

コーポレートガバナンス・コード改訂の意義と企業への期待

2026年9月2日

日本総合研究所

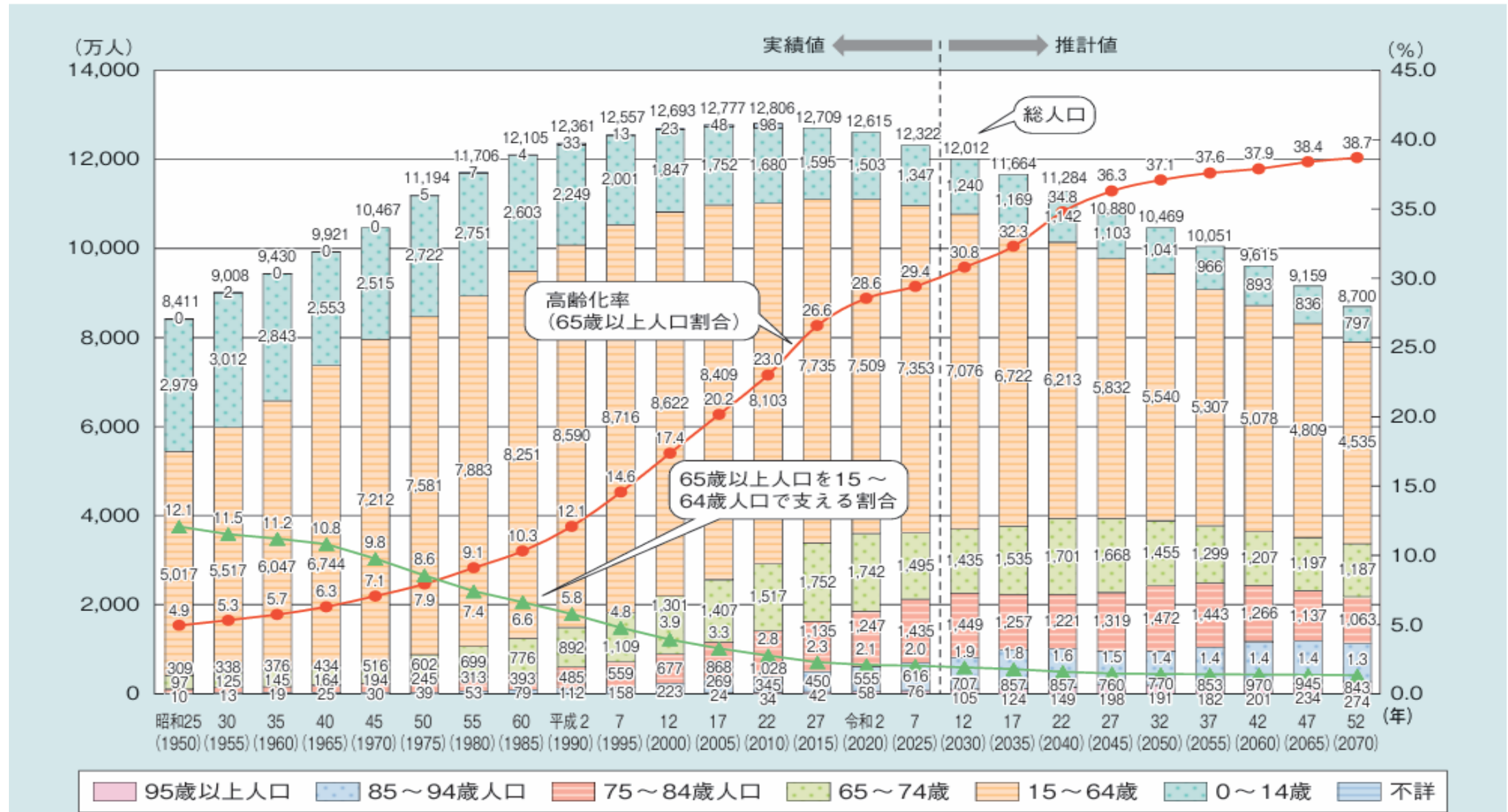
翁百合

本⽇お話しする内容

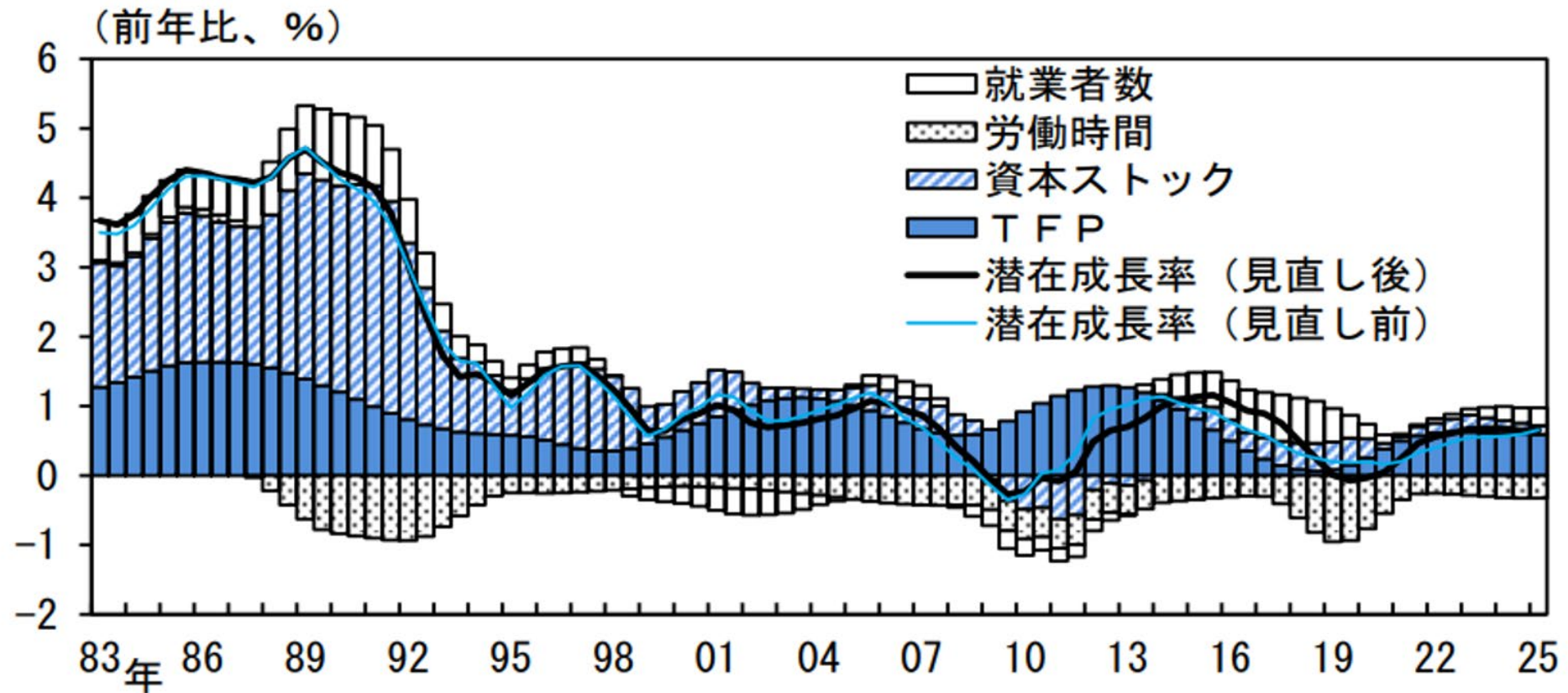
- マクロの視点からみた経済成長の課題
- コーポレートガバナンス・コード改訂のエッセンス
- これからの企業への期待

