

2026 年 7 月 22 日 全 7 頁

ガバナンス・コード改訂のパブコメ注目点

解釈指針の位置づけ、保有現預金の検証等について解釈を示す

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- コーポレートガバナンス・コード第 3 次改訂が確定した。改訂に伴って実施されたパブリック・コメント（パブコメ）への回答「提出された意見とそれに対する考え方」（以下、パブコメ回答）も併せて公表された。①コードのスリム化の中での解釈指針の位置づけ、②経営資源（現預金等）の有効活用、③有価証券報告書の総会前開示、④取締役会等の機能強化が今回改訂の中心課題となっている。
- 「解釈指針」はコンプライ・オア・エクスプレインの対象外とされ当初案にあった「原則と一体」であるとの記述は削除されたものの、「～すべきである」といった表現は残されており、実務上は資産運用業者や議決権行使助言業者の評価基準として強い影響力を持つ可能性がある。
- 経営資源の活用に関する記述は、現預金だけを問題視する趣旨ではないことが明確化された。当初案の「現預金を投資等に有効活用できているか」という表現は、「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を有効活用できているか」へ修正され、成長投資だけでなく、リスクへの備えとしての現預金の保有なども合理性を認める旨が説明された。
- 有価証券報告書の株主総会 3 週間前開示については、現行制度下での実現の難しさが指摘されてきた。改訂 CG コード上では早期開示が望ましいとの考え方を維持しつつ、企業負担や法制度上の課題を踏まえ、法務省との連携による制度的検討を進める方針が示された。
- 取締役会事務局（コーポレートセクレタリー等）の機能強化が新たに明示された。「コーポレートセクレタリー」は参考的な表現にすぎず、専任部署や特定の役職設置を一律に求めるものではないことがパブコメ回答で確認された。

コーポレートガバナンス・コードの第3次改訂決定とパブコメ回答

金融庁および東京証券取引所（以下、東証）は、コーポレートガバナンス・コード改訂（以下、改訂 CG コード）を決定するとともに、改訂に際して募集していたパブリック・コメント（以下、パブコメ）に対する「提出された意見とそれに対する考え方」（以下、パブコメ回答）を公表した¹。CG コードの改訂は、金融庁に設けられた「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（令和7年度）」で3回の会合を経て取りまとめられ、2026年4月10日から5月15日まで、東証が窓口となって改訂案に対するコメントを募集していた。パブコメ回答は、目次やコメント提出者リストを含めて450ページ以上あり、投資家や上場企業からの関心が高かったことが窺われる。

上場企業のガバナンスの形を決めるCGコードは2015年に策定され、18年と21年の改訂を経て今回で3回目の改訂だ。策定から11年、前回の改訂からは5年が経過し、社会の変化を織り込んだ相当大きな改訂となっている。

有識者会議の第2回会合（2026年2月26日）で、改訂の素案（以下、当初案）が示された。当初案について有識者会議のメンバーの間で様々な意見が交わされ、いくつかの点で修正が加えられた。当初案と改訂CGコードの相違点は、メンバー間の意見の違いが浮き彫りになるところであり、今回のCGコードの改訂における注目点でもある。本稿では、①解釈指針が原則と一体のものだという記述を削除、②保有資産の検証が現預金のみを対象としていると誤解されないよう修文、③有価証券報告書の3週間前開示の法制度的な課題についての追記、④取締役会事務局の機能強化におけるコーポレートセクレタリーの規程、の4点を取り上げる。この4点は、パブコメでも多くのコメントが寄せられている。コメントは、賛否を表明するだけでなく、改訂CGコードの内容で明確さが欠ける点を問うものも少なくなかった。本稿では、2月の当初案から修正された箇所を中心に、この4点についてパブコメ回答の注目点を紹介する。

「解釈指針」の位置づけ

改訂前コードは、「基本原則」5個、「原則」31個、「補充原則」47個であり、そのすべてがコンプライ・オア・エクスプレインの対象であったが、改訂CGコードはコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる基本原則4個、原則26個のほか、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外である「解釈指針」が設けられた。「補充原則」の多くが「解釈指針」に移行したことによって、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる基本原則、原則の数だけを見ると大幅に減少したかのように見える。当初案では、解釈指針は、「原則と一体であり、本コードの一部をなすものである」と記されていた。コンプライ・オア・エクスプレインの対象である「原則」と、対象外の「解釈指針」が一体であるとする記述を整合的に理解することは難しく、また解釈指針が実質的に原則化する懸念がメンバーからは示されていた。そこで、図表

