

経済産業省
価値創造小委員会



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY
HUB
BUSINESS SCHOOL

企業の成長戦略と資本配分

成長投資水準の原因分析とガバナンスとの関係性

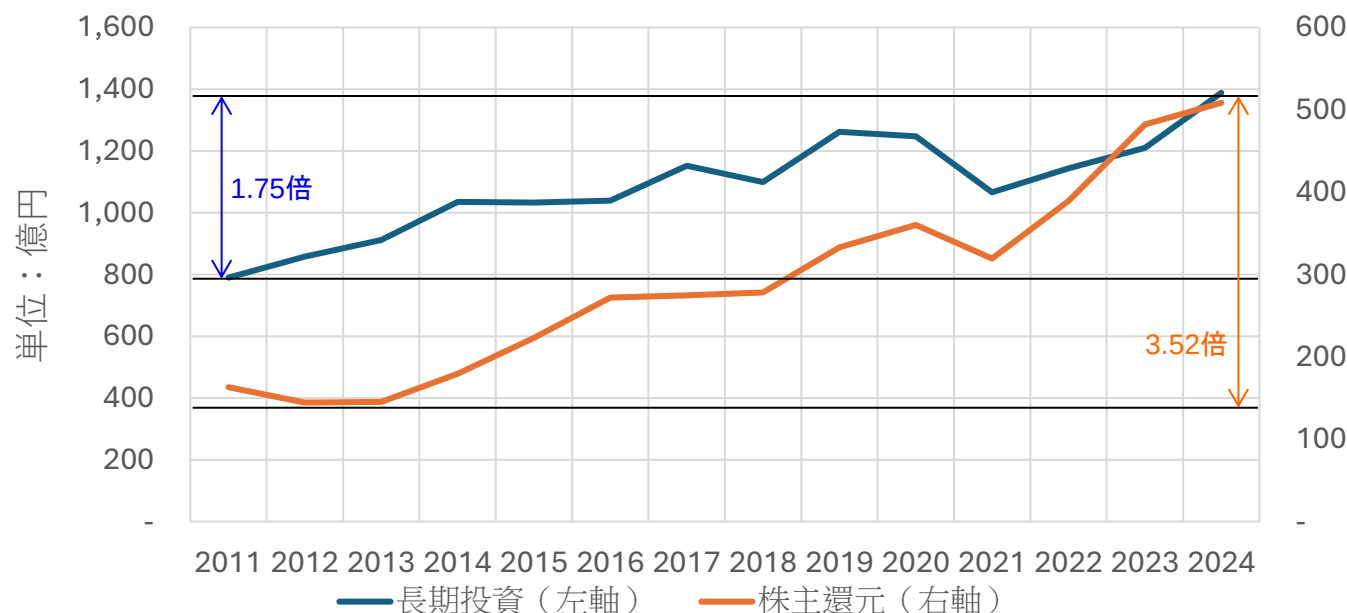
2025年4月
一橋大学 加賀谷哲之
t.kagaya@r.hit-u.ac.jp

資本配分と成長戦略

株主還元が増加した一方で、成長投資が実現できていない。この事実をどのように考えるべきか。その真因を前提とした場合に、コーポレートガバナンス改革の進捗をどのように整理し、今後何を進捗させていくべきか。

S&P500、S&P Europe350、S&P Japan500のうち、FY2011～FY2024までデータが入手できる非金融会社444社、362社、432社をベースに分析。