マクロの視点からみた経済成長の課題

人口動態変化：進む人口減少・少子高齢化



80年代からの潜在成長率の推移



(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省

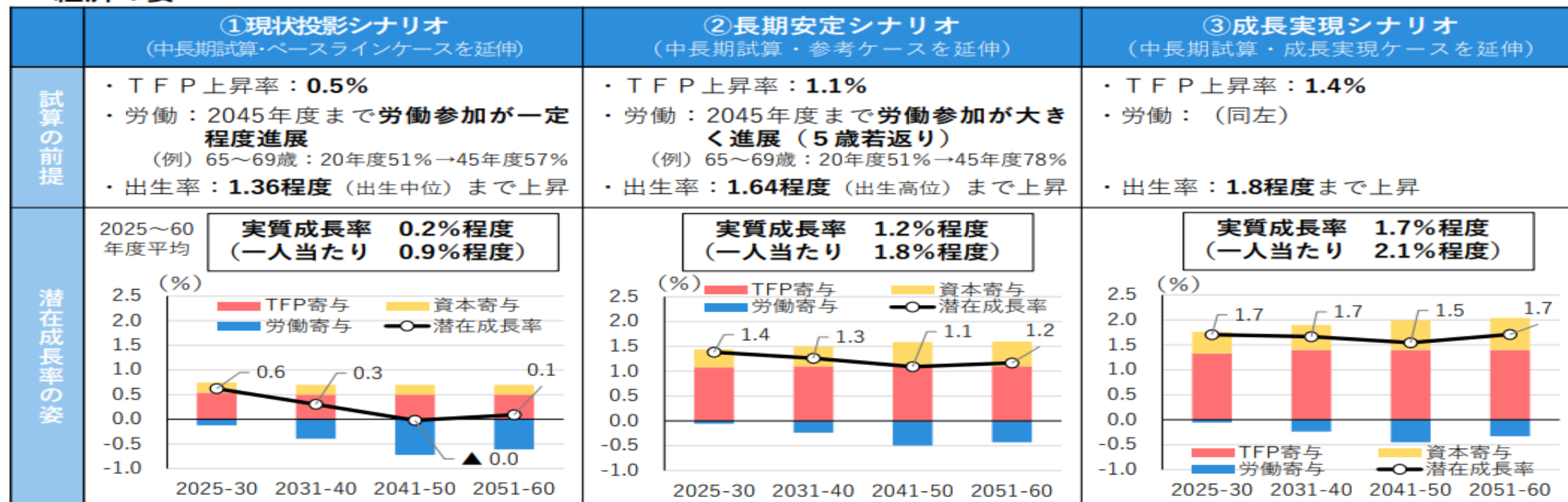
(資料) 日本銀行

持続的経済成長には何が効くのか：内閣府の「長期」経済推計試算をヒントに

長期試算の全体像

- 経済の前提は、生産性の向上、労働参加の拡大、出生率の上昇の発現の程度の違いにより、3つのシナリオを想定。（経済財政諮問会議（2024年2月29日）資料4と整合的な内容）
- その経済前提の下で、将来の人口動態を考慮し、2060年度までの財政・社会保障（医療・介護）の姿を試算。

<経済の姿>



(備考) 1. 生産性の伸びや出生率が現状を下回り、労働参加も進展しなければ、①を更に大きく下回る経済の姿となるおそれ。
2. 資本寄与は、現状投影シナリオを基準として、T F P 寄与、労働寄与の増分に応じて高まるよう機械的に計算している。

<財政・社会保障の姿>

中長期試算の各ケースを以下の前提で延伸

社会保障費：人口動態、賃金・物価、医療の高度化等で延伸

社会保障以外の経費：名目成長率で延伸

歳入：名目成長率で延伸

（資料）内閣府



医療・介護の給付と負担

国・地方 P B 対 G D P 比

公債等残高対 G D P 比

を試算

持続的な経済成長を実現するための課題

- 内閣府の試算においても、長期的経済の持続性を規定するのは、労働人口減少のもとでは、**資本寄与**に加えて、**TFP**（**全要素生産性**、分母は全ての生産要素の投入量）、**労働参加率**、**出生率**
- 人口減少が見込まれる日本にとって、経済を持続的に成長するためには、国内投資に加えてTFPの上昇が不可欠。
- TFP上昇・・・**資本の質、労働の質、経営の質を高める、新技術の波及を広める**

人口動態変化、物価・賃金・金利上昇という経済環境変化の中で持続可能な経営とは？

過去30年のビジネスモデル

- コストカット
- 低価格設定
- 賃金維持、投資停滞
- 雇用維持



今後のビジネスモデル

- 付加価値創造へフォーカス
- マークアップ率向上
- 持続的な投資（人、研究開発、設備等）の原資を確保できる**稼ぐ力**
- 未来の成長に配分して生み出す好循環（人への投資（リスキリング）&リテンションも含む）