¹東京証券取引所 コーポレートガバナンス・コードの改訂について「[提出された意見とそれに対する考え方](#)」（2026年7月21日）

1 のように一体であるという記述が削除された。

図表 1 「解釈指針」に関するパブコメ回答

改訂 CG コード		当初案
これらの「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が、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる。（以下省略）	 （太字下線部削除）	これらの「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が、各原則についての実質的な対応を支援する役割を担うものであり、当該原則の背景となる考え方、目的のほか、当該原則を履行するための最良の手法（いわゆるベストプラクティス）や優れた手法（いわゆるグッドプラクティス）の一つと考えられる方策も含まれる。 <u>解釈指針はこのような意味で原則と一体であり、本コードの一部をなすものである。</u> （以下省略）
コメント	パブコメ回答	
➤ 解釈指針の文章を読むと、例えば、「…が考えられる」、「適切と考えられる」や「重要と考えられる」で終わっている解釈指針的な表現と、「すべきである」や「説明を行うべきである」といった原則と区別がつきにくい表現が混在する。（以下略）（77） ➤ 解釈指針において、「すべき」との表現を用いることに反対する。例えば、「望ましい」や「例えば…を行うことが考えられる」などの表現に弱められたい。（以下略）（78） ➤ 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としている点に賛同するが、そうであれば、「解釈指針」において「●●すべきである」「●●する必要がある」との表現はできる限り避けるべきではないか。（以下略）（79） ➤ （…省略…）よって、解釈指針は、全面的に表現を見直したうえで、コード全体の「スリム化」の観点から、可能な限り簡素化すべきである。（81）	（…省略…）本改訂においてコンプライ・オア・エクスプレインの対象から外れ解釈指針に移管された記載について、本改訂後にはその重要性が失われたと考えることは適切ではない旨は序文においても明記していますが、そのような記載について、文末表現を変更することにより、本改訂前に本コードが示していた内容が緩和されたと理解されることを避ける観点から、改訂前コードにおいて原則又は補充原則であった記載のうち解釈指針に移管したものについては、原則として、改訂前コードにおける「べきである」との文末表現を維持しています。（77～82）	

（注）カッコ内はパブコメの番号

（出所）改訂 CG コード（金融庁および東京証券取引所）、当初案（有識者会議）、脚注 1 資料より大和総研作成

しかし、解釈指針自体は残されている。解釈指針は、「…すべきである」とその記述が多くあるため、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外であるとはいえ、実際には資産運用業者や議決権行使助言業者がチェックリストとして利用し、解釈指針の水準に達しない上場企業には、企業ガバナンスの問題があるかのように理解される恐れがある。こうした懸念はパブコメでも指摘されているが、パブコメ回答では、内容が緩和されたと理解されることを避ける観点から、改訂前コードの表現（「…すべきである」）を維持したとの回答だった。

経営資源の有効活用

日本企業が有する現預金は長期間にわたり増加傾向が継続している等、持続的な成長の実現に向けた経営資源の適切な配分に関する取り組みが必ずしも十分でないとの指摘があったことから、現預金を投資等に有効活用できているかの検証を求める趣旨が当初案に記された。これに対して、有識者会議メンバーの間には、現預金の保有の合理性が否定されないように慎重な検討が必要であることや、現預金に限って検証を求めることへの疑問が出された。剰余金配当など株主還元に充当すべきというアクティビストファンド等からの要求が強まる中で、文言として現預金に焦点を当てることは、過度な要求をさらに強めるのではないかと懸念を必ずしも払拭しきれないと感じられる。こうした意見を受けて、改訂案では、現預金のみに関心が向かないよう修正された。これに加えてパブコメ回答では、この点を「適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられる」と説明している。

図表 2 「経営資源の有効活用」に関するパブコメ回答

改訂 CG コード		当初案
取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な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。	 (太字下線部修文)	取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な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、 <u>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。</u>
コメント	パブコメ回答	
➤ (…省略…)この観点から、株主還元も非常に重要であるとともに、成長投資のみならず、地政学リスクをはじめとするリスクへの備えとして一定水準の現預金等を保有することも不可欠、と考えております。(以下略)(457)	(…省略…)経営資源の配分に当たっては、多様な投資先や株主還元も含めた資源配分戦略を検討する必要がある旨、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられる旨が、パブコメ案及び改訂版コードと同時に当取引所及び金融庁より公表した「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」に記載されています。(以下略)(457～458)	
➤ (…省略…)現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源は成長投資のためだけの経営資源ではない。リスクマネジメント(ERM)の一環として不測の事態に備えるための経営資源でもある。(以下略)(458)	(…省略…)他方で、現預金等の金融資産や実物資産等を保有することは常に否定されるべきものではなく、会社が保有の必要性・合理性を説明できる限りにおいて、適正な水準の現預金等を保有することも経営資源の配分の一環として考えられます。(459～461)	
➤ (…省略…)一時的な現預金等の積み上げのみを一部の投資家に糾弾され、結果として実施予定であった成長投資を放棄して短期主義的な株主還元を実施せざるを得なくなるといった事態は、未然に防ぐ必要がある。(以下略)(460)		

