース市場上場会社については、原則４－７はコンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、同様に考えられます。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－８　独立社外取締役の役割・責務		
569	コーポレートガバナンス・コードは、従来から独立社外取締役の役割を「助言」に限定してはいなかった。しかし、これまでの実務においては経営陣へのアドバイスに偏重しがちであったのも事実である。「助言」への偏重は、個別的・限定的な関与に終始しやすく、ガバナンスの本質である「経営陣の不作為を律する規律」として機能しにくい。本改訂において、「経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」が第１項に繰り上げられた点は、こうした実務上の誤解を解き、客観的な立場から経営陣を厳格に律する「戦略的な監督者」としての真の役割をより鮮明に規定するものであり、強く賛成する。 【一般社団法人コーポレートアクションジャパン】	本改訂を評価いただきありがとうございます。

570	原則４－８から続く独立社外取締役を主語にした一連の原則は、コーポレートガバナンス・コードが持つ本質的で重要な意味を含んでいると理解します。それは、独立社外取締役とは「誰の代弁者なのか」という根源的な問題です。 原則４－９では、選定されるべき独立社外取締役の「質」に関する原則が示され、原則４－10 では「支配株主を有するプライム企業は取締役会の少なくとも過半数を独立社外取締役とすべき」とされ、原則４－11 では経営陣や会社と関係のない「独立社外性」が念押しされ、原則４－12 では独立社外取締役のみの会合や筆頭独立社外取締役の設置が推奨されています。そして最も重要な原則４－８では、「（独立社外取締役は）経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させること（原則及び解釈指針）」と明記されています。 ここで、東証の定義（FAQ 管理番号 8560）によれば「支配株主」とは親会社や過半数議決権者（オーナー経営者等）を指し、「少数株主」はその支配株主（およびその近親者・関係者）以外の株主（ガイドブック：管理番号 7790）とされています。 「少数株主」に関する原則で最も重要なものは、コーポレートガバナンス・コードの１丁目１番地である基本原則１であることは疑いようがありません。「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」がそれです。 さらに、東証の 2024 年度株式分布状況調査（2025 年７月４日）を見ると、1990 年代半ば以降、銀行・生損保から「外国法人等」および「信託銀行」へと株式保有の多数派が大きく移動していることが分かります。この構造変化を踏まえると、今日の「少数株主」の実質的マジョリティは、①外国法人等、②スチュワードシップ・コードに基づきコーポレート・ガバナンス原則の価値観で関与する機関投資家（信託銀行）である「外国人株主等」と評価できます。 そうなると、基本原則１の「少数株主や外国人株主への十分な配慮」とは、会社法 109 条１項の「株主平等の原則」（＝株式数に応じた平等）を超えて、特定の「外国人株主等」（外国法人等・機関投資家）に対する積極的是正措置（アファーマティブ・アクション）として機能していると言わざるを得ま	ご意見として承ります。 原則４－８（３）は、独立社外取締役の主な役割・責務の一つとして、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを規定しています。 この「ステークホルダー」には、ご指摘のような外国人株主のほか、その他の株主も当然に含まれるところであり、独立社外取締役は、外国人株主に限られない全ての株主をはじめとした様々なステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを役割・責務としています。 さらに、上場会社には株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在することから、本コードにおいては、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきことを独立した章（第２章）を設けて原則・解釈指針を示しており、こうしたステークホルダーへの配慮も企業価値の創出との関係で不可欠と考えています。 また、独立社外取締役に必要な識見・能力等の資質について、取締役会は、どのような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるのかについて、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行うことが期待されているところ、監督に関する能力を含めて、各社の置かれた状況に応じて必要な資質を十分に備えた人物を独立社外取締役の候補者として選定すべきと考えます。 なお、内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局にて、アセットオーナー・プリンシプルを策定していますので、併せてご参照ください。 「少数株主」の考え方については、No.148 の回答をご参照ください。

	せん。 　この構造のもとで、独立社外取締役は、限られた時間（非常勤）、限られた情報（強い社外性）の中で、取締役会の議決権の多数支配（原則４－10）、リーダーシップ地位（原則４－12）を補強され、「外国人株主等」の意見を取締役会に反映させる責務を担う存在となっています。これは、制度の意図ではなく、制度の帰結として、独立社外取締役が「外国人株主等の代理人」として機能しているという俯瞰的に指摘できる構造問題です。 　足元の日本企業の現実は、自社株買いと配当引上げに意識と資金を集中させている状況であることは周知の事実です。今般、スチュワードシップ・コード署名機関に対して「中長期的な企業価値向上に向けた対話」を呼びかけ、ショートターミズムへの牽制が行われていますが、外国人株主等に呼びかけるものではなく、また、呼びかけたとしても実効性はないため、言い訳のようにしか見えません。 　そもそも、ここまで見てきた構造と、資金の巨大な拠出者に対する「オーナーシップ・コード」が存在しない中で、原則４－８における「少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を」とのワーディングも、株主以外のステークホルダーに関する原則が乏しいために説得力を欠き、原則４－９の「質」の原則も、独立社外取締役に求められる「監督能力」の困難さから、極めて形式的で意味をなさない原則となっていると考えます。 　パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
571	From the perspective of promoting constructive dialogue between companies and shareholders, access to the board—particularly to independent outside directors—is critically important. Direct engagement with directors enables investors to better understand corporate strategy and key risks, assess board effectiveness, and communicate long-term expectations. In this respect, we welcome the strengthening under Principle 1.1. At the	原則４－８では、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務の重要な例として、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを明示するとともに、その解釈指針においては、そのために独立社外取締役自身が必要に応じて株主との対話を行うことを例示しています。 　解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、序文第５項に明記されているように、コンプライ又はエクスプレインのいず

	same time, noting that similar language has existed in the Code for some time, we believe it remains important to observe carefully whether these revisions translate into more consistent and meaningful access to the board in practice. Against this backdrop, in connection with Principle 4.8, we believe it would be helpful to clarify more explicitly that independent outside directors are expected to engage directly with shareholders where appropriate. In addition, enhanced transparency and disclosure regarding whether—and how—directors, particularly independent outside directors, engage with shareholders could help facilitate and encourage more substantive and regular engagement in practice. 【Northern Trust Asset Management】	れを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれることから、上場会社は、独立社外取締役による株主との対話等に関して、具体的な実施状況を開示することも考えられます。 Principle 4.8 states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the board, serving as a key example of the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise. The Interpretive Guidance for Principle 4.8 further notes that independent directors should hold dialogue with shareholders as necessary. The Interpretive Guidance is not subject to the “comply or explain” principle. However, as stated in paragraph 5 of the Preamble, regardless of whether a company complies or explains, it is expected to provide a carefully tailored explanation of its initiatives. In that sense, companies could disclose the status of the dialogue between independent directors and shareholders.
572	The role of the lead independent director is still described as purely internal “coordination,” rather than also serving as a point of contact for large shareholders. Without such specificity, guidance urging companies to facilitate more engagement in general, including meetings between outside directors and shareholders will have little impact at most firms. 【個人】	原則４－８では、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務の重要な例として、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを明示するとともに、その解釈指針においては、そのために独立社外取締役自身が必要に応じて株主との対話を行うことを例示しています。 Principle 4.8 states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the board, serving as a key example of the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise. The Interpretive Guidance for the Principle further notes that independent directors should engage in dialogue with shareholders as necessary.
573	社外取締役の最も重要な責務が監督であるというメッセージを発したことは高く評価できる。社外取締役は企業価値向上のために少数株主の声を代弁する役割を担うため、投資家等からの求めがある場合には、積極的に対話に応じてほしい。 【一般社団法人　資産運用業協会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則４－８では、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務の重要な例として、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを明示するとともに、その解釈指針においては、そのために独立社外取締役自身が必要に応じて株主との対話を

		行うことを例示しています。 Thank you for your positive evaluation of the revision. Principle 4.8 states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the board, serving as a key example of the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise. The Interpretive Guidance for the Principle further notes that independent directors should engage in dialogue with shareholders as necessary.
574	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend: Greater clarity on the role of independent directors in controlled companies ・ Especially regarding how independent directors (or special committees) influence outcomes, not merely their existence. 【Robeco】	原則４－８及びその解釈指針では、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務について明示するとともに、解釈指針において、支配株主を有する上場会社においては、経営陣・支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反関係があるため、その役割・責務が特に重要となる旨を明記しています。 Principle 4.8 and its Interpretive Guidance state the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise. The Interpretive Guidance states that in companies with controlling shareholders, the roles and responsibilities of independent directors are particularly important due to the structural conflicts of interest between the management/controlling shareholders and minority shareholders.
575	For this Principle, we suggest amending sub-point (3) so that it explicitly states that independent directors should be available for regular dialogue with shareholders. For example, sub-point (3) could be revised as follows: “Appropriately representing the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom from a standpoint independent of the management and controlling shareholders, including (but not limited to) by being available to engage in dialogue with shareholders.” At present, the expectation for independent directors to hold direct dialogue with shareholders appears in the Interpretive Guidance and is framed as something directors should do “as necessary” which may be left open to interpretation. We believe it may be helpful to clarify, at the Principle level,	上場会社が株主との間で建設的な対話を行うことにより、株主の関心・懸念を把握し、その内容を踏まえて適切な対応を行うことは、上場会社が持続的な成長に邁進する上できわめて有益であると考えられます。 原則４－８は、独立社外取締役に対して少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを期待している旨を示していますが、その実現に当たっては様々な手段・手法が考えられ、原則４－８及びその解釈指針の趣旨・精神に照らした、自律的な対応を行うことが期待されます。そのような対応の一つとして、独立社外取締役自らが株主と対話を行うことは特に有用な手段・手法であることから、原則４－８解釈指針はそのような場面があることを特筆して例示しています。 また、原則１－１では、株主との対話は、株主の希望と面談の主な議題を

	that independent directors should be available to engage with shareholders. In our view, the individuals who are elected to serve as independent board directors should represent the interests of all shareholders. It is important to ensure independent directors are available to engage in direct communication with shareholders in order to understand and represent shareholder perspectives effectively. Accordingly, we suggest elevating this expectation to the level of a Principle. This would also align more closely with the proposed language in Principle 1.1 that “the management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders.” 【匿名】	踏まえた上で、経営陣、社外取締役を含む取締役又は監査役が臨むことを基本としており、その解釈指針では、上記のとおり独立社外取締役による対話が有益であることを踏まえ、面談の議題によっては社外取締役が対話の対応者になるべき場面があることを認識した上で、対話ごとに適切な対応者を選定すべき旨を示しています。 A company appropriately implementing measures by recognizing shareholder interests and concerns via constructive dialogue is beneficial from the perspective of its sustainable growth. Principle 4.8 states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom. To achieve this, companies are expected to implement their own measures, utilizing various means and methods in light of the aim and spirit of Principle 4.8 and its Interpretive Guidance. As an example of a company initiative, the Interpretive Guidance notes that independent directors should engage in dialogue with shareholders, as this can be a particularly effective method. Principle 1.1 states regarding dialogue with shareholders that management, directors, including outside directors, and *kansayaku*, should basically engage in dialogue with shareholders, taking the requests and interests of shareholders into consideration. The Interpretive Guidance for Principle 1.1 also states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue depending on the main topics of dialogue and should select appropriate persons for each dialogue from the perspective of holding constructive dialogue with shareholders.
576	Independent directors should not be expected to rely solely on information or explanations provided by executive management. Meaningful engagement with shareholders enables independent directors to better understand shareholder perspectives, exercise independent judgment, and effectively fulfil their role as safeguards of minority shareholder interests. The current Interpretive Guidance to Principle 4.8 already recognises that	ご意見として承ります。 原則４－８では、経営陣・支配株主から独立した客観的な立場で独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務の一つとして「（３）経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」について明示するとともに、その解釈指針において、必要に応じて株主との対話を行うこと等

	independent directors may reflect the views of minority shareholders through direct dialogue with shareholders as necessary. Elevating this concept to the Principle level does not introduce a new responsibility, but rather clarifies an existing expectation that is fundamental to the effective fulfilment of independent directors' roles. Embedding this expectation at the Principle level would strengthen the credibility and balance of shareholder engagement, and reinforce the role of independent directors in situations where management's interests may not be fully aligned with those of all shareholders. We recommend including the following in the Principle 4.8: [Principle 4.8 (3)] Appropriately engaging with and representing the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom from a standpoint independent of the management and controlling shareholders; 【Columbia Threadneedle Investments】	を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められることを示しています。 なお、いただいたご意見のうち、独立社外取締役に期待されている役割・責務を実効的に果たすための情報入手に関する部分については、原則４－14（２）において、「取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべき」旨を示しており、独立社外取締役を含めた取締役による情報入手のための主体的な行動を求めています。 Your feedback has been noted. Principle 4.8 states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom from a standpoint independent of management and controlling shareholders. This serves as a key example of the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise from such an independent perspective. The Interpretive Guidance for Principle 4.8 further notes that independent directors should hold dialogue with shareholders as necessary. With respect to the acquisition of information in order for independent directors to effectively fulfill their roles and responsibilities, Principle 4.14 states that directors and *kansayaku* should proactively collect information and, as necessary, request the company to provide them with additional information. This expects independent directors to act proactively to collect information.
577	「例えば、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、…反映させるよう努めることが求められる。」を「例えば、独立社外取締役は、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、…反映させるよう努めることが考えられる。」と修文すべき。 例示の記述であるため、「求める」まで書く必要性はない。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。
578	欧米のコードと同様に、独立社外取締役が少数株主に対して責任を負う立場にあることが、コード上より明確に位置づけられることが望ましいと考え	ご意見として承ります。 原則４－８及びその解釈指針において、独立社外取締役に期待される役

	ます。取締役会の独立性を形式的・定量的な基準で達成する段階は一定の完了をみたものと考えられ、今後は、その質を重視した選任と、機能発揮を支える枠組みの強化に重点が置かれることを期待いたします。 　また、不正会計やセキュリティ上のリスクが高まるなか、国内外の機関投資家は企業の内部統制への対応を注視しております。不正の多くは、社外取締役が状況を把握できる体制が十分に整っていないことにも一因があると考えられ、コーポレートセクレタリーの設置、内部監査室および監査役会の機能の担保、そしてそれらと独立社外取締役との連携のための枠組みの強化が重要と存じます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	割・責務として、各社の置かれている状況に応じて、必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させることが示されています。 　また、原則４－８解釈指針では、有事の際には、独立社外取締役が経営陣から独立した立場にあることを活用し、特に経営陣が利害関係を有する場合には意思決定の主体として適切な判断を行い、説明責任を果たすなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するような活動をすることが求められる旨を示しています。 　さらに、原則４－14 解釈指針において示しているように、このような独立社外取締役の役割・責務を適切に果たすための一助として、会社側から適切に支援できるようにすることが必要不可欠です。各社の置かれた状況に応じて、内部監査部門との連携の確保や社外を含めた取締役・監査役への情報提供等の支援を適確に行うために、例えば、取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みを推進することが重要です。
579	独立取締役に期待されている役割・責務について、（１）重要な意思決定の監督、（２）会社・経営陣。支配株主等の間の利益相反の監督。（３）少数株主・ステークホルダーの意見反映、（４）中長期的な企業価値向上の観点からの助言の、４つが掲げてあるが、課題となる現場の詳細を知らないことで、十分に最終判断ができない、もしくは判断が困難な場面が存在する場合が、取締役会席上発生する可能性があると認識している。より良い的確な判断をするために以下を追記することを求める。 　「適切な意思決定の判断材料を得る目的のために、独立社外取締役は、例えば、取締役会における社内組織（内部監査部報告等）の報告で満足できない場合は、その課題が存在する企業内の工場施設等の実査や実地取材などの機会提供を経営陣に求めることができる。」という項目を追加すること。 【一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会】	いただいたご意見は、独立社外取締役に期待されている役割・責務を実効的に果たすための情報入手に関するご意見と理解しました。 　原則４－14（２）において、「取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべき」旨を示し、独立社外取締役を含めた取締役・監査役による情報入手のための主体的な行動を求めており、ご指摘の「課題が存在する企業内の工場施設等の実査や実地取材などの機会提供を経営陣に求めること」もこれに含まれると考えられます。
580	（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。 　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	ご意見として承ります。 　経営の「監督」として重要な事項は、会社の業績等の評価と選任・解任権限等の人事権の行使を適切に行うことであると考えられます。特に、取締役会には、経営戦略や経営計画等を踏まえて会社の業績等を適切に評価し、当該評価に基づき現職の経営陣に経営を委ねるべきか否かを適切に判断する

	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」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ことが期待されます。 この観点から、原則４－３では、取締役会は、会社の業績等の評価を踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い選解任を実行することを含め、経営陣の人事に適切に反映すべきとされています。原則４－３解釈指針では、特に CEO の選解任は会社における最も重要な戦略的意思決定の一つであるため、取締役会による実効性の高い監督を行うことが重要であることを示しています。 また、原則４－８（１）では、独立社外取締役の重要な機能として、経営陣の選解任を例示しつつ、取締役会における重要な意思決定を通じて、経営の監督を行うことが特に期待されていることを示しています。 さらに、原則４－８解釈指針において、独立社外取締役は、「CEO をはじめとする経営陣の選解任（サクセッションプランを含む）（略）について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、指名委員会（略）において主体的に機能発揮することを含め」役割・責務を果たすことが求められる旨を示しています。
581	「経営陣の選解任」に続けて、報酬を明示的に記載すべき。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。 経営の「監督」として重要な事項は会社の業績等の評価と選任・解任権限等の人事権の行使を適切に行うことであると考えられます。 この観点から、原則４－２（３）では、取締役会は、経営陣のリスクテイクを後押しする観点から、経営陣の報酬について、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきであることが示されています。また、原則４－２解釈指針では、取締役会は、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきであり、その際、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである旨が示されています。 さらに、原則４－８（１）では、独立社外取締役の重要な機能として、取締役会における重要な意思決定を通じて、経営の監督を行うことが特に期待されていることを示すとともに、その解釈指針において、独立社外取締役は、「CEO をはじめとする経営陣の（略）報酬について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、（略）報酬委員会において主体的に機能発揮することを含め」役割・責務を果たす

		ことが求められる旨を示しています。
582	原則４－８解釈指針にある「独立社外取締役は、CEO をはじめとする経営陣の選解任（後継者計画を含む）・報酬について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、指名委員会・報酬委員会において主体的に機能発揮することを含め、役割・責務を果たすことが求められる」を原則４－８に追記すべきと考えます。 原則４－８は独立社外取締役としての必要条件であり、モニタリングボードへの移行において重要な原則と考えます。上記に示した点は、独立社外取締役としての重要な役割・責務を記載したものであり、原則４－８の精神を支える重要な記述であることから、解釈指針ではなく、原則そのものに記載すべきであると考えます。加えて、指名委員、報酬委員会議長、あるいは取締役会議長における役割・責務は、モニタリングボードを志向する本原則において、重要な記述でもあるため、各議長の役割・責務についても触れるべきであると考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	ご意見として承ります。 本改訂では、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の内容を抽象的かつ概念的なものに限定し、各原則の実効的な実施を支援するための具体的な内容や趣旨・背景を記載した解釈指針を新設しました。 ご指摘の原則４－８解釈指針の記載は、原則４－８（１）の「経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」を具体化した内容の一つであることから、解釈指針に位置づけることが適切と考えられます。 取締役会や指名委員会・報酬委員会における議長に関するご指摘の点についても同様です。
583	経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」においても記載されているとおり、令和元年改正会社法により上場会社等に社外取締役の設置が義務付けられた背景は、社外取締役に対し、取締役会の監督機能の重要な担い手としての役割が期待されていることにあります。同ガイドラインは、社外取締役には、「少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者」として、業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行う役割を果たすことが期待されているとしています（同ガイドライン第１章参照。なお、同記述は、立案担当者解説である竹林俊憲編著『一問一答 令和元年改正会社法』（商事法務、2020 年）156 頁における社外取締役の役割の整理と整合的なものです。）。 社外取締役のこのような位置付けに鑑みれば、独立社外取締役の中核的役割は、単に会社と経営陣・支配株主等の間における個別の利益相反関係を監督することにとどまらず、経営陣・支配株主等から独立した立場で、株主の共同の利益を代弁し、経営陣・支配株主等と一般株主との間に生じ得る構造的な問題（エージェンシー問題）を監督することにあります。 改訂案原則４－８（２）は会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反の	独立社外取締役の役割・責務に関する原則４－８における列挙事項や解釈指針の記載は例示であり、その他の事項を独立社外取締役の役割・責務から除外する趣旨ではありません。 独立社外取締役は、原則４－８やその解釈指針に例示された事項のほか、原則４－８の趣旨・精神に照らし、各社の置かれている状況に応じて、その役割・責務を主導的に果たすことが期待されます。

	みに言及していますが、独立社外取締役は、「エージェンシー問題」、すなわち、特定の利益相反関係への対応にとどまらず、経営陣・支配株主等と一般株主との間に生じる情報の非対称性、モニタリングの困難性、インセンティブの不一致等を含む構造的な問題群を広く捉え、これを監督し、その解消に努める役割を果たすことが期待されているという理解で良いでしょうか。 【3D Shareholder Services 株式会社】	
584	改訂案原則４－８及び同原則の解釈指針について、以下のとおり修正すべきと考えますので、修正案（下線箇所ご参照）及びその理由を述べます。 修正案 【原則４－８．独立社外取締役の役割・責務】 （２）株主の共同の利益を代弁する立場にある者として、経営陣 ・支配株主等と会社・一般株主（少数株主）との間のエージェンシー問題を監督し、その解消に努めること 経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」においても記載されているとおり、令和元年改正会社法により上場会社等に社外取締役の設置が義務付けられた背景は、社外取締役に対し、取締役会の監督機能の重要な担い手としての役割が期待されていることにあります。また、同ガイドラインは、社外取締役には、「少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者」として、業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行うことが期待されているとしています（同ガイドライン第１章参照。なお、同記述は、立案担当者解説である竹林俊憲編著『一問一答 令和元年改正会社法』（商事法務、2020 年）156 頁における社外取締役の役割の整理と整合的なものです。）。 社外取締役のこのような位置付けに鑑みれば、独立社外取締役の中核的役割は、単に会社と経営陣・支配株主等の間における個別の利益相反関係について監督することにとどまらず、経営陣・支配株主等から独立した立場で、株主の共同の利益を代弁し、経営陣・支配株主等と一般株主との間に生じ得る構造的な問題（エージェンシー問題）を監督することにあります。この点は、独立社外取締役の役割・責務に関する原則として、コーポレートガバナンス・コード上明記されるべきです。 実際、エージェンシー問題は、コーポレートガバナンスを論じる上での中	

	核的概念として、既に複数の政府文書においても明示的に位置付けられています。例として、①経済産業省「事業再編実務指針」は、企業経営者をエージェント、株主をプリンシパルと捉えた上で、エージェントである企業経営者が、プリンシパルである株主の利益に必ずしも沿わない行動をとることは、両者の間のエージェンシー問題の表れであることを指摘しており（同指針注 11 において「経済学的には、エージェント（代理人）である企業経営者が、プリンシパル（本人）である株主の利益に必ずしも沿わない行動をとるという意味で、両者の間のエージェンシー問題の表れ」とされています。）、このエージェンシー問題を企業の成長を妨げる要因として位置づけております。また、②金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 30 回・2025 年６月２日）資料４『スチュワードシップ活動の実態に関する調査』」（12 頁）も、経営者が投資家（株主）に報いるため企業価値を向上させ持続的成長を図るためには、ガバナンス体制の構築を通じたエージェンシーコスト（エージェンシー問題となりうるリスク）の最小化が重要である旨を指摘しております。さらに、③経済産業省「企業買収における行動指針」も、独立第三者間の買収提案に関して、対象会社の経営陣が会社及び株主の利益を損ねて買収を阻止しようとするリスクや、経営陣の利益相反の問題を指摘しています（同指針 2.2.1 は、「対象会社の経営陣が会社と株主の利益を損ねて買収を阻止しようとする…問題が生じないよう、…行動規範が求められる」とし、また同指針注２は、独立第三者間取引における買収取引について「経営陣の利益相反等の問題が生じ得る」と明示しています。同指針 2.2.2 は、「対象会社がこうした行動を行うに当たっては、経営陣の利益相反の問題への対応や、取引条件の改善の観点から、社外取締役が重要な役割を果たす」としています）。これらは、支配株主が存在する場合に限らず、経営陣と会社・株主との間にも、エージェンシー問題が生じ得ることを示すものです。 　上記のとおり、利益相反とエージェンシー問題の両概念は同義ではありません。利益相反は、ある者の私的利益等が本来果たすべき職務に影響を及ぼし得る個別具体的な事象を指すのに対し、エージェンシー問題は、プリンシパル・エージェント関係に内在する利害の不一致、情報の非対称性、モニタリングの困難性、インセンティブの不一致等から生じる構造的な問題群を広く捉えるものであり、利益相反はその重要な現れの一つに位置付けられるに	

	過ぎません。 　改訂後のコーポレートガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役の役割として「利益相反を監督すること」とした場合、独立社外取締役に期待される監督機能が、個別具体的な取引又は事象における利益相反の監督に限定したものとして理解されてしまい、その他のエージェンシー問題についての監督機能の重要性が希薄化されてしまうおそれがあります。本改訂が、プリンシプルベースの精神に立ち返り、コーポレートガバナンス改革の実質化を図ることを目的とするものであるならば、独立社外取締役の役割についても、個別具体的な取引又は事象における利益相反の監督という狭い範囲に限定しているかのように記載するのは相当ではなく、より広い概念であるエージェンシー問題の監督として明確に位置付けるべきです。独立社外取締役が、株主の共同の利益を代弁する立場から、利益相反だけでなくエージェンシー問題を監督し、その解消に努めることを原則として明確に位置付けることは、取締役会の監督機能の実効性を高めるとともに、コーポレートガバナンス・コードの究極の目的である持続的な企業価値向上と中長期的な株主共同の利益の確保に資するものと考えます。 【3D Shareholder Services 株式会社】	
585	解釈指針２段落目最終文以降を以下のとおり修文すべき。 　「支配株主を有する上場会社においては、経営陣・支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反関係があるため、その役割・責務が特に重要となる。また、支配株主の有無にかかわらず、経営陣と一般株主との間の構造的な問題、すなわちエージェンシー問題を監督、解消することが期待されている。 　特に、業績悪化・不祥事対応・企業買収などの有事の際には、株主の共同の利益を代弁する立場から、経営陣から独立した立場にあることを活用し、意思決定の主体として適切な判断を行い、説明責任を果たすことが求められる。 　また、経営陣自身が利害関係を有する事項については、必要に応じて、当該経営陣を審議・決議その他の意思決定プロセスから除外し、独立社外取締役が中心となって公正な意思決定プロセスを主導するなど、株主共同の利益を守り中長期的な企業価値の向上に資するよう活動することが求められる。」 　上記のとおり、独立社外取締役が監督すべきは、エージェンシー問題であ	

	り、利益相反に限られるものではありません。有事における独立社外取締役の役割は、個別の利益相反対応にとどまらず、エージェンシー問題が顕在化する様々な局面において、株主の共同の利益を代弁する立場から、公正かつ実効的な意思決定を確保することにあると考えます。そのため、解釈指針の記載は、かかる解釈を踏まえたものとすべきです。 　この点は、経済産業省「企業買収における行動指針」においても示されています。すなわち、同指針は、買収提案を取締役会に付議しないことにより望ましい買収が顕在化する機会を失わせるべきではなく、取締役会による経営陣に対する監督機能を発揮させるべきであるとしています（同指針3.1.1）。また、取締役会は、買収提案を検討するに当たり、買収価格等の取引条件や買収後の経営方針等を踏まえ、企業価値の向上に資するかどうかを検討すべきであり、現経営陣が経営する場合の企業価値向上策と買収者の提案を比較検討することが望ましいとされています（同指針 3.1.2）。これは、支配株主の有無を問わず、経営陣と株主との間にエージェンシー問題が生じ得ることを前提に、取締役会、特に独立社外取締役による実効的な監督が求められることを示すものです。 　また、同指針は、買収者の関係者、競合会社の出身者、支配株主から派遣された者等、利益相反があり得る者が取締役に含まれる場合には、情報管理の徹底や、当該取締役を取締役会の審議・決議から除外するなどの対応を検討する必要があるとしています（同指針脚注 15）。さらに、個別事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、取締役会の独立性を補完する必要性等に応じて、特別委員会の設置や外部アドバイザーの助言等の公正性担保措置を講じることが考えられるとしています（同指針 3.3）。これも、支配株主の有無を問わず、経営陣と株主との間にエージェンシー問題が生じ得ることを前提に、独立社外取締役を中心とした実効的な監督が求められることを示すものです。 　以上を踏まえれば、解釈指針においては、独立社外取締役の役割を、経営陣が個別に利害関係を有する場合の利益相反の監督に限定するのではなく、支配株主の有無にかかわらず、経営陣と一般株主との間に生じ得るエージェンシー問題を監督するものとして明確に位置付けるべきです。 　特に、業績悪化・不祥事対応・企業買収などの有事においては、エージェンシー問題が顕在化しやすいため、とりわけ経営陣が利害関係を有する事項	

	については、独立社外取締役が、株主の共同の利益を代弁する立場から、当該経営陣を意思決定プロセスから除外し、公正な意思決定プロセスを主導することが求められる旨を明記すべきです。 【3D Shareholder Services 株式会社】	
586	原則４－８（３）の「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」を「経営陣や特定の株主から独立した立場で、一般株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」とすべき。 「支配株主」対「少数株主」という対比のみを原則に記載するのは適切ではない。特定の株主の利益ではなく株主共同の利益を考慮すべきことを明確化する観点からの修正。 また、近時、特定の株主から独立社外取締役が派遣される例が増加しており、そのような独立社外取締役が特定の株主の利益のために行動するものでないことを明確化する観点からの修正。 【日本製鉄株式会社】	ご意見として承ります。 基本原則４解釈指針において、取締役は会社や株主共同の利益のために行動すべきこととされており、独立社外取締役もここでいう「取締役」に含まれると考えられます。 独立社外取締役の役割・責務に関する原則４－８における列挙事項やその解釈指針の記載は例示であり、その他の事項を独立社外取締役の役割・責務から除外する趣旨ではありません。 なお、原則４－11 解釈指針において、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旨を示しています。
587	Principle 4.8: Roles and Responsibilities of Independent Directors (1) Monitoring of management through important decision making at the board including appointment/dismissal of management; (2) Monitoring of conflicts of interest; (3) Representing views of minority shareholders; (4) Provision of advice on business policies and improvement Principle 4.7—Same text but reordered, with advice (now item 4) previously listed first. We welcome the re-ordering to place emphasis on the monitoring functions of independent directors, and the clarification of the aim of the Principle in the Interpretive Guidance. This better reflects the primacy of the oversight role. Given the importance of this role, we recommend going further: the board should be required to assess performance against these roles and responsibilities, and to disclose the results. Where expectations are not met, corrective actions should be explained. Suggested additional wording: “The independent chair or senior independent director should annually	本改訂を評価いただきありがとうございます。 取締役会の実効性評価については、原則４－13 及びその解釈指針において示しており、当該原則及び当該解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社の置かれている状況に応じて、自律的に対応する中で、ご提案のように、議長や筆頭独立社外取締役が各独立社外取締役の実効性について分析・評価を行うことも考えられます。 また、そのような分析・評価を行った場合において、株主等のステークホルダーとの建設的な対話に資する取組みとして、その結果の概要の開示を行うことも考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. Principle 4.13 and its Interpretive Guidance outline the evaluation of board effectiveness. Companies are expected to implement their own measures in light of the aim and spirit of Principle 4.13 and its Interpretive Guidance, based on their specific situations. As suggested, the chair of the board and the lead independent director could assess and evaluate the effectiveness of

	analyse and evaluate whether the roles and responsibilities expected of independent directors are being carried out to a satisfactory level, and should disclose a summary of the results. Where they are not satisfied, they should explain the mitigation and corrective measures taken." 【M&G Investments】	each independent director. Furthermore, when a company conducts such an assessment and evaluation, it could disclose a summary of the results as part of its initiatives to contribute to constructive dialogue with shareholders and other stakeholders.
588	「平時には経営陣に執行を委ねつつ」というのはやや理解しにくい。「取締役会と経営陣の間の適切な権限分配を図って経営陣に執行を委ねつつ」ではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
589	独立社外取締役の役割・責務は原則にある４項目や解釈指針はその通りだが、例えば、不祥事や業績不振を招いた CEO を選任した指名委員会が、その CEO を解任し次の CEO を選任する際に、自分達はそこまでわかっていなかったという説明だけでは株主はなかなか納得しないと思われる。なぜその人物選んだのかや、当該期間中の経営の監督が十分だったのかといった疑念が株主から指摘されるからである。選任の経緯を丁寧に説明することもさることながら、例えば CEO 交代時に指名委員長の職を辞するなど、自らの任命責任にも向き合う覚悟を以て選任に当たるべきであることにつき解釈指針に記述することを提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご意見として承ります。 原則４－３（１）において、取締役会は、会社の業績等の評価を踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い選解任を実行することを含め、経営陣の人事に適切に反映すべきとされています。また、最高経営責任者（CEO）の選解任については、適切な監督を行うべきものとして特筆され、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、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とされています。 取締役会の構成員であり、また、経営陣・支配株主から独立した客観的な立場で経営の監督を行うことが期待される独立社外取締役に関しては、原則４－８（１）において、経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じて経営の監督を行うことが役割・責務として特筆されるとともに、その解釈指針では、「CEO（略）の選解任（略）について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、指名委員会（略）において主体的に機能発揮することを含め、役割・責務を果たすことが求められる」と記載されています。 このように、経営の中心的役割を担う経営陣の人事はガバナンスを実効的に機能させるための根幹であることから、改訂版コードでは各原則・解釈指針を通じて複数の観点から示しているところです。 上場会社や独立社外取締役においては、これらの原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、コンプライ又はエクスプレインの判断を行うほか、これらのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明を行うことが期待されます。

590	原則４－８から原則４－13 までの解釈指針の記述内容からは、独立社外取締役のやや過大な役割が期待されているように読める。社外取締役の役割の拡大のためには、それをサポートする体制が必要である。絵に描いた餅にしないためには、次のような事項を原則か解釈指針に追加し、実行状況を検証することが必要である。 （１）独立社外取締役の活動状況を株主総会等に報告させる仕組みを作る。 （２）コーポレートセクレタリーに加えて、独立社外取締役の機能発揮に必要な場合には、外部の専門家（例えば法律事務所）を使える仕組みを作る。 （３）経営陣、支配株主から独立した客観的な立場を担保するため、就任期間や再任制限に関するルールを設ける。 （４）取締役・監査役の研鑽については、企業の実態に合った研修プログラムを保有し実行する。研修プログラムの内容については、外部機関の助言を受ける。 （５）独立・社外取締役の実行性を高めるため、役員兼任の上限ルールを定める。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	いずれもご意見として承ります。 （１）は、例えば、原則４－13（３）に示している独立社外取締役を含む取締役会全体の実効性評価に関する開示の一環として、実施することも考えられます。 （２）は、例えば、原則４－14（２）に関する対応として、ご指摘のような「外部の専門家（例えば法律事務所）」に必要に応じてアドバイスを求めることができる仕組みを構築することも考えられます。 （３）は、原則４－11 では、上場会社に対して独立性判断基準を策定することを求めています。取締役の就任年数や再任に関して、当取引所が定める独立性基準においては具体的な定めはなく、一般株主と利益相反の生じるおそれがあるかを上場会社が実質的に判断することが望まれます。 （４）は、原則４－15 に関する対応として、各社の置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されますが、その合理性等を高める観点から、外部機関の助言を受けることも考えられます。 （５）は、取締役・監査役が自らの役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力は状況に応じて異なることから、兼任に関する一律の基準を設けることは必ずしも適切ではなく、各社において原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。
591	社外役員の重要性が強調される一方、社外役員が常に正しい（意見が尊重されるべき）という風潮は見直されるべきと考えます。選任時の質の確保も重要ですが、日頃の取締役会などで執行部や従業員に負担を与えるような言動に対しても執行部がそれを拒絶するための拠り所（盾）となる原則を追加すべきと考えます。 【個人】	ご意見として承ります。 なお、独立社外取締役には、経営陣と緊張感のある信頼関係を構築した上で、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことが求められることから、これらの目的に反するような行動は本コードの趣旨・精神に沿うものではないと考えられます。
592	近時の大型不祥事事例に見られるように、形式的に独立社外取締役を選任していても、その監督機能が実質的に機能不全に陥ることは十分にあり得る。 この問題が生じないようにするためには、独立社外取締役において、会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反の監督等が期待されていることも踏まえれば、独立社外取締役の経営陣からの実質的な独立性を担保する仕組みが必要であり、その一環として、独立社外取締役の選任過程自体の独立性を	ご意見として承ります。 独立性に関するご意見につきましては、当取引所では、「上場管理等に関するガイドライン」において、一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を規定しているところ、原則４－11 では独立性判断基準を策定することを求めており、また、策定した独立性判断基準は有価証券報告書での記載事項となっています。 経営陣・支配株主から独立した客観的な立場で経営の監督を行うことが期

	高めることが重要である。 　したがって、独立社外取締役の新たな選任にあたっては、既に取締役会を構成している独立社外取締役が主導的な役割を果たすべきであり、CEO その他の経営陣による人選を追認する方法によることは許されないことを明確に示すべきである。さらには、独立社外取締役のみで構成される会議体又は独立性の高い指名委員会を通じて人選を実質的に行うべきとすることも検討すべきである。 　また、本改訂案が独立社外取締役の役割・責務を明確化した点は評価するが、一方で、助言と監督は本来表裏一体である。独立社外取締役は、経営の方針や経営改善について中長期的な企業価値向上の観点から助言を行う役割と、経営陣幹部の選解任その他の重要意思決定を通じて経営を監督する役割とを、相互に連関するものとして担うべきである。 　なお、独立社外取締役の機能を実効的に発揮させるためには、独立社外取締役が企業価値向上にどのように貢献しているかを継続的に評価し、その役割を果たすことを促進するための仕組みを整えることも重要である。そのための方策として、取締役会評価の実効性の向上、独立社外取締役を含む取締役の貢献度の相互評価、個々の取締役に対するフィードバック、さらには独立社外取締役の役割にふさわしい報酬設計の在り方（その一部を株式報酬とすることを含む）等について、検討を進めることが望まれる。 【特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク】	待される独立社外取締役に関しては、原則４－８（１）において、経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じて経営の監督を行うことが役割・責務として特筆されるとともに、その解釈指針では、「CEO（略）の選解任（略）について、経営陣の恣意性を排除し、中長期的な企業価値の向上の観点から適切な内容となるよう、指名委員会（略）において主体的に機能発揮することを含め、役割・責務を果たすことが求められる」と記載されています。 　取締役会の実効性評価については、原則４－13 及びその解釈指針において示しており、当該原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社の置かれている状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 　なお、独立性基準については、本年７月３日に公表した「少数株主保護に関する上場制度の見直し等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」において、独立性が認められない類型の拡充、属性情報の記載の拡充等の見直しを行ったところであり、上場会社においては、かかる見直しも踏まえた対応を行うことが求められます。
593	独立社外取締役の責務やその質・数の確保、機能発揮についてなど、取締役会の実質化に資する記載が充実したことを歓迎します。アドバイザリーボードとの役割の差異をより明確化する観点から、特に独立社外取締役については、経営陣への助言に留まらず、経営を厳格に監督する立場であることを明示していただくことが望ましいと考えます。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	ご意見として承ります。 　本改訂において独立社外取締役に期待される役割・責務の順序を見直した趣旨は、その「監督」機能の重要性を強調する点にあります。
594	独立社外取締役の重要性を強調した点には賛同しますが、取締役会が実効性ある監督機関（モニタリングボード）として機能するためには、体制面・役割面の双方において、より踏み込んだ整理が必要と考えます。原則４－８において独立社外取締役の役割に「助言」が含まれている点については、監督機能への純化を妨げるおそれがあります。助言機能の明示は、取締役会を経営の補完・諮問機関にとどめ、自己監査の矛盾や心理的バイアスを誘発し、	ご意見として承ります。 　独立社外取締役の役割・責務に係る原則について、改訂前コード原則４－７では（１）として助言機能が示されていたところ、本改訂では、独立社外取締役の機能としての監督の重要性を強調する観点から、助言機能は改訂版コード原則４－８（４）に移管し、その他の機能を原則４－８（１）～（３）に変更しています。

