

2026年4月16日 全4頁

企業が意識すべき CG コード改訂案のインプリケーション

「金融資産」「実物資産」がコードに入った意味

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）の改訂案が公表され、東京証券取引所（東証）でパブリック・コメントが開始された。東証は 2026 年 7 月を目途に制度改正を行う予定である。改訂コードに対応した上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書の提出期限は 2027 年 7 月末日である。
- 注目されるのは、現預金に加え、金融資産や実物資産といった経営資源についても、成長投資等に有効活用できているかを取締役会が不断に検証すべきとの文言が、解釈指針に新たに盛り込まれた点である。会社側の有識者の要望に応える形で、金融資産・実物資産の文言が加わったが、検証対象と説明責任の範囲が拡張され、取締役会の関与と判断の重みはむしろ高まった。
- 改訂案は、従来のキャッシュアウト中心の説明から、キャッシュインを含めた資本配分全体の合理性を問うものへと発展している。資産の入替や活用を通じた資本効率向上への投資家の期待は高まっており、説明責任の質が企業価値評価に直結する。

7月に上場規則を改正

2026年4月10日、コーポレートガバナンス・コード（CG コード）の改訂案が公表され、東京証券取引所（東証）でパブリック・コメントが開始された。パブリック・コメントは5月15日まで行われ、東証は7月を目途にCGコードの改訂を受けた上場制度の見直しを行う予定である。新たなCGコードに対応した上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書の提出期限は2027年7月末日である。これまでは制度改正から6か月後が提出期限であったが、今回は1年と大幅に長い準備期間が与えられた。

改訂案は基本原則（4個）、原則（26個）、解釈指針で構成され、現行コードの基本原則（5

個)、原則 (31 個)、補充原則 (47 個) から大幅に簡素化された¹。基本原則と原則がコンプライ・オア・エクスプレインの対象で、解釈指針はその対象ではない。なお、解釈指針はベストプラクティスやグッドプラクティスの1つとされている。上場会社は解釈指針の内容を参照しつつ対応することが期待される。しかし、各原則の趣旨・精神に沿った対応がなされれば、その具体的な実現手法は各会社に委ねられるとされる。

会社寄りに修正された？

改訂案において市場関係者の注目度が高いのは、以下の原則 4 - 2 解釈指針の文言である²。

「取締役会は… (中略) 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」

2025 年 10 月から「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」で改訂案の議論が行われていたが、当初の案文では「現預金」だけで、「金融資産」や「実物資産」の文言の記載はなかった。上場会社所属の有識者は、金融資産・実物資産など多様な経営資源が存在する中で、金融資産の一部である現預金のみを取り上げて検証させることに強く反論していた。中長期的な視野での経営が必要であり、一部の投資家による短期主義 (ショートターミズム) 的な投資行動への忌避が背景にあると思われる。これらが、金融資産・実物資産の文言が改訂案に入った理由と推測される。CG コード改訂の趣旨が書かれ、改訂案と同時に公表された「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」(趣旨紙) でも、現預金を含めた資産の保有が常に否定されるべきものではないと念押しされている。上場会社が現預金などの保有の必要性・合理性を説明することが重要である。

こうした経緯を踏まえると、形式的には上場会社の意向に沿う形で文言が修正されたようにも見える。しかし、上場会社は取締役会において現預金だけではなく、現預金以外の金融資産や実物資産も明示的に精査し、検証する必要性が出てきた。この点は、精査対象や説明責任の範囲を、上場会社自らが広げたと解釈することもできる。現預金の保有等の妥当性を執行側任せにするのではなく、取締役会自身が、どのような観点から検証しているのかが問われることになる。例えば、現預金においては、①日常的な事業運営に伴うキャッシュフローへの対応、②災害や地政学的リスクなどの不確実性への備え、③突発的に生じ得る投資機会への対応といった観点での検討が挙げられよう。最低限必要と考える水準の考え方を整理し、それが中長期的な経営戦略や資本コストと整合的かどうかを取締役会として検証する必要がある。

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な印象を受ける。

² 概要は神尾篤史「CG コード改訂案に揺れる「現預金」の位置付け」(大和総研レポート、2026年3月18日)を参照。

却って投資家の期待に沿った形に

現行コードでは、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等の経営資源の配分先の説明を求めてきたが（例えば、現行コード原則5-2）、その原資について踏み込んだ言及はなかった。言い換えれば、キャッシュアロケーションにおけるキャッシュアウトの在り方は問われていた一方で、現預金等がどのように保有されているかといった側面について、その精査や検証を求める文言は明示されていなかった。

これに対して改訂案では、現預金のみならず、金融資産・実物資産についても、それらが成長投資等に有効活用されているか否かを不断に検証すべき旨が明記された。これにより、非事業用資産や遊休資産を含めた経営資源全体の精査が、取締役会の検証事項として位置付けられたことになる。すなわち、広い意味でのキャッシュアロケーションの考え方がCGコードに取り込まれた格好である（図表）。これは、キャッシュアロケーションの最適配分を通じた企業価値の向上を重視する投資家が期待してきたものに他ならない。

図表 キャッシュアロケーションの例

キャッシュイン	キャッシュアウト
営業キャッシュフロー	成長投資・更新投資 (固定資産投資、研究開発投資、 人的資本投資、無形資産投資など)
現預金	
政策保有株式、遊休資産 など保有資産の売却資金	株主還元
外部資金 (有利子負債、エクイティ)	有利子負債返済

(出所) 大和総研作成

特に、筆者が議論してきた機関投資家には、現預金の最低水準の設定や政策保有株の売却の他に、上場会社が保有する不動産の精査を進める投資家が少なくなかった。物言う投資家として知られるアクティビストだけではなく、伝統的な機関投資家も含まれる。彼らは資本効率を向上させるために、資産規模を大きく変化させずに、現預金や遊休資産の低収益資産を高収益資産へと転換することを期待している。事業ポートフォリオと資産精査のセットで評価している。

ショートターミズムに牽制

趣旨紙では、持続的な成長と中長期的な企業価値創出には株主だけではなく、その他のステークホルダーとの協調が必要であるとされ、専ら株主還元 reliant など短期目線であるのではなく、成長投資等の取組みが期待されている。一見、株主還元と成長投資の二項対立のよう

に見えるが、あくまで資本配分の合理性の説明を求めていることに上場会社は留意すべきであろう。自社株買いや増配の株主還元は短期的な株価対策ではなく、投資機会と資本コストを踏まえた戦略的な判断としての説明が期待される。

終わりに

今回のCGコード改訂の最大の特徴は、従来の設備投資や研究開発投資といったキャッシュアウトを中心に整理されてきた資本配分の議論を、現預金・金融資産・実物資産を含む経営資源全体へと明確に拡張した点にある。すなわち、投資そのものを形式的に評価するのではなく、それらの前提となる経営資源の保有や活用について、取締役会がどのような判断を行っているのか、その判断の質を問うものと位置付けられる。

解釈指針はコンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないものの、その背景にある問題意識は投資家との対話において無視できない。上場会社においては、現預金を含む経営資源の保有や活用について、いかなる前提と考え方の下で意思決定を行っているのかを、取締役会として言語化し、継続的に説明していく姿勢が求められよう。