日本企業の資本配分（平均値）



資本配分と成長投資

営業キャッシュ・フロー

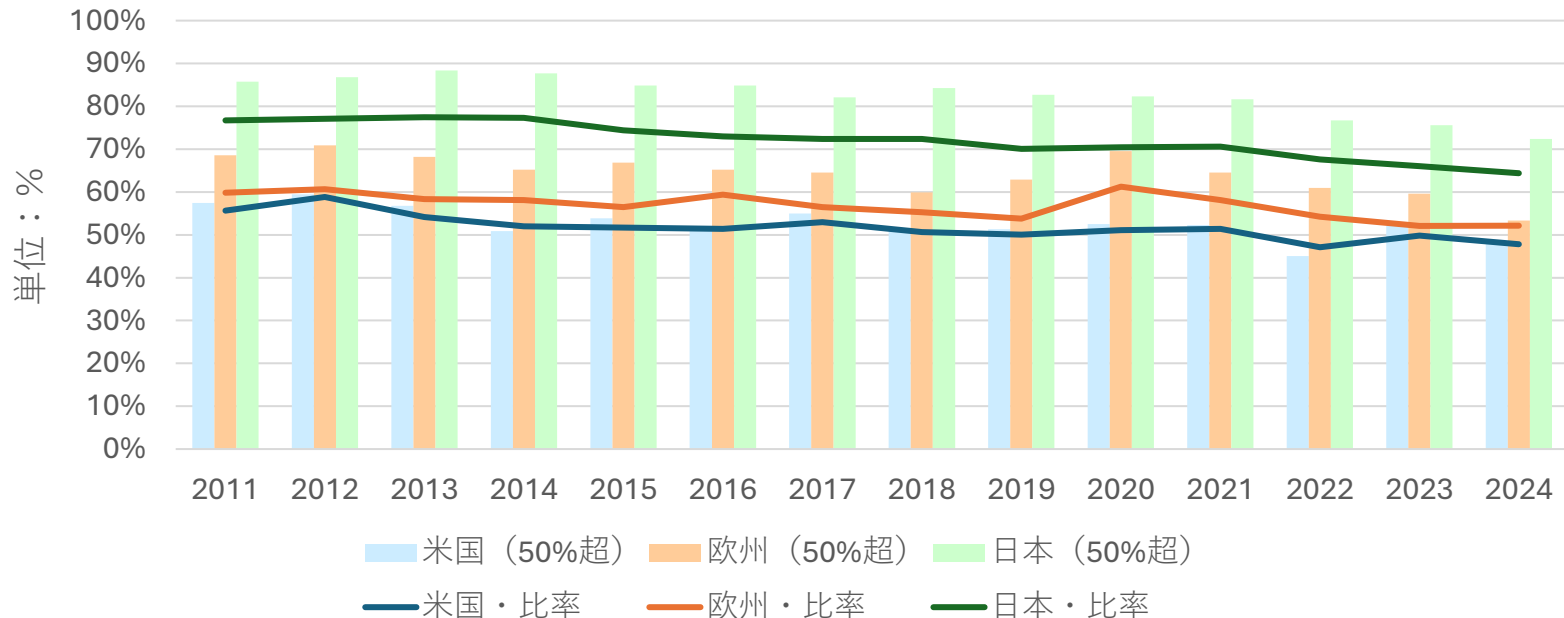
外部資本調達(負債・株式)

長期投資(資本的支出・研究開発・現金取得)