	ひいては経営責任の所在を曖昧にする可能性があります。独立社外取締役は、少数株主を含む株主全体の利益を代表する立場から、経営執行を監督・評価する役割に重点を置くべきであり、「助言」については優先順位を明確に下げる、あるいは削除することも検討に値すると考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	
595	改訂案では、独立社外取締役の役割の重要性が強調されていますが、実務上は、監督機能の実効性について課題が指摘されています。つまり、実務上の課題は「人数」ではなく、「機能」にあると考えます。 解釈指針において、「独立社外取締役には、ガバナンス、内部統制、不正対応等に関する知見を有する者が関与することが、監督機能の実効性向上に資する」旨を補足することが有効であると考えます。 その際、不正調査・不正対策・内部統制等に関する専門的知見を有する専門資格保有者（CFE 等）の活用も、有効な選択肢として考えられます。これにより、形式的な体制整備にとどまらず、実質的な監督機能の強化につながることが期待されます。 【一般社団法人 日本公認不正検査士協会（ACFE JAPAN）】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 また、いただいたご意見は、独立社外取締役の「質」に関するご意見と理解しました。 独立社外取締役に必要な識見・能力等の資質について、取締役会は、どのような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるのかについて、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行うことが期待されます。目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略は会社によって異なることから、それを踏まえた独立社外取締役の「質」についても、ガバナンス、内部統制、不正対応等に関する知見を含め、各社の状況に応じてその基準を策定することが期待されます。 また、原則４－13（２）では、独立社外取締役の属性として重要性が高いと考えられる事項として「独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者」を含めるべきことを示しているところ、ご指摘のような「ガバナンス、内部統制、不正対応等に関する知見を有する者」を含むその他の知見・経験を有する者を独立社外取締役候補者から除外する趣旨ではなく、各社の置かれている状況に応じて、原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、経営の監督を適切に行うために必要な資質を備えた者を含めることが重要です。
596	会社は法人として自然人とならぶ社会の構成員であることを前提に、自然人が道徳的に慈善的であることが善であるのと同様に、会社も道徳的に慈善的な存在であることが求められている。そこで「（５）会社は道徳的に善なる組織であるべきとの観点から助言を行うこと」を追加する。 また、解釈指針において、経営倫理・経営哲学などを重視するため、倫理や哲学に関する専門性を有する人材の登用を奨励すべきである。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	ご意見として承ります。
597	修正案： 果たす「<u>責任がある</u>」ことに	ご意見として承ります。

	理由： タイトルは「役割・責任」であり、「べきである」という推奨ではなく、責任があることを明確にすべきである。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	
598	ボード 2.0 と 3.0 の位置づけを明確に整理し、3.0 を「あるべき姿」と誤認させない表現とすることを要望する。 【個人】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－９　独立社外取締役の質の確保		
599	コード改訂案において、独立社外取締役の質の確保について記載されたことについて賛同します。 【地方公務員共済組合連合会】	本改訂を評価いただきありがとうございます。
600	社外独立取締役の量から質の向上の方向性に大いに賛同する。 【個人】	
601	We also welcome the increased emphasis on identifying the skills required at board level and on disclosure of directors' "skills matrices" to shareholders (Principle 4.13), which can help investors better assess board composition and its alignment with a company's strategy and business characteristics. However, in the case of independent directors - whose role is distinct from executive management - it is important that the capabilities and experience expected of them are articulated with sufficient clarity to meet evolving governance expectations. In this regard, the current drafting of Principle 4.9 risks understating the role of independent directors by framing their contribution primarily in terms of "frank, active and constructive discussion". The Draft Code would benefit from clearer articulation that independent directors are expected to play a substantive role in effective oversight of management, independent and objective evaluation of performance and decision-making, and the protection of shareholder interests (consistent with Principles 4.3 and 4.5). 【Elliott Investment Management, L.P.】	原則４－13 につき、本改訂を評価いただきありがとうございます。 原則４－９につき、ご意見として承ります。 経営の「監督」として重要な事項は会社の業績等の評価と選任・解任権限等の人事権の行使を適切に行うことであると考えられます。特に、取締役会には、経営戦略や経営計画等を踏まえて会社の業績等を適切に評価し、当該評価に基づき現職の経営陣に経営を委ねるべきか否かを適切に判断することが期待されます。 このような観点も踏まえ、独立社外取締役の役割・責務に関しては原則４－８として独立した原則を設けています。 原則４－８（１）では、独立社外取締役の重要な機能として、経営陣の選解任を例示しつつ、取締役会における重要な意思決定を通じて、経営の監督を行うことが特に期待されていることを示しています。 また、原則４－８（３）では、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務の重要な例として、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させることを明示するとともに、その解釈指針においては、そのために独立社外取締役自身が必要に応じて株主との対話を行うことを例示しています。さらに、支配株主を有する上場会

		社においては、経営陣・支配株主と少数株主との間に構造的な利益相反関係があるため、その役割・責務が特に重要となる旨を示しています。 Regarding Principle 4.13, thank you for your positive evaluation of the revision. Regarding Principle 4.9, your feedback has been noted. An important element of management oversight is the appropriate exercise of powers related to performance evaluation of the company and the appointment or dismissal of management. In particular, the board is expected to appropriately evaluate the company's performance based on the business strategy and plan. Based on this evaluation, the board should then determine whether incumbent management should continue to be delegated to manage the company. From these perspectives, Principle 4.8 stands alone to define the roles and responsibilities of independent directors. Principle 4.8 (1) states appointment and dismissal of management as an important function for independent directors, and it also states that independent directors are expected to monitor the management via material decision making of the board. Principle 4.8 (3) states that independent directors are expected to appropriately represent the views of minority shareholders and other stakeholders in the board, serving as a key example of the roles and responsibilities they are particularly expected to actively exercise. The Interpretive Guidance for Principle 4.8 further notes that independent directors should hold dialogue with shareholders as necessary. Further, in companies with controlling shareholders, the roles and responsibilities of independent directors are particularly important due to the structural conflicts of interest between the management/controlling shareholders and minority shareholders.
602	「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たす」ことができる独立社外取締役の資質を考えるうえで、2021 年改訂の投資家と企業の対話ガイドライン３－８の「独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期	ご意見として承ります。 独立社外取締役に必要な識見・能力等の資質について、取締役会は、どのような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるのかについて、会社の目指すところ（経

	的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか」は重要なポイントを指摘していたと考える。解釈指針において、２段落の最後に、例示として、資本効率などの財務に関する知識や自社の事業に関連する関係法令等の理解について言及することも検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行うことが期待されます。 目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略は会社によって異なることから、独立社外取締役に求める「質」については各社の状況に応じてその基準を策定することが期待されますが、ご指摘のような点を一つの要素とすることも考えられます。
603	取締役会がサステナビリティ課題に適切に取り組むためには、社外取締役の資質としてサステナビリティ課題の十分な理解を有することを求め、少なくとも１名がサステナビリティを専門とする者であることを明記すべきである。 【一般社団法人クライアントアース】	Your feedback has been noted. With respect to the necessary expertise—including insight, skills, and experience—of independent directors, the board is expected to consider what sort of individuals will be able to fulfil their roles and responsibilities to contribute to sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term, based on the company's objectives (e.g., business principles) and specific business strategies. Because these objectives and strategies differ by company, companies are expected to establish standards of expertise necessary for independent directors that reflect the companies' unique situations. Your points could be included as an element of these standards.
604	We welcome the strengthened expectations on board independence and clear expectations for companies with controlling or substantially controlling shareholders. In the context of the Board's role in setting growth strategy and overseeing capital allocation, we believe it is equally important to emphasize relevant qualifications at board level. In our experience, gaps often remain in industry-specific expertise and capital markets experience among independent directors. Without these, it can be challenging to effectively assess and challenge management decisions on strategy, portfolio composition and growth initiatives. Independence is critical, but capability is equally important. 【T. Rowe Price International Ltd】	
605	We recommend enhancing Principle 4.9 on the expertise of independent directors with strategy-linked disclosure and that Interpretive Guidance should specify that companies disclose: ・ Definitions of each skill in their board skills matrix and how the collective skills align with company strategy and risk profile. ・ Specific expertise in corporate finance, capital markets, and enterprise risk management, particularly for companies with complex operations or significant overseas presence. 【Asian Corporate Governance Association】	
606	We believe further work on the quality of independent directors is needed	

	to ensure they are sufficiently qualified, have sufficient experience, and are truly independent. Investors continue to observe a gap between form and substance in Japanese boardrooms, where structural requirements are met but the skills, experience and oversight capabilities of directors do not always reflect the demands of the role. We would encourage the Code to set clearer expectations around board composition in terms of competence and capability, not only independence. Language should be added to clarify that skills related to “competence and capability” are those considered necessary for companies to achieve long-term value creation. This would help companies to identify the right matrices when appointing independent directors. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
607	原則４－９に関連して、独立社外取締役の質の確保は極めて重要であり、求められる資質・専門性の例示をご検討願います。企業支配権市場の発達とともに独立社外取締役から構成される特別委員会が少数株主利益保護のラストパーソンとなる局面が増えていることからも、コーポレートファイナンス、キャピタルマーケッツの知見・経験はマストと考えております。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	
608	Independence is necessary but not sufficient. An independent board that lacks relevant industry knowledge cannot effectively challenge management or evaluate strategic proposals. our position is that a majority of board members should have fundamental industry insight, and that at least two independent members should have direct experience working in the industry. We recommend that Principle 4.9 should clarify that industry expertise is an explicit component of the skills assessment, and that companies should disclose how each independent director contributes relevant industry insight. 【Norges Bank Investment Management】	
609	本コードの原則４－９で独立社外取締役の質の確保、原則４－10 で数の確保、原則４－11 で独立性の確保の３つが謳われているが、実務の面において、３拍子揃った独立社外取締役を十分確保し、自社の社外取締役として企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に貢献する働きをしてもらうためには、経済界全体で「独立社外取締役候補育成プログラム」を構築す	独立社外取締役の実効性向上に向け、本改訂では、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保の重要性を強調しましたが、ご指摘のように、候補者となる人材の育成も重要な課題であると考えています。 独立社外取締役に必要な識見・能力等の資質について、取締役会は、どの

	る必要があり、原則４−16 及び解釈指針として新設することを提言する。今後益々企業経営において独立社外取締役の重要性が増してくるので、従来と違った取組が必要である。すなわち、①自社の現役執行役員乃至は社内取締役を積極的に他社の独立社外取締役候補として現役のまま送り出し、また逆に他社からも受け入れる。②自社の役員経験者を自社グループ会社のトップに据えるのではなく、他社に独立社外取締役として派遣する。③自社の経営幹部の若手を自社グループ会社の社内取締役へ登用の上、他社の独立社外取締役候補として育成する。以上の３つの取組により、自社の経営において客観性且つ多様性を持った経営人材を育成すると同時に、他社の質の高い経営人材を独立社外取締役に迎えられ、自社の経営レベルをより一層押し上げることができるようになる。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるのかについて、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行うことが期待されます。目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略は会社によって異なることから、それを踏まえた独立社外取締役の「質」についても、各社の状況に応じて検討することが期待されます。 その上で、自社が求める素質を有する候補者を確保するためには様々な方法が考えられますが、上場会社においては、各社の置かれた状況に応じて検討することが求められ、ご指摘のような取組みも有用であると考えられます。
610	激変する事業環境下において、本改訂案が求める取締役会の役割・責務を遂行するためには、高質な独立社外取締役の確保が必須である。本原則は、独立社外取締役の数合わせや、外観上の多様性維持からの脱却を企図している。 解釈指針は、「独立社外取締役がその役割・責務を適切かつ実効的に果たすためには、これらの役割・責務を果たすことができる資質を備えた人物が一定数選任されることが必要」と説明している。ここで一定数という表現は曖昧であり、解釈上の逃げ道を残しかねない。よって当該原則の主旨に照らして適切とは言えず、コードの最終稿においては削除すべきである。 【一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会】	ご意見として承ります。 独立社外取締役の実効性向上に向け、本改訂では、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保の重要性を強調しました。 原則４－９は、このうち独立社外取締役の質の確保に関する原則であり、独立社外取締役の数の確保に関しては別途原則４－10 を設けていますので、原則４－９解釈指針における「一定数」については、自らの置かれた状況に応じて、原則４－10 の趣旨・精神にも照らし、自律的に判断することが期待されます。
611	原則４－９解釈指針に「資質に関する基準を策定することも考えられる」との記載があるが、独立社外取締役の重要性に鑑み、「資質に関する基準を策定すべきである」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。 原則４－９解釈指針は、どのような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるかについて、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行うことを求めています。 取締役会の在るべき姿は、各社の置かれた状況によって変動することから、上場会社は、自社の置かれている状況に応じて、必要と考える場合には、資質に関する基準を策定することも考えられます。
612	＜改訂案＞　※下線は当会意見に基づく修正案 【原則４－９．独立社外取締役及び社外監査役等の質の確保】	ご意見として承ります。

	取締役会及び監査役会等は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献や、実効性の高い監査・監督機能の発揮が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役及び社外監査役等の候補者として選定すべきである。 解釈指針 独立社外取締役がその役割・責務を適切かつ実効的に果たすためには、これらの役割・責務を果たすことができる資質を備えた人物が一定数選任されることが必要であり、当該人物が客観的な独立性を有することがその役割・責務の信頼・公正性を担保する。本原則は、このうち個々の独立社外取締役の「質」に関する原則であり、取締役会が適切にその役割・責務を果たすための前提となるものである。 社外監査役等についても、同様にその役割・責務を適切かつ実効的に果たすためには、単に独立性を有するだけでなく、企業の事業内容、特性、内部統制状況等を的確に把握し、実効性の高い監査を実行できる資質を備えた人物が選任されることが重要である。企業不祥事例を顧みれば、監査役等が、独立した客観的な立場から経営陣を監視する「質」を確保することは、コーポレートガバナンスの信頼性を担保する不可欠な要素と考える。 取締役会及び監査役会等は、どのような人物が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する形で役割・責務を果たすことができるかについて、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえて検討を行い、適切な人物を独立社外取締役及び社外監査役等として選任するために必要な識見・能力等の資質に関する基準を策定することも考えられる。 なお、ここで監査役会等及び社外監査役等としているのは、監査等委員会設置会社の監査等委員、指名委員会等設置会社の監査委員も監査機能を担うという点で監査役と同様の役割・責務があり、本原則は整合的に適用できるものであるとの判断からである。また、いずれの機関形態においても、監査機能を担う者の質の確保は、特に倫理観に富んだ資質を含めて、企業価値向上に不可欠な共通要素と考える。	

	＜当会の意見＞ 　原則４－９タイトルに、「及び社外監査役等」を追加する。 　原則４－９及びその解釈指針全体に、監査役会等及び社外監査役等についての記述を追加する。 　原則４－９解釈指針の第二段落及び第四段として、社外監査役等の「質」の確保についての記述を追加する。 【理由】 　原則４－９では独立社外取締役の「質の確保」を明示し、取締役会の実効性向上を図っている。一方、コーポレートガバナンスにおいて同等に重要な役割を担う社外監査役等については、質の確保が原則として明文化されていない。 　しかし、近年の不祥事では、専門性不足、経営陣説明の追認、監査役会等での議論不足、会計監査人との連携不足など、監査役等の質に起因すると考えられる機能不全が多く見られる。 　監査役等は、取締役の職務執行の監査、内部統制システムの評価、会計監査人との連携、取締役会へ意見するなど、企業価値の維持・向上に不可欠な役割を担っている。よって、独立社外取締役と同様に、社外監査役等の質の確保を原則として明示することは、本コード全体の整合性とコーポレートガバナンスの実効性向上の両面で有効であると考える。 　また、経営戦略等を踏まえた独立社外取締役の資質に関する基準の策定という解釈指針における考え方は、監査役等にも同様に適用されるべきであり、企業固有のリスクや事業構造に応じた資質基準の明確化は、監査役等の機能発揮に不可欠である。 　以上から、社外監査役等の質の確保を原則４－９及びその解釈指針に追加することを提案する。 【一般社団法人監査懇話会】	
613	原則４－９に「独立社外取締役の候補者として選定すべき」との記載があるが、「指名」「選任」「選定」はそれぞれ意味が異なり、ここでは「指名」を使用すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
614	原則４－９「取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上	ご意見として承ります。

	に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役の候補者として選定すべきである。」の「～べき」も削除の上、断定的な表現とするべき。 【個人】	
615	「企業価値の向上（及び道徳的に善良な組織維持）に寄与するように役割・責務…」と、カッコ内の要件を追加する。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	ご意見として承ります。
616	原則４－９の解釈指針に「適切な人物を独立社外取締役として選定するため」との記載があるが、「指名」「選任」「選定」はそれぞれ意味が異なり、ここでは「適切な人物を独立社外取締役の候補者として指名するため」とすべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、原則４－９解釈指針及び原則４－11 解釈指針の「選定」を「選任」に修正しました。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－10　独立社外取締役の数の確保		
617	Principle 4.10; Interpretive Guidance “It is also desirable that companies, which do not have a controlling shareholder, but have a shareholder with substantial control, take the approach in accordance with the aim of this Principle.” We welcome this addition and the recognition of companies with a shareholder with substantial (but not controlling) influence. This is an important gap to address. 【M&G Investments】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revision.
618	The draft provides no incentives for a majority independent board. In contrast, in Singapore and Malaysia, not having a majority (having only one-third) is only permitted for firms that have an independent chair. As a result, in Singapore 77.7% of listed firms have a board where at least half of the members are independent directors. A draft preamble that is attached to the code notes that “it has been pointed out” that certain companies “should eventually ensure that the majority of their directors are independent.” However, this language does not appear in the draft code itself, and is presented as no more than the opinion of certain	ご意見として承ります。 原則４－10 は、プライム市場上場会社に対して、資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも３分の１（その他の市場の上場会社においては２名）以上選任すべき旨を示しています。有識者会議では、より高い水準（数・割合）での独立社外取締役の選任を求めるべきではないかとの意見もあった一方、人数も重要であるが独立社外取締役の質の確保も重要であるといった趣旨の指摘がなされたことなどを踏まえ、本改訂では、改訂前コードで求められていた水準を引き上げることはせずに、独立社外取締役の実効性向上に向け、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保

	members. 【個人】	の重要性を改めて強調することとしました。特に、原則４－８において、独立社外取締役に期待される役割・責務を整理し、その解釈指針では、当該役割・責務について具体例を挙げて説明しています。また、原則４－９において、適切な資質を備えた独立社外取締役を選任すること、すなわち「独立社外取締役の質の確保」についての独立した原則を設けるとともに、そのような資質を備えた人物を一定の割合・数以上選任することが、独立社外取締役の役割・責務を適切に果たすために必要であることを原則４－10 で明記しています。 その上で、原則４－10 では、各上場会社の判断の下で、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社においては少なくとも３分の１以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）」は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき旨を引き続き示しています。 過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるか否かは、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して」各社においてご判断いただくものになります。なお、序文第５項に明記されているように、コンプライ又はエクスプレインのいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明することが望まれます。 Your feedback has been noted. Principle 4.10 states that companies listed on the Prime Market should appoint at least one-third of their directors as independent directors (two directors if listed on other markets) who have sufficient expertise. In the expert panel discussions, some stated that companies should meet a higher percentage (number and ratio) of independent directors. Some stated that the number is important, but the expertise of independent directors is more important. Based on these discussions, the revised Code did not raise the level that the former Code stated; rather, it emphasized the importance of ensuring independence, expertise, and number, and the roles and responsibilities of independent directors to improve their effectiveness. Particularly, Principle 4.8 states the roles and responsibilities that are
619	While progress is noted, majority independent boards remain limited. The Code should more clearly encourage majority independent boards as a general expectation, alongside strong committee independence and oversight. 【Impax Asset Management】	
620	While we welcome this new direction, we view this revision as a milestone in a longer journey toward world-class corporate governance, with continued need to improve the corporate governance code in areas such as board and committee composition, minority shareholder protections, and director's fiduciary duty. We believe we must recognize the "fact" that in major capital markets, a governance structure where independent bodies do not lead the oversight of management and the determination of nominations and compensation is an anomaly. In major markets such as the U.S. and the U.K., it is axiomatic that independent directors form a majority of the board and key committees should be fully comprised of independent directors. This is not a matter of choice as to which is more appropriate, but rather a fundamental mechanism to mitigate conflicts of interest and ensure that the board functions for the benefit of its shareholders. We wish to note that despite numerous stakeholders consistently raising this point in public comments since the 2021 code revision and throughout the recent expert council meetings, not only has there been no progress on this basic issue, but no future direction has even been indicated. 【ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント】	
621	プライム市場上場子会社に限らず、すべてのプライム市場上場会社において社外独立取締役を過半数とすることを要望する。 執行兼務取締役が多数を占める場合、取締役会の決議が自己承認となり、監督機能が十分に発揮されない。独立性の高い取締役による監督体制が不可欠である。 【個人】	

622	プライム市場上場子会社に限らず、すべてのプライム市場上場会社において社外独立取締役を過半数とする方向へ拡大することを要望する。 【個人】	expected of independent directors, and the Interpretive Guidance states specific examples of those roles and responsibilities. Further, Principle 4.9 states that independent directors with sufficient expertise should be appointed. In other words, the revised Code established a standalone Principle regarding “Ensuring the Expertise of Independent Directors,” and Principle 4.10 states that appointing a certain percentage and number of independent directors with such expertise is necessary for independent directors to appropriately perform their roles and responsibilities. Furthermore, Principle 4.10 continues to state that as a determination of each company, if a company listed on the Prime Market believes it needs to appoint a majority of directors (at least one-third of directors if listed on other markets) as independent directors based on a broad consideration of factors such as the industry, company size, business characteristics, organizational structure, and circumstances surrounding the company, it should appoint a sufficient number of independent directors. Whether a company believes it needs to appoint a majority of independent directors should be determined by each company based on a broad consideration of factors such as the industry, company size, business characteristics, organizational structure, and circumstances surrounding the company. As stated in paragraph 5 of the Preamble, regardless of whether a company complies or explains, it is expected to provide a carefully tailored explanation of its initiatives.
623	We welcome the Code’s continued expectation that Prime Market companies should have at least one-third independent directors, and majority independent directors where there is a controlling shareholder. However, we believe Japan should continue to encourage companies to go further. Boards generally should comprise a substantial majority of independent directors to ensure that shareholder interests are protected, to exercise objective judgement and, if necessary, to act as agents for change. We recommend that the Code encourage Prime Market companies to move towards majority-independent boards over time. ・ This is particularly the case where there is an executive, non-independent chair or combined chair of the board and CEO, significant executive management representation on the board, founder influence, controlling or significant shareholders, or other governance risks. ・ We also emphasise that the quality of independence is as important as the level of independence. Directors with company affiliations that could compromise their objective judgement should not be counted as independent, including those affiliated through cross (also known as strategic or allegiant) shareholding relationships, major business partners, non-capital (business) relationships, active involvement in major business lobbying groups and industry associations or significant shareholders. This is particularly important where companies have executive or non-independent chairs, significant shareholder representatives, or substantial management representation on the board. 【Federated Hermes Limited】	
624	The revisions to Principle 4-10, particularly the elevation of board independence requirements for companies with controlling shareholders to principle-level status, are a welcome and important development. Strengthening expectations for board independence is essential to	

	ensuring effective oversight and protecting minority shareholder interests. The distinction introduced between Prime Market companies with controlling shareholders (majority independence) and non-Prime companies (one-third independence) reflects an effort to account for differing market characteristics. However, from an international governance perspective, majority board independence has increasingly become the prevailing standard across developed markets. Against this backdrop, it may have been preferable for the revised Code to establish majority independence as the general expectation across all listed companies, irrespective of controlling shareholder status or market segment. Such an approach would better align Japan's governance framework with global best practices and provide greater consistency across market classifications. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	
625	近年日本のコーポレートガバナンス改革の進展において、CGC の改訂を契機として取締役会の独立性が重視され、プライム市場上場会社における社外取締役の構成比が３分の１程度にまで高まったことが大きく寄与したと考える。取締役会の独立性は、経営陣に対する実効的なモニタリング確保に不可欠である。これまでのガバナンス改革のペースを緩めないためにも、グローバル企業と比べて依然として劣後している取締役会の独立性の一層の強化が必要であり、社外取締役の構成比について更なる改善目標を掲げるべきである。 修正案（下線部分を追加）: 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた独立社外取締役を選任すべきであり、<u>上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を過半数以上選任すべき</u>である。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
626	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
627	形式基準が社外取締役増員の契機となったことは評価に値するが、形式から実質に舵を切るにあたって、「３分の１」といった数値基準は目安に留める表記に変更すべきである。 【全国株懇連合会】	
628	We welcome the upgrade of expectations to a Principle in relation to majority board independence for Prime-listed companies with a controlling shareholder. Meanwhile, describing majority board independence for other Prime-listed companies as something they “may decide it needs” leaves significant discretion, given the current level of market practice. We acknowledge that effective board independence depends on quality as well as structure. Nonetheless, for many Prime-listed companies, we believe that a clear majority of independent directors can foster the conditions in which high-quality independent judgment may be exercised consistently, rather than relying on a small number of individuals to challenge entrenched positions. 【L&G – Asset Management】	
629	2015 年のガバナンスコードは、日本においてまだベストプラクティスになっていないものを示すものでした。よって今日においてガバナンスコードに求められるのは今日まだベストプラクティスとして浸透していないものを示すことです。その観点で筆頭に挙げられるものは取締役会の過半数を社外取締役とすることです。 今回の改訂で取締役会の監督機能が筆頭に掲げられました。取締役会に監督機能する場合、それは原理上社外過半数でなくして達成されることはありません。自己の監督は自分自身ではできないためです。経済界が社外過半数に反対しているのは、社内者の自由を奪うためです。経営者は監督されるべきとの立場に立てば、経済界が反対する社外過半数こそ日本企業のガバナン	

	スにおいて最も必要なものです。今回のガバナンスコードでは社外過半数についての進展が全く見られず、ベストプラクティスを示すガバナンスコードは社外過半数を求めるべきものであると思います。 【Kaname Capital LP】	
630	社外取締役の実効性向上に向け、取締役・監査役の研鑽についての期待値を明確化した改定案を支持します。その一方で、グローバルに競争力のある会社は、取締役会の過半数を独立社外取締役とすることを目指すべきと考えます。こうした観点から、原則４－10 の下で、グローバルに活躍するプライム上場企業に対し、過半数の独立社外取締役が選任されるべきとの期待が改訂案で一層明確化・強化されていない点は残念です。キャピタル・グループの日本における議決権行使ガイドラインでは、グローバルに競争力のある大企業、または指名委員会等設置会社などモニタリング・ボードを備える企業について、取締役会の過半数独立を期待しています。当社の社内分析では、取締役会の独立性は、より強固な資本配分と正の関係にあることが示唆されています。これは、経営戦略の評価・分析および経営資源の配分の監督における取締役会の役割を改めて強調することを意図した原則４－１および原則４－２の見直しの方向性とも整合的であると考えます。金融庁・東京証券取引所には、取締役会の実効性・質全体を引き続きモニタリングしつつ、本論点について将来の改訂において再検討いただくことを期待します。 【キャピタル・インターナショナル株式会社】	
631	The revised Code increases the independent director requirement for Prime Market companies with a controlling shareholder from one-third to a majority (revised Principle 4.10). This is welcome, as is the special committee alternative. However, the Code falls short of investor expectations in four respects, First, majority independence should be the baseline for all Prime Market companies, not solely those with a controlling shareholder. We expect a majority of shareholder-elected board members in a noncontrolled company to be independent of management, dominant shareholders, and related third parties. With only 26.2% of Prime Market companies having majority-independent boards as of end 2025, the Code should signal this as the expected direction of travel for all listed companies.	

	【Norges Bank Investment Management】	
632	We encourage the Code to further articulate the longer-term objective of increasing board independence beyond current minimum thresholds. In particular, it may be beneficial for all companies, not only Prime Market issuers, to be encouraged, on a progressive and explainable basis, to consider moving toward majority-independent boards over time, reflecting evolving investor expectations and supporting more effective oversight. Where companies do not yet meet this level, continued emphasis on clear disclosure of how effective independent oversight is achieved in practice, including through committee structures and the active role of independent directors, would remain important. 【GAM Investments】	
633	Independent directors are elected by shareholders to provide objective oversight of management and safeguard shareholders' interests. Majority independence at the board level establishes a structure that more easily allows these directors to effectively exercise that oversight and ensure that corporate decisions reflect the long-term interests of shareholders. We understand that securing a sufficient number of directors who are both qualified and independent may be more difficult for Japanese companies than it is for issuers in other markets. As such, we would recommend adding Interpretive Guidance that a majority independent board is a best practice that non-controlled companies should strive for, without being a prescriptive requirement. 【匿名】	
634	Japan has made striking progress on board independence by the numbers. TSE material reports that 98.8% of Prime Market companies appointed at least one-third independent directors as of July 2025, compared with 6.4% in 2014, and that 41.2% appointed at least half and 26.2% appointed a majority (FSA Expert Council material). TSE material also reports that Prime Market companies have high adoption of nomination and remuneration committees, with 91% having a nomination committee and 93% having a remuneration committee as of July 2025 (FSA Expert Council material).	

	The next step is quality. Academic evidence supports this distinction between structure and substance. Yanagida finds that the 2015 Corporate Governance Code increased the proportion of outside directors by approximately 8.8% using a difference-in-differences design but finds no evidence that the increase in outside director ratio was related to future performance (Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance). By contrast, Mielcarz, Osiichuk, and Puławska analyzed 3,405 public companies and found that Japan's 2015 governance reform was associated with increased profitability, asset productivity, dividend payouts, acquisition value, valuation multiples, and stronger compensation sensitivity, with positive changes most pronounced where independent directors constituted a board majority (PMC). The policy implication is not that independence is irrelevant. It is that independence must be accompanied by expertise, information, leadership, time, and accountability. We recommend that Principle 4.10 in final Code say that majority-independent boards become the expected direction of travel for all Prime Market companies and, over time, for other listed companies where circumstances warrant. 【Oasis Management Company Ltd.】	
635	While we welcome the increased proportion of independent directors required under the revised Code, we believe the Code could go further to promote the efficacy of Boards in overseeing corporate strategy. We recommend that majority-independent boards should be required by the Code (on a comply or explain basis) at companies where the Board Chair is not independent. We believe that this requirement would more closely align the Code with emerging global best practice. 【Brickwood Asset Management】	
636	That said, given the central role of the Board, we believe the Draft Code should articulate a clear baseline expectation that boards should comprise and work towards having a majority of independent directors. The expectation of nomination and renumeration committees composed primarily of independent directors should be the default position—as should, more	

	broadly, a majority-independent board. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
637	独立社外取締役の数の確保（原則４－10）においては、独立社外取締役が取締役会全体の過半数を占めることが標準となるよう、コード改訂案に記載すべきであると考えます。本コードはコンプライ・オア・エクスプレイン方式であるため、企業が独立社外取締役の質の確保を優先し、結果として独立社外取締役が取締役会全体の過半数に満たないこととなった場合にも、その旨を説明（コンプライ）すればよいと考えるためです。 当団体はアセットオーナーとして、これまで投資先企業に対して、独立社外取締役は取締役会全体の過半数を占めることが望ましいと示してきました。 コーポレートガバナンス・コードにおいても、独立社外取締役の比率は取締役会の過半数を占めるべきことが示され、企業において独立社外取締役の質と数（比率）の双方が向上することを期待しています。 【地方公務員共済組合連合会】	
638	原則４－10 において独立社外取締役の構成比率を「原則過半数」とする方向性が示されなかった点については、これまでのガバナンス改革のモメンタムを損ないかねず、遺憾です。日本企業の多くでは、社内取締役が執行の長である CEO の指揮命令系統下にあり、実効的な監督機能の発揮には構造的制約があります。取締役会が独立した監督機関として外部から信頼されるためには、独立社外取締役が過半数を占める体制を原則とし、例外的な場合にはエクスプレインを求める枠組みとすることが、コード本来の趣旨にも合致すると考えます。特に、グローバル投資家との建設的対話を重視するプライム市場上場会社については、その方向性をより明確に示すことが望ましいと考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	
639	We welcome the upgrade. Majority independence for Prime Market companies with a controlling shareholder is an important step. However, limiting this requirement to Prime Market companies misses a broader opportunity. The number of companies with a controlling shareholder or parent company in the Standard Market exceeds those on the Prime Market (スタンダード市場における今後の対応, TSE Listing Department,	支配株主を有するスタンダード市場上場会社においても独立社外取締役を過半数選任すべきとの点については、ご意見として承ります。 有識者会議では、（主に支配株主を有しないプライム市場上場会社についての文脈で）より高い水準（数・割合）での独立社外取締役の選任を求めるべきではないかとの意見もあった一方、人数も重要であるが独立社外取締役の質の確保も重要であるといった趣旨の指摘がなされたことなどを踏まえ、

	February 2026), and ongoing efforts to revitalise the Standard Market make this an opportune moment to extend the requirement more widely. We recommend considering wider application, particularly within the Standard Market, to ensure that governance protections reach the segments where they are most needed. In order to maintain the distinct positioning of the two listing sections, with Prime having a higher quality of corporate governance targeting institutional investors, and Standard having the basic level of corporate governance appropriate for the open market, we recommend companies listed on the Prime Market to demonstrate substance beyond just ensuring the right quantity of independent directors, by also appointing an independent chair. Regardless of the market on which an issuer is listed, the strict monitoring of conflicts of interest is expected especially by independent directors but also the board, as outlined in Principles 4.3 and 4.8. Suggested wording: "Companies listed on the Prime and Standard Markets with a controlling shareholder should appoint at least the majority of their directors as independent directors, with issuers listed on the former to also appoint an independent chair or senior independent director" 【M&G Investments】	本改訂では、独立社外取締役の数・割合に関しては、改訂前コードで求められていた水準を引き上げることとはせずに、独立社外取締役の実効性向上に向け、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保の重要性を改めて強調することとしました。 独立社外取締役による取締役会議長への就任や、筆頭独立社外取締役の選定に関しては、No.659～No.671 をご参照ください。 Regarding your point that companies listed on the Standard Market with a controlling shareholder should also appoint a majority of their directors as independent directors, your comment is duly noted. In the expert panel discussions—primarily in the context of companies listed on the Prime Market without a controlling shareholder—while some stated that companies should meet a higher percentage (number and ratio) of independent directors, some stated that the number is important, but the expertise of independent directors is more important. Based on these discussions, the revised Code did not raise the level that the former Code stated; rather, it emphasized the importance of ensuring independence, expertise, and number, and the roles and responsibilities of independent directors to improve their effectiveness. Regarding your points related to appointing an independent director as the board chair and appointing a lead independent director, please see our responses in No.659-No.671.
640	表現だけだが「資質を十分に備えた」は重複しているので削除すべきではないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。 原則４－10 は、独立社外取締役がその役割・責任を適切かつ実効的に果たすために必要な要素のうち、「数」に関する原則です。独立社外取締役の数が確保されることのみをもって直ちに独立社外取締役の役割・責務が果たされることにはならず、必要な資質を備えた人物であることが前提となることから、原則４－10 においても「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた独立社外取締役を選任すべき」と明示しています。
641	原則４－10 に「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた独立社外取締役を選任すべきであり」との記載があるが、この部分は、独立社外取締役の「質」に関する原則４－９と重複しており、整理すべきである。 【個人】	
642	解釈指針に従い、独立社外取締役を少なくとも過半数選任することに代え	支配株主を有するプライム市場上場会社における原則４－10 の適用につ

	て、特別委員会を設置した場合、原則４－10 を「コンプライ」していることになるという理解でよいか、明らかにされたい。仮に、特別委員会の設置では原則４－10 を「コンプライ」していることにならない場合には、この改訂（「独立社外取締役を少なくとも過半数選任すること」と「特別委員会の設置」のうち、前者のみ原則に記載し、後者を解釈指針に記載すること）に反対する。 改訂前コードの補充原則４－８③では、支配株主を有する上場会社は、特別委員会を設置した場合、「コンプライ」していることになるので、その点を変えるべきではない。 【経営法友会】	いては、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則において独立性を有する独立社外取締役を少なくとも過半数選任することが求められているため、これを満たす場合にはコンプライ、これを満たさない場合にはエクスプレインを選択すべきこととなります。 本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しているところ、これは、会社の置かれた状況によっては、各原則を形式的にコンプライするのではなく、むしろエクスプレインを積極的に選択すべき場合があることをも意味します。原則４－10 についてエクスプレインを選択する場合、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置するときには、自社においてなぜ特別委員会を設置することが適切と判断されるに至ったのか等についての説明を行うことが望ましいと考えられます。 なお、この点も含め、コーポレートガバナンス報告書に各原則を実施しない理由を記載するに当たって、投資家との建設的な対話を充実させていく観点から踏まえることが望ましいポイントをコーポレートガバナンス報告書の記載要領に記載しているため、併せてご参照ください。
643	「また、支配株主には該当しないものの実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社においても、本原則の趣旨に沿った対応を採ることが望ましい。」について。ここでいう「実質的な支配力を持つ株主」について具体的に示していただきたい。財務諸表等規則における支配力基準で判断される親会社と理解して相違ないか。 【個人】	「支配株主」の範囲は有価証券上場規程第２条第 42 号の２、同施行規則第３条の２において定義されており、財務諸表等規則第８条第３項の「親会社」は「支配株主」に含まれることとされています。したがって、財務諸表等規則における親会社は「支配株主」に該当すると考えられますが、「支配株主」の範囲は必ずしもこれに限られるものではありません。 原則４－10 解釈指針は、「支配株主」に該当しない場合であっても、会社の意思決定に重大な影響を及ぼし得る株主は、実質的な支配力を持つと考えられることから、そのような株主についても、原則４－10 の趣旨に沿った対応を採ることが望ましい旨を示しています。 具体的にどのような者が「支配株主には該当しないものの実質的な支配力を持つ株主」に該当するかは、各上場会社において本コードがプリンシプルベース・アプローチを採用していることや原則４－10 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に判断すべきものと考えられます。
644	・ We agree that special committees can play a useful role as targeted safeguards in situations involving structural conflicts of interest. However, experience in Japan suggests that committees may face constraints that limit their ability to provide robust minority-shareholder	ご意見として承ります。 支配株主を有するプライム市場上場会社における原則４－10 の適用については、原則においては独立性を有する独立社外取締役を少なくとも過半数選任することを求めており、支配株主と少数株主との利益が相反する重要な

	protection. International best practice indicates that, where such committees are relied upon, their effectiveness depends in part on being established at an early stage, with a clearly defined mandate and comprising members with robust independence and relevant competencies and skillsets. They should also be able to obtain advice that is independent of conflicted parties. ・ At the same time, we have seen that reliance on special committees alone has not consistently addressed investor concerns. Special committees should therefore be understood as complementary safeguards, rather than as substitutes for clear and appropriately ambitious baseline governance expectations, including with respect to board composition and independence. 【L&G ‐ Asset Management】	取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置するという対応は、その解釈指針において、過半数の独立社外取締役の選任の代替手段として位置づけています。 特別委員会の委員に求められる資質や設置時期・構成員を含む最低限確保すべき手続・体制については、各上場会社において原則４－10 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に判断することが期待されます。 Your feedback has been noted. When applying Principle 4.10 to companies listed on the Prime Market with a controlling shareholder, the Principle states appointing at least a majority of directors as independent directors. However, its Interpretive Guidance states that establishing a special committee composed of independent persons—including independent directors—to deliberate and review material transactions or actions that conflict with the interests of the controlling shareholder and minority shareholders is an alternative means to appointing a majority of directors as independent directors. With respect to the minimum procedures and structure, including specific expertise, the timing of formation and the selection of members should be determined by each company in light of the aim and spirit of Principle 4.10 and its Interpretive Guidance.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－11　独立社外取締役の独立性の確保		
645	独立社外取締役の候補者選定において、企業がその具体的な選任プロセスを開示し、投資家による実質的な独立性の検証を可能にさせるべきである。 監督対象である経営トップの紹介等で候補者を選定する場合、監督の形骸化を招くおそれがあり、これが忖度を生む構造的要因となり得る。この課題を克服するためには、単に属人的関係を排除するのみならず、選任プロセスを徹底して透明化し、投資家が経営陣との客観的な距離（心理的な独立性）を検証できる仕組みを設けることが不可欠である。 【一般社団法人コーポレートアクションジャパン】	本改訂では、独立社外取締役の実効性向上に向け、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保の重要性を改めて強調しています。 独立社外取締役の独立性に関して、原則４－11 において実質面において独立性が担保されるための独立性基準の策定を求めるとともに、独立社外取締役の質及び数が確保されることを前提として、独立社外取締役の独立性が確保されることが独立社外取締役の役割・責務の信頼・公正性を担保することや、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旨をその解釈指針

