



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry

成長投資ガイドンス（案）

—価値創造の拡大を通じた企業の持続的成長に向けて—

2026年〇月〇日

目次

第1章	はじめに.....	1
1.1	本指針の策定経緯.....	1
1.2	本ガイダンスの意義と位置付け	10
1.3	本指針において用いる用語の意味.....	11
第2章	価値創造を通じた持続的な企業価値向上.....	13
2.1	価値創造	13
2.1.1	価値創造の考え方	13
2.1.2	価値創造（EP）の現状.....	15
2.2	4象限フレームワーク.....	21
2.2.1	4象限フレームワークの考え方.....	21
2.2.2	価値創造と4象限フレームワークの関係.....	22
2.3	企業価値との関係.....	22
2.4	価値創造とTSRとの関係.....	23
第3章	企業に期待される対応.....	24
3.1	価値創造に向けた取組.....	24
3.1.1	基本的な考え方	24
3.1.2	「成長の道筋」を通じた企業と投資家の協創関係	26
3.1.2.1	価値創造に内在する企業と投資家の利害関係.....	26
3.1.2.2	ビジネスモデルの明確化（「成長の道筋」の構築）	27
3.1.3	ROIC-WACC スプレッドの改善	29
3.1.3.1	基本的な考え方.....	29
3.1.3.2	ROIC を重視する理由（ROE との比較）	30
3.1.3.3	セグメント別バランスシートの可視化.....	31
3.1.3.4	セグメント別スプレッドの把握	32

3.1.3.5	無形資産への投資等を通じた収益性の向上	32
3.1.3.6	投下資本回転率の改善	34
3.1.4	ベストオーナー原則に基づく事業ポートフォリオ戦略	35
3.1.4.1	基本的な考え方	35
3.1.4.2	事業ポートフォリオ戦略	36
3.1.4.3	事業ポートフォリオの定量化/可視化	37
3.1.4.4	ベストオーナー原則	39
3.1.5	大胆な成長投資（設備投資、研究開発投資、人的資本投資等）	42
3.1.5.1	基本的な考え方	42
3.1.5.2	大胆な成長投資	43
3.1.5.3	新規事業への投資	44
3.1.5.4	M&A の推進	44
3.1.6	価値創造を支える経営執行・監督体制の構築	45
3.1.7	中長期のキャピタルアロケーション開示	46
3.1.8	議決権行使を見据えた株主との対話	47
3.2	 企業群別の取組	48
3.2.1	企業群全体の動向・着眼点	48
3.2.2	企業群②	49
3.2.3	企業群③	49
3.2.4	企業群④	50
3.3	 取締役会に期待される役割	51
3.3.1	基本的な考え方	51
3.3.2	取締役会に期待される役割	52
第4章	 投資家に期待される対応	55
4.1	基本的な考え方	55

4.1.1	本章の目的	55
4.1.2	スチュワードシップ・コードの趣旨と投資家の役割	55
4.1.3	成長投資の時間軸と実質的判断の重要性.....	55
4.2	価値創造に向けたエンゲージメント	56
4.2.1	対話の議題の重点化.....	56
4.2.2	企業状況の把握と実質的な論点設定	56
4.2.3	株式保有状況の開示.....	57
4.3	価値創造に向けた議決権行使	57
4.3.1	議決権行使の実質化.....	57
4.3.2	形式的・機械的な議決権行使の弊害	57
4.3.3	実質判断を可能とする体制整備、セーフハーバーの設定、理由開示	58
第5章	政府が取り組むべき対応.....	59
5.1	基本的な考え方	59
5.2	経営資源の再配分と成長投資に対する支援措置	59
5.2.1	事業ポートフォリオの改善のための事業再編の促進	59
5.2.2	大胆な成長投資の促進.....	60
5.2.3	内部資本の成長投資への再配分の促進	60
5.2.4	資本配分の最適化を担う CFO 等の機能の強化.....	61
5.3	企業と投資家の更なる信頼関係の醸成と資本市場のリスクテイク機能の活用	61
5.3.1	投資家の議決権行使・エンゲージメントの実質化	61
5.3.2	会社法制等の国際的な整合性の確保	62
5.3.3	社債市場の活性化・リスクマネー供給主体の多様化	62
5.4	国によるリスクテイクやイノベーション投資の重要性.....	63
5.4.1	17 分野等での政府による投資促進策との連動	63
5.4.2	成長投資の対象となる重要技術等の研究開発・社会実装	63

別紙： 今後の検討課題	65
添付 1：価値創造経営小委員会 委員等名簿.....	67

第1章 はじめに

1.1 本指針の策定経緯

❖ 日本企業の現状と課題

「伊藤レポート」（2014年8月）は、「世界で最もイノベティブな国」である日本の企業の収益力について、欧米企業との間にほぼ倍の格差があり、「最もイノベティブと見られてきた日本企業が、持続的な低収益性というパラドックスに陥っている」と指摘し、日本企業と社会に大きな影響を与えた。こうした状況が中長期投資の低リターンを通じて、投資行動の短期化を招き得るとの問題提起は、我が国におけるコーポレートガバナンス改革の出発点の一つとなった。

こうした問題意識を受け、2010年代以降のコーポレートガバナンス改革では、資本効率の向上が中心的テーマとして位置付けられた。「伊藤レポート」では、企業価値向上には資本コストを踏まえた経営、ROEの重視、投資家との建設的対話、質の高い情報開示が不可欠と整理され、2015年6月より適用が開始された「コーポレートガバナンス・コード」により、取締役会の監督機能強化や開示の充実、株主との対話促進等が進展した。

こうした改革の積み重ねは、企業の資本効率や収益性に対する意識の浸透と相まって、**日本企業の業績改善や株式市場の再評価**にもつながっている。実際、日本のTOPIX500のROE（自己資本利益率）を見ると、ROEは、2010年代半ばと比べて明確に上昇しており、近年ではおおむね9%を超える水準で推移¹するなど、**資本効率の改善が進展**している。こうした中、日経平均株価は2024年に終値ベースで史上最高値を更新し、その後も高値更新が続く局面が見られており、直近では、2026年4月の月末終値が5万9千円を超え、過去最高値を更新した。

❖ 直面する新たなパラドックス

しかしながら、日本はここにきて再び「新たなパラドックス」に直面している。

すなわち、**企業の業績や株価が大きく上昇し、資本効率も一定程度改善が進み、株主に対する還元は大幅に拡大する一方で、その成果が、賃金上昇や成長投資に必ずしも十分結び付いていないというパラドックス**である。実際、コーポレートガバナンス改革の目的は、日本企業の稼ぐ力の向上にあったが、約10年が経過した現在においても、日

¹ 参考資料集〇頁参照。※パブリックコメント実施後、最終公表時に、データを掲載した参考資料集を公表する予定。

本企業の売上高収益率（ROS：Return On Sales）は米国企業のほぼ半分の水準²であり、日本企業の賃金水準も、欧米企業と比較して伸び悩んでいる。

❖ 成長投資や賃金が上昇しない構造的要因

こうした背景には、大きく三つの構造的要因が考えられる。

第一に、**日本企業全体としては資本効率の改善が進展してきた一方で、資本コストを上回る収益性を安定的に確保できていない事業が依然として少なくない**ことである。資本効率の水準が十分でないまま投下資本が維持・拡大されれば、経済的な付加価値の総量は増えず、成長投資や賃金などへの再配分が発生しにくい構造が維持されている。

第二に、**資本効率の短期的な改善が強く意識される中、一部の投資家による形式的な議決権行使とも相まって、企業が賃上げを含めた成長投資に対して消極的になり、資本の再配分や投下資本の戦略的な拡大が必ずしも十分に行われていない**ことである。特に、投下資本の拡大は、成果の顕在化まで一定の時間を要し、投資初期においては資本効率や利益率等の指標が一時的に悪化し得る。このため、企業と投資家の時間軸や評価軸が一致しない場合、資本コストを上回る投資機会が存在しても、必要な資本が十分に投下されず、将来の賃上げや成長投資などへの再配分の資金が蓄積されにくくなることとなる。

第三に、**企業と投資家の間で、成長投資と株主還元の適切なバランスを、企業の成長ステージや業績を踏まえて検討するための共通理解が、必ずしも十分に形成されていない**ことである。欧米では、事業のライフサイクルや投資機会の質に応じて、成長投資を優先すべき局面と株主還元を重視すべき局面とを区別する優先順位付けの考え方が一般的である。実際、株主還元よりも、成長投資を通じて得られる将来の期待リターンが高い場合には、成長投資を優先する方が、中長期的な時間軸で考えれば合理的な判断となる。一方、日本では、成長投資と株主還元のメリハリが十分ではなく、オーガニックな成長を通じたりターン拡大を起点とする好循環が、必ずしも広く定着していない。

❖ 4象限分析（PBR×ROE）でみる日米欧の差

こうした構造は、企業を成長期待（PBR）と資本収益性（ROE）の高低により4つの類型に整理する4象限フレームワーク（詳細は後述）で企業を俯瞰することで、より鮮明となる。実際、企業群別に成長投資と株主還元のバランスを見ると、その差は明らか

² 参考資料集〇頁参照。

である。例えば、成長期待が相対的に高い企業群③では、米国企業の対売上高成長投資比率が高水準である一方、日本企業はその水準が低い。一方で、日本企業では、企業群③でも配当実施企業が多い。このように、日本企業では、市場の期待値とは裏腹に、**成長投資と株主還元のバランスが戦略的に機能していない状況**が垣間見える。

図 1：株価、純利益、成長投資、株主還元、現預金の推移³

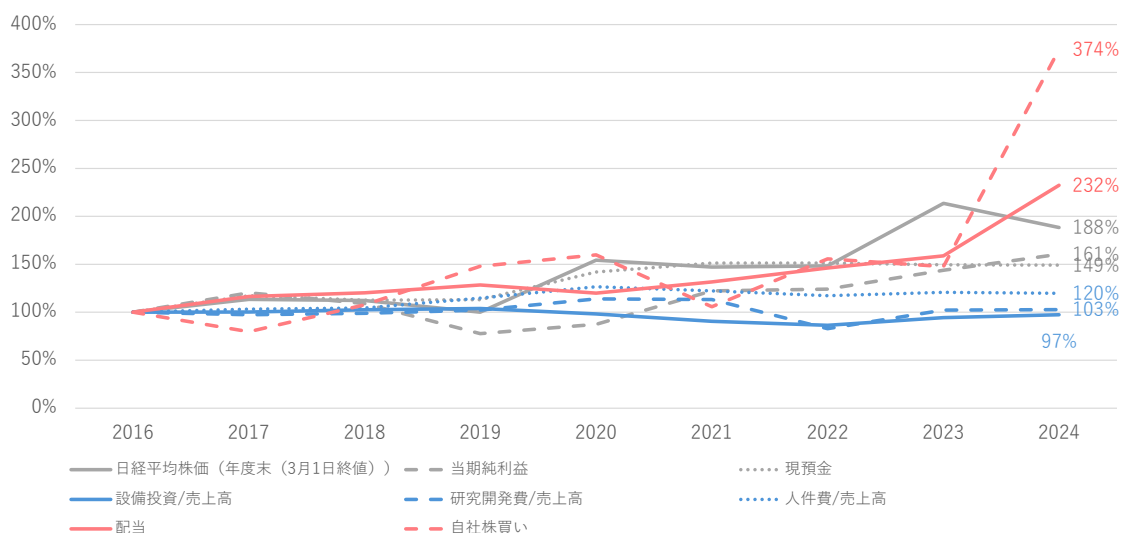
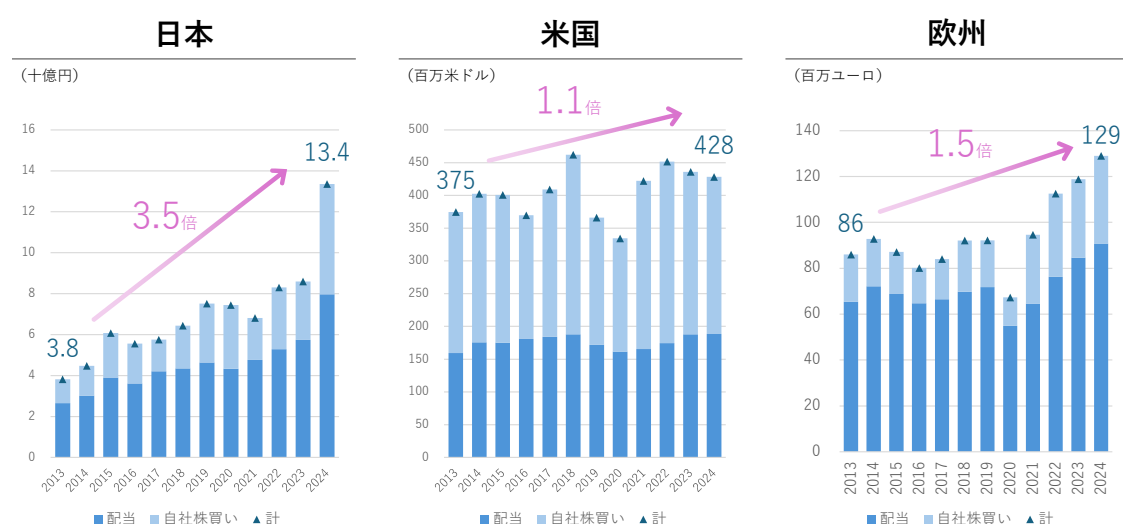


図 2：上場企業の平均株主還元額の推移（日米欧）⁴



³ 参考資料集〇頁参照。

⁴ 参考資料集〇頁参照。

図 3：上場企業の 4 象限別の成長投資・株主還元（日米欧）⁵

		売上高成長投資比率			株主還元（配当・自社株買い）の実施率					
		日本	米国	欧州	日本	米国	欧州			
①	合計	16.9 %	28.8 %	27.0 %	配当	96 %	13 %	30 %		
	設備投資	4.4 %	5.6 %	6.6 %		自社株買い	34 %	18 %	12 %	
	研究開発	2.2 %	7.1 %	4.0 %			配当	99 %	14 %	50 %
	人件費	10.4 %	16.2 %	16.4 %				自社株買い	38 %	19 %
②	合計	13.4 %	32.5 %	23.9 %	配当	60 %	22 %		24 %	
	設備投資	5.1 %	4.8 %	5.1 %		自社株買い	16 %	28 %	14 %	
	研究開発	1.7 %	3.7 %	3.9 %			配当	91 %	54 %	77 %
	人件費	6.6 %	24.0 %	14.8 %				自社株買い	38 %	56 %
③	合計	22.4 %	47.6 %	34.3 %	配当	91 %	54 %		77 %	
	設備投資	6.0 %	5.4 %	6.5 %		自社株買い	38 %	56 %	32 %	
	研究開発	3.3 %	7.0 %	5.6 %			配当	91 %	54 %	77 %
	人件費	13.2 %	35.2 %	22.1 %				自社株買い	38 %	56 %
④	合計	18.8 %	29.8 %	27.1 %	配当	91 %	54 %		77 %	
	設備投資	5.3 %	6.4 %	5.6 %		自社株買い	38 %	56 %	32 %	
	研究開発	2.0 %	4.7 %	2.6 %			配当	91 %	54 %	77 %
	人件費	11.5 %	18.8 %	19.0 %				自社株買い	38 %	56 %
計	合計	17.7 %	29.4 %	27.2 %	配当	91 %	54 %		77 %	
	設備投資	5.1 %	5.9 %	5.8 %		自社株買い	38 %	56 %	32 %	
	研究開発	2.2 %	4.8 %	3.4 %			配当	91 %	54 %	77 %
	人件費	10.4 %	18.8 %	18.1 %				自社株買い	38 %	56 %

❖ なぜ今、価値創造（EP）の総量に着目するのか

こうした構造的要因を解消していく上で、いま改めて必要なのは、短期的に資本効率や株主還元の水準を高めるのではなく、企業が生み出す経済的な付加価値の総量を、中長期的な視点から持続的に拡大していくことである。

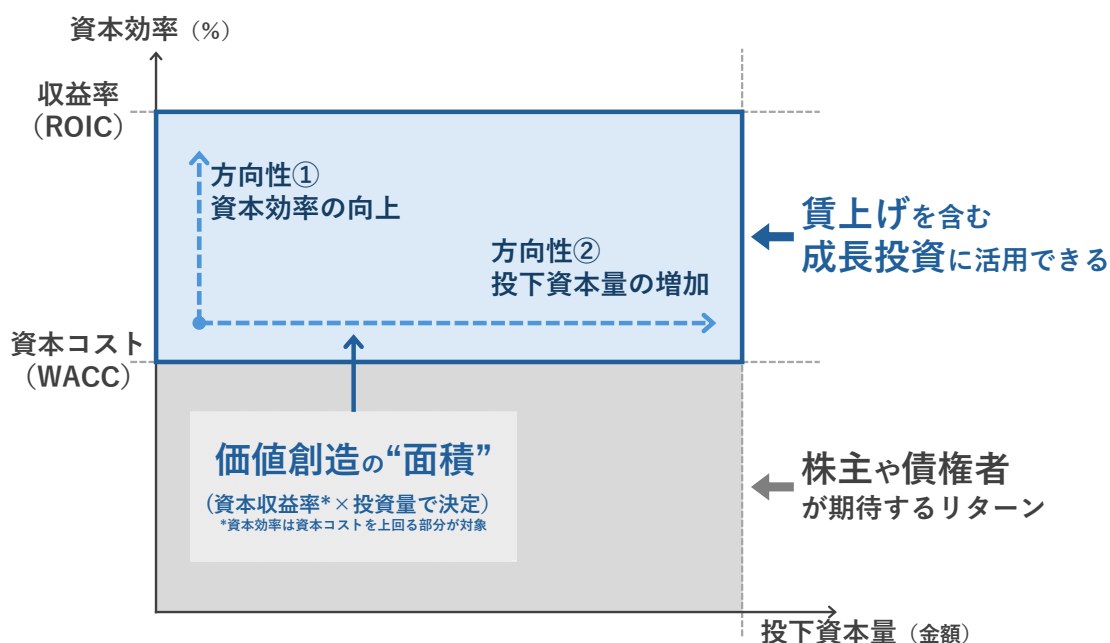
こうした観点から、「価値創造」、すなわち、資本コスト控除後に企業に残る経済的付加価値を示す概念として、「エコノミック・プロフィット」（EP：Economic Profit）の考え方に改めて着目している。EP は、投資家や債権者に対して必要な資金コストを賄った上で企業に残る付加価値であり、将来の成長投資や、賃上げを含めた人的資本投資を含む幅広いステークホルダーへの再配分が可能なものと位置付けられる。

したがって、成長投資や賃金上昇が持続的に実現されるためには、EP の創出・拡大を安定的かつ面的に増やしていくことが不可欠である。EP を共通言語とすることで、成長投資の抑制や株主還元を通じた短期的な業績向上ではなく、将来の価値創造に向けた中長期的な企業価値向上に資する企業の取組を捉えることが可能となる。

⁵ 参考資料集〇頁参照。

なお、EP (Economic Profit)⁶は、日本企業においても、1990年代から2000年代にかけて一部で導入され、業績評価への活用が試みられてきた経緯があるが、算定の難易度や、同業他社との比較が容易でないこと、当時はまだ資本コストに対する意識が全体的に低かったことなどから、企業内の共通指標として広く定着するには至らなかった事例も少なくない。しかし、近年では、資本効率を重視した経営が広がる中、ROE や ROIC などの効率性指標の活用が進んできている。また、効率性指標は、資本効率を上昇させる観点から重要である一方で、短期的に資本効率だけを追求する企業経営は、賃上げを含む成長投資の抑制につながる可能性もある。こうした状況を踏まえ、本ガイダンスは、効率性指標による分析を補完しつつ、価値創造を「総量」として捉えるための参照軸の一つとして、EP の考え方に改めて着目している。

図 4：価値創造 (EP : Economic Profit) の考え方



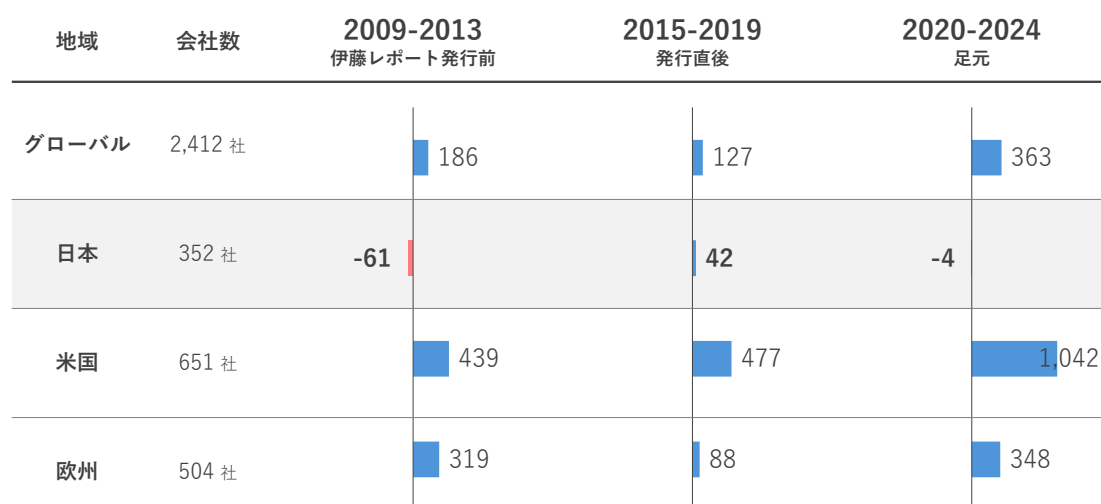
しかしながら、世界のトップ企業約 2,400 社 を対象に、2020 年から 2024 年の 1 社あたりの年平均 EP を算出したところ、日本企業の平均は改善傾向にあるものの、マイナスのままである。すなわち、日本企業は、一部のセグメントでは価値創造を伸ばしているものの、同程度の価値毀損セグメントによって相殺されることで、**日本企業全体としては EP が ± 0 付近で停滞している**のである。

