

Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ —価値創造経営— vol.4

2026年7月

コーポレートガバナンス・コード改訂——成長を目指して

7月21日にコーポレートガバナンス・コード(以下、「コード」)の改訂が成立した。今回の改訂の最大の特徴は、有形・無形の成長投資の促進という「攻め」を中心的な目的に位置付けた上で、より実質的な対応を促進する手段として、取締役会の機能強化を強調していることにある。2015年のコード導入以降、取締役会における独立社外取締役は大幅に増加している。独立性の高まった、監督を主体とする取締役会が機能を発揮して成長を実現するためには、経営者または経営陣(マネジメントチーム)と取締役会の戦略を主体とするコミュニケーションの成功が一層重要となる。地政学的な変化や技術の進展などの不確実性が高まり、同意なき買収の提案や株主のアクティビズムを含む外部環境の不測の変化に直面しながらも成長が求められる中、企業経営における取締役会の役割や意思決定プロセスには各社の創意工夫が求められる。改訂コードにおいて補充原則が廃止され、多くがコンプライ・オア・エクスプレインの対象外となる解釈指針に移行することには各社の裁量が広がる意義があり、それだけに成長に向けた経営資源配分の決定を含む、実効性のある取締役会の運営の巧拙が問われる。

1. 改訂コードのポイント

(1) 成長投資の促進

今回のコード改訂¹の政策的な目的を一言で表現すれば、「攻め」としての「成長投資の促進」であり、そのための手段が「取締役会の機能強化」である²。当初のコーポレートガバナンス改革では「攻め」と「守り」の両立や持続的な成長が謳われたが、政府による日本成長戦略およびそれに基づく成長戦略投資の立案を反映して、

¹ 東京証券取引所(2026a)。「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2026年7月21日。
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/01.pdf>

² 金融庁・東京証券取引所(2026a)。「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」2026年7月21日。
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/03.pdf>

「攻め」の側面が強調された形となった。改訂コードでは、主たる名宛人である「上場会社」に加えて、「取締役会」も主語として強調され、経営陣を監督する取締役会の役割・責務として「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）や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等」（原則 4-1）が掲げられている（図表 1）。解釈指針は「（参照しつつ対応する）期待」（序文 9）を示したものでコンプライ・オア・エクスプレインの対象外であるが、そこでも取締役会の役割が強調されている。

株主との関係性に関しては、株主還元だけでなく成長投資の促進の観点からも、経営資源の配分の一環として「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源」の有効活用が謳われている（原則 4-2 解釈指針）。株主は必ずしも株主還元だけを望んでいる訳ではない。むしろ研究開発や人的資本投資といった無形資産投資には不足感を感じている。コードと同日に確定した経済産業省「成長投資ガイダンス」にも登場した経済利益を無形資産投資に応用することは、この点でひとつの解決方法である³。

図表 1 改訂コードにおける取締役会と成長投資

	内容
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）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。
原則 4-1 解釈指針	取締役会は、その道筋を踏まえ、自社の資本コストを的確に把握した上で経営戦略や経営計画の策定・公表を行うべきである。また、それらにおいて提示した収益計画や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、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等を行うなど、資本その他の経営資源を適切に配分すべきである。
原則 4-2 解釈指針	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、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。

