

コーポレートガバナンス・コード改訂の動き（2025年10月時点）

背景と改訂の目的

- ・日本のガバナンス改革の流れ – 日本では2014年にスチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、2018年・2021年に改訂が行われてきた。2025年6月には機関投資家向けのスチュワードシップ・コードが第3回目の改訂を受け、持続的成長に向けた投資家の「責任投資」の強化が図られた ¹。
- ・行動プログラム2025 – 金融庁と東京証券取引所（東証）が共同事務局を務める「スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」は、2023年・2024年にアクションプログラムを公表し、2025年版では企業価値向上の実践に向けた課題を整理した。同プログラムは、企業と投資家の意識改革を「形式から実質へ」と転換することを掲げ、コーポレートガバナンス・コードの見直しも検討項目に含めた ²。
- ・専門家会議の設置 – 2025年10月21日、金融庁と東証は「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（Expert Panel on the Revision of the Corporate Governance Code）」の第1回会合を開催した。目的はアクションプログラムの提言に基づき、コードの改訂案を検討することである ³。会議は公開で行われ、座長は大来洋一（日本総研シニアフェロー）が務め、国内外の学識経験者・投資家代表・企業関係者などが参加している ⁴。

改訂に向けて指摘された主な論点

1. コードの「スリム化」と原則主義への回帰

- ・金融庁の資料は、コードの条項が増え形式的な遵守が横行していると指摘し、「原則主義」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」の精神を再確認すべきだと述べている。具体的には、重複や形骸化した補充原則を削除・統合し、重要な補充原則は本則に格上げするか注記として位置付けるなどの再分類を提案している ⁵。
- ・NTT西日本の小林充佳相談役は、コードがチェックリスト化している現状を懸念し、プリンシプルベース（原則中心）の運用に戻すべきだと意見した。近年、論点が次々と追加され企業が形式的対応に追われていることから、「形式から実質へ」というアクションプログラムの方針に賛同し、序文に原則主義の精神を明記すべきと提案している。
- ・国際機関投資家団体ICGNは、すでに法律や規則でカバーされている事項を減らすなどコードの簡素化を支持する一方、プライム市場以外の中小企業のガバナンス水準が未だ不十分である点を指摘し、削除には慎重を期すべきと述べた。また「コンプライ・オア・エクスプレイン」の機能を高めるため、形だけの説明ではなく質の高い説明を提供する仕組みが必要であると提言した。

2. 経営資源の適切な配分とキャッシュ・ホーディング問題

- ・金融庁は、企業が現預金や内部留保を抱え込む「キャッシュ・ホーディング問題」に着目し、経営資源配分の適切性を取締役会が継続的に検証し説明責任を果たすよう求めている ⁶。アクションプログラム2025には「現状の資源配分が適切か、例えば現預金を投資等に有効活用できているかの検証・説明責任の明確化」が記載された ⁷。
- ・具体的には、資本支出・研究開発・地域拠点設置・スタートアップ投資・人的資本投資・知的財産投資など多様な投資機会への資金活用を促し、企業ごとに資源配分の適切さを取締役会が評価・説明することが提案されている ⁶。

- ・ただし小林氏は、経営資源の配分は企業の自律的判断に委ねるべきであり、コードで規律することには慎重を求めた。内部留保には将来の投資や研究開発、有事対応への備えという性格もあり、形式的に規定すると短期的な資本効率重視が進み、株主還元圧力が強まるおそれがあると指摘した。
- ・ブルームバーグ報道によると、新政権の高市早苗総裁（2025年10月時点）が2021年の著書で「現預金課税」を提案し、昨年の総裁選期間中に内部留保の使途明示を求めるべきだと主張したことから、キャッシュリッチ企業への圧力が強まるとの見方が浮上した。金融庁の改訂方針は企業に現預金の有効活用を検証・説明させることであり、高市氏の考えと整合的であると報じられている⁸。⁹

3. 資本コスト・PBR（株価純資産倍率）への意識と株主還元

- ・東証は2023年3月にプライム・スタンダード市場の全上場会社に対し「資本コストや株価を意識した経営」の実現を要請し、企業の意識改革を推進してきた。取締役会主導で研究開発、人材投資、設備投資や事業ポートフォリオの見直しを行い、資本コストを意識した経営を実践することを求めている。
- ・要請後、企業はM&Aや成長投資の実行、事業ポートフォリオの見直し、中長期的な資本政策の策定、情報開示・IR強化、対話を踏まえた目標の見直し、役員報酬の見直し、政策保有株式の売却、株主還元の実施などに取り組んでいる。
- ・東証が2025年7月時点で把握した開示状況では、プライム市場企業の約9割が資本コストや株価を意識した経営に関する開示を行い、そのうち6割以上は継続的なアップデートを実施している。一方、スタンダード市場では「検討中」や未開示の企業も多く、改革の浸透度に差が見られる。

4. 情報開示の時期と有価証券報告書（Yuho）の事前開示

- ・現行制度では、多くの上場企業が3月決算であるため株主総会と有価証券報告書（Yuho）提出が集中し、投資家が情報を十分に消化できないとの課題がある。金融庁は、年次報告書の開示を株主総会開催前に前倒しすることを検討し、取締役会による開示慣行のフォローアップを行うと表明した¹⁰。
- ・ICGNは有価証券報告書の事前開示に賛同し、報告書提出を総会の数日前ではなく十分前倒しすべきだと主張した。また日本特有の期末日を株主権利確定日にする慣行は国際標準に沿っておらず「空売り投票」を招くと指摘し、記録日の見直しや株主総会開催期間の延長が投資家の議決権行使を促進すると述べた。
- ・一方、小林氏は有価証券報告書の株主総会前開示について、企業が投資家との建設的対話を実現するための自主的な開示が重要であり、コードによる規律には慎重になるべきだと主張した。また、会社法や金融商品取引法、取引所規則など複数の制度で同じ情報を繰り返し開示する負担が過大であるため、制度横断的に開示制度の一本化・整理が必要だと訴えた。