⁶ 1990 年代以降、Stern Stewart 社が提唱する EVA (Economic Value Added) 等と併せて、企業の価値創造を測る指標として国際的にも一定程度活用されてきた概念である。

実際、日米欧企業を比較すると、この差は鮮明となる。日本企業はEPがマイナスとなるセグメント（価値毀損セグメント）に対する資本投入量は全体の約6割を超え、EPがプラスのセグメント（価値創造セグメント）が生み出した価値をほぼ全て相殺する構造となっている。一方、米国企業は価値毀損セグメントに対する資本投入量は4割未満であり、価値創造セグメントに対する資本投入量の累積が大きく、累積EPのピーク後の減少が限定的な形状となっている。

このように、価値毀損セグメントへの資本投入が大きい状況では、EPの総量が伸びにくく、賃上げを含めた成長投資を支える経済的付加価値が構造的に制約されるため、日本企業の中長期的な企業価値向上を阻害する要因になっていると考えられる。

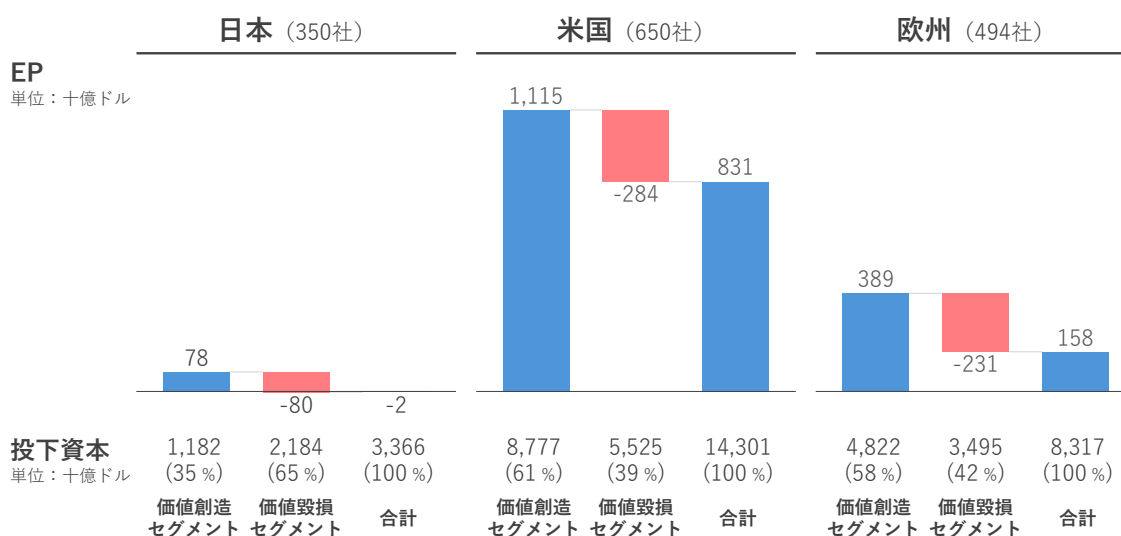
図 5：日米欧の価値創造の推移⁷



単位：百万ドル

⁷ 以下、EPに関するデータは、マッキンゼー・アンド・カンパニー・インコーポレイテッド・ジャパン「令和7年度経済産業政策関係調査事業（価値創造経営の推進に向けた課題と対応策に関する調査）」のレポート及びデータを基に経済産業省作成。抽出条件等の詳細は、参考資料集〇頁参照。

図 6：日米欧の価値創造と価値毀損の状況⁸



❖ 中長期的な価値創造（EP）の拡大が賃上げを含めた成長投資につながる

こうした問題意識を踏まえ、「価値創造経営小委員会」（以下、「本小委員会」という）では、「価値創造」を「企業が事業活動を通じて、資本コストを上回る利益を継続的に生み出すこと」と捉えた上で、企業価値を持続的に拡大するためには、①資本効率（ROIC-WACC）の向上と、②投下資本（Invested Capital）の戦略的な再配分・拡大という、縦と横の双方の軸を統合的に拡大させることが必要であると整理している。

実際、長期にわたるデフレ局面においては、より良い商品・サービスを提供しても適切な価格が確保しにくく、コスト削減を通じた収益確保が経営の中心であったが、足下ではデフレからインフレ局面への転換も背景に、価格・付加価値の向上を通じて収益力を高める取組の重要性が増している。売上高の向上に向けては、単なるコストカットではなく、戦略的なプライシングを行うという発想が重要であり、その際には、顧客の支払意思額（WTP）を押し上げる「価値の源泉」そのものに投資する視点が求められる。特に、AX（AI Transformation）・GX（Green Transformation）の進展、経済安全保障の重要性の高まりなどを背景に、設備投資、研究開発投資、人的資本投資、サプライチェーン再構築等に関する投資機会が拡大しており、こうした事業環境の変化を捉えた対応が必要となっている。

また、収益性の向上にあたっては、単にコストカットにより短期的に利益を引き上げることではなく、将来的な収益力の向上につながる取組を重視する必要がある。特に、

⁸ 参考資料集〇頁参照。

賃金の抑制等の短期的な対応ではなく、むしろ人的投資の拡大や持続的な賃上げを通じて、中長期的に ROIC-WACC スプレッドを拡大していく視点が求められる。具体的には、賃上げを含めた人的資本への投資に加え、ブランド、技術、デザイン、データ・ソフトウェア等の知的財産、さらには組織能力といった無形資産への投資を、中長期的な競争優位性を生み出すための成長投資として位置付け、戦略的に実行していく必要がある。

その際、今後の労働供給制約社会においては、賃上げは単なる分配政策ではなく、人材を惹き付け、生産性向上投資を促し、企業の行動変容を促進する「供給力強化政策」そのものであり、成長戦略の起点であることに留意する必要がある。労働供給制約が強まる中では、企業には、グループや取引先を含むサプライチェーン全体において、現状維持にとどまらない生産性向上や事業再編等を促し、収益力を底上げし、賃上げにつながる好循環を広げていくことが期待される。

こうした環境下において、業績や株価の改善にとどまらず、EP の創出・拡大を通じて価値創造の総量を高め、その成果を賃上げを含めた成長投資に結び付けていくことこそが、「強い経済」を実現する上で、コーポレートガバナンス改革の次なるステップとして求められている。企業と投資家が、EP を共通言語として、中長期的な視点から資本配分や成長投資について対話を深めていくことが、「新たなパラドックス」を乗り越える鍵となる。

❖ 成長志向型コーポレートガバナンスの実現へ

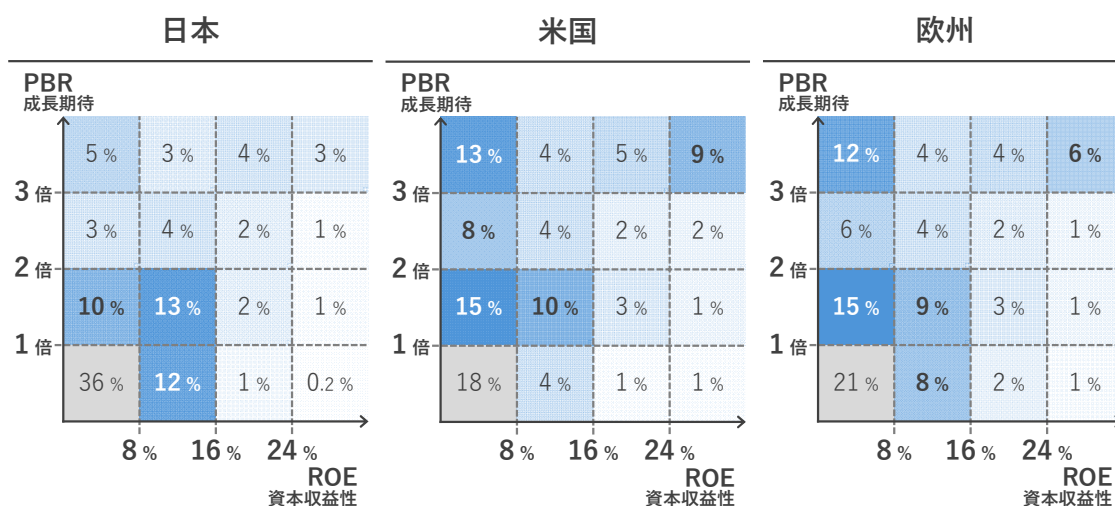
こうした問題意識を踏まえ、本小委員会では「成長投資ガイダンス」（以下、「本ガイダンス」という）を取りまとめることとする。本ガイダンスは、成長を志向する企業と投資家に対して、日本企業が成長志向型ガバナンスへと進化するための方向性を示し、企業と投資家が協働して価値創造に取り組み、中長期的な企業価値向上に踏み出すための考え方を提示するものである。

本ガイダンスにおいて目指す「成長志向型コーポレートガバナンス」とは、短期的な利益確保やコスト削減を通じた単なる資本効率の改善にとどまらず、資本効率を高め、事業ポートフォリオの改善や経営資源の再配分を通じて、将来の成長に向けた成長投資を戦略的に拡大していく、付加価値の拡大を起点としたガバナンスの在り方を指す。すなわち、資本効率の改善と成長投資の拡大を対立概念として捉えるのではなく、価値創造（EP）の拡大を通じて両者を両立させていくことを中核に据えるガバナンスの在り方である。

本ガイダンスは、企業が継続的に価値創造（EP）の拡大を行うことが、中長期的には賃上げを含めた成長投資につながり、企業価値向上、そして、国全体の経済成長につながるという考え方の下、価値創造（EP）を軸に、賃上げを含めた成長投資・株主還元等を一体的に捉え、成長志向型のコーポレートガバナンスへと転換していくための実践的な指針となることを目指す。

本ガイダンスの狙いは、欧米企業に見られるように、成長投資と規律ある資本配分を通じて価値創造を高い水準で行う企業が継続的に生まれてくることにある。本ガイダンスは、そうした企業の挑戦を後押しし、日本全体としての価値創造の水準を引き上げていくための共通の基盤を提示するものである。

図 7：日米欧の上場企業のポジション分布⁹



⁹ 参考資料集〇頁参照。

1.2 本ガイダンスの意義と位置付け

❖ 本ガイダンスの位置付け

本ガイダンスは、「コーポレートガバナンス・コード」（以下、「CGコード」という）の基本的な考え方を前提とし、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を、成長投資の観点から具体化・実装へとつなげることを目的とするものである。

CGコード改訂においては、原則4-1¹⁰において将来の経営資源配分に関する説明の重要性が一層明確化されるなど、成長投資を含む将来のキャピタルアロケーションの在り方が、ガバナンスの重要課題として位置付けられている。こうした**CGコード改訂の趣旨を踏まえ、本ガイダンスは、成長を志向する企業に対して、企業と投資家が、価値創造（EP）を共通言語として、成長投資の意義・時間軸・リスクとリターンを建設的に議論し、中長期的な企業価値向上に向けて成長投資を拡大する上で共通理解とすべきポイントを具体的に整理している。**

❖ 本ガイダンスの主な対象者

本ガイダンスの主たる対象者は、成長投資を通じて価値創造を拡大しようとする上場企業、すなわち、企業を成長期待（PBR）と資本収益性（ROE）の高低により4つの類型に整理する**4象限フレームワークの企業群②、③、④を主な対象として設定している**（企業群①は本ガイダンスの主な対象でないため詳細な記載は割愛するが、企業群①の企業に期待される取組は注釈○を参照）。

具体的には、企業側では、「成長の道筋」の提示と実行を担うCEO・取締役会（社外取締役を含む）、執行陣、その実装を主導するCFO・CSO等の経営・財務戦略担当者や、経営管理・FP&A等を担う職員を想定する。また、本ガイダンスは、そうした企業に投資を行う機関投資家等の投資家も主な対象として想定している。

企業と投資家が、それぞれの役割の下でEPという共通理解を醸成しながら、成長投資を通じた価値創造を実現していくことが、本ガイダンスの目指すところである。

¹⁰ CGコード原則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）を参照。記載は以下のとおり。

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・公表にあたっては、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。

1.3 本指針において用いる用語の意味

- a) **企業価値**¹¹とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である。
- b) **価値創造**とは、企業が事業活動を通じて、資本コストを上回るリターンを継続的に生み出すことである。
- c) **エコノミック・プロフィット（EP：Economic Profit）**とは、事業活動から生み出される NOPAT から、当該事業に投下された資本に対する資本コストを控除したものである。

$$\begin{aligned}\text{EP} &= \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{投下資本}) \\ &= \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})\end{aligned}$$

- d) **ROIC（Return on Invested Capital：投下資本利益率）**とは、企業が事業活動のために投じた資本（投下資本）に対して、どれだけ効率的に NOPAT を生み出しているかを示す指標である。なお、本ガイダンスでは、「投下資本」を「運転資本＋固定資産－非事業用資産」として、事業の運営に活用する資本と捉えている。

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} \div \text{投下資本}$$

- e) **NOPAT（Net Operating Profit After Tax：税引後営業利益）**とは、営業利益から、みなし税金（営業利益に実効税率をかけたもの）を控除した金額である。
- f) **株主資本コスト**とは、株主から資金を調達する際にかかるコストであり、資金を提供する株主が企業に最低限求める期待収益率を指す。
- g) **負債コスト**とは、有利子負債の調達コストを指す。
- h) **WACC（Weighted Average Cost of Capital：加重平均資本コスト）**とは、株主資本コストと負債コストを、資本構成比（負債・株主資本の比率）で加重平均したものである。

¹¹ 経済産業省が策定した「公正な M&A の在り方に関する指針」（2019年6月28日）（以下「公正 M&A 指針」とする）や「企業買収における行動指針」（2023年8月31日）（以下「企業買収指針」とする）において整理された企業価値の定義と同義。

詳細は、公正 M&A 指針 5 頁、企業買収指針 8 頁以降を参照。なお、企業価値の中には、事業活動において従業員や取引先などのステークホルダーが貢献することにより、定量的に将来のキャッシュフローが増加することによる価値も含まれていると整理されている。

- i) **成長投資**とは、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¹²のうち、企業の将来の成長に資する投資を指す。人的資本への投資には、賃上げのための人件費や従業員への研修等の教育訓練費等が含まれる。
- j) **ベストオーナー**とは、当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体¹³を指す。
- k) **TSR (Total Shareholder Return : 株主総利回り)**とは、一定期間において株主が得た総合的なリターンを示す指標であり、株価の値上がりによるキャピタルゲインと配当によるインカムゲインを合算して測定する。一般的な算定式は以下の通り。

$$\text{TSR} = (\text{期末株価} - \text{期首株価} + \text{期間中配当}) \div \text{期首株価}$$

- l) **4象限フレームワーク**とは、PBR (Price Book-value Ratio : 株価純資産倍率) と ROE (Return on Equity : 自己資本利益率) を用いて、企業の状況 (成長ステージ) を整理するフレームワークの一つ。ここでは、企業を4つの企業群 (企業群① : 低成長期待・低資本収益性、企業群② : 低成長期待・高資本収益性、企業群③ : 高成長期待・低資本収益性、企業群④ : 高成長期待・高資本収益性) に分類する。なお、本ガイダンスでは、伊藤レポートや東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」要請等を踏まえ、ROE 8 % 及び PBR 1 倍を一つの参照点として整理している。

¹² CG コード (改訂案) の原則 4 - 1 においても、「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)」と記載。

¹³ 経済産業省「事業再編実務指針」(2020年7月31日) 20頁参照。

第2章 価値創造を通じた持続的な企業価値向上

2.1 価値創造

2.1.1 価値創造の考え方

❖ 価値創造の考え方

企業価値の持続的な向上を考える上では、会計上の利益や短期的な収益指標のみでは不十分である。重要なのは、中長期的な時間軸を意識した上で、企業が事業に投じた全ての資本に対して、その機会費用である資本コストを上回るリターンをどれだけ創出しているかという点である。

こうした観点から、本ガイダンスにおいて、企業の「価値創造」とは、**企業が事業活動を通じて、資本コストを上回るリターンを継続的に生み出すこと**であり、その規模を積分的に捉える概念として、**エコノミック・プロフィット (Economic Profit)**（以下「EP」という）を用いることとする。EPは、一定期間に企業が創造する経済的価値を測るものとして、以下のように定義できる。

$$EP = \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

EPとは、事業活動から生み出される税引後営業利益から、当該事業に投下された資本に対する資本コストを控除したものである。すなわち、EPが正である場合には、企業は資本コストを上回る経済的な価値を創出している一方で、EPが負である場合には、売上や利益が拡大していたとしても、経済的には価値を毀損している状態にある。

特に、**EPは、株主・債権者といった資金提供者に対して必要な資金（資本コスト相当）を返した上で企業に残存する経済的な付加価値であり、この部分が、将来の賃上げを含めた成長投資、ステークホルダーへの再配分が可能なもの**となり得る。このため、どれだけ成長投資を通じてEPを増やせるかが企業経営にとって非常に重要となる。

❖ EPを考える上で重要となる三つの視点

このEPを考える際、以下の三つの要素が特に重要となる。

第一に、**①ROIC-WACCスプレッドの改善**である。

資本効率は、投下資本に対してどれだけのリターンを生み出しているかを示すものであり、本ガイダンスではROICとWACCとの差として捉えている。**企業が価値創造を行うには、資本効率が資本コストを上回る状態を確保することが必要**となるところ、特

に、日本企業は欧米企業と比較して ROIC-WACC スプレッドが依然としてマイナスの状況にあり、資本効率の改善が引き続き重要となる。

しかしながら、ここでいう資本効率の改善とは、単なるコストカットや、成長投資や賃金の圧縮によって短期的に資本効率を引き上げることではない。むしろ、**持続的に EP を拡大していくため、成長投資や無形資産（人材、ブランド、デザイン、データ、DX 基盤、サプライチェーン、組織能力等）への投資¹⁴を通じて、提供する商品・サービスの付加価値を高め、販売価格の向上等による収益性の改善につなげていく取組が重要**となる。

第二に、**②事業ポートフォリオの改善と大胆な成長投資**である。

価値創造（EP）の拡大には、資本効率の改善に加え、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域に対して、企業の内部資本を戦略的に転換・拡大していくことが不可欠である。特に、**日本企業においては、価値毀損セグメントを保有している場合も少なく、事業ポートフォリオを継続的に見直した上で、成長が見込まれる分野へ資本を再配分することが重要**である。

その際、**既存事業やノンコア事業・非事業用資産の見直しから生まれたキャッシュを活用し、研究開発投資、設備投資、人的資本投資、新規事業、M&A 等へとつなげる「資本の循環」を強化する視点が重要**となる。また、現預金や政策保有株式などについては、保有目的や保有水準などを整理した上で、その残余を成長投資へ振り向けることも中長期的な EP の拡大につながる。

第三に、**③中長期的に価値創造を拡大するという時間軸の問題**である。

成長投資の成果は複数年にわたって段階的に顕在化するため、短期間の EP のみで一義的に評価することは適切ではない。短期間で EP を高めることを目的として、必要な長投資を躊躇することはむしろ将来の企業価値を毀損することにつながり得る。

このため、企業においては、中長期的な EP の拡大に向けたシナリオを明確に示し、その実現に向けて着実に取り組んでいくことが重要である。あわせて、投資家においても、短期的な EP の変動のみに着目するのではなく、中長期的に EP を拡大する観点から企業の取組を中長期的に評価していく姿勢が期待される。その際、企業の中長期的な EP 拡大に向けた取組を尊重しつつも、EP 拡大に向けた方針や進捗について十分な説

¹⁴ 内閣官房・金融庁・経済産業省「人的資本可視化指針（改訂版）」（令和 8 年 3 月 23 日）では、「企業の競争優位の源泉や持続的な企業価値向上の推進力が無形資産（人的資本や知的資本の量や質、ビジネスモデル等）へと移りつつあり、2020 年には S&P500 の構成銘柄の時価総額のうち 90%を無形資産（時価総額から純有形資産を引いたもの）が占めている。しかし、日本における無形資産投資は米国、ドイツ、フランス、英国と比べて低水準であり、これらの国で右肩上がりに投資が増加しているのに対して、日本ではこの 10 年間でほとんど増加していない」と指摘している。