(注) カッコ内はパブコメの番号

(出所) 改訂 CG コード(金融庁および東京証券取引所)、当初案(有識者会議)、脚注1 資料より大和総研作成

有価証券報告書の株主総会 3 週間前開示

当初案も改訂 CG コードも原則 1－2 解釈指針で、有価証券報告書は、「本来、株主総会開催日の 3 週間以上前に提出されることが最も望ましいと考えられる」と記されているが、現在の実務では、これは困難であるとの意見が有識者会議でメンバーからは出されていた。そこで、前文である「コーポレートガバナンス・コードについて」の末尾に「2026 年改訂を踏まえた当面の留意事項」が新設され、「3 週間以上前の開示は必ずしも容易ではない」旨の記述と、法制度的な検討を進めていくことが追記された。

図表 3 有価証券報告書の株主総会前開示に関するパブコメ回答

改訂 CG コード		当初案
「2026 年改訂を踏まえた当面の留意事項」 (…省略…)金融庁は、企業負担も考慮し、現行法制下で一般化している実務運用からすると株主総会開催日の 3 週間以上前の開示は必ずしも容易ではないとの認識の下、法務省とも連携しつつ、法制審議会において議論されている有価証券報告書と事業報告等の一本化・会社法上の監査と金融商品取引法上の監査の一元化や、有価証券報告書の記載事項の整理といった制度的な検討も並行して進める。	←	改訂 CG コードの「2026 年改訂を踏まえた当面の留意事項」における有価証券報告書の株主総会 3 週間以上前開示の制度的課題については、当初案では設けられていなかった。
コメント		パブコメ回答
➤ (…省略…)しかし、現状の株主総会に関する法制度や実務を前提としたまま「有価証券報告書の株主総会 3 週間前開示」だけを推し進めることは、さまざまな弊害も懸念されるところです。(以下略)(206) ➤ (…省略…)制度整備が行われ、実務上も 3 週間前提出への対応が可能となった段階で進めるべきであり、現時点で本年度の改訂コードに記載することは適切ではないと考えます。(以下略)(209) ➤ (…省略…)有価証券報告書の株主総会前開示の検討に際しては、形式的に開示書面を一本化することに留めることや、株主総会の後ろ倒しも含めて会社に負担をかけることを制度として先行させるのではなく、会社の負担軽減もあわせて検討される必要がある(以下略)。(211) ➤ 独立したコンプライ・オア・エクスプレインの対象とならない解釈指針とはいえ、「本来、株主総会開催日の 3 週間以上前に提出されることが最も望ましいと考えられる。そのため、株主総会開催日や議決権行使に係る基準日を従前の慣行に基づく時期から後ろ倒しすることも含めて検討する」は言い過ぎではないか。株主・投資家から総会の議決権行使にあたって 3 週間以上前の有報開示が最も望ましいとの要望は、エンゲージメントにおいては聴取できておらず、少数意見との認識である。(以下略)(215)		(…省略…)上記のとおり有価証券報告書の全体を早期に開示することが望ましいと考えられるものの、有価証券報告書の株主総会前開示が困難であるなどの理由により株主総会における権利行使に係る適切な環境整備が不十分であると考える場合には、エクスプレインを選択すべきと考えられます。この場合においては、自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう当該原則の趣旨・精神に照らして工夫し丁寧に説明することが望まれます。(以下略)(203～222)

(注) カッコ内はパブコメの番号

(出所) 改訂 CG コード(金融庁および東京証券取引所)、当初案(有識者会議)、脚注 1 資料より大和総研作成

「3週間以上前に提出されることが最も望ましい」との記述は解釈指針であり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外だ。3週間以上前に提出していなかったとしても、その理由を説明する必要はないはずだ。しかし、パブコメでは、「有価証券報告書の株主総会前の開示が困難であるなどの理由により株主総会における権利行使に係る適切な環境整備が不十分であると考えられる場合には、エクスプレインを選択すべきと考えられます」と記されている。

取締役会事務局の機能強化

「取締役会等の機能強化」も、今回の改訂の主要課題の一つだ。改訂 CG コードの原則4-14 解釈指針では、取締役会の運営を支える部署である取締役会事務局の役割に関する説明を追加している（図表4）。改訂前コードでは、取締役会事務局については全く言及がなかった。

