

2025 年 6 月 24 日 全 6 頁

CG コードの見直しで会社の現預金保有に焦点

現預金の必要以上の積み増しについて検証・説明責任の明確化を検討

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 2021 年の改訂以降、改革の進捗状況を踏まえて適時に検討を行うとしていたコーポレートガバナンス・コードで改訂に向けた動きが出てきた。金融庁からいくつかのポイントが示されたが、注目は現預金を含めた経営資源の配分への言及である。
- 日本企業の現預金残高の増加は広く知られており、現預金の必要以上の積み増しについて、検証・説明責任の明確化の検討がコード改訂の俎上に載っている。
- 機関投資家も議決権行使基準の中で会社側のキャッシュの使途に触れている。上場会社も東京証券取引所が要請した「資本コストや株価を意識した経営」を踏まえて、大型株だけではなく、中小型株でもキャッシュの使途の検討が進んでいるが、こうした検討がさらに加速すると予想される。

形式から実質を求める施策

金融庁で「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）が行われ、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024 のフォローアップと今後の方向性について（案）」（CG 改革 2024 フォローアップ（案））が公表された。

コーポレートガバナンス・コード（CG コード）が 2015 年に策定されてから¹、上場会社の多くは政策保有株式に関する方針の開示、独立社外取締役の増員など、CG コードに即した取り組みを実施してきた。しかし、形式的な対応に留まるとされ、コーポレートガバナンス改革の実質化が求められてきた。2024 年には「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」が公表され、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て、方向性が示された。

今回公表された CG 改革 2024 フォローアップ（案）では、2024 年公表のアクション・プログ

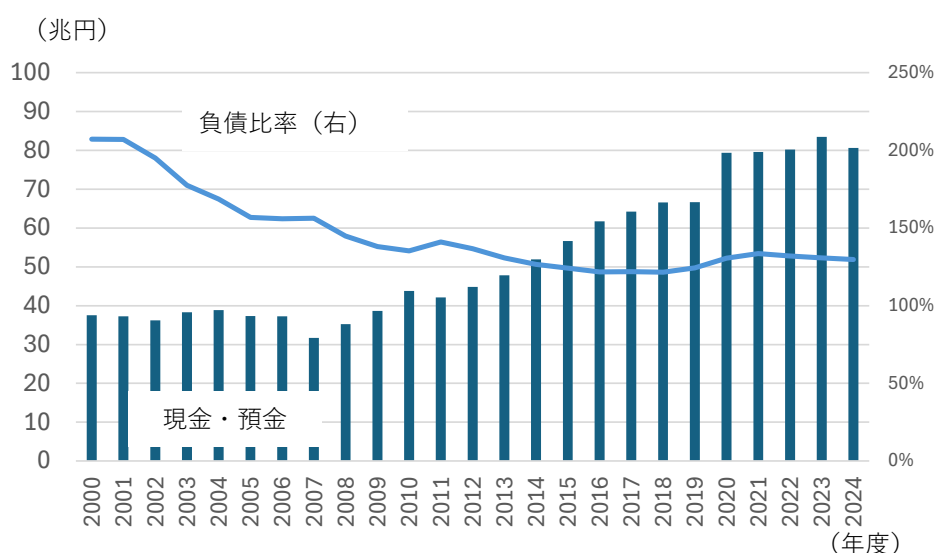
¹ CG コードは 2021 年まで 3 年に 1 回のペースで定期的に改訂されてきたが、それ以降はコーポレートガバナンス改革の実質化の観点から、進捗状況を踏まえて適時に検討することになった。

ラムを継続し、改革の実質化を目指しつつ、対話の促進に寄与する施策の推進が示された。その内容は①稼ぐ力の向上、②情報開示の充実・投資家との対話促進、③取締役会等の機能強化、④政策保有株式・大量保有報告制度・親子上場等を含む市場環境上の課題の解決、⑤サステナビリティを意識した経営である。本稿では、①稼ぐ力の向上に焦点を置き、内容を概説する。

重要視される経営資源配分の在り方

図表 1 にあるように、日本企業の負債比率は低下し、現預金は増加している。不特定多数の投資家から資金調達している上場会社は、企業価値向上に向けて適切な資源配分を検討すべきとの問題意識は広く共有されている。単なる現預金の保有は利益を生まないため、企業価値を高める使用方法が注目される。また、株主総会で信任を得るためにも、企業価値を向上させることは必須でもある。