明・取組がなされていない場合には、経営管理体制の見直し等を含め、必要な対応を検討することも重要となる。

企業には、中長期的に EP の拡大に資する投資を推進していくことが期待されると同時に、投資家には、投資時点での一時的な EP の低下を許容しつつ、事業の特性やビジネスモデルを十分踏まえた上で、企業の投資が中長期的な EP 向上に資するものとなっているかを中長期的にモニタリングしていくことが期待される。

このように、企業が価値創造を持続的に拡大していくためには、中長期の時間軸を強く意識した上で、資本効率を高める取組とともに、資本コストを上回るリターンが見込まれる分野に対して、投下資本を戦略的に拡大していく取組の双方が不可欠である。すなわち、**企業の価値創造とは、単年の資本効率を高めることだけでも、単に投資規模を拡大することだけでもなく、「資本効率」と「投下資本」の両面からのアプローチを通じて、中長期的な時間軸に基づいて、資本コストを上回るリターンを継続的に拡大していくプロセスそのものである。**

2.1.2 価値創造（EP）の現状

❖ 欧米企業が EP を拡大する中、日本企業の EP は依然としてマイナス

世界のトップ企業約 2,400 社¹⁵の 1 社あたり年平均 EP は、186 百万ドル（2009-2013 年平均）から 363 百万ドル（2020-2024 年平均）へ約 2 倍に拡大するなど、**グローバルに見れば、企業の価値創造は、資本効率の改善と投資拡大の双方を背景に、大きく進展している。**

しかしながら、図 5 に示されるように、この中に含まれる約 350 社の日本企業の 1 社あたり年平均 EP（2020-2024 年平均）は▲4 百万ドルと、大きく欧米企業に劣後している。日本企業の EP 水準は改善されてきているものの、**未だにマイナス**となっている。

❖ 日本企業はスプレッド改善と投下資本量の拡大の両面で欧米企業との差が拡大

日本企業の EP の内訳を見ると、まず、ROIC と資本コスト（WACC）の差であるスプレッドは、2009 年から 2013 年の▲0.8%から、2020 年から 2024 年には▲0.04%へと、約 0.7%ポイント改善している。これは、WACC が上昇する一方、ROIC が 5.4%か

¹⁵ 参考資料集〇頁参照。

ら 6.4%へと約 1.0%ポイント改善しており、日本企業の資本効率が向上したことを示している。日本企業の 1 社あたり平均投下資本は、8,020 百万ドルから 9,509 百万ドルへと増加しているものの、EP はマイナスとなっている。

この結果を米国企業と比較すると、その差はより鮮明である。米国企業は、ROIC-WACC スプレッドが 4.2%から 5.3%へと 1.1%ポイント拡大していることに加え、投下資本を 10,509 百万ドルから 19,780 百万ドルへと約 2 倍に増加させることで、EP を 10 年間で約 2.4 倍まで上昇させている。すなわち、**米国企業は、資本効率の向上とともに、成長分野への積極的な投資拡大を通じて、EP を「面」として大きく押し上げている。**

また、欧州企業は、ROIC-WACC スプレッド自体は 2.2%から 2.1%へとわずかに低下しているものの、投下資本が 14,212 百万ドルから 16,555 百万ドルへと、約 2,343 百万ドル増加しており、投資量の拡大が EP の下支えとなっている。

このように、日本企業は、ROIC-WACC スプレッドの改善では一定の成果を見せているものの、依然としてスプレッドがマイナスであり、米国や欧州と比べて投下資本量の拡大も十分でなく、10 年間で価値創造の総量を大きく引き離されていることが分かる。

図 8：グローバルトップ 3000 社の 1 社あたり年平均 EP の内訳¹⁶

	日本			米国			欧州		
	2009-2013	2020-2024	変化	2009-2013	2020-2024	変化	2009-2013	2020-2024	変化
EP	-61	-4	+57	439	1,042	+603	319	348	+29
スプレッド	-0.8 %	-0.04 %	+0.7 %	4.2 %	5.3 %	+1.1 %	2.2 %	2.1 %	-0.1 %
ROIC	5.4 %	6.37 %	+1.0 %	11.1 %	12.5 %	+1.4 %	9.41 %	9.44 %	+0.02 %
WACC	6.1 %	6.41 %	+0.3 %	7.0 %	7.3 %	+0.3 %	7.2 %	7.3 %	+0.2 %
投下資本	8,020	9,509	+1,490	10,509	19,780	+9,270	14,212	16,555	+2,343

会社数

352 社

651 社

504 社

単位：百万ドル

❖ スプレッドの高い産業への構造転換が必要

日本企業の EP を業種別に見ると、①ROIC-WACC スプレッドが高い業種が生じている一方、そうした業種に対する投資量が相対的に低いことや、②投下資本は大きい一方でスプレッドが± 2 %前後に停滞している業種が多いこと、③スプレッドが大きく落ち

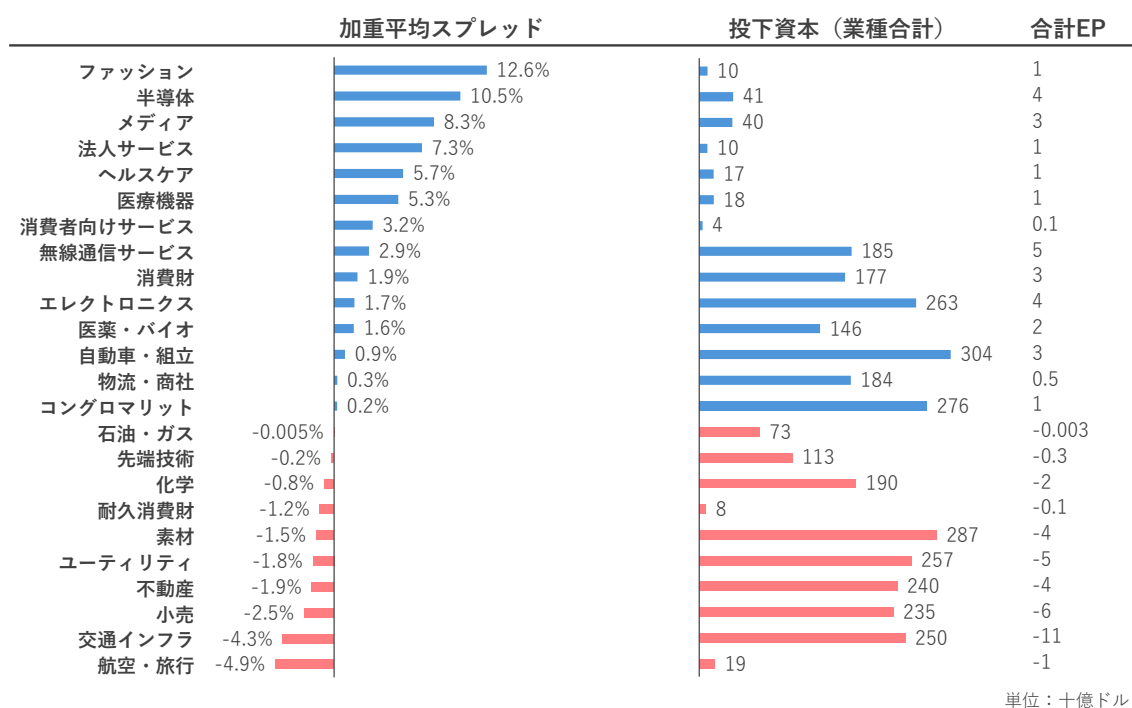
¹⁶ 参考資料集〇頁参照。

込んでいる業種も存在することなどが読み取れる。こうした傾向を踏まえると、日本全体として見れば、必ずしもスプレッドの高い業種に対して多くの資本が配分されている訳ではないことが示唆される。

ミクロ（企業経営）の観点からは、日本企業のポートフォリオ管理に課題があることが示唆される。企業においては、事業ごとの資本効率（スプレッド）と投下資本のバランスを点検し、中長期的にスプレッドを十分に確保できない事業について再編・縮小を検討する一方、スプレッドを確保できる事業は投下資本の拡大も含めて検討されることが重要である¹⁷。

マクロ（国全体）の観点からは、産業構造を転換し、新たな成長分野への投資を促進させていく必要性が示唆されている。とりわけ、G7 各国と比較して、日本は製造業の比率が高く、研究開発や設備投資など、中長期的な投資を通じた競争力の強化が必要となる企業も少なくないため、国家全体での戦略的な資本移動が必要となる。

図 9：日本の業種別 EP¹⁸



¹⁷ 事業のスプレッド改善を行うに際して、公共インフラや規制産業においては、業法上の規制等により、価格設定や収益率の改善を企業の裁量のみで実現することが困難な場合も少なくない点には留意が必要である。

¹⁸ 図 9～図 11：参考資料集〇頁参照。

図 10：米国の業種別 EP

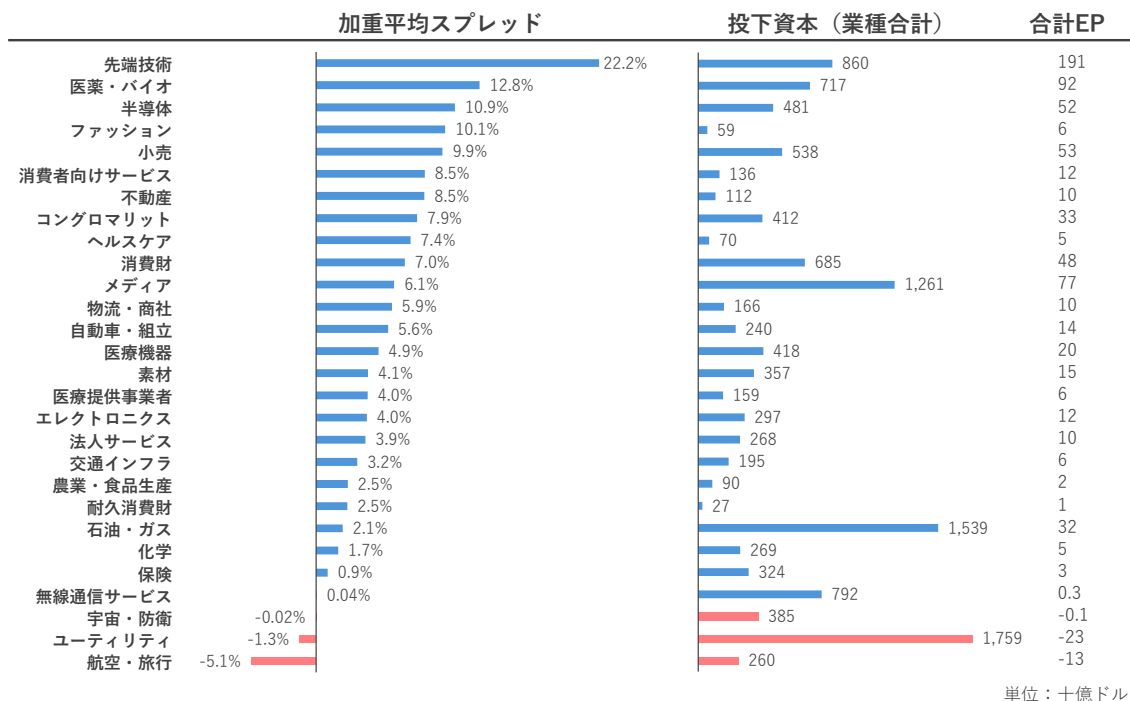
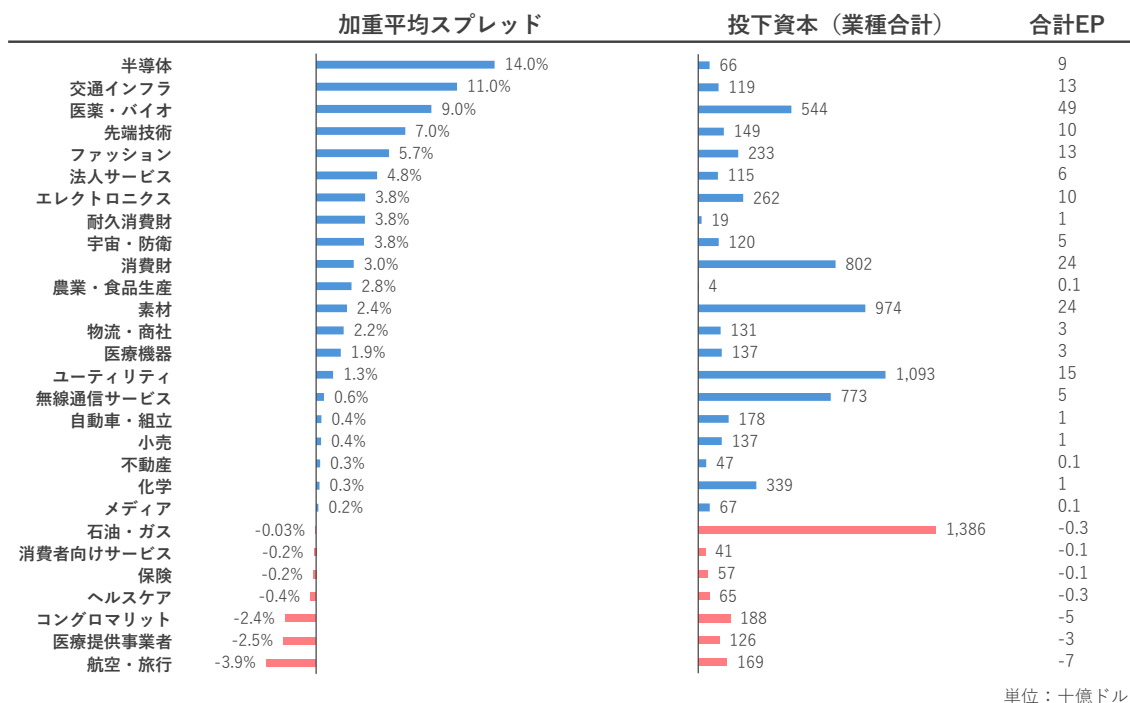


図 11：欧州の業種別 EP



❖ **価値毀損セグメントへの資本滞留が日本企業の EP の引下げ要因となっている**

日米欧企業で EP の水準に大きな差が生じる背景の一つには、**日本企業において、価値毀損セグメント（EP がマイナスとなる事業）に投下資本が相対的に厚く配分されていることがある。**

上述したように、**日本企業は EP がマイナスとなるセグメント（価値毀損セグメント）に対する資本投入量は全体の約 6 割を超え、EP がプラスのセグメント（価値創造セグメント）が生み出した価値をほぼ全て相殺する構造となっている。**一方、米国企業は価値毀損セグメントに対する資本投入量は 4 割未満であり、価値創造セグメントに対する資本投入量の累積が大きいいため、EP が全体として大きくプラスとなっている。

❖ **業種横断的に価値毀損セグメントが残存。価値毀損の程度も相対的に大きい**

業種別に見ると、**日本企業は米国企業と比較して、価値毀損セグメントの構成比がより高い傾向にある。**具体的には、セグメント数ベースで見た場合、図 12¹⁹のとおり、価値毀損セグメントの割合は、日本企業で平均 48%、米国企業で平均 39%、欧州企業で約 46%となっており、日本では業種横断的に価値毀損セグメントの比率が高い。特に、日本企業では、素材、物流・商社、化学、交通インフラ、不動産などの業種において、価値毀損セグメントの占める割合が過半となっており、欧州企業と概ね類似する傾向が見られる。

もっとも、価値毀損の実態を把握する上では、価値毀損セグメントの割合だけでなく、価値毀損セグメントが企業全体の EP に与える影響の大きさを併せて捉えることが重要である。図 13 のとおり、業種別 EP の絶対値ベースでの割合比で比較すると、価値毀損セグメントが占める比率は、日本が平均 41%であり、米国の平均 28%、欧州の平均 36%を上回っている。すなわち、**日本は、価値毀損セグメントの割合は欧州と同程度である一方で、価値毀損セグメントの「深度」（価値毀損の程度）が相対的に大きいことが示唆される。**

このように、**価値毀損セグメントの割合が多く、価値毀損の深度も大きい状況では、企業全体としての EP の総量が伸びにくく、賃上げを含めた成長投資を支える経済的付加価値が構造的に制約されやすい。**したがって、EP 拡大に向けては、価値毀損の大きい事業に資本が滞留していないかを点検し、資本の再配分を検討していくことが重要となる。

¹⁹ 図 6 は、価値創造/毀損セグメントに対する投下資本量の割合に着目しているのに対し、図 12 と図 13 は、業種別の価値創造/毀損セグメントの数や EP 絶対値の割合に着目しているため、両者の分析は整合的な結果となっている。

図 12：業種別の価値創造/毀損事業の構成比（セグメント数ベース）²⁰

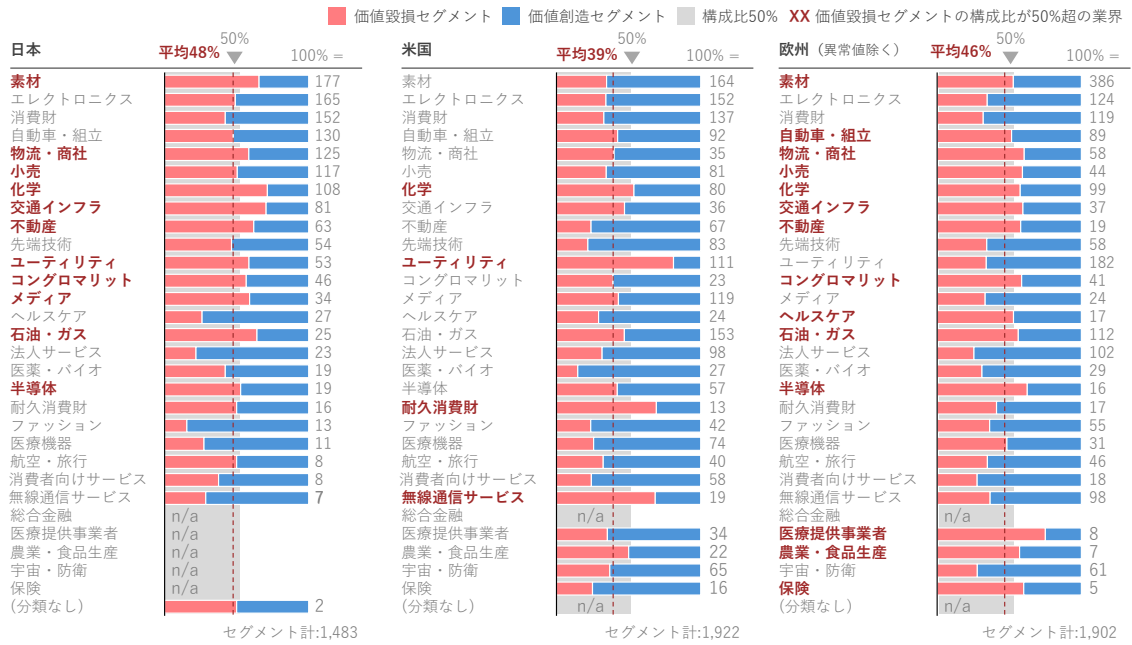
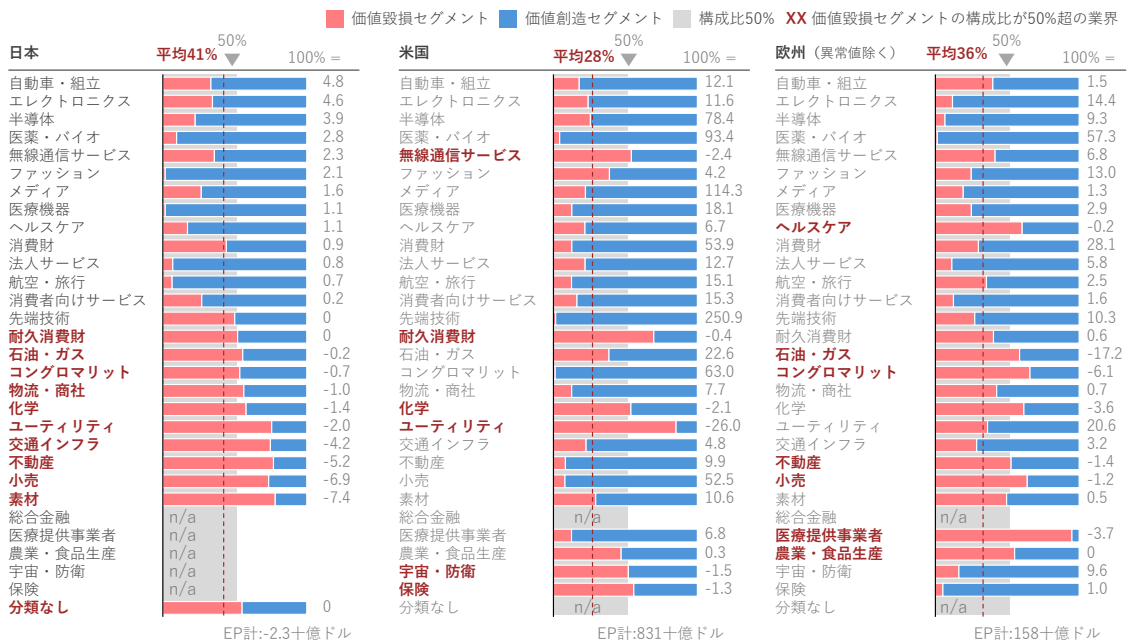