図表 4 取締役会事務局機能強化（「コーポレートセクレタリー等」）に関するパブコメ回答

改訂 CG コード		当初案
【原則4-14 解釈指針】 (…省略…)取締役会の審議の活性化を図り、また、社外を含めた取締役・監査役への情報提供を含めた支援を適確に行うためには、取締役会を支える部署であるいわゆる取締役会事務局(コーポレートセクレタリー等)の機能強化等の取組みを推進することも重要である(以下略)。	←	改訂 CG コードの記述と同様
コメント		パブコメ回答
➤ (…省略…)コーポレートセクレタリーという用語は、制度化で先行する英国等において、社内弁護士等の高度専門職人材が着任する法定役員を指し、日本型の事務局機能とは一線を画す。よって、これら各国の法定制度をベンチマークするコード利用者の混乱を避けるため、コーポレートセクレタリー等との訳語併記は本コードから削除すべきである。(以下略)(725)		「コーポレートセクレタリー」という語は、取締役会事務局が、会議運営を行う単なる事務方としての役割のみならず、取締役会等の果たすべき役割・責務に照らし適切な審議事項を定めるなど、会議体の運営を能動的に行うことが望ましいことを理解しやすく示すための参考的な表現として用いています(以下略)。(725～726)(727)
➤ (…省略…)一般的な「取締役会事務局」と、「コーポレートセクレタリー」とは質的に相違するイメージがあり、〈取締役会事務局＝コーポレートセクレタリー〉ということはできず、このような括弧書きで記述するのは適切とはいえないのではないかと。(以下略)(726)		
➤ (…省略…)実務上全く普及していない「コーポレートセクレタリー」という外来語をあえて追加することは不自然であり、コードのスリム化にもそぐわず、用語の選択として著しくバランスを欠いていると言わざるを得ません。(以下略)(727)		
➤ (…省略…)専任部署の設置や画一的な組織整備を求める趣旨ではないことも、併せて明確にさせていただきたく存じます。(729)		(…省略…)ご理解のとおり、本コードは、取締役会事務局の専任組織や、他国で法令上求められているようなコーポレートセクレタリーの設置を一律に求めるものではありません。(以下略)(729～730)
➤ 求められるのは、あくまで「取締役・監査役の支援体制」の整備であって、専任部署や専任人員の配置を一律に求めるものではない(すなわち、会社規模、機関設計、事業特性に応じ、兼務、段階的整備、既存部門による分担等の柔軟な実装が許容される)という理解でよいか、明らかにされたい(以下略)。(730)		

(注) カッコ内はパブコメの番号

(出所) 改訂 CG コード（金融庁および東京証券取引所）、当初案（有識者会議）、脚注1 資料より大和総研作成

取締役会を支える事務局機能が社内に備えられるべきであるということに改めて言及する必要があるかどうかはともかくとして、各企業で既に取り組みを進めているものと思われる。いささか奇異にみえるのは、取締役会事務局に続けて（コーポレートセクレタリー等）とあるところだ。これは、パブコメでもコーポレートセクレタリーという日本では一般的に浸透しているとは言い難い用語をあえて用いることへの疑問や、特別な役職の設置を求める趣旨であるかの確認などのパブコメが多くあったところだ。

このような疑問に対しては、コーポレートセクレタリーとは「参考的な表現」であることや、「専任組織や、他国で法令上求められているようなコーポレートセクレタリーの設置」を求める趣旨ではないことが回答されている。

上場企業による今後の取り組み²

東証は、改訂 CG コードに対応したコーポレートガバナンス報告書の提出期限を 2027 年 7 月末日とした。各上場企業は、自社の状況や準備状況を踏まえて更新時期を判断し、準備が整い次第、改訂 CG コードに基づく報告書を提出することが求められる。

もっとも、2027 年 7 月末日までの報告書の更新については、2021 年 6 月版の改訂前の CG コードに基づいて作成することも認められている。その場合でも、最終期限までには改訂 CG コードに対応した報告書へ改めて更新する必要がある。

また、2027 年 7 月末日までに改訂前 CG コードに基づいて報告書を提出する場合には、その旨を明確にするため、「コードの各原則を実施しない理由」および「コードの各原則に関する取り組み」の欄に、「コーポレートガバナンス・コード（2021 年 6 月版）に基づき記載しています」と記載することとされている。

² 東京証券取引所 コーポレートガバナンス・コードの改訂について「[（別紙 3）コーポレートガバナンス報告書の更新について](#)」（2026 年 7 月 21 日更新）