図表 1 日本企業の現預金と負債比率



(注) 全産業（除く金融保険業）、資本金 10 億円以上。

(出所) 財務省より大和総研作成

CG 改革 2024 フォローアップ（案）では、経営資源の最適な配分に向けて、以下の点に留意して CG コードの見直し等の検討が提案された。

(ア) 経営資源の配分先には、設備投資・研究開発投資・地方拠点の整備等・スタートアップ等を含む成長投資、人的資本や知的財産への投資等、様々な投資先が考えられ、これらの多様な投資機会があることを認識することが重要である。

このうち、知的財産等の無形資産への投資については、コーポレートガバナンス・コードと整合的な取組の促進に向け、引き続き関係機関との連携や事例の共有を進める。

また、人的資本への投資に関する開示を充実させる観点から、有価証券報告書における従業員給与・報酬に関する記載事項を集約するとともに、新たに企業戦略と関連付けた

人材戦略や従業員給与・報酬の決定に関する方針、従業員給与の平均額の前年比増減率等の開示を求める。

(イ) 上記の経営資源の配分に関し、現状の資源配分が適切かを不断に検証しているか、例えば現預金を必要以上に積み増していないか（cash hoarding 問題）の検証・説明責任の明確化を検討する。

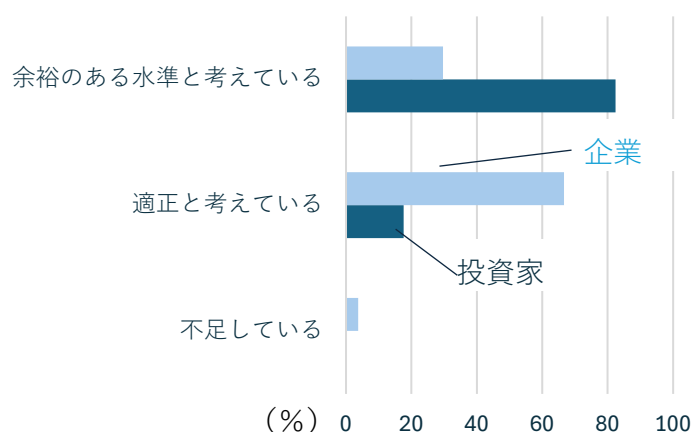
これらによって、自社の経営戦略に合わせて、取締役会による実効的な監督や会社によるさらなる開示につながることは、企業に対する投資家の解像度を上げることになり、企業価値向上に向けて有意義である。

もっとも、既に、CG コード原則 5-2 は「(前略) 事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む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、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。」とされている。この原則に丁寧に対応すれば、特に上述 (イ) のような指摘はなさそうであるが、会社側の対応が形式的に留まるからこそ、このような指摘が出てくると想像される。

機関投資家の考え

上場会社と機関投資家が回答した生命保険協会によるアンケートでは、会社は自社の手元資金の水準を適正と考えている割合が高い一方で、機関投資家は余裕のある水準と考える割合が高く、認識の大きなズレが示されている（図表 2）。

図表 2 手元資金に対する認識



(注) 2024 年度のデータ。

(出所) 生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」(2025 年 4 月) より大和総研作成

会社と機関投資家の対話などの中で、ズレを解消させていくことが考えられるが、会社が保有する現預金や今後稼ぐキャッシュなどの用途を示すキャピタルアロケーションの開示は対話の材料として有意義である。株主総会における議決権行使基準の中でキャピタルアロケーション

を求める機関投資家もいるし、キャッシュリッチ企業に対する行使基準を設定する機関投資家は多い²。

では、キャッシュの使い道として期待されるものは何か。一定程度は運転資本や危機に備えた貯えも想定されるが、成長投資、株主還元、有利子負債の返済が使途としては一般的である。配分の最適解は会社の成長ステージ、財務状況によって異なる。また、機関投資家の投資期間によっても期待されるアクションは異なる印象がある。

ただ、どの会社にも共通して期待されることは株主還元の強化であろう。その点では、継続的に実施される原資があるかどうか、がポイントになる。保有する現預金、遊休不動産の売却、政策保有株式の売却で得た資金による還元は整理合理化が終われば、その原資はいつか尽きてしまうから³、成長投資によるリターンで得られた継続的な還元が期待される。成長投資の重要性は極めて高いと言ってよい。