図 13：業種別の価値創造/毀損事業の構成比（EP 絶対値ベース）



²⁰ 図 12～図 13：参考資料集〇頁参照。

2.2 4象限フレームワーク

2.2.1 4象限フレームワークの考え方

本ガイダンスでは、PBR（Price Book-value Ratio：株価純資産倍率）とROE（Return on Equity：自己資本利益率）を用いた「4象限フレームワーク」を活用する。二つの指標を組み合わせることで、企業を以下の4類型に整理することができる（以下「企業群①～④」とする）。

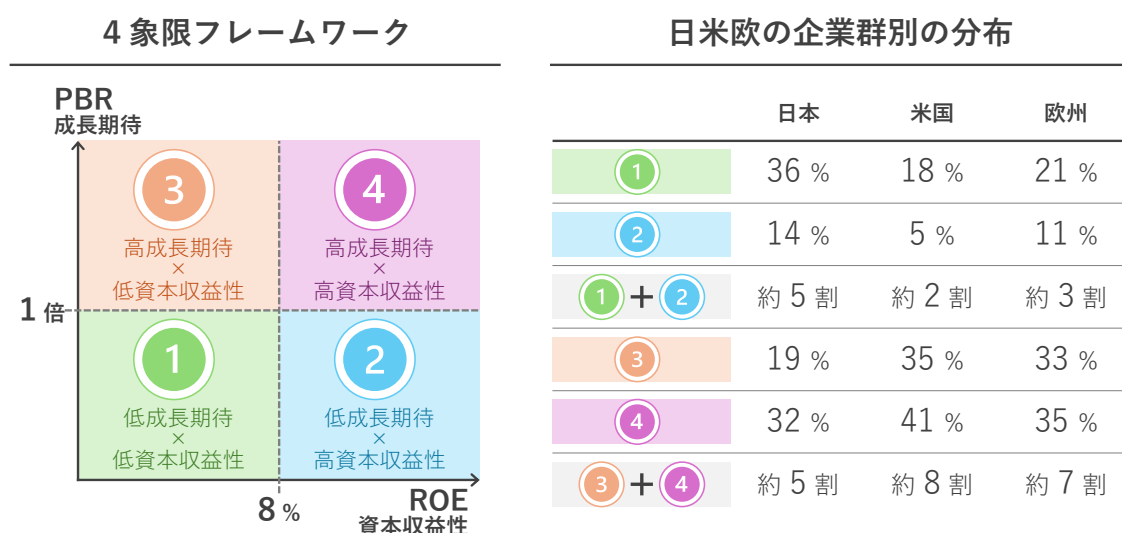
企業群①（低成長期待・低資本収益性：PBR 1倍未満・ROE 8%未満）

企業群②（低成長期待・高資本収益性：PBR 1倍未満・ROE 8%以上）

企業群③（高成長期待・低資本収益性：PBR 1倍以上・ROE 8%未満）

企業群④（高成長期待・高資本収益性：PBR 1倍以上・ROE 8%以上）

図 14：4象限フレームワークと日米欧の企業群別の分布（2021－2023年）²¹



4象限フレームワークを活用する上で重要となるのは、4象限上の位置付けは、各企業がこれまでに行ってきた投資判断、事業運営、資本配分が、市場にどのように評価されているかを整理したものであるという点である。このように、**4象限フレームワークは、企業のこれまでの経営の「結果」を把握するための整理軸であり、企業の価値創造の現状と市場評価との関係を理解するための一つの参考指標として位置付けられる。**

重要となるのは、**各社の立ち位置（成長ステージ）を踏まえ、今後のEP改善の道筋を明確にした上で、市場との対話を通じて中長期的に位置を改善していく取組**である。

²¹ 参考資料集〇頁参照。

2.2.2 価値創造と4象限フレームワークの関係

価値創造と4象限フレームワークの関係については、企業のEPの創出に向けた取組が、投資家による評価を経て、4象限上の位置として表れたものと捉えることができる。すなわち、企業が資本効率の改善や成長投資等を通じて**EPの拡大に取り組んだ結果が、市場からの期待や評価（PBR）と現時点の収益性（ROE）として可視化され、4象限上の位置として表現される**という関係にある。

4象限フレームワークを活用する際には、これらが**固定的ではなく、企業の経営行動や外部環境の変化に応じて、時間とともに動的に変化し得るもの**として捉えることが重要である。企業には、現在の4象限上の位置付けを踏まえ、今後どのようにEPを拡大し、その取組を投資家に説明していくのかを検討し、実行していくことが期待される。

本ガイダンスでは、**4象限フレームワークを、企業が自社の現在地（成長ステージ）を確認し、中長期的な価値創造に向けた取組を見つめ直し、投資家との対話を行うための参考指標の一つ**として活用されることを想定している。

2.3 企業価値との関係

経済産業省が策定した公正M&A指針や企業買収指針においては、企業価値について次のように定義されており、本ガイダンスにおいても、この定義を企業価値の基本的な捉え方とする。

企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等、株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である。

この定義は、DCF法（Discount Cash Flow Method：ディスカウントキャッシュフロー法）の考えに基づくものであり、企業価値とは、将来にわたるキャッシュフローを一定の前提の下、WACCで割り引いた割引現在価値の総和となる。一方、EP法（Economic Profit Method：エコノミック・プロフィット法）の考え方によると、ROICとWACCのスプレッドに投下資本を掛け合わせて算出される毎期のEPを将来にわた

って WACC で割り引き、その現在価値を評価時点の投下資本と合算することにより、DCF 法によって算出される企業価値と理論上同じ結果に帰結することになる²²。

このため、本ガイダンスは、**企業価値の定義は従来の考え方を維持しつつ、企業の価値創造（EP）を中心に据え、価値創造の拡大を通じた企業の持続的成長に向けて企業が取るべき対応策を検討することとしている。**

2.4 価値創造と T S R との関係

TSR（Total Shareholder Return：株主総利回り）は、株価の変動と配当を合わせた株主リターンを示す指標であり、投資家にとって重要な結果指標である。

TSR は、短期的には企業の本質的な価値創造力と乖離する場合も存在するが、**中長期には、EP を安定的かつ継続的に創出・拡大している企業ほど、TSR も高い水準**となる傾向があり、**両者の間には統計的に一定の相関関係が認められる**。資本コストを上回る利益を持続的に生み出す企業は、将来のキャッシュフロー創出に対する市場の期待値を高め、その結果として株価上昇や株主還元を通じたりターンの向上につながりやすい。

すなわち、EP は、企業が事業活動を通じてどれだけの経済的価値を創出しているかを示す価値創造の源泉であり、TSR は、その価値創造が資本市場を通じてどのように評価され、株主に還元されたかを示す結果指標と位置付けられる²³。このため、本ガイダンスは、**TSR を中長期的な価値創造の結果指標として位置付け、その源泉である EP の創出・拡大に向けて企業が取組を強化していくことが重要**であると整理している。

²² ティム・コラー、マーク・フーカート、デイビッド・ウェッセルズ著、マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価 バリュエーションの理論と実践 第7版（上）』（ダイヤモンド社、2022年）では、「エコノミック・プロフィット法は、得られる結果はエンタプライズ DCF 法と同一であるが、企業がどのように価値を創造するかに注目している点に特徴がある」としており、DCF 法と EP 法が企業価値の計算において理論上同じ結果を導くとしている。

²³ 本小委員会においても、短期的な TSR の改善のみを目的とした経営判断は、成長投資の抑制や過度な株主還元につながりかねず、中長期的な EP の拡大や持続的な企業価値成長を阻害するおそれがあるとの指摘があった。また、TSR は、4 象限フレームワークにおける象限間の移動を伴うような変化が生じる際に大きく上昇する傾向があり、例えば、常に企業群④にいる企業の場合には、上昇しにくい場合もあるとの指摘もある。

第3章 企業に期待される対応

3.1 価値創造に向けた取組

3.1.1 基本的な考え方

❖ 企業は価値創造を中長期的に拡大する取組が必要

本ガイダンスでは、企業による「価値創造」を、企業が事業活動を通じて資本コストを上回るリターンを継続的に生み出すことと捉えており、企業には EP の拡大を通じた中長期的な企業価値向上に資する取組が強く期待される。

EP は、投下資本 (IC) と、資本効率と資本コストの差分 (ROIC-WACC スプレッド) とを掛け合わせた面積として捉えることができることから、企業価値の持続的な向上に向けては、資本効率の向上と、資本コストを上回るリターンが見込まれ、しかもそれが成長していく領域に対する投下資本の戦略的拡大の双方に取り組むことが不可欠である。

前述した分析 (図 5・図 8 参照) によれば、日米欧いずれの地域でも投下資本は増加している一方、日本企業では ROIC-WACC スプレッドが長期にわたりマイナスで推移している (2009-13 年: ▲0.8%、2020-24 年: ▲0.04%)。ROIC-WACC スプレッドがマイナスの下では、投下資本 (IC) の増加は EP を押し下げる方向に作用するため、投下資本 (IC) の拡大が EP に対してマイナスに寄与し、資本の量的拡大が価値創造につながっていない状況が示されている。

このような状況を踏まえれば、日本企業は、引き続き資本効率の改善を目指し、少なくとも資本コストを上回る収益性を安定的に確保することが必要である。

一方、同分析 (図 5・図 8 参照) において米国企業は、ROIC-WACC スプレッドが一貫してプラスを維持・拡大しており (2009-13 年: +4.2%、2020-24 年: +5.3%)、これに加えて投下資本 (IC) も大幅に増加している (6,841→12,877 十億ドル)。スプレッドの改善と投下資本の戦略的拡大が相まって、EP の持続的な拡大に結び付いている点が特徴である。

こうした結果を踏まえると、日本企業は、持続的な企業価値向上に向けて、①資本効率 (ROIC-WACC スプレッド) を改善した上で、②資本コストを上回る投資機会に対して資本を戦略的に分配・拡大するという段階的なアプローチが有効となる。

❖ 付加価値向上を通じた中長期的な資本効率の改善が重要

資本効率（ROIC-WACC スプレッド）の改善にあたっては、成長投資の圧縮や、人的資本投資の縮小などのコスト削減を通じた短期的な改善ではなく、**将来の価値創造に資する成長投資や無形資産（人材、ブランド、デザイン、データ、DX 基盤、サプライチェーン、組織能力等）への投資を通じて、提供する商品やサービスの価値そのものを高め、顧客の支払意思額（WTP：Willingness to Pay）を押し上げる取組が重要**となる。こうした取組を通じて、資本コストを上回る収益性を中長期的に確保し、スプレッドを安定的にプラスへ転換していくことが特に重要となる。

また、**成長投資の成果が顕在化するまでの時間軸は、業種やビジネスモデル、投資の性質により異なり得る点にも留意が必要**である。例えば、研究開発や設備投資などは成果の回収に一定の期間を要する場合が多く、投資初期には利益やキャッシュフローが一時的に悪化し得る。また、業種別に見ても、情報通信業やサービス業等では、投資対象が無形資産に寄りやすく、投資効果が比較的早期に顕在化する場合がある一方、素材、機械、自動車等の製造業や、エネルギー、交通インフラ等のインフラ関連業種では、投資規模が相対的に大きく、投資回収までの期間が長期化し得るなど、業種によって価値創造の実現までに要する時間に差が生じ得る。

このように、**企業には、業種やビジネスモデルを踏まえ、自社の投資の時間軸と不確実性を整理した上で、資本効率の改善と投下資本の拡大がどのような道筋・時間軸で価値創造（EP）の拡大につながるのかを、投資家をはじめとする幅広いステークホルダーに丁寧に説明し、エンゲージメントを通じて共通理解を醸成していくことが重要**となる。

❖ 価値創造の拡大に向けた大胆な成長投資の必要性

日本企業が価値創造（EP）を中長期的に拡大していくためには、資本効率（ROIC-WACC スプレッド）の改善にとどまらず、資本コストを上回るリターンが見込まれる分野に対して、投下資本の「量」を戦略的に拡大していくことが不可欠である。日本企業では、資本効率の改善は一定程度進展しているものの、**投下資本の戦略的な拡大が十分に進まず、価値創造の総量が伸び悩む構造**が続いている。

特に、成長投資は、投資初期において利益やキャッシュフロー、資本効率指標を一時的に押し下げ得るなど、効果が顕在化するまでに一定の時間を要し、不確実性も伴う。このため、短期的な指標の変動を過度に重視する場合、資本コストを上回る投資機会が存在していても、必要な投下資本が十分に供給されず、結果として将来の EP 拡大の機会を逸するおそれがある。

こうした観点から、企業には、単年度の投資水準や短期的な財務指標にとらわれることなく、**中長期的に EP の水準・成長率を引き上げる観点から、一定の規模と継続性をもった大胆な成長投資を実行していくことが求められる**。その際には、どの分野に、どの程度の資本を、どのような時間軸で投下することが価値創造の拡大につながるのかを明確に整理し、投資家に対して丁寧に説明することが重要となる。

❖ 株主還元は中長期的な価値創造（EP）の拡大には直接寄与しない

EP の拡大に向けて、自社株買いなどの株主還元は、十分な投資機会が乏しい局面においては、余剰資金を株主に還元することが資本効率を向上させることにつながるため、合理的な選択肢となり得る。

しかしながら、**自社株買いや配当などの株主還元は、キャッシュを株主に還元することにより、短期的な株価の上昇をもたらすことはあっても、企業の中長期的な競争力強化や将来キャッシュフローの拡大に直結するものではない**。EP の拡大という観点では、株主還元は中立的であるが、特に、資本コストを上回るリターンが見込まれる投資機会が存在するにもかかわらず、投資を抑制してまで株主還元を優先する場合には、将来の EP 拡大に資する投下資本の蓄積が進まず、価値創造の機会喪失につながる可能性も存在する。

したがって、EP を向上させるための手段には様々なものが考えられるが、**経営者には、まずは資本効率の改善と、投下資本の質・量の改善を軸とした、経営戦略を検討することが求められる**。その上で、有望な投資機会が乏しい場合などには、自社株買いなどの株主還元は有効な選択肢となり得るが、**投資機会の探索・創出に向けた取組が十分に機能していない場合には、取締役会による監督の下で、経営管理体制の見直し等を含め、必要な対応を検討することも重要**となる。

3.1.2 「成長の道筋」を通じた企業と投資家の協創関係

3.1.2.1 価値創造に内在する企業と投資家の利害関係

企業が価値創造を実現していく過程においては、資本効率の向上と投下資本の拡大という二つの要素が重要となるが、両者は企業と投資家との関係において、異なる性格を有している。

まず、**資本効率の向上については、一般に企業と投資家の利害は一致しやすい。**資本効率の向上は、一定の投下資本からより多くの利益を生み出すことを意味し、企業価値の向上につながり得る。

一方で、投下資本の拡大は、その効果が顕在化するまでには一定の時間を要する場合が多く、投資の初期段階には、企業の利益やキャッシュフロー等が低下することもある。また、投下資本の拡大は、将来の価値創造につながる可能性を秘めている一方で、その成否には不確実性が伴う。**企業は、競争優位の構築や将来市場の獲得を見据えて投資を行うが、こうした時間軸の違いや不確実性に対する認識の相違が、投下資本の拡大に対する企業と投資家の間の利害に潜在的な対立構造を生じさせる要因**となり得る。

価値創造の拡大において重要なのは、資本効率が資本コストを上回る状態を確保した上で、投下資本を戦略的に拡大していくことである。このような基本的な考えを企業と投資家の共通理解として醸成することにより、投下資本の拡大に関する企業と投資家の利害対立をできる限り解消する必要がある。こうした観点からも、企業には、投下資本の拡大の目的、期待リターン、時間軸、リスクなどを中長期的な視点で整理し、その合理性を投資家に対して丁寧に説明していくことが求められる。

なお、投資家にも様々なタイプが存在することには留意が必要である。特に、上記のように、中長期的な視点に基づく成長戦略や経営資源の配分を明確に示すことで、本質的な企業価値向上を期待する長期投資家からの投資を呼び込むことができる。このように、**成長戦略や将来のキャピタルアロケーションの提示は、価値創造に関する短期と中長期といった時間軸に関するトレードオフの解消にも効果的**となる。

3.1.2.2 ビジネスモデルの明確化（「成長の道筋」の構築）

❖ ビジネスモデルを踏まえた「成長の道筋」

EPの持続的拡大に向けては、資本効率（ROIC-WACC スプレッド）の改善と、資本コストを上回る投資機会への投資の戦略的拡大の双方が重要である。こうした取組を実効的に進めるためには、**各事業のビジネスモデルを踏まえ、何が価値創造の源泉かを明確にした上で、価値創造に至るプロセスと時間軸を一貫した「成長の道筋」として投資家に対して説明を行うことが重要**となる。

❖ 経営者と投資家の役割分担

一般に、**成長投資を通じて、資本コストを上回るリターンを継続的に実現する事業を創出していくことは、難易度が高いプロセス**である。特に、市場環境や技術・顧客ニーズが大きく変化する中、有望な投資機会を探索し、事業として収益を上げていくことは、経営者の才覚と実行力に大きく依存する。こうした投資機会の創出と資本配分の決定・実行は、経営者が担うべき中核的な価値創造の源泉である。

したがって、経営者には、短期的な利益の悪化等を過度に懸念して投資機会を見送るのではなく、当該投資が将来の価値創造（EP）の拡大にどのように結び付くのかを、投資家に対して筋道立てて説明し、必要なリスクテイクを伴って実行に移すことが期待される。このとき投資家に求められる役割は、経営者に代わって投資判断を行うことではなく、開示や対話を通じて、投資の前提・時間軸・主要なリスクと打ち手が合理的かを検証し、建設的な対話により経営の規律付けと改善を促すことである。

その際、経営者には、投資の成果が顕在化するまでのタイムラグや不確実性を前提に、「何を」「なぜ」「どのように」「いつ成果が現れるのか」などを、ビジネスモデルに即して言語化していくことが期待される。

❖ 良い赤字と悪い赤字の峻別

中長期的な EP の拡大に向けては、赤字を一括りに捉えるのではなく、**①将来の価値創造に向けた成長投資に伴う「一時的な赤字（良い赤字）」と、②資本コストを恒常的に下回る事業が生み続ける「構造的な赤字（悪い赤字）」を峻別**して考える必要がある。前者は、将来の価値創造に資する先行投資として推進する必要があるのに対し、後者は、将来の価値毀損を抑制するため、再編・撤退等を通じて早期に是正する必要がある。

成長投資は、短期的に利益やキャッシュフローを押し下げ、結果として一時的に EP が低下し得る。しかし、これは、将来の収益力や価値の源泉を構築するための先行投資を行う上で一定程度不可避であり、ビジネスモデルや投資の時間軸を踏まえることなく、短期の赤字や EP 低下だけをもって経営者を評価することは適切ではない。特に、企業が成長投資を拡大していく局面では、短期的に EP が低下すること自体は、必ずしも否定的に捉えるべきものではなく、将来の EP の水準・成長率を引き上げるために必要なプロセスと捉える必要がある。

重要なのは、短期的な利益や EP の大小ではなく、当該投資が中長期にわたり資本コストを上回るリターンを生み出し、中長期的に EP の水準・成長率を高めることができる蓋然性を備えているか否かである。経営者と投資家がこうした共通認識の下、建設的な対話を通じて成長投資を促進していくことが期待される。

3.1.3 ROIC-WACC スプレッドの改善

3.1.3.1 基本的な考え方

❖ ROIC-WACC スプレッドの重要性

企業価値の持続的な向上に向けては、資本コスト（WACC）を上回るリターンを安定的に創出することが重要である。こうした観点から、企業が事業に投下した資本に対する収益性を示す ROIC（Return on Invested Capital）と、資本コストである WACC（Weighted Average Cost of Capital）の差である「ROIC-WACC スプレッド」を拡大していくことは、EP の拡大に直接つながる重要な要素となる。

❖ ROIC の考え方

ROIC（投下資本利益率）は、企業が事業に投下した資本（投下資本）に対して、どれだけの「税引後営業利益」（NOPAT：Net Operating Profit After Tax）を生み出しているかを示す指標である。ROIC の改善は、同一の投下資本量からより大きな利益を創出することを意味し、資本コスト（WACC）との差分であるスプレッドの拡大を通じて、EP の向上に直接つながることとなる。

❖ WACC の考え方

WACC（加重平均資本コスト）は、株主資本コストと負債コストを、資本構成比（負債・株主資本の比率）で加重平均したものであり、EP との関係では、WACC は資本効率を ROIC-WACC スプレッドで測定する際の基準点となる。このため、ROIC の改善と並行して、WACC の改善に取り組むことは、EP の拡大を進める上で重要である。

