

2025 年 11 月 7 日 全 4 頁

CG コードでの現預金保有の検証に対する上場会社の懸念

一見対立しているようだが、通底する投資家と会社側の意見

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- コーポレートガバナンス・コード（CG コード）の改訂議論では、会社が保有する現預金が投資等に有効活用できているかどうかの検証・説明責任の明確化が挙げられている。投資家側はこの内容を支持する姿勢を示した。
- 一方、現預金の保有が否定される風潮にならないよう、慎重な議論が必要だとする意見が会社側から出された。もっとも、キャピタルアロケーションの作成・開示は経営陣の仕事との認識を示しており、投資家と会社の根本的な認識は通底しているように感じられる。
- 今後の議論のスケジュールは公表されていないが、以前の改訂の流れと同様であれば、2026 年 6 月に CG コードが改訂され、新たなコードへの会社側の対応は 2026 年 12 月末までと予想される。

CG コード改訂議論の開始

コーポレートガバナンス・コード（CG コード）の改訂議論が金融庁「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）で始まった。「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」（アクション・プログラム）で示された、①コードのスリム化／プリンシプル化、②多様な投資機会を認識した上での経営資源の配分の検証、③有価証券報告書の定時株主総会前の開示、④取締役会事務局の機能強化が議論の対象である。本稿では市場関係者から注目される②の議論を概観する。

警戒感が持たれる現預金の検証・説明責任の明確化

アクション・プログラムでは、CG コードの見直しに関する検討の中で、設備投資、研究開発

投資、人的資本投資など多様な投資機会を認識することの重要性が示され、その上で企業の現状の資源配分が適切かを不断に検証することが示されている。例示として、現預金を投資等に有効活用できているかどうかの検証・説明責任の明確化が挙げられている¹。

経営資源の配分については、東京証券取引所（東証）が2023年3月に要請した「資本コストや株価を意識した経営」で触れており、現在のCGコードでも原則4-2取締役会の役割・責務（2）の補充原則4-2②、原則5-2経営戦略や経営計画の策定・公表で記述があり、新しい話でもない。会社ではヒト、モノ、カネの投下方法や配分を常に検討しながら、事業運営が行われているはずである。

ただし、例示ではあるものの、現預金という言葉を実際立たせる形でCGコードに入れることは、物言う投資家であるアクティビストの活動が活発化する中において会社に警戒感を抱かせている。また、CGコードは東証の有価証券上場規程の企業行動規範の遵守すべき事項においてコンプライまたはエクスプレインする（遵守する、もしくは遵守しない場合は理由を説明）ことが定められており、「資本コストや株価を意識した経営」で行われた要請とは位置付けや重要性は異なる。

一見異なるが、通底する有識者の意見

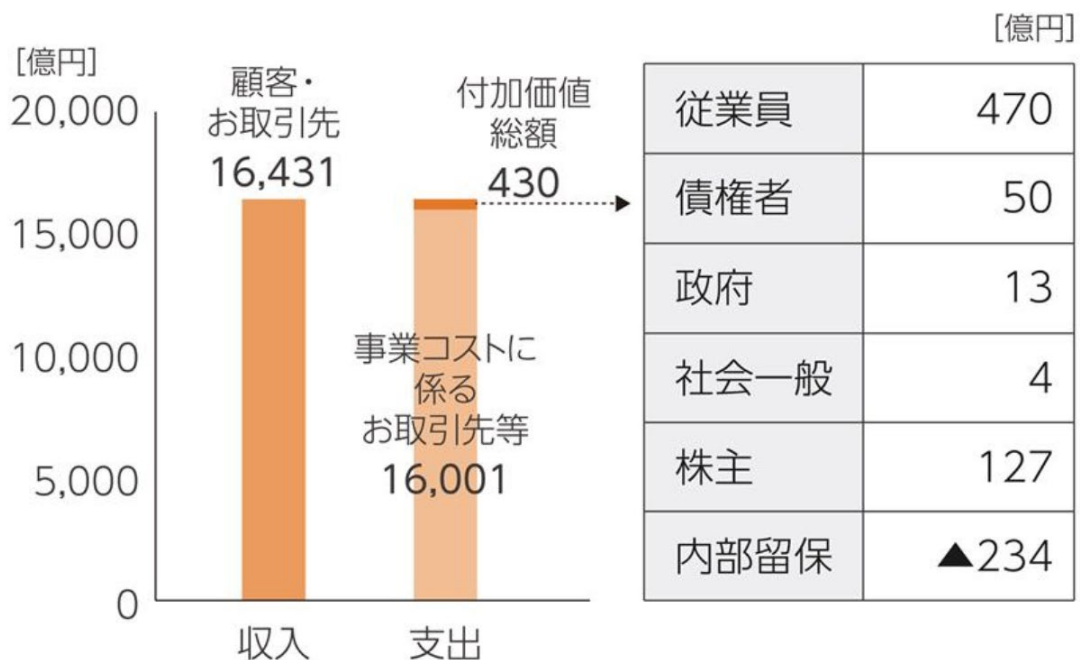
投資家、会社、研究者などで構成される有識者会議では、投資家からアクション・プログラムを支持する姿勢が示された。多くの投資家は最適な資本構成と有効な資本活用を求めており、株主還元だけを望んでいるわけではないとされた。取締役会が成長に向けた投資をモニタリングし、その上で株主との対話で説明責任を果たしていくことが期待されているという。現預金を投資等に有効活用できているかどうかの検証・説明責任には計画と実績が乖離した場合の対応も求めるという発言もあった。