		で明記しています。 なお、原則３－１（５）において、適切・正確かつ有用性の高い情報開示を行うべく、上場会社には、独立社外取締役候補者を含め、「取締役（略）候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明」に関する開示を求めているところ、策定した客観的な独立性判断基準をもとに、ご指摘のような「投資家による実質的な独立性の検証」を可能にさせるプロセスを開示することも一案と考えられます。
646	「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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	ご意見として承ります。 原則４－11 では、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定することを求めています。その解釈指針においては、客観的に独立性を有する独立社外取締役を選定するため、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独立性基準を策定すべき旨が示されており、当該記載は、原則の記載のうち、特に「実質面において」独立性を担保できているかという点に関して、原則への対応を行う際に参照することとなります。 また、当取引所では、「上場管理等に関するガイドライン」において、一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を示しているところ、一般株主と利益相反の生じるおそれがあるかを上場会社が実質的に判断することが望まれます。 この観点から、各社において、例えば、ご指摘のように独立社外取締役としての就任年数、独立社外取締役と会社との資本関係・取引関係、独立社外取締役の派遣元、他の取締役との関係性等についての独立性判断基準を設けることも考えられます。 なお、独立性基準については、本年７月３日に公表した「少数株主保護に関する上場制度の見直し等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」において、独立性が認められない類型の拡充、属性情報の記載の拡充等の見直しを行ったところであり、上場会社においては、かかる見直しも踏まえた対応を行うことが求められます。
647	We recommend that the core independence criteria, particularly the requirement that independent directors should have no material capital or business ties with the company or its related parties, be elevated from the Interpretive Guidance into Principle 4.11 itself. Although the draft Principle states that boards should establish independence standards “taking into consideration the independence criteria	Your feedback has been noted. Principle 4.11 states that boards should establish independence standards

	set by exchanges," placing these fundamental criteria only in the Interpretive Guidance (which is not subject to comply or explain) effectively renders them optional and leaves them to each board's discretion. This risks undermining the substance and credibility of board independence. 【Asian Corporate Governance Association】	aimed at securing the effective independence of independent directors, taking into consideration the independence criteria set by securities exchanges. Its Interpretive Guidance states that in order to appoint independent directors who are objectively independent, the board should establish an objective independence standard for effectively determining that there is no potential conflict of interest between an independent director and general shareholders. These statements should be particularly referenced when implementing initiatives to ensure independence in substance. Further, the TSE's "Guidelines Concerning Listed Company Compliance, etc." indicate factors to consider when determining conflicts of interest with general shareholders (independence standards). It is desirable that companies substantively determine whether there are conflicts of interest with general shareholders. From that perspective, as pointed out, each company could, for example, establish independence standards related to the duration of tenure as independent directors, capital and transactional relationships between independent directors and the company, and affiliated entities of independent directors and their relationships with other directors. In addition, with respect to independence standards, the TSE published the "Revisions to Securities Listing Regulations and Other Rules Regarding Minority Shareholder Protection" on July 3, 2026, and it made revisions including the expansion of a category that cannot be regarded as independent and of the disclosures related to background information. Companies are expected to implement measures based on such revisions.
648	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。 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。 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
649	【意見】 独立社外取締役の役割を明確化した点を評価します。一方で、独立性判断においては、形式基準のみならず、過去の資本関係・取引関係等を踏まえた実質的な判断が必要と考えます。また、政策保有株式には、議決権行使等を通じて影響力を持ち得るみなし保有株式、純投資株式を含めて、真の独立性を判断することが求められます。更に社外取締役構成が高まる中で、社外取締役の候補者リスト作成から選定に至るプロセスの透明性を高める開示を求めるべきであると考えます。純投資については、売却判断の専管部署、実質的に政策株同様の扱いとなっていないことについての説明が必要と考えます。 【理由】 社外取締役の数が不足しており、形式的な社外取締役の招聘（取引先、金融機関、政策保有株）により独立性の確保や実効性に懸念が生じるため 【三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社】	
650	独立性判断基準の策定の趣旨を明確化する解釈指針を新たに追加していることを支持するが、（基準を策定して終わりでないのは当然である以上）解釈指針において独立性判断基準の策定だけでなく、その基準を適用して実質面で独立性が担保されている独立社外取締役を選定することこそが重要	

	であることが明確になるような解釈指針とすることを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	
651	The Code continues to delegate the definition of independence to exchange listing standards (revised Principle 4.11). Minimum independence criteria should be codified at Code level, addressing: a cooling-off period for former executives and professional service providers; thresholds for cross shareholding and business relationships; and a maximum tenure beyond which independence is presumed to be compromised. In our April 2026 response to the TSE's concurrent consultation on listing rules regarding minority shareholder protection, we set out detailed views on independence criteria, including the need for a materially longer cooling-off period than the one year proposed by TSE, extension of the professional adviser category to include bankers and financial advisers, a qualitative disqualification test based on involvement in material decisions, and treatment of executives at cross shareholding companies as non-independent. These positions apply equally to the standards boards are asked to establish under Principle 4.11. 【Norges Bank Investment Management】	
652	We support the continued evolution toward "effective independence" beyond formal criteria. In this regard, it would be helpful to clarify that independence assessments may also consider qualitative factors, including prior relationships, cumulative exposure to management (including tenure), and the ability to exercise independent judgement in practice. We support the direction of the Code in strengthening independent director representation, including enhanced expectations where controlling shareholders are present. 【GAM Investments】	
653	We believe it is useful to consider the relationship between independence and tenure. While continuity and long-term experience remain valuable features of Japanese corporate governance, prolonged tenure may gradually affect perceived independence and the ability to provide constructive challenge. In this context, companies could be encouraged to disclose both individual and average board tenure, consider tenure as part of	

	independence assessments, and explain the continued contribution of long-serving independent directors. A flexible reference benchmark, such as around nine years, could also be considered on an explainable rather than prescriptive basis. 【GAM Investments】	
654	A healthy mixture of director tenures is beneficial for board effectiveness when supported by regular board refreshment. Long-serving directors can contribute valuable company knowledge and experience. However, too many directors serving concurrently over a long period may increase the risk of groupthink and complacency, particularly where there is limited evidence of recent board refreshment. We recommend that the Code provide stronger guidance on board refreshment and director tenure. This could include for example: boards disclose their approach to tenure and refreshment, including average tenure, the tenure of individual directors, and how the nomination committee balances continuity with independence, diversity, skills and renewal. A nine-year threshold for independent director tenure is already recognised in several Asian markets. Singapore has introduced a hard nine-year tenure limit for independent directors, beyond which directors are no longer considered independent. Hong Kong has also introduced reforms to phase out independent non-executive directors who have served on the same board for more than nine years, while Malaysia's Corporate Governance Code encourages listed companies to adopt a nine-year tenure limit, alongside a mandatory 12-year cap under listing requirements. 【Federated Hermes Limited】	
655	There is no suggestion of the need for director term limits. After 8-10 years, an outside director's contributions tend to diminish. The director's position becomes a bit like that of an "insider", inasmuch as he or she is discussing past policies and strategies that he or she continuously approved in the past. As an example, at the end of my own term at a company at the end of this coming July, I will retire voluntarily as an independent director. I will have	当取引所では、「上場管理等に関するガイドライン」において、一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を規定しているところ、原則４－11 では、各上場会社がそれらを踏まえて独立性判断基準を策定することを求めており、またそれらは有価証券報告書での記載事項となっております。 取締役の就任年数に関して、当取引所の独立性基準においては具体的な定

	served seven years at that point, and believe the board needs to be gradually “refreshed”, for this and other reasons. 【個人】	めはなく、一般株主と利益相反の生じるおそれがあるかを上場会社が実質的に判断することが望まれます。 The TSE’s “Guidelines Concerning Listed Company Compliance, etc.” indicate factors to consider when determining conflicts of interest with general shareholders (independence standards). Principle 4.11 states that each company should establish independence standards based on these guidelines. Such standards are matters to be disclosed in the Annual Securities Report. Regarding the duration of tenure of directors, the TSE’s independence standards do not contain a specific statement, and companies are expected to substantively determine whether there are conflicts of interest with general shareholders.
656	We welcome the strengthening of Principle 4.11 (former 4.9) on independent director standards. While we understand that removing the term “disclose” is intended to avoid duplication with annual securities report requirements, we believe that clear articulation of board-level independence standards within the Corporate Governance Code remains important. The Code functions as a key governance benchmark, and explicit independence standards support investor assessment, stewardship engagement, and evaluation of board quality, including potential conflicts of interest. We therefore encourage the Code to continue to emphasise that independence standards should be clearly articulated, board-approved, and readily accessible to shareholders. 【GAM Investments】	ご意見として承ります。 本改訂では、本コード自体の実質化を図る観点から、上場会社が特に注力すべき点が明確になるよう、法令等との重複がある箇所等を削除することにより、可能な限り要点を簡潔に記載し、メリハリをつけた文書としました。 Your feedback has been noted. In order to clarify which items a company should focus on and to give greater substance to the Code, the Code was revised to emphasize key elements as concisely as possible and to distinguish important items from others, by removing parts that overlapped with other laws and regulations.
657	＜改訂案＞　※下線は当会意見に基づく修正案 【原則４－11．独立社外取締役及び社外監査役の独立性の確保】 取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定すべきである。 監査役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を満たすことはもとより、社外監査役がその役割・責務を独立した立場から適切かつ実効的に果た	ご意見として承ります。

	すことができるような独立性判断基準を策定するなどして、社外監査役の独立性を確保すべきである。 解釈指針 　独立社外取締役の質及び員数が確保されることを前提として、独立社外取締役の「独立性」が確保されることが独立社外取締役の役割・責務の信頼・公正性を担保する。 　取締役会は、客観的に独立性を有する独立社外取締役を選定するため、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。 　社外監査役は、会社の持続的成長及び中長期的企業価値の向上に資する監査機能を発揮するため、経営陣その他の利害関係者から独立した立場で判断を行うことが求められる。社外監査役が独立した立場で監査機能を発揮するためには、経営陣、主要株主、主要取引先等との利害関係からの独立性が確保されていることが不可欠である。 　監査役会は、社外監査役候補者の経歴・関係性・兼任状況等を踏まえ、独立性を確保できるかを十分に検討するためにも、独立性判断基準を策定することが望ましい。 ＜当会の意見＞ 　改訂原案【原則４－11】タイトルに、「及び社外監査役」を追加する。 　改訂原案【原則４－11】の第二段落として、社外監査役の独立性の確保についての記述を追加する。 　改訂原案【原則４－11】解釈指針の第三段落及び第四段落として、社外監査役の独立性の確保についての解釈指針を追加する。 【理由】 　今回の改訂案では、独立社外取締役について「独立性の確保」が明確に位置づけられたが、企業統治において、同等若しくはそれ以上に重要な役割を担う社外監査役については、独立性に関する原則が明示されていない。 　しかし、監査役は取締役の職務執行を監査し、内部統制システムの評価や会計監査人との連携を担うなど、企業価値の維持・向上に不可欠な役割を担っている。	

	近年の不祥事では、経営陣との距離の近さ、実質的な独立性が確保されていない、牽制機能が働かない、といった諸問題が繰り返し指摘されている。 これらは、社外監査役の独立性が十分に確保されていないことに起因する機能不全であり、ガバナンス上の重大な問題点といえる。 独立社外取締役に独立性を求める原則を設けるのであれば、監査役にも同様の原則を設けることは、コーポレートガバナンス・コード全体の整合性および監査機能の実効性向上の観点から合理的なものと考える。 【一般社団法人監査懇話会】	
658	原則４－11 の解釈指針に「独立社外取締役を選定するため」との記載があるが、「指名」「選任」「選定」はそれぞれ意味が異なり、ここでは「独立社外取締役の候補者を指名するため」とすべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、原則４－９解釈指針及び原則４－11 解釈指針の「選定」を「選任」に修正しました。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－12　独立社外取締役の機能発揮		
659	We welcome the upgrade. Majority independence for Prime Market companies with a controlling shareholder is an important step. However, limiting this requirement to Prime Market companies misses a broader opportunity. The number of companies with a controlling shareholder or parent company in the Standard Market exceeds those on the Prime Market (スタンダード市場における今後の対応, TSE Listing Department, February 2026), and ongoing efforts to revitalise the Standard Market make this an opportune moment to extend the requirement more widely. We recommend considering wider application, particularly within the Standard Market, to ensure that governance protections reach the segments where they are most needed. In order to maintain the distinct positioning of the two listing sections, with Prime having a higher quality of corporate governance targeting institutional investors, and Standard having the basic level of corporate governance appropriate for the open market, we recommend companies listed on the Prime Market to demonstrate substance beyond just ensuring the right quantity of independent directors, by also appointing an independent chair.	会社として取締役会議長・筆頭独立社外取締役を選定するべきかや、これらの者が取締役会等において果たすべき役割は、各上場会社の機関設計や各社の置かれている状況に応じて異なり得ると考えます。このような取締役会議長や筆頭独立社外取締役については、取締役会による経営陣に対する監督の実効性を確保する観点や、株主と企業の対話を充実させる観点から、原則４－12 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に対応することが期待されます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 支配株主を有するスタンダード市場上場会社においても独立社外取締役を過半数選任すべきとの点については、No.639 の回答をご参照ください。 Whether companies should appoint a board chair and a lead independent director, and what roles these individuals should perform on the board, could differ depending on the organizational structure and specific situations of each company. With respect to appointing a board chair and a lead

	Regardless of the market on which an issuer is listed, the strict monitoring of conflicts of interest is expected especially by independent directors but also the board, as outlined in Principles 4.3 and 4.8. Suggested wording: "Companies listed on the Prime and Standard Markets with a controlling shareholder should appoint at least the majority of their directors as independent directors, with issuers listed on the former to also appoint an independent chair or senior independent director" 【M&G Investments】	independent director, companies are expected to implement their own measures in light of the aim and spirit of Principle 4.12 and its Interpretive Guidance, from perspectives such as ensuring the effectiveness of board oversight and promoting dialogue between shareholders and companies. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up. With respect to your comment stating that companies listed on the Standard Market should appoint a majority of directors as independent directors, please see our responses in No.639.
660	The draft does nothing to further promote adoption of an independent chair or a lead independent director, both of which are rare in Japan. Without these roles, management retains too much control over key levers—including the board secretariat role described in the draft code itself. 【個人】	
661	The Code does not establish a clear expectation for an independent chair or Lead Independent Director (LID). Our position is that the chair should be an independent, non-executive director. Principle 4.12 should be strengthened to make an independent chair or LID an explicit expectation, with the LID designated as a shareholder contact and required to disclose their mandate and engagement activities. 【Norges Bank Investment Management】	
662	Mandate the Designation of a Lead Independent Director if the Board Chair is not independent: We observe that the Lead Independent Director plays a key role in protecting the rights of minority shareholders in many jurisdictions, particularly on boards where the Board Chair is not independent of management or represents and a controlling shareholder. As such, we recommend that Boards with non-independent Chairs should be required to appoint a Lead Independent Director (on a comply or explain basis). We also suggest that the Code designate the Lead Independent Director as responsible for dialogue with minority shareholders. In our view, such a role would facilitate more effective engagement between Boards and shareholders.	

	【Brickwood Asset Management】	
663	While recognising the diversity of board structures in Japan, we believe there is scope to strengthen board leadership independence. In this regard, the Code could consider encouraging, on a “comply or explain” basis, greater consideration of Chair independence and separation of the CEO and Chair roles as a preferred governance model. Where this is not adopted, companies could be encouraged to appoint a Lead Independent Director (or equivalent role) with a clear mandate to support independent oversight, including coordination among independent directors, oversight of CEO evaluation processes, and engagement with shareholders. This would represent a practical and incremental enhancement aligned with the continued evolution of Japan’s governance framework. 【GAM Investments】	
664	We consider the appointment of a Lead Independent Director to be important for strengthening board independence and effectiveness, particularly in companies where the board chair is not independent. As such, the appointment of a Lead Independent Director should be a requirement at Principle level where the chair is not independent. In numerous international CG Codes, the Lead Independent Director has additional responsibilities for shareholder engagement, not simply as an internal coordination function. We recommend that FSA consider this as an important element of the role and add relevant language to reflect this. According to the TSE White Paper on Corporate Governance 2025, only 2.9% of listed companies currently have an independent board chair. In contrast, we note that in Australia around 81% of listed companies have an independent chair, with approximately a further 10% appointing a Senior Independent Director or Independent Deputy Chair. Given the Code’s strong emphasis on robust independent oversight and constructive shareholder dialogue, we strongly recommend that the final Code provide clearer and stronger encouragement for the appointment of a Lead Independent Director. At a minimum, the Interpretive Guidance should elevate this role from being described as merely “one option” to a	

	recommended best practice, particularly for companies with a *kansayaku* board structure where independent leadership on the board is otherwise limited. Ideally, the reference should be restored to the Principle level itself. This would represent a meaningful step toward enhancing independent board leadership and improving the quality of shareholder engagement in Japan. 【Asian Corporate Governance Association】	
665	原則４－12 について、筆頭独立社外取締役の導入は我が国において必ずしも広く進んでいるとはいえないことから、コード本文ではなく好事例集等において、どのような役割が期待され、どのような効果が見込まれるのかが具体的にイメージできるよう、実務例をより充実させてお示しいただくことが有益と考えます。 【パナソニックホールディングス㈱】	
666	While the role is not yet common in the Japanese market, we have seen in other markets that an effective lead independent director can strengthen board independence, improve coordination among independent directors and provide an important counterbalance to a non-independent chair of the board. We therefore encourage Code to encourage more active use of the lead independent director role. Where the chair is not independent, companies should appoint a lead independent director with clearly defined responsibilities and sufficient authority. We suggest the following details to be considered: ・ The lead independent director should provide an independent counterbalance to the non-independent chair, help consolidate and communicate the views of independent directors, and ensure that independent directors are able to exercise effective oversight and challenge. ・ The lead independent director's responsibilities should include calling and chairing meetings of independent directors, ensuring independent directors receive timely and sufficient information, coordinating independent director input into board and committee agendas, leading or contributing to the evaluation of the chair, and supporting the	

	management of conflicts of interest where appropriate. ・ The lead independent director should also be available as a point of contact for shareholders, providing a structured and independent channel for constructive dialogue with the board's supervisory function. 【Federated Hermes Limited】	
667	The Code should more clearly address independent board leadership. As a matter of best practice, companies should appoint an independent chair. At a minimum, the designation of a lead independent director (LID) should be encouraged as an interim measure. We note that appointing an LID remains optional for companies retaining a *kansayaku* structure. Clearer expectations about the LID's authority, information access, and coordination would materially strengthen independence. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
668	In addition, while the Interpretive Guidance to Principle 4.12 recognises the appointment of a lead independent director as "one option" for facilitating communication and coordination, we are concerned that this formulation risks framing independent board leadership as discretionary rather than as a clear expectation. Given the importance of effective independent oversight, we believe the Draft Code should more clearly underscore the importance of independent board leadership. Clarifying these expectations would better empower boards to challenge management where necessary and promote more substantive compliance with the Draft Code's broader framework, related initiatives and guidelines issued by the TSE and the Ministry of Economy, Trade and Industry, and align with international best practices. 【Elliott Investment Management, L.P.】	
669	Principle 4.12 should ask Prime companies without a majority-independent board to appoint and empower a lead independent director with clearly disclosed authority, information access, agenda-setting rights, and responsibility for coordination among independent directors. We also recommend Principle 4.12 state that independent chairs are best practice, especially for companies with controlling shareholders, founder influence, complex related-party transactions, or recent governance failures.	

	【Oasis Management Company Ltd.】	
670	・ We note that the current draft does not address the role of either an independent board chair or a Lead Independent Director (LID). We suggest that the Code consider more explicitly encouraging the appointment of either, given their potential role in supporting board independence and effective challenge. ・ Where companies retain a *kansayaku* structure, the LID continues to be treated largely as an option in the Code. This is particularly relevant in a market where board chairs are often not independent. We therefore suggest that the Code consider clarifying the expected role of a LID (or equivalent), including as a point of contact for investor engagement and escalation where appropriate. Clearer expectations around the LID's authority, access to information, and role in coordinating independent directors would help strengthen how checks and balances operate in practice at board level. 【L&G ‐ Asset Management】	
671	The chair of the board plays a significant role in leading discussion and ensuring the effectiveness of the board. However, currently in Japan, the board is often chaired by the president or a former president or senior executive. This can suggest that there is no clear separation between executive and monitoring functions within the board. The chair should manage the board, while the CEO or president manages the day-to-day operation of the business. Combining these roles or having a non-independent chair can weaken independent oversight and concentrate power in one person. We recommend that the Code more clearly describe the role of the board chair and recommend that the Code encourage the role of the chair to be held by an independent director to support board effectiveness. 【Federated Hermes Limited】	
672	原則４－12 に、「株主との対話の必要性」を追加することを提案します。 現在の改訂案で、社外取締役と株主（投資家）の対話に言及しているのは、原則１－１（２）とその解釈指針ですが、この記述だけでは、「社外取締役	このような株主との対話に関しては、原則１－１（２）及びその解釈指針に加え、原則４－８においても、独立社外取締役に特に主導的に果たすことが期待される役割・責務として「少数株主をはじめとするステークホルダー

	が参加すべき議題、場面がなかった」とされる可能性があります。実際には、社外取締役が、適切な経営の監督や助言を行うに当たって、株主をはじめとするステークホルダーの期待や考え方を知ることは不可欠です。社外取締役の質と能力の向上に最も効果があるのは、株主とのフェイス・トゥー・フェイスの対話だと考えます。そのために、株主・投資家との対話の必要性を加えることを提案します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	の意見を取締役会に適切に反映させること」を明示するとともに、その解釈指針において、独立社外取締役が必要に応じて自ら株主との対話を行うことを例示しています。
673	解釈指針において、原則４－12 の主題である「独立社外取締役の機能発揮」を支える体制・環境の整備について広くカバーすることが適当といえ、このような連絡・調整や連携を支える体制として、取締役会事務局の機能強化なども想定される点に鑑みれば、筆頭独立社外取締役とあわせて、取締役会事務局がそのような連絡・調整や連携の結節点として機能することをも解釈指針で示すことを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。 なお、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みについては、原則４－14 解釈指針において、取締役会の審議の活性化を図り、また、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援体制の具体例として示しています。
674	独立社外取締役の機能発揮に向けて、取締役と内部監査部門との連携も位置付けることができるため、解釈指針で内部監査部門との連携のあり方をあわせて検討することが期待されるなどの記述を追加することも検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。 独立社外取締役の機能発揮に向けた取組みに関しては、原則４－14 解釈指針において「取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべき」ことを示しています。
675	Whilst we commend the extension of diversity to include other categories of diverse candidates, we strongly recommend the inclusion of explicit language on gender balance. In addition, corporates should be encouraged to run programmes to develop female talent to senior management and C-suite level to increase insider director representation of women. As noted in our 10 March letter, Japan's below-average performance on diversity metrics is documented in the OECD Corporate Governance Factbook 2025. We note that among the 18,088 internal directors, the proportion of women remains at only 3.4%. To further support the implementation of diversity measures, this could be integrated into board effectiveness provisions. Principle 4.12 (Effective Functioning of Independent Directors) should explicitly state that diversity considerations including gender, experience,	独立社外取締役としての役割・責務を適切に発揮するための前提として、原則４－13（１）では、独立社外取締役を含む取締役会の各構成員が備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定めること等を通じて、ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景を含む多様性と適正規模を両立させた取締役会を構成すべきことを示しています。 As a premise for independent directors to fulfill their roles and responsibilities, Principle 4.13 (1) states that the board should identify the necessary skills that each board member, including independent directors, should possess. By defining a balance of knowledge, experience, and skills, as well as board diversity and size, the board should be constituted in a manner that achieves an appropriate size while ensuring diversity in gender,

	nationality, age, and career background are essential to board effectiveness, not merely stakeholder cooperation goals. 【Asian Corporate Governance Association】	international experience, career experience, age, and cultural background.
676	「独立社外取締役は、他の独立社外取締役との間で、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。独立社外取締役は、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。」の「～図るべきである。」は「～を行う」とするべき。 【個人】	ご意見として承ります。
677	原則４－12 後段の経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る「体制整備を図るべき」主体について考えると、それは独立社外取締役ではなく、上場会社（又は取締役会）とすべきではないか。解釈指針に記載されている筆頭独立社外取締役が独立社外取締役の互選により決定されることから、その記述との関連で独立社外取締役が体制整備を図るべき、としたのかもしれないが、筆頭独立社外取締役を互選により決定することは果たして「体制整備」なのであろうか、疑問がある。もし独立社外取締役を主語としたままで原則４－12 後段を規定するのであれば、「体制整備を図るべき」に代えて、「に係る環境整備に努めるべき（取締役会の決議による体制整備の提案を含む）である」とすることを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
678	原則４－12 後段につき、独立社外取締役がそのような行動をとれるよう、上場会社（執行側）としてやるべきこともセットなのではないか。その観点で、原則４－14（３）に挿入した方が分かりやすいのではないか。取締役はたとえ独立取締役であっても取締役会の一員である点が監査役と異なるように思う。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　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		
第４章　原則４－13（１）		
679	We support the amended language on board diversity, which better reflects the objective of enhancing board quality and effectiveness. Continued progress in this area remains an important component of strong governance,	本改訂を評価いただきありがとうございます。 Thank you for your positive evaluation of the revision.

	such as requiring companies to clarify their rationale with regards to diversity and desired board composition and to have a more comprehensive and wide-ranging approach to candidate selection. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
680	We welcome the upgraded Principle 2.2 which strengthens expectations around disclosure of diversity policies, voluntary measurable goals, human resource development, and internal environment development. We agree that these elements are critical for sustainable business growth. From an investor perspective, diversity is most effective when it is embedded in the talent pipeline through workforce practices and reflected over time in board composition, refreshment, and succession. This is how diversity contributes to constructive challenge and effective decision-making at the board level. We are also supportive of retaining and broadening the treatment of diversity in the context of board effectiveness under the Principle 4.13. Taken together, Principles 2.2 and 4.13 play complementary roles. We do not view diversity as a matter of demographics alone. Achieving substantive diversity requires companies to support non-linear career paths and more flexible ways of working. In Japan, strong expectations of linear career progression can make it difficult for individuals who step back at certain life stages to return to senior decision-making roles. Enabling greater flexibility for men, as well as women, at different career stages is therefore important to broadening the pool of experienced leadership talent. Over the long term, these structural and cultural factors are what allow diversity to move from an aspiration to a sustained contributor to board effectiveness. Additionally, under Principle 4.13, we would recommend that the Interpretive Guidance explicitly reference regular external board evaluations as best practice, to avoid over-reliance on self-evaluations alone. 【L&G – Asset Management】	ご意見として承ります。 原則４－13（１）においては、取締役会の実効性確保のため、取締役会は、各構成員の知識・経験・能力を全体としてバランスよく備え、ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む様々な観点から多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき旨を示しています。 原則２－２については、No.313～No.339 の回答をご参照ください。 第三者による実効性評価については、No.697～No.703 の回答をご参照ください。 Your feedback has been noted. Principle 4.13 (1) states that in order to ensure board effectiveness, the board should be well-balanced in knowledge, experience, and skills. It should be constituted in a manner to achieve both diversity—including gender, international experience, career experience, age, and cultural background—and an appropriate size. With respect to Principle 2.2, please see our responses in No.313-No.339. With respect to the third-party board evaluation, please see our responses in No.697-No.703.
681	取締役会の構成の多様性の要素として述べられている「ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景」という例示のうち、「文化的背景」は削除すべきである。 文化的背景に関しては、人種・民族・門地・本籍・出生地・思想・信条等	ご意見として承ります。 原則４－13（１）は、取締役会における多様性の確保の重要性に鑑み、「ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景」を重要な例示として特筆しています。

	に関係するものもあり、その対象範囲を誤ると不当な差別等につながるものである。 【経営法友会】	「文化的背景」については、No.316 の回答をご参照ください。
682	原則４－13（１）に「ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む多様性」との記載があるが、原則２－２の修正と平仄を合わせて、「ジェンダーや」の「や」を「、」（読点）にすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
683	原則４－13（１）に「取締役の選任に関する方針・手続」との記載があるが、「指名」「選任」「選定」はそれぞれ意味が異なり、ここでは「取締役候補者の指名に関する方針・手続」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
第４章　原則４－13（２）		
684	The Code's diversity provisions address characteristics such as gender and nationality but do not address nomination process rigour. A process that draws from a narrow pool risks producing boards that are structurally independent but lack the breadth of perspective needed for effective oversight. Boards should have a formal nomination process extending to a broad range of candidates with different competences and backgrounds, and should disclose how that process ensures breadth of consideration. We recommend clarification within Principle 4.13 that boards should disclose how their nomination process ensures a wide range of competences and backgrounds is considered. 【Norges Bank Investment Management】	取締役会は、選任した取締役の能力等を一覧化した開示を行うのみならず、まずは自社の成長の道筋等の戦略的な方向性に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性、規模等に関する考え方を定めることが求められます。 それぞれの取締役や監査役が備えるべき具体的なスキル等については、各社の業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等に応じて判断されるべきであり、各社において、原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 また、原則３－１（４）及び原則３－１（５）は、取締役会が経営陣の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続、個々の選解任・指名についての説明を開示することを求めています。原則３－１に基づく開示を行うに当たっては、原則４－13（１）の趣旨・精神も踏まえることが期待されます。 The board should not only disclose a list of skills of appointed directors but also identify the specific skills that the board should possess in light of its strategic direction, including its path for growth. Furthermore, the board should establish a clear policy regarding the overall balance of skills, experience, diversity, and board size as a whole.

		The specific skills required of each director and *kansayaku* should be determined based on the industry, scale, business characteristics, organizational structure, and external environment surrounding each individual company. Accordingly, companies should make independent determinations based on their specific situations, while remaining aligned with the aims and spirit of Principle 4.13 and its Interpretive Guidance. Principles 3.1 (4) and (5) state that companies should disclose board policies and procedures for the appointment and dismissal of management, as well as for the nomination of director and *kansayaku* candidates, and explanations for individual appointments, dismissals, and nominations. When making disclosures based on Principle 3.1, companies should determine the appropriate content in light of the aim and spirit of Principle 4.13 (1).
685	現在の役員スキルマトリクスでは、「IT」「AI」「DX」など、粒度の粗い分類が多い。しかし AI 時代では、「何を監督・判断できるか」をより具体的に開示する重要性が高まる可能性がある。例えば単なる「AI 知見」ではなく、AI 導入監督、運用安全性（Operational Safety）、人間による監督（Human Oversight）、AI 運用、段階的上申（Escalation）設計、AI リスク管理、組織導入、AI 戦略など、役割・責任単位での整理が考えられる。 また、今後 AI 導入状況の開示重要性が高まる場合には、単なる「AI 活用中」ではなく、導入範囲、人間関与水準、停止権限、重要判断への利用有無など、実態把握可能な粒度の整理が望ましい可能性がある。 参考イメージとして、AI 導入・運用段階について、０：未導入、１：個人補助、２：業務支援、３：判断補助、４：部分自律、５：全社統合、６：停止・重要判断含む高度統合、などの整理も考えられる。 AI 時代のコーポレートガバナンスでは、単に「AI を導入したか」ではなく、「判断構造（Judgment Structure）をどう設計・維持するか」が、企業価値、説明責任、実効性、市場との信頼形成に直結する可能性が高まると考える。 【プロスペリティ株式会社】	取締役会は、選任した取締役の能力等を一覧化した開示を行うのみならず、まずは自社の成長の道筋等の戦略的な方向性に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性、規模等に関する考え方を定めることが求められます。 それぞれの取締役や監査役が備えるべき具体的なスキル等については、ご指摘のような要素を含め、各社の業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等に応じて判断されるべきであり、各社において、原則４－13及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。
686	We would like to comment on auditing and accounting expertise on the board. In our experience, significant instances of corporate value destruction are often associated with weaknesses in accounting practices or audit	The board should not only disclose a list of skills of appointed directors but also identify the specific skills that the board should possess in light of its strategic direction, including its path for growth. Furthermore, the board should establish a clear policy regarding the overall balance of skills, experience, diversity, and board size as a whole. The specific skills required of each director and *kansayaku* should be determined based on the industry, scale, business characteristics, organizational structure, and external environment surrounding each individual company. The factors you have noted may also be taken into

	oversight. From this perspective, we welcome the clearer emphasis under Principles 4.6 and 4.13 on the importance of audit and accounting expertise at the board level, as well as the requirement to appoint at least one individual with financial and accounting expertise. At the same time, the existing language does not clearly indicate whether such an individual is expected to be independent, nor does it specify the degree of practical, hands-on experience envisaged. To strengthen the effectiveness of oversight in practice, we believe it would be helpful for the Code to more clearly highlight the importance of appointing an independent director or statutory auditor with deep, practical auditing and accounting experience. 【Northern Trust Asset Management】	consideration. Consequently, companies should make independent determinations based on their specific situations, in light of the aims and spirit of Principle 4.13 and its Interpretive Guidance.
687	Principle 4.10 it is widely acknowledged that the quality of independent directors is poor, both in terms of skill and true independence (also not reliant on fees from the company). I think it is vital to ask companies to search wider and look for people with overseas board experience as that will change the nature of discussion on the board - to do that effectively also means companies being more pragmatic on how many board meetings are actually needed for setting & reviewing strategy. There is one other thing that is troubling: we often see a director stepping down early, “for personal reasons”. That is not good enough as it is very often down to a disagreement with the CEO and shareholders should be made aware of that. 【Codrington Japan】	
688	取締役会の構成については、スキル・マトリックスが形式的な一覧表にとどまり、「なぜそのスキル構成が必要なのか」「経営戦略とどう関係するのか」という構成理由が伝わりにくいという課題があります。知識・能力面の多様性と属性面の多様性それぞれ整理して説明することを促すことで、取締役会の構成方針がより明確に伝わるようになると考えます。 【個人】	
689	原則４－13（２）の「独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである」について、経営経験について読み手によって複数の解釈が成り立つものと考えます。ですので、経営経験について解釈の幅を狭め	

	るための具体例を記載してはどうでしょうか。原則４－３および原則４－９の趣旨に鑑みると、経営陣の後押しや健全なリスクテイク・CEO の選解任について独立した立場で役割を発揮できるのは、社長・CEO 経験者と考えられますので、具体例には明確に「社長・CEO 経験者を想定」に記載しても良いと考えます。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	
690	原則４－13（２）について、「他社での経営経験」は会社役員の地位にあった者なのか、部長クラスで足りるのか、各社で判断するのか、社外取締役招聘にも影響があるため解釈指針に明示することが望ましい。 【全国株懇連合会】	
691	As a practical measure to support greater participation of diverse and international candidates, we recommend that the Interpretive Guidance under Principle 4.13 (Preconditions for Board Effectiveness) or Principle 4.14 (Active Board Deliberations) encourage companies to review, and where appropriate, reduce the frequency of board meetings, while conducting less frequent but more effective meetings that facilitate open and constructive dialogue among board directors. The practice in Japan of holding board meetings on a monthly basis rather than quarterly as in other markets inhibits the appointment of foreign directors. The low levels of foreign directors on Japanese boards hinder the incorporation of international perspectives and limits the ability of Japan's governance reforms to align with global best practice. 【Asian Corporate Governance Association】	取締役会における多様性の確保については、No.685～No.690 の回答をご参照ください。 取締役会の開催頻度については、No.751 の回答をご参照ください。 With respect to ensuring board diversity, please see our responses to No.685-No.690. With respect to the frequency of board meetings, please see our responses to No.751.
692	原則４－13（１）では、取締役の多様性に言及されています。我が国の上場会社においては、資本市場やコーポレート・ファイナンスに知見のある取締役が少なく、そのことが企業価値向上の取組みに繋がりにくい要因になっているものと考えられます。取締役会の実効性向上には特に資本市場やコーポレート・ファイナンスに知見のある取締役の存在が重要であることを追記していただくことを要望します。 また、原則４－13（２）では、「監査役には財務・会計に関する十分な知見を有している者を選任すべき」としていますが、すでにプライム上場企業において、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社が過半数になって	取締役会における多様性の確保については、No.685～No.690 の回答をご参照ください。 なお、本コードにおいて特定の機関設計を想定した記載ぶりとなっている原則について、他の機関設計を選択する上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用することが想定されています。