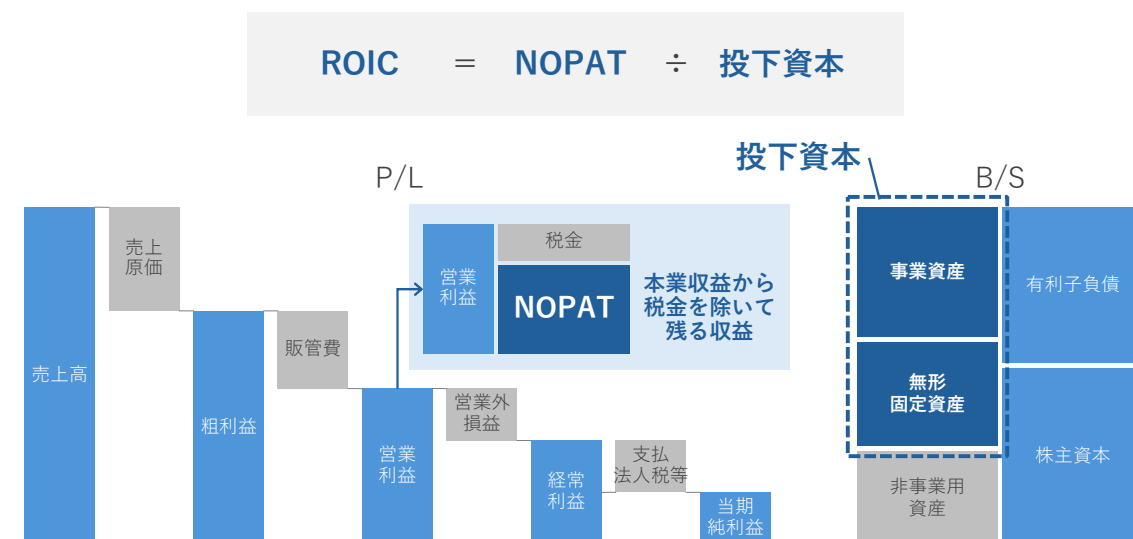
WACC の構成要素のうち、負債と株主資本の比率（財務レバレッジ水準）は、企業が意思決定で変更可能な領域であり、投資余力と財務健全性の両面を踏まえて最適化を図ることが期待される²⁴。実際、現預金比率の上昇に伴い、日本企業は欧米企業と比べて財務レバレッジが相対的に低くなっており、成長投資の機会を確実に捉える観点からは、

²⁴ 完全市場を前提とする MM 理論（モディリアーニ＝ミラー理論）を前提とすると、理論上は、資本構成それ自体が企業の本質的な価値を左右するものではなく、企業価値は投資機会や事業から生み出されるキャッシュフローによって決定されることになる。一方で、現実の企業経営においては、法人税や、資金調達制約、情報の非対称性等の存在により、資本構成は資本コストに影響を与え得る。こうした現実的な制約を踏まえると、企業には、各社の状況に応じた最適資本構成を追求するべく、適切な財務レバレッジ水準を検討することが期待される。

銀行からの借入に加え、社債などを含む多様な調達手段を組み合わせ、資金調達の安定性とコストの両面から資本構成を検討することが望ましい。但し、財務レバレッジの引上げは一律に推奨されるものではなく、事業リスク、キャッシュフローの安定性、信用力、資金繰りの安全性等を踏まえ、各社の状況に応じて適切に検討される必要がある点には注意が必要である。

なお、WACC やスプレッドは、企業が投資判断や資本配分を行うための社内管理上の規律付けの道具であり、算定には前提条件の違いによる幅が生じ得る。このため、同業他社の水準を参照したり、投資家と対話したりすることを通じて、適切な水準を把握・補正するなど、目的・前提・レンジを付して説明することが望ましい。

図 15：ROIC の基本概念



3.1.3.2 ROIC を重視する理由 (ROE との比較)

企業価値の持続的な向上を図る観点からは、伊藤レポート以降、幅広く用いられてきた ROE (自己資本利益率) に加え、事業に投下された資本全体に対するリターンである ROIC を重視することが重要である。

ROE は株主資本に対する利益水準を示す指標として重要である一方で、負債比率を高めることや、投下資本の縮減・抑制、自己株式の取得等によっても、短期的には ROE を上昇させることが可能となる。これに対して、ROIC は、負債・株主資本の別を問わず事業に投下された資本に対する収益性を捉えることから、資本構成の変化による見か

け上の改善の影響を相対的に受けにくく、**事業活動そのものが生み出す価値創造をより直接的に把握**し得る。

したがって、企業には、EP の中長期的な拡大を図るという観点から、**ROE に加え、ROIC を中核指標の一つとして位置付け、ROIC－WACC スプレッドの拡大を通じた EP の拡大に焦点を当てることが極めて重要**である。

3.1.3.3 セグメント別バランスシートの可視化

企業が持続的に企業価値を高めていくためには、**どの事業にどれだけの資本（経営資源）が配賦されているか、そして、それらがどの程度効率的に活用されているかを、定量的に把握し、継続的に見直す仕組みを整備することが重要**である。このため、ROIC の改善を実効的に進めるにあたっては、企業全体の ROIC のみならず、セグメント別に投下資本（B/S）と利益（P/L）を把握し、セグメント別の ROIC を可視化することが必要である。これは、ROIC 改善の打ち手の特定に加え、事業ポートフォリオの見直しや資本配分の高度化を進める上でも不可欠な経営の基礎情報となる。

セグメント別に投下資本（B/S）と利益（P/L）を把握することは、実務上容易ではない場合もある。このため、当初は一定の仮定や簡易な配賦ルールに基づき、経営判断に資する水準で概括的に把握することから着手し、運用を通じて段階的に精緻化していくことが有効²⁵²⁶である。

その際、セグメントに配賦しない本部コストや全社資産が大きいと、セグメントの合計と連結の差異が大きくなり、セグメント別 ROIC の可視化が有用ではないことに注意が必要である。このため、連結数値との差異の主要因（コーポレート部門のコスト、全社資産等）について、可能な範囲で整理し、一定の仮定に基づく補完や配賦の考え方を明示するなど、経営判断に資する水準で整理を行うことが望ましい。

また、セグメント別の「組織能力（人材・スキル）」を可視化し、事業の内容が変われば必要な能力要件も変わり得ることを前提に点検を行う必要がある。「組織能力（人材・スキル）」は、セグメント間で自動的に組織能力が転用できるとは限らないため、必要な組織能力を検討する必要がある。

²⁵ 事業再編実務指針 48 頁では、「事業セグメントごとの BS を整備する趣旨としては事業評価のためのものであり、制度会計レベルの正確性を求めることは必ずしも必要ではなく、あくまでも管理会計として「ざっくり」で捉えればよいという考え方で、まずは整備するという姿勢が重要である」としている。

²⁶ セグメント別のバランスシートの作成方法については、事業再編実務指針「別紙：事業セグメントごとの貸借対照表の作成方法と資本コストの算定方法」を参照。

3.1.3.4 セグメント別スプレッドの把握

WACC は、事業リスク水準を反映した資本コストであり、事業の性質に応じて、本来、セグメントごとに異なり得る。このため、企業全体の WACC を全てのセグメントに一律に適用すると、事業のリスクとリターンの対応関係を適切に捉えられず、評価を誤る可能性がある点に留意が必要である。とりわけ、事業リスクが大きく異なるセグメントを保有する多角化企業においては、**セグメント間で WACC 水準が大きく異なる可能性**もある。

このため、セグメント別 WACC の推計にあたっては、例えば、同業他社・競合企業のデータを参照し、当該セグメントに近い資本構成を置く方法や、業種ごとのリスクプレミアム等を参照して事業リスクを補正する方法が考えられる。企業には、**事業の実態に即した資本コストとなるよう工夫**しつつ、セグメント別の ROIC と WACC を対比し、セグメント別 ROIC-WACC スプレッドを把握・モニタリングすることが求められる。

3.1.3.5 無形資産への投資等を通じた収益性の向上

❖ ROIC 改善に向けた取組の方向性

ROIC は、事業に投下した資本に対して、どれだけの税引後営業利益 (NOPAT) を生み出しているかを示す指標であり、計算式に基づき、**①収益性 (NOPAT Margin) の改善、②投下資本回転率の改善、の二つの観点から整理²⁷**できる。企業は、事業の特性を踏まえ、ROIC の向上余地が①と②を跨がってどの分野にあるかを特定した上で、優先順位を付けて取組を進めることが望ましい。

その際、ROIC 改善は単年度で完結する取組ではなく、販売価格やコスト、資本効率を左右する構造要因にまで踏み込んだ本質的な対策が必要となる。このため、ROIC 改善の取組は、中期的な経営計画や資本配分方針と整合させ、継続的にモニタリングすることが重要である。

²⁷ ROIC については、以下のように分解できる。

$$\begin{aligned}\text{ROIC} &= (\text{NOPAT} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{投下資本 (IC)}) \\ &= \text{NOPAT Margin} \times \text{投下資本回転率}\end{aligned}$$

❖ 無形資産への投資等を通じた収益性の向上

NOPAT マージンは、EBIT（売上高－売上原価－販管費）と実効税率に分解可能²⁸であり、収益性を改善するための方策として、以下のような取組が考えられる。

① 無形資産への投資等の価値源泉への投資（＝「売上高」の向上）

売上高の向上に向けては、単なるコストカットではなく、戦略的なプライシングを行うという発想が重要である。その際には、顧客の支払意思額（WTP）を押し上げる「価値の源泉」そのものに投資するという考え方が重要である。特に、AX や GX といった事業環境の変化を捉えた対応が必要となる。

NOPAT マージンを向上させる手段としては、単にコスト削減により短期的に利益率を引き上げることにとどまらず、将来的な収益力の向上につながる取組が重要である。特に、人件費については、賃金の抑制等により短期的に資本効率を改善するのではなく、人材への投資や適切な賃上げを通じて生産性向上や付加価値創出を促し、中長期的に ROIC-WACC スプレッドを拡大していく視点が求められる。とりわけ労働供給制約が強まる環境下では、賃上げを含む人的資本投資は、人材の確保・定着と生産性向上投資を促し、支払意思額（WTP）の引上げを通じた収益性改善に結び付き得るため重要となる。

具体的には、賃上げを含めた人的資本への投資や、ブランド、技術、デザイン、データ/ソフトウェア等の知的財産、組織能力といった無形資産への投資を、中長期的な差別化とプレミアム獲得を生む「資産形成」として位置付け、投資を行う必要がある。

なお、本小委員会における議論においても、競争優位性の源泉が有形資産から無形資産へシフトする中で、日本企業は、賃上げを含めた人的資本投資や、無形資産に対する投資が欧米企業と比較して著しく低い点が指摘された。

② 粗利率の改善（＝「売上高－売上原価」の最大化）

²⁸ NOPAT マージンについては、以下のように分解できる。

$$\begin{aligned} & \text{NOPAT マージン} \\ &= \text{NOPAT} / \text{売上高} \\ &= [\text{EBIT} \times (1 - \text{実効税率})] / \text{売上高} \\ &= [(\text{売上高} - \text{売上原価} - \text{販管費}) / \text{売上高}] \times (1 - \text{実効税率}) \end{aligned}$$

本小委員会では、日本企業の ROE が欧米企業と比較して低い要因として、粗利率の低さが指摘されている。粗利率は、売上価格の是正や、原価構造の是正、付加価値源泉（無形資産）の強化などの総合的な対策が必要となる。

③ 販管費率の引下げ（販管費÷売上高の改善）

日本企業の ROS が低い要因の一つとして販管費の水準や構造が指摘されている。もっとも、販管費には、ブランド構築、研究開発の一部、人材育成、デジタル基盤整備など、将来の価値創造に資する無形資産投資も含まれるため、販管費を一律にコストカットの対象と捉えることは適切ではない。

重要なのは、販管費の中身を点検し、価値創造につながる「戦略的支出」と、重複・非効率・形骸化した「単なるコスト」を峻別した上で、後者の圧縮や業務効率化を通じて、投資余力を捻出しつつ、前者を高めることである。

3.1.3.6 投下資本回転率の改善

投下資本回転率は、売上高に対する投下資本（IC）の大きさに決まる²⁹。このため、投下資本回転率を改善するため、①運転資本の圧縮、②固定資産の効率化、③非事業用資産の整理³⁰が重要となる。

① 運転資本の最適化（運転資本の圧縮）

運転資本は、在庫・売掛金等の増加により膨らみやすく、回転が低下すると投下資本が増加し ROIC を押し下げることとなる。このため、在庫回転日数・売掛回転日数・買掛回転日数などを KPI 化し、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）を短縮運用することが考えられる。

② 固定資産の効率化（固定資産の圧縮・稼働率向上）

²⁹ 投下資本回転率に関しては、以下のように分解できる。

$$\text{投下資本回転率} = \text{売上高} / \text{投下資本 (IC)}$$

$$\text{投下資本 (IC)} = \text{運転資本} / \text{固定資産} - \text{非事業資産}$$

³⁰ 運用サイドの投下資本を「運転資本+固定資産-非事業用資産」と定義する場合、非事業用資産は控除されるため、非事業用資産の整理が投下資本額を直接的に押し下げるわけではない。しかしながら、余剰資産が厚い状態が継続すると、調達サイドで把握される投下資本と運用サイドの投下資本との差分が拡大し、会社全体の資本効率の評価と乖離するおそれがある。このため、非事業資産の水準や位置付けを明確化し、整理・活用方針を検討することが有効である。また、非事業用資産の整理を、運転資本の圧縮や固定資産の効率化と併せて検討することは、会社全体の資本効率の改善や説明可能性の向上の観点から有効である。

固定資産は一度保有すると調整に時間を要し、稼働率の低下や過剰投資が資本の滞留につながる可能性がある。設備の稼働率や生産性をモニタリングしつつ、低稼働・遊休資産については売却・再配置等を含め整理することで、固定資産の圧縮と回転率向上を同時に図ることが考えられる。

③ 非事業用資産の整理（現預金、政策保有株式、非事業用不動産など）

一般に、非事業用資産などの余剰資産の増加は資本効率の悪化につながり得るため、非事業用資産の整理は資本効率を改善するための手段の一つである。

近年、コロナショックなどを経て、日本企業の現預金比率は相対的に上昇しており（2023年度：日本 10.7%、米国 6.6%、欧州 7.7%）³¹、事業に直接用いられない資産が投下資本として滞留することで資本効率を押し下げる要因となり得る。もっとも、現預金は一律の基準で多寡を評価されるべきではなく、日常的な運転資金、景気動向や資金調達環境の悪化に備えた流動性確保の要請、将来の成長投資に向けた機動的な資金確保の要請などを十分に踏まえた上で、各社の事業の特性を踏まえて合理的な説明が可能な範囲で、適切な水準で保有されることが望ましい。

また、将来の EP 拡大に向けて、非事業用資産を整理する場合には、その資金を活用してまずは成長投資の検討を行うことが特に重要であり、その上で、有望な投資機会が乏しい場合などには、自社株買いなどの株主還元を検討することが考えられる。改訂 CG コードの原則 4-2 の解釈指針において、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活用できているかを含めた検証が求められていることも踏まえ、企業には、資本効率と成長投資の両立の観点から、ノンコアアセットの整理・活用方針を明確化し、成長投資に活用できないかという観点から説明をしていくことが期待される。

3.1.4 ベストオーナー原則に基づく事業ポートフォリオ戦略

3.1.4.1 基本的な考え方

EP の向上に向けては、資本効率（ROIC-WACC スプレッド）の改善のみならず、**投下資本をどの事業・領域に、どの程度配分するかという資本配分の在り方が重要**となる。

³¹ 参考資料集〇頁参照。

前述の分析結果からは、米国企業では相対的に ROIC-WACC スプレッドが高い事業・領域に投下資本が厚く配分される一方、日本企業ではスプレッドが低い、又はマイナスの領域に投下資本が相対的に滞留しやすいという傾向が示唆される。

こうした状況を踏まえれば、EP を拡大させる観点からは、企業は、**現在の投下資本の配分を所与のものとして扱うのではなく、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域へと投下資本を移動させること、すなわち、投下資本の「質」を改善することが重要**となる。

3.1.4.2 事業ポートフォリオ戦略

企業価値は、将来にわたり企業活動から生み出されるフリーキャッシュフローを、資本コスト（WACC）で割り引いた現在価値の総和として捉えられる。

これを EP の枠組みで整理すると、**投下資本の質を改善するための事業ポートフォリオ戦略において検討すべき基本的視点は、①ROIC-WACC スプレッドの正負/水準、②将来の売上高成長率とその実現可能性、③これら二つの要素の持続可能性、である³²。**

企業には、これらの視点を踏まえ、どの事業に投下資本を配分・維持・拡大すべきか、また、どの事業から資本を縮小・再配分すべきかを検討することが求められる。

① ROIC-WACC スプレッド

ROIC-WACC スプレッドは、当該事業が資本コストを上回る価値創造を行っているか否かを端的に示す指標であり、事業ポートフォリオ評価の出発点となる。企業には、セグメント別に ROIC-WACC スプレッドを把握した上で、スプレッドが恒常的にマイナスとなっている事業については、収益性改善、事業モデルの見直し、縮小・撤退等を含めた抜本的な対応を検討することが求められる。

② 将来の売上高成長率

ROIC-WACC スプレッドがプラスであっても、成長余地が限定的な事業に過度に投下資本を配分した場合、将来的な EP の増加につながらない可能性がある。このため、事業ポートフォリオを検討する際には、当該事業が今後どの程度の売上高成長を見込めるのか、また、その成長が市場環境や競争状況を踏まえて自社で実現可能かという点を併せて評価することが重要である。

³² 売上高の成長については、それ自体が常に価値創造につながるわけではなく、スプレッドが正である領域での成長が価値を押し上げ、スプレッドが負である領域での成長は価値毀損につながり得る点に留意が必要である。

③ 持続可能性

上記①及び②が一時的なものではなく、どの程度持続可能かという視点が重要となる。高い ROIC や成長率が、一過性の場合には、中長期的な価値創造には必ずしも結び付かない可能性がある。このため、企業には、当該事業が資本コストを上回るリターンを将来にわたり維持・拡大し得るかという観点から、事業ポートフォリオを評価することが期待される。

3.1.4.3 事業ポートフォリオの定量化/可視化

事業ポートフォリオの見直しを実効的に進めるためには、**各事業の位置付けを共通の尺度に基づいて定量化し、可視化することが重要**である。定量化・可視化を通じて初めて、どの事業が価値創造に貢献しており、どの事業に投下資本が滞留しているのかを客観的に把握でき、資本配分の優先順位を一貫した論理で検討することが可能となる。

事業ポートフォリオの定量化・可視化の方法には、BCG マトリックス³³や GE マトリックス³⁴など、これまで幅広く用いられてきたフレームワークが存在する。これらは、いずれも有効な手段であり、各社にとって適切な方法が採用されることが望ましい³⁵。

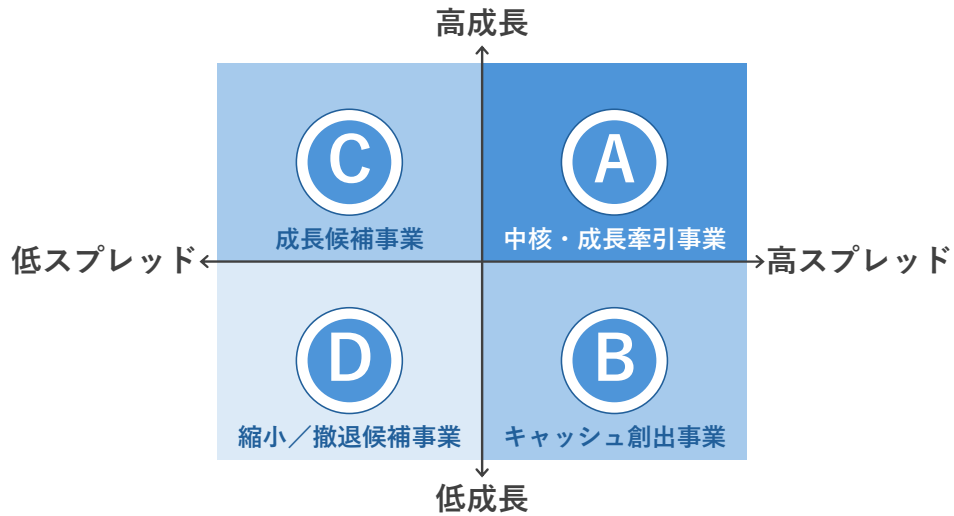
その上で、EP を中心として検討を行う観点からは、資本収益性と成長性を縦軸と横軸に取ったマトリックス分析が親和性の高い検討手段の一つとして考えられる。具体的には、縦軸に売上高成長率（成長性）、横軸に ROIC-WACC スプレッド（資本収益性）を設定し、4 象限別に以下のような傾向が見られる。

