

2026年3月18日 全4頁

CGコード改訂案に揺れる「現預金」の位置付け

機関投資家と上場会社で認識のズレが露呈

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 金融庁から公表されたコーポレートガバナンス・コード改訂案では、「現預金を投資等に有効活用できているか、不断に検証すべき」が原則4—2「解釈指針」に組み込まれた。
- 「解釈指針」は「基本原則」「原則」とは異なり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象にはならない。しかし、「～すべき」のような規範性を持たせる表現で記載されているため、上場会社から修正すべきとの意見がある。
- また、「現預金」という文言を盛り込むことに肯定的な意見を持つ機関投資家と修正すべきとする上場会社で意見が大きく二分している状況である。機関投資家と上場会社の認識のズレが露呈しており、調整を図るのは簡単ではなさそうである。

機関投資家と上場会社の間で認識のズレが露呈

コーポレートガバナンス・コード（CGコード）の改訂を巡る動きが本格化してきた。2月下旬に行われた、金融庁に設置された「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）第2回ではCGコード改訂案¹が提示され、議論が行われた。筆者が注目してきた現預金の有効活用に関する検証・説明責任の明確化²は原則4—2の「解釈指針」に記された。初回の有識者会議では機関投資家がCGコードへの明記を求めた一方で、上場会社側は反対の意向を示してきた。今回の議論でもお互いの立場を主張する動きが目立ち、コードの文言に入るのかどうか着地点が見えない状況である。さらに、改訂案で新たな区分として導入された「解釈指針」の在り方・役割についても、機関投資家と上場会社の間で議論が生じてお

¹ 金融庁「コーポレートガバナンス・コード改訂案（クリーン版）」第2回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）資料3—2（2026年2月26日）。本稿2頁の原則4—2とその解釈指針は本資料による。

² [神尾篤史「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」（大和総研レポート、2025年11月7日）](#)を参照。

り、大きな認識のズレが露呈している。

「解釈指針」とは何か

金融庁が公表した改訂案の原則4-2は以下である。

【原則4-2. 取締役会の役割・責務（2）：適切なリスクテイクを支える環境整備】

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べきである。

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。

また、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。

現行のCGコード原則4-2を修正して、経営資源の配分について、取締役会で経営戦略などに基づいて適切かどうかの不断な検証が求められている。そして、「現預金」の文言が含まれる原則4-2の「解釈指針」が以下である。

【原則4-2 解釈指針】

…（中略）取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的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、現預金を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。（中略）…

この内容は、金融庁が初回の有識者会議で挙げたものに近く、上場会社が反対した内容である。もっとも、初回の会議では、コンプライ・オア・エクスプレイン(原則を実施するか、実施しない理由を説明する)の対象になるかもしれなかったが、その対象外である「解釈指針」に記載されたのは新しい動きである。では、改訂案はどのような構造で、新しく盛り込まれた「解釈指針」はどのような位置付けなのだろうか。

今回の改訂案は、上場会社が注力すべき点が明確になるようにCGコードのスリム化/プリンシプル化を目指したものである。コンプライ・オア・エクスプレインの対象が「基本原則」「原則」の2階層の28個となり、これまでの「基本原則」「原則」「補充原則」の3階層の83個から大幅に減少した(図表1)。もっとも、3つの原則・補充原則が1つに統合されるなど、見た目以上には上場会社の負担は減らなさそうである。なお、現行コードの「補充原則」は①

「原則」へ格上げ、②「解釈指針」への移行、③削除されたものに分かれる。

図表 1 CG コード改訂案の構造

現行(3階層)	改訂案(2階層)
基本原則 : 5個	基本原則 : 4個
考え方	解釈指針
原則 : 31個	原則 : 24個
補充原則 : 47個	解釈指針

①「原則」へ格上げ
②「解釈指針」へ移行
③削除

(出所) 金融庁「事務局説明資料」第2回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)資料1(2026年2月26日)より大和総研作成