	いることを踏まえ、監査役に限らず「監査役・監査委員・監査等委員」とするべきであると考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
693	日本企業では、最高財務責任者（CFO）を設置する企業は未だ過半数には至っていません。また、取締役会構成に関しても、コーポレートファイナンスを理解する取締役は必ずしも十分ではありません。そのような状況において、成長投資の活用のみが強調されますと、結果として価値創造につながらない投資を招くおそれもございます。業務執行取締役と独立社外取締役の双方に、コーポレートファイナンスに通じた人材が含まれることが望ましく、また成長投資に関する開示は、ハードルレートや目指す価値創造の水準を、可能な範囲で定量的に示すことが望ましいと考えます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	ご意見として承ります。 原則４－９では、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役等の候補者として選定すべき旨が示されています。 独立社外取締役に求められる具体的な資質については、各社において、原則４－９及び原則４－13 並びにこれらの解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。 成長投資等に関する具体的な説明方法については、各社において原則４－１及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されますが、かかる趣旨・精神及び自らの置かれた状況を踏まえ、具体的に、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明することが重要と考えられます。
694	原則４－13（２）に「独立社外取締役には、他社で経営経験を有する者を含めるべきである」との記載があるが、本原則は「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」に係る原則であるから、監査役に関する記載より前に記載するのが順序として適切である。また、監査役に関する記載と平仄を合わせて、「独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者が１名以上選任されるべきである。」とすべきである。 【個人】	ご意見として承ります。
695	原則４－13（２）で監査役の資質に続けて同じ段落で独立社外取締役の資質を記載するのは好ましくないように思われます。両者は性質の異なる機関ですので、段落を変えたほうがよいのではないでしょうか。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご指摘を踏まえ、「独立社外取締役には（略）」から始まる文章を改行しました。
696	監査役に求める内容に独立社外取締役に求める内容が繋がって、混乱を招いている。 修正案： （２）監査役には、… （３）独立社外取締役には、…	

	（４）取締役会は、… 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	
第４章　原則４－13（３）		
697	We welcome the additional focus on board diversity and the relevance of skills, including the provision that at least one director should have relevant management experience from other companies. However, we recommend strengthening Principle 4.13.3 on board effectiveness evaluation by explicitly linking it to capability enhancement. Board evaluations should assess whether the board possesses the necessary collective skills and expertise aligned with the company's strategy and risk profile. The results should lead to concrete, disclosed follow-up actions such as changes in board composition, targeted training programmes, or improvements in information flows and the nomination committee should explain how evaluation findings have influenced director appointments and reappointments. We further urge that larger companies (particularly Prime Market issuers) be required to undertake externally facilitated board evaluations periodically (e.g., at least every three years) for a more comprehensive and objective assessment. This aligns with international best practice: the UK Corporate Governance Code (Provisions 21 and 23) requires FTSE 350 companies to commission an externally facilitated board performance review at least every three years, with the annual report disclosing how the review was conducted, its outcomes and actions taken, and how it has influenced (or will influence) future board composition. External board evaluation is referenced and/or encouraged in other corporate governance codes, including the ASX Corporate Governance Principles and Recommendations (Recommendation 1.6), HKEX Corporate Governance Principles (B.1.4) and Singapore Code of Corporate Governance (Principle 5). 【Asian Corporate Governance Association】	ご意見として承ります。 原則４－13（３）は、取締役会に対して取締役会全体の実効性評価を行い、その結果の概要を開示することを求めており、その解釈指針では、取締役会の実効性評価を行うに当たっては、取締役会としてどのような機能を発揮すべきかを踏まえた評価を行うことが効果的である旨が示されています。 これは、取締役会は自らの在り方について不断に検討を行うことが求められるところ（基本原則４解釈指針）、取締役会に対して、自ら定めた「在るべき姿」や「在り方」を念頭に実効性評価を行うことを期待するものです。 いかなる手法によって評価を行うかは、その有用性は各社の置かれた状況により異なると考えられるため、各社において、原則４－13 の趣旨・精神に照らし、自律的に対応することが期待されますが、第三者による評価（他己評価や第三者機関の活用を含みます。）等も有用な選択肢であると考えられます。 また、実施した実効性評価の概要として開示する内容についても自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されますが、株主等のステークホルダーとの建設的な対話に資するよう、原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らして判断することが期待されます。 Your feedback has been noted. Principle 4.13 (3) states that the board should analyze and evaluate the effectiveness of the board as a whole, and should disclose a summary of the results. Its Interpretive Guidance states that when evaluating board effectiveness, it is beneficial to conduct assessments that take into account how the board should function in order to fulfill its roles and responsibilities. These requirements stem from the expectations that the board should persistently consider its "ideal state" (Interpretive Guidance for General Principle 4) and conduct evaluations of board effectiveness with that identified "ideal state" in mind. The specific means companies use to execute these evaluations, as well
698	取締役会が自ら評価するのみでは自己評価に陥る懸念があるため、原則４－13（３）の実効性評価を活用するなど、第三者性を確保する仕組みを検討することを要望する。 また、取締役会議長は社外独立取締役が担うことをより強く示唆すること	

	も、監督機能の強化に資すると考える。 【個人】	as the effectiveness of those methods, will differ depending on each company's specific situation. Accordingly, companies are expected to implement their own tailored measures in light of the aim and spirit of Principle 4.13. Utilizing a third-party evaluation (including retaining an independent third-party evaluator) can serve as a beneficial option. Companies are expected to independently determine the specific content of their disclosed summary regarding board effectiveness evaluation results. However, in order to promote constructive dialogue with shareholders and other stakeholders, companies should determine this content in light of the aim and spirit of Principle 4.13 and its Interpretive Guidance.
699	In order to further strengthen the effectiveness of the revised Code, we recommend: Enhanced accountability for underperforming boards ・ Consider encouraging disclosure of key outcomes from board effectiveness reviews, not just process descriptions. 【Robeco】	
700	取締役会の実効性評価を毎年実施し、その結果概要も開示済みの会社において、複数年にわたって同じ課題が繰り返し掲載され、課題に対する対応状況が不明であるケースが散見される。開示内容に対する最低限の要求事項を以下のように追記することを提示したい。また、取締役会の実効性評価の透明性及び実効性の向上のため、外部機関による評価も義務付けるべきである。 修正案（下線部分を追加）: 取締役会は、毎年、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。実効性の分析・評価結果の概要では、①課題に対する対応策、②その実施状況、③解決を想定する時期を報告すべきである。また、これらの自己評価とは別に、適切な時期に第三者機関による評価を実施すべきである。 【一般社団法人　資産運用業協会】	
701	取締役会の実効性評価の透明性を担保するためにも、第三者による評価がスタンダードとなるよう促すべき。 修正案： 「実効性評価の方法は、自己評価（各取締役が自ら及び取締役会全体についての評価を行う）や第三者評価など様々な方法が考えられる。取締役会は、その説明責任を果たす上で適切な方法を選択し、説明を行うべきである。」 【Market Forces Limited】	
702	各取締役が戦略・リスク等の重要課題に対し、どのような具体的貢献（問題提起、是正勧告等）を行ったかという「活動実績の質」を企業に個別に開示させるべきである。 取締役会に求められる主たる監査機能は、「経営判断の妥当性」に対する実質的な監督である。しかし現状は、取締役会の構成要件を満たすといった	

	形式面の整備に終始し、監督の「質」が不透明になりがちである。この形式主義を打破し、株主が個々の貢献実績に基づいて「監督の質」を検証できるようにすることが、ガバナンスの実質化には不可欠である。 【一般社団法人コーポレートアクションジャパン】	
703	We welcome the upgrade of board effectiveness evaluations to a Principle. For the avoidance of doubt, the text should make explicit that this evaluation refers to how the board functions in order to fulfil its roles and responsibilities as set out in Principle 4.8 and is not limited to assessing board composition, diversity, skills matrix, or size. Suggested wording: "(3) The board should annually analyse and evaluate effectiveness of the board as a whole, including against the roles and responsibilities in Principle 4.8, and should disclose a summary of the results." 【M&G Investments】	
704	「毎年」については、「定期的に」にすべきと考えます。 取締役会の実効性については、各社において達成状況や課題について差異があり、課題によっては、単年ではなく複数年かけて対策が効果を発揮し、評価可能となるものもあります。全社一律に毎年の評価実施及び結果概要の開示を義務付けるのではなく、実施時期を「定期的に」として幅を持たせ、各社の判断で、自社の実効性の状況に応じて実施できるようにすべきと考えます。 【出光興産株式会社】	ご意見として承ります。 取締役会がその役割・責務を実効的に果たすためには、各取締役の職務遂行の状況のみならず、取締役会全体が適切に機能しているかを定期的に検証し、その結果を踏まえ、問題点の改善や強みの強化等の適切な措置を講じていく、という継続的なプロセスが必要になると考えられます。また、こうした取締役会評価の結果の概要の開示を行うことにより、株主等との建設的な対話の材料となり、結果としてステークホルダーの信認を獲得し、その支持基盤の強化に繋がることも期待できると考えられます。 このような考え方の下、原則４－13（３）は取締役会全体の実効性評価を一つの目安として毎年行うことを求めていますが、本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用していることから、上場会社は、自社の置かれた状況や原則４－13（３）の趣旨・精神に照らして、実効性評価を毎年行うことが適切ではないと考える場合には、形式的な実効性評価を毎年行うことにより同原則をコンプライするのではなく、エクスプレインを選択し、実施しない原則に係る自らの対応について、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同原則の趣旨・精神に照らして工夫し丁寧に説明すべきと考えられます。
705	取締役会の実効性評価については、開催頻度も含め、各社の実情に合った評価の在り方が認められるべきであり、原則の表現としては「毎年」ではなく「継続的に」などと修正すべきと考える。少なくとも、「原則として毎年」などとして、各社の裁量が認められるべき。 【ソニーグループ株式会社】	
706	原則４－13（３）について、取締役会の実効性評価の頻度は、「毎年」ではなく、「定期的に」等の表記にしてはどうか。過去 10 年間の実効性評価の積み重ねにより、形式的にも実質的にも、多くの企業で取締役会の実効性が向上し、年々、改善すべき課題は少なくなりつつある（「中長期的なテーマに関するアジェンダ設定」等の定性的かつ継続的なテーマに課題が集約され	

	てきている）。取締役会の実効性評価にあたっては、相当の事務負担が発生するとともに、第三者機関を活用する場合には費用も僅少ではない。取締役会の実効性評価のタイミングは、上場会社それぞれの置かれた状況によって異なるため、その頻度は「定期的に」等として各社に委ねることが望ましい。 【全国株懇連合会】	
707	取締役会の実効性評価の重要性に鑑み、これを原則に格上げしたことに賛同し、評価するが、取締役会だけでなく、任意又は法定の委員会の実効性評価をあわせて実施することが望まれることを解釈指針において示すべきである。原則４－７の解釈指針に記載されるとおり、委員会は「経営陣・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化する観点」から重要であり、取締役会全体の実効性の評価をその機能向上につなげることを考えるうえでも、取締役会に限定せずに、その機能を支援する委員会の実効性をも評価することがむしろ自然かつ合理的というべきだからである。少なくとも、プライム市場上場企業について、解釈指針において、ベストプラクティスとして委員会の実効性評価の実施と開示が望ましい等とすることが適切である。なお、2021 年改訂の投資家と企業の対話ガイドライン３－７において、すでに「取締役会の実効性確保の観点から、各取締役や法定・任意の委員会についての評価が適切に行われているか。」という視点が対話項目として示されており、また先進的な企業において委員会の実効性評価の開示も行われていることから、解釈指針において言及したとしても、唐突感はないというべきである。 【上場会社法制の在り方を考える会】	いただいたご指摘については、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。
708	コーポレートガバナンス・コードの改訂にあたっては、取締役会の実効性を、形式的な体制整備のみならず、実質的な議論の質、透明性、再現性の観点から高める方向での見直しを期待する。 特に、①取締役会運営の可視化・定量化、②取締役会事務局機能を支えるデジタルツールの活用推奨、③AI の活用による議論の高度化、の３点について、今後の原則、補充原則、または開示上の考え方として明確化を検討いただきたい。 【取締役会の可視化・定量化について】 取締役会は、その実効性向上の観点から、審議内容、議題構成、討議時間、発言状況その他の運営実態について、適切な方法により定量的に把握・分析	ご意見として承ります。 原則４－13（３）は、取締役会に対して取締役会全体の実効性評価を行い、その結果の概要を開示することを求めており、その解釈指針では、取締役会の実効性評価を行うに当たっては、取締役会としてどのような機能を発揮すべきかを踏まえた評価を行うことが効果的である旨が示されています。 これは、取締役会は自らの在り方について不断に検討を行うことが求められるところ（基本原則４解釈指針）、取締役会に対して、自ら定めた「在るべき姿」や「在り方」を念頭に実効性評価を行うことを期待するものです。 いかなる手法によって評価を行うかは、その有用性は各社の置かれた状況により異なると考えられるため、各社において、原則４－13（３）の趣旨・

	し、その改善に活用すべきである。 　現状、多くの企業において、取締役会の実効性評価は定性的な記述にとどまりやすく、投資家や株主のみならず、社内においても改善の起点となる客観的把握が十分でない場合がある。 　例えば、以下のような情報は、機微情報や営業秘密に過度に踏み込むことなく、取締役会運営の改善に有用であると考えられる。 ・　説明時間と討議時間の割合 ・　報告議案、決議議案、審議議案等の比率 ・　中長期戦略、人材戦略、リスク管理、資本政策等、議題カテゴリーごとの時間配分 ・　社外取締役を含む各取締役の発言機会や発言割合 ・　事後報告型議案と事前討議型議案の構成比 ・　取締役会で継続審議となった議案や差戻しとなった議案の件数 　こうした定量情報は、取締役会が「形式的に開催されているか」ではなく、「どのような議論がなされているか」を把握する手がかりとなり、実効性評価の高度化、事務局機能の改善、取締役会アジェンダ設計の見直しにつながる。 　そのため、CG コード上またはガイダンス上で、各社の規模、業種、機関設計に応じた柔軟な形で、可視化・定量化の実施・開示を推奨することが望ましい。 文言イメージ 　「取締役会は、その実効性向上の観点から、審議内容、議題構成、討議時間、発言状況その他の運営実態について、適切な方法により把握・分析し、その改善に活用すべきである。」 【ミチビク株式会社】	精神に照らし、自律的に対応することが期待されます。 　なお、本改訂においては、会社が特に注力すべき点が明確になるよう、ガバナンスの中核となる箇所を原則に格上げする一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除すること等により、従前の補充原則の再整理を行っています。
第４章　原則４－13（その他）		
709	現行のコーポレートガバナンス・コードでは、「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」との記載にとどまっており、具体的な判断の目安が示されていない。 　このような抽象的な表現の下では、各社・各個人の判断に委ねられる余地が大きく、社外役員に求められる実質的な関与や職務遂行能力の水準について、市場参加者間で必ずしも十分な共通理解が形成されているとは言い難	ご意見として承ります。 　社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役が自らの役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力は会社によって異なることから、各社において原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 　その際に、会社として必要に応じて諸団体によって公表されているガイド

	い。 　他方で、日本弁護士連合会が公表している「社外取締役ガイドライン（2023 年改訂版）」においては、社外取締役が複数の上場会社の役員を兼任する場合の留意点として、実質的な職務遂行能力の観点から、兼任数は原則として３社程度が望ましいとの考え方が示されている。 　法律専門家団体が具体的な数値を示している点は重く、コーポレートガバナンス・コードにおいても、これと整合的な基準を明示することは、社外役員の兼任に関する検討において、より慎重かつ実質的な判断を促すことにつながると考える。 【個人】	ライン等を参考にされることは、原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に反するものでなく、かつ、当該ガイドライン等が当該会社に適切に適用される限りにおいて否定されるものではありません。
710	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っては、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・監査役にあっては、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っては合計で２社）を上限とすべきである。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	
711	社外取締役の成り手が不足しているという名目で、社外取締役が多くの会社を兼務するケースがみられる。従来からも問題視されており、若干改善が見られるが、最近では女性社外取締役が多くの会社を兼任するケースが増えていると感じる。取締役会の役割と責務が、従来の経営の監督から企業戦略等の経営の基本的な方向付けにシフトしてきており、社外取締役が担っている責任は更に大きくなっている。従って、十分な時間を確保する観点からも、兼任数に制限を掛けるべきではないか。具体的には、社外取締役の独立性を担保出来ているかどうかにつき解釈指針で説明することを求めるよう提言	

	する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	
712	監査役会の実効性評価について、解釈指針において、監査役会の実効性評価の実施と開示も期待される旨の記述を追加することも検討されたい。日本監査役協会の「監査役会等の実効性評価」の実施と開示の状況」（2024 年 12 月）において、19.8%が実施し、（インフォーマルな形式であるが）振り返りを実施しているとの回答 41.8%と報告されており、原則に盛り込むには時期尚早であるとしても、解釈指針において、プライム市場上場企業を念頭に、グッドプラクティスとして言及することを検討されたい。 【上場会社法制の在り方を考える会】	ご意見として承ります。
713	＜改訂案＞　※下線は当会意見に基づく修正案 【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】 （１）取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきであり、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定すべきである。その上で、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。 （２）監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する経験に基づく十分な知見を有している者が１名以上選任されるべきである。独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。 （３）取締役会・監査役会は、毎年、取締役会全体及び監査役会の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。 解釈指針 取締役会は、その役割・責務を果たし、経営戦略や経営計画を実行・実現するため、自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定めるべきである。その上で、例えば、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスを開示するなど、本原則の趣旨を踏まえた	

	開示を行うべきである。監査役についても、監査役会の実効性を確保する見地から、各監査役の知識・経験・能力等を一覧化したスキル・マトリックスの開示などを行うべきである。 　また、社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。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、その数は合理的な範囲にとどめるべきである。 　なお、取締役会・監査役会の実効性評価を実施するに際しては、自らの役割・責務を果たすために、取締役会・監査役会としてどのような機能を発揮すべきかを踏まえた評価を行うことが効果的である。評価の手法についても様々な方法が考えられるが、例えば、まずは各取締役及び各監査役が自らについて、~~及び~~並びに取締役及び監査役にあっては取締役会全体について~~の~~、監査役にあっては監査役会について、それぞれ評価を行うことが考えられる ＜当会の意見＞ ① 原則４－13（２）に、「経験に基づく」を追加する。 ② 原則４－13（３）に、監査役会を二箇所に追加する。 ③ 原則４－13 解釈指針全体に、監査役会の実効性確保についての記述を追加する。 　昨今の上場企業における相次ぐ会計不正の発生は、企業のコーポレートガバナンス体制整備が未だ不十分であることを露呈し、国内はもとより国際的にも、日本におけるコーポレートガバナンス体制の更なる強化と整備が求められている。 　その批判の視野には、監査役・監査役会の監査が、不正に係る予防統制及び発見統制のいずれの局面においても十全に機能していなかったことも含まれている。すなわち監査役・監査役会の実効性につき世論から厳しく問われているといえよう。 　このような見地から、監査役・監査役会の実効性は、取締役会の実効性と並び、あるいはそれ以上に、監査役・監査役会の存在意義を問うことと同旨であるとともに、企業のコンプライアンス体制構築における重要な論点の一つに他ならない。 　これらの見地から、原則４－13 及びその解釈指針について当会の意見を	

	提出する。 ①について 　監査役・監査役会が実効性を備えるためには、監査役が備えるべき資質の一つとして改訂前コード原則４－13（２）に明記されている「財務・会計に関する十分な知見」では十分ではない。監査役・監査役会が実効性を発揮するためには、財務・会計に関する知見は、単なる机上論や資格に基づく知見ではなく、これまでの財務・会計に関する豊富な経験の積み上げに支えられた知見こそが必要となり、その必要性は、度重なる上場企業の会計不正事案の発生により明らかである。ついては、監査役が備えるべき資質のひとつとして、単に「財務・会計に関する十分な知見」から、「財務・会計に関する経験に基づく十分な知見」と改めるべきである。 ②について 　度重なる上場企業の会計不正事案の発生により、取締役会の実効性にとどまらず、あるいはそれ以上に、監査役・監査役会の実効性、ひいては存在意義自体が国内外から問われている。 　従って、原則４－13（３）においては、取締役会の実効性に係る分析・評価・開示が求められているところ、監査役会についても、取締役会同様、またはそれ以上に、実効性評価を確実に実施し、監査役会の実効性に係る分析・評価・開示が必要であると考える。 　そこで、原則４－13（３）において、「取締役会」とあるところに監査役会を併記し、「取締役会・監査役会」に改め、監査役会の実効性に係る分析・評価・開示についてもコンプライ・オア・エクスプレインの対象とすることにより、上場会社に対して、監査役会の実効性評価の毎年の実施をはじめ、監査役会の実効性に係る分析・評価・開示を促すことが重要であると考える。 ③について 　上記②の見地から、原則４－13 の内容の具体化を行う解釈指針において、取締役会と並び監査役会を併記するように改めることにより、監査役会の実効性評価の実施に関する考え方を明らかにするとともに、取締役と同様に、各監査役の知識・経験・能力等を一覧化したスキル・マトリックスの作成・開示など、監査役の実効性に係る分析・評価・開示に係る具体的な考え方を示すことが必要と考える。 【一般社団法人監査懇話会】	

714	原則４－13 の解釈指針に「社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべき」との記載があるが、「業務」と「職務」はそれぞれ意味が異なり、また、業務執行を行わない社外役員も対象に含まれているため、ここでは「職務」を使用すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－14　取締役会における審議の活性化等		
715	「…努めるべきである。」とされているが、例外的に原則４－14 をやらなくていい状況はあるのか。 情報アクセスが制限される､経営者が情報を出さないのであればまずその情報を得るための議論・意見交換をやらないといけませんよね。 常勤でない社外役員に関してもそもそも時間を取れない人を社外役員にしてはいけません。 かけもちで３社４社は荷が重いのも当然です。 スタンダード市場の小規模な上場会社だって会社全体の中では大きな部類に入るわけで本来なら片手間でやれるような仕事ではない。 余所者の話は聞きたくないけど制度だから仕方なく社外役員を選任しているという会社に関してはもう論外です。 重複があるからそれを整理して説明責任のない解釈指針に落としたという説明が随所にありました。 しかしここではなぜわざわざ同じ重複する意味の「努める」と「べき」を使っているのですか。 「努める」だけでも義務でないことが伝わりますけどそれに重複して「べき」って付けているのはよほどやりたくないということですか。 【個人】	ご意見として承ります。 なお、取締役・監査役がその役割・責務を実効的に果たすためには、社外を含めた取締役･監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うことが重要です。 また、独立社外取締役はその役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力をその業務に振り向けるべきであり、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旨を改訂版コード原則４－13 解釈指針に記載しています。
716	本コードは、上場会社のコーポレートガバナンスの整備について、取締役会、取締役、監査役、経営陣の役割を具体的に示す行動指針である。その中で、（３）の「上場会社は」という主語は、誰に求めているのか不明であり、不適切であるため、「取締役会は」とすべき。 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	取締役会を支える部署等の人員面を含む取締役･監査役の支援体制の整備については、取締役会のみならず、会社全体で組織的に取り組むべきと考えられるため、その主体については取締役会に限定せず、「上場会社」としています。

717	取締役会の実効性を確保する役割は、取締役（会）自体が担うべきものであり、事務局が審議事項を定めるなど、運営を能動的に求めること自体、コーポレートガバナンスの主旨に反するものではないか。事務局が会議体の審議事項に能動的に関与することで、取締役会が官僚的になり、旧日本陸軍の統合参謀本部のような企業経営がなされることを懸念する。 【松井証券株式会社】	ご意見として承ります。 原則４－14 解釈指針の記載は、取締役会事務局が取締役会の責務を代替することを求めるものではなく、あくまで取締役会の審議の質を高めるための支援機能として、議題設定や会議運営の面で能動的に関与することの重要性を示したものであり、その趣旨は、取締役会が主体的な判断・意思決定を行うことを前提としつつ、その実効性を確保するための補完的役割を期待するものです。そのため、事務局の関与によって取締役会の主体性が損なわれることを意図するものではありません。 上場会社は、自社の置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。
718	取締役会の独立性が増す中、取締役会事務局の役割は重要と考える。 2025 年６月に公表されている、アクションプログラム 2025 では、『取締役会事務局は、執行におもねることなく』などの記載もあるが、独立した取締役会に対し、適切な役割を果たすには、サラリーマン体質では無理で、プロフェッショナルとして、確立する必要がある。 政府としても、この育成のために教育システムの構築などに取り組む必要があると考える。 【一般社団法人　資産運用業協会】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、取締役会の独立性が高まる中で、その実効性を支える取締役会事務局の役割は重要性を増していると考えられます。原則４－14 においても、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の強化に言及することにより、取締役会の審議の質の向上を支える体制整備の重要性を示しています。 また、ご指摘のとおり、取締役会事務局機能を担う人材の確保や育成の在り方は実務上重要な課題であり、各社における検討に資するよう、金融庁は、事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
719	独立社外取締役の監督機能の支えとなる「コーポレートセクレタリー」とは何か、従来の取締役会事務局とはどのように異なり、先行事例ではどのような役割を発揮してきたのかといった点については、コード内外で丁寧な説明が望まれると考えます。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	原則４－14 解釈指針では、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）が果たすべき役割について、単なる事務機能にとどまらず、取締役会の審議の充実に資する支援機能としてその重要性を示しつつ、適切な審議事項を定めるなど、会議運営を能動的に行うことが望ましい旨を記載しています。
720	原則４－14 解釈指針において、コーポレートセクレタリーが取り上げられています。取締役会の機能強化の観点から、コーポレートセクレタリーの必要性について取り上げることは賛成です。 しかし、改訂案では「いわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組み」となっていますが、この書き方では取締役会事務局＝コーポレートセクレタリーと同じものと矮小化されて理解されるのではないかと危惧します。従来の日本企業における一般的な取締役会事務	なお、「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを理解しやすく示すための参考的な表現として用いたものです。 取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられ、実務の多様性も踏まえると、

	局とは違うものであることがわかるような記述をお願いしたいと思います。 一つの提案として、「取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局の機能強化等の取組みを推進することも重要である。例えば、欧米で広く取り入れられているコーポレート（カンパニー）セクレタリーの役割を参考にすることも有益である。」などとすることで、コーポレートセクレタリーが日本の従来の取締役会事務局とは異なるものであることが明確になるのではないでしょうか。 あわせて、コーポレートセクレタリーがどのようなものであるかの啓蒙活動もご検討ください。 また、この解釈指針に記載されている内容は、いわゆる事務局仕事に偏りすぎており、取締役会事務局が取締役会と株主・投資家をつなぐ役割を持つという点を追加するべきであると考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	コードにおいて一律に示すことには必ずしもなじまないと考えられます。 金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会事務局の在り方も含めた取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集 2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
721	本改訂案において、独立社外取締役の役割・責務の明確化や実効性向上に向けた環境整備の重要性が強調されている点については、取締役会の監督機能強化の観点から適切な方向性であると考えます。 そのうえで、独立社外取締役を含む取締役会の機能発揮を支援する体制として、事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化が言及されている点に関しまして、監査等委員会設置会社における監査等委員会事務局の役割についても併せて言及いただければ幸いです。 監査等委員会設置会社においては、監査等委員は取締役としての地位を有しつつ、取締役の職務執行を監査するという重要な役割を担っており、取締役会における監督機能の一翼を実質的に構成しています。このような枠組みの下、監査等委員会事務局は、 ・　監査等委員による情報収集・分析の支援 ・　取締役会および重要会議体に関する情報の整理・提供 ・　内部監査部門や会計監査人等との連携支援 等を通じ、ガバナンスの実効性向上に日常的に寄与しており、その役割の重要性は今後さらに高まるものと考えられます。 したがって、取締役会の支援体制の高度化を促す観点からは、取締役会事務局に加え、監査等委員会事務局についても、ガバナンス向上に資する重要な支援機能として位置付け、その機能強化を促す旨の記載を検討いただくこ	原則４－14 解釈指針は、「取締役会やその傘下の各委員会の会議体が実効性ある議論の場となるよう、（略）それらの運営を能動的に行うことが望ましい」と記載しており、監査等委員である取締役に対する支援体制の整備の趣旨も含んでいると考えられます。

	とが有益と考えます。 【個人】	
722	取締役会の事務局機能について、社外取締役が過半数の場合や社外取締役が議長の場合に特に重要だとされる点には異論がありません。しかし、少数株主の立場において期待されるのは社外者のアジェンダセッティング機能です。創業家経営者の解任や、ゼロベースでの戦略の見直しなど、社外者からしか出てきにくいアジェンダは多くあります。そこで、社外取締役や社外取締役議長に期待されるのは、アジェンダセッティング機能であることを明記していただきたいと思います。 【Kaname Capital LP】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、取締役会における審議事項の設定は審議の質を左右するきわめて重要な要素であり、社外取締役を含む多様な視点から論点が適切に提起されることは、取締役会の実効性確保の観点から重要であると考えられます。 原則４－14 においても、自由闊達で建設的な議論の醸成を求める中で、社外取締役による問題提起を含む積極的な関与が行われることを前提としており、その趣旨には、重要課題が適切に議題として取り上げられるべきことも含まれ得ると考えられます。
723	原則４－14 解釈指針に「取締役会事務局は、上記（ｉ）～（ｖ）を含む会議運営を行う単なる取締役会の事務方としての役割のみならず、取締役会やその傘下の各委員会の会議体が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、それらの運営を能動的に行うことが望ましい。」との記載があるが、取締役会事務局が各委員会事務局を兼ねているかどうかは、各社の事情による。本原則では取締役会の審議の活性化に向けた取締役会事務局の機能強化がポイントであり、取締役会事務局による各委員会の能動的な運営にまで話を拡張するのは行き過ぎである。 【個人】	ご指摘のとおり、各委員会の事務局機能を担うか否かについては、各社の機関設計や組織体制等に応じて多様であり得るものであると認識しています。原則４－14 では、取締役会事務局による会議体の審議の実効性向上に向けた能動的な関与の重要性を示す観点から、取締役会及びその傘下の各委員会の会議体全体を視野に入れた運営の在り方を例示しています。 上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な対応を行うことが期待されます。
724	コーポレートセクレタリーという単語の是非はありますが、本来必要だったのは「社内専門家の育成」であり、セクレタリーというは方法論の話ではないかと考えます。 日本企業特有のローテーション人事は専門家の育成・定着に不向きです。 制度・企業文化を全面否定するのは非現実的であるため、下記”…”部分の修文を通じて専門家の育成の重要性を強調することを提案します。 「取締役会の審議の活性化を図り、また、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うために　～中略～　。また、必要に応じて、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる役割を担うことも期待される。”取締役会は取締役会事務局には専門性が求められることを自覚し、取締役会事務局	ご指摘のとおり、取締役会の審議の活性化や取締役・監査役への適時かつ適切な情報提供を実現するためには、これらを支える取締役会事務局において適切な人員を配置することが重要です。 原則４－14（３）は、上場会社は、取締役会を支える部署等の人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべき旨を述べており、同原則が求める支援体制の整備には、ご指摘のような人材配置・投資等も含まれ得るものと考えられます。

	がこれらの役割を発揮できるよう、人材配置・投資等を行うべきである。”」 【株式会社レクタスパートナーズ】	
725	取締役会の実効性は、議案設定から意思決定に至る審議プロセスの巧拙に基づいて評価されるべきである。本改訂案では当該原則の充実と、解釈指針において具体例を提示することにより、主旨の明確化を図っている。特に解釈指針では、初出となる取締役会事務局の重要性に言及し、取締役会機能を支える資源の確保を求めている。一方本改訂案では、取締役会事務局機能の一義的な受益者となるべき取締役会議長の役割・責務について、説明がなされていない。取締役会事務局の組成と運用には、取締役会議長のリーダーシップとイニシアチブは不可欠であることから、次回のコード改訂議論において、主要論点の一つとなることを期待する。 解釈指針では、現在多くの上場会社で任意設置されている取締役会事務局機能を社内で制度化し、同時に高度化することを想定している。一方取締役会事務局について、括弧書きながら、コーポレートセクレタリー等との訳語を併記している。コーポレートセクレタリーという用語は、制度化で先行する英国等において、社内弁護士等の高度専門職人材が着任する法定役員を指し、日本型の事務局機能とは一線を画す。よって、これら各国の法定制度をベンチマークするコード利用者の混乱を避けるため、コーポレートセクレタリー等との訳語併記は本コードから削除すべきである。 取締役会はその決議のもと、以下の社内制度化を行うべきである。 取締役会事務局長の一次評価者を取締役会議長とし、当該機能の経営陣からの独立性を担保すること。 取締役会の役割・責務に照らして、取締役会は取締役会事務局に求める役割・責務を明示し、取締役会事務局長はそれらを遂行できる人材を社内、社外を問わずに調達し、継続的に育成すること。経営陣は、取締役会事務局長が求める予算を確保すること。 対外呼称としての「会長」職名を廃し、「取締役会議長」に統一することで、職名と職責の一致を図ること。 【一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会】	取締役会議長の役割・責務に関する部分は、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。 その他の点についてもご意見として承ります。 「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを理解しやすく示すための参考的な表現として用いています。 また、取締役会事務局の制度化や評価権限、予算確保、人材確保等に関するご提案については、取締役会の実効性向上に資する重要な視点を含むものと考えられますが、取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられ、実務の多様性も踏まえると、コードにおいて一律に示すことには必ずしもなじまないと考えられます。 金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
726	解釈指針に「取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）」という表現があるが、コーポレートセクレタリーは日本企業界において市民権を得ている単語といえるか、疑問があるだけでなく、一般的な「取締役会事務局」	

	と、「コーポレートセクレタリー」とは質的に相違するイメージがあり、＜取締役会事務局＝コーポレートセクレタリー＞ということはできず、このような括弧書きで記述するのは適切とはいえないのではないか。コーポレートセクレタリーについて、注釈を付けるなどして解説を追記のうえ、取締役会事務局を発展させてそのような機能を果たすことが考えられる等の解釈指針とすることを検討してはどうか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	
727	解釈指針に「取締役会事務局」の機能強化や能動的な運営の重要性が記載されたことは歓迎します。しかし、事務局はあくまで取締役会を補助し支える存在であり、ガバナンス構築の実効性に第一義的な責任を持つのは取締役会自身です。現状の書きぶりでは、ガバナンス構築や議論の活性化の責任が事務局や担当者にあるかのように受け止められかねないことを危惧します。 ガバナンス構築および事務局の機能強化の責任は取締役会さらには取締役会議長にあることを明示した上で、それを支える機能としての事務局の重要性を説くべきです。特に、現行案において「議長」に関する言及が極めて乏しい点は問題であると考えます。 なお、改訂案の解釈指針においては「取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）」と記載されています。原則４－15 において、実務上既に定着している「役員トレーニング」という用語をわざわざ「研鑽」という日本語に書き換える一方で、英国のカンパニーセクレタリーのような会社法等における法的な位置づけが我が国にはない中で、実務上全く普及していない「コーポレートセクレタリー」という外来語をあえて追加することは不自然であり、コードのスリム化にもそぐわず、用語の選択として著しくバランスを欠いていると言わざるを得ません。 したがって、括弧書きを削除し単に「取締役会事務局」とのみ記載することが適切です。 ＜修正案＞ 原則４－14 の解釈指針を、以下のように修正することを提案します。 取締役会の実効性を高め、審議の活性化を図る責任は第一義的には取締役会自身、さらには取締役会議長が負うべきものである。その上で、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うためには、取締役会が自らを支える部署であるいわゆる取締役会事務局の機能強化等の取	取締役会議長の役割・責務に関する部分は、貴重なご意見として今後の政策立案の参考にさせていただきます。 原則４－14 及びその解釈指針は、取締役会事務局が取締役会の責務を代替することを求めるものではなく、あくまで取締役会の審議の質を高めるための支援機能として、議題設定や会議運営の面で能動的に関与することの重要性を示したものであり、その趣旨は、取締役会が主体的な判断・意思決定を行うことを前提としつつ、その実効性を確保するための補完的役割を期待するものです。そのため、事務局の関与によって取締役会の主体性が損なわれることを意図するものではありません。 「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを理解しやすく示すための参考的な表現として用いています。

	組みを推進することも重要である。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	
728	解釈指針において、取締役会の機能強化の観点から、コーポレートセクレタリーの必要性について取り上げることは賛成します。ただし、「いわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組み」となっているため、取締役会事務局＝コーポレートセクレタリーと誤解される懸念があります。例えば、コーポレートセクレタリーが日本の従来の取締役会事務局とは異なるものであることが明確になるよう、以下のとおり書き分けるのはいかがでしょうか。 「取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局の機能強化等の取組みを推進することも重要である。例えば、欧米で広く取り入れられているコーポレート（カンパニー）セクレタリーの役割を参考にすることも有益である。」 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	ご意見として承ります。 「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを取締役会の実効性を支える機能を理解しやすく示すための参考的な表現として用いています。 なお、本コードは、他国で法令上求められているようなコーポレートセクレタリーの設置を一律に求めるものではありません。
729	改訂案において取締役会事務局（コーポレート・セクレタリー）の重要性が明示された点については、当該事務局に期待される機能等を例示することも有益であると考えます。他方で、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も、併せて明確にしていただきたく存じます。 【パナソニックホールディングス㈱】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご理解のとおり、本コードは、取締役会事務局の専任組織や、他国で法令上求められているようなコーポレートセクレタリーの設置を一律に求めるものではありません。 取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられますが、取締役会が実効性ある議論の場となるよう、自律的な対応を行うことが期待されます。
730	求められるのは、あくまで「取締役・監査役の支援体制」の整備であって、専任部署や専担人員の配置を一律に求めるものではない（すなわち、会社規模、機関設計、事業特性に応じ、兼務、段階的整備、既存部門による分担等の柔軟な実装が許容される）という理解でよいか、明らかにされたい。 現行コードでは、上場会社が取締役・監査役に必要な情報を提供し、支援体制を整えること自体は求められていたとしても、その重点はあくまで実効性の確保、すなわち機能面に置かれていたのに対し、改訂案では、機能面を超えて、組織としての「部署」への言及が行われている。 この点、法務、総務、経営企画、内部監査等が分担・兼務により実質的な支援機能を果たしている会社においては、支援機能そのものではなく、「取締役会を支える部署」や「人員配置」の組織としての外形が評価の対象となりうると、形式的な組織整備が先行し、本来重視されるべき実効性がかえって後景に退くおそれがあることから、趣旨を確認するものである。	

	【経営法友会】	
731	コーポレートセクレタリー等の機能強化に依存するような記載であり、会社法の根拠を有する内部統制システム（内部統制部門）をリマインドした上で、コーポレートセクレタリー等の活用を促すべきではないかと考えます。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	ご指摘のとおり、内部統制システムは企業のガバナンス及びリスク管理の実効性を確保する基盤として重要な役割を果たすものと考えられます。そのような観点から、本改訂では、内部統制体制の整備・運用については独立した原則（原則４－４）を新設しました。一方で、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）は、主として取締役会における審議の質の向上や情報提供の充実といった観点から、その実効性を支える機能として原則４－14解釈指針で整理しています。 本改訂ではこのような整理を行いましたが、ご指摘のように、内部統制体制の適切な整備・運用や取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化が相互に関連することにより、取締役会・取締役・監査役等の役割・責務がより実効的に果たされるものと考えられます。
732	原則４－14 解釈指針（「また、必要に応じて、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる役割を担うことも期待される」の部分）の末尾に以下を追記することを提案いたします。 「取締役会事務局が独立社外取締役への情報提供機能を実効的に果たすためには、当該情報提供が経営陣の意向によって恣意的に制限されることがないよう、独立社外取締役が取締役会事務局の運営に対して一定の関与・監督を行う仕組みを設けることが望ましい。また、取締役会事務局は、執行業務の支援と独立社外取締役・社外監査役の監督業務の支援という二つの機能を担うにあたり、各社の実情に応じた創意工夫により、執行と監督の適切な分離が図られるよう運営されることが望ましい。」 取締役会事務局が経営陣の管理下に完全に置かれている場合、独立社外取締役への情報提供機能が実質的に機能しないリスクがあります。事務局の完全独立化を求めるものではなく、情報提供機能に限定した関与・監督の仕組みを設けることで、今次改訂で新設された事務局機能強化の趣旨を実効的なものとする前提条件を整備します。 【株式会社ツバメ・ステーション】	事務局運営に対する関与の在り方や、執行と監督の機能分担の具体的手法については、各社の組織構造やガバナンス体制に応じて多様であり得ることから、コード上で特定の仕組みを明示することはしていませんが、上場会社が自らの置かれた状況に応じて、ご指摘のような取組みを行うことが有用な場合もあり得ると考えられます。
733	コーポレートセクレタリーは、独立社外取締役の数が増え取締役会のモニタリング機能が強化されるに伴い、それを支える専門職能として極めて重要である。その観点から、本改訂案が「取締役会事務局（コーポレートセクレ	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、形式的なコーポレートセクレタリーの整備ではなく、各社において、その役割・機能等が取締役会の実効性向上に資する形で適切に