コーポレートガバナンス・コード改訂のエッセンス

従来のコーポレートガバナンス・コード：評価と批判

意識の改革、制度整備、市場との向き合い方は大きく変化。コードに忠実にガバナンス体制を強化し経営を強化した企業も存在。しかし・・・

1. コードが細則化され、形式主義に陥っているという批判

企業からみれば開示負担が大きくなる一方、コードの補充原則が増加してマニュアル化、形式的にコンプライしている企業も少なくないとの見方。

例えば、社外取締役の数は重要だが、数を形式的に満たしても、実態として社外取締役の識見、経営陣の姿勢、情報共有など条件が整わないと取締役会は機能しない。

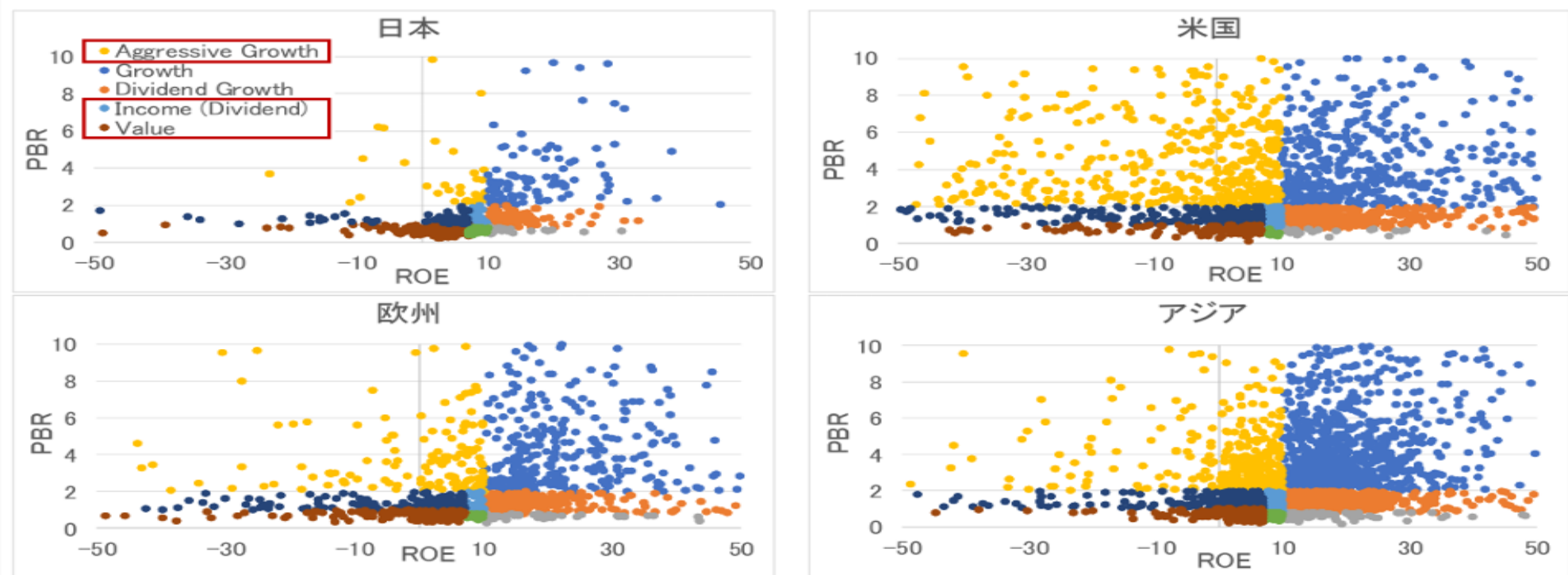
2. 日本のコーポレートガバナンスはまだ不十分という見方

成長期待が低い企業が多い、現預金比率の高さなど、内外の投資家は、日本企業のコーポレートガバナンスに厳しい目を向けている。アクティビストの動きも最近積極化。

株主総会の直後に前年の有価証券報告書が開示されても、投資家は議決権行使の際の参考にできない。

PBRとROEの国際比較(2022年)

- ◆ 日本企業は、諸外国と比較して、成長期待の低い企業群（Value・Income）が多く、成長期待の高い企業群（Aggressive Growth）が特に少ない傾向にある



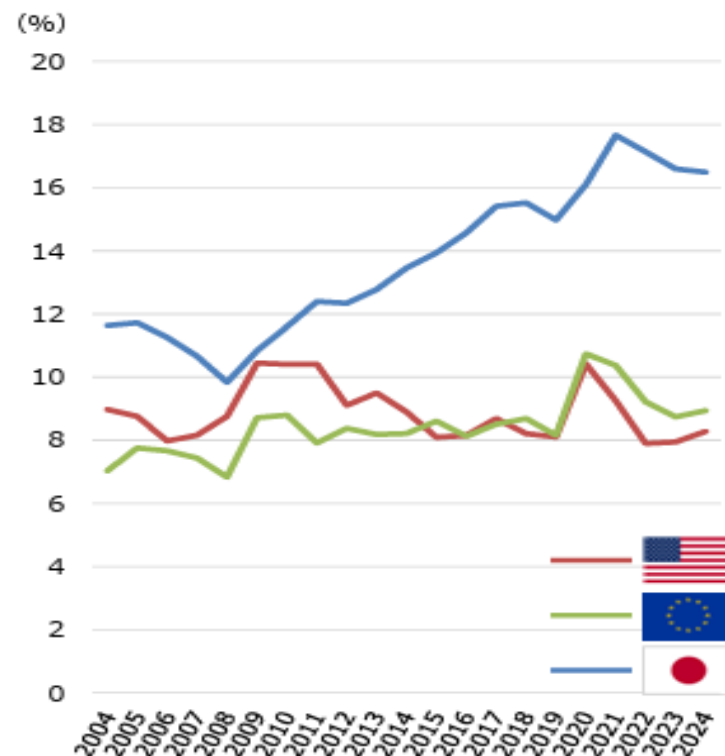
- ※ Credit Suisse HOLT Lensデータより三瓶メンバー作成。2022年4月8日終値ベース
- ※ Aggressive Growth : PBR2倍以上・ROE10%未満、Growth : PBR2倍以上・ROE10%以上、Dividend Growth : PBR0.8倍以上2倍未満・ROE10%以上、Income : PBR0.8倍以上2倍未満・ROE7%以上10%未満、Value : PBR1倍未満・ROE7%未満。
- ※ 調査対象：時価総額10億ドル以上かつPBRが正の企業（日本647社、米国2,080社、欧州1,227社、アジア2,770社）

出典：経済産業省 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会（第1回）（2025年2月4日）資料6

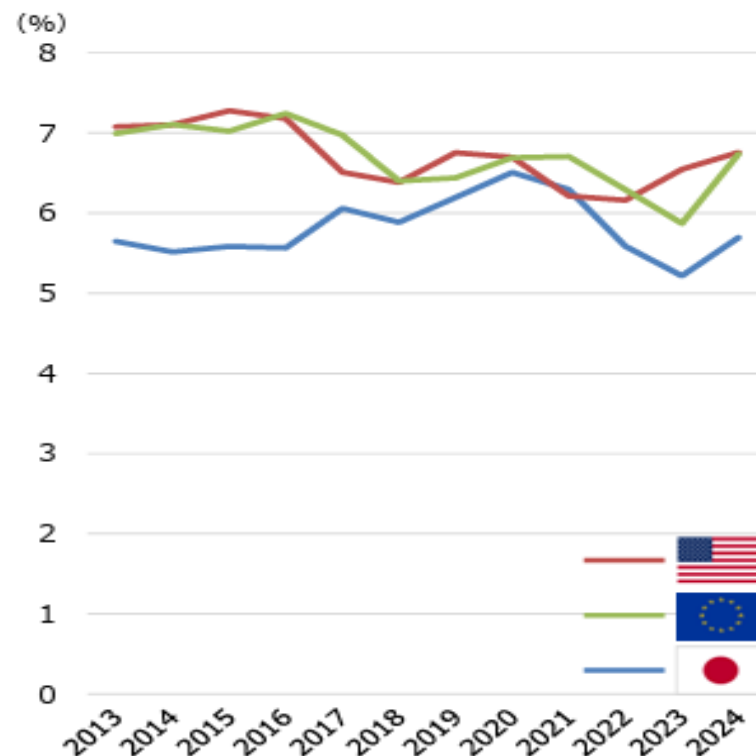
日米欧の現預金保有と投資の状況

- 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。
- 他方、持続的な成長の実現に向けた投資など、**経営資源の最適な配分が実現されていない**との指摘。

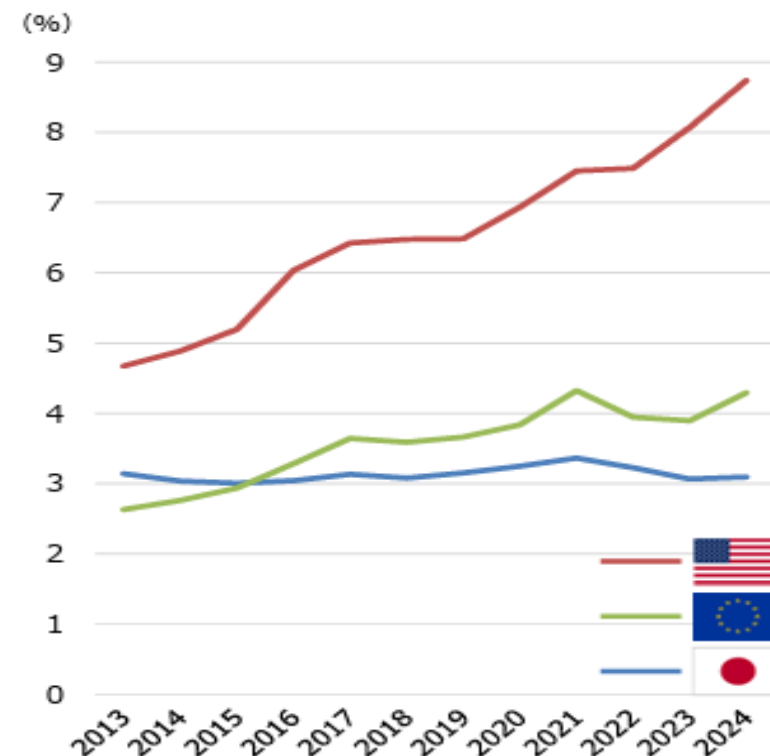
総資産に対する現預金比率



売上高に対する設備投資額比率



売上高に対する研究開発費比率



(注) 日本はTOPIX500、米国はS&P500、欧州はEuronext100(ブルームバーグ・ヨーロッパ)に属する企業のうち、金融業に属する企業を除外した上で算出。
 なお、「現預金比率」は「(現金及び現金同等物)÷総資産」から算出。ただし、「現金及び現金同等物」とは、「手許現金および銀行預金。期日90日未満の短期投資を含む。区分開示されない場合、市場性のある有価証券と、満期まで90日超の短期投資が含まれる場合もある。拘束性預金は除く(拘束性預金はその他流動資産に含まれる)」。