出所：東京証券取引所（2026a）を基に PwC Intelligence 作成（ハイライトは筆者）

（2）独立した取締役会の機能重視

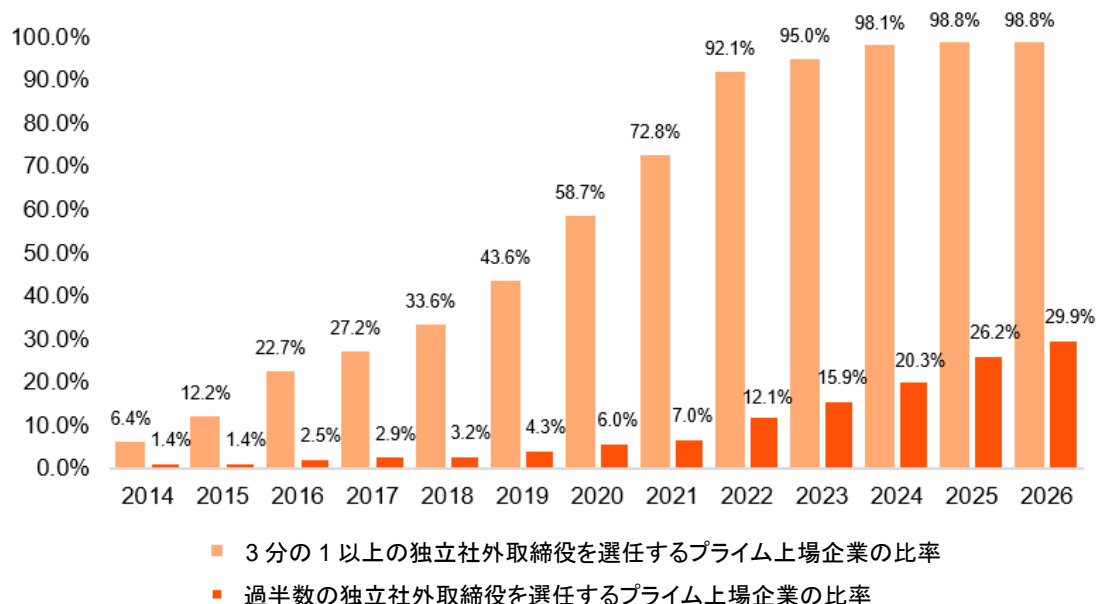
今回の改訂では成長投資を促進する仕組みとして、独立性の高い取締役会の機能発揮が重視されている。取締役会の機能発揮を中心として、一定程度の外形が整いつつある現状を踏まえた「実質的な対応の促進」による「コードの実質化」が意図されている⁴。この実質化の中心となるのが、独立した取締役会の機能発揮である。前回の改訂以降、独立性はますます高まっており（図表 2）、2026 年において過半数の独立社外取締役を

³ 朝岡大輔（2026）。「企業価値の質を高める—経済利益の意義」『PwC Intelligence Monthly Economist Report ガバナンス・インサイト・シリーズ—価値創造経営— vol. 3』2026 年 7 月 3 日。 <https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202607.html>

⁴ 脚注 2・金融庁・東京証券取引所（2026a）を参照。

選任するプライム上場企業の比率は 29.9%に達した⁵。プライム上場企業の取締役数の平均は 9.3 名、その内、独立社外取締役は 4.4 名であり、その比率を独立性の指標とみると、47.3%である。米国の代表的な S&P 500 採用企業における独立社外取締役の比率は 2026 年において 84.8%であるが⁶、業務執行取締役は CEO のみ、または CEO と CFO の 2 名のみであることが多く、独立性の水準としては既に上限に近づいている。

図表 2 取締役会の独立性



出所：東京証券取引所（2026b）を基に PwC Intelligence 作成

独立社外取締役の役割は、経営の監督、会社と経営陣・支配株主等との利益相反の監督、少数株主を始めとするステークホルダーの意見の適切な反映、中長期的な企業価値の向上を図る観点からの助言である（図表 3）。今回はこの記載順序の変更も行われ、改訂前は最初の項目であった「助言」が最後に移動し、「監督」に重点を置く方向性が示唆されている。法定または任意の指名委員会などの運営を通じて、「監督」には経営陣の選解任を含む緊張感を伴うことを踏まえると、役割や権限とともに責任も重くなる観点から、取締役会の実効性（パフォーマンス）を評価する必要性も高まっている。米国企業の実績によれば、取締役会の中で少なくとも 1 人の交代が必要と考える取締役の比率は 55%に達しており⁷、取締役会の構成・運営の課題を示唆している。