³³ 企業が保有する複数の事業群を、市場成長率と相対的市場シェアという二軸で整理し、資源配分（投資・維持・収穫・撤退等）の優先順位を検討するためのポートフォリオ管理フレームワーク。

³⁴ 多角化企業が保有する事業ポートフォリオを比較評価し、投資優先度を体系的に決めるためのフレームワーク。業界魅力度（industry attractiveness）と事業の競争力/競争上の地位（Competitive strength/position）の二軸で分類し、スコアリングを通じて投資判断の参考とするフレームワーク。

³⁵ 事業ポートフォリオの見直しにおけるベストプラクティスについては、経済産業省「事業再編実務指針（事業再編ガイドライン）」（2020年7月31日）を参照。

図 16：事業ポートフォリオの4象限図



① 第 A 象限：高スプレッド × 高成長（中核・成長牽引事業）

資本効率と成長性の両面で優れており、EP 拡大への寄与が大きい領域である。中核事業（コア）として優先的に投下資本を配分・拡大することが基本となる。

② 第 B 象限：高スプレッド × 低成長（キャッシュ創出事業）

資本コストを上回る価値創造はできているが、成長余地が限定的な領域である。創出キャッシュを第 C 象限等の成長分野へ再配分する「資本の供給源」として位置付けることが考えられる。

③ 第 C 象限：低スプレッド × 高成長（成長候補事業）

将来的な成長機会はあるが、現状では資本収益性が資本コストを十分に上回っていない領域である。投資を行う場合には、投下資本を増やすほど EP を毀損するリスクを踏まえ、収益基盤構築のための先行投資の時間軸を明確化し取組を進めることが重要となる。

④ 第 D 象限：低スプレッド × 低成長（縮小/撤退候補事業）

資本効率・成長性の両面で課題があり、EP を押し下げるリスクが相対的に高い領域である。基本方針としては、自社がベストオーナーであるかを検証し、投下資本の縮小・改修も含め、抜本的な選択肢を検討することが求められる。

なお、こうしたフレームワークは事業ポートフォリオを検討する上で有用であるが、市場定義や評価項目の設定方法によって結果が変わり得るため、前提条件を明確化した上で用いることが必要となる。また、事業を分類すること自体が目的ではなく、各象限に応じた資本配分・再配分の方針を全社として整合的に示し、社内で共有することが重要である。

3.1.4.4 ベストオーナー原則

企業が事業ポートフォリオを見直す際には、**自社が当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体（ベストオーナー）であるかについて、明確な認識を持つことが重要**である。事業ポートフォリオの検討に際しては、事業の価値は事業そのものに内在的に固定されるのではなく、どのような戦略・運営能力を有する所有者が保有・運営するかにより価値が変わり得るという前提に立つべきである。このため、**企業にはより価値を生み得るベストオーナー³⁶へ事業を移転するという選択肢を検討することが有効**となる。また、こうした検討は、当該事業に関わる従業員の能力発揮やエンゲージメントの向上の観点からも重要であり、各事業がその価値を最大限発揮できる経営主体の下に置かれることは、人的資本の有効活用という観点からも重要となる。

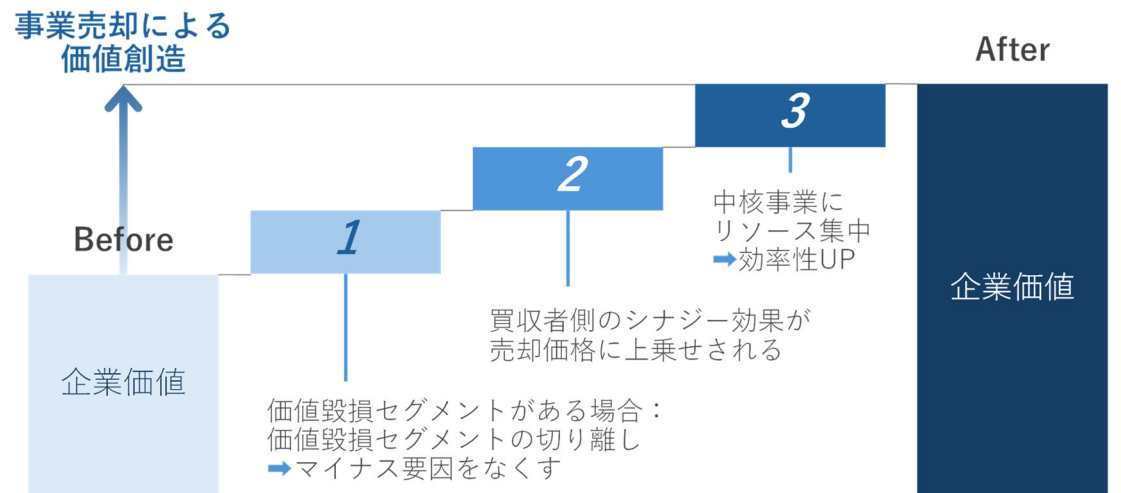
ベストオーナー原則に基づく検討は、①「自社が保有し続けた場合の価値」と②「他の保有主体が保有した場合の価値」を比較し、後者が前者を上回る可能性がある領域を特定することが重要となる。現時点で高い成長率や高いスプレッドを実現している事業であっても、他の事業者の方が、より高いパフォーマンスを発揮し得る場合には、ベストオーナーの観点から移転の検討対象となり得る。

マクロ的な観点からも、ベストオーナーへの事業譲渡は有効となる。すなわち、当該事業がより価値を生み得る主体に移転することで、資本の生産性向上に資する。また、受け手側が当該事業からより高い企業価値を引き出せる場合、その価値差は取引価格として顕在化するため、売り手は成長分野への再投資余力を確保しやすく、より資本効率が高い領域における成長投資の拡大に資する。

³⁶ ベストオーナーの判断については自社の戦略との整合性という観点からも行い得る。ある事業が自社の戦略から外れており、投資ファンドによる事業改善や新規投資を通じて、自社における限定的な経営資源の配分よりも価値の向上が見込める場合は、事業会社に限らず、投資ファンドも売却先の候補として検討し得る。

なお、一般に、自社の認識する当該事業の価値（自社価値）よりも高い買収価格（他社価値）を提示する買い手は、それだけのシナジーの創出を見込んでいるということであり、当該事業のベストオーナーである可能性が高いと考えられる。

図 17：ベストオーナーへの事業譲渡による企業価値の変化



Column

ベストオーナーのチェックリスト

ベストオーナー原則に基づく資本再配分を実効化するため、企業は、例えば以下の観点を点検することが望ましい。

① 既存事業との連携

当該事業が自社の他事業と戦略的・オペレーショナルに補完関係を持ち、コスト削減、規模の経済などを通じてキャッシュフローや ROIC を高められるか。

② 他社にはないスキル・ノウハウの活用

自社が保有する独自の技術、運営能力、経営ノウハウを当該事業に適用することで、他社以上の競争優位や価値向上（成長率・マージン改善）を実現できるか。

③ より良いガバナンス・システム

資本配分、業績管理、インセンティブ設計などを通じて、規律ある経営と価値創造を継続的に促すガバナンスを当該事業に提供できるか。

④ 市場環境に対する洞察

自社が当該事業について、顧客ニーズ、競争構造、技術変化、規制動向などに関する深い市場理解を有し、適切な戦略判断やタイミングの良い投資が行えるか。

⑤ 重要な利害関係者へのアクセス

自社が当該事業について、顧客、サプライヤー、規制当局等の主要ステークホルダーとの関係性や交渉力を活かし、事業価値をより高められるか。

(注) ①～⑤の項目は、タイム・コラー、マーク・フーカート、デイビッド・ウェッセルズ著、マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価 バリュエーションの理論と実践 第7版 (下)』（ダイヤモンド社、2022年）の記載を踏まえて作成。詳細については同著を参照。

3.1.5 大胆な成長投資（設備投資、研究開発投資、人的資本投資等）

3.1.5.1 基本的な考え方

EP の持続的な拡大に向けては、**資本コストを上回るリターンが見込まれる投資機会に対して、投下資本の「量」を戦略的に拡大していくことが不可欠**である。

前述の分析結果によると、米国企業が 10 年間で投下資本を約 2 倍まで拡大することで EP を拡大しているように、スプレッドが安定的にプラスとなる事業・投資機会が確認される場合には、成長投資や M&A 等を通じて投下資本を戦略的に拡大することが、EP の持続的な成長に寄与し得る。

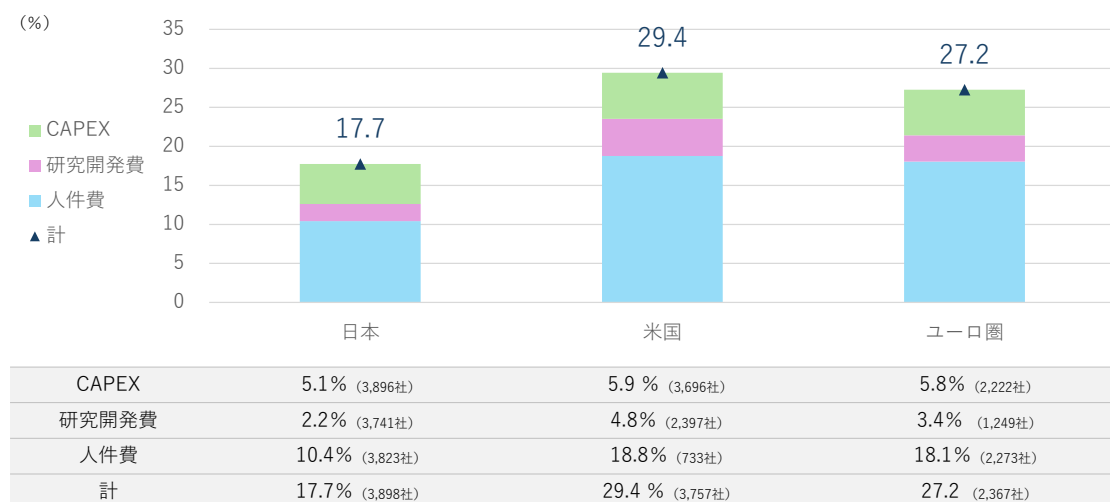
しかしながら、日本企業の成長投資は欧米企業と比較して低い状況にある。

2023 年度の対売上高成長投資比率（人件費、R&D、CAPEX の合計）は、米国は 29.4%、ユーロ圏が 27.2%であるのに対し、日本は 17.7%と低く、日米間では約 1.7 倍の格差が存在している。また 4 象限別に対売上高成長投資比率を見ると、欧米企業では、成長投資を通じた企業価値向上が期待される企業群③などを中心に、米国で 47.6%、欧州で 34.3%と売上高成長投資比率が高いのに対し、日本では 22.4%にとどまっており、成長ステージに応じたメリハリの効いた成長投資が実現されていない。

こうした状況を改善するためにも、**投資の「量」の拡大は、単年度の投資額の増減にとどまらず、重点領域に対して複数年にわたり必要な資本を供給し続けることが重要**となる。とりわけ、研究開発投資、人的資本投資、設備投資、DX/GX 投資、新規事業投資、M&A 等の成長投資は、一定の規模と継続性をもって実施されて初めて、成果につながりやすく、投資の量が不足する場合には、投資効果が分散し、EP の持続的拡大に結び付きにくい。

また、**投下資本の拡大は、既存事業の強化にとどまらず、新規事業への投資や、M&A を通じても実現し得る**。新規事業は、将来の成長機会を創出し、将来の EP 拡大を支える手段となり得る。また、**M&A は、成長領域への参入や能力・資産の獲得を通じて投下資本の拡大を短期間で効率的に加速し得る**。企業は、こうした特性も踏まえつつ、投資の時間軸と不確実性を織り込んだ上で、投下資本の拡大が中長期的に EP の拡大へつながる道筋を整理することが重要である。

図 18：対売上高成長投資比率の比較（日米欧：2023 年度）³⁷



3.1.5.2 大胆な成長投資

EP の拡大には、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域に対して、投下資本の「量」を戦略的に拡大していくことが不可欠である。実際、研究開発投資、人的資本投資、設備投資などの成長投資は、一定の規模・継続性をもって実施されなければ競争優位や市場創出につながらないことも多く、漸進的な投資にとどまる場合には、EP の持続的拡大は期待しにくい。高い成長を実現している企業に共通するのは、大胆かつ一貫した成長投資を適切な分野に拡大している点であるとの分析³⁸もあり、将来の事業ポートフォリオを形成する研究開発投資、競争力の源泉となる人的資本投資、生産性向上や事業拡張を支える設備投資といった分野において、**投資の「量」を意図的に引き上げることが、成長の可能性を高めることにつながる**と考えられる。

このように、大胆な成長投資と規律ある資本配分を両立させながら、研究開発・人的資本投資・設備投資などの成長投資を着実に実施していくことが、EP の持続的拡大を通じた中長期的な企業価値向上の鍵となる。

³⁷ 参考資料集〇頁参照。

³⁸ クリス・ブラッドリー、マーティン・ハート、スヴェン・シュミット著、アンドレ・アンドニアン解、野崎大輔訳「マッキンゼー ホッケースティック戦略: 成長戦略の策定と実行」（2019 年、東洋経済新報社）では、成長の実現には重点領域を定めた上で資源を集中・継続的に投下することが重要であり、資源を広く薄く配分する投資行動は成果につながりにくい旨が指摘されている。

3.1.5.3 新規事業への投資

企業価値向上に向けた投下資本の質・量の改善を進める上で、新規事業は将来の成長機会を創出し、将来の EP の拡大を支える重要な手段となり得る。

しかし、立ち上げ直後の新規事業は通常、大きな初期投資や研究開発費が必要で短期的には利益が出にくく、収益が不確実である場合も多いことから、既存事業と同一の尺度で短期的な EP の達成を一律に求めることは、新規事業の可能性を阻害し、将来の価値創造機会を損なう可能性がある。

このため、**企業には、新規事業の特性（不確実性、時間軸、投資形態）を踏まえた、EP とは異なる管理の枠組みを整備することが重要**となる。例えば、企業には、以下のような新規事業の特性に応じた評価・管理の枠組みを整備することが求められる。

① ステージゲート型の評価プロセス

新規事業の進捗に応じて評価基準を段階的に変化させることで、初期段階では柔軟性と学習を重視し、事業化フェーズでは財務的な実現性を評価するなど、リスクと成長性をバランス良く管理する。

② 将来的な EP 創出に向けたシナリオ検討

中長期的にどのような成長を通じて最終的な EP を創出するかというシナリオ検討を行うことが重要である。その上で、各ステージにおいて当初想定したシナリオとの乖離を継続的にモニタリングし、仮説検証を行う評価の枠組みを構築する。

③ 非財務的評価軸の明確化

市場規模・成長性、戦略的整合性、組織文化との適合性、チームの実行力など、定性的な要素も含めた多面的な評価指標を設定し、スコアリングやマトリクス分析等により定量化・可視化する。

④ リアルオプション的評価の導入

不確実性の高い新規事業に対しては、初期投資を「選択肢（オプション）」と捉え、段階的な投資判断（拡大・継続・撤退）を可能とする柔軟な評価手法を導入することで、将来の成長可能性を適切に織り込むことができる。

3.1.5.4 M&A の推進

EP を拡大する観点から、M&A は企業価値向上に向けた重要な成長手段であるが、日本企業では依然として活用が限定的である。価値創造につながる M&A とするためには、

単に事業規模を拡大することや短期的な業績押し上げを目的とするのではなく、**当該 M&A がどのような経路を通じて中長期的に EP の拡大に結び付くのかという価値創造ロジックを、取引前の段階で明確化することが不可欠**である。

成功確率を高める観点からは、単発の取引にとどまらず、**全社戦略と整合した重点投資領域や投資テーマの下で、継続的に M&A を実行していくことが有効**である。その際には、主体的なソーシング、規律ある投資判断と適切な価格での取得を一貫して行うとともに、取引後の PMI において、コスト削減に加え、売上成長や付加価値向上につながるシナジーを含め、どの程度の価値を、どのような時間軸で実現するのかを明確に設計し実行することが重要となる。

M&A を一過性のイベントとして扱うのではなく、戦略から PMI までを一気通貫で実行し、成功・失敗の経験を組織知として蓄積・更新していく組織能力を確立することが、投下資本の拡大を中長期的な EP の拡大につなげていく上で重要である。

3.1.6 価値創造を支える経営執行・監督体制の構築

◆ 価値創造を支える経営執行・監督体制の整備

EP を安定的かつ持続的に拡大していくためには、長期視点の経営を具体的な意思決定と行動に落とし込める経営陣体制を整備していく必要がある。価値創造においては、資本コストを上回るリターンを生み出す投資を継続的に生み出し、その成果を検証しながら学習していく実行力が重要となる。

そのためには、まず、**事業部門におけるファイナンスリテラシーの向上が必要**であり、事業部門などの執行側の職員のファイナンスに対する理解度を高めていくことが不可欠である。特に重要なのは、財務・経理部門にファイナンスに関する人材が偏在することを避け、事業側においてファイナンスリテラシーを持つ人材が配置され、事業管理や成長投資を判断できる状態を整えることである。

また、CFO 等を中核とする経営陣を補佐し、資本配分や投資判断を支える経営管理・ファイナンス機能(いわゆる FP&A 等)が、EP を共通言語として、セグメント別の ROIC、投下資本、成長性等を可視化し、将来シナリオに基づく資本配分の選択肢を経営に提示できる体制を強化することも重要となる。こうした機能は、中長期の経営戦略と日々の業務執行の意思決定をつなぐ役割を担い、EP の拡大という一貫した軸の下で判断することを可能にし得る。その際、データ収集・分析・予測等については、AI 等の活用により精度と効率を高め得るなど、経営判断の品質を高めることが重要である。

あわせて、セグメント別の組織能力（人材・スキル）についても、事業戦略や事業ポートフォリオの変化に応じて必要な能力要件が変わり得ることを前提に可視化・点検し、資本配分と人材配分を一体として検討していくことが重要である。

◆ 株式報酬を含むインセンティブ設計

成長投資の継続性を高め、EP 拡大に向けた行動を組織全体で促す観点から、**経営者のみならず従業員も含めたインセンティブ設計を検討することが重要**である。

また、価値創造を現場に落とし込む観点からは、セグメント別 ROIC を、収益性（NOPAT マージン）と効率性（投下資本回転率）に分解し、さらに売上・コスト・運転資本・固定資産等の要素へと分解する「ROIC ツリー」を活用することも有効となる。これにより、例えば、販売価格、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）、在庫回転日数、売掛金回収期間、設備稼働率など、現場においてコントロール可能な KPI と、企業価値向上の関係を可視化し、セグメント・職種ごとに適切な KPI を設定することが可能となる。

また、こうした KPI に基づき、短期のボーナス（賞与）等の可変報酬を設計することで、戦略の実行と日々の業務を結び付け、収益性の改善に向けて職員の取組を促す選択肢となり得る。

3.1.7 中長期のキャピタルアロケーション開示

企業価値の持続的な向上を実現するためには、**過去の実績や足下の財務状況の説明にとどまらず、今後 3～5 年程度の中期的な時間軸において、創出されるキャッシュをどのような考え方と優先順位の下で配分していくのかを示すことが重要**である。

改訂 CG コードの原則 4 - 1 においても、「取締役会の役割・責務」として、「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」との内容が新たに明記されている。このように、企業戦略の大きな方向性を示すとともに、将来の経営資源の配分に関する考え方を明確にし、資本市場との対話に資する説明を行うことが、取締役会の責務とされている。

なお、将来の経営資源の配分に関する開示に際しては、企業に過度な定量的なコミットメントを求めるものではなく、中期的な方向性と判断軸を明らかにすることが重視される。具体的には、今後 3～5 年間に創出されるキャッシュや現預金等の配分に関する

基本的な考え方（研究開発投資、人的資本投資、設備投資などの成長投資と株主還元等とのバランスや優先順位）や、事業ポートフォリオをどのような方針で改善し、どの分野に対して投下資本を拡大していくのかについて、将来の EP を拡大する観点から、ビジネスモデルを踏まえた「成長の道筋」を企業が説明することが求められる。

さらに、将来のキャピタルアロケーションの開示は、不必要に将来の成長投資と株主還元の配分を固定することを求めるものではない点にも留意が必要である。特に、M&A 等の実施はタイミングに左右され、投資額を事前に固定的に示すことが難しい場合がある。このため、キャピタルアロケーションの整理においては、研究開発投資・人的資本投資・設備投資等の成長投資に加え、市場機会に応じて機動的に配分し得る「機動的アロケーション枠」を設け、状況に応じて柔軟な対応が可能な変動幅を設けることも有効となる。

3.1.8 議決権行使を見据えた株主との対話

投資初期においては、利益・キャッシュフローや資本効率指標が一時的に悪化し得るなど、成長投資の拡大は、効果が顕在化するまでに一定の時間を要し、不確実性も伴う。このため、**企業は、将来のキャピタルアロケーションの考え方について、投資家に対して継続的に説明を行い、共通理解を形成していくことが重要**である。