会社の動向

東京証券取引所（東証）が2023年3月に公表した「資本コストや株価を意識した経営」では、資本コスト・資本収益性を意識した経営資源の配分が重要視された。これに伴い、時価総額の大きな会社のみならず、中小型の会社でも現預金や自己資本比率のあるべき水準を示したり、キャピタルアロケーションなどの資源配分の在り方を開示したりするようになってきた。まだ開示していないが、検討を進める会社もある。東証が公表している「投資者の目線とギャップのある事例」のレベル2ギャップ事例②「目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない」でも指摘されている内容である。

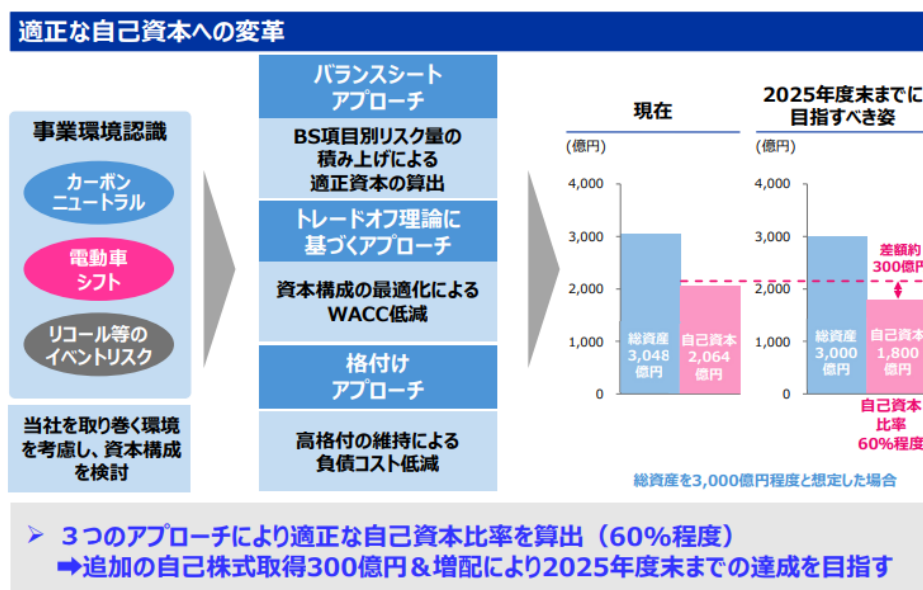
会社によって検討方法は様々である。例えば、プライム市場上場の自動車部品会社であるエクセディは株主資本コストを下回る ROE の改善を検討する中で、カーボンニュートラル、電動車へのシフト、リコール等のイベントリスクを踏まえて、最適資本構成の追求を打ち出した（図表3）。バランスシートの項目別にリスク量を積み上げて適正資本を算出するバランスシートアプローチ、資本構成の最適化による WACC（加重平均資本コスト）低減を企図したトレードオフ理論に基づくアプローチ、債券における高格付けの維持による負債コスト低減を考慮した格付けアプローチの3つによって、適正な自己資本比率を60%程度と算出し、追加の株主還元を決定

² 三菱UFJアセットマネジメントは「議決権行使基準（国内）の見直しについて」（2025年2月28日）の中で、「持続的企業価値向上のため、成長投資を含めた適切なキャピタルアロケーション戦略を求めます。」として、「（中略）余剰に内部留保を行うことは問題だと考え、キャッシュリッチ企業において、豊富なキャッシュの使途が確認できない場合は、説明責任を果たしていないとして、代表取締役の選任に反対します。」としている。大和アセットマネジメントは「議決権の行使に関する方針（国内株式）」（2025年6月1日適用）で、除外規定はあるものの、「豊富な株主資本または現金資産を持ちながら株主資本の有効活用が不十分と判断した企業であって、株主還元や資金の使途等の観点で合理的な対応策を示していない企業の、取締役在任期間が3期以上の、代表取締役（または代表執行役）である再任候補者。」に反対するとしている。

³ なお、東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営について」（2023年3月31日）では、「（中略）自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません」とされている。