⁵ 東京証券取引所（2026b）。「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」2026 年 7 月 21 日。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/nlsgeu000005va0p-att/t13vrt000001jpn9.pdf>

⁶ Kim, Kevin, and Toby Huang (2026). Proxy Season 2026: Director Support & Board Independence. ISS-Corporate, June 26, 2026.
<https://www.iss-corporate.com/resources/blog/proxy-season-2026-director-support-board-independence>

⁷ Garcia, Ray, Paul DeNicola, Catie Hall, Ariel Smilowitz, and Nick Bochna (2025). 2025 Annual Corporate Directors Survey: Driving a culture of accountability in the boardroom. PwC Governance Insights Center, October 2025. <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/library/assets/pwc-2025-annual-corporate-directors-survey.pdf>

図表 3 独立社外取締役の役割

	内容
原則 4-8	(独立社外取締役の役割・責務) 上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。 (1) 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 (2) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること (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会に適切に反映させること (4) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

出所: 東京証券取引所 (2026a) を基に PwC Intelligence 作成 (ハイライトは筆者)

経営陣と株主の間で利益相反または緊張関係が生じる重要事項の審議を行う現実も踏まえて、改訂コードにおいては、独立社外取締役の「質の確保」も重視されるに至った (原則 4-9) (図表 4)。取締役会では過半数によって意思決定が行われるので (会社法第 369 条)、これまで注目されてきた 3 分の 1 や過半数といった「数の確保」 (原則 4-10) に基づく独立性は必要条件であるが、たとえば経営陣と利益相反が生じる場合であっても、株主のために適切な判断を下すという意味で実効性の高い監督の十分条件はその「質」である。

図表 4 独立社外取締役の質の確保・数の確保

	内容
原則 4-9	(独立社外取締役の質の確保) 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。
原則 4-10	(独立社外取締役の数の確保) 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、プライム市場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) 以上選任すべきである。 支配株主を有するプライム市場上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも過半数 (支配株主を有するその他の市場の上場会社においては 3 分の 1 以上) 選任すべきである。 また、上記にかかわらず、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である。

出所: 東京証券取引所 (2026a) を基に PwC Intelligence 作成 (ハイライトは筆者)

その観点で、取締役会事務局による支援への期待も、解釈指針として新たに示されている (解釈指針 4-14)。独立社外取締役の情報源は、会社から提供されるものが主体となるので、自らの知見との関連性が関心事となる。米国の経営学者ピーター・F・ドラッカーは、人は「読んで理解するタイプ」と「聞いて理解するタイプ」に分かれ、その差異を認識して接することの重要性を指摘したが⁸、独立社外取締役からは「読む」資料の分量や粒度に戸惑う声も聞かれる。時間の制約も考慮して、経営陣から「聞く」コミュニケーションとのバランスを取ることが重要である。

⁸ Drucker, Peter F. (2005). Managing Oneself. *Harvard Business Review*, January 2005. <https://hbr.org/2005/01/managing-oneself>

さらに重要なのは、経営者 (CEO) と取締役会とのコミュニケーションである。独立性が高まれば高まるほど、取締役会全体としては経営陣から受け取る情報への依存度は高まる。コミュニケーションは、独立社外取締役の資質に基づく知見を引き出すことで取締役会の質を高め、運営の成否を分ける点であるといえる。

(3) 企業の個別判断の尊重

改訂コードにおいてはいわゆる「スリム化」がなされ、改訂前にはコンプライ・オア・エクスプレインの対象となっていた補充原則が廃止される一方で対象外となる解釈指針が新設された。補充原則の一部は原則に格上げされる一方、多くは解釈指針に移行した。この結果、コンプライ・オア・エクスプレインの対象項目は最上位にある基本原則とそれに次ぐ原則のみとなり、項目数でも 83 から 30 に削減された。プリンシプルベース (原則主義) の精神をより具体化した今回の変更は、従来の補充原則を含めてコンプライ率が高い日本企業としては大きな変化である。このことには、形式的にコンプライの要件を充足する対応を回避する一方、各社の戦略や方針を踏まえるという意味で実質化を目指す意義がある。