新たに組み入れられた「解釈指針」は「基本原則」と「原則」に付随する形であるが、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外であり、補助的な位置付けとされている。もともと、原則を履行するためのベストプラクティスやグッドプラクティスが含まれており、原則と一体の扱いとされており、内容を参照することが考えられるとされる。また、原則4—2の「解釈指針」にも記述があるが、「解釈指針」には「～すべき」という文言が少なからずある。ともすると遵守が期待される意味合いにも読める。

有識者会議での議論

原則4—2「解釈指針」に対する有識者の議論を肯定派と修正派に分けて整理したものが図表2である。機関投資家を中心とした肯定派は、過大な現預金が資本効率を損なうことを課題視している。「現預金水準を試算・議論・開示すべき」と「解釈指針」の文言よりも、さらに踏み込んだ意見も見られた。一方で、上場会社を中心とした修正派は、様々な経営資源がある中で現預金のみを取り上げて検証・説明させることに拒否感が大きい。中長期的な視野で経営が必要であり、一部の投資家による短期主義的な投資行動への忌避がある。

図表 2 原則4—2「解釈指針」に対する有識者の意見(有識者会議第2回)

肯定派	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会が最適な現預金水準を試算・議論・開示すべき 過剰な現預金が資本効率を損なっていないかどうかを検証・開示すべき。現預金の用途は上場会社の責任で決定するため、その意思決定プロセスを開示 過大な現預金保有はアクティビストだけでなく、中長期の機関投資家にとっても大きな課題
修正派	<ul style="list-style-type: none"> 現預金のみを取り上げて検証・説明を推奨することは削除すべき。一部の投資家の要請による過度な株主還元を助長し、会社の持続的成長を阻害する可能性がある 様々な経営資源の有効活用を含めた不断な検証を行うことが重要という修文の検討を望む

(出所) 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」(令和7年度第2回)(2026年2月26日)より大和総研作成

「解釈指針」の位置付けについても議論が多い（図表3）。肯定派は「解釈指針」を必ず参照すべきと発言したり、原則と一体の扱いは重要と位置付けたりしている。また、「～すべき」は表現の問題としている。一方で、修正派は原則と一体の扱いは規範性を持つとの認識を示し、「～すべき」の表現を改めるべきとしている。

図表3 「解釈指針」の位置付けに対する有識者の意見（有識者会議第2回）

肯定派	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場会社は必ず「解釈指針」を参照 ・ 原則と一体の扱いは重要 ・ 「解釈指針」にある「～すべき」は表現の問題 	修正派	<ul style="list-style-type: none"> ・ 原則と一体の扱いは規範性を持つと受け取られかねない。削除すべき ・ 「～すべき」は表現を改める
------------	--	------------	--

（出所）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」（令和7年度第2回）（2026年2月26日）より大和総研作成

落としどころはどこか

肯定派と修正派で意見が大きく二分されているというのが有識者会議を視聴した筆者の印象である。もっとも上場会社の有識者から原則4—2「解釈指針」に理解を示す意見もあった。「現預金」の記載は気になるものの、実際に会社の実務に則した場合には、成長に向けて資産を効率的に使用する方向に読み替えられるだろうという見解である。また、長い期間の使用が想定されるCGコードは、明確な表現を用いた方が会社の判断を迷わせないとしている。

解釈指針にある「～すべき」は、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないとすれば、肯定派の指摘する表現の問題に過ぎないとの意見は妥当であろう。また、「解釈指針」が「基本原則」「原則」に付随する形式から見て、原則と一体の取り扱いでないという解釈へと変更するのは無理がありそうである。そう考えると、現状の改訂案に近いものがCGコードになるのではないか。CGコードの公表時に、金融庁や東京証券取引所が上場会社にCGコードの趣旨をしっかりとコミュニケーションすることが重要になりそうである。