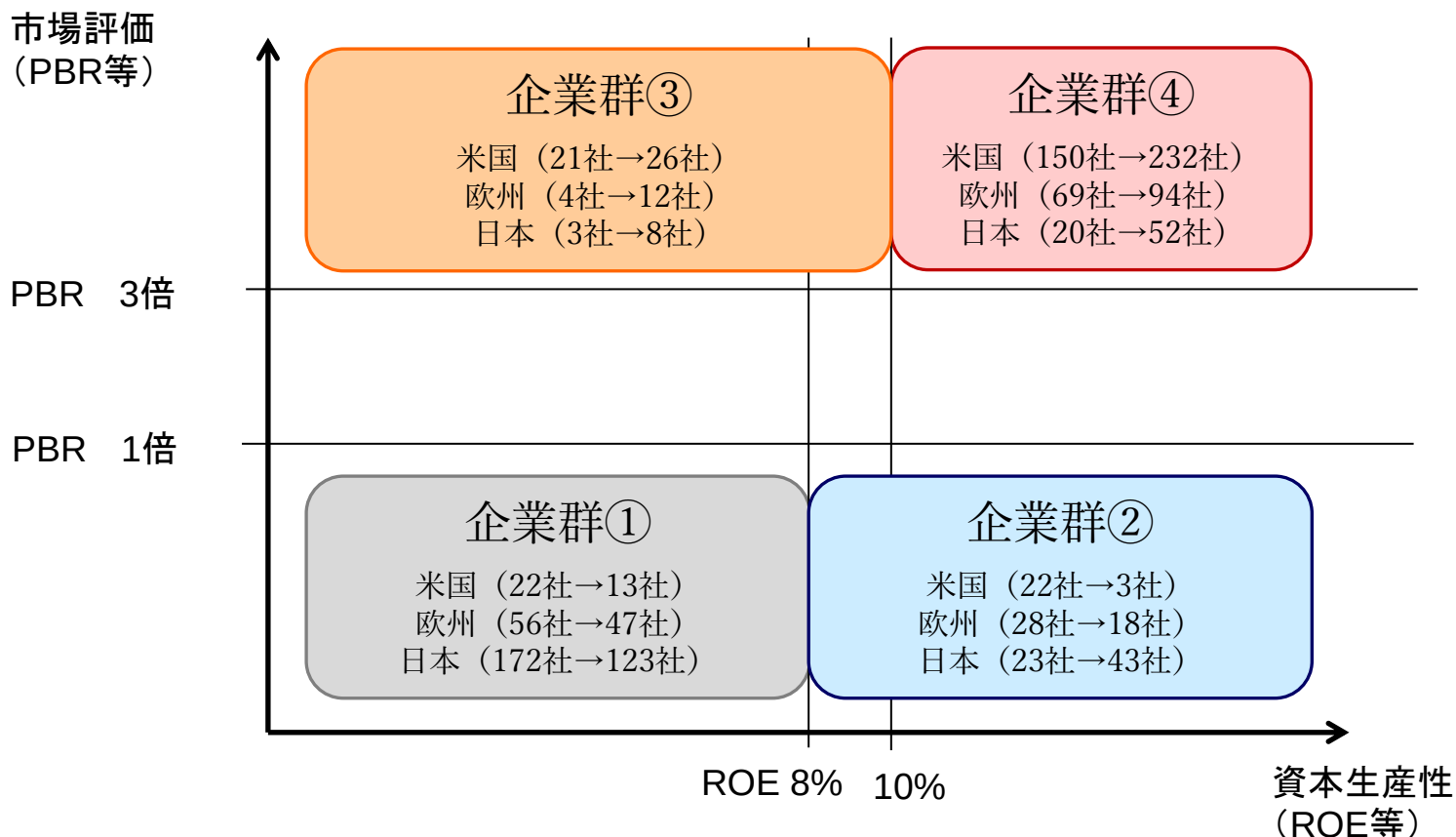
株主還元(配当・自己株)

長期投資比率 (平均値)

$$\text{長期投資比率} = \frac{\text{長期投資}}{\text{長期投資} + \text{株主還元}}$$



企業ポジションごとで問うべき課題



企業群①事業構造・グローバル収益構造の組替についての取組みがなぜ円滑に進まないのか？

企業群②なぜ市場からの期待が十分に高まらないのか？(期待が高まらなければ株主還元が求められる)

企業群③市場からの期待を財務成果に結び付けるためには何が求められるか？

企業群④高い資本生産性と市場評価を持続的な価値創造に結び付けるためには何が求められるか？

資本配分と成長投資



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

■長期投資比率(2011→24)

企業群③ 米国 67.9% 欧州 74.2% 日本 73.7%	企業群④ 米国 48.6% 欧州 55.5% 日本 55.7%
企業群① 米国 53.7% 欧州 53.7% 日本 71.7%	企業群② 米国 41.9% 欧州 43.6% 日本 71.2%