このことは、地政学的な変化や技術の進展など環境の不確実性が高まり、同意なき買収提案やアクティビズムを含む株主への個別対応が常態化した現状を踏まえれば必要な変化である。たとえコードを十分にコンプライしたとしても、全ての株主の要望が満たされる訳ではなく、コード改訂に代表される制度改正や多様な株主への対応など、コーポレートガバナンスに関する活動のチャンネルが多層化するとともに、企業に向けられる要望も複雑化している。企業が個別の状況に基づき対応する事項のウェイトが増すならば、プリンシプルベースに基づいて企業それぞれの判断を尊重することは整合的である。その点では、経営の裁量の範囲が拡大したとみることができるが、その結果責任を負うのもまた経営者である。スリム化による改革の後退の可能性を懸念する声はパブリックコメントでも多く寄せられたところであり⁹、外部環境の不確実性に直面しながらも、経営方針を説明し、実行する責任は一層増したといえる。

説明責任という観点では、法定開示の要求水準は高まっている。既に SSBJ 基準に基づくサステナビリティに関する開示義務が、各社の時価総額に応じて段階的に導入される予定であるほか、改訂コードにおいて実務的な関心の高い事項である有価証券報告書の株主総会開催日前の開示 (原則 1-2) と開催日の 3 週間以上前開示 (同解釈指針) も、この文脈で捉えることができる。同様に、従来の補充原則から原則に格上げされた英文開示の要請も、今後高まると考えられる (原則 3-2)。この内、3 週間以上前開示の有報開示については、会社法上の監査 (事業報告・計算書類) と金融商品取引法上の監査 (有価証券報告書) の一元化などに課題を残す現行制度を踏まえて「必ずしも容易ではないとの認識」(序文 14) も示されている。解釈指針の導入は、このように当面はコンプライが困難であると見込まれる項目についても、コードに記載することで中長期的な政策の実現を図る役割も担っているとみることができる。

⁹ 金融庁・東京証券取引所 (2026b). 「コーポレートガバナンス・コードの改訂 (2026 年) に関するパブリックコメントの結果概要」2026 年 7 月 21 日。
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/05.pdf>

2. 取締役会のゆくえ

(1) モニタリングモデルの「稼ぐ力」

成長を目指す「攻め」の観点での取締役会の機能の実質化の観点では、経済産業省から『「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則』が公表されており、コード改訂を先取りする形で取締役会の行動原則が示されている (図表 5)¹⁰。監督という観点からの原則であるが、同時に経営陣および業務執行取締役が踏まえるべき原則とも位置付けられている。監督に重点を置いた取締役会は伝統的に「モニタリングモデル」と呼ばれるが¹¹、それが「稼ぐ」機能を真に発揮するためには、「モニタリング」という概念のもう一段のアップデートが必要である。

図表 5 「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則

	内容
原則 1	(価値創造ストーリーの構築) 自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーを構築する。
原則 2	(経営陣による適切なリスクテイクの後押し) 経営陣が、価値創造ストーリーの実現に向け、事業ポートフォリオの組替えや成長投資等、適切なリスクテイクを行うよう、後押しする。
原則 3	(経営陣による中長期目線の経営の後押し) 取締役会自体が短期志向に陥らないよう留意しつつ、経営陣が、中長期目線で、成長志向の経営を行うよう、後押しする。
原則 4	(経営陣における適切な意思決定過程・体制の確保) マイクロマネジメントとならないよう留意しつつ、経営陣の意思決定過程・体制が、迅速・果断な意思決定に資するものとなるよう促す。
原則 5	(指名・報酬の実効性の確保) 最適な CEO の選定と報酬政策の策定を行うとともに、毎年、原則 1～4 の内容も踏まえた CEO の評価を行い、再任・不再任を判断する。