5. 取締役会の実効性と独立性

- ・FSA資料では、取締役会が企業戦略や資源配分を決定する上での監督機能の強化が課題とされ、議設定定の工夫や運営改善により実効的な議論を促すべきと提言されている。取締役会事務局（ボードセクレタリアット）の独立性と機能強化が重要であり、同事務局が議長や社外取締役の支援を通じて監督と執行の橋渡し役を果たすことが期待されている¹¹。
- ・ICGNは、取締役会の独立性を高めるため、取締役会の過半数を独立取締役とし、議長は独立取締役が務めるべきだと主張する。指名・監査・報酬などの委員会の役割を明確化し、プライム市場企業では3委員会体制を推奨している。また指名委員会における複数社兼任数の上限設定、業界経験や多様性を考慮した後継計画策定、取締役の育成方針の記載なども検討すべきとした。
- ・報酬に関しては、長期的な企業価値創造と整合した報酬体系やロックイン期間の設定を推奨している。

6. サステナビリティと人材・ダイバーシティ

- ・2025年改訂の背景には、国際的なサステナビリティ開示基準の策定や人的資本の重視がある。金融庁は、ASR（有価証券報告書）で人的資本管理戦略をビジネス戦略と結び付けて開示し、従業員報酬の

方針や平均給与の前年比伸び率を明確にすることを推進している¹²。また、サステナビリティ関連情報の国際比較可能性を確保するため、開示枠組みや保証制度について議論を進めている¹³。

- ・東証は、女性・外国人・中途採用者の管理職登用に関する方針・目標や人的資本投資の方針を開示するよう求め、プライム市場企業の約81%が対応したものの、スタンダード市場では46%と対応に遅れがある。

7. ステークホルダー協働と投資家対話

- ・コーポレートガバナンス・コードの基本原則では、従業員や顧客、取引先、地域社会など幅広いステークホルダーとの協働を通じて持続的成長と企業価値の創出を図ることが求められている。改訂議論でも、多様なステークホルダーに付加価値を分配する視点を序文に加えることが提案された。
- ・投資家との対話では、取締役会・経営陣が株主の関心・懸念に耳を傾け、株主総会以外の場でも建設的な対話を実施することが強調されている。ICGNは取締役会議長やリード独立取締役が投資家との面談に応じることを求め、個別の得票数開示やボード評価の改善など透明性の向上を提案した。

今後のスケジュールと見通し

- ・有識者会議は2025年10月に発足し、2026年中頃までに改訂案を取りまとめる見込みと報じられている。コードの最終改訂は東京証券取引所の上場規則改正を通じ、早ければ2027年度決算から適用される可能性がある。
- ・アクションプログラム2025や国内外の投資家から寄せられた意見は、今後の議論の重要な材料となる。特に
- ・キャッシュ・ホーディング問題に対する評価・説明責任
- ・原則主義への回帰と実質的説明の質向上
- ・取締役会の独立性・多様性向上
- ・サステナビリティ開示と人的資本投資
- ・有価証券報告書の早期開示や情報開示負担の低減
- ・ステークホルダーへの配慮を強化した序文が重点テーマとなると予想される。

まとめ

2025年秋に始まったコーポレートガバナンス・コード改訂議論は、日本企業の「稼ぐ力」をさらに高め、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためのものだ。過去10年間の改革で独立社外取締役の増加や情報開示の充実など一定の進展がみられる一方、形式的な遵守や過剰な現預金保有、取締役会の機能不全などの課題が残る。今回の改訂では、原則主義への回帰と「実質」を重視した説明責任、経営資源配分の適切性とキャッシュ活用、取締役会の独立性・多様性、サステナビリティと人的資本への投資、情報開示の効率化などが焦点となっており、企業・投資家双方の行動変容が求められる。

¹ ² ⁵ ⁶ ¹⁰ ¹¹ fsa.go.jp

https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/revision_corporategovernance/material/20251021/04.pdf

³ fsa.go.jp

https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/revision_corporategovernance/material/20251021/01.pdf

⁴ fsa.go.jp

https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/revision_corporategovernance/material/20251021/02.pdf

⁷ 「日本企業に眠る膨大な資金にメス」（モーサテより） - 現預金はコーポレートガバナンス・コードの改訂ポイントの1つ | 香坂（Kousaka） | コーポレートガバナンス・コンサルティング & パートナー

https://note.com/brainy_orchid962/n/n28fb0a1ab01c

8 9 高市政権でキャッシュリッチ企業に圧力も、過去に現金課税検討(Bloomberg) - Yahoo!ファイナンス
<https://finance.yahoo.co.jp/news/detail/e7a319dbb9dbcdee7971023f27bb946c065205de>

12 13 [fsa.go.jp](https://www.fsa.go.jp/singi/japan_corporate_governance_forum/12.pdf)
https://www.fsa.go.jp/singi/japan_corporate_governance_forum/12.pdf