した。

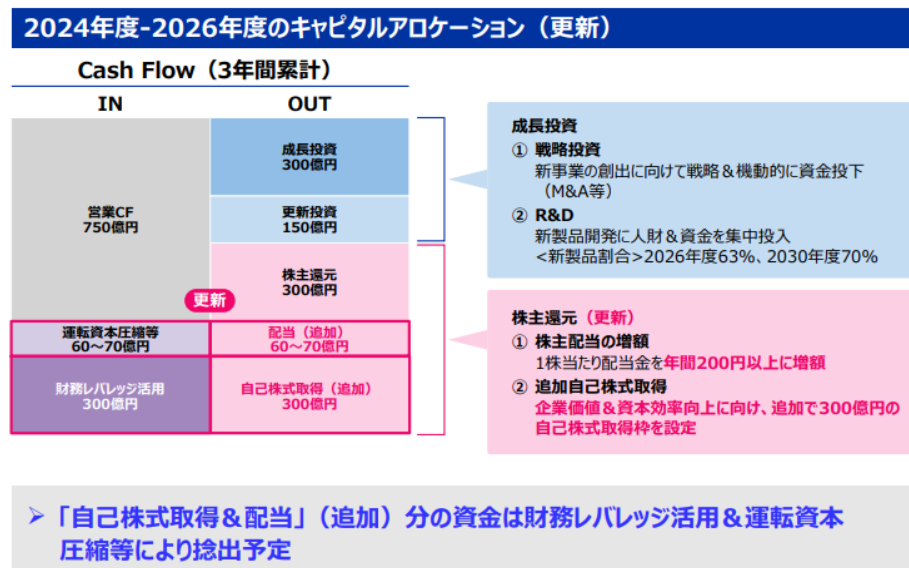
図表3 エクセディの最適な資本構成に関する検討方法



（出所）エクセディ「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（2024年10月30日）

キャピタルアロケーションでは今後稼ぐ営業キャッシュフロー、運転資本圧縮等、財務レバレッジの活用を原資として、新事業の創出や研究開発投資を含めた成長投資・更新投資、株主還元を用途としている（図表4）。

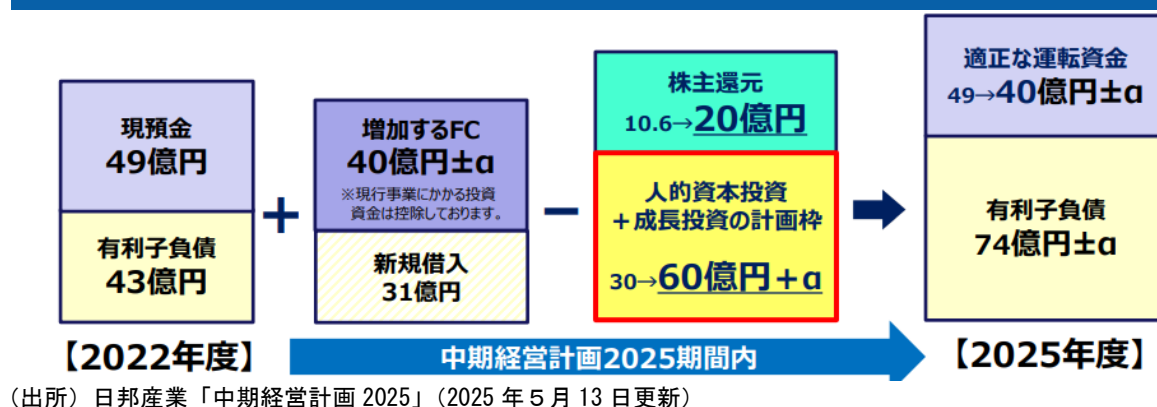
図表4 エクセディのキャピタルアロケーション



（出所）エクセディ「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（2024年10月30日）

スタンダード市場に上場する卸売業の日邦産業はあるべき運転資金や有利子負債を示すとともに、株主還元や成長投資へのキャッシュの配分を具体的に示している（図表5）。

図表5 日邦産業の資本・負債のあり方



キャピタルアロケーションでは営業キャッシュフローに余剰資金と借入金を加えたものを原資として、成長投資、維持・更新投資、株主還元を使用する。成長投資の資金は、現行事業の強化に加え、新事業の基盤づくり、研究開発投資、能力増強・自動化、人的資本投資を活用される(図表6)。

図表6 日邦産業のキャピタルアロケーション



終わりに

CG 改革 2024 フォローアップ (案) の内容が、今後どのように議論が行われ、CG コードに盛り込まれるかは現時点では定かではない。上述したように、現行の CG コードでも経営資源の配分に関連する内容があるため、例えば、その部分に「現預金の積み増しについての検証・説明責任の明確化」という文言を加えてより具体化することが考えられる。CG コードは Comply or Explain、すなわち原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明することになる。上場会社は自社の成長戦略、財務状況などに加えて、機関投資家の期待も踏まえて、現預金などのあるべき水準を考えることになり、上場会社によるこうした動きは加速するだろう。今後の CG コード改訂の動きに注目したい。