出所: 経済産業省 (2025a) を基に PwC Intelligence 作成

どの国のコーポレートガバナンスの仕組みにも成り立ちがある。「攻め」を強調する点は日本の制度の特徴であるが、コーポレートガバナンス改革前の伝統的な日本企業の経営モデルでは、米国よりもドイツに近いものとして、株式持ち合いを基礎とするメインバンク制度の下、銀行が融資先を「モニタリング」として理解されていた側面がある¹²。社外取締役も銀行から派遣された人物が中心であった。銀行の最大の関心事は、融資の返済が契約通りに行われることにある。こうした融資の安全性や保守性を重視する視点は、逆にいえば安定的に経営されている限りにおいては問題がないとする (問題があれば経営支援や人事にも介入するが、それは例外的な経営危機の状況である) ことを意味する。しかし、これは図表 5 に示した「稼ぐ力」を高め、成長を実現する行動と整合的とはいえず、むしろ相反する行動にもなりうる。

銀行主体による日本の制度の成り立ちを踏まえると、米国において取締役会の基本的な姿と理解されている「モニタリングモデル」という概念に接したとき、本質的に「稼ぐ力」を重視する株主の視点が、安定性や保守性を

¹⁰ 経済産業省 (2025a)。「『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より～」2025 年 4 月 30 日。
<https://www.meti.go.jp/files/900017504.pdf>

¹¹ Eisenberg, Melvin A. (1976). *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*. Boston: Little, Brown & Co.

¹² 青木昌彦, ヒュー・パトリック (1996). 『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社。

重視する銀行の視点と併存しながら受容されたようにみえる。米国における資金調達を中心は株式市場なので、「静観」とは反対に、株主のために「稼ぐ」責任を負う経営者と戦略を議論し、評価や選解任を行うことこそが取締役会による「モニタリング」だと考えることは自然な発想であるし、そのために取締役会に高い独立性が求められることも当然である。プライベートエクイティ・ファンドが密接に関与する取締役会の成功事例を念頭に置いた、いわゆる「ボード 3.0」は、モニタリングモデルと相反する発想でなく、その延長線上にあるといえる¹³。

この点で日本における実質化に必要な条件は、このようなメインバンク制度とは目的も手続きも異なる、経営者が「稼ぐ」ことを確保するという意味でのモニタリングの確立である。そのためには取締役会の経営陣からの独立性が高いことも必要である。第 1 節でみた、独立社外取締役が過半数を占める取締役会が増加する流れはこのような実質化の要請と整合的であり、「稼ぐ力」が重視される中では今後も続くと考えられる。

(2) 株主との関係性の変化

コーポレートガバナンス改革が進行する背景には、企業の株式の保有構造の変化がある。1985 年に銀行による株式保有比率は過去最高の 20.9%を記録したが、2025 年には過去最低の 1.7%にまで低下した¹⁴。対照的に、1985 年に 7.0%に過ぎなかった外国投資家の保有比率は、2025 年に過去最高の 34.7%を記録し、コード導入時点 (2015 年) の 29.8%と比較しても上昇している (図表 6)。

図表 6 株式保有構造の変化

	1985 年	2000 年	2015 年	2025 年
外国法人等	7.0%	18.8%	29.8%	34.7%
都銀・地銀等	20.9%	10.1%	3.7%	1.7%

出所：東京証券取引所他 (2026) に基づき PwC Intelligence 作成

株主が変化すれば、株主との関係性も変化する。株主によるエンゲージメントの重要性は 2014 年のスチュワードシップ・コードにおいて打ち出され¹⁵、その後、東京証券取引所による 2023 年の「資本コストや株価を意識した経営」の要請や¹⁶、経済産業省による同年の「企業買収における行動指針」および 2026 年の解釈案を通じた議論の深まりも背景として¹⁷、株主のエンゲージメントやアクティビズムも進展した。その際、対話の相手として求

¹³ Gilson, Ronald J., and Jeffrey N. Gordon (2020). Board 3.0: What the private-equity governance model can offer to public companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 32(3), pp. 43-51.