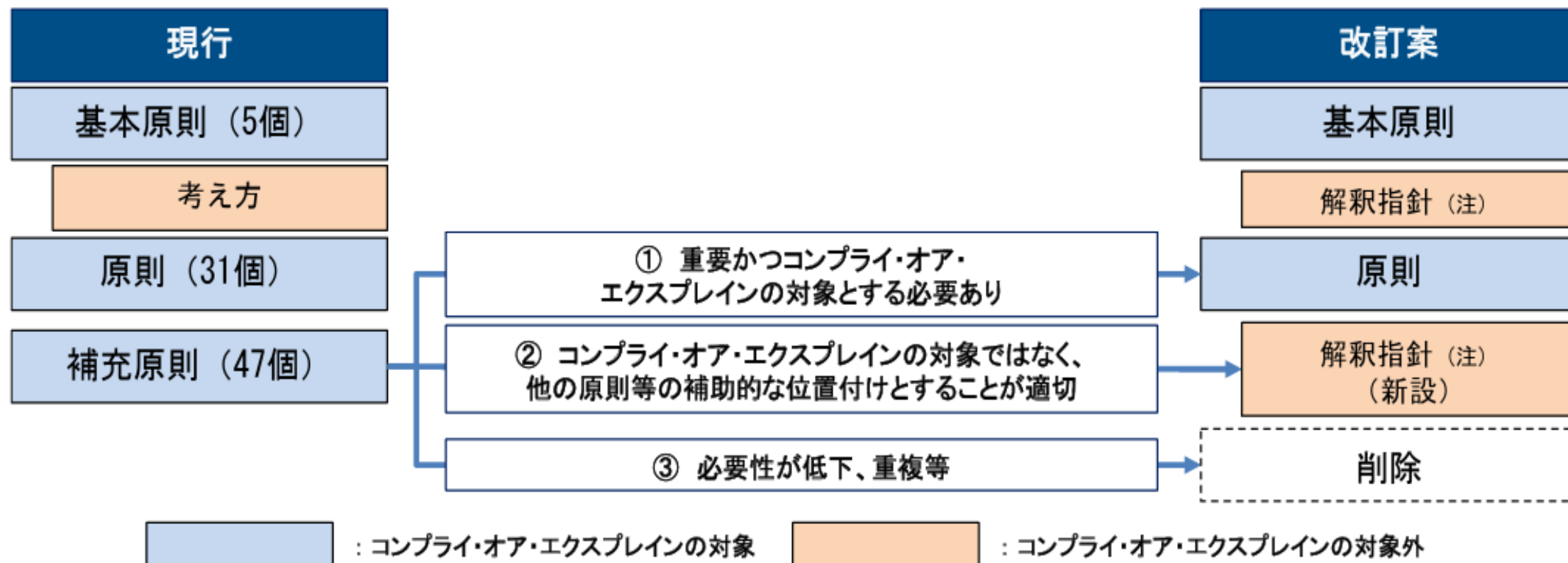
(出典) Bloombergより金融庁作成。

(資料) 金融庁

コーポレートガバナンス・コード改訂の思いとエッセンス

- 経営層に読んでいただくことを念頭に**序文**を記載：コードの**目的は「中長期的な企業価値向上」と明記。**
サブタイトルとしても記載。
- **実質化**（プリシンプル・アプローチというフィロソフィーへの**原点回帰**、補充原則を大胆に整理（原則化or 解釈指針or削除）等）
⇒単なる形式的な順守を求めるのではなく、**中長期的な企業価値向上実現のためにどうすべきか本質的な取り組みに注力する、**上場企業の経営陣が自ら考えて説明し、実行することを求めるもの
- コンプライ・オア・エクスプレインの思想は維持
⇒コンプライであっても「丁寧な説明」を求めている点が変化。
- 同時に公表された、改訂の趣旨を記載した「成長投資の促進に向けたコーポレートガバナンス・コード改訂について」を参照してほしい
- 特に強調したい変化点
取締役会の機能強化：成長投資の促進（経営資源の成長投資への配分）、リスク管理、社外取締役の監督機能と質の重要性強調など

実質化に向けた改訂作業の一例：補充原則の整理と位置づけ



取締役会の機能強化

成長投資、経営資源の配分の重要性を明記

【原則4－1. 取締役会の役割・責務Ⅰ：企業戦略等の大きな方向付け】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、それに向けた成長の道筋を構築するなど戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきである。また、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきである。

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

（1）と（3）：略

（2）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。

解釈指針（抜粋）・・・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。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。

取締役会の機能強化

CEOの選解任を取締役会の役割として強調

【原則4－3. 取締役会の役割・責務Ⅲ：経営陣・取締役に対する実効的な監督①】

(1) 取締役会は、独立した客観的な立場から、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い選解任を実行することを含め、経営陣の人事に適切に反映すべきである。特に、最高経営責任者(CEO)の選解任については、取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、CEOの後継者計画(サクセッションプラン)の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成及び資質を備えたCEOの選任が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。また、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合にCEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

(2) 取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うべきである。

(3) 取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者との会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきであり、あらかじめ、上場会社が関連当事者との間で行う取引について、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続きを定めてその枠組みを開示するとともに、その手続きを踏まえた監視(取引の承認を含む)を行うべきである。

取締役会の機能強化

全社的リスク管理の重要性について明記

【原則 4－4．取締役会の役割・責務Ⅲ：経営陣・取締役に対する実効的な監督②】
取締役会は、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備すべきである。

解釈指針

内部統制や先を見越した全社的リスク管理は、適切なコンプライアンスの確保により持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るものであるから、取締役会は、グループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築するとともに、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである。サイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応等も、収益機会にもつながり得るものとして、リスク管理体制を整備する際の考慮事項に含まれ得るとともに、そうしたリスクへの対応等が適切に行われるべきである。

取締役会の機能強化

独立取締役の役割は経営の監督が主・質確保の重要性を強調

【原則 4－8．独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (1) 経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (2) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (3) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること
- (4) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

【原則 4－9．独立社外取締役の質の確保】

取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役の候補者として選定すべきである。

取締役会における審議の活性化のための支援体制も原則4-14に記載。

(資料)金融庁に加筆

これからの企業への期待

ガバナンス改革は企業価値向上、日本経済の持続的成長に不可欠

- 日本のガバナンス改革：成長戦略の一環として位置づけ（稼ぐ力向上、資本効率性の改善）
今回の改訂も官民による積極的な成長投資を記載した骨太方針（成長戦略）と同時に公表
- 今次改訂コードでも、数値目標は明示的には記載がないが、**収益力、資本効率**の重要性が強調されている（直接のリンクはないが、東証は「資本コストと株価を意識した経営」等の中で、PBR（株価純資産倍率）1倍以上を、加えてROE8%を目安として期待）、経済産業省からは、成長投資ガイダンスで、各事業において資本コストを上回る資本収益率の必要性を明確化（[ROIC-WACC]*投資）の拡大を軸に据えた価値創造を期待）
- コード改訂で期待していること：企業経営者が自社のポジションを踏まえた**独自の価値創造**ストーリー、戦略、ビジネスモデルを十分検討。各社の取締役会で議論→それを**説明**し、**実現**、結果を出していくこと