投資家との共通理解の形成を進めていく上では、従来の IR 活動に加え、議決権行使という具体的な意思決定につなげていく観点から、**SR 活動 (Shareholder Relations) を行うことも有効な手段の一つ**である。SR は、投資判断部門との対話を中心とする IR と異なり、株主総会における議決権行使・賛否形成を見据え、議決権行使担当者等との対話を通じて主要株主との信頼関係を構築する点に特徴がある。

日本では、議決権行使がガイドラインに基づく形式的判断に傾斜しやすい構造があることを踏まえると、**企業には、個社の状況に即した実質的な判断が可能となるよう、平時から SR を通じて、成長投資や中長期的な価値創造に関する投資家の理解を得ていく活動が重要**である。

3.2 企業群別の取組

3.2.1 企業群全体の動向・着眼点

本小委員会では、企業の価値創造の状況を市場評価の観点から俯瞰するため、実務上の目安として、ROE 8%及び PBR 1 倍を一つの参照点とし、上場企業全体を 4 象限で企業群①～④に分類して整理している。

米国・欧州と比較すると、日本は高い成長期待が織り込まれる企業群③及び④の割合が相対的に低く、中でも企業群③の割合が特に低い水準にとどまっている（2021 年度～2023 年度平均：日本 19%、米国 35%、欧州 33%）。企業群③には、成長投資の過程で一時的に収益性が低下した企業や、新興企業等が含まれ得ることを踏まえれば、日本全体として成長期待の高い企業群をどのように増加させていくかが課題となる³⁹。

4 象限フレームワークを活用する上で重要となるのは、4 象限上の位置は固定的ではなく、企業の成長ステージや、経営行動、外部環境に応じて時間とともに変化し得るという点である⁴⁰。4 象限上の位置そのものを短期目標化するのではなく、各企業は、自社の過去から現在に至る企業群の移り変わり、その背景となった投資判断・資本配分を点検するとともに、今後の EP 改善の道筋を明確にした上で、市場との対話を通じて中長期的に位置を改善していく、という視点が重要となる。

こうした前提の下、以下では企業群別に一般的に考えられる対応を整理⁴¹している。

³⁹ 本小委員会では、企業群③に所属する企業については、一般に、企業群②や企業群④の企業が投下資本の拡大（成長投資）を行った結果、短期的に利益やキャッシュフローが低下した場合や、グロース市場などに上場する新興企業などが想定されるところ、今後、企業群③のような成長期待の高い企業を日本全体でどのように増加させていくかが課題であるとの議論が行われた。

⁴⁰ 具体的には、企業群①・②に長期間ポジションが固定化する場合には、そうした企業には価値創造の観点から課題が存在する可能性が高い。一方で、企業群④にいた企業が、成長投資を拡大する過程で短期的に企業群③に移行することがあったとしても、こうした短期的なポジションの変更を直ちに問題視する必要はないと考えられる。

⁴¹ 本ガイダンスは企業群②～④を主な対象としているため、企業群①について個別の節を設けて記載はしないが、企業群①に対しては以下のような取組が期待されると考えられる。

企業群①に所属する企業は、市場評価（PBR）が低く、資本効率（ROE）も低いため、EP がマイナス、すなわち、価値毀損の状態にある可能性が高い。EP の観点からは、この状態のまま成長投資を拡大しても価値毀損が進む可能性があるため、まずは価値毀損を止める（EP がマイナスの状態から脱却する）ことを優先する必要がある、ROIC-WACC スプレッドの改善を進めていく必要がある。

特に、複数のセグメントを抱える企業においては、収益性の低いセグメントを抱えている可能性もあり、自社がベストオーナーであるかという観点から、事業ポートフォリオの再検討を行うことが強く要請される。加えて、現預金や非事業用不動産等の多くの遊休資産を抱えている企業も存在し得るため、資本効率を改善する観点から、資産の保有目的や水準の妥当性について検証が必要な場合もある。

企業群①は、投資家から見てバリュー投資に位置付けられる領域であり、アクティビスト投資家などから事業・資産売却と株主還元（株主資本の回収）を要求される傾向がある。バランスシートの改善等にも対症的な効果はあるも

3.2.2 企業群②

企業群②に所属する企業は、資本効率(ROE)は一定水準にある一方、市場評価(PBR)が1倍未満にとどまり、成長期待が限定的である。したがって、EPの観点では、足下のROIC-WACC スプレッドは相対的に確保できている可能性があるものの、投下資本の配分に関する戦略が資本市場から十分に評価されておらず、市場が将来キャッシュフローの成長を織り込みにくい状態にあると考えられる。

企業群②においては、**EPを拡大する観点から、資本効率の維持・向上に加え、投下資本をどのように質的・量的に改善していくかが重要**となる。企業群②は、投資家からは安定的な株主還元の対象企業として捉えられやすく、事業ポートフォリオや将来のキャピタルアロケーションの将来像に関する説明が不足する場合には、株主還元の拡大や非中核資産の整理等を通じた資本回収を求める声が強まり得る。

このため、企業群②に所属する企業については、成長投資は、足下で確保できているROIC-WACC スプレッドを毀損しないことを前提に、①優位性・持続的成長性が見込めるコア領域への投下資本の拡大、②必要に応じた事業ポートフォリオの組替えを進めることが望ましい。また、株主還元は、投資機会が乏しい局面では合理的な選択肢となり得る一方、投資機会が存在する局面では成長投資を優先する必要がある、株主還元の多寡ではなく、EP拡大の観点から配分の合理性を説明することが望ましい。その他、資金調達は、内部資金を基本としつつも、成長投資機会が明確でありEP拡大に資する場合には、負債性資金の活用を含めて検討し、資本コストを抑えながら投下資本の拡大を実現することが望ましい。

3.2.3 企業群③

企業群③に所属する企業は、市場評価(PBR)は1倍以上で成長期待が織り込まれている一方、資本効率(ROE)が十分でないため、EPの観点からはROIC-WACC スプレ

ものの、企業群①に所属する企業は、ROIC-WACC スプレッドの改善に向けた事業構造改革に取り組むことが最重要であり、EPの持続的向上に向けた本質的な解決に取り組まなければ、株主資本の回収圧力は一層高まる可能性がある。このため、企業群①に所属する企業は、事業ポートフォリオの見直しを優先した上で、勝ち筋が確認できる領域に集中して成長投資を実行することが望ましい。また、株主還元は、事業構造改革と投資余力の回復を優先してもなお適切な投資機会が存在せず、余剰資本が社内に滞留しているような場合に、EPを改善する観点から実施することが望ましい。

なお、公共インフラや規制産業においては、業法上の規制等により、価格設定や収益率の改善を企業の裁量のみで実現することが困難な場合もある点には留意が必要である。

ッドの改善が不十分である可能性が高い。企業群③は、企業群②や企業群④に属する企業が成長投資を進める過程で短期的に利益・キャッシュフローが低下した場合や、グローバル市場等に上場する新興企業などが想定され、資金がショートする前に事業を収益化できるかが重要となる。

企業群③が企業群④へ移行するためには、成長投資を継続・加速させ、株主還元を優先させることが有効である。一方で、企業群③に位置する日本企業の売上高成長投資比率は欧米企業と比較して低い水準にあり、有配当率や自社株買い実施率も欧米の企業群③と比較して高い点が課題として指摘されている。企業群③は、投資家から見て成長期待は織り込まれるものの、事業の収益化が不確定な領域であり、**成長投資の正当性が明確に示される限り、成長投資を株主還元よりも優先させることを受け入れる投資家も多い**とされている。

このため、企業群③に所属する企業については、スプレッド改善の方針を明確化した上で、必要な成長投資を機動的に実施することが期待される。また、原則として成長投資を優先し、株主還元は成長投資を阻害しない範囲にとどめ、横並びや形式的な株主還元は避けることが企業価値の向上につながる場合も多い。高リスクの成長投資を支える観点から、資本市場から資金調達を行うことに加え、必要な場合には負債の活用も検討されるべきである。

3.2.4 企業群④

企業群④に所属する企業は、市場評価（PBR）が高く、資本効率（ROE）も高い水準にあることから、EPの観点でも ROIC-WACC スプレッドを確保しつつ投下資本を拡大できている可能性が高い。すなわち、**価値創造（EPの持続的拡大）を牽引し得る企業群**である。

企業群④が更なる成長を続けるには、**ROIC-WACC スプレッドを維持・拡大しつつ、投下資本（IC）を拡大し、EPの「質×量」を同時に伸ばし続けることが重要**である。

企業群④に所属する企業については、成長投資は、ROIC-WACC スプレッドを維持・拡大できる領域に集中し、研究開発投資・人的資本投資・設備投資・M&A等を通じて投下資本を戦略的に拡大することが期待されている。また株主還元は、投資機会が拡大する局面では成長投資を優先しつつ、収益を上げた場合にはしっかりと株主還元を行うというメリハリの利いた戦略が重要であり、成長投資と株主還元を EP 拡大の観点で統

一的に説明することが望ましい。その他、資金調達は、募集株式に加え、社債などの手段も活用しながら、資本コストを抑えつつ投資を実行可能にすることが望ましい。

3.3 取締役会に期待される役割

3.3.1 基本的な考え方

会社法上、会社の機関設計にかかわらず、**事業ポートフォリオに関する基本方針の決定、及びその基本方針に基づき経営陣が行う職務の執行に対する監督は、取締役会の重要な役割**である⁴²。また、**取締役は、善管注意義務に基づき、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関して、中長期的に企業価値を向上させるべく、最善を尽くす**ことが求められる⁴³。

また、取締役会の役割は、形式的な監督にとどまらず、経営の質を高める観点から、経営陣に対する建設的な助言や、意思決定の前提・論点の明確化を促す機能を併せ持つことが期待されている。特に、資本コストを上回るリターンを継続的に確保し、EPを拡大することを通じて中長期的な企業価値を高めるため、**取締役会には、監督機能に加**

⁴² 会社法上、取締役会の職務権限は、当該株式会社の機関設計に応じて異なるところ、「事業再編実務指針」では、下記の整理の下、「会社の機関設計にかかわらず、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定は、取締役会の重要な役割であると解される」と整理している。

① 指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社について

会社法上、「経営の基本方針」が取締役会の必要的決議事項とされている（会社法第 416 条第 1 項第 2 号、第 399 条の 13 第 1 項第 2 号及び第 362 条第 2 項第 2 号）ところ、複数の事業を有する会社において、事業ポートフォリオに関する基本方針は、会社にとっての基本的な経営戦略であることから、「経営の基本方針」に含まれ、取締役会の必要的決議事項であると解される。

② 監査役会設置会社について

会社法上、「重要な業務執行の決定」が取締役会の法定決議事項とされている（会社法第 362 条第 4 項柱書）ところ、複数の事業を有する会社において、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定は、会社にとっての基本的な経営戦略の決定であり、「経営の基本方針の決定」の重要な要素であるとともに、「重要な業務執行の決定」の具体的な場面の例示として列挙されている「重要な財産の処分及び譲受け」や「多額の借財」等（会社法第 362 条第 4 項各号）の一回的な行為の決定以上に、会社の利益に重要な影響を及ぼし得る事項の決定であることから、「重要な業務執行の決定」に含まれ、取締役会の法定決議事項であると解される。

なお、本ガイドラインの主な対象となる上場企業においては、組織として「経営の基本方針の決定」を行うことは一般的な実務であると考えられるため、こうした実務を勘案すれば、実質的には上記①と同様に考えられる。

⁴³ 株式会社と取締役との関係は委任に関する規定に従うとされ（会社法 330 条）、取締役は善良な管理者の注意をもって職務を遂行すべき義務を負う（民法 644 条）。また、取締役は、株式会社のため忠実にその職務を行う義務を負う（会社法 355 条）。判例は、忠実義務は善管注意義務を敷衍し一層明確化したものと解釈している。

こうした前提の下、取締役は、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関しても、中長期的に企業価値を向上させるべく、最善を尽くすことが求められる。こうした取締役の善管注意義務の内容を踏まえ、取締役には、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関して、合理的な情報収集・検討に基づき意思決定を行い、その判断の前提や主要なリスク、対応策等を整理した上で、継続的にモニタリングしていくことが期待される。

え、資本効率の改善と投下資本の質・量の改善が統一的な戦略の下で実行されるよう、経営陣を後押ししつつ規律付ける役割が期待される。

3.3.2 取締役会に期待される役割

① 「成長の道筋」と将来キャピタルアロケーションの統合

取締役会は、企業がどのような「成長の道筋」の下で EP を拡大していくのか、その中核となる仮説を経営陣と共有し、議論を深める役割を担うことが期待される。具体的には、どの事業・領域で ROIC-WACC スプレッドを改善し、どの分野に投下資本を配置・拡大していくのかという資本配分の方向性を、事業ポートフォリオ戦略、成長投資、新規事業、M&A 等の具体的意思決定と結び付けて検討することが重要である。

その際、単年度の投資額や短期の財務指標に着目するのではなく、複数年にわたる投資の累積効果として EP をどのように拡大していくのかという時間軸を明示した議論を行うことが求められる。特に、投資家との対話・開示を見据え、「成長の道筋」と将来のキャピタルアロケーションの整合性（なぜ当該配分が EP 拡大に資するのか）を、説明可能な形で整理しておくことが重要である。

② 事業ポートフォリオ戦略とモニタリング実施

取締役会は、EP を拡大する観点から、投下資本がスプレッドの低い領域に滞留していないかを点検し、事業ポートフォリオの見直しを後押しすべきである。ベストオーナー原則を踏まえ、資本コストを恒常的に下回る事業の是正や、ノンコアアセット（現預金、政策保有株式等）の位置付けを明確にし、資本をより高い価値創造が見込まれる領域へ配分する議論を主導することが期待される。

また、取締役会は、成長投資の実効性を高める観点から、投資案件や事業の特性に応じた評価・モニタリングの枠組みが整備されているかを確認することも期待される。具体的には、事業別の ROIC・投下資本・成長性等の可視化を踏まえつつ、投資の時間軸に即して、短期指標だけでなく中長期の成果指標・プロセス指標を組み合わせ、仮説検証と学習が可能となる設計を行うことが重要である。

評価・モニタリングに際しては、事業ポートフォリオ全体として、資本コストを上回る投資機会への資本再配分が継続的に進んでいるか（投下資本の質の改善が進んでいるか）という観点から運用されることが重要である。また、ノンコア

アセットの整理・活用については、単に縮減の是非問うのではなく、保有目的、必要水準、活用の時間軸を整理した上で、成長投資へ振り向けられているかという観点も含めて点検することが望ましい。

③ 大胆な成長投資の推進とリスクガバナンス

成長投資は、不確実性や時間的ラグを伴うため、取締役会には、結果のみを事後評価するのではなく、投資判断時点における前提、リスク認識、代替案、撤退条件、実行体制等が合理的に整理されているかを点検した上で、必要なリスクテイクを後押しする役割が求められる。特に、取締役会は、短期的な業績悪化のみを理由として成長投資を萎縮させるのではなく、「良い赤字」と「悪い赤字」を峻別し、中長期的な EP 拡大に資するかという観点から投資を監督する姿勢を明確にすることが期待される。

同時に、リスクテイクが無制限に拡大することを防ぐ観点から、投資後のモニタリングを通じて仮説と実績の乖離を検証し、必要に応じて軌道修正を促すなど、学習と規律付けを一体として機能させることが重要である。

④ 迅速・果断な意思決定を支える体制の確保

成長投資を実効的に進めるためには、迅速かつ果断な意思決定を支える経営基盤が不可欠である。取締役会は、マイクロマネジメントを避けつつ、経営陣が適切な情報と分析に基づき意思決定を行える体制が整備されているかを点検・支援する役割を担う。

具体的には、CFO 等を中核として、事業別の ROIC、投下資本、成長性等を可視化し、EP を共通言語として議論できる経営管理体制の構築が重要である。取締役会には、こうした体制が資本配分の質とスピードを高める観点から十分であるかを確認し、必要に応じて強化を促すことが求められる。

⑤ 指名・報酬を通じた価値創造に向けた規律付け

取締役会は、最適な CEO の評価・選定と報酬政策の策定⁴⁴を通じて、価値創造の実効性を担保することが強く期待されている。

⁴⁴ 指名委員会は、EP 拡大に向け、事業ポートフォリオの見直しや戦略的キャピタルアロケーション、研究開発投資・人的資本等の無形資産への投資を含む成長戦略の策定・実行を主導できる人材の選定・育成を後継者計画の中核に据える

CEO の評価にあたっては、短期的な利益水準や株価動向のみならず、「成長の道筋」に基づき、資本配分（投下資本の質・量の改善）を通じて中長期的な EP 拡大に向けた道筋を構築・実行できているかを重要な判断軸として位置付けることが望ましい。

また、報酬制度についても、ROIC 等の EP 拡大につながる経営指標も活用しながら、中長期的な経営指標を適切に活用し、成長投資に伴う短期的な業績変動が過度なディスインセンティブとにならないよう配慮することが重要である。特に、業績指標を用いる場合には、投資の時間軸や事業特性を踏まえ、短期的な変動によって中長期の価値創造行動が阻害されないよう、各社のビジネスモデルに応じて、執行陣に対するバランスの取れたインセンティブとなるよう工夫を行うことが重要である。

ことが望ましい。報酬委員会は、短期的成果のみに偏ることを避け、EP 拡大に資する行動と整合するよう報酬を設計することが望ましい。その際、中長期（例：3～5 年）の TSR 等を評価軸の一例として活用しつつ、報酬水準・評価期間・指標の組合せを検討することが有効である。

第4章 投資家に期待される対応

4.1 基本的な考え方

4.1.1 本章の目的

本章は、価値創造（EP）の拡大に向け、企業が資本効率の更なる改善や成長投資を増加させる観点から、投資家に期待される対応を整理するものである。

4.1.2 スチュワードシップ・コードの趣旨と投資家の役割

「『責任ある機関投資家』の諸原則～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(以下「スチュワードシップ・コード」とする)が示すとおり、企業価値向上に向けた企業側の責務と投資家側の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。このように、投資家には、価値創造の拡大を共通目的として、企業とともに価値創造に取り組む「共創者」としての役割を果たすことが求められている。

4.1.3 成長投資の時間軸と実質的判断の重要性

価値創造の拡大には、資本効率の改善に加え、資本コストを上回る投資機会に対する成長投資の拡大が必要となる。特に、成長投資は成果が顕在化するまでに時間を要し、投資初期には利益・キャッシュフローや資本効率指標が一時的に悪化し得るという不確実性も伴う。このため投資家には、運用機関等が掲げる運用哲学や投資スタイルに基づき、過度に短期的なリターンの要求や形式的な議決権行使に偏ることなく、企業の成長ステージや事業特性を踏まえた実質的な判断を通じて、資本配分の合理性を評価し、必要な成長投資を後押しすることが期待される。

スチュワードシップ・コードが示すとおり、スチュワードシップ活動は議決権行使のみならず、投資先企業の状況把握と建設的な「目的を持った対話（エンゲージメント）」を含むものである。投資家には、運用哲学や投資スタイルに基づき、企業の説明に対し、成長投資が将来の価値創造の拡大に資するかという点に焦点を当てた対話を行い、適切な案件については成長投資を後押しすることが期待される。

4.2 価値創造に向けたエンゲージメント

4.2.1 対話の議題の重点化

スチュワードシップ・コード原則4が示すとおり、投資家には、投資先企業との建設的な「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることが求められる。投資家と企業の双方において、対話の「目的」と「論点」が十分に揃わない場合、エンゲージメントが形式的になり、価値創造（EP）の拡大に資する対話が生まれにくい点に留意が必要である⁴⁵。特に、価値創造（EP）を拡大させていくという観点からは、対話の議題を重点化し、資本配分に関する企業の意思決定の合理性や実現可能性などの検証に時間が割かれることが重要である。

4.2.2 企業状況の把握と実質的な論点設定

スチュワードシップ・コード原則3が示すとおり、投資家には、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが求められている。こうした状況把握を欠く場合、対話の論点が抽象化・形式化し、価値創造（EP）の拡大に資する実質的な対話が生まれにくい点に留意が必要である。エンゲージメントを企業の価値創造（EP）の拡大につなげていくには、企業の業績や成長ステージ、事業特性に応じた対話が投資家に求められる。

投資家は、企業の状況把握（成長ステージ、事業特性等）を前提に、①成長の道筋、②資本効率（ROIC-WACC スプレッド）改善、③投下資本の質・量、④将来のキャピタルアロケーション等を中心に、企業の説明の整合性を検証し議論を深めていくことが期待される。その際、本ガイダンスで示したEPや4象限フレームワークの考え方も参照しつつ、取組が市場評価に十分反映されていない要因を企業と率直に議論し、認識の相違を埋めていくことが重要である。