¹⁴ 東京証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所 (2026). 「2025 年株式分布状況調査の調査結果について」 2026 年 7 月 2 日. <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/t13vrt000001irna-att/j-bunpu2025.pdf>

¹⁵ 金融庁 (2025). 「『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～」 2025 年 6 月 26 日. <https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250626/01.pdf>

¹⁶ 東京証券取引所 (2026). 「『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. <https://www.jpx.co.jp/news/1020/t13vrt0000013ti4-att/t13vrt0000013ti6.pdf>

¹⁷ 経済産業省 (2026). 「『企業買収における行動指針』のポイント (案) ～より適切な実践に向けた趣旨の再確認」 2026 年 6 月 18 日. <https://www.meti.go.jp/press/2026/06/20260618004/20260618004-b.pdf>

められるのは、独立した立場から経営者を評価し、選解任する立場にある独立社外取締役であるが、独立社外取締役に期待する役割としてこれを挙げる企業は 23%に過ぎない一方で、機関投資家では 82%に上る¹⁸。株主は、独立した立場からの見解を求めているといえる。日本政府が対内投資促進を主要な政策のひとつに掲げる中¹⁹、今後も株式保有のグローバル化は進展すると考えられる。そのような株式保有構造の変化に対応したコーポレートガバナンスの仕組みも踏まえながら、時代に合わせた経営の変化が求められる。

なお、取締役を選解任するのはあくまでも株主総会である。この点は、株主提案によって会社提案とは異なる取締役の選解任が株主総会に諮られたり、会社提案の選任が否決されたりすることが見られる通りである。議案によっては議決権行使の予測の難易度が上がっているが、賛否を分ける理由としては、独立性の欠如や株主利益の保護が不十分と考えられる取締役の選任議案が目立つ。取締役会の機能強化とその設計は、株主の信認を前提とする点を踏まえる必要がある。

3. 企業経営への示唆

以上の議論を踏まえた、改訂コードの企業経営に対する示唆はどのようなものになるだろうか (図表 7)。特に、取締役会の機能の実質化という観点から考えてみたい。

図表 7 企業経営への 3 つの示唆

	項目	内容
1	真に「稼ぐ力」を発揮するモニタリングモデルの構築	・取締役会が戦略の方向性を示し、経営陣のリスクテイク・判断を後押しする仕組みの構築 ・経営者のみならず取締役会の構成・人選の後継者計画
2	変化に適応した経営陣と取締役会とのコミュニケーション	・情報の「量」と「質」、「読む」と「聞く」経路の適切な配分 ・知見を引き出す CEO と取締役会との個別のコミュニケーション ・取締役会の体系的な実効性評価
3	成長に向けた戦略の集中的な議論	・地政学的な情勢や技術の進展を踏まえた戦略と経営資源配分の議論 ・取締役会から経営陣への権限移譲

出所：PwC Intelligence 作成

(1) 真に「稼ぐ力」を発揮するモニタリングモデルの構築

株式保有構造の変化に伴い、モニタリングの主体や意味合いが変化している環境においては、時代の変化に合わせて取締役会の役割も変化する。その実質化の鍵は、「稼ぐ」経営者の評価と選解任という緊張関係を背景とした、株主の信認を受けたモニタリングモデルの構築である。改訂コードで強調された取締役会の役割を踏まえ、取締役会が戦略の方向性を示した上で、経営資源の配分の変更を含む果敢なリスクテイクを支えること

¹⁸ 経済産業省 (2025b). 『『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 第 6 回事務局説明資料 参考資料集』2025 年 2 月 13 日. https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/earning_power/pdf/006_04_00.pdf

¹⁹ 内閣府 (2026). 「対日直接投資促進プログラム 2026」2026 年 7 月 2 日. <https://www.cao.go.jp/invest-japan/committee/program2026.pdf>