Ex.企業の現預金等の金融資産については、成長投資への振り向けが求められるが、内外のステークホルダーに各社の戦略に照らしてその保有水準も合理的に説明できる必要

上場企業のPBRは直近では改善傾向だが、ROEは課題あり

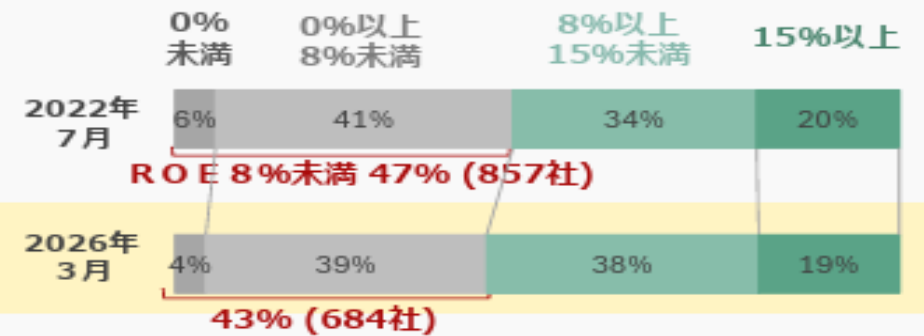
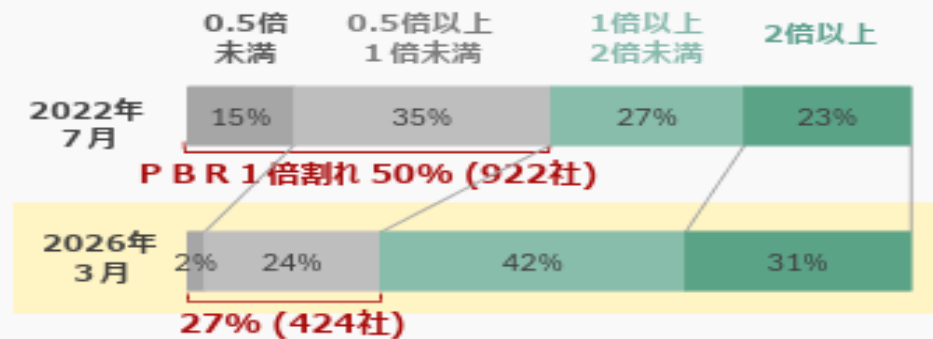
◆ 直近数年間で、PBRやROEの分布状況は改善傾向

- PBR 1倍割れの企業は、プライムで27% (-23 pt)、スタンダードで49% (-15 pt)
- ROE 8%未満の企業は、プライムで43% (-4 pt)、スタンダードで60% (-3 pt)

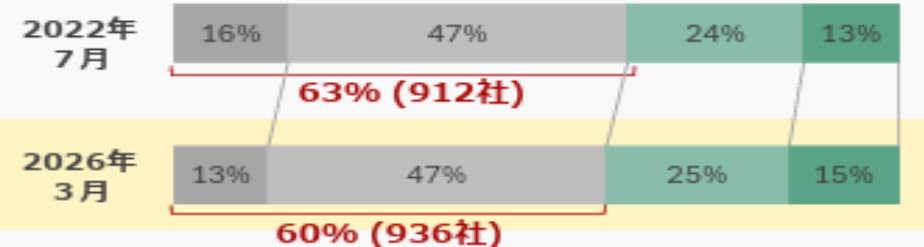
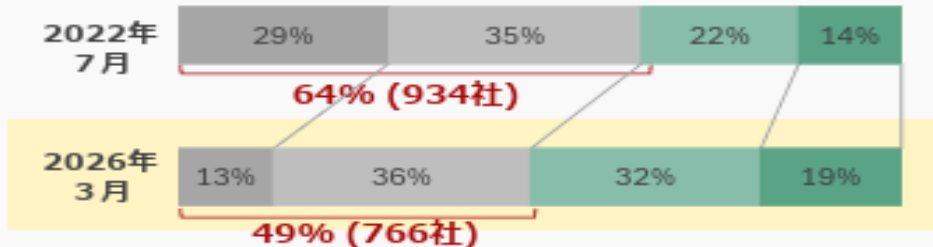
PBRの分布状況

