

2026年5月15日

株式会社東京証券取引所  
上場部 御中

株式会社ナナホシマネジメント

代表取締役 松橋 理



## 「コーポレートガバナンス・コードの改訂について」に対する意見

株式会社ナナホシマネジメント（以下「弊社」といいます。）は、金融商品取引法に基づき適格機関投資家等特例業務の届出を行っており、ファンドの運営及び自己資金による投資を通じて、日本株式への投資並びに投資先企業への働きかけを行っております。弊社は、下記のとおり、意見を申し述べます。

### 記

#### 意見 1

原則 1-1 の解釈指針に、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。

#### 理由 1

実質的な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、派遣元と称す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、派遣元と称す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。

English follows Japanese for reference purposes only.

なお、改訂案の原則 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。

## 意見 2

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。  
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。

## 理由 2

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。

以上

## Reference English Translation

15 May 2026

Tokyo Stock Exchange, Inc.  
Listing Department

### **Re: Comments on “Revisions to the Corporate Governance Code and Relevant Listing Rule”**

Dear Sir or Madam,

Nanahoshi Management Ltd. (“we” or “our firm”) has filed a notification under the Financial Instruments and Exchange Act as an operator of Specially Permitted Business for Qualified Institutional Investors, etc. Through the management of investment funds and investments made with our own capital, we invest in Japanese equities and engage with portfolio companies.

We respectfully submit the following comments.

#### **Comment 1**

We respectfully request that the following provision be added to the Interpretive Guidance of Principle 1.1.

Where a listed company has a founding-family shareholder or other specific shareholder that holds dominant voting rights or exerts substantial influence, dialogue with minority shareholders should be conducted by directors nominated by such shareholder, in addition to independent outside directors. For this purpose, “such shareholder” includes a shareholder that does not formally qualify as a controlling shareholder but that substantively holds dominant voting rights or exerts substantial influence.

#### **Reasons for Comment 1**

At a listed company where a shareholder holds substantive controlling influence, there is a concern that the management will act with strong regard to that shareholder's intentions, and a structural conflict of interest may arise between the management and such shareholder on the one hand and minority shareholders on the other. At such companies, the role of independent outside directors in representing the interests of minority shareholders from a standpoint independent of the management and such shareholder is particularly important, because dialogue conducted by the management cannot readily be regarded as dialogue from a position independent of the influence of such shareholder.

Furthermore, a director nominated by such shareholder also bears a duty to advance the business in the interests of shareholders' value as a whole, including minority shareholders, rather than the interests of the shareholder that nominated them. Accordingly, because a director nominated by such shareholder is themselves a party to the conflict of interest, they should owe direct accountability to minority shareholders regarding the relationship between the interests of the shareholder that

nominated them and the interests of minority shareholders, and they are not in a position to absent themselves from the forum of dialogue.

Dialogue with minority shareholders at such companies is therefore a paradigm case of the situation in which outside directors should engage in dialogue as recognised by the Interpretive Guidance of Principle 1.1, and directors nominated by such shareholder should likewise be included as participants in such dialogue.

We note that the Interpretive Guidance of Principle 4.10 in the proposed revisions states that 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 that Principle. However, that provision is principally concerned with securing the number of independent outside directors, and we consider that the role of independent outside directors at such companies—particularly in the context of dialogue with minority shareholders and the oversight function in conflict-of-interest situations—is not made sufficiently clear. We therefore consider that the dialogue-related role of independent outside directors at such companies should also be expressly stated in the Interpretive Guidance of Principle 1.1.

## **Comment 2**

We respectfully request that a provision to the following effect be added at the end of Principle 4.1.

Where the board does not publish a mid-term business plan, it should explain the reasons therefor to shareholders.

## **Reasons for Comment 2**

Under the proposed revisions, the provisions relating to mid-term business plans have been moved into the Interpretive Guidance of Principle 4.1 and removed from the scope of comply-or-explain. As a result, the board is able to choose not to publish a mid-term business plan without being required to explain the reasons for that choice to shareholders. To withhold even the reasons for not disclosing concrete medium- to long-term targets amounts to nothing less than a renunciation of management's accountability, and the proposed revision is, in our view, a loosening of managerial discipline.

Yours faithfully,

Satoru Matsushashi  
Founder and CEO  
Nanahoshi Management Ltd.