で、経営陣の判断を後押しする必要がある。その仕組みの構築自体が、株主からの「付託」(序文 1)を受けた企業経営におけるコードの精神の具体化に結びつくものである。この観点では、図表 5 に示した「5 原則」も引き続き有用である。

同時に、経営者は中長期的な観点で、取締役会や委員会の構成や人選が最適なものであるかどうか常に検討する必要がある。各取締役の任期も踏まえ、次の取締役会の姿も想定しながら現職の取締役会を運営する必要がある。地政学的リスクの顕在化や AI の普及に見られるように外部環境の変化が激しい中では、戦略も変化し、求められるスキルや役割も同様に変化する。個別の取締役が知識や情報を蓄積することでアップデートされる面も大きい、構成や人選の見直しも、定期的に訪れる重要な判断の機会である。

この点で、経営者個人の後継者計画の策定もさることながら、取締役会の継続的な後継者計画についても、その実効性を高める観点から重要である。その際、監督を行う取締役が、自らを選任する議案を策定する状況も起こる。「監督者の監督者は誰か」として古くから知られる問題である²⁰。経営者が中長期的な姿を見据えた体系的な取締役会の後継者計画を持つておくことは、透明性の高い選任を継続する点でも必要である。

(2) 変化に適応した経営陣と取締役会のコミュニケーション

独立社外取締役の比率が高まると、経営者と取締役会の関係は変化するが、各取締役の相対的な役割や相互の関係性も変化する。経営者としては、取締役相互のコミュニケーションの価値や相対的な役割に着目しながら、各取締役の選任時に期待したスキルや役割に即した知見を引き出す必要がある。この点は、役割は異なるものの、企業における人的資本の活用と連続している。成長に向けた戦略を実現するための認識を適時に共有するための情報の「量」と「質」の適切な配分、「読む」経路と「聞く」経路の意識的な区別を含めて、取締役会における共通のコミュニケーションの環境を構築する必要がある。

ここでいうコミュニケーションの環境とは、外部環境の変化と不確実性を踏まえつつも、経営者と取締役会間の信頼関係を基礎として、重要な議題における確認や異論、そしてそれによって経営判断の質が向上した成功体験の蓄積や、将来に向けた成長期待の共有を含む広い概念である。そのためには、CEO が個別に取締役とコミュニケーションを取ったり、自らの言葉で課題の認識を伝えたりすることによって、取締役と個別に向き合うチャネルを活用することが重要である。また、実効性評価やフィードバックの仕組みも(原則 4-13)、経営者と取締役会の関係性が期待通りであるかどうかを確認する質的向上のプロセスを体系的に確保する意味で有益である。

アクティビズムや同意なき買収の提案は今や常態的なものとなり、もはや非常時とはいえないかもしれないが、そのようなときにこそ平時のコミュニケーションの成果が問われる。もはや企業価値の向上の余地がないほどに現行の戦略が磨かれ、その「稼ぐ力」を監督する取締役会の賛同や後押しが得られ、株主の支持も得てい

²⁰ この問題 (“Who watches the watchers?”) の起源はローマ時代に遡る。Winstedt, E. O. (1899). A bodleian MS. of Juvenal. *The Classical Review*, 13(4), pp. 201-205. <https://doi.org/10.1017/S0009840X00078409>