ROEの分布状況

プライム



スタンダード



※ QUICKから取得したデータを東証で加工
※ 2022年7月1日時点及び2026年3月1日時点のデータ

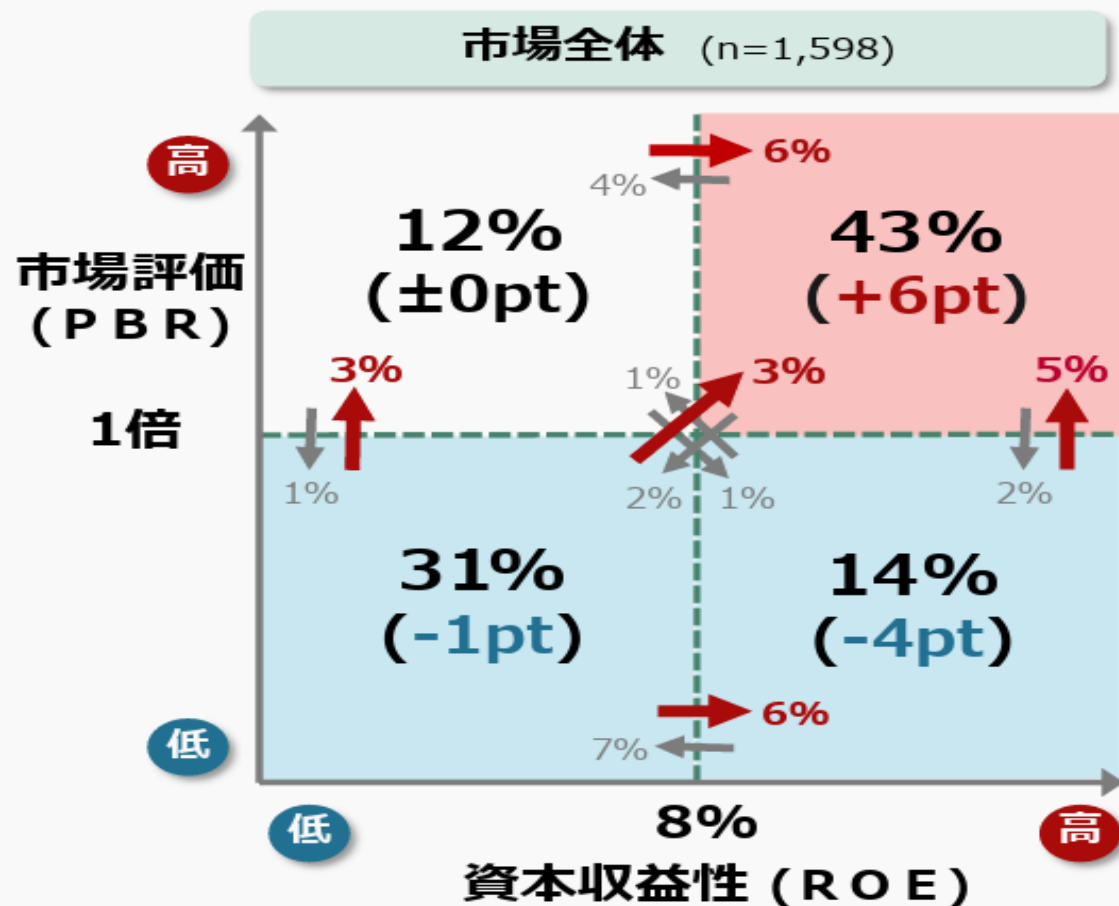
投資家との対話：上手く活かして中長期の企業価値向上に結び付ける

- 東証のアンケート結果（26年8月公表）によれば、**投資家が評価する企業の取り組み**は、①資本配分方針の明確化と進展、②事業ポートフォリオ改革の進展、③資本コスト、資本効率を意識した経営管理の進展、④経営トップ、取締役会の強力なリーダーシップ、⑤情報開示・IR、対話を通じた取り組みの改善であり、コード改訂の考えと同じ方向。
- 上場企業向けアンケート結果（26年8月公表）では、上場企業の**75%が投資家との対話は有意義**と回答。有意義と感じている比率が高いのはロング投資家（アクティブ）との対話。アクティビストも有意義か否かの評価は拮抗。
- **PBRとROEのマトリックス4象限**で考える。右上の象限に移行すれば、投資家の属性が変化する
 - ✓ 一方で、「社内の意識改革・意識浸透」、「資本コストの把握・活用」、「中長期的な資本政策の策定」、「投資家に評価される情報開示」などを自社の課題として挙げている企業は多い（25年東証アンケート調査）
 - ✓ 事業部門別WACCの把握による管理は企業によってはハードルが高いかもしれないが、資本コストを上回るリターンを出すことが成長投資促進につながることを踏まえれば、企業価値向上のためには取り組みが必要

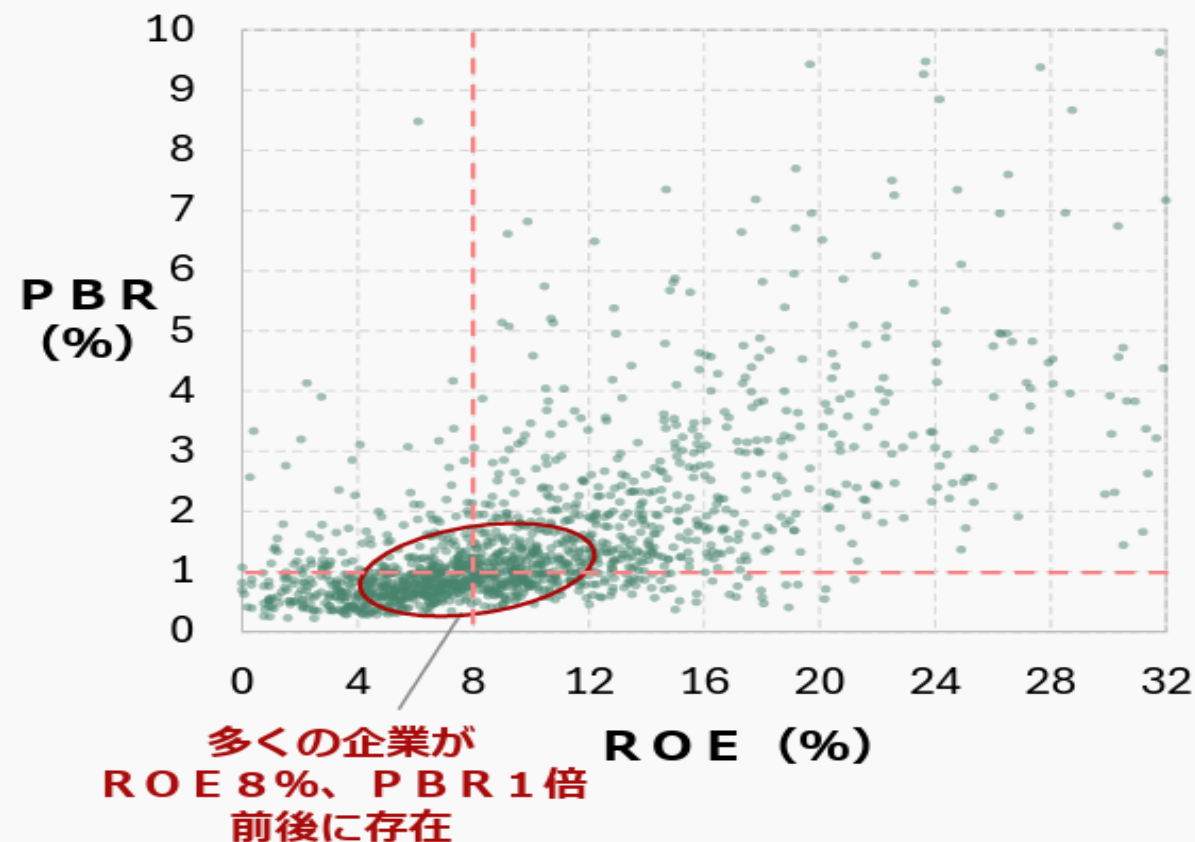
市場評価・資本収益性の変化（プライム市場）

◆ 要請前後（2022/7～2025/7）における上場会社のPBR・ROEの変化は以下のとおり

➤ 4象限の比率（%）は2025/7時点の分布、（）内の数値・矢印は2022/7～2025/7における変化



参考：2025年7月時点の分布



終わりに：経営者、社外取締役も含めた経営陣への期待

- マクロ的には、人口が急速に減少する中で、持続的成長には資本投入に加えて全要素生産性の上昇が鍵。その中に「経営の質」は含まれる。物価・賃金の上昇の環境でビジネスモデルの再考が必要
- コーポレートガバナンス改革は、日本経済の持続的成長にとっても大きな意味を持つ
- 今回の改訂コードの主眼は実質化：「形式的順守から実質的価値創造」に移った
- ガバナンスは経営の基盤であり、経営者・取締役会は、コード改訂の趣旨を踏まえ、形式的順守ではなく、各社の状況を踏まえた中長期的企業価値向上という本質的課題への注力を期待