一方で、会社から現預金の保有が否定される風潮にならないように慎重な議論が必要という声や、経営資源の配分が形式的にCGコードへ盛り込まれると短期的な資本効率を意識せざるを得ないという声があった。おそらく、アクティビストを含めたショートターミズム的な考え方を持つ投資家が、巨額の株主還元を提案していることなどを念頭においた発言であると思われる。適切に議論を行わなければ、そういった投資家をますます勢いづかせることになりかねず、牽制の意味合いもあろう。筆者が会社と議論した際には貸借対照表上に現預金が積みあがっているように見えるが、外国から還流させることが難しかったり、一方で現預金の使途をコミットすることを避けたいという本音も聞かれたりした。また、老朽化した設備の更新投資用に現預金を貯めているとする発言もあった。有識者会議でも、会社の経営陣が機会やリスクを十分に認識して検討・実行するにはリードタイムが必要なことや開示可能なタイミングがある点が示された。

¹ 詳細は[神尾篤史「CGコードの見直しで会社の現預金保有に焦点」（大和総研レポート、2025年6月24日）](#)を参照。

現預金の使途に限定するのではなく、中長期の時間軸を踏まえた多様なステークホルダーへの付加価値の分配を考えるべきという研究者の意見もあった。イメージがなかなか難しいが、おそらく、三菱マテリアルが開示するステークホルダーへの経済的価値配分が該当するのではないか。図表は三菱マテリアルの顧客・取引先からの収入から取引先への支出である事業コストを差し引いた付加価値総額を示したものである。なお、この事業コストには減価償却費や研究開発費が含まれる一般管理費が計上されており、中長期での投資の要素も勘案されている。2024 年度に創出された付加価値総額は 430 億円になり、従業員への人件費、債権者への支払利息、政府への税金、社会一般への寄付金等、株主への支払配当金、内部留保で構成される。会社が事業によって生み出した付加価値を、株主だけではなく、ステークホルダーに分配した金額が可視化されている。

図表 三菱マテリアル ステークホルダーへの経済的価値配分



(出所) 三菱マテリアル「ステークホルダーへの経済的価値配分」

こうした様々な意見があるが、会社側もキャピタルアロケーションを作成して、ステークホルダーに開示すること、そして投資の有効性を検証して次のアクションに反映させることは経営陣の仕事という認識を示している。会社の持続的な成長と中長期の企業価値の向上に資するCG コードが期待されている。投資家側と会社側で異なっているように見えるが、根本的な認識は通底しているように感じられる。

終わりに

今後どのようなスケジュールで会議が進められ、いつCG コードが改訂されるかは明らかにさ

れていない。報道によれば改訂は 2026 年半ばとされており²、これまでの制定と改訂の時期を踏まえると 6 月になると推測される。その場合、2018 年改訂時を参考にすると、新たな CG コードへの会社側の対応は 2026 年 12 月末までと想定される³。

上述したように、投資家側と会社側に通底した部分が見受けられることから、現預金という言葉を実際立たせることを避けるかもしれないが、アクション・プログラムの趣旨から大幅な修正はないと筆者は予想している。機関投資家の議決権行使基準にはすでにキャッシュリッチ企業に対する基準が設定されていることが多い。

実は、高市首相も昨年の総裁選時に CG コードを改訂して、「内部留保の使い道を明示することで、従業員の給料アップや投資促進をしたことがオープンになった方がいい」⁴と発言している。内部留保と現預金では内容に差異はあるものの、投資などへの使途の明示を期待している。この点を踏まえれば、見直しは着実に進むと予想される。

² 日本経済新聞 電子版「崩せるか現預金 100 兆円の山 統治指針見直しへ、高市氏も関心」（2025 年 10 月 21 日）参照。

³ 2021 年の 2 回目の改訂時は東証の市場再編を控え、プライム市場に上場する会社のみにも適用されるものとそれ以外のものがあり、それぞれ求められる対応時期が異なった。

⁴ 日本経済新聞 電子版「高市早苗氏、内部留保使途明示を訴え 企業原則改定で」（2024 年 9 月 19 日）参照。