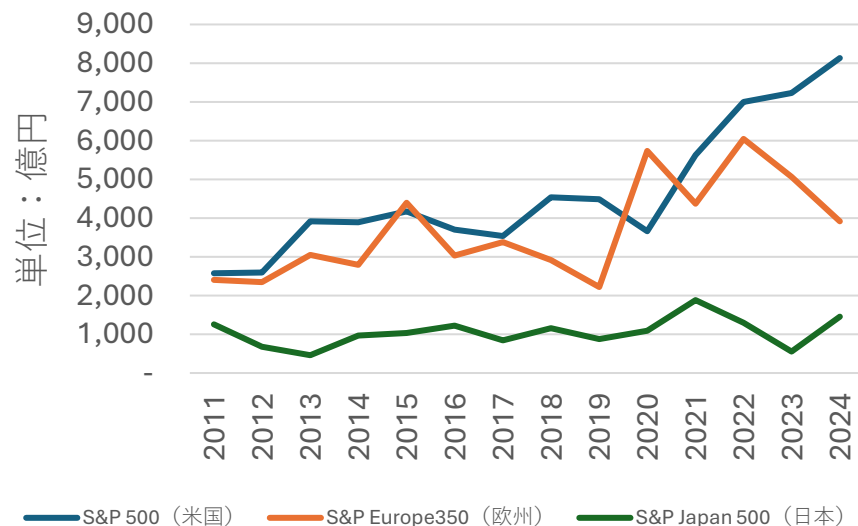
■長期投資比率50%超企業の割合

企業群③ 米国 74.4% 欧州 84.3% 日本 86.8%	企業群④ 米国 45.5% 欧州 61.4% 日本 63.6%
企業群① 米国 57.9% 欧州 57.5% 日本 78.5%	企業群② 米国 41.9% 欧州 52.3% 日本 78.7%

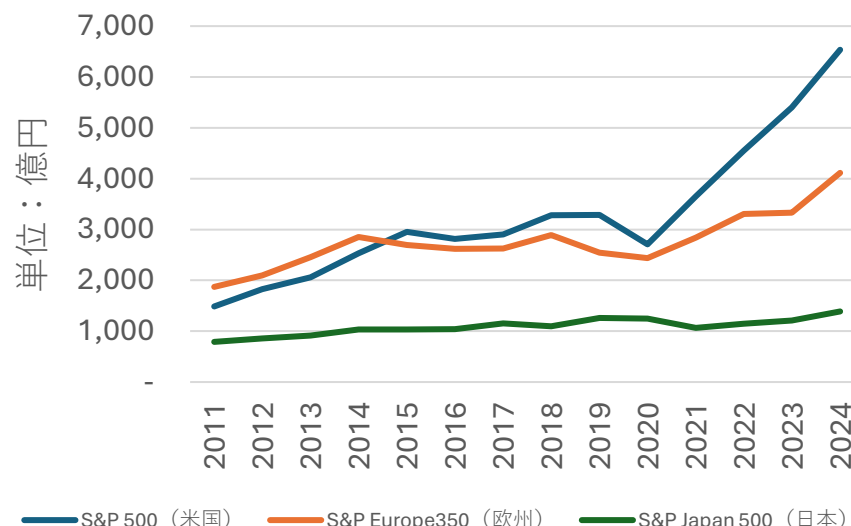
- ✓ 資本配分の観点でいえば、企業群①や②から資本を吸い上げ、企業群③に流すのが資本市場の役割。米国や欧州ではそうした役割を担っているといえるが、日本では企業群①や②も資本の多くを長期投資に充てているのが特徴。
- ✓ 日本はそもそも米国・欧州と比べると長期投資のウェイトが高い。このことを考えると、米国・欧州と比べると、**魅力的な成長戦略などその投資を支える他の意義**がなければ、投資家の観点から成長投資を正当化することが難しい。
- ✓ 上記の図表には示していないが、日本における企業群①の長期投資比率は2011年の74.2%から2024年には64.0%まで減少している。とはいえ、米国と欧州に比べてなお高水準。
- ✓ 計算上、長期投資＝現状維持＋成長投資が含まれる。日本の場合、企業群①の投資に**現状維持投資**が大きな割合で含まれている可能性もある。