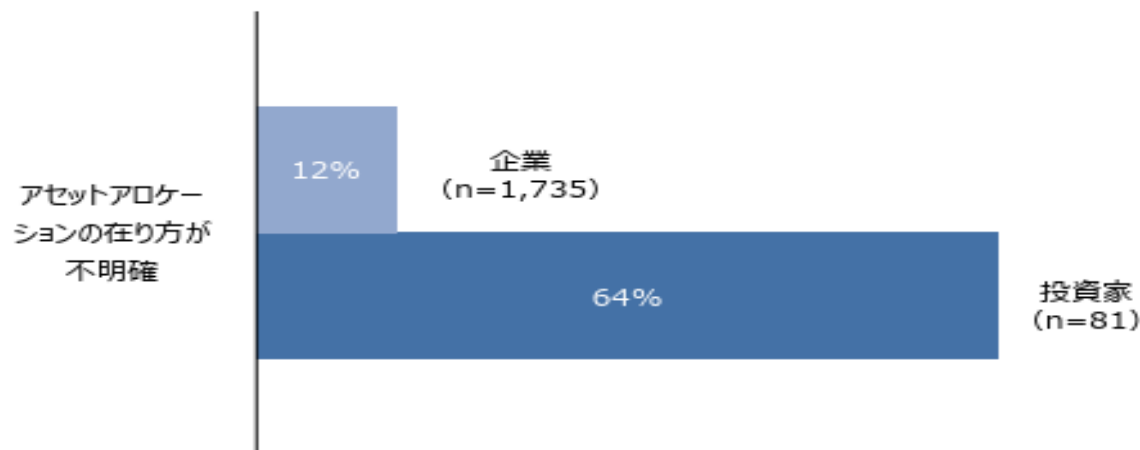
ご清聴ありがとうございました

参考資料

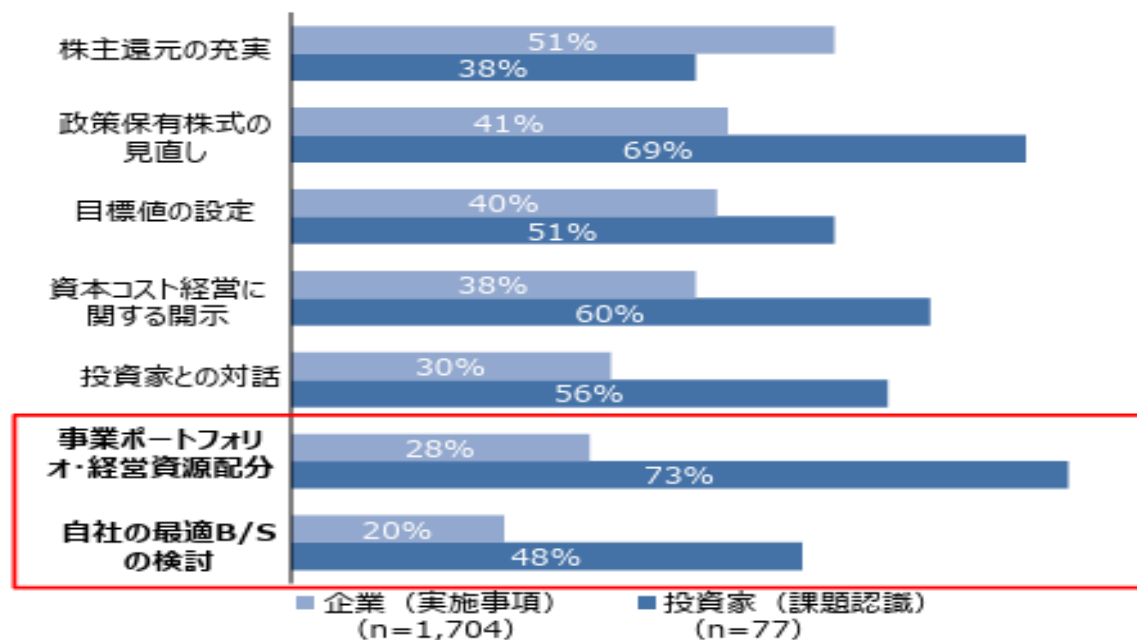
経営資源の配分に関する企業と投資家の認識ギャップ

- 経営資源配分の在り方に係る課題認識については、**企業と投資家の間にはギャップ**が存在。
- 経営資源の最適配分に関し、企業において様々な取組みを実施しているものの、自社にとっての**最適なバランスシートの検討・見直し**、資本コストや資本収益性に基づく**事業ポートフォリオ・経営資源配分の見直し**等の事項については、**実施が進んでいない企業が多い一方、重要な課題と捉える投資家は多い**。

事業ポートフォリオマネジメントの機能発揮
に向けた課題認識



資本コスト等を意識した経営の実現に向けた企業の実施事項
と投資家から見た企業価値向上に向けた課題認識



(出典) 三井住友信託銀行「価値創造ストーリーを磨き上げ実現するコーポレートガバナンス改革～「ガバナンスサーベイ@2025」実施報告書～」(調査期間: 2025年7月4日～2025年8月29日)より金融庁作成。

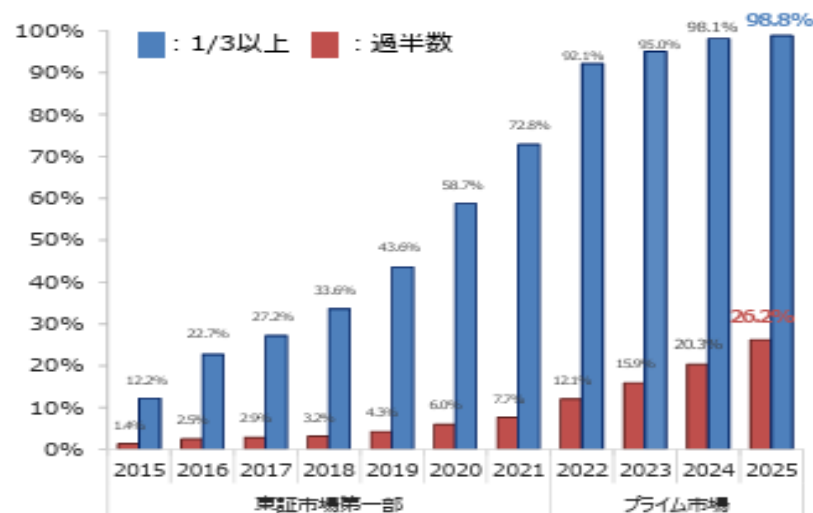
- 5 -

独立社外取締役の選任と指名委員会・報酬委員会の設置状況

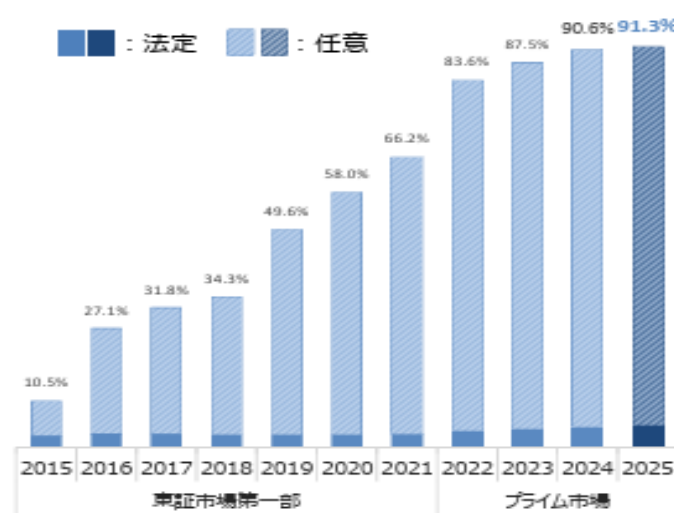
□ 2025年7月時点の上場企業のコーポレートガバナンス体制を見ると、以下の進展がみられる。

- プライム市場上場企業の**大宗(98.8%)**が、**3分の1以上の独立社外取締役を選任**。一方で、独立社外取締役を過半数選任した企業は、直近は増加傾向にあるものの、2025年時点では**26.2%**。
- プライム市場上場企業の9割超が、**指名委員会(91.3%)**、**報酬委員会(93.1%)**を設置。