⁴⁵ 金融庁「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」（2025年6月2日公表）において、企業から見て意義の乏しいエンゲージメントとして、投資家による目先の財務指標に限定した質問や自社株買い等の株主還元の議論に終始した対話が指摘されている。他方、投資家から見て意義の乏しいエンゲージメントとして、企業が開示の表面的な見栄えの改善の相談のみを目的としている場合や、特定議案の賛成を得ようとするだけの説明が指摘されている。

4.2.3 株式保有状況の開示

建設的な対話の前提として、実質株主の透明性の確保も重要である。スチュワードシップ・コードでは、企業からの求めに応じて保有状況を説明すべきであること等が指針として明確化されており、投資家は、企業から照会があった場合の対応方針を整備・公表することが求められる。

4.3 価値創造に向けた議決権行使

4.3.1 議決権行使の実質化

スチュワードシップ・コード原則5が示すとおり、投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針は、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫することが求められている。議決権行使は、企業に対して価値創造（EP）の拡大に向けた行動を促す観点から、資本配分や成長投資に対するガバナンスを実効化するための重要な手段である。

4.3.2 形式的・機械的な議決権行使の弊害

議決権行使に関しては、議決権行使基準に基づく機械的な判断が行われているとの指摘⁴⁶がある。日本においては株主総会の開催時期が一定時期に集中する傾向があり、限られた期間内に多数の議案を処理する必要があることが、個社事情を踏まえた判断を難しくしている可能性も存在する。

⁴⁶ 本小委員会においても、議決権行使助言会社の議決権行使基準に関して、日本市場では ROE 基準が設定されている一方、欧米市場においては特定の財務指標の水準を直接的な基準としていないなど、ROE 等の業績基準が日本特有の基準として盛り込まれていることがあるとの指摘があった。実際、海外における議決権行使基準は、取締役会の独立性や役員報酬などに重点が置かれる傾向があるのに対し、日本の議決権行使基準では、ROE 等の業績指標やサステナビリティ、多様性、不祥事対応などの基準が盛り込まれており、項目が多岐にわたる傾向が見られる。こうした背景の一つには、欧米などでは、独立した社外取締役で構成される取締役会が必要なスキル・経験を有しており、適切なインセンティブ設計が組まれているかを確認すれば、経営陣の評価は独立社外取締役に原則として委任するという発想があると考えられる。

この点に関して、東証「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）によると、日本においても、取締役会の過半数を独立社外取締役が占める企業の割合は、2025年7月時点において、プライム市場で26.2%、JPX日経400では32.6%へと上昇しており、日本においても欧米のような基準を導入する余地が生まれつつあるとも考えられる。

しかしながら、議決権行使が機械的な基準運用に偏る場合、個社事情を踏まえた判断が難しくなる。特に大胆な成長投資に際しては、成果が顕在化するまでに時間を要し、短期的には ROE 水準等が低下し得ることから、経営者の選解任等が単一指標に基づき形式的に判断されることは、企業が成長投資を躊躇する一因となり得る。これは将来の EP 拡大を損ない得るものであり、投資家が本来期待する結果からも乖離している点に留意が必要である。

4.3.3 実質判断を可能とする体制整備、セーフハーバーの設定、理由開示

投資家には、議決権行使方針において、できる限り実質的な判断を行うことが求められる。また、仮に業績評価に関して ROE 等の業績指標を用いる場合においても、EP 拡大に資する成長投資を阻害しないよう、例外要件（セーフハーバー）の設定など、企業の説明を踏まえた実質判断を可能とする意思決定体制の整備を行うことが強く期待される。

投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用する場合には、助言をそのまま鵜呑みにするのではなく、企業の個別事情や説明を踏まえ、できる限り自らの責任で判断することが求められる。また、議決権行使の透明性を高め、対話の実効性を高める観点から、投資家は、議決権行使結果を公表することに加え、重要な議案については、賛否判断の「実質的理由」を開示⁴⁷することが望ましい。

⁴⁷ 国際コーポレートガバナンス・ネットワーク (International Corporate Governance Network: ICGN) の「ICGN Global Stewardship Principles」においては、「Investors should disclose the rationale for key voting decisions, particularly when votes were cast against management recommendations, or abstained, or if a vote was cast that is inconsistent with the investor's voting policy. Investors should consider communicating the decision to companies, preferably before Annual General Meetings. In subsequent dialogues, investors should address votes against board recommendations, in pursuance of engagement objectives and effective outcomes.」（以下仮訳：投資家は、重要な議決権行使について、その判断理由を開示すべきであり、とりわけ経営陣の提案に反対した場合や、棄権した場合、又は自らの議決権行使方針と整合しない判断を行った場合には、その理由を説明することが求められる。また、投資家は、当該判断について、可能な限り株主総会前に企業に対して伝達することを検討すべきである。さらに、その後の対話においては、エンゲージメントの目的及び実効的な成果の実現に資する観点から、取締役会の提案に反対した理由について説明を行うべきである。）とされている。

第5章 政府が取り組むべき対応

5.1 基本的な考え方

本ガイダンスでは、企業と投資家が共有すべき共通認識として EP の拡大を掲げており、政府は、市場ルールなどの制度設計や、補助金、税制、ファイナンスなどの各種支援策を通じて、企業の EP 拡大につながる取組を集中的に後押しすることが重要となる。とりわけ、企業による事業ポートフォリオ改善と成長投資を通じた価値創造を強力に後押しすること、企業と投資家の更なる信頼醸成を通じて資本市場のリスクテイク機能を発揮・活用していくこと、成長投資の対象となり得る重要技術等の開発・育成を国もリスク負担して進めるとともに、こうした重要技術等も活かしてイノベーションに果敢に挑戦する企業を集中的に支援することも重要となると考えられる。

企業の資本配分見直しと成長投資が、単体の企業価値向上にとどまらず、国全体の成長投資の総量の拡大や新陳代謝の促進を通じて、持続的な経済成長や賃上げ等を含む分配の拡大にもつながることを踏まえ、政府として、省庁の縦割りを超えて、企業関係制度・市場環境・政策支援を相互に整合させつつ一体として企業の果敢な挑戦を後押しする観点から、必要な政策群を整備していくことが重要である。

また、本ガイダンスを実効的なものとするためには、EP を共通言語とした企業と投資家の対話や資本配分の変化が、実際に賃上げを含む成長投資の拡大や、成長投資と株主還元のバランス改善などを通じて、企業価値の向上につながっているかについて、政府として継続的に効果検証を行い、その結果を踏まえて制度や支援措置の見直しを行うなど、PDCA サイクルを回していくことが重要である。

5.2 経営資源の再配分と成長投資に対する支援措置

5.2.1 事業ポートフォリオの改善のための事業再編の促進

EP の拡大のためには、事業ポートフォリオの改善を通じて投下資本の配分を見直し、資本が ROIC-WACC スプレッドの低い領域に滞留する構造を改めることが重要である。それにより、キャッシュ創出力を高め、成長領域に投資を拡大していくことが可能となると考えられる。価値毀損セグメントに投下資本の 65% が投下されており、それらの事業の多くが新規事業ではないとの分析からみても、日本では社内外の様々な事情の中で果敢な事業再編が進んでこなかったと考えられる。

本格的な価値創造のためには事業再編を促進することが重要であり、政府として、ベストオーナーに対する事業移転（カーブアウト、事業譲渡、スピノフ、M&A等）を円滑化し、より高い価値創造が可能な主体へ事業を移すための制度的支援策を検討することが望ましい。CGコード及び本ガイダンスで提示している考え方や手法も活用し、企業と投資家の対話を通じて事業ポートフォリオの改善が促される環境を整備するとともに、実際に果敢に事業再編を行う企業に対しては効果的なインセンティブ措置（税制措置を含む）を検討すること、事業再編時に必要となる大規模な資金供給面の支援の在り方について、事業会社とファンドの役割分担や連携も踏まえて、具体的な検討を進めることが重要である。さらに、企業間連携の促進などに向けた環境整備や、会社法制など企業関係法令に関する予見可能性の更なる向上、柔軟で分厚い労働市場の整備等を通じ、再編が実行されやすい事業環境を整えることが重要である。

5.2.2 大胆な成長投資の促進

投下資本を量的に拡大するためには、設備投資、研究開発投資、人的資本投資に対して企業の投下資本拡大のハードルが低下するような支援策が必要となる。既にGXや経済安保関連の補助金や、設備投資減税、研究開発税制等の税制が措置・拡充されてきているが、こうした制度を戦略的に活用し、企業の成長投資を誘引することが重要となる。また、企業の成長投資は、成果が顕在化するまでに時間を要し得ることも踏まえ、投資の予見可能性や執行の円滑性を高める観点から、補助金・税制・ファイナンス等の政策手段の組合せを一体で整備・運用していくことが望ましい。

5.2.3 内部資本の成長投資への再配分の促進

投下資本の質と量の改善を進める上で、内部資本の活用は重要となる。特に、企業が保有する現預金、政策保有株式、非事業用不動産等が中長期的に滞留する場合、投下資本回転率の悪化等により、企業のEPを押し下げる要素となる。政府は、企業が保有目的や適正水準、活用の時間軸等を説明し、必要な内部資産を確保した上で、その余剰分を成長投資へ回しやすくするような環境整備を行うべきである。加えて、非事業用資産等の売却や政策保有株式の縮減等を通じて生じた資金が、成長投資へ再投資されやすくなるよう、必要に応じてインセンティブ措置（税制措置を含む）の在り方を検討することも、資本循環を促進する観点から有効となり得る。

5.2.4 資本配分の最適化を担う CFO 等の機能の強化

事業ポートフォリオ改善や成長投資の拡大を含め資本配分の見直しを進めるためには、CFO や FP&A の機能・役割がより重要となる。重要なのは、経営陣がこうした機能をどう活用するか理解し社内で明確な位置付けを行うこと、事業部も含めてファイナンスリテラシーを高めることで、企業が資本配分の最適化に向けた知識・ノウハウを全社的に徹底活用できるような状況になることである。そうした観点に立って、政府として、CFO や FP&A の知識・ノウハウを体得した人材数を拡大するために必要な実務教育（スクール整備、教材・ケースの共有、継続教育の充実）やこうした職種の役割の周知・理解を進めることにより、価値創造経営人材の裾野を広げることが望ましい。

また、企業における資本配分責任の実装を後押しする観点から、取締役会による事業ポートフォリオ管理や成長投資を含む資本配分の検討・監督が有効に機能するよう、取締役会の事務局機能（経営企画・財務部門との連携を含む）の強化や、必要なガバナンス体制整備の取組が進むことが期待される。

5.3 企業と投資家の更なる信頼関係の醸成と資本市場のリスクテイク機能の活用

5.3.1 投資家の議決権行使・エンゲージメントの実質化

企業が事業ポートフォリオ見直しや成長投資を通じて価値創造を拡大するためには、企業側の取組に加え、投資家の行動を含めた、市場側の対応が重要である⁴⁸。このため、政府としては、企業が資本配分や成長投資の方針・時間軸について投資家と共通理解を形成しやすいよう、説明・開示の高度化を後押しすることが重要である。

現在、多くの投資家等がスチュワードシップ・コードを受け入れているが、投資家の対話・議決権行使がスチュワードシップ・コードや本ガイダンスが示す内容と乖離していないか、形式的な対応にとどまっていないかなどについて、定期的に状況を確認する方策を検討することが重要である。この中で、短期・形式的な議決権行使に偏ることなく、企業の成長ステージや事業特性、成長投資の時間軸を踏まえた長期・実質的な判断が行われるよう、投資家の行動変容を後押ししていくことが望ましい。

⁴⁸ 英国 FRC ではスチュワードシップ・コードの原則への適合性について、機関投資家等のレポートに基づいて評価を行い、その結果を踏まえて、リストへの登録を行うといった取組や、議決権行使助言会社についても規律付けを導入するといった取組が実施されている。

5.3.2 会社法制等の国際的な整合性の確保

近年、日本では、アクティビスト投資家等による株主提案が増加傾向にある。株主提案を受ける上場企業数は、2020年頃と比較して直近ではおおむね倍増しており、提案件数についても増加基調にある。提案内容を見ると、事業・資産売却、自己株式取得や配当の拡大など、短期的な還元・資金回収を重視する提案が相当程度を占めており、必ずしも中長期的なEP拡大につながらない内容も存在している。このような状況下では、企業と投資家の間で中長期的な価値創造に関する共通理解が十分に形成されていない場合、短期的な提案や形式的な議決権行使が、結果として成長投資を萎縮させる要因となり得る点に留意が必要である。

こうした問題意識を踏まえ、法務省において進められている会社法改正に向けた検討においても、実質株主把握の強化に加え、少数株主提案権の在り方が重要な論点となっている。会社法においては、一定割合（原則として議決権の1%又は300個以上を6か月以上保有）の株主に対し、議案提案権が認められているが、海外の制度設計や運用実態も踏まえつつ、株主提案が企業の中長期的なEP拡大を後押しする形で機能するよう、提案権の要件や手続面を含めた適切な制度検討が進められることが期待される。

5.3.3 社債市場の活性化・リスクマネー供給主体の多様化

投下資本の量的拡大には、内部資本の再配分だけでなく、外部資本を適切に活用し、成長投資に必要な資金をタイムリーに供給できる資本市場の機能強化が不可欠である。しかし、日本では、社債市場が十分に活用されていないなど、成長投資を支える資金調達の実選択肢が限定的となっている。このため、政府は、社債市場の活性化策や政策金融の強化など、ファイナンス手法の多様化に向けた検討を促進する必要がある。

また、家計の大半が預金として維持されている現状を踏まえ、家計の資金が成長投資を行う国内企業に対する資金供給の促進につながるような制度設計の検討が必要である。

あわせて、成長資金の供給や事業変革を担う主体の厚みを増す観点から、機関投資家、PE ファンド、VC 等が、それぞれの役割に応じてリスクマネー供給や価値向上支援を行いやすい市場環境・制度環境の整備を進めることも重要である。

5.4 国によるリスクテイクやイノベーション投資の重要性

5.4.1 17 分野等での政府による投資促進策との連動

GX、DX、経済安全保障等を含む重要政策分野では、財政面等の支援を通じて投資を促進する政策対応が強化されてきている。こうした中、各種の政策目的の達成と企業価値向上を同時に達成できるよう、補助金・税制・ファイナンス等の政策手段の検討において、本ガイダンスと整合的な形でガバナンスを充実させている企業である場合に重点的な支援を行うことなども検討するべきである。

また、企業の成長機会・投資機会を増大させる観点から、政府が掲げる戦略 17 分野等における官民投資フレームワークを充実させ、企業が中長期で投資判断を行いやすい予見可能な環境を整備することが重要である。

5.4.2 成長投資の対象となる重要技術等の研究開発・社会実装

国として技術パイプラインの拡大を図ることも重要である。国のイノベーションシステムは、大学等における基礎研究、産学官連携等による基礎から応用研究、企業による開発・事業化の各段階が有機的に接続し、それぞれが活性化することで強靱化する。企業にとっては、大学等における基礎研究や、産学官連携等による応用研究において、競争力を高め得る領域を中心に、分厚い技術パイプラインが拡大し、それが公的調達・需要創出策も含めて社会実装していく流れが予見可能性ある形で充実していくことが、投資判断を行う上で重要となる。

さらに、ディープテック等のスタートアップの成長と多様な出口戦略の後押しも重要である。重要技術の開発から事業化を担う存在としてスタートアップの重要性が高まる中、出口を IPO に偏らせることなく、大企業による買収（M&A）等も含めた多様な出口が機能する環境を整備し、成長資金の回収・再投資が回るエコシステムを強化していくことが求められる。

以上のような取組を通じ、政府による成長機会の創出と、企業による資本循環・成長投資の実装とが相互に補完し合うことで、国全体としての資本循環と価値創造（EP 拡大）の総量を高め、持続的な経済成長や賃上げ等を含む分配の拡大につなげていくことが重要である。

別紙： 今後の検討課題

本ガイダンスは、企業の価値創造（EP）の拡大を通じた持続的成長の実現に向け、企業・投資家・政府がそれぞれ取り組むべき方向性を整理したものである。一方で、EPの拡大を社会全体として実現していくためには、本ガイダンスでは整理しきれていない論点も存在する。以下では、今後検討を深めることが重要と考えられる主な課題を整理する。

① 中長期の価値創造に向けた各国制度の把握とそれを踏まえた必要な環境整備

成長投資の継続的な拡大に向けては、社会全体として成長投資に資金が円滑に循環する環境整備が重要である。海外では、GX等の将来の産業基盤形成を支援する観点から、自社株買いに課税し、財源とする例も見られる。また、国際的には、無形資産の会計基準に関する検討も進められている。これらも含め、諸外国における制度やその影響などを十分把握していくことが重要である。

② 企業間の株式保有の在り方

政策保有株式については、売却を進めることが望ましいケースが多い一方、その全てが直ちに否定されるべきものではなく、戦略的提携等において合理性を有する類型も存在し得るとの指摘もある。今後は、どのような目的・条件の下での株式保有が、企業の長期的な価値創造に資するののかについて、類型化を含めた整理が求められる。

③ 公共インフラ・規制産業における価値創造

本ガイダンスでは、EPの拡大に向けた資本効率の改善を重視しているが、公共インフラや規制産業においては、業法上の規制等により、価格設定や収益率の改善を企業の裁量のみで実現することが困難な場合も少なくない。こうした中、我が国では高度成長期に整備されたインフラの老朽化が進行しており、人口減少下においても、更新投資や強靱化投資の遅れが国民生活や経済活動に重大な影響を及ぼすことが懸念されている。公共インフラ・規制産業における持続的な価値創造の実現に向けては、企業努力に加え、企業と政府の役割分担について、諸外国の制度設計も参考にしながら、引き続き検討を行うことが求められる。

④ 長期・不確実性の高い成長投資とイノベーションエコシステムの在り方

本小委員会では、研究開発から収益化までに 10 年から 20 年程度の長期間を要する事業が存在しており、こうした事業は将来的に高い付加価値を生み出し得る一方、不確実性が高く、投資回収までの時間軸も長期に及ぶことから、資本市場において資本効率に対する要請が高まる中で、十分な投資が行われにくいとの指摘があった。

今後、こうした長期的かつ不確実性の高い投資について、企業がどこまで主体的に担うべきか、また国としてどのような関与・支援を行うべきかといった役割分担の在り方が重要な論点となる。政府として、長期的な価値創造に資する投資を持続的に実現していく観点から、企業・投資家・政府の適切な役割分担の在り方について、引き続き検討を深めていくことが求められる。

⑤ 中長期的な価値創造の拡大に向けたアセットオーナーの役割

成長投資の持続的な拡大に向けては、企業による取組に加え、投資家の行動が中長期的な価値創造を志向したものとなることが重要である。その際、アセットマネージャーのみならず、その委託者であるアセットオーナーの運用方針や評価の在り方が与える影響も少なくない。今後、中長期的な価値創造を拡大していく観点から、アセットオーナーとアセットマネージャーの双方における行動の在り方について、アセットオーナーにおける運用目的や評価軸の在り方も含めた検討が求められる。

添付 1：価値創造経営小委員会 委員等名簿

(50 音順 敬称略)

委員長：

沼上 幹 早稲田大学 ビジネス・ファイナンス研究センター 教授

委員：

加賀谷 哲之 一橋大学 大学院経営管理研究科 教授

唐木 明子 ブランズウィック・グループ マネージング・パートナー

北尾 裕一⁴⁹ 公益社団法人関西経済連合会 副会長/
株式会社クボタ 代表取締役会長

工藤 禎子 株式会社三井住友銀行 代表取締役兼副頭取執行役員

後藤 禎一 富士フイルムホールディングス株式会社 代表取締役社長・CEO

小原 成朗⁵⁰ 日本労働組合総連合会 総合政策推進局 総局長

三瓶 裕喜 アストナリング・アドバイザー合同会社 代表

中神 康議 一般社団法人日本取締役協会 副会長・企業価値向上委員長/
経済産業研究所フェロー

中田 誠司⁵¹ 一般社団法人日本経済団体連合会 金融・資本市場委員長/
株式会社大和証券グループ本社 会長

橋本 幸子⁵² ブラックロック・ジャパン 社長

日置 圭介 一般社団法人日本 CFO 協会/日本 CHRO 協会/日本 CLO 協会
エグゼクティブ・フェロー/re-Designare 合同会社 代表

松田 千恵子 東京都立大学 大学院経営学研究科 教授

宮島 香澄 ジャーナリスト

山口 明夫 公益社団法人経済同友会 代表幹事/
日本 IBM 株式会社 代表取締役社長

(オブザーバー：金融庁、法務省、株式会社東京証券取引所、
公益社団法人日本証券アナリスト協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)

⁴⁹ 第 5 回以降、木股 昌俊 公益社団法人関西経済連合会 副会長/株式会社クボタ 特別顧問から交代。

⁵⁰ 第 5 回以降、富田 珠代 日本労働組合総連合会 総合政策推進局 総局長から交代。

⁵¹ 第 5 回以降、日比野 隆司 一般社団法人日本経済団体連合会 金融・資本市場委員長/株式会社大和証券グループ本社 特別顧問から交代。

⁵² 第 5 回以降、就任。