	タリー等）の機能強化」を明記した点は評価するが、形・名称だけの「コーポレートセクレタリー」が創設されることへの懸念があり、その実質的な役割・機能等について一層の明確化が必要と考える。他方、今回改定の趣旨であるコードのスリム化の視点からは、コード自体に詳細を記載することは難しいと思われるが、例えば民間機関等によるガイドラインの策定等についてどのように考えるか。 【一般社団法人コア・コーポレートガバナンス研究機構】	発揮されることが期待されます。 金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
734	原則４－14（３）に取締役会を支える部署等の人員面を含む支援体制を整えると明記されており、解釈指針で詳細が説明されている。取締役会事務局は社外取締役、社外監査役に取って会社情報を適確に把握する為に十分な機能発揮が期待される役割で、（社外取締役、社外監査役が）望む会社情報の提供が期待されるとある。「必要に応じて」との記載があるが、事務局は望まれた情報提供には漏れなく対応すべきであり、社外取締役、社外監査役が望む全ての指示に取捨選択無しに応えるべく、この部分は削除することを提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご意見として承ります。
735	取締役会事務局の機能強化等の取り組みを推進することの重要性の指摘に際して、取締役会事務局の説明に「コーポレートセクレタリー等」という我が国では馴染みのない英米の専門職制度が記載されたが、法務・総務・ガバナンス・IR 等取締役会運営に必要な高度なスキルや調整能力等が必要である。取締役会事務局の強化を通じた取締役会の実効性向上は重要なテーマだが、一般的に各企業の事務局の人数やスキルも限られていることから、先ずは制度面の検討・整備や人材の育成方法の検討等から始めることを提言する。原則４－15 で取締役・監査役の研鑽が求められているが、取締役会事務局の研鑽（機会の提供と費用の支援）についても提言する。 【一般社団法人ディレクトフォース】	ご指摘のとおり、取締役会事務局の機能強化が取締役会の実効性向上に資する重要な要素であり、そのための人材育成やスキル向上の取組みが有益であると考えられます。取締役会事務局職員の育成や体制整備については、各社の組織運営上の判断事項として自律的に検討されるべき性質のものと考えられます。 なお、「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを理解しやすく示すための参考的な表現として用いており、取締役会を支える機能の高度化に向けた具体的な在り方は上場会社各社の実情に応じて柔軟に設計されることを前提としています。
736	取締役会は執行業務の最高意思決定機関でもあり、その事務局はスピード感を持って成長戦略の実行をサポートすることに注力すべきである。本改訂案では、取締役会事務局は、同時に、社外取締役・社外監査役が監督業務として必要とする情報収集や戦略立案をサポートすることも求められている。 ガバナンスの基本の一つとして執行と監督の適切な分離があるが、取締役	取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられますが、本コードにおいて、取締役会事務局は、主として取締役会における審議の質の向上や情報提供の充実といった観点から、その実効性を支える機能として整理されています。

	会事務局はこのように執行業務の推進をしつつ監督機能のサポートをすることを求められているようにも解釈されうるが、取締役会事務局のプリンシプルとして執行業務と監督業務の適切な分離が図られるべきとの理解でよいか。 【一般社団法人ディレクトフォース】	
737	取締役会が適切に機能するようサポートするために、事務的な機能のほか、社内との情報の非対称性の解消や、マイクロマネジメントに陥らないよう論点の事前整理を行うなど、社外取締役を支える機能の充実がとりわけ重要と考えます。さらに、株主・投資家との対話を重視する趣旨からも、株主・投資家の声を聞き、これを取締役会に報告するとともに、取締役会の方針を株主・投資家に説明する機能（対話機能・SR 機能）も、強化する必要があると考えます。 このため、取締役会事務局の機能強化の一環として、取締役の株主・投資家との対話を支援する機能の強化に向けて、原則４－14 解釈指針に、以下のように、[　]の文章を追記すべきと考えます。 取締役会の審議の活性化を図り、また、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うためには、取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みを推進することも重要である。取締役会事務局は、上記（ⅰ）～（ⅴ）を含む会議運営を行う単なる取締役会の事務方としての役割のみならず、取締役会やその傘下の各委員会の会議体が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、それらの運営を能動的に行うことが望ましい。また、必要に応じて、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる役割を担う[ことや、少数株主の意見を取締役会に適切に反映させるために、取締役、とりわけ社外取締役と株主・投資家との直接対話を設定したり、株主・投資家の声を集め、その内容を取締役会に報告したりする]ことも期待される。 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、株主と対話を行い、その内容を踏まえ、必要に応じて社内で情報共有や検討を行うなど、適切に対応を行うことは重要です。 取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、対話を取締役会事務局や IR 部門を含めたいずれの部門が担っているか等、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられますが、場合によってはご指摘のような取組みも有用と考えられます。
738	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。	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、取締役会の審議の実効性を高めるためには、議題設定や情報提供等、取締役会の機能発揮を支える体制の充実が重要であると考えら

	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が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。」 【株式会社ストラテジックキャピタル】	れます。 他方、原則４－14 及びその解釈指針は、あくまで取締役会の審議の質を高めるための支援機能として、取締役会事務局が議題設定や会議運営の面で能動的に関与することの重要性を示したものです。 取締役会事務局の組織上の位置づけや機能を含めた在るべき姿は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられますが、場合によってはご指摘のような取組みも有用と考えられます。
739	We welcome the recognition of the board secretariat function. Given that this is a relatively new concept for many Japanese companies, we believe the Interpretive Guidance should make clear that: (i) the secretariat should be accessible to all directors, including independent directors; (ii) it should report to the board; and (iii) the appointment and removal of the company secretary should be a matter for the whole board. These conditions are necessary to ensure that the secretariat strengthens information flow and board independence, rather than becoming an executive-controlled function. Suggested additional wording: “The board secretariat should be available to all directors and report to the board of directors. The appointment and removal of the company secretary should be a matter for the whole board.” 【M&G Investments】	ご意見として承ります。 原則４－14 は、取締役会事務局は取締役会の実効性向上に資する能動的な運営を担うことが望ましい旨を示しており、その趣旨には、社外取締役を含む取締役が適切に情報へアクセスできる環境の整備や、取締役会による実効的な監督を支える体制の構築が含まれているものと考えられます。 他方で、各社の機関設計や事務局機能の位置づけ、報告ライン等は多様であると考えられるため、原則４－14 のとおり、取締役会事務局が、取締役会の実効的な議論を支えるものとして適切に運用されることを方向性として示しつつ、具体的な設計・運用については、原則の趣旨・精神に照らした上場会社各社の自律的な判断に委ねるのが適当であると考えられます。 金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
740	コーポレートセクレタリーは、独立社外取締役の実質的な監督機能を支える専門的役割を果たすものとして、極めて重要である。日本の上場会社では、独立社外取締役の人数的整備は進んだが、それだけでは実質的な監督は期待できない。このことは、近時の大型不祥事例に照らしても明らかであり、取締役会支援機能の強化は喫緊の課題である。その観点から、本改訂案が取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化を明記した点は評価できるが、以下の点について、より明確な方向付けが必要である。 ・　役割・機能の明確化 欧米制度の体系的研究、日本企業の実態把握、両者のギャップ分析を踏ま	Your feedback has been noted. Principle 4.14 states that it is desirable for the board secretariat to proactively operate board meetings to contribute to improving the effectiveness of the board. The aims of the Principle include establishing an environment where directors, including independent directors, can appropriately access information, and constructing a supporting system for the board’s effective monitoring.

	えつつ、執行からの独立性や執行と取締役会の結節点としての位置づけを含め、日本企業におけるコーポレートセクレタリーの役割・機能を整理すべきである。 ・　執行からの独立性の確保 取締役会支援機能が執行側に従属することのないよう、取締役会議長への直接報告ルートの確保など、独立性に関する考え方を明確にする必要がある。 ・　取締役会支援機能の一元化・横断化 現状では、取締役会、指名・報酬委員会、監査委員会、株主総会、株主との対話等に関する支援機能が複数部署に分散しがちであり、連携不足が生じやすい。執行の監督のためには、各関係機関を横断して整合的に支援する機能が必要であり、その観点から、少なくとも支援機能の一元的又は強固な横断連携を促すための方向性を示すべきである。 ・　選任・解任及び体制の開示 コーポレートセクレタリーは取締役会を支援する機能を持つ以上、その設計、少なくとも責任者の選解任については、取締役会が議論の上で決定することが適当である。また、取締役・監査役に対する支援体制については、実効性確保の観点から、その内容を開示により明らかにすることが望ましい。 ・　名称先行の回避 名称のみが先行し、実際の権限・機能・人材が伴わない体制とならないよう留意すべきである。重要なのは、コーポレートセクレタリーという名称の採用自体ではなく、取締役会、特に独立社外取締役を支え、取締役会の実質的な監督を可能にする独立性と専門性を有する機能を制度として整備することである。 以上のとおり、コーポレートセクレタリーは、独立社外取締役を「置く」ことから、それを「機能させる」ことへといったガバナンス改革を進めるための制度的裏付けである。もっとも、日本においては、欧米制度をそのまま移植するのではなく、日本企業の実情に即した設計が必要である。そのため、コーポレートセクレタリーの役割・機能を明確化し、ガイドライン又はこれに準ずる方法で早期に整理する必要がある。そのうえで、研修プログラム等を通じた専門人材の育成・登用、独立性の高い取締役会の構築、ガバナンスへの強いコミットメントを備えた執行部門の形成といった、実質的な体制整	There are various means of designing organizational structures, board secretariat functions, and reporting lines. As stated in Principle 4.14, the board secretariat should set a direction for supporting effective discussion at board meetings. For specific design and operation, it is appropriate for companies to determine their approach on their own, in light of the aim and spirit of the Principle. The FSA published “Case Studies on Board Effectiveness in Japan 2026” along with the finalized Code. The paper contains good practices related to boards’ organizational structures, roles, and initiatives. The FSA will continue to promote company initiatives toward enhancing the functions of the board via policy measures, including informing the aim of the Code and gathering and sharing cases of initiatives.

	備を進めることが、日本企業におけるガバナンス機能の強化に資する。 　こうした取組は、近時のガバナンス不全事例で顕在化した課題に対して、実効性の高い対応策として機能し得るものであり、コーポレートセクレタリーはその意味で「特効薬」としての役割を果たし得る。 　現在の日本の課題は、形式的な制度整備が相当程度進んだにもかかわらず、独立社外取締役がなお十分に機能していない点にある。大型不祥事の経験は、監督機能を支える支援体制の重要性及び緊急性を改めて示した。 【特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク】	
741	取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の役割の重要性を明示した点には賛同しますが、形式的な設置にとどまることなく、取締役会の実効性向上という本来の目的に資する形で機能するよう、具体的な役割や実務上の工夫に関する情報提供を通じて、企業の取組みを後押ししていくことが望ましいと考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	ご指摘のとおり、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の役割については、取締役会の実効性向上に向けて実質的に機能することが重要です。 　金融庁は、改訂版コードとともに、取締役会の組織・体制上の工夫や、具体的な取組み事例を収集した「取締役会の機能強化の取組みに関する事例集2026」を公表しました。引き続き、コードの趣旨の周知や事例の収集・共有等を通じて、取締役会の機能強化に向けた企業の取組みを後押ししてまいります。
742	FSA Proposal: 　Principle that combines and upgrades elements from the previous Principles 4.12 and 4.13, with stronger emphasis on practical measures for active deliberations including advance distribution of materials, agenda setting, and enhanced board secretariat roles set out in the Interpretive Guidance. Our Recommendation: 　In the Interpretive Guidance on internal audit coordination, we recommend greater clarity on reporting lines given that the vast majority of Japanese listed companies continue to operate under the *kansayaku* board structure. Best practice requires that the internal audit function report directly to an independent oversight body, typically the Audit Committee (in three committee companies) or the *kansayaku* board (in Companies with a *Kansayaku* Board), rather than to the main board itself. 　For companies with a *kansayaku* structure, the reporting line should not be to the main board. We urge the FSA to make this distinction explicit to avoid	ご指摘のとおり、内部監査機能の独立性及び実効性を確保する観点から、その報告ラインの在り方は重要な論点であると考えられます。 　いただいたご指摘については、貴重なご意見として今後の政策立案の参考にさせていただきます。 　As has been pointed out, the structure of reporting lines is a critical issue in ensuring the independence and effectiveness of internal audit functions. 　We appreciate your valuable comments and will take them into consideration for future policy planning.

	ambiguity, prevent dilution of oversight, and ensure robust, independent internal audit functions. 【Asian Corporate Governance Association】	
743	原則４－14 解釈指針の「上場会社は、取締役会及び監査役会の機能強化に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。」の部分について、「２系統の報告経路」の文言を明示し、「上場会社は、取締役会及び監査役会の機能強化に向け、内部監査部門が社長に加え、ガバナンス機関である取締役会及び監査役会からも内部監査の重要事項について指揮や指示を受けて活動するいわゆる２系統の報告経路を構築すること等により、内部監査部門とガバナンス機関の連携を確保すべきである。」とすべき。 2026 年版の原則４－14 解釈指針は、2021 年度版４－13③と同じ表現だが、その真意が未だに全く伝わっておらず、誤解と混乱を招いている。 （１）「適切に直接報告を行う仕組みを構築する」の真意が読者に伝わっていない。 真意は、内部監査部門は「社長」と「ガバナンス機関である取締役会（監査等委員会、監査委員会を含む）・監査役会」への２系統の報告経路（Dual Reporting Line）を確立することである。 しかし、report を単に直接報告と理解しているので、「（人等に）直属する、（人の）指揮下にある」という本来の意味が伝わっておらず、内部監査の結果を単に伝達すればコンプライだと、殆どの関係者に誤解されている。 「直接報告」の意味するところが全く伝わっていない。 2015 年版では、取締役会・監査役会と内部監査部門の連携が明文化されたが、連携の意味するところが明確ではなかった。 2021 年改訂で「内部監査部門の社長とガバナンス機関（取締役会・監査役会等）への「２系統の報告経路（Dual Reporting Line）の確立」を取り入れた。 しかし、Dual reporting Line の真意（社長とガバナンス機関の双方から指示・指揮を受けてそれぞれに対して復命する、二系統の直属関係）が理解されずに、単に内部監査の結果を双方に報告（伝達、communicate）しておれば Comply していると誤って解釈されたままで現在に至っている。	ご意見として承ります。 従前から特に内部監査部門については、CEO 等のみの指揮命令下となっているケースが大半を占め、経営陣による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないとの指摘がされており、2019 年に公表されたフォローアップ会議の意見書（４）では、内部監査部門が一定の独立性をもって有効に機能するよう、取締役会や監査役会に対して直接報告が行われる仕組みの確立を促すことの重要性が指摘されました。2020 年 10 月以降のフォローアップ会議においても、内部監査部門の機能発揮のために、内部監査部門によるデュアルレポーティングラインの重要性が指摘されました。 これらの指摘を踏まえ、2021 年の本コードの改訂では、内部監査部門と取締役・監査役との連携の確保のための方法の一つとして、内部監査部門から取締役会・監査役会に対する適切な直接報告を行う仕組みが改訂前コード補充原則４－13③にて示されました。本改訂では、改訂前コード補充原則４－13③の内容は、取締役・監査役の情報入手（改訂版コード原則４－14）の実効性を確保するための例示を含むことから、原則４－14 の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進するため、同原則解釈指針に移管されています。 各上場会社においては、自社の置かれた状況に照らし、このような仕組みの構築のほか、例えば、内部監査部門の人事権や内部監査に係る基本規程や監査計画についての取締役会又は監査役会の関与等について、必要に応じて検討がなされることが期待されます。

	（２）多くの上場会社が補充原則４－13③の「直接報告」を「直接伝達」と誤解している。 コーポレートガバナンス白書 2025（データベース）（2025 年４月東京証券取引所）によれば、コーポレートガバナンス・コード補充原則４－13③のコンプライ率は99.6%（プライムとスタンダード上場会社 3244 社の内 3232 社）と異常に高く、エクスプレイン会社はわずかに 12 社のみ。 監査役設置会社の 99.4%、監査等委員会設置会社の 99.9%、監査委員会設置会社の 100%がコンプライと判断している。 コンプライしていると宣言している会社の有価証券報告書を詳しく読むと、内部監査の結果を個別に、あるいは年間総括報告として年に一度、取締役等に伝えている（伝達している）、あるいは定期的に協議や連携しているのでコンプライしていると説明している。 ２系統の報告経路を、どのように確立しているのか、の説明は見当たらない。 （３）２系統の報告経路を確立するために必要なアクションがとられていない。 ① 内部監査規程を改訂して、以下を明文化し、取締役会で決定 ○ 内部監査部門を社長直属組織として設置し、社長とガバナンス機関を報告先（指示・指揮を受け報告（復命）する先）とする。 ○ ガバナンス機関は、内部監査の重要事項に関与する。 ・年間監査計画の策定：社長と監査役会の承認を得て、取締会で決定する。 ・監査結果の報告（伝達）：社長及びガバナンス機関の全員（社外取締役・社外監査役を含む）に対して監査結果を伝達する。 ・内部監査規程の改廃：社長と監査役会の承認を得て、取締役会で決定する。 ・内部監査部門長の任免や業績評価；社長と監査役会や監査等委員会が協議の上、取締役会で決定する。 ○ 内部監査部門長は、社長及び社外取締役・社外監査役を含むすべての取締役・監査役と直接、制約なしに面談できる（フリーアクセス）。 ② 関係規程の改定 内部監査規程への明文化に呼応して、監査役会規程・監査等委員会規	

	程・取締役会規程等を改定する。 ③　コーポレートガバナンス体制模式図の改訂 各ガバナンス機関から内部監査部門への「指示」の下向き矢印と、内部監査部門から各ガバナンス機関に対して「報告」の上向き矢印を明示する。 「協議」や「連携」の表現は、その意味が不明瞭であるので使用しない。 ④　有価証券報告書へ２系統の報告経路の導入を明記 有価証券報告書（３）監査の状況　②内部監査の状況等の箇所に、２系統の報告経路を導入している（内部監査規程等を改訂しているなど）と明記する。 （参考） １．2023 年１月 31 日　企業内容等の開示に関する内閣府令の改正等 有価証券報告書「第二号様式」記載上の注意（56）監査の状況（抜粋） ｂ「提出会社が上場会社である場合には、内部監査の状況等について、次の通り記載すること」 (c)「内部監査の実効性を確保するための取り組み（内部監査部門が代表取締役のみならず、取締役会並びに監査役会に対しても直接報告を行う仕組みの有無について、具体的、かつ分かりやすく記載すること。） ２．2023 年１月 31 日「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案に対するパブリックコメントの結果等について（金融庁） [２]コーポレートガバナンスに関する開示（第二号様式記載上の注意） 「(54) コーポレートガバナンスの概要」、「(56) 監査の状況」及び「(58) 株式の保有状況」等）取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況（開催頻度、具体的な検討内容、出席状況）。 内部監査の実効性（デユアルレポーティングの有無等）及び政策保有株式の発行会社との業務連携等の概要について、記載を求めることとします。 【伊藤忠商事株式会社】	
744	内部監査部門の取締役会・監査役（会）への報告は、「取締役会の審議の活性化等」とは異なるため、原則４－４の解釈指針に移行することをも検討すべき。内部監査部門と監査役の連携については実務上も定着しているこ	ご意見として承ります。 内部監査部門の取締役会・監査役（会）への報告は、取締役会における実効的な議論を支える情報基盤としての側面も有しており、審議の活性化とも

	と、および監査等委員会設置会社がプライム市場でも過半数となっている状況に鑑み、監査役や監査役会に代えて、監査等委員会、監査等委員とするとともに、「内部監査部門との連携」について監査等委員以外の取締役との連携をも意図していると解される点で、次のように修文することを検討されたい。 「取締役会及び監査等委員会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役（監査等委員に限らない）との連携を確保すべき」 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	密接に関連することから、原則４－14 解釈指針に位置づけています。 また、原則４－14 解釈指針は監査役会設置会社を想定した記載ぶりとなっていますが、他の機関設計を選択する上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用することが想定されます。 その上で、本コードが想定する機関設計については、上場会社による機関設計の選択状況等を踏まえ、継続的に検討してまいります。
745	近年、監査等委員会設置会社への移行や独立社外取締役の増加により、取締役会の監督機能を強化する制度的な基盤は整備されつつあります。 また、今回のコーポレートガバナンス・コード改訂が、企業価値の向上と持続的成長の実現を目的とし、ガバナンスを単なる不祥事防止にとどまらず、価値創出を支える仕組みとして位置づけている点は重要であり、ガバナンス強化は企業成長を制約するものではなく、むしろ投資家からの信頼を高める基盤であるとの方向性は適切であると考えます。 その上で、近時の不祥事の発生状況を踏まえると、J-SOX 対応や会計監査人による外部監査のみでは、問題の早期把握および適時の意思決定への接続に限界がある可能性が示唆されます。 今回の改訂案において、独立社外取締役の実効性向上に加え、議長や独立社外取締役を支援するコーポレートセクレタリー等の機能強化に言及されている点は、取締役会の監督機能を支える環境整備として重要であり、特に社外取締役の実質的な関与を支える基盤として評価できるものと考えます。 もっとも、取締役会の監督機能の実効性は、社外取締役の人数や支援事務局の整備のみで担保されるものではなく、取締役会・監査委員会等・内部監査の間で、適時かつ独立した情報接続が確保されることによって初めて高まるものと考えます。 この観点から、内部監査機能についても、単なる評価・報告機能にとどまらず、監査等委員会や監査等委員、特に独立社外取締役との連携を通じて、監督機能の実効性を支える重要な構成要素として位置づけることが重要ではないでしょうか。コーポレートセクレタリー等の支援機能に加え、内部監査についても、取締役会および監査委員会等の判断を支える基盤として、そ	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、取締役会の監督機能の実効性を確保するためには、適時に適切な情報が共有されることが重要であり、その観点から内部監査機能が果たす役割は重要と考えられます。 本改訂においても、原則４－14 解釈指針において、取締役会の実効性を支える体制整備の一環として、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべき旨を記載しています。これは、内部監査が適切に機能することが、監督機能の実効性を支える重要な要素となることを含意するものです。 本改訂では、内部監査の具体的な役割や位置づけ、組織体制の在り方については、会社の規模、事業特性、機関設計等に応じて多様であり得ることを踏まえ、記載していませんが、いただいたご指摘については、貴重なご意見として今後の政策立案の参考にさせていただきます。

	の役割や体制のあり方に改めて着目することが有益であると考えます。 【個人】	
746	取締役会における審議で議長が果たす役割に鑑みれば、原則４－14 において議長の役割・責務を記載すべき。 【上場会社法制の在り方を考える会】	取締役会議長の役割や権限の在り方については、各社の機関設計やガバナンス体制、取締役会の構成等に応じて多様であり得ることから、その具体的な内容は明記していませんが、取締役会の役割や権限の在り方を含め、上場会社は、自らの置かれた状況に応じて、原則４－14 の趣旨・精神に照らし、取締役会における審議の実質化・活性化を図るための取組みを行うことが期待されます。 いただいたご指摘については、貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。
747	原則４－14「取締役会における審議の活性化等」について、取締役会運営を支援するデジタル技術の活用を明記すべきである 取締役会運営の効率化・実質化や、そのためのコーポレートセクレタリー機能の強化は重要である。しかし、実務上、取締役会事務局、法務、総務、IR、経営企画等の人員不足は深刻であり、単に「支援体制を整える」「機能強化を推進する」と記載するだけでは、実効的な改善につながりにくい。 特に、取締役会資料の事前共有、日程調整、アジェンダの事前設定、審議項目ごとの時間配分、関連資料・過去議事録・決議事項の検索、社外取締役・監査役への情報提供、取締役会後のフォローアップ事項の管理等は、現在ではデジタル技術によって支援可能な領域である。人員を増強することが望ましい場合もあるが、各社の人材制約を踏まえると、取締役会運営を支援するデジタル技術、ワークフロー、セキュアな情報共有基盤、AI 等を活用することは、取締役会の実質化を図るための有効な手段である。 また、「G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023」（以下、「OECD 原則」と呼ぶ。）の原則 I.F.では「Digital technologies can enhance the supervision and implementation of corporate governance requirements, but supervisory and regulatory authorities should give due attention to the management of associated risks.」として、デジタル技術をコーポレートガバナンスにおいて活用することを前提としたパラグラフを設け、その中で、企業によるデジタル技術の活用について、「They can also alleviate the regulatory burden on regulated entities, which can themselves use digital tools to lower compliance costs and enhance risk management capabilities.	ご意見として承ります。 原則４－14 及びその解釈指針は、取締役会における審議の活性化に向けて、取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みを推進することも重要である旨を記載しています。 その在るべき姿や具体的な手法は、各社の置かれた状況によって異なるものと考えられますが、取締役会運営の実効性向上という目的の達成に向けて、場合によってはデジタル技術の活用が有効な手段となり得ると考えられます。

	Digital technologies may also be leveraged to make regulatory compliance less onerous for companies, with a view to maintaining the rigour and scope of corporate governance regulation and corporate disclosure through improvements in the functioning of the existing framework.」として、企業によるデジタル技術の活用がコンプライアンスコストを下げうることに言及している。この OECD 原則は、G20 にも承認されたコーポレートガバナンス分野の主要な国際基準であり、その重要性は無視できないものである。 　改訂案は、解釈指針について、各原則の実質的な対応を支援する役割を担い、ベストプラクティスやグッドプラクティスの一つと考えられる方策も含まれるものと位置付けている。そうであれば、上記のような環境変化、すなわち、人手不足、技術の進歩、デジタル技術の有用性に関する国際的な認識に鑑み、取締役会運営の実質化を支援する方策として、デジタル技術の活用を明示することが適切と考える。 修正文案 　原則４－14（３）について、以下の通り、「・デジタル技術面」の追記を提案する。 ------ 「上場会社は、取締役会を支える部署等の人員面**・デジタル技術面**を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。」 ------ 　また、原則４－14 の解釈指針中、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）に関する段落の末尾に、以下を追記することを提案する。 ------ **これらの取組みを実効的かつ効率的に行うため、上場会社は、情報セキュリティ及び機密管理に配慮しつつ、取締役会運営を支援するデジタル技術の活用を検討することが考えられる。** ------ 【株式会社 LegalOn Technologies】	
748	取締役会の実効性を支える基盤として、コーポレートセクレタリー機能・取締役会事務局機能を支援するデジタルツールの有用性を、コード上または関連指針において明記すべきである。 　近年、取締役会に求められる役割は、単なる法定決議機関にとどまらず、	ご意見として承ります。 　原則４－14 では、「上場会社は、取締役会を支える部署等の人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである」ことが示されており、原則４－14 解釈指針では、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の

	資本コスト、人的資本、サステナビリティ、地政学リスク、情報セキュリティ等を含む高度で複雑な経営課題に対する監督・助言へと広がっている。 　その一方で、実務現場では、事務局機能が紙、メール、表計算ソフト等を中心とした属人的運営に依存している例も少なくなく、議題整理、過年度論点との接続、宿題管理、取締役向け情報提供、実効性評価との連動などに限界がある。 　取締役会の運営・事務局業務に対応した特化型のデジタルツール活用により、例えば以下の改善が期待できる。 ・　議案、資料、論点、宿題事項の一元管理 ・　過去の審議履歴や指摘事項の検索性向上 ・　取締役ごとの事前説明状況や関心事項の把握 ・　実効性評価と年間アジェンダ設計の接続 ・　発言傾向や議題偏在の分析 ・　事務局業務の標準化・非属人化 ・　AI 役員や AI コーポレートセクレタリーの支援 　取締役会改革は、取締役個人の能力や意識に加え、これを支えるインフラ整備が不可欠である。 　そのため、特化型のデジタルツール導入は単なる効率化ではなく、取締役会の質を高めるガバナンス基盤として有用なものであると位置付けるべきである。 文言イメージ 　「取締役会は、その運営の実効性・継続性・透明性を高めるため、コーポレートセクレタリー機能または事務局機能を適切に整備するとともに、特化型デジタルツールの有用性を認識し、その活用を検討すべきである。」 【ミチビク株式会社】	役割として、「取締役会の事務方としての役割のみならず、取締役会やその傘下の各委員会の会議体が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、それらの運営を能動的に行うことが望ましい」旨を規定しています。取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の具体的な機能やこれを活用するための有効な方策、デジタルツールの活用可能性は各社の置かれた状況により異なると考えられます。 　また、基本原則４解釈指針では、「取締役会の在るべき姿は、自らが構築した成長の道筋や会社を取り巻く状況によって変動するものであり、取締役会と経営陣の役割分担の在り方も各社の実情によって異なり得る。取締役会は、このような観点を踏まえ、取締役会の在り方について不断に検討を行うべきである」ことが示されており、取締役会の機能強化に向けた有効な方策や AI の活用可能性は、各社の置かれた状況により異なると考えられます。 　各社において、これらの原則等の趣旨・精神に照らし、自律的に判断することが期待されます。 　なお、本改訂においては、会社が特に注力すべき点が明確になるよう、ガバナンスの中核となる箇所を原則に移管する一方、コード内の他の箇所又は法令等との重複がある箇所等を削除すること等により、従前の補充原則の再整理を行っています。
749	AI の進展を踏まえ、取締役会における AI 活用の可能性について、将来的な方向性を示すべきである。特に、AI を「取締役に代替する存在」として直ちに位置付けるのではなく、まずは AI コーポレートセクレタリーや AI アシスタントとして活用し、議論の質を高める方向を明示することが有益である。 　AI は、膨大な資料の要約、論点整理、過去議論の参照、想定問答の抽出、反対意見・代替案の提示、比較法令・他社事例の整理などにおいて、人間の	

	取締役会運営を強力に補完しうる。 　特に、取締役会では時間制約の中で論点が十分掘り下げられず、資料説明に時間を要し、本質的な討議が不足するという課題がある。AI を活用することで、以下のような効果が期待できる。 ・　議案ごとの論点・争点の事前抽出 ・　過去の関連議論や決定事項との整合性確認 ・　社外取締役を含む参加者の理解補助 ・　反証仮説や見落とし論点の提示 ・　リスク観点、資本市場観点、ステークホルダー観点の多面的整理 ・　会議後のフォローアップ事項の抽出と管理 　また、AI 活用は単なる業務効率化にとどまらず、今後、機関投資家との対話において重要な論点となり得る。企業が AI をどの程度、経営基盤や取締役会運営に組み込み、意思決定の高度化や監督機能の強化に活用しているかは、将来的に企業価値評価やエンゲージメントの一要素として参照される可能性がある。 　その意味で、各社が今の段階から、AI を安全かつ適切に活用できる体制、運用ルール、情報管理、検証プロセス等の基盤を整えておくことは、将来的に資本市場からの適正な評価に乗り遅れないためにも重要である。 　もっとも、AI の利用にあたっては、最終的な意思決定責任は当然に人間の取締役が負うべきであり、AI はあくまで支援手段として位置付けられるべきである。また、機密保持、情報管理、学習データの適切性、説明可能性、バイアス管理といった論点にも留意が必要である。 　したがって、現時点では「AI 役員」という概念を制度上認めるか否かを直ちに論ずるよりも、AI コーポレートセクレタリーや AI 議事支援機能の活用を通じて、取締役会の実質的な議論の深化を促す考え方を示すことが適切である。 文言イメージ 　「取締役会は、その監督機能および審議機能の充実の観点から、情報整理、論点抽出、過去議論との接続、リスク分析その他の支援のため、適切なガバナンスの下で AI その他の先端技術の活用可能性を検討すべきである。日々の技術進歩に対応し適切に活用することの課題もあるため、適切なセッティングがなされた専用ツールなどを活用することも有用である。あわせて、企	

	業は、将来的な資本市場との建設的対話を見据え、AI 活用を適切に行うための体制整備および運用基盤の構築に努めるべきである。」 【ミチビク株式会社】	
750	（３）に関して、以下のとおり、意見を申し述べる。 改訂原案【原則４－14】及びその解釈指針に記載のとおり、取締役会の審議の活性化を図ること等のために、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みを推進することは重要であり、取締役会事務局については、指名委員会、報酬委員会、監査委員会及び経営会議その他の重要な会議の一元的な統括機能を発揮し、社長直下の統一的な事務局としてガバナンス改革を牽引していく役回りが期待されているものと理解する。 当会としては、その基本的な方向性については賛同するものであるが、監査役会、監査等委員会、監査委員会という監査機関固有の独立性や監査の実効性を考慮した場合、取締役の職務の執行を監査する権限と責務を負う監査機関が、機能強化等された上述の取締役会事務局、すなわち取締役サイドから、情報提供を含めた支援等を受けるにあたっては、監査機関の独立性を損なうことのないよう留意する必要がある。取締役会事務局は「社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる役割を担う」という解釈指針の記述内容の履践が求められる一方、監査役等の職務を補助すべき使用人の役割を取締役会事務局が負うのは適切とはいえない。 当会は従来から、監査実務経験の蓄積を踏まえ、３つの機関設計のいずれかであるかにかかわらず、監査の実効性を考慮し、常勤の監査役等（監査等委員及び監査委員を含む）の設置及び常勤の補助者の設置を主張している。少なくとも、常勤の監査役、監査等委員または監査委員のいない上場会社においては、当然常勤の補助者の設置がなければ、監査の実効性は確保できないと信じるものである。 従って、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂案においては、適当な箇所に、取締役会事務局の機能強化とともに、監査役会等（監査等委員会及び監査委員会を含む）における常勤の補助者の設置について追記し、監査役会等の質的・量的強化の方向性を加えて欲しいものである。このことは、守りのガバナンスの強化のみならず、ひいては攻めのガバナンスの強化に寄与するものと考える。	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化が取締役会の実効性向上に資する一方で、監査機関の独立性及び監査の実効性を確保する観点から、その関与態様には留意が必要であると考えられます。原則４－14 解釈指針においても、取締役会事務局が取締役・監査役等に対し適切に情報提供を行う役割を担うことを示していますが、監査機関の職務遂行における独立性が確保されることは当然の前提となります。監査機関の体制の在り方は、各社の機関設計や規模、監査体制に応じて多様であり、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されますが、ご指摘のような補助者を自主的に設置することも有用と考えられます。 なお、取締役会事務局の社内体制上の位置づけについては、各社ごとに異なり得ると考えられ、必ずしも社長直下の組織になるとは限らないと考えられます。

	【一般社団法人監査懇話会】	
751	ガバナンスコードがベストプラクティスの紹介に過ぎないとしてもなお重要なのは、現状のベストプラクティスとして認識されていないものを示すことです。 その筆頭は原則４－14 にある取締役会の開催頻度です。日本企業の取締役会は毎月開催されることが多く、ガバナンス先進企業でも 10 数回、場合によってはプライム上場でも 20 回以上開催している場合があります。しかしこれがマネジメントボードの残滓であることは言うまでもありません。取締役会の役割を監督に求める場合、監督はなるべく低頻度であり、それによって幅広い人材を確保するべきです。現状では取締役会の開催回数が多いことにより現役経営者や、外国人実務家は取締役になることができていません。会社法では３ヶ月に１回の規制しかないので、それ以上はプラクティスの世界です。ガバナンスコードではこうしたプラクティスの世界を規律していていただきたいと思います。取締役会はなるべく開催回数を減らし、より多様な人材が就任し、また一回当たりは時間を長くすることによって戦略に関する議論を手厚く扱えるようにするべきです。 【Kaname Capital LP】	いただいたご意見は、原則４－14 解釈指針に係るご意見と理解しますが、ご指摘のとおり、取締役会の開催頻度は、取締役会の実効性や多様な人材の参画に影響を及ぼし得ると考えられます。 原則４－14 は取締役会において実質的な審議が行われることを目的としているところ、その達成のための手段については、上場会社が、自らの置かれた状況に応じて、原則の趣旨・精神に照らし、自律的な検討・対応が行われることが期待されますが、ご指摘のように取締役会の開催頻度が適切なものとなるよう検討することも有用と考えられます。
752	原則４－14 の解釈指針に「審議時間を十分に確保することなどを確保しつつ、その審議の活性化を図るべき」との記載があるが、「確保」「確保」が連続して稚拙な文章に見えるため、「審議時間を十分に確保するなど、その審議の活性化を図るべき」とすべきである。 【個人】	ご指摘を踏まえ、原則４－14 解釈指針第２段落を以下のとおり修正しました。 「そのような取組みとして、例えば、（ⅰ）取締役会の資料が、会日に十分に先立って共有されるようにする、（ⅱ）取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が（適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにする、（ⅲ）年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定する、（ⅳ）審議項目数や開催頻度を適切に設定する、（ⅴ）審議時間を十分に確保するなど、その審議の活性化を図るべきである。」
753	「確保」が二度使用されているため、「（ⅴ）審議時間を十分に確保することなどを通じて」のように修文すべき。 【上場会社法制の在り方を考える会】	
754	＜改訂案＞　※下線及び取消線部分が修正意見 また、取締役・監査役がその役割・責務を実効的に果たすためには、~~取締役・監査役からの情報入手の要請に応えることを含め、~~会社側からの適切な支援が必要不可欠である。この支援は、例えば、取締役・監査役からの情報入手の要請に応えること、会社の費用負担により外部の専門家の助言を得ることなどを含む。	ご意見として承ります。 例えば、原則４－14（２）に関する対応として、ご指摘のような外部専門家の助言を求めることができる仕組みを構築することも考えられます。

	＜当会の意見＞ 改訂原案【原則４－14】解釈指針の第三段落を変更し、会社の費用負担により外部の専門家の助言を得ることなども、会社側からの適切な支援に含まれる旨の記述を追加する。 取締役（特に社外取締役）と監査役にとって、独立性の観点から、執行側が提供する情報では、取締役会において審議するにあたり十分ではないと思われる場合があり得る。また、いわゆる専門性の高い案件については、外部専門家の助言が必要となる場合が考えられ、これには相応の費用がかかるため、会社が負担することが明記されることが望ましい。 【一般社団法人監査懇話会】	
755	取締役会が主体的に審議の実質化・活性化を図るための取組として、独立したコンプライ・オア・エクスプレインの対象とならない解釈指針とし、また、「例えば」という表記を使うのであれば「～べき」との記載はふさわしくない。「～を考慮することが望ましい」という表現にとどめる方がよい。 【三井物産株式会社】	ご意見として承ります。
756	原則４－14（情報収集及びサポート体制）および原則２－５（内部通報）、ならびに基本原則２（株主以外のステークホルダーとの適切な協力）について、社外取締役が、経営陣による情報のフィルタリング（遮断）を受けることなく、顧客（利用者）等の外部ステークホルダーから「ガバナンス上の重大な懸念」を直接受診できる仕組み（ボード・メールボックス等の直訴手段）の設置を、解釈指針等で明確に推奨すべきである。 企業の持続的成長にはステークホルダーとの誠実な対話が不可欠であるが、現実には、経営陣が顧客の声を遮断し、ガバナンスを形骸化させている事例が散見される。 現在のコード改訂案にある「事務局機能の強化（原則４－13）」だけでは、経営陣に従属する事務局が情報を操作するリスクを排除できない。社外取締役が、上述のような「顧客目線でのガバナンス不全」や「経営陣による恣意的な運用」を早期に検知できるよう、経営陣の手を介さない直接的な情報入力チャネル（直訴手段）を確保することを、実質的なガバナンスの要件として盛り込むべきである。 【個人】	ご意見として承ります。 取締役会の実効性を高める観点から、多様な情報源を確保することも一定の意義があると考えられます。原則４－14 でも取締役・監査役が必要な情報を能動的に入手し得る環境整備や、社外取締役への適切な情報提供を含む支援体制の強化を求めており、その趣旨には、ご指摘のような外部ステークホルダーからの情報を含む広範な情報へのアクセスの確保も含まれると考えられます。

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　原則４－15　取締役・監査役の研鑽		
757	Until the advent of the CGC, Japan had no custom of serious director training for many persons. Although Japan's CGC has provided that "companies should provide and arrange training opportunities suitable to each director", based on our many years of experience, this principle is conspicuous by virtue of frequent and flagrant non-compliance by many firms. Companies leave judgement of what is "suitable" (if anything) to the directors themselves, and claim to be complying with the principle based on their policy simply because they "implicitly" offered the "opportunity" to receive training even if that "offer" was never actually made or availed of. Despite the fact that many market persons, even members of the Council, complain about the low "quality" of directors in Japan—many of whom cannot even read financial statements—the new draft contains no language that would change this state of affairs. The new draft should clearly mention the necessity to understand financial statements, and should contain interpretive guidance that also encourages: (a) pre-assignment training for all internal "executive officers" (*) , some of whom will likely sit on the board later; (b) pre-assignment training for directors at major subsidiaries; (c) that the role of the lead independent director and/or independent chair should include a yearly evaluation of what training, if any, is "suitable" for each member of the board, followed by a one-on one interview recommending such training in the context of discussing results of the board's self-evaluation, which also evaluated each board member's individual participation during the prior year; and (d) disclosure of policies and prior-year concrete actions related to the above items. (*) As a matter of best practice, such persons should serve under fiduciary contracts so that they are subject to legal liability under a "duty of due" care standard, rather than serving as employees under labor law contracts. 【個人】	ご指摘のとおり、取締役や監査役が必要な知識を有し、それを適切に更新することは、取締役会の実効性を確保し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で重要であることを踏まえ、本改訂では、改訂前コードの原則４－14、補充原則４－14①、補充原則４－14②で記載されていた内容を改訂版コードの原則４－15 に記載し、コンプライ・オア・エクスプレインの対象としています。 個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会を提供することも重要であり、ご指摘のような主体別の研鑽の機会の提供や、個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供に関する筆頭独立社外取締役・独立社外取締役による評価を行い、開示することは有用と考えられます。 As pointed out, it is important that directors and *kansayaku* possess the necessary knowledge and update it appropriately to ensure the effectiveness of the board, as well as to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. The revised Code integrated the former Principle 4.14, the former Supplementary Principle 4.14.1, and the former Supplementary Principle 4.14.2 into a standalone Principle 4.15, which is subject to the "comply or explain" framework. It is important to provide each director and *kansayaku* with training opportunities. It is also beneficial to conduct and disclose evaluations by the lead independent director and other independent directors regarding training opportunities suitable for each director and *kansayaku*.