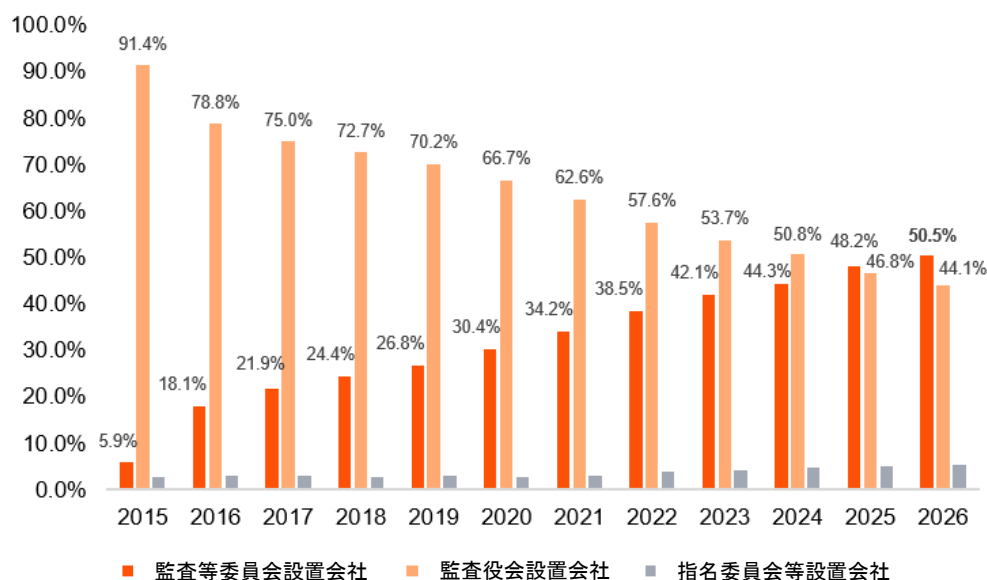
る経営が実践されているならば、提案に際して向き合う相手方となるファンドや買収候補者、そして既存の株主とのコミュニケーションはその経営の延長線上にあるといえる。

(3) 成長に向けた戦略の集中的な議論

株主に選任される取締役会の重要な目的のひとつは、中長期的な企業の価値創出である。この点、経営者を監督する取締役会の機能発揮を踏まえれば、成長に向けた戦略の議論を重点化することが必要である。コード改訂を含む制度変更への対応もさることながら、地政学的な情勢変化や AI の浸透に見られる技術の変化など、取締役会で認識を共有し、議論する必要のある事項は多岐にわたる。そのような環境変化を踏まえながらも、経営資源の配分方針を含めて、成長を実現するための戦略の議論を集中的に行う必要がある。

そのためには、逆にいえば、監督をする取締役会から経営陣に多くを権限移譲する必要がある。株式会社のフォーマットとして、2026 年には監査等委員会設置会社の比率がプライム上場企業で 50.5%と過半数を占めるに至った²¹ (図表 8)。このひとつの特徴は、一定の要件 (取締役の過半数が社外取締役である、または定款へ記載がある) の下、監査役会設置会社では認められない「重要な業務執行の決定」の取締役への委任を可能とする点にある (会社法第 399 条の 13)。取締役会における重要な戦略の議論とその執行の監督の下、経営陣の幅広い裁量の中で成長の加速が期待される観点からは、今後も採用が進むと考えられる。

図表 8 株式会社の組織形態



出所: 東京証券取引所 (2026b)・日本取締役協会 (2025) を基に PwC Intelligence 作成

コーポレートガバナンス改革の進展に伴って、取締役会の姿は大きく変化した。改訂コードは、独立性の高まった取締役会の現状を踏まえて、経営者の判断の裁量を高めた上で、その果敢なリスクテイクを後押しするモデ

²¹ 脚注 5・東京証券取引所 (2026b); 日本取締役協会 (2025). 「上場企業のコーポレートガバナンス調査」2025 年 8 月 1 日.
<https://www.jacd.jp/news/opinion/cgreport.pdf>

ルにさらに近づけるものである。経営者と取締役会のコミュニケーションと信頼関係に基づく権限移譲の下、重要な戦略の理解を共有し、成長を実現する巧拙が「稼ぐ」モニタリングモデルにおいて問われるといえる。

朝岡 大輔

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2026 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.



Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ – 価値創造経営 –

vol. 1「株式保有構造の変化—企業経営への含意を読み解く」(2026 年 5 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202605.html>

vol. 2「戦略的なレジリエンスへ—企業評価の枠組みの変容」(2026 年 6 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202606.html>

vol. 3「企業価値の質を高める—経済利益の意義」(2026 年 7 月)

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence/monthly-economist-report/monthly-economist-report202607.html>