成長投資の原資となる営業CFとその使途

■ 営業CF



■ 長期投資 (資本的支出・研究開発・現金買収)



- ✓ もともと営業CF水準で日本企業は米国企業、欧州企業に劣後していたが、その差はさらに拡大しつつある。欧米企業は潤沢な資本が豊かな成長投資に結び付くことで、価値創造を持続的なものとするに結び付けている可能性あり。

企業内における資本の規律を働かせる仕組みの有効性

事業・資産再編の壁となっている要素の解消

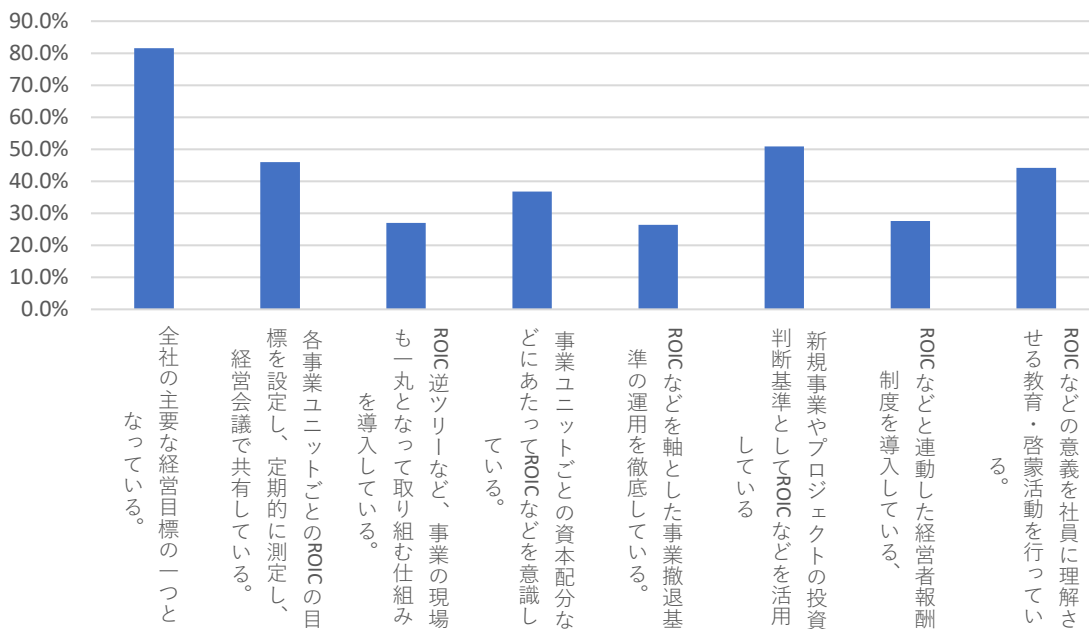
成長戦略の魅力を高める価値創造ストーリーと資源確保

国・地域やその他のパートナーシップを促す枠組み

コーポレートガバナンス/人的資本に関する社会システムの課題

企業内における資本配分を円滑化する取り組み例

資本生産性を意識した取り組み実施状況



(出所)一橋大学CFO教育研究センター＋ファーストアカウンティング調査

- ✓ 企業内における資本配分を円滑化するためには、資本生産性に関する経営目標を入れれば十分というわけではなく、プロセスや社員の意識にそれを落とし込む必要がある。
- ✓ 日本企業は他国企業と比べて、多角化が進んでいるのであれば、より高度な仕組みをビルトインさせる必要がある。