758	We support the renewed emphasis on Director and *Kansayaku* (auditor) training. Based on our day-to-day engagements with Japanese companies, we have observed inconsistencies among Japanese Directors and Auditors' understanding of corporate value creation through the efficient allocation of business resources as well as corporate governance matters especially pertaining to the protection of shareholder value and rights. As such, for basic concepts related to capital management and corporate governance, we would encourage the Code to consider making training mandatory for Directors and Auditors. 【Neuberger】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 取締役や監査役が必要な知識を有し、それを適切に更新することは、取締役会の実効性を確保し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で重要です。 取締役及び監査役が、ご指摘のような資本管理やコーポレートガバナンスに関する理解を深めることは有用であり、これらの内容について、個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供が行われることが重要と考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. It is important that directors and *kansayaku* possess the necessary knowledge and update it appropriately to ensure the effectiveness of the board, as well as to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. As pointed out, it is beneficial that directors and *kansayaku* deepen their understanding of capital management and corporate governance. It is also important that, regarding these matters, each director and *kansayaku* is provided with appropriate training opportunities.
759	取締役・監査役の「質の向上」につながる研鑽は、投資家も期待しています。自社の事業・業界に関する知識、企業経営やコーポレートガバナンスに関わる知見を高めることに加えて、積極的に株主・投資家をはじめとするステークホルダーとの対話の機会を設けることで、自社の経営に対する社会の評価や問題点を知ることが、単なる知識の習得だけではない真の「研鑽」につながるものと考えます。このような視点を解釈指針などで示していただくことが有益であると考えます。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご指摘のとおり、株主・投資家をはじめとするステークホルダーとの対話を行うことは、取締役・監査役にとっても有益であると考えられ、原則４－15 の取組みに含まれるものと考えられます。
760	改訂案の原則本文において、取締役・監査役には「会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識」の習得が求められていますが、原則でこのように示すだけでは足りず、解釈指針において「コーポレートガバナンス」や「コーポレートファイナンス」といった上場会社の取締役や監査役に期待される知識・スキルを具体的に示し、その習得を促すべきと考えます。 特にコーポレートガバナンスやコーポレートファイナンスに関する知識・	ご意見として承ります。 取締役及び監査役が、ご指摘のようなコーポレートガバナンスやコーポレートファイナンスに関する理解を深めることは有用であり、これらの内容について、個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供が行われることが重要と考えられます。 なお、本改訂では、上場会社の重要な統治機関を担う取締役・監査役との

	スキルは、全取締役・監査役に共通して求められるものであり、投資家との建設的な対話の実践や、対話を通じて得られた株主の声を経営に的確に反映する上でも不可欠です。したがって、現任の役員におけるこれらの知識・スキルの習得状況を踏まえ、不足を補うための具体的なトレーニング計画を策定することを解釈指針において求めるべきです。 なお、本改訂案では現行コードの「トレーニング」という文言が「研鑽」に書き換えられましたが、英語版コードでは「training」のままであることからも、無用の忖度を排し、実務上既に定着している「役員トレーニング」という用語の使用を継続すべきです。 ＜修正案＞ 原則４－15 の解釈指針を新設し、以下を追記するとともに、原則４－15 の標題および本文における「研鑽」の表記を現行の「トレーニング」に戻すことを提案します。 トレーニングの方針には、現任の役員が備える知識・スキルの保有状況を踏まえ、不足を補うための具体的な計画を含めることが望ましい。特に、コーポレートガバナンスやコーポレートファイナンスに関する知識・スキルは、全取締役に共通して求められるものであり、投資家との建設的な対話を実践し、その声を経営に的確に反映するためにも、継続的に習得・更新されるべきである。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	関係では「トレーニング」という表現は適切ではないとの有識者会議でのご指摘を踏まえ、「研鑽」との表現に修正しましたが、内容に変更はありません。
761	We support elevating the requirement for companies to disclose their training policy for directors and *kansayaku* from a Supplementary Principle to Principle. Given the increasing demand for qualified independent directors as more companies increase their levels of board independence in Japan, we believe it is important for companies to invest in training and development to strengthen board skills and effectiveness. We would further recommend adding Interpretive Guidance that encourages companies to provide information on the types of training provided to directors on an annual and retrospective basis (for example, continuing professional development hours). Linked to Principle 4.13 on Preconditions for Board and *Kansayaku* Board Effectiveness, we also recommend adding Interpretive Guidance	本改訂を評価いただきありがとうございます。 ご指摘のとおり、取締役及び監査役の能力向上を図る観点から、研修・能力開発への継続的な取組みやその透明性の確保が重要です。原則４－15 においても、研鑽方針の開示が求められているところ、ご指摘のような、研鑽の機会の提供の実施実績や、取締役会による評価内容を開示することも考えられます。 取締役・監査役が期待される役割・責務を果たすことができるよう、コードの趣旨に沿って、上場会社において適切に取組みが進められることが期待されます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. As has been pointed out, it is important to continue and ensure the

	encouraging companies to disclose how boards assess directors' skills and how they identify and prioritize training for directors. 【匿名】	transparency of company initiatives for training and skill development to improve the abilities of directors and *kansayaku*. Principle 4.15 states that companies should disclose their training policy for directors and *kansayaku*. As has been pointed out, this disclosure could also include the status of the training opportunities provided, as well as the results of evaluations conducted by the board. Companies are expected to implement appropriate measures—consistent with the aim of the Code—to enable directors and *kansayaku* to fulfill the roles and responsibilities entrusted to them.
762	FSA Proposal: Companies should ensure directors and *kansayaku* acquire and regularly update necessary knowledge on the company's business, finances and organisation, and disclose their training policy. This is an upgrade from former Supplementary Principles 4.14.1 and 4.14.2 to full Principle status. Our Recommendation: We welcome the upgrade of director and *kansayaku* training requirements from former Supplementary Principles 4.14.1 and 4.14.2 to full Principle 4.15 status. However, the Principle and its Interpretive Guidance currently lack any guidance on the content of training programmes and disclosures are limited to training policies and support or opportunities provided. To ensure director training delivers meaningful improvements in board effectiveness, we recommend that both the Principle and Interpretive Guidance set clear expectations on content. Boards should ensure that training programmes cover essential topics such as cost-of-capital concepts, capital allocation frameworks, key performance metrics relevant to the company's business and strategy, as well as risk management and sustainability issues. In addition, companies should be required to disclose not only the existence of a training policy but the actual frequency, specific content, and attendance rates of such programmes. This would address persistent gaps identified in the TSE White Paper on Corporate Governance 2025 and better equip directors and *kansayaku* to fulfil their oversight responsibilities in an increasingly complex business	取締役及び監査役が、ご指摘のような内容に関する理解を深めることは有用であり、これらの内容について、個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供が行われることが重要と考えられます。 原則４－15 においても、研鑽方針の開示が求められているところ、ご指摘のような、研鑽の機会の提供の実施実績を開示することも考えられます。 It is beneficial for directors and *kansayaku* to deepen their knowledge regarding the matters raised. Accordingly, it is important to provide suitable training opportunities tailored to each director and *kansayaku* with respect to these matters. Principle 4.15 states that companies should disclose their training policy. As has been pointed out, this disclosure could also include the status of the training opportunities provided.

	environment. 【Asian Corporate Governance Association】	
763	Director training is key to well-functioning corporates and ultimately capital markets. We recommend at least six hours per year of director and *kansayaku* training, facilitated by appropriate bodies Training should cover legal and fiduciary duties, board and committee functioning, financial accounting and reporting, capital allocation and cost of capital, M&A and special committee practice, whistleblowing and complaints, industry dynamics, technology and AI, cybersecurity, human capital, and direct reporting from managers below the executive level. This would be consistent with the Code's expectation that directors possess expertise sufficiently to fulfill their roles and responsibilities. We recommend that Principle 4.15 in final Code should include disclosure for training courses conducted in Corporate Governance reports. This should include frequency, hours and topics covered in the training provided. 【Oasis Management Company Ltd.】	
764	「会社の事業・財務・組織等に関する」の部分に「サステナビリティ」を追記する必要はないか。 【上場会社法制の在り方を考える会】	
765	Strengthen Training Guidelines to Include Financial Literacy: We propose that the guidelines for "suitable" training (Principle 4.15) expressly mention financial literacy as a core requirement for which training needs should be assessed. This provision would help establish whether directors possess the necessary knowledge to oversee capital allocation and capital efficiency effectively. 【Brickwood Asset Management】	原則４－15 において、「事業・財務・組織等に関する必要な知識」の習得が求められており、その内容には財務リテラシーを含む幅広い能力の確保が含まれ、個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供が行われることが重要と考えられます。 Principle 4.15 states that directors and *kansayaku* should endeavor to acquire the "necessary knowledge and skills regarding the company's business, finance, and organization." This includes ensuring a diverse range of competencies, such as financial literacy. Consequently, it is crucial to provide suitable training opportunities tailored to the specific needs of each director and *kansayaku*.
766	原則４－15 に「研鑽の方針について開示を行うべき」との記載があるが、研鑽する主体は役員自身であるため、会社が開示する方針は「研鑽の機会の	ご指摘を踏まえ、修正しました。

	提供等の方針」とすべきである。 【個人】	
767	取締役会の確認義務を記載する文書に修正する。 修正案： 「取締役会は、個々の取締役の（略）費用の支出や開示が適切に行われているかを確認すべきである」 【福井工業大学経営情報学部長谷川研究室】	ご意見として承ります。
768	コメント１： 「会社の（略）組織等に関する（略）」の英訳が現状「the company's organization」となっている。 →修正案： 意図を捉えにくいので、「the company's organizational structure（構造を指す場合）」または「the company's business units（部門を指す場合）」などが考えられる。 コメント２： 現状案では、会社内部に関する知識に限られているので、会社側から提供される情報以外（例えば資本市場を取り巻く国内外の状況）についても取締役等は能動的に取り入れ、理解を深めることが期待されており、その旨明示すべき。 【Market Forces Limited】	コメント１については、ご意見として承ります。 コメント２については、取締役及び監査役が、ご指摘のような内容に関する理解を深めることは有用と考えられます。
769	The training obligation under revised Principle 4.15 requires companies to arrange suitable training opportunities and disclose their policy. We support this. However, the formulation is permissive: directors retain discretion over whether to use the opportunities provided. Principle 4.15 should be strengthened to require: ongoing board assessment of whether directors' knowledge remains adequate; disclosure of concrete training activities undertaken, not merely the training policy; and integration of training needs into the annual board evaluation under Principle 4.13. 【Norges Bank Investment Management】	ご意見として承ります。 取締役や監査役が必要な知識を有し、それを適切に更新することは、取締役会の実効性を確保し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で重要です。個々の取締役・監査役に適合した研鑽の機会の提供が行われることが重要と考えられ、研鑽の機会の提供の実施実績を開示することや取締役会実効性評価に組み込むことも有用と考えられます。 Your feedback has been noted. As pointed out, it is important that directors and *kansayaku* possess the necessary knowledge and update it appropriately to ensure the effectiveness of the board, as well as to achieve sustainable growth and increased corporate value over the mid- to long-term. It is important to provide suitable

		training opportunities tailored to each director and *kansayaku*. Furthermore, it is beneficial to disclose the status of the training opportunities provided and to integrate these initiatives into the board effectiveness evaluation.

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
第４章　その他		
770	今回の改訂案では、取締役会の責務として、成長投資や経営資源配分、資本効率の検証が強調されており、その方向性自体は適切であると考える。一方で、企業価値の持続的向上は、財務資本の活用やファイナンス上の判断の巧拙のみならず、人的資本および組織能力がどのように機能しているかに大きく依存する。 現行および改訂案においては、人的資本に関する論点が、戦略・資本配分・内部統制等とともに原則４に包含されているが、この構成では、人的資本が価値創造の中核的要素であるにもかかわらず、その重要性が相対的に埋没するおそれがある。人的資本は、財務資本とは性質を異にし、個別施策や制度の整備だけではなく、組織横断的な連携、迅速な意思決定、構成員の強みや創意の発揮、新たな挑戦の継続といった組織の機能の在り方を通じて、初めて成長投資や企業価値の創出力に結び付くものである。 このため、取締役会の責務として、人的資本への投資およびその活用が、組織全体として有機的に機能し、価値創造力の向上につながっているかを監督・検証する視点を、原則４から切り出し、独立した原則５として明確に位置付けることを提案したい。かかる整理は、「成長投資の促進」および「形式から実質への転換」を掲げる今回改訂の趣旨を、人的資本の側面からも実効的に補完するものと考える。 原則５（案）：人的資本および組織能力に関する取締役会の責務 上場会社の取締役会は、人的資本への投資およびその活用が、個別の施策や制度の導入にとどまらず、構成員一人ひとりの能力や強み、現場における創意工夫が引き出され、組織横断的に共有・結合されることを通じて、会社の価値創出および成長投資の実行力の向上に結び付いているかという観点から、組織全体が有機的に機能しているかを継続的に監督・検証すべきである。 【個人】	ご意見として承ります。 企業が、常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があります。改訂版コードでは、取締役会の役割・責務として、成長投資等に向けた取組みの重要性を明記しており、原則４－１ではその重要な例示として人的資本への投資を挙げています。 また、基本原則２解釈指針においては、「上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる」こと、また「上場会社は、人的資本への投資等や適切な分配を行う（略）など、これらのステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができることを十分に認識すべき」ことが示されています。 各社において、これらの基本原則・原則及びその解釈指針の趣旨・精神を踏まえ、必要に応じてご指摘のような観点も踏まえながら、自らの置かれた状況に応じて自律的に対応することが期待されます。

771	日本企業の将来にわたる持続可能性の観点から、以下の項目について、改善されることを提案いたします。 ・取締役会議長の役割が不明確。 ・取締役個々人の責任が不明確。 ・取締役会による判断の適正性を保つために、どのような保証が行われるべきかについて、ほぼ記述がない。 上記の点は、イギリスのガバナンス・コードには、明確かつ具体的に示されている事項であることから、他国に比べて特段の負担となるものではないと考えます。 【個人】	ご意見として承ります。 取締役会は、基本原則４等に示されているとおり、企業戦略等の大きな方向性を示すこと、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を担っており、取締役会議長は、取締役会がこうした役割・責務を果たすため、例えば取締役会において自由闊達で建設的な議論・意見交換がなされることによる審議の活性化に向けて適切にリーダーシップを発揮することなど、重要な役割を担っているものと考えられます。 基本原則４解釈指針においては、取締役が、株主に対して受託者責任を負うことを認識し、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである旨が示されています。 また、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示することが、取締役会の実効性確保のための前提条件として重要であることから、本改訂においては、その旨を原則４－13（３）で原則として位置づけています。ご指摘のような取締役会による判断の適正性についても、このような実効性確保の観点に含まれ得ると考えられます。 取締役会の在るべき姿は、自らが構築した成長の道筋や会社を取り巻く状況によって変動するものであり、これに伴い取締役会議長が果たすべき具体的な役割等も異なるため、各社において、これらの基本原則・原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されますが、いただいたご指摘については、貴重なご意見として今後の政策立案の参考とさせていただきます。
772	Remarkably, unlike the clear language in CGCs of countries like Singapore, Hong Kong or Malaysia, the influential role of the chair is not described at all—despite recent high-profile governance scandals leading to chairmen resigning at firms like Nidec and Fuji Media. In Japan, the role of the chair—especially, the role of a truly independent chair who does have (and has never had) an executive role, is not well understood. Expectations and habits for this role have yet to be developed. 【個人】	Your feedback has been noted. As stated in General Principle 4, the board should fulfill its roles and responsibilities by setting a strategic direction, such as creating a path for growth, establishing an environment that encourages management to take appropriate risks, and conducting effective monitoring of management and directors from an independent and objective standpoint. The chair of the board plays a vital role in supporting the board to fulfill these responsibilities. For example, the chair should lead the board in a manner that promotes

		active deliberation through frank and constructive discussions and an open exchange of opinions. The Interpretive Guidance for General Principle 4 states that with due attention to their fiduciary responsibilities to shareholders and the fact that they are elected by shareholders, directors should secure appropriate cooperation with stakeholders other than shareholders and act in the interest of the company and the common interests of its shareholders. Furthermore, as a premise to ensure board effectiveness, it is vital to assess and analyze the performance of the board as a whole and disclose a summary of the results. The revised Code explicitly highlights this in a standalone Principle, Principle 4.13 (3). As pointed out, the appropriateness of board determinations could be included as a factor to ensure board effectiveness. The ideal state of the board varies depending on the path for growth that it has constructed and the situations surrounding the company. The specific roles that a chair of the board should perform also vary. Companies are expected to implement their own measures based on their specific situations and in light of the aims and spirit of the General Principles, Principles, and their Interpretive Guidance. We appreciate your valuable comments and will take them into consideration for future policy planning.
773	We welcome the inclusion in the Preface of the Code regarding companies' fiduciary responsibility to shareholders. We believe this should also be reinforced under General Principle 4 with regard to the "Roles and Responsibilities of the Board". In particular, independent outside directors are expected to effectively oversee management on behalf of shareholders, and to hold management accountable for business strategy and capital management decisions. Therefore, the Code should encourage companies to make their outside directors available for direct dialogue with shareholders when requested (under Principle 1.1 Constructive Dialogue with Shareholders). We would also suggest the Code include a principle that nomination committees provide an explanation on why and how the expertise of outside directors will help address company-specific governance issues	ご意見として承ります。 基本原則４では、取締役会が株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえたうえで、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、その役割・責務を適切に果たすべきであること、またその解釈指針において、取締役は株主によって選任され、株主に対して受託者責任を負うことを認識し、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきであることが示されています。 社外取締役と株主との対話については、株主との建設的な対話について規定する原則１－１解釈指針において、上場会社は面談の主な議題によっては、社外取締役が対話の対応者となるべき場面があることを認識した上で、株主との対話を建設的なものとする観点から、株主の希望と対話の主な議題

	and strategic challenges. 【Morant Wright Management Limited】	を踏まえ、対話ごとに適切な対応者を選定すべきであることが示されています。また、独立社外取締役の役割・責務について規定する原則４－８解釈指針において、独立社外取締役が必要に応じ自身が株主との対話を行うこと等を通じて、少数株主等のステークホルダーの意見を取締役会に反映させるよう努めることが求められることが例示されています。 また、取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件について規定する原則４－13 では、取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定すべきであり、その上で、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきことが示されています。 各社において、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 原則３－１（４）では取締役候補の指名を行うに当たっての方針と手続を、同原則（５）では取締役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明の開示を行うことを求めており、ご指摘のような指名委員会による社外取締役の専門性も踏まえた説明を行うことも考えられます。 Your feedback has been noted. General Principle 4 states that given its fiduciary responsibility and accountability to shareholders, the board should appropriately fulfil its roles and responsibilities in the effective oversight of management in order to promote sustainable corporate growth and increase corporate value over the mid- to long-term. Its Interpretive Guidance indicates that with due attention to their fiduciary responsibilities to shareholders and the fact that they are elected by shareholders, directors should secure appropriate cooperation with stakeholders other than shareholders and act in the interest of the company and the common interests of its shareholders. With respect to the dialogue between outside directors and shareholders, the Interpretive Guidance for Principle 1.1 states that companies should recognize that there are situations where outside directors should engage in dialogue, depending on the main topics of discussion. Companies should select appropriate personnel for each dialogue from the perspective of

		holding constructive dialogue with shareholders. The Interpretive Guidance for Principle 4.8 states that independent directors should make an effort to reflect the views of minority shareholders and other stakeholders in the boardroom by directly engaging in dialogue with shareholders as necessary. Further, Principle 4.13 states that the board should disclose the combination of skills that each director possesses in an appropriate form according to the business environment and business characteristics, along with policies and procedures for nominating directors. Companies are expected to implement their own measures depending on their specific situation and in light of the aim and spirit of Principles and their Interpretive Guidance. Principle 3.1 (4) states that companies should disclose board policies and procedures for the appointment and dismissal of management and the nomination of directors and *kansayaku* candidates. Furthermore, Principle 3.1 (5) states that companies should provide explanations with respect to these individual appointments, dismissals, and nominations. As pointed out, a company could provide these explanations by taking into account the nomination committee's assessment of the specialized expertise of outside directors.
774	We acknowledge the significant progress made in elevating the proportion of independent representation on the boards of listed companies, with 98.8% of Prime Market companies having at least one-third independent directors (from 12.2% in 2015) and 26.2% having a majority of independent directors (compared to just 1.4% in 2015). However, major concerns persist as highlighted in the FSA Secretariat Briefing Pack which notes that there is "room for improvement in the independence, diversity and skills of independent directors" and that this should be addressed by the Code. Skills matrices are improving but lack rigour while director training and development require further reinforcement. Without clear definitions and being linked to company strategy, skills matrices risk becoming another compliance checkbox. The UK Corporate Governance Code requires boards to explain in the annual report how the board's composition aligns with the	改訂前コードでは補充原則に位置づけられていた、取締役会は経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定すべきであり、その上で、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべき旨について、引き続き重要性が高いと考えられることから、改訂版コードでは原則４－13 に位置づけています。 他方で、企業が各原則の趣旨・精神を踏まえて自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、実践することが重要であり、経営戦略に照らして備えるべきスキル等については各社の事情に応じて判断され、またその説明に当たっては様々な方法が考えられることから、各社において、原則４－13 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に判断することが期待されます。

	company's strategy and how directors' skills, experience, and knowledge support the strategy (Provision 23). Japan's Code lacks similar specificity. We would recommend that any such role for retiring executives should be for a limited duration of up to one year. 【Asian Corporate Governance Association】	The board should identify the specific skills that it should possess in light of the company's strategic direction, including its path for growth. Subsequently, the board should disclose the combination of skills that each director possesses in an appropriate format according to the business environment and company characteristics, along with the policies and procedures for nominating directors. Although these statements were originally placed in the Supplementary Principles of the former Code, given their ongoing importance, the revised Code places them directly into Principle 4.13. It is important that companies consider and implement their own governance solutions in light of the aim and spirit of each Principle. The specific skills necessary for business strategies should be determined by each company depending on its circumstances, and there may be various ways to explain them. Accordingly, companies are expected to determine based on their specific situation, and in light of the aim and spirit of Principle 4.13 and its Interpretive Guidance.
775	「攻めのガバナンス」を支える前提として、未然防止の観点からの「守りのガバナンス」の補強が重要であると考えます。 不祥事発生時においては、事実関係の把握および原因分析に関する調査の独立性・客観性が、ステークホルダーからの信頼確保の観点で極めて重要であると考えます。 近年では、第三者委員会等において、形式上は外部専門家が関与していても、後に独立性や利益相反の有無が問題視される事例も見受けられました。 このことは、「外部性」のみではなく、「実質的な独立性」の確保が重要であることを示していると考えます。 現行改訂案では、この点に関する明示的な記載は見当たりません。 《提案》 解釈指針において、不祥事発生時には、外部専門家の関与を含む独立した調査体制の確保について検討することが望ましい旨を示唆することが有効であると考えます。 これにより、企業の説明責任の履行および透明性の確保に資するものと考えます。	ご意見として承ります。

	【一般社団法人 日本公認不正検査士協会（ACFE JAPAN）】	
776	改訂案では、取締役会の監督機能の重要性が強調されていますが、監督対象としてのリスクの範囲が抽象的であり、実務上重要な不正・コンダクトリスクについての明示的な言及は限定的であるように見受けられます。 原則４またはその解釈指針において、取締役会は、財務リスクに加え、不正・コンダクトリスクを含む非財務リスクについても適切に監督を行うべきである旨を明確化することが有効であると考えます。また、不正リスクに関する定期的な報告・共有の重要性についても、あわせて示唆することが望ましいと考えます。これにより、監督機能の射程が明確となり、実効性の向上が期待されます。 【一般社団法人 日本公認不正検査士協会（ACFE JAPAN）】	
777	Principle 4 refers to fiduciary duty to shareholders—this conflicts with the Companies Law, which needs to be amended to emphasise the duty to shareholders. I don't think the board's duty is necessarily to promote sustainable growth: it very much depends on the industry and its stage of maturity. I prefer the Higgs version: "The board is collectively responsible for promoting the success of the company by directing and supervising the company's affairs. The board's role is to provide entrepreneurial leadership of the company within a framework of prudent and effective controls which enable risk to be assessed and managed. The board should set the company's strategic aims, ensure that the necessary financial and human resources are in place for the company to meet its objectives, and review management performance. The board should set the company's values and standards and ensure that its obligations to its shareholders and others are understood and met." 【Codrington Japan】	ご意見として承ります。 会社法の見直しに関するご意見につきましては、法務省に共有させていただきます。 Your feedback has been noted. We will share with the Ministry of Justice your comments regarding the amendment to the Companies Act.
778	基本原則４ 「上場会社の取締役会は（略）、収益力・資本効率等の改善を図るべく、（略）」を「上場会社の取締役会は（略）、収益力等の改善を図るべく、（略）」とすべき。 原則４－１ 「（略）、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針	ご意見として承ります。 本改訂では、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組みの重要性を強調しており、企業が株主をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現する観点から、原則４－１では、資本コスト・収益力・資本効率等を要素として記載しています。 各社において、これらの原則及び解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの

	を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、（略）」を「（略）、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力等に関する目標を提示し、（略）」とすべき。 原則４－１解釈指針 「（略）資本政策の基本的な方針及び収益力・資本効率等に関する目標を実現するため、（略）」を「（略）資本政策の基本的な方針及び収益力等に関する目標を実現するため、（略）」とすべき。 企業価値向上という目的に照らせば、資本効率の向上は、その分母（自己資本）を減少させるのではなく、その分子（収益力）を増加させることによって達成されるべき指標である（分母を減少させても企業価値は向上しない）。 ところが、近時、成長投資や人的資本投資が抑制され、自社株買いや増配に経営資源が流出していく事例が増加している。 資本効率それ自体の向上を図ることが重要であるかのように記載することは、上記の傾向を助長し、企業価値向上を阻害するおそれすらある。 そこで、基本原則や原則においては、最重要である「収益力」のみを列記し、どの程度の収益力が求められるか（＝資本コストを意識すべきこと等）については原則４－１の解釈指針で解説することとすべき。プリンシプルベースというコンセプトともその方が整合的である。 【日本製鉄株式会社】	置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。
779	「会社の状況や社外環境を踏まえた任意の取締役会構成の例示」をどこかに記載する。 例示案 ① 取締役会の構成員に企業内労働組合が存在することを前提に、労働組合の代表者を加える。 ② 会社の主たる事業所（本社・工場など）や事業内容が地域社会と深い関係性がある場合には、地域を代表する者を社外取締役の一員とする。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	ご意見として承ります。 なお、取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件について規定する原則４－13 では、取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、経歴、年齢、文化的背景の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである旨が示されています。 取締役会の構成を、その役割・責務を果たすに当たって実効的なものとするために、各社において、原則４－13 の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。
780	金融庁が主催する第 27 回フォローアップ会議（2022 年５月 16 日開催）では、事務局資料 P5 において、CG 改革実施後の研究として『社外取締役の導入は企業価値との間に有意な関係が見られない』との見解が示されまし	ご意見として承ります。 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みによる

	た。翌年の第 28 回フォローアップ会議（2023 年４月 19 日開催）事務局説明資料 Ｐ３では、ガバナンス改革が実質化の壁に直面している最大の要因は、その「担い手」（独立社外取締役・執行側）の質の問題であると明確に振り返られています。つまり、もっとも権威ある会議体が、「形式は整ったが、質が伴っていない」という評価を示してきたという事実です。 その上で、2026 年４月 10 日付の金融庁・東京証券取引所の文書『成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂について』では、「特に独立社外取締役の実効性向上に向け、役割・責務、質・量の確保、独立性確保の重要性を強調している」とされ、今回の改訂案が提示されています。つまり、「質が問題だ」と自ら認め続けながら、なお同じ方向に制度を積み増しているという構造です。 これに対して、2022 年７月 19 日付の経産省『CGS ガイドライン（改訂 2022）』は、より本質的な論点を提示していました。特に以下の４点は重要です。 ① 監督機能だけでなく執行機能強化が重要（監督モデルの限界、執行型モデルの見直し） ② 社長・CEO の能力とリーダーシップが企業価値の核心（社外取締役が執行を弱める場合もある） ③ 社外取締役の質と意識の向上が不可欠（非常勤では貢献に限界、株式報酬などのインセンティブ議論も必要） ④ 会社課題に応じた取締役構成が必要（形式的多様性への疑問、社内取締役の重要性） 金融庁フォローアップ会議が「質」を問題としてきたこと、経産省ガイドラインが総合的な観点から問題を指摘していることは、これまでの日本のコーポレート・ガバナンス改革が、「まず形式から入って実質は後から備えればよい（某権威が繰り返されている説明）」との前提で進められてきたこと自体が大問題である可能性を示しています。 つまり、形式を無理に変えたことによる弊害・非現実性が、表面化しているのに、改革は間違っていないという集団浅慮や忖度が働いている可能性があるということです。 過去の分析をなぜ活かさないのでしょうか。「監督」とはいかなるレベルのいかなる範囲の能力を想定しているのでしょうか。私は一部の識者が言うような「執行側が決めた計画が実行されているかどうかのチェック」のようコーポレートガバナンス改革の実質化が重要です。この観点から、本改訂は、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化を行い、企業が中長期的な企業価値の向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする意図の下、実施するものです。 個別の改訂項目としては、取締役会における独立社外取締役が占める割合が増加し、独立社外取締役の主たる役割・責務である監督機能をより効果的に果たすための環境が整いつつあることも踏まえ、特に独立社外取締役の実効性向上に向け、独立社外取締役の果たすべき役割・責務、質・数の確保、独立性確保の重要性を強調するなど、本改訂では実質面を強調しています。 原則４－14 では、「上場会社は、取締役会を支える部署等の人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである」ことが示されており、原則４－14 解釈指針では、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の役割として、「取締役会の事務方としての役割のみならず、取締役会やその傘下の各委員会の会議体が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、それらの運営を能動的に行うことが望ましい」旨を規定しています。取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の具体的な機能は、各社の置かれた状況により異なるため、各社において、原則４－14 及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自律的に判断することが期待されます。 なお、解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、上場会社は、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に沿った対応を行うことが期待されます。

	な誰でもできる能力を想定しません。限られた時間（≒非常勤）と情報（≒社外性）の中で、執行側の不作為までも指摘できる能力であり、だからこそフォローアップ会議等でも最大の問題は「質」としてきたのではありませんか。問題はそのようなレベルの「質」を備えた人材が多数存在するのかという点です。言い換えれば、いつまで「パートタイマー（非常勤）のスーパーマン＝スーパー独立社外取締役」の存在を前提にした規範を、上場会社に強いるのかという問題です。今回、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー）の強化が原則化されましたが、「年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項を決定しておくこと」などは、形式面は事務局であっても、審議事項の決定とはすなわち、社外取締役に期待される「質」そのものである「アジェンダセッティング能力」です。事務局機能まで箸の上げ下ろしのように原則化するのは、導入・法制化している他国が正しいとの先入観に囚われて、「コーポレート・ガバナンス改革が実質化の壁にぶつかっている（フォローアップ会議での言い回し）」ことに対する原因分析が誤り続けているからではないでしょうか。すなわち、日本経済（日本市場）全体の中で行うべきマクロ財政・金融政策議論の欠如、合成の誤謬、均一化された形式的多様性の押し付けなど、検討すべき本質的要因から目を逸らし続けているのではないかと問題提起します。 CG 導入から今日までの経緯だけでなく、コード内部の矛盾やダブルスタンダードを総合的に眺めると、コードには、別の目的が入り込んでいるのではないかという疑念すら生じます。 【個人】	
781	改訂前コード原則４－５に記載のある、会社や株主共同の利益に関して、経営者の「自由」を拡大するような改訂内容になっているのであれば、バランスを取るために原則に残しておく必要がある。 【個人】	改訂前コード原則４－５の内容は、取締役会等の責務（基本原則４）の前提となる取締役・監査役等の受託者責任を規定するものであるため、基本原則４の補助的な位置づけとし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられることから、基本原則４解釈指針に移管しました。
782	改訂前コード補充原則４－12①に関して、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外である解釈指針に位置付けられているが、取締役会資料を会議当日より前に配布する等の内容は、社外役員の議論参加のために必要であり、原則に格上げすべき。 【個人】	解釈指針は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではありませんが、上場会社は、各原則の内容に加え、解釈指針において示された内容も踏まえて各原則の趣旨・精神を解釈し、自社が置かれた状況に応じて、当該趣旨・精神に沿った対応を行う必要があります。 改訂前コード補充原則４－12①の内容は、取締役会の審議活性化（改訂版コード原則４－14）のための具体例を含むため、同原則の補助的な位置づけ

		とし、より実質的な対応を促進することが適切と考えられることから、同原則の解釈指針に移管しました。
783	Analysis Reveals Major Gaps Compared to Other OECD Nations, Especially Regarding “Use of Independence” The draft revision stresses the need to “make effective use of independent directors”, but compared to many other countries, it provides strikingly little specific guidance to boards as to practices that will actually bring this about. The following chart depicts key elements of board leadership, independence, and orientation in the governance codes or similar guidelines/rules in OECD Countries vs. Japan: Board Leadership, Independence, and Orientation: OECD Countries vs. Japan Analysis using Chat-GPT, based on data from OECD Corporate Governance Factbook 2025. Summary Comparison (OECD excluding Japan, N = 37, vs. Japan) ・ Reference to shareholder interests or shareholder value OECD excluding Japan: ~80–95% Japan: Not specified(uses “corporate value”) ・ Chair role explicitly defined in code OECD excluding Japan: ~80–90% Japan: Not specified ・ Independent chair (recommended, comply-or-explain) OECD excluding Japan: ~60–70% Japan: Not specified ・ Lead independent director / equivalent as contact person for investors OECD excluding Japan: ~25–35% Japan: Not specified ・ Board-level investor contact (explicit designation) OECD excluding Japan: ~40–60% Japan: Not specified ・ CEO–Chair separation (recommended or required) OECD excluding Japan: ~75–85%	ご意見として承ります。 改訂版コードでは、原則４－８で独立社外取締役に特に期待される役割・責務を規定するとともに、独立社外取締役の質の確保（原則４－９）、数の確保（原則４－10）、独立性の確保（原則４－11）、機能発揮（原則４－12）に関する原則を設けています。 各社において、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、自らの置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。 Your feedback has been noted. In the revised Code, Principle 4.8 states the roles and responsibilities particularly expected of independent directors. The revised Code also has principles related to ensuring the expertise of independent directors (Principle 4.9), securing a sufficient number of such directors (Principle 4.10), ensuring independence (Principle 4.11), and ensuring effective functioning (Principle 4.12). Companies are expected to implement their own measures based on their specific situations, and in light of the aim and spirit of these Principles and their Interpretive Guidance.