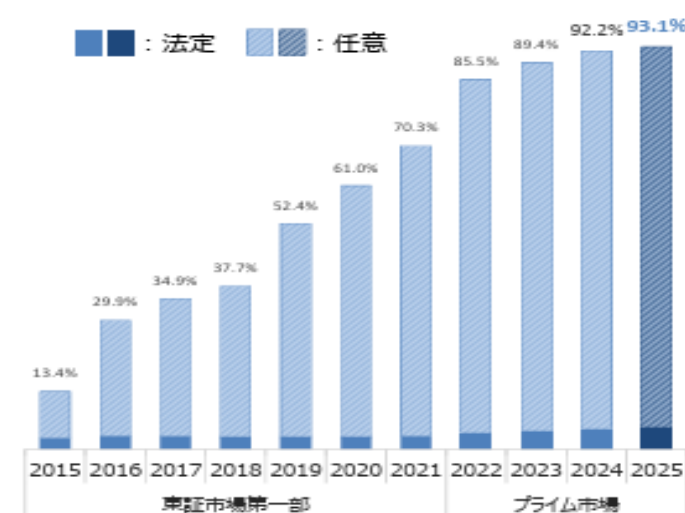
独立社外取締役を1/3以上・過半数
選任する企業の比率推移



指名委員会(法定・任意)
設置会社の比率推移



報酬委員会(法定・任意)
設置会社の比率推移



〈出典〉東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況(2025年7月18日)」より金融庁作成。

人的資本への投資と中長期的な企業価値創出

【基本原則 2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

解釈指針

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、人的資本への投資等や適切な分配を行う、取引先と公正・適正な取引（サプライチェーンにおける適正な価格転嫁を含む）を行うなど、これらのステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができることを十分に認識すべきである。

企業を持続的に成長させる人的資本への投資とは？

- 今後必要な成長投資は有形資産のみならず、**無形資産投資**も重要
- 労働人口が減少する中では、無形資産投資の中でも、「人への投資」「ビジネスモデル改革投資」により、**付加価値生産性**を持続的に向上させる必要

人件費はコストではなく「投資」、労働人口は減るが、AIが普及する中、人的資本の潜在能力を向上させ付加価値に結び付ける必要。人への投資をどう考えるかは、ビジネスモデル変革と同時に考えるべき課題

資本コストや株価を意識した経営（東証の要請 23年3月）

背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、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には、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要という観点から、資本コストを意識した経営（原則5-2）について示されています。
- 一方で、現状では、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされています。
- 本資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて重要と考えられる対応をまとめたものであり、上場会社の皆様に積極的な実施をお願いするものです。

趣旨

- 本対応を実施していただく趣旨は、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、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただくことです。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。
- ※ 資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップしていくことが期待されます。

更なる取組みの推進に向けた対応のポイント

① 中長期的な経営方針（目指す姿や成長の道筋）を明確に示せているか

⇒4 ページ

② 目指す姿に向けた資本の使い方（配分や優先順位）を明確に示せているか

⇒5 ページ

③ 保有する資産について、価値創出のため最適な状態となっているか

⇒6 ページ

④ ①～③について、取締役会レベルで、実効的な議論・監督を行っているか

⇒7 ページ

(※) 企業の成長戦略や抱える課題、必要な取組みは、当然ながら、企業によって異なりますので、これらのポイントや後のスライドに記載している「期待される取組み」は、企業の皆様に一律の対応を求めるものではありません。

中長期目線の投資家からの支持・信頼を得ながら、企業価値向上の実現を果たしていくという観点から、必要な対応のご検討をお願いします。

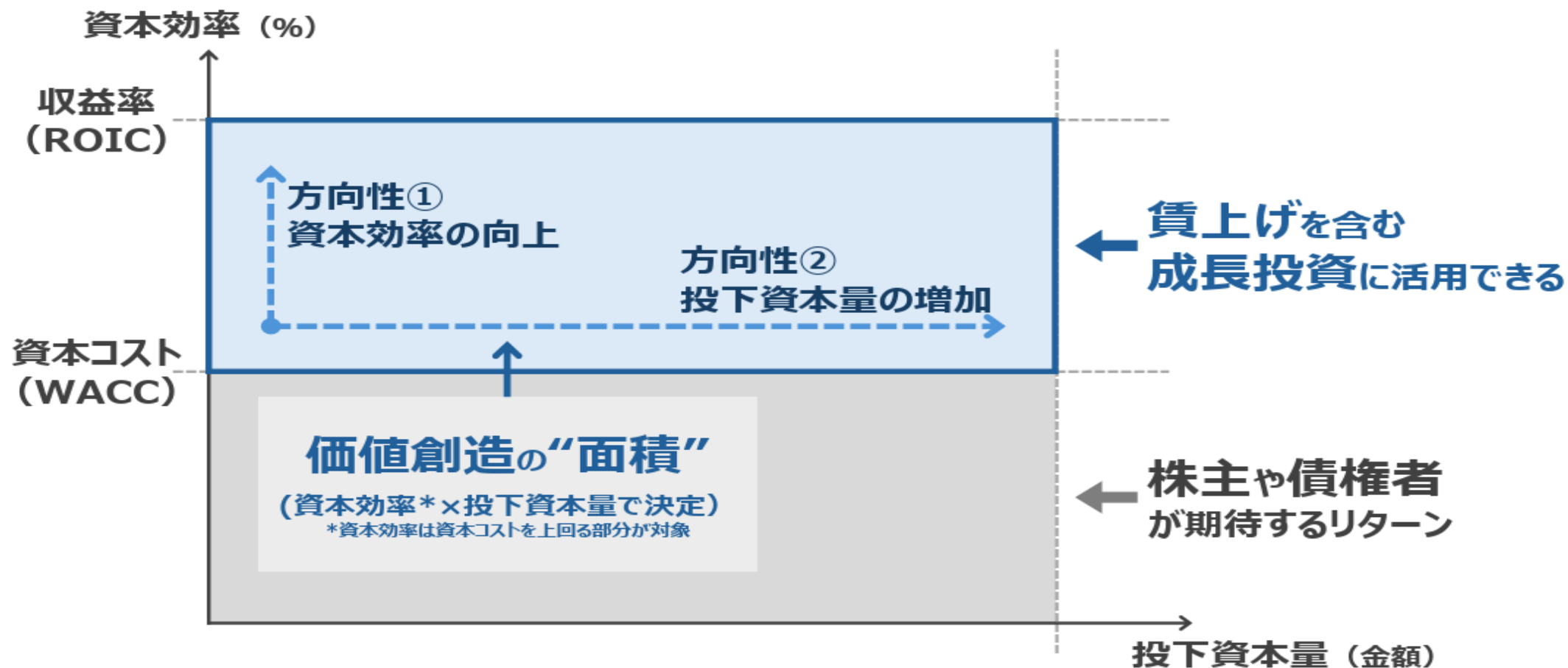
期待される効果

中長期目線を持った投資家の支持・信頼の獲得

- 資本収益性の向上、成長の道筋への納得に伴い、投資家の関心が短期から中長期へ変化
ex. 投資家の自社への主な期待が、株主還元から成長投資の成功へと変化する。
- 具体的な方針や取組みをベースとして、投資家との対話の質が向上
ex. 中長期目線の投資家から、成長の実現に向けた本質的な課題の指摘や提案などのフィードバックが増える。
足元の株主還元を求める声に対して、開示をベースとした建設的なコミュニケーションが可能となる。

成長投資ガイダンス：価値創造（Economic Profitの考え方）

- EPは、投資家や債権者に対して必要な資金コストを賄った上で企業に残る付加価値であり、**賃上げを含む将来の成長投資、幅広いステークホルダーへの再配分に活用することができる。**



日米欧の年間平均EP

1社あたり年間平均EP

地域	会社数	2009-2013 伊藤レポート発行前	2015-2019 発行直後	2020-2024 足元
グローバル	2,412 社	186	127	363
日本	352 社	-61	42	-4
米国	651 社	439	477	1,042
欧州	504 社	319	88	348

単位：百万ドル

出所：S&P Capital IQ他公開情報を基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：2024年グローバル売上高上位3,000社のうち、対象期間（2009-2024）のEPが算出可能な企業。S&P Capital IQによる業界分類を参考にdiversified financials/banks等金融系業種を除く。

※ ROIC及びWACCは加重平均値を使用。