	Japan: Not specified ・ ≥50% independent directors (recommended or required) OECD excluding Japan: ~50–65% Japan: Not specified (baseline ≈ one-third) ・ Explicit tenure limits (years specified) OECD excluding Japan: ~50–60% Japan: Not specified ・ Tenure limits (any form) OECD excluding Japan: ~65–75% Japan: Limited / indirect 【個人】	
784	独立社外取締役の機能発揮には、取締役会の開催時における審議の充実も重要であるが時間的制約が大きいことから、取締役会の内部委員会における時間を尽くした審議が機能発揮のために重要である。とりわけ指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社においては、諸々の広い法定権限を有する監査委員会および監査等委員会が十分に機能する必要がある。しかるに今回のガバナンスコードの改訂案においては、監査委員会および監査等委員会が積極的かつ能動的にその役割を果たすべきことを明示する原則が欠けており、それを追加的に新たに規定すべきである。 とりわけ ISSB が IFRS S2（気候関連基準）を定め、これを受けて日本でもサステナビリティ基準委員会（SSBJ）がサステナビリティ開示テーマ別基準第２号（気候関連開示基準）を策定したことは、気候関連のリスクが、重要な財務リスクであることを示している。監査委員会および監査等委員会が気候関連のリスクの回避において積極的かつ能動的な役割を果たすべきことが監査委員会および監査等委員会に関する新たな原則において示されるべきである。 【一般社団法人クライアントアース】	ご意見として承ります。 改訂前コードにおいてサステナビリティに関する記載は複数の原則に分散していましたが、サステナビリティを巡る課題の重要性に鑑み、本改訂では、かかる課題への取組みに関して、取締役会の責務として明確にする観点から、原則４－５として新たな原則を設けています。 また、その解釈指針では、取締役会に対して、サステナビリティに関する課題への対応はリスクの減少のみならず収益機会にもつながる経営課題であると認識し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題について適切な対応を行うことを求めています。 最適な取締役会の在り方は各社の実情によって異なり得る中で、サステナビリティ課題等に対して具体的にいかなる対応を行うかは、各社の事業活動の規模や業種・業態に応じて多様な内容が考えられるため、一律の対応方法を示すことはしていませんが、これらの原則及びその解釈指針の趣旨・精神に照らし、各社の置かれた状況に応じて、自律的に対応することが期待されます。

その他

番号	提出意見の概要 / Summary of comments received	意見に対する考え方 / Responses and their provisional translation
その他		
785	今回のコード改訂は、2025 年６月公表の「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」において、「コーポレートガバナンス・コードの見直し等を検討する」と表明され、その後「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）」の第１回が 10 月 21 日に開催され、２回の会議を経て、４月３日の第３回会議で改訂案が示されるという短期間の審議でした。特に、今回はコードの体系を大きく変更するという大幅な改訂であったにもかかわらず、投資家側、企業側を問わず関係者が改訂の主旨や内容を十分に理解する機会がなかったという声が多く聞かれます。 改革のスピードが重要ということは理解しつつも、多くの関係者の声をくみ上げ、議論に参加する機会を増やすことは、論点や問題点を整理し議論の進化に資するのみならず、コード改訂の主旨や内容を浸透させ、関係者間での解釈の齟齬を防ぐという観点でも重要であると考えます。以上のような状況を踏まえて、改訂の実施後も改訂の意図や内容について関係者への丁寧な説明を望むとともに、次回以降の改訂時には検討の期間を十分に確保し、熟議を尽くすという過程を重視した取り組みをお願いします。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	ご意見として承ります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Your feedback has been noted. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
786	「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」は、わずか３回しか開催されていない。議論があまりにも拙速であり、結論ありきの会議体であったと疑われてもやむを得ないと思われる。検討の方向性については「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」等にベースがあるとはいえ、十分な議論を尽くしたうえで、改訂案を取りまとめるべきであった。 【全国株懇連合会】	
787	We have the impression that the Expert Panel’s discussions advanced at pace, resulting in some dilution of ambition between the February and April drafts (for example, on the integration of Interpretive Guidance, cash-holding discipline, and certain board-effectiveness provisions). While we recognise	

	the difficulty of balancing breadth of coverage with depth of prescription we believe there remains meaningful scope to strengthen the framework in ways that would enhance governance effectiveness in practice, reinforce Japan's international credibility, and sustain the impressive momentum built since 2015. 【Asian Corporate Governance Association】	
788	次回以降の改訂におかれましては、用語の定義をはじめとする論点について、関係者間で意見をすり合わせる十分な時間を設けていただけますと幸いです。企業と投資家の対話に相応の時間が費やされている現状に照らせば、その指針となるコードの策定・改訂にも、双方が内容を十分に咀嚼するための議論の機会が確保されることが望ましいと考えます。スピード感の重要性は理解しておりますが、コーポレートガバナンス改革という大計は、強固な基盤の上に積み上げてこそ持続的な効果を発揮するものと存じます。私どもといたしましても、引き続き企業と投資家の対話の架橋となれるよう、建設的に貢献してまいりたいと存じます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	ご意見として承ります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 なお、用語の定義に関してコメントいただいた点については、本コードは、抽象的な原則を示し、その趣旨・精神に照らして、自社の活動が当該原則に即しているか否かを判断することが求められるいわゆるプリンシプルベース・アプローチを採用しています。そのため、各用語の定義等については、各原則の趣旨・精神に照らして合理的に解釈されるべきであると考えられます。
789	We recognise the progress made and the efforts undertaken to date. That said, we remain of the view that the current draft is under-developed in a number of important areas. In particular, with respect to effective board independence, the practical role of independent directors and board chairs, and Yuho timing and AGM quality, the Code does not yet, in our view, reflect what many institutional investors would consider a necessary baseline. Where the Code seeks to articulate best practice through a soft-law framework, we would encourage a more ambitious articulation of expectations. At this stage of Japan's governance reform, we would be cautious about placing heavy reliance on streamlined, high-level principles alone. In a market characterised by concentrated ownership, long-tenured boards and strong managerial influence, the absence of clearer reference points risks leaving too much discretion rather than meaningfully strengthening accountability. We therefore consider it important that the Code retains sufficient clarity and ambition to guide behaviour in practice and reinforce confidence that reform	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revision. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.

	momentum is being sustained. In light of the above, we would welcome consideration of whether additional time could be taken to reflect on stakeholder feedback, for example by reconvening the Expert Panel prior to finalisation, or by clearly signaling an intention to further strengthen of the Code within the next couple of years. 【L&G – Asset Management】	
790	We support the direction of travel of the Code's revision, and are pleased to see significant progress during a crucial time of reform. We also believe that further opportunities for continued enhancement exist. We recommend ensuring there are opportunities for reflection on feedback, such as by reconvening the Council before finalisation, or signaling an intention to revisit and strengthen the Code within the next couple of years. In addition, we believe it is important to conduct a periodic post implementation review. […] In conclusion, we reiterate our support for Japan's governance reform agenda and our willingness to continue to be a long-term partner and supporter of this work. Japan has established itself as a leader in its approach to governance reform, and we want to see that leadership position maintained and strengthened. We encourage the Government not to slow its pace of reform. We look forward to continued dialogue and stand ready to contribute the global investor perspective to the Council's ongoing work. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	
791	We would like to take this opportunity to thank all members of the CG Code Working Group for the extensive deliberations and the high level of transparency with respect to the disclosure of discussions. We would encourage the TSE/FSA and the Working Group Chair to periodically review the composition of the group, especially with regards to the representation of investors. Of the 14 members group, we have noted there are only three individuals (21%) associated with the investment profession, which appears	ご意見として承ります。 有識者会議のメンバーについては、議論が必要な課題に照らして必要な知識・経験・能力等を有する有識者の方々から、多様な視点からコードの改訂に向けた議論やフォローアップの議論が行われるようバランスを考慮しながら選定しています。 Your feedback has been noted.

	low compared to other interest groups such as corporates (29%) and academia (29%). Considering the CG Code's broad implications for the investor community, we believe investors would welcome the opportunity to participate in future Working Group discussion as active members. 【Neuberger】	Members of the expert panel meeting are selected from among experts who possess the knowledge, experience, and capabilities required in light of the issues to be discussed, with due consideration given to ensuring a balance that allows for discussions on revisions to the Code and follow-up from diverse perspectives.
792	コーポレート・ガバナンス改革は、2013 年「日本再興戦略」、2014 年改訂版において「稼ぐ力」「内部留保をため込まず積極的な投資」を引き出すことを目的として導入されました。しかし 10 余年を経た今日、2026 年４月 10 日付の金融庁・東京証券取引所の文書『成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コードの改訂については』では、再び「成長投資」「現預金等の活用」を掲げ、振り出しに戻っていることを深刻に受け止めるべきです。その文書の冒頭で掲げられた命題「企業の価値創出は、雇用の拡大・賃金の上昇、投資リターンの拡大等を通じて、日本経済全体の豊かさの源泉となる」は、経営環境を与件として、個別企業に向けられる状態では、理想が過ぎるばかりか、間違った処方箋へと導く危険性さえ孕んでいます。 コーポレート・ガバナンス改革は、経営環境を大きく左右する日本経済・日本市場に関する財政政策や金融政策などとの総合的な視野の中で、合成の誤謬などの影響も考慮して議論されるべきです。そのためには、有識者会議にも、経営学や法学者、資本市場関係者だけでなく、積極財政や減税などのマクロ政策を客観的に議論できる人物を登用することなども検討されるべきです。 パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に対し、真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	ご意見として承ります。 コードは、2015 年の策定当初より、上場会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、「守りのガバナンス」にとどまらない、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すとともに、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を狙いとしています。 上場会社が常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があることから、本改訂では、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組みの重要性を強調しています。 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のメンバーにつきましては、議論が必要な課題に照らして必要な知識・経験・能力等を有する有識者の中から、多様な視点から本コードの改訂に向けた議論が行われるよう、バランスを考慮しながら選定しています。
793	コーポレートガバナンス・コードは、国会で審議され制定される会社法のようなハードローではなく、日本取引所グループの子会社である東京証券取引所の取締役会により決定される上場規則です。その策定・改訂に関与する東京証券取引所の取締役会メンバー、金融庁・財務省・経産省の担当者、有識者会議の構成員はいずれも選挙による民主的手続きによる正統性を持つ	ご意見として承ります。 本改訂にあたっては、有識者会議において、2025 年 10 月に改訂の大きな方向性を議論いただいた後、2026 年２月、同年４月に事務局より具体的な改訂案を示して具体的な改訂内容を議論いただき、パブリックコメント（募集期間：2026 年４月 10 日～５月 15 日）の手続を経て最終調整を行

	主体ではありません。 　このため、公共性が極めて高い規範であるにもかかわらず、制度上、民主的統制の仕組みが存在しないという構造的問題を有しています。ソフトローであるからこそ、民主的統制の欠如を補う唯一のプロセスがパブリックコメントであり、決して任意適用しているとの形式論では許されず、また当該運用が形式的に処理されるとすれば、制度全体の正統性を根本から損なうものと考えます。 　前回の 2021 年改訂におけるパブリックコメントの取り扱いを分析すると、回答は概ね以下の３類型に分類され、追加議論や再審議につながる構造にはなっていませんでした。 ① 賛成意見：「改訂の趣旨を評価いただきましてありがとうございます」 ② 反対意見（緩和方向を含む）：東証側の考え方を繰り返すのみで、議論や再考の道筋が示されない ③ より厳格化を求める意見：「貴重なご意見として承ります」とするのみで、検討プロセスが不明確 　こうした形式的な処理は、ソフトローの民主的正統性を支えるパブリックコメント制度の趣旨に照らして適切とは言えず、制度への信頼性を損なうことは自明です。 　さらに、他の省庁でも繰り返されているように、事務局案に対して包括的に『これでよいですか』『皆がうなずく』という形だけの確認を行い、実質的な議論を伴わないプロセスが常態化している現状があります。これは、形式的には手続きを踏んでいるように見えても、実質的には議論の機能を果たしていない“パフォーマンス”に過ぎません。 　ここで、今回の改訂案が掲げるコーポレートガバナンス・コードを、あえて引用します。 本コードの目的 「本コードが定める原則は、経営陣にとっての制約と捉えることは適切でなく」 「実施しない理由を十分に説明することにより、（略）エクスプレインを積極的に選択すべき」 「具体的な取り組みの内容及び当該取組により原則を実施していると評価	い、確定版のコードを公表するに至ったものです。

	できる合意的理由を示すこと（略）も建設的な対話に資する取組みとして望ましい」 基本原則１「少数株主（略）については（略）十分に配慮を行うべきである。（略）株主との間で建設的な対話を行うべきである」 基本原則３「法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。」 原則４－１：「（取締役会は、）建設的な議論を行うべきである」 原則４－３：「（取締役会は、）客観性・適時性・透明性ある手続きを確立すべきである」 原則４－８：「（独立社外取締役は、）取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」 　これらの原則は、企業に対して求められる規範であると同時に、このコードを決定する東京証券取引所自身が最も厳格に遵守すべき規範でもあります。 　なぜなら、パブリックコメントこそが、東証にとっての「建設的な議論」であり、寄せられた意見こそが、東証に対する「独立社外取締役」としての外部監督機能を果たすからです。企業に対して「建設的な議論」「透明性ある手続き」「社外役員による監督」「積極的な開示と対話」を求めるのであれば、まずはこのコードを決定する側が、その精神を体現する必要があります。 　我が国が民主主義国家を標榜するのであれば、「形だけの合意形成」が看過されるべきではありません。パブリックコメントは、「本来法令外の任意適用であっても主体的に取り組むべきものであり」、単なる儀礼的確認ではなく、十分な時間をかけて「建設的な議論を行い」、外部者あるいは顧客企業からの「監督機能」であると位置づけ、「少数者からの意見に配慮し」、採用しない場合も「客観性・適時性・透明性ある手続きにおいて」「合理的理由を示す」必要があると考えます。その意味で、東京証券取引所は、パブリックコメントを「制約と捉えることは適切ではなく、企業価値向上原則を後押しするもの」と理解すべきであり、繰り返しになりますが、今回の改訂においては、寄せられた意見に対し、透明性のある検討過程と実質的な議論を伴う対応がなされることを強く要望します。 【個人】	

794	改訂案の策定にあたっては、早い段階で、より幅広いステークホルダーの意見を把握するプロセスがあることが望ましいと考えます。 有識者会議の回数が限られる中では、特定の関係者の声が代表的な意見として過度に反映されるおそれもあります。改訂案の策定プロセスにおいては、より多様な視点を取り込めるよう、運用会社へのアンケートやディスカッションの機会などを拡充し、実務上の論点を丁寧にすくい上げる仕組みを整えることが望ましいと考えます。 【アムンディ・ジャパン株式会社】	ご意見として承ります。
795	４月から５月は、３月期決算会社において株主総会準備が最も繁忙となる時期であり、改訂内容を十分に精査した上で意見を形成することが難しい状況にあります。そのため、意見募集期間については、時期の見直し又は期間の延長をご検討いただきたく存じます。 【パナソニックホールディングス㈱】	ご意見として承ります。 パブリックコメントの募集時期・募集期間については、できる限り多くの関係者の皆様に十分検討いただいた上で意見を提出いただけるよう配慮することが重要と認識しています。他方で、我が国の事業会社における決算期は必ずしも一様ではなく、多様なスケジュールが存在していることから、特定の時期を一律に回避することが難しい側面もあります。 こうした点も踏まえ、募集期間や実施時期については、原案の内容や緊急性等を踏まえつつ個別に検討しているところですが、今後とも、ご指摘のような実務上のご負担等にも留意しながら、可能な範囲でより適切な時期設定や十分な周知期間の確保に努めてまいります。 なお、当取引所の「パブリック・コメント手続きの運用方針」（2020 年６月 30 日）では、募集期間は原則として 30 日以上とする旨を公表していますが、本パブリックコメントは、期間中に祝日を挟むこと等を踏まえ、2026 年４月 10 日から５月 15 日までの 36 日間の募集期間としていました。
796	意見募集期間がゴールデンウィークをはさんで 21 営業日しかないうえ、３月期決算上場会社における株主総会準備の繁忙期及び「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」に関する意見募集期間と重なることとなった点は誠に残念であり、今後は格段のご配慮をお願いいたします。 【全国株懇連合会】	
797	これまで日本のコードでは、会社法の影響（複数の取締役会機関設計の併存など）もあり、用いられる用語の定義が必ずしも明確ではない面がございました。これが企業と投資家の間で、解釈の相違を生み、対話の阻害要因となる場合も一部にみられました。脚注の形などで、主要な用語の定義を明記いただけますと、不要な混乱を避けることが可能になると存じます。これは、海外投資家が参照する英訳版において特に重要と考えます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	本コードは、抽象的な原則を示し、その趣旨・精神に照らして、自社の活動が当該原則に即しているか否かを判断することが求められるいわゆるプリンシプルベース・アプローチを採用しています。そのため、各用語の定義等については、各原則の趣旨・精神に照らして合理的に解釈されるべきと考えられます。
798	Defining “Corporate Value”: The CGC uses the term but fails to define it. Does it mean “long-term shareholder value,” as in Singapore, or subjective “intrinsic value” determined by management? Most OECD governance	The revised Code adopts a so-called principle-based approach, setting forth only conceptual principles and expecting companies to determine whether their governance practices align with these principles. Accordingly, the definition of each term should be reasonably interpreted in light of the aim

	frameworks explicitly anchor board responsibilities in relation to shareholders or shareholder value. 【個人】	and spirit of the Principles.
799	本コードの改訂後も起こりうるであろう、上場会社と株主との対話において、両者のスタンスを明確化し、建設的な対話を促進するためにも、本コードの目的となっている「企業価値の向上」について、「企業価値」という言葉の意味をコードの中で注釈等で一定程度定義する必要があると考えている。 そこで一つの記載案として「一般的に企業価値とは、上場企業の株式価値や将来生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和等の諸要素によって定量化することができるが、企業価値の概念には雇用の創出やステークホルダーとの協働によって社会に対して創出される定性的な価値が含まれることに留意する必要がある。本コードで掲げる「中長期的な企業価値向上」とはこれらの価値が双方ともに中長期的な時間軸で最大化することを指している。」等の記載をご検討いただきたい。 【個人】	
800	Where the draft Code uses the term “corporate value” as a primary goal, we recommend explicitly defining this as “long-term shareholder value”. This alignment with the definition used in many other OECD governance frameworks would provide an objective anchor for board responsibilities and ensure that management and investors share a common understanding of the path to growth. 【Brickwood Asset Management】	
801	＜序文第２項第３文に下線の文言を追加挿入＞ 本コードは、上場会社が、各原則の趣旨・精神を踏まえ、企業価値を高めることが中長期的な株主価値向上にもつながる関係性にも鑑み、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、（略） これまでコーポレートガバナンス・コード（或いはスチュワードシップ・コード）においては、「企業価値」と「株主価値」の関係についての整理はないが、「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」とい	

	うサブタイトルを冠する本コードにおいては、特に、両用語の関係性を冒頭で適切に定義しておくことは、経営者が株主との建設的な対話に臨むうえで不可欠と考えられる。 【日本製鉄株式会社】	
802	東京証券取引所の「会社情報適時開示ガイドブック」や経済産業省の「企業買収指針における行動指針」においては、冒頭に用語集が掲載されており、記載内容の理解を深めるうえで大変役立つ構成となっている。 本コードの目的に記載されているとおり、本コードは、経営者がコーポレートガバナンスの取組みを検討・実行する際に、その一助として活用することが期待されており、用語集を設けることは、その目的に資するものとなる。 なお、具体的な文言として、「企業価値」については、例えば、経済産業省の「企業買収指針における行動指針」から、企業価値の定義についての説明（「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」）を引用することが考えられる。 また、「企業価値」と「株主価値」の両者の相互関係についても、同指針内の言及箇所（「企業価値を向上させることは、市場の評価を通じて株式の時価を高めることにより、株主全体の利益（株主共同の利益）に資する関係にある」）を引用して解説することが考えられる。 【日本製鉄株式会社】	
803	基本原則２解釈指針の「上場会社は、人的資本への投資等や適切な分配を行う、取引先と公正・適正な取引（サプライチェーンにおける適正な価格転嫁を含む）を行うなど、これらのステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができることを十分に認識すべきである。」について、企業価値についてより明確な定義を加えることが必要と考えます。 当該解釈指針では、コードが前提とする「企業価値の創出」について定義した点は評価されるかと思います。加えて、「企業買収における行動指針」でも示されたように、企業価値そのものについても定義が必要と考えます。 例えば、「企業価値とは、フリーキャッシュフロー、残余利益、資本コストなどから算出される価値、エンタープライズバリュー、経済的付加価値、	

	株価や債券価値、あるいはそれらにまつわる指標などで表現される価値など、投資家が把握できる形での価値のことを指す。」と示すのも一法と考えます。 【日興リサーチセンター株式会社】	
804	原則３－１（経営陣）、基本原則４における「経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）」等の用語については、使い分けに意図がある場合には、その内容を明確にしていただきたく存じます。 【パナソニックホールディングス㈱】	本コードは、抽象的な原則を示し、その趣旨・精神に照らして、自社の活動が当該原則に即しているか否かを判断することが求められるいわゆるプリンシプルベース・アプローチを採用しています。そのため、各用語の定義等については、各原則の趣旨・精神に照らして合理的に解釈されるべきと考えられます。 改訂前コードにおいて「経営陣」「経営陣幹部」となっていた点については、本コードがプリンシプルベース・アプローチを採用していることも踏まえ、本改訂において全て「経営陣」に統一しました。 なお、当該改訂は、改訂前コードにおける「経営陣」「経営陣幹部」の範囲を変更するものではありません。 そのため、改訂版コードにおける「経営陣」の語は、各原則の趣旨・精神に照らして合理的に解釈されるべきであり、その結果として、原則ごとに異なる範囲の者が含まれることもあり得ると考えられます。 基本原則４（３）の「経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）」については、改訂前コードにおいても同様の記載となっていたものですが、取締役会による監督の対象となる「経営陣」には執行役やいわゆる執行役員が含まれることを明確にする観点から記載されているものと考えられます。
805	「経営陣」という用語について、CEO 等の執行の長を指すものとして定義を明確化することで、経営者・取締役会・株主の関係性がより明瞭になると考えます。 【アモーヴァ・アセットマネジメント】	
806	基本原則４（２）に「経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）」との記載があるが、括弧所の位置が不適切である。今回、４（１）において「経営陣幹部」を「経営陣」に修正しているのであるから、かっこ書は、４（１）の「経営陣」の後ろに記載するか、全体を通して初出となる基本原則２の「経営陣」の後ろに記載すべきである。 【個人】	
807	「経営陣」の英訳について、現状案では“Management”が使われているが、通常管理職全般を指すもので、対象が広すぎる。取締役（監督機関）と分けて執行部門のトップを指す語として「経営陣」が使われていることを踏まえれば、英訳では“executives”とするのが適切である。 【Market Forces Limited】	ご意見として承ります。
808	粗雑な文章は、文書の格を下げるだけでなく、疑問や誤解を惹起し、スムーズな読解を阻害する。本コードは、法令ではないものの、我が国のコーポレートガバナンスに関する基礎的・中心的な文書であり、海外の行政機関や機関投資家の目にも触れるものであるため、その重要性や影響力の大きさに鑑み、日本語の適切な使用や用語の統一的な使用などにも十分留意すべきである。「プリンシプルベース・アプローチ」の文書として、内容の抽象度は	ご意見も踏まえ、パブコメ案から表現の修正を行いました。

	高くてもよいと考えるが、個々の文章は適切に構成・作成すべきである。特に、原則に格上げされる事項については、単に元の文章を移動させるだけでなく、原則に相応しい適切な文章になるよう、改めて慎重に推敲されるべきである。 【個人】	
809	全体を通して、接続詞の「及び」は漢字で表記されている一方、同じく接続詞の「又は」が平仮名で表記されている理由は何か。漢字表記に統一すべきである。なお、一か所（原則４－６）のみ「あるいは」が使用されているが、「又は」に統一すべきである。 【個人】	ご指摘も踏まえ、パブコメ案において「または」、「あるいは」としていた箇所は、改訂版コードでは「又は」に統一しました。
810	コード全体について、「株主」、「投資家」、「株主（機関投資家）」と、「会社」、「上場会社」と言い回しに揺れがある。それぞれに固有の意味を持たせているのでなければ、使用する単語を統一すべきである。 【株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会】	本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しているため、各原則の形式的な記載・文言に囚われることなく、その趣旨・精神に照らして判断する必要があります。 基本的には、「株主」は既に上場会社の株式を所有する者、「投資家」は株主以外の投資家も含む投資家、「株主（機関投資家）」はスチュワードシップ・コード署名機関その他の機関投資家をそれぞれ念頭に置いています。 「会社」「上場会社」については、本コードの対象は上場会社であるため、基本的にはいずれも上場会社を意味しますが、文脈に応じて単に「会社」と表現している箇所もあります。 これらの語に限られず、本コードがプリンシプルベース・アプローチを採用していることも踏まえて解釈する必要があると考えられます。
811	We note that there are several spelling errors in the English version of the draft Code, where the term “remuneration” is incorrectly spelled as “renumeration.” We respectfully suggest that these errors be corrected throughout the document to ensure accuracy, consistency, and clarity in the English text. Correcting these typographical errors would improve the overall quality and the credibility of the Code and help avoid potential confusion, particularly for international investors and other non Japanese stakeholders who rely on the English version of the Code. 【Columbia Threadneedle Investments】	ご指摘を踏まえ、修正しました。 The necessary revisions have been made accordingly.
812	日本企業の将来にわたる持続可能性の観点から、（１）取締役会議長の役割の不明確であること、（２）取締役個々人の責任の不明確であること、（３）	（６）については、ご意見として承ります。 本改訂は、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力でき

	取締役会総体に求められる事項は明記されているものの、その実効性を確保する機能（たとえば委員会）について一切明記されていないこと、（４）情報開示と透明性を確保するために、取締役会が会社から独立性を保ちながら果たすべき役割や、そのためにすべきことが明記されていないこと、（５）取締役会による判断の適正性を保つために、どのような保証が行われるべきかについて、ほぼ記述がないこと、（６）上記を含む実務面での手引となる指針（ガイドライン）がないことについて、改善されることを提案いたします。 上記６点は、イギリスのガバナンスコード・コードには、明確かつ具体的に示されている事項であることから、他国に比べて特段の負担となるものではないと考えます。 この機会を、ぜひ、日本企業の将来にわたる持続可能性を高めるための好機として活かしていただけることを願います。 【個人】	るよう後押しする観点から行ったものであり、コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返るためのいわば「コードの実質化」を狙いとしており、上場会社において、自社の置かれた状況に応じ、各原則の趣旨・精神に沿った実践を行うことが期待されます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 （１）、（２）、（５）については No.771 及び No.772、（３）については No.555、（４）については No.492 の回答をご参照ください。
813	最低限、ミスリードをしない様に、今次改訂の実施と同時に、あるいは、その後可及的速やかに、「資本配分に関する説明及び判断プロセスの充実についてのガイドライン（仮称）」及び FAQ といったものを公表頂くことを提案いたします。Comply or explain は、Explain or comply でもあることを強調し、各企業に真の Explain を求めて頂くという趣旨でもあります。 その際には、次の論点についてもご配慮いただけますと幸いです。 日本の場合、アメリカと比して、外部金融プレミアム（EFP）を定量的に計測することが容易ではないのではないかと感じております。最近の BOJ のペーパー（「社債市場機能度指数」（Corporate Bond Market Functioning Index）の提案）も、そういうコンテクストで読むことも可能でして、複合的な指標を模索しているのではないかと見られます。簡潔に言えば、アメリカでは、EFP は市場価格の残差として測る対象ですが、日本では、EFP は市場機能、銀行との関係性、政策介入の中に分散し、見えにくいまま、企業行動に影響を与える存在ではないかと考えられます。「見えにくい」というのは、「米国では比較的市場データにより捕捉しやすい局面が多いのに対し、日本では、企業銀行間関係、政策介入、市場流動性を含む様々な影響が複合し易いのではないか」という趣旨です。なお、この二分法はやや乱暴ではないかとお感じになったかもしれません。確かに、2010 年代以降、日本でも	上場会社が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、ご指摘のとおり、会社ごとに異なる状況に応じて適切な経営資源の配分を行う必要があると考えられます。 そのような観点から、改訂版コードにおいては、本コードの各原則を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得るため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものである旨記載しています。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	企業金融の「市場化」が進んでいますし、逆に米国では、リーマンショック以降の量的緩和や政府による介入により、EFP が純粋な「市場価格の残差」だけでは説明できない（歪んだ）ものになっている側面があるのは事実だと思います。しかし、未だにその差異はあると考えていますし、日本の場合、異次元金融緩和により、社債金利の政策面でのシグナルとしての有効性の現状が気になります。固く表現すると次の通りです。 「日本の異次元金融緩和環境下において、社債金利が市場の需給やリスクを反映するプライス・シグナルとしての有効性をどの程度維持できているか、検証が必要である。物差し（国債金利）が曲がり、更に、その隣の比較対象（社債スプレッド）」が機能不全に陥ったとすれば、株式のリスク評価だけを正確に行うことが不可能になっている可能性があるのではないか。」 さて、コーポレートファイナンスと接続します。企業ごとに合理性の水準に差異がありますが、内部留保の多寡は、非合理性の結果ではなく、なかなか見えにくい真の EFP を反映した合理的なものである可能性もあります。 仮にそういう可能性があるとしますと、そこに、定量的な「見ることのできる数字」、例えば WACC 等を判断の根拠とする考え方を単刀直入に持ち込むことには、一定のリスクがあると思われます。なお、こうしたファイナンス的手法には固有の課題があります。計測の不備（β に関連して３ファクターモデル等が実務で活用されることは多くないと認識しています）、一般的な NPV 法の課題（リアルオプション的価値は反映されていないケースが専らではないでしょうか）等を参酌いただけないでしょうか。 加えて、特に、労働市場の柔軟性、労働法判例の持つ意味の日米格差には相当のものがあります。日本企業が直面する「雇用の維持」という暗黙の負債（労働市場の非流動性）が、資本コストを実質的に押し上げている可能性、そこに画一的な利益基準を当てはめると、対症療法的な企業側の対応の帰結でもある労働市場の歪みが一層深刻になり、結局は、我が国の長期的競争力を損ねるおそれといった課題は検証に値すると考えます。その他の諸点も含めて、企業経営者が直面する現実を今一度お考えいただければと考えます。 「コーポレートガバナンスの文脈においては、投資は資本効率及び企業価値向上の手段として評価され、企業経営においては、投資はリスクと不確実性を伴う意思決定として認識される」ことは論を待ちません。同一の用語又は概念であっても、その内包する評価基準及び判断の前提は、主体ごとに異な	

	る構造を有しています。 【個人】	
814	コーポレート・ガバナンス改革と企業不祥事（コンプライアンス）問題についての現実主義に基づく、拡張的な意見です。 フォローアップ会議やコード改訂等にも公式に意見を寄せるある識者は、「ガバナンスの要諦は経営者の指名である。株主還元しかできない経営者は交代させられるべきである。」との意見を述べています。さらに同氏は、「稼ぐ力はあらゆることに先行する。否定する全ての議論はナンセンスだ」とも主張されており、私は、価値判断としてではなく、日本企業社会が置かれている現実、状態を示すものとして強く同意します。 ここで私は、貨幣理論ベースにコンプライアンス・ガバナンスを研究する者として、経済政策の不作為を前提とする上でのコーポレート・ガバナンス改革とコンプライアンスの構造的問題を指摘しておきたいと思います。 日本経済（日本市場の経営環境）は長く総需要不足のデフレ環境を脱却できずに 30 年を経過させてしまいました。この主原因を私は日本経済に対してゲームチェンジャーとなれるはずの政府の財政・金融政策の間違い、不作為にあると考えますが、その妥当性議論を脇に置いたとしても、長く放置されたデフレ環境が、企業経営に対しては暴風雨（逆風）であったことは多くの関係者の理解を得られるはずです。問題は、この長く続いた逆風下で、コーポレート・ガバナンス改革が個社に対して ROE 改善など資本コスト経営を規律付けてきたことです。どれほどコードが投資の重要性を原則としようが（今回改訂のキャピタルアロケーションやキャッシュアロケーション開示を個社に求めることも同じ）、多数の企業行動は必然的に限界までのコストカットと乏しい需要の激しい奪い合いとなりました。前者は主に合成の誤謬として経営環境をさらに悪化させる方向で、後者は、利益至上主義が暴走して、何を置いても利益・儲けを出さなければとのコンプライアンス問題の強烈な誘因となったと考えます。従って、今後もこの基本構造を修正せずに続ける限り、あらゆる不正は止まらないと警鐘を鳴らしたいと思います。 企業不祥事に関する第三者委員会の報告書を読むと、驚くべき共通点があります。社外取締役や社外監査役らが、「不正の事実を知らない」「問題の兆候を把握できていない」「内部統制の機能不全の原因を指摘できていない」点への指摘が散見されるのです。しかしこれらは、個々の社外役員の能力の	ご意見として承ります。 なお、「経営資源」には資本のみならず、ヒト・モノ・カネといった様々なものが考えられるとともに、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについての説明には様々な方法が考えられることから、改訂版コードは、一律にキャピタルアロケーションやキャッシュアロケーションの開示を求めるものではありません。 また、有識者会議においても「守りのガバナンス」の重要性についての意見があったことも踏まえ、本改訂では、独立した原則として、原則４－４（内部統制や全社的リスク管理体制の整備）を新設しています。 加えて、独立社外取締役等の役割・責務を適切に果たすことを含む取締役会の機能強化の一環として、改訂版コードでは、取締役会の審議の活性化を図り、また、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うためには、取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化等の取組みを推進することも重要であることが強調されています。

	問題ではなく、時間が限られる（非常勤）、情報不足（強い社外性の要請）など制度・構造的な問題だと考えますが、近時の会計不正問題においても、たった一人のカリスマ経営者にそのすべての責任が集中し、社外取締役等が不祥事の事実認識さえないまま「守りのガバナンス」さえ実現できていない制度・構造的問題についての議論が一切なされていません。 日本のコーポレート・ガバナンス改革は、欧米的な「守りのガバナンス」から「攻めのガバナンス」に発展させたとの評価が語られてきましたが、私が現実の日本企業社会を見る限り、「攻めのガバナンス」はおろか、「守りのガバナンス」でも効果を発揮できず、むしろ、マクロ経済政策の不作為との関連で足枷でさえあると指摘したいと思います。失われた 30 年を経過した今、現実分析を避け、ひたすら「実質化」という形骸化したスローガンで突き進むことは、もはや許されない不作為と言わざるを得ません。 パブリックコメントは、東証にとっての「建設的な議論」の場であり、寄せられた意見こそが、東証に対する“独立社外取締役”としての外部監督機能を果たすものです。この観点から、寄せられた意見に真摯に向き合い、検討していただき、対応について検討過程を含めた透明性の高い説明責任を果たす開示がなされることを強く要望します。 【個人】	
815	ソフトローへの過度な依存から脱却すべき： ・ ハードロー改正が極端に遅く、ソフトローの改訂によるパッチワークでの推進に頼りきっていた。Comply or Explain を活用するも、Comply や Explain の質を誰も実質的に精査せず。 ・ 東証も金融庁も「促す」ことはできても「罰する」手段を持たない ・ 以上から、ハードローの整備を迅速に行うべきである。 【株式会社レクタスパートナーズ】	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、コーポレートガバナンス改革におけるいわゆるソフトローの在り方については不断な検討が必要と認識しています。 他方で、市場環境の変化や上場会社の多様性、これらを踏まえた制度設計の柔軟性の確保等にも対応する観点からは、いわゆるハードローのみで機動的に対応することには限界があるため、ハードローとソフトローが相互に補完する関係でそれぞれ重要な役割を果たすことが重要です。また、当初はソフトローで示された内容が法令で規定される段階的な制度整備の例も見られるところです。 ご指摘の「Comply や Explain の質」については、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みにおけるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要である、との指摘がなされていたことも踏まえ、本改訂では、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から、解釈指針の新設やプリンシプル化・スリム化を図って
816	ガバナンスコードが 2015 年に導入された際、我が国においてコーポレート・ガバナンスのベストプラクティスが十分に理解されておらず、また海外に存在するプラクティスのうち何が日本においても有効かについてコンセンサスもなかったため、コードを策定することそのものに意味があったと思います。 しかしそれから 10 数年が経過し、既にベストプラクティスは既知となりました。そのためエンフォースメントの効果が弱いガバナンスコードの社会	

	的役割は極めて限定的なものになっていると思います。実務においてもガバナンスコードを参照する機会は非常に減っています。 ソフトローでコンセンサスを形成した後は、それをハードローにする努力が必要であると思われます。しかしながら今回の会社法改正案は株主権の制限ばかりが議論されており、ハードローとしてはむしろ後退しようとしています。金融庁及び東証においては既に社会的な役割を終えつつあるガバナンスコードを改訂するよりも、受託者責任概念のハードロー化に取り組んでいただくことを強く期待しています。特に日本の会社法においては善管注意義務と忠実義務が同質とされているため（同質説）、利益相反に対処する忠実義務に対する考え方が弱く、善管注意義務は会社に対して負うところから、支配権移動における局面など株主に対する義務が先鋭化する局面の株主保護が弱いように思われます。 【Kaname Capital LP】	います。 コードへの対応は、投資家との対話を通じた促進が期待されますが、当取引所においても、改訂後のフォローアップ等を通じて、必要な対応の在り方について検討してまいります。
817	今回の改訂が企業の形式的な対応を求めるものではなく、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を後押しするためのものであることを期待する。 その実効性を確保する観点からは、コード改訂にとどまらず、投資家や議決権行使助言会社を含めた市場参加者全体におけるスチュワードシップの実効性確保も同様に重要である。 企業と投資家との建設的な対話を一層促進するため、議決権行使助言会社の役割が高まっている現状も踏まえ、今後のフォローアップ会議等においてその在り方について議論を深めていただきたい。 【公益社団法人　関西経済連合会】	本改訂は、企業が中長期的な価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点から行ったものであり、コード策定時のプリンシプルベースの精神に立ち返るためのいわば「コードの実質化」を狙いとしており、上場会社において、自らの置かれた状況に応じ、各原則の趣旨・精神に照らして実践することが期待されます。 本コード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ことを踏まえれば、投資家においてもスチュワードシップ・コードを適切に実施し、スチュワードシップ責任を果たすことが期待されます。 当取引所及び金融庁においては、両コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
818	Implementation considerations ・ Emphasise comparability and consistency of disclosures ・ Reinforce board accountability and oversight, not only disclosure ・ Ensure streamlining does not lead to reduced transparency 【Impax Asset Management】	ご意見として承ります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Your feedback has been noted.

		In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and the FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
819	今回の見直しを議論する有識者会議において、発行体側の視点が一定程度反映されていることは評価しつつも、特に地方に本社を置く上場企業やスタートアップなどの小規模企業の経営・実務経験が、十分に反映されているかという点には課題を感じます。有識者会議に投資家の視点が多く取り入れられていることは、コードの重要な特長である一方で、議論の前提が投資家にとって分析しやすい、一定以上の規模の企業に無意識に寄っていないか、留意が必要です。発行体の置かれている環境は、立地、業種、成長段階、企業規模によって大きく異なります。一方、コードに沿ったガバナンス体制を構築・維持するためには、取締役会運営、IR、内部監査・法務など、複数の専門部署における相応の人的・組織的リソースが必要となります。 地方企業やスタートアップにおいては、人材・情報環境などガバナンス体制構築上の制約があり、この制約も考慮に入れた多角的な議論がされることが、現場に受け入れられる制度設計につながると考えます。 日本の資本市場には、アナリストカバレッジの少ない企業や、比較的小規模であっても地域経済や特定分野を支える地方上場企業やスタートアップが多数存在します。むしろこうした企業においてこそ、ガバナンスの問題は重要であり、過度な負担を伴わず、実務に即して活用できる指針が求められます。すべての企業が同一水準の体制を短期間で整えることが現実的とは言えません。 そのため、成長段階、企業規模や事業特性に応じた「優先順位付け」や「段階的対応」を前提とした考え方や、小規模企業でも活用可能な考え方を、コードやその解説、補足的ガイダンスで示すことが必要ではないでしょうか。また、これにより市場全体のガバナンス水準底上げにつながると考えます。 【個人】	本コードにおいて示される規範を実施すべきか否か、また、実施すべきとしてどのように実施するかは、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異なり得ます。そのため、本コードの各原則は、それぞれの上場会社が自ら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の実現に繋がるよう工夫して適用すべきものであり、一定の業種や規模等による限定を行ったとしても、一律の優先順位を設けることは必ずしも適切ではないと考えられます。 また、本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しています。上場会社は、各原則の趣旨・精神に照らしてコンプライ又はエクスプレインを選択するとともに、このいずれを選択する場合であっても、自らの取組みについて丁寧に説明を行い、株主等のステークホルダーとの間での建設的な対話を通じてコーポレートガバナンスを実践していくことが望まれます。
820	グロース市場上場企業は従来通り、基本原則のみがコンプライ・オア・エクスプレインの対象なのか不明確です。現在東証にて、グロース市場に本来期待される機能発揮・魅力の実現について取り組まれていますが、グロース市場の特徴を追求すればするほど、経営基盤が十分に確立した他の市場とは	ご意見として承ります。 ご指摘のとおり、グロース市場は高い成長可能性を有する企業向けの市場であり、プライム市場やスタンダード市場とは性質が異なります。この点も踏まえ、本改訂後においては、プライム市場の上場会社は基本原則・原則、

	留意すべきガバナンスの視点・優先度が異なることが見えてきます。そうしたことを強調し明確化するには、グロース市場向けのコーポレートガバナンス・コードを検討する必要があるのではないでしょうか。 【アストナリング・アドバイザー合同会社】	スタンダード市場の上場会社は基本原則・原則（プライム市場の上場会社向けの内容を除きます）、グロース市場の上場会社は基本原則をコンプライ・オア・エクスプレインの対象とします。 他方で、グロース市場において、高い成長に向けた継続的な取組みを後押ししながら、適切なガバナンスを確保していくかは重要な課題であることから、当取引所では、成長実現に向けて投資家から期待されている経営・ガバナンスの在り方を整理し、周知するなど、グロース市場上場会社へのサポートに取り組んでいます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
821	ガバナンスコードに基づく開示はコーポレートガバナンス報告書に記載されているが、有価証券報告書へ一本化するべきではないか。内容面で短期的な変化は通常想定されず、年１回の更新で十分な現状があり、それ以外の時期に更新を要する場合はその点のみ訂正有価証券報告書や臨時報告書で一時的に対応すればよいと考えます。 【個人】	ご意見として承ります。 我が国における情報開示の在り方については、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいても検討が進められているところです。当取引所及び金融庁は、引き続き制度的な検討も行ってまいります。
822	We reiterate our view that it is unhelpful for the Code to remain silent on AGM formats. The Code should not endorse or encourage fully virtual AGMs, which risk undermining shareholder rights and limiting meaningful participation, physical participation safeguards shareholder rights and the quality of dialogue. We support hybrid AGM formats, which enhance accessibility for both domestic and international investors while preserving the ability for shareholders to attend and participate in person. A clear statement reflecting international best practice for AGMs should be included. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	ご意見として承ります。 Your feedback has been noted.
823	会社法第 314 条において取締役には株主に対する説明義務が課されていますが、その履行状況を事後的に検証することは極めて困難です。株主総会では一般に録音・録画が禁止されており、議事録は会社の裁量で作成されるため、取締役の発言が正確に記録・公開される保証がありません。 経営に対する緊張感を高め、説明責任を実質化するためには、総会の記録を透明な形で残す仕組みが必要です。	ご意見として承ります。

	上場会社に対し、株主総会の録音・録画による記録保存を求めるとともに、株主であることが確認できた者がオンラインでいつでも視聴できるよう、映像・音声の開示を求めることを原則または解釈指針に盛り込んでください。これにより、取締役の説明責任が可視化され、コーポレートガバナンスの実質化に大きく資すると考えます。 【個人】	
824	サステナビリティ開示に関する保証の導入が予定されている中で、あらたに原則においてサステナビリティ保証の信頼性を担保するためにも、保証業務の独立性を確保すべき旨規定することを検討してもよいのではないか。 【第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士】	ご指摘のとおり、保証業務実施者による保証報告書に対する信頼性の基盤としての保証業務の公正性・独立性を確保する観点から、会社法において会計監査人の選任及び報酬に係る規律があることを参考にして、企業においても保証業務実施者を適切に選任し、選任理由を対外的に説明することは、企業の責任ある態度として期待されます。 こうした観点から、2026 年１月８日に公表された「金融審議会 サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ報告」において、「有価証券報告書で開示が求められている監査の状況における監査公認会計士等の選任理由や監査報酬の内容の開示を参考に、企業に対して保証業務実施者の選任理由及び保証報酬を開示することを求めることが考えられる」とされています。これを踏まえ、金融庁において今後必要な検討を進めてまいります。
825	The FSA and TSE's accompanying message to institutional investors ("Message to Institutional Investors Who Have Accepted the Stewardship Code"), published alongside the revised Code on April 10, 2026, cautions that "It is necessary to note that an approach that undermines a trusting relationship will not support sustainable growth or increased corporate value over the mid- to long-term, ultimately benefitting neither companies nor investors. This applies to short-term, one-sided demands, and the dismissal of a company's mid-to long-term path for growth simply because it does not align with a specific investment strategy." We understand and appreciate the intent of this guidance: genuine short-termism can be destructive to sustainable corporate value, and we share the FSA and TSE's concern about investment behavior that prioritizes near-term returns over durable value creation. We note, however, that this language appears not in the Code itself or its	本改訂を評価いただきありがとうございます。 会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からのエンゲージメントは、本コード及びスチュワードシップ・コードが重視する建設的な対話に繋がり得ると考えられます。 Thank you for your positive evaluation of the revision. Engagement aimed at sustainable growth and increased mid- to long-term corporate value can lead to the constructive dialogue emphasized in both the Code and the Stewardship Code.

	Interpretive Guidance, but in a non-binding accompanying message. Its formal regulatory weight is accordingly limited. Our concern is not with the language itself but with how such language may be used in the future. In our experience, management teams sometimes describe engagement that holds them accountable to their own disclosed multi-year commitments as “short-term pressure” or as misaligned with the company’s long-term strategy. This framing conflates two categorically different things: demanding a quick capital return at the expense of long-term strategy (which is genuinely short-term) and insisting that a company deliver on the strategic plan its board approved (which is long-term accountability). The former is what the FSA and TSE’s guidance is rightly aimed at discouraging. The latter is precisely the kind of engagement the Stewardship Code is designed to encourage. This distinction is also consistent with the framework established in the METI Guidelines for Corporate Takeovers. Those Guidelines correctly recognized that “whether or not an acquisition is desirable should be determined on the basis of whether it will secure or enhance corporate value and the shareholders’ common interests,” not on the basis of whether management finds the proposal comfortable. The same principle applies here: whether shareholder engagement is constructive should be determined by whether it is oriented toward long-term corporate value, not by whether management characterizes it as short-term. We respectfully suggest that the FSA and TSE in subsequent interpretations and communications make clear that shareholder engagement which holds a company accountable to its own disclosed long-term commitments is consistent with the spirit of both the Code and the Stewardship Code. The distinction between short-termism and long-term accountability is essential to the integrity of the governance framework the FSA and TSE are working to build. 【ValueAct Capital】	
826	専門人材不足・未成熟なガバナンスリテラシーへの対処：	ご意見として承ります。

	・ 金融業界であっても、ガバナンス担当者以外のガバナンスの知識にはばらつきが大きく、運用者・セルサイドアナリストであってもリテラシーの低い者は少なくない ・ ガバナンス人材の育成は間に合わない中、団塊ジュニアなどガバナンスの初期の議論を支えていた世代の引退が開始している ・ 以上から、ガバナンス業界の世代交代や全体の底上げが急務であると考える。ついては、業界横軸をとおした勉強会・イベントの開催、フォーラムの設立・公式化なども有用であると考える 【株式会社レクタスパートナーズ】	当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
827	有価証券報告書の株主総会前開示や政策保有株式の縮減推進、現金の有効活用及び資本効率の向上推進については評価するが粉飾やデータ偽装など悪質な企業による不正が続発する中で全体的に「守りのガバナンス」を軽視している点が問題であると言わざるを得ない。 「本コードは、上場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とにより、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で、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を狙いとしている。本コードが定める各原則（基本原則・原則）は、経営陣にとっての制約と捉えることは適切ではなく、むしろ果断な意思決定やリスクテイクを伴う事業活動を後押しするものである。」という記載があるが、そもそも不正事案においては、守りのガバナンスが機能していたと言えるのか。 「スチュワードシップ・コード署名機関の皆様へ　コーポレートガバナンス・コードの改訂について」では「加えて、コーポレートガバナンス・コードがプリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用していることも踏まえれば、コードをルールと捉え、会社の個別の状況を考慮することなくコードに文言・記載があることのみを理由に対応を迫ることは、適切ではないと考えられます。」と書いてあるが様々な不正が続発しているタイミングでこの文言を入れることは、責任追及に関して株主を委縮させる効果も否定できない。 【個人】	ご意見として承ります。 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を真の意味で実現するためには、形式的な対応にとどまることなく、企業と投資家の双方の取組みによるコーポレートガバナンス改革の実質化が重要であるとの問題意識の下、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用する本コードの趣旨に立ち返り、本コード自体の実質化を図る観点から、プリンシプル化・スリム化を行いました。上場会社においては、このようなプリンシプル化・スリム化の趣旨を十分に理解した上で、コードの各原則への対応の実質化に取り組むことが期待されます。 また、有識者会議においても「守りのガバナンス」の重要性についての意見があったことも踏まえ、本改訂では、独立した原則として、原則４－４（内部統制や全社的リスク管理体制の整備）を新設しています。 なお、本コードや「スチュワードシップ・コード署名機関の皆様へ」は、株主の権利行使を妨げるものではありません。
828	全体を一読しましたが、これは 10 年以内に、大規模な粉飾、データ偽装、健康被害や製品リコール案件が発生するのではないか。	ご意見として承ります。 企業による価値創出は、雇用の拡大・賃金の上昇、投資リターンの拡大等

	経営者が圧倒的に「自由」になる改訂案ですが、それとトレードオフで他のステークホルダーの利益は侵害されます。この内容で日本の資本市場を活性化できるとか噴飯物である。この内容で実際に大事故が起きた場合のケジメはどうつけてくれるのか。 この改訂案は却下です。 この軽量化されたコーポレートガバナンスコード改訂案より2015年版のコーポレートガバナンスコードの方が信用に値します。 この改訂案を無理やり通した結果として大事故が起きた場合は、2015年版のコーポレートガバナンスコードからの変更点と対比して、大事故発生の原因の一つとして取り上げられることになるでしょう。今回のコーポレートガバナンスコード改訂案には冒頭で取り上げた一部箇所を除き断固反対する。 【個人】	を通じて、日本経済全体の豊かさの源泉となることも踏まえ、本コードは、企業における健全な企業家精神の発揮を促し、企業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ます。 これに加えて、改訂版コードは、上場会社が適切な分配を行うなど、ステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができる旨を強調しているところです。 本コードが適切に実践されることは、それぞれの上場会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、上場会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられます。
829	現金と政策保有株式の縮減推進も必須です。企業経営が非効率になっている状態です。 【個人】	企業が、常に変化し続ける経営環境に対応しながら持続的に成長していくためには、会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築した上で、自社の成長フェーズを考慮しつつ、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の適切な経営資源の配分を行う必要があります。経営資源をどのように振り向けるかは企業の経営判断に属するものですが、持続的な成長と中長期的な企業価値の創出のためには株主をはじめとするステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることも踏まえ、専ら株主還元に頼るなど短期目線でふるまうのではなく、中長期的な企業価値の向上に向けた成長投資等の取組みを行うことが期待されます。 このような観点も踏まえ、本改訂では、改訂前コード補充原則４－２②後段（経営資源の配分・事業ポートフォリオに関する戦略の実行の監督）・同原則５－２（経営戦略や経営計画の策定・公表）・同補充原則５－２①（経営戦略等における事業ポートフォリオの基本的方針・見直し状況）を、改訂版コード原則４－１・同原則４－２及びそれらの解釈指針に統合・整理しました。 また、改訂版コードでは、取締役会の役割・責務として、成長投資に向けた取組の重要性を強調しつつ、 ・ 会社の目指すところに向けた成長の道筋を構築すべきことを新たに記載し、

		・ 成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分に関し具体的に何を実行するのかを説明すべきことを強調し、 ・ 適切な経営資源の配分が実現されるよう、不断に検証を行うべきことを新たに記載しています。
830	当社といたしましては、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ためには、株主・投資家のみならず、顧客、従業員、取引先、地域社会をはじめとする多様なステークホルダーとの協働を通じて価値を創出し、創出した価値をこれらの多様なステークホルダーに適切に配分・還元していくことが重要である、と考えており、このことを当社の経営の基本的な考え方として、「五方よし」という表現で強調しております。 この観点から、「改訂案」の「基本原則」において、「１.」として「株主の権利・平等性の確保、株主との対話」とあり、続いて、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」とありますけれども、当社といたしましては、株主・投資家のみならず、顧客、従業員、取引先、地域社会をはじめとする多様なステークホルダーとの協働を一体として重視してとらえて位置づけることが適切、と考えますので、「基本原則」の「１.」を「多様なステークホルダーとの適切な協働」と改題していただき、「２.」の文章を活かして「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、株主・投資家のみならず、顧客、従業員、取引先、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーとの協働の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」として「１.」に位置づけていただきたく、意見として申し上げます。 なお、「改訂案」の「基本原則」の「１.」の「株主の権利・平等性の確保、株主との対話」とあるのは、当社といたしましても、大変、重要である、と考えており、この内容を「２.」として強調していただきたく、併せて、意見として申し上げます。 【住友電気工業株式会社】	ご指摘のとおり、上場会社は、ステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができると考えられます。 他方、株主は、会社法上の自益権及び共益権を有するとともに、出資額を限度として責任を負う唯一のステークホルダーであることも踏まえ、本コードは、株主とその他のステークホルダーと完全に同列に取り扱うことはせず、第１章を「株主の権利・平等性の確保、株主との対話」、第２章を「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」としています。 なお、我が国のコーポレートガバナンス改革においては株主と上場会社との間の建設的な対話を重視し、本コードとスチュワードシップ・コードがいわば「車の両輪」であると位置づけており、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ことも踏まえ、本改訂においては、改訂前コードにおける第１章と第５章を統合・整理し、改訂版コード原則１－１として「株主との建設的な対話」を位置づけています。
831	コーポレートガバナンス・コードでは、投資助言会社について一切触れられていない。しかし、上場企業が最も困惑させられるのがそれらの会社の存在である。機関投資家に対して実質的に強い影響力を行使しているにもかかわらず、それらの会社の実態は闇に包まれており、ほとんど野放し状態である。上場企業が接触しようにも、「忙しくて会えない」ことが多く、投資家	ご意見として承ります。 スチュワードシップ・コードにおいて、議決権行使助言会社は、 ・ 利益相反、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきこと

	への推奨内容について翻意を求めようにも「我々は背後の欧米の機関投資家の意向を踏まえて行動しているので、翻意の余地はない」との硬直的な態度を示すのみである。金融庁としては、これら投資助言会社に対し、せめて投資顧問会社並みの実態開示ぐらい求めてもよいのではないか。 【福岡商工会議所】	・ 運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することにより、企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきこと ・ 議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきこと が明記されています。 当取引所及び金融庁においては、本コード及びスチュワードシップ・コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、両コードへの対応状況も見据えながら、今後の対応の検討を含めた適切なフォローアップを行ってまいります。
832	時間を掛けて考えなければならない問題だと思いますが、稼ぐ力が従前からの流れであるとしても、その中で今回のように、稼ぐ力を強く求めることの妥当性と正統性ということが、気になっています。金融庁の設置法における任務及び所掌事務等、また、所管の法律によって授権された権限から、どの様な説明が可能なのか、少々考えております。勿論、CG コードは、強制ではなく、comply or explain なのですが、soft law が、semi-hard law になっていることのプロコンを考えているという意味でもあります。 日本のコード等々の類は、内容的にも実施の態様的にも、国際的にも類例のない試みであるからこそ、一度、振り返ってみても良いテーマではないかと感じています。 また、この系では、「株式会社」東京証券取引所の在り方は、ここでは中長期的の範疇に入れましたが、喫緊の検討課題ではないでしょうか。「アジアにおけるハブ」としての存在感を如何に示すのか、その中で日本企業独自の成長性を評価した資金流入とは何か、では、日本企業「独自」とは何なのか、等についてご検討になられる場合の一助とはなると思料いたします。 【個人】	ご意見として承ります。
833	制度改変とその効果についての因果性を検証するためには、一定のデータセットの構築が必要です。但し、ヒアリング等を通じても有益な知見が得られる、現実的かつ有意義なテーマもあると考えられます。日本のコーポレー	ご意見として承ります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を

	トガバナンス改革を真に「形式から実質」へ進めるためには、抽象的理念ややもすれば観点的になりがちな議論ではなく具体的・検証可能な論点に焦点を当てるべきではないでしょうか。 ① 経営者交代の規律社外取締役の導入が、実質的な交代の規律として機能しているのでしょうか。指名委員会は暴走しているのか、それが暴走という方が暴走しているのか。いずれのケースもあるのではないでしょうか。 ② 内部監査の日米比較 米国 CAE 体制と比較し、日本の「組織監査」の実態と課題を解明する試みです。その専門職労働市場にも焦点を当てることが考えられます。 ③ 役員選任プロセス 「好ましい人材」の定義、選任プロセスの透明性と実質性を実証的に評価します。特に社外役員（取締役及び監査役双方）について、外形標準に依拠していないケースがどれ程あるのでしょうか。形骸化していないExplain の実施率は如何程でしょうか。 ④ 助言会社の影響分析助言会社の助言形成プロセスと、中長期的な価値創造への寄与を冷静に分析する。特に昨今のテキサス州等での訴訟等の影響、画一的助言の改善後の姿を、日本市場において検証すべきではないか。 ⑤ 「一体開示」の検証 事務負担軽減の「実利」と、ガバナンス作用の「質的変質」のリスクを比較検証します。金商法が会社法の精神を侵食しないかの再検証はあっても良いのではないでしょうか。 ⑥ 東証の近未来像 上述の通りです。既になさっていたらご容赦を頂ければと思いますが、シナリオ・プランニングの活用も有り得ると思います。 ⑦ コーポレートガバナンス政策のガバナンスの在り方 これは、直ぐにできるものではないかもしれませんが、実は、最初に手を付けるべきものであるかもしれません。当局としての世間様へのExplain へのチャレンジを行って見られても損は無さそうですので、一つ如何でしょうか。 以上の通りです。正直に申せば、やや急ぎ過ぎではないかと感じる面はあ	図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	りますが、確かに前回の改訂からは予定を過ぎて年数も経っていますので、もしこのまま進まれるのであれば、「改訂と同時に、ガイドライン・FAQ 等をご準備になられることは元より、検証の設計、事後レビュー等を制度化する」ことを提案しているという趣旨であるとご理解賜れますと幸いです。 【個人】	
834	We would also suggest that the Code cross-reference other relevant guidelines so that readers can gain a comprehensive understanding of corporate governance expectations in this area. 【International Corporate Governance Network (ICGN)】	ご意見として承ります。 Your feedback has been noted.
835	Taken as a whole, the revised Code appears to signal a transition toward a more principles-based governance framework that places greater trust in companies' capacity for substantive self-directed governance reform. This is, in many respects, an important and appropriate evolution. At the same time, it will serve as a critical test of whether Japanese companies are prepared to move beyond formalistic compliance and embrace governance reform in a genuinely substantive manner. For this reason, continued close monitoring of market practice and implementation outcomes will be essential in the years ahead. The success of these revisions will ultimately depend not on the revised text itself, but on how effectively companies respond to the expectations it sets. 【Glass Lewis Japan 合同会社】	本改訂を評価いただきありがとうございます。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Thank you for your positive evaluation of the revision. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
836	第二次安倍内閣における「日本再興戦略」に基づき CG コードが制定されて以来 10 年が経過し、CG コードの効果についても検証が求められると考えます。CG コード制定以降、日本企業に対する海外投資家の見方は大きく変化し、企業価値向上に向けた取組みも一定の進展を見せました。また、「女性活躍」の推進においても CG コードは小さくない役割を果たしたと思われます。一方で、上場企業のガバナンス改革については跛行色もあり、当初目指した姿の全てが実現しているわけでありません。現状を確認するという意味でも検証は必要な手順であるように思われます。なお、検証については、当初からの振り返りだけではなく、その後の改訂についても適宜検証が行われることが望ましいと考えます。特に今回の改訂については、かなり大きな変更を伴っており、その影響を注意深く見守る必要があると考えます。過去	当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。

	の振り返りと、将来目指すべき姿の再確認は、企業経営同様に常に行われるべきものであり、CG コードにおいても客観的なデータと実証的エビデンスに基づき、継続的に効果を検証し、必要に応じて見直していくアプローチが採られることを期待します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
837	改訂後、コードの運用状況をどのようにフォローアップしていくのか、その方針を明示していただけますと幸いです。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
838	取締役会構成と企業価値（ROA、ROE、トービンの Q 等）に関しては、現時点で確立した実証研究の結論が得られているとは言い難い状況にあると理解しております。今回の改訂では企業の裁量が拡大する方向にあると受け止めておりますが、従来の CG コードのもとで取締役会の意思決定の強化につなげられていない企業において、今般の改訂 CG コードにおける裁量の拡大が、どのような道筋で企業価値の向上につながるのかについては、補足的な説明が関係者の理解を深めるものと存じます。どのような取締役会の構成や運営が取締役会の実効性強化と攻めと守りのガバナンス向上、ひいては、企業価値の向上に資するのか。こうした点について、定性・定量の知見を共有したうえで、企業ごとのガバナンスのあり方が議論されることが望ましいと考えます。 【一般社団法人　未来の企業価値研究会】	当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。
839	In view of the gaps described in this Public Comment, I recommend that the Council continue to meet regularly and discuss the issues set forth in this public comment, with the goal of making another revision of the Corporate Governance Code within the next two years. 【個人】	ご意見として承ります。 当取引所及び金融庁においては、コードの趣旨・精神を踏まえた実質的な対応が適切に行われるよう、今後も引き続きコードの内容や好事例の周知を図るとともに、適切なフォローアップを行ってまいります。 Your feedback has been noted. In order to promote appropriate and substantive implementation in light of the aim and spirit of the Code, the TSE and FSA will continuously strive to promote understanding of the content of the Code and good practices, and will appropriately follow up.
840	改訂版コードの施行前であっても、2026 年３月期のコーポレートガバナンス報告書の定期更新時に改訂版コードを参照した記載・提出を選択可能と	既にパブコメ案に基づいてコーポレートガバナンス報告書を更新している場合には、改訂版コードの施行に伴う再提出を、原則として求めないこと

	し、その場合の再提出義務の免除・簡素化等の経過措置を講じていただきたい。既に改訂版コードを前提とした体制整備を進める企業に二重の報告負担を課すことは非効率であり、先行適用を認めることで、改訂版コードに沿ったガバナンス向上の自律的な取組みを促進すべき。 【株式会社 ASJ】	とします。なお、パブコメ案から改訂版コードへの変更点については、改めてご検討いただき、その結果として再度の更新が必要と判断される場合には、必要に応じてコーポレートガバナンス報告書の再提出を行っていただくようお願いします。
841	グロース市場の上場会社についても、昨今の不正事例に鑑み、コーポレートガバナンス報告書の記載範囲をスタンダード市場と同程度とするか、少なくとも第４章（取締役会等の責務）については各原則まで記載対象とすべき。 【個人】	グロース市場については、高い成長可能性を重視するというコンセプトの下、上場会社としての成長段階やリスク特性が他の市場と異なることも踏まえ、基本原則のみをコンプライ・オア・エクスプレインの対象としています。
842	改訂版コードに基づくコーポレートガバナンス報告書の様式（TDnet 等）について、遅くとも施行６ヶ月前には確定・公表し、2027 年２月以降に株主総会を迎える企業が初回更新から新様式を利用できるようにしていただきたい。公表の遅れは、現行様式と新様式での二重作業、社内承認プロセスの停滞、早期対応企業のインセンティブ喪失を招き、上場企業による「攻めのガバナンス」の実現を後押しするという改訂の趣旨に反する。 【株式会社マネーフォワード】	改訂版コードに基づいたコーポレートガバナンス報告書の記載要領については、以下のウェブサイトをご参照ください。 https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/01.html なお、今回の改訂版コードの施行に伴うコーポレートガバナンス報告書のフォーマットの大幅な見直しは予定していませんので、ご指摘のような現行様式と新様式での二重作業が生じることはないものと想定しています。
843	コーポレートガバナンス報告書において他資料へのリンク（外部参照）を用いる場合には、URL の記載だけでなく、当該資料の要点をコーポレートガバナンス報告書上にサマリーとして記載することを記載要領で明確に求めるべき。実務上、URL が該当箇所に直接リンクしておらず IR サイトのトップページに誘導されるにとどまる例や、リンク先が膨大な書類であるにもかかわらず該当箇所のページ等が特定されていない例が散見され、必要情報へのアクセスに過大な負荷が生じている。投資家が複数媒体を横断しなくても必要情報に容易にアクセスできるようにすることで、一覧性向上と建設的な対話に資する開示を実現すべき。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	有価証券報告書等の他の開示媒体において、既に詳細な説明を行っている事項について、コーポレートガバナンス報告書上でも同内容の記載やサマリーの記載を義務付けた場合、開示内容の整合性確認等の事務負担の増大が想定されることから、サマリーの記載については必須とはしていません。 一方で、外部参照を用いる場合にリンク先のどの部分を参照すればよいかを株主や投資家に分かりやすく示すことは重要であると考えられるため、コーポレートガバナンス報告書の記載要領において、リンク先で参照すべき項目等を具体的に明示いただくようお願いするようにします。 ガバナンス情報の一覧性を高める施策については、いただいたご意見も踏まえ、引き続き検討してまいります。
844	コーポレートガバナンス報告書の記載要領における、特定の事項を開示すべきとする原則以外の各原則の実施状況も本欄に記載することが可能といった記載は、今回の改訂でコンプライ・アンド・エクスプレインが強く期待・推奨されている趣旨を踏まえると不十分。開示原則を含む全原則について、自社の具体的な実施状況・取組みを積極的に説明するコンプライ・アンド・エクスプレインが望ましい旨を明示し、企業による主体的な説明を一層促す	本改訂では、コンプライしている原則についても積極的な説明が期待される旨を明示するとともに、当該趣旨を踏まえて、コーポレートガバナンス報告書の記載項目についても名称変更や記載事項の明確化を行うこととしています。具体的には、現行の「コードの各原則に基づく開示」欄の名称を「コードの各原則に関する取組み」欄に変更のうえで、当該欄に、コンプライしている原則の取組内容（原則の実施状況、具体的な取組み、原則を実施して

	表現に改めていただきたい。 【上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社】	いると評価する理由等）を任意で記載いただくこととしています。
845	コーポレートガバナンス報告書の作成用 TDnet について、入力エラー箇所の即時特定が困難であること、画面表示と PDF 化後で文字位置・インデントがずれること、図表が末尾 PDF 登録でしか挿入できないこと等、操作性・レイアウト面の不便が大きいため、これらを改善していただきたい。 【パナソニックホールディングス㈱】	コーポレートガバナンス報告書の入力フォーマットに関するご指摘は、いずれも実務上の利便性の観点から重要な課題であると認識しています。 現在進めている TDnet のリプレースに際しては、自社作成のデータファイルの提出を可能とし、印刷会社ツールを用いた図表の挿入等を可能とすることで、コーポレートガバナンス報告書のデザイン性やレイアウトの改善を図ることを想定しています。入力フォーマットの操作性等の更なる向上についても、いただいたご意見を踏まえながら、引き続き検討してまいります。
846	コーポレートガバナンス報告書の各原則ごとの開示項目に XBRL 等のタクソノミ（識別タグ）を付与し、機械可読性を高める仕組みを導入していただきたい。これにより、全上場企業の各コードに対するコンプライ・オア・エクスプレインの比較・分析が容易となり、投資家との建設的な対話が促進されるほか、非財務情報デジタル化の国際潮流にも適合しうる。TDnet 等の入力画面に各原則の専用入力フォームを設けてバックエンドで自動タグ付与するなど、企業側の負担増を抑えた工夫をすべき。 【個人】	貴重なご意見をありがとうございます。 コーポレートガバナンス報告書の情報の利便性や比較可能性を高めていくことは重要な課題であると認識しています。いただいたご意見を踏まえながら、必要なデータインフラの在り方について、引き続き検討してまいります。 We appreciate your valuable comments. We fully recognize that enhancing the usability and comparability of information in Corporate Governance Reports is an important issue. We will continue to carefully examine the appropriate framework for the necessary data infrastructure, taking your comments into due consideration.
847	コーポレートガバナンス報告書が作文集化・更新時期の不確実性により市場単位の分析・理解に適さず、投資家の意思決定に活用しづらい。一部のデータベンダーへの依存やデータ化しやすい情報のみ分析する実務も生じている。ガバナンスを適切に分析できるよう、提出義務日の設定、XBRL の再整理、外部連携可能な API 整備等、コーポレートガバナンス報告書関連のデータインフラやルールの整備を行っていただきたい。 【株式会社レクタスパートナーズ】	
848	The current taxonomy used for the “disclosure items” section of Corporate Governance Reports should be promptly updated. Under the current taxonomy, approximately sixteen distinct disclosure topics are aggregated into a single, unduly large text block under one XBRL tag, which makes it effectively difficult to separate, analyze, and compare information on an item-by-item and cross-company basis. As a result, investors increasingly regard these disclosures as lacking sufficient usefulness, giving rise to a negative cycle.	

	Now that eleven years have passed since the CGC became effective, leaving such a defective taxonomy unaddressed runs counter to its fundamental objective of facilitating stewardship and engagement, and undermines the value of the database provided by JPX. Therefore, to better align XBRL with its intended purpose, the taxonomy should undergo revisions that include the introduction of tags for each disclosure item. 【個人】	
849	今まで SS コードと CG コードとの橋渡しとして「対話ガイドライン」があったが、それは今回のコード改訂を受けてもそのまま存続するのか否か、確認して欲しい。 【個人】	本改訂に合わせた投資家と企業の対話ガイドラインの改訂は行いませんが、必要に応じて、同ガイドラインの改訂についても検討します。
850	本コード改訂後における、「投資家と企業の対話ガイドライン」の位置づけについて、明確化していただくことを希望します。同ガイドラインは、現行コード及びスチュワードシップ・コードの付属文書として位置づけられ、コンプライ又はエクスプレインに際してその趣旨を踏まえることが期待されるものとされており、我々機関投資家においても、両コードと併せて参照することで、実効的な対話の実現を図ってまいりました。上記の位置づけは本コード改訂後の解釈指針の位置づけと重複するようにも思わるところ、本コードのプリンシプル化・スリム化を受けて、コーポレートガバナンス改革に向けたソフトロー体系全体の中での同ガイドラインの位置づけを改めて示していただきたいと考えます。 【りそなアセットマネジメント株式会社】	
851	今回の改訂に関連して「投資家と企業の対話ガイドライン」の扱いについて触れられていません。このガイドラインは、企業との対話に当たって参照している投資家も多いので、今回のコード改訂の趣旨が投資家と企業の対話に適切に反映されるように、「投資家と企業の対話ガイドライン」のアップデートを要望します。 【一般社団法人スチュワードシップ研究会】	
852	これまで、コーポレートガバナンス・コードを支えるものとして「投資家と企業の対話ガイドライン」が存在しましたが、今回の改訂で、対話ガイドラインの位置づけはどのようになるのでしょうか？ 【一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム】	

853	今回の改訂に関連して「投資家と企業の対話ガイドライン」の扱いについて触れられていません。株主と会社との建設的な対話の実効性を高めるうえで、対話ガイドラインに本件改訂の主旨を反映したアップデートがされるとよいと思料します。 【ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社】	

提出者別意見一覧

提出者	提出意見（番号）
アストナリング・アドバイザー合同会社	12, 13, 29, 38, 40, 49, 121, 296, 355, 436, 731, 820
アムンディ・ジャパン株式会社	83, 106, 333, 528, 794
アモーヴァ・アセットマネジメント	15, 169, 322, 410, 594, 607, 638, 741, 805
一般社団法人監査懇話会	386, 417, 551, 565, 612, 657, 713, 750, 754
一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム	101, 118, 193, 454, 737, 852
一般社団法人クライアントアース	253, 533, 562, 603, 784
一般社団法人コア・コーポレートガバナンス研究機構	733
一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA） CSR 委員会 経営基盤ワーキンググループ	162, 242, 420, 461
一般社団法人コーポレートアクションジャパン	495, 569, 645, 702
一般社団法人 資産運用業協会	70, 76, 93, 94, 123, 127, 197, 214, 298, 299, 321, 371, 449, 456, 487, 567, 573, 625, 700, 718
一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会	91, 401, 579, 610, 725
一般社団法人スチュワードシップ研究会	22, 39, 96, 128, 206, 323, 340, 349, 362, 382, 395, 416, 498, 507, 546, 672, 692, 720, 759, 785, 836, 851
一般社団法人全国銀行協会	218, 290
一般社団法人ディレクトフォース	97, 104, 111, 378, 383, 452, 520, 589, 609, 711, 734, 735, 736
一般社団法人 日本公認不正検査士協会（ACFE JAPAN）	595, 775, 776
一般社団法人日本知的財産協会	165, 422, 423
一般社団法人 日本民営鉄道協会	66, 109, 274, 388, 397, 398, 399, 467, 542
一般社団法人 未来の企業価値研究会	24, 25, 578, 693, 788, 797, 837, 838
出光興産株式会社	704
伊藤忠商事株式会社	743
株式会社 ICJ	122
株式会社アシュアード	356, 521
株式会社今井経済・経営研究所代表主席研究員	458, 527
株式会社 ASJ	840
株式会社オリエントコーポレーション	324
株式会社三陽商会	217, 460

株式会社ストラテジックキャピタル	48, 55, 62, 71, 112, 138, 160, 161, 171, 237, 261, 266, 268, 272, 282, 283, 297, 327, 358, 361, 363, 366, 424, 453, 499, 500, 501, 505, 580, 626, 646, 648, 710, 738
株式会社ツバメ・ステーション	256, 352, 506, 544, 732
株式会社ナナホシマネジメント	172, 427
株式会社福田総合研究所	64, 381, 435
株式会社プロネクサス ディスクロージャー基本問題研究会	27, 74, 77, 185, 194, 220, 221, 227, 241, 365, 406, 415, 590, 596, 615, 779, 810
株式会社マネーフォワード	842
株式会社 LegalOn Technologies	513, 747
株式会社レクタスパートナーズ	159, 245, 462, 516, 724, 815, 826, 847
キャピタル・インターナショナル株式会社	8, 200, 474, 630
経営法友会	78, 99, 173, 226, 284, 316, 642, 681, 730
公益社団法人　関西経済連合会	208, 350, 817
公益社団法人日本監査役協会	553
コニカミノルタ株式会社	222
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	2, 117, 455, 620
上場会社法制の在り方を考える会	16, 130, 164, 180, 184, 239, 259, 293, 294, 295, 307, 431, 442, 476, 486, 493, 494, 503, 522, 564, 581, 588, 602, 640, 650, 673, 674, 677, 707, 712, 746, 753, 764
上場会社役員ガバナンスフォーラム株式会社	32, 69, 277, 433, 444, 727, 760, 843, 844
住友電気工業株式会社	46, 212, 457, 830
全国株懇連合会	18, 81, 84, 110, 115, 182, 223, 224, 310, 329, 413, 523, 525, 535, 627, 690, 706, 786, 796
ソニーグループ株式会社	19, 346, 414, 705
第一東京弁護士会 総合法律研究所　会計・監査制度研究部会 有志弁護士	57, 65, 79, 103, 305, 309, 313, 335, 339, 347, 348, 353, 354, 364, 373, 374, 375, 536, 539, 540, 543, 678, 726, 744, 824
大和証券株式会社	464
地方公務員共済組合連合会	599, 637
特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク	1, 592, 740
日興リサーチセンター株式会社	54, 72, 153, 189, 271, 331, 370, 409, 432, 441, 552, 568, 582, 803
日本製鉄株式会社	152, 170, 181, 229, 400, 419, 425, 541, 566, 577, 586, 778, 801, 802
日本公認会計士協会	14, 199, 504
日本弁理士会	421
野村ホールディングス株式会社	211, 318

パナソニックホールディングス㈱	61, 95, 209, 317, 418, 665, 729, 795, 804, 845
フィデリティ投信株式会社	59, 149, 252, 450
福井工業大学経営情報学部長谷川研究室	43, 44, 45, 384, 439, 440, 490, 491, 549, 597, 696, 716, 767
福岡商工会議所	285, 286, 287, 288, 289, 831
プロスペリティ株式会社	34, 685
松井証券株式会社	232, 717
ミチビク株式会社	708, 748, 749
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社	85, 207, 269, 270, 451, 532, 559, 649
三井物産株式会社	80, 131, 215, 336, 379, 412, 426, 526, 755
ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント株式会社	389
りそなアセットマネジメント株式会社	105, 168, 228, 326, 343, 593, 719, 850
3D Shareholder Services 株式会社	583, 584, 585
American Chamber of Commerce in Japan	36
Asian Corporate Governance Association	33, 90, 141, 183, 196, 254, 279, 368, 448, 514, 605, 647, 664, 675, 691, 697, 742, 762, 774, 787
Brickwood Asset Management	7, 251, 635, 662, 765, 800
Codrington Japan	41, 42, 155, 243, 429, 687, 777
Columbia Threadneedle Investments	177, 246, 402, 488, 576, 811
Elliott Investment Management, L.P.	35, 150, 154, 158, 188, 260, 292, 312, 315, 393, 463, 601, 636, 668
Eurasia Group	443, 511, 524
Federated Hermes Limited	5, 483, 518, 530, 560, 623, 654, 666, 671
GAM Investments	11, 176, 201, 244, 338, 380, 480, 508, 534, 632, 652, 653, 656, 663
Glass Lewis Japan 合同会社	3, 30, 144, 192, 624, 835
ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社	47, 51, 75, 82, 100, 108, 387, 477, 557, 558, 689, 695, 728, 853
Impax Asset Management	20, 86, 142, 264, 447, 619, 818
International Corporate Governance Network (ICGN)	4, 23, 53, 88, 107, 145, 166, 186, 263, 276, 360, 509, 561, 606, 667, 679, 790, 822, 834
Kaname Capital LP	629, 722, 751, 816
L&G – Asset Management	87, 187, 250, 278, 319, 628, 644, 670, 680, 789
M&G Investments	6, 139, 140, 147, 249, 325, 396, 465, 510, 587, 617, 639, 659, 703, 739
Marathon Asset Management Limited（マラソン・ロンドン東京駐在事務所）	52, 67, 68, 143, 230, 302, 391, 403, 497
Market Forces Limited	174, 359, 701, 768, 807
Morant Wright Management Limited	92, 136, 247, 280, 469, 773
Neuberger	137, 167, 248, 407, 758, 791

Norges Bank Investment Management	9, 133, 190, 265, 281, 446, 482, 608, 631, 651, 661, 684, 769
Northern Trust Asset Management	481, 571, 686
Oasis Management Company Ltd.	63, 119, 125, 157, 195, 257, 291, 303, 342, 357, 405, 634, 669, 763
Orbis Investments	392
Robeco	31, 175, 390, 479, 529, 574, 699
T. Rowe Price International Ltd	28, 132, 146, 156, 198, 258, 328, 394, 478, 604
ValueAct Capital	10, 304, 428, 445, 825

※その他の意見提出者＝個人等