

第 5 回価値創造経営小委員会 事務局資料

令和 7 年 1 0 月 2 4 日

経済産業政策局

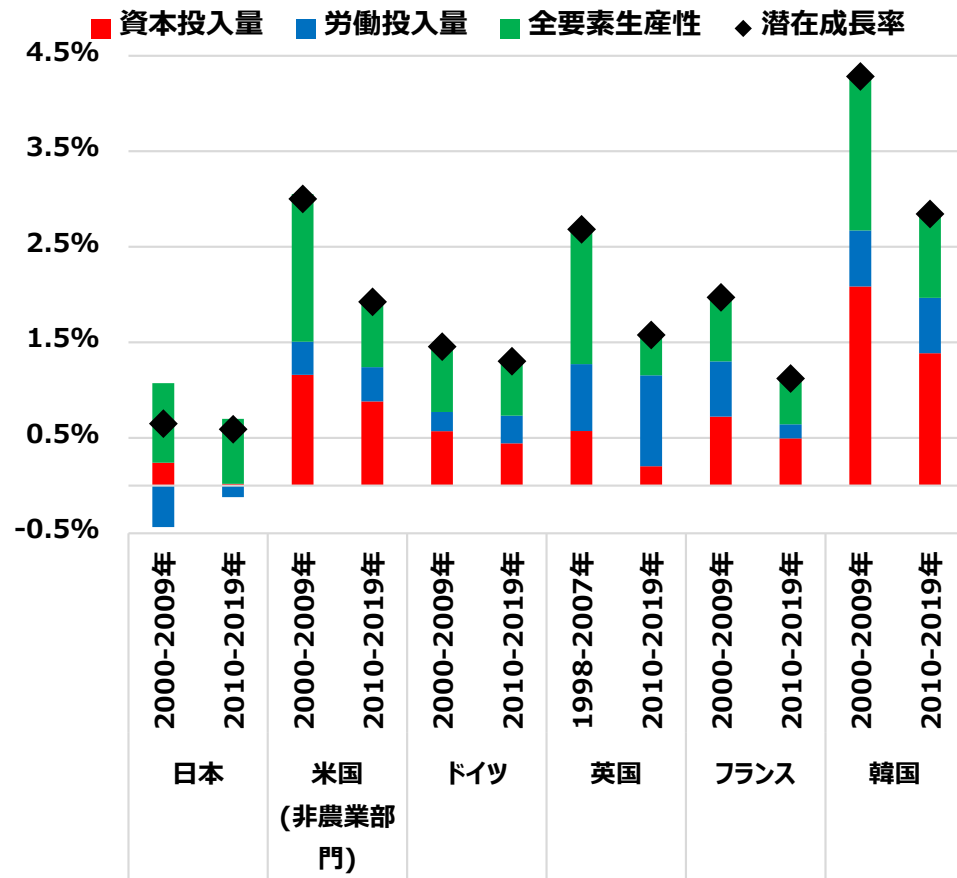
目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
3. 成長投資の状況
4. 株主還元の状況
5. 資金調達状況
6. 株主とのエンゲージメント
7. 本日の論点

日本経済の停滞要因の一つは投資（設備・研究開発投資）

- 潜在成長率を要因分解すると、全要素生産性は他国と遜色ない。最大の違いは資本投入量。
- 特に金融危機以降、多くの日本企業は、海外で投資を拡大、日本での投資は横ばい。

潜在成長率の各項目寄与度の比較



(注) 左図：英国は英国予算責任局の公開データの都合上、1998-2007年までの潜在成長率の寄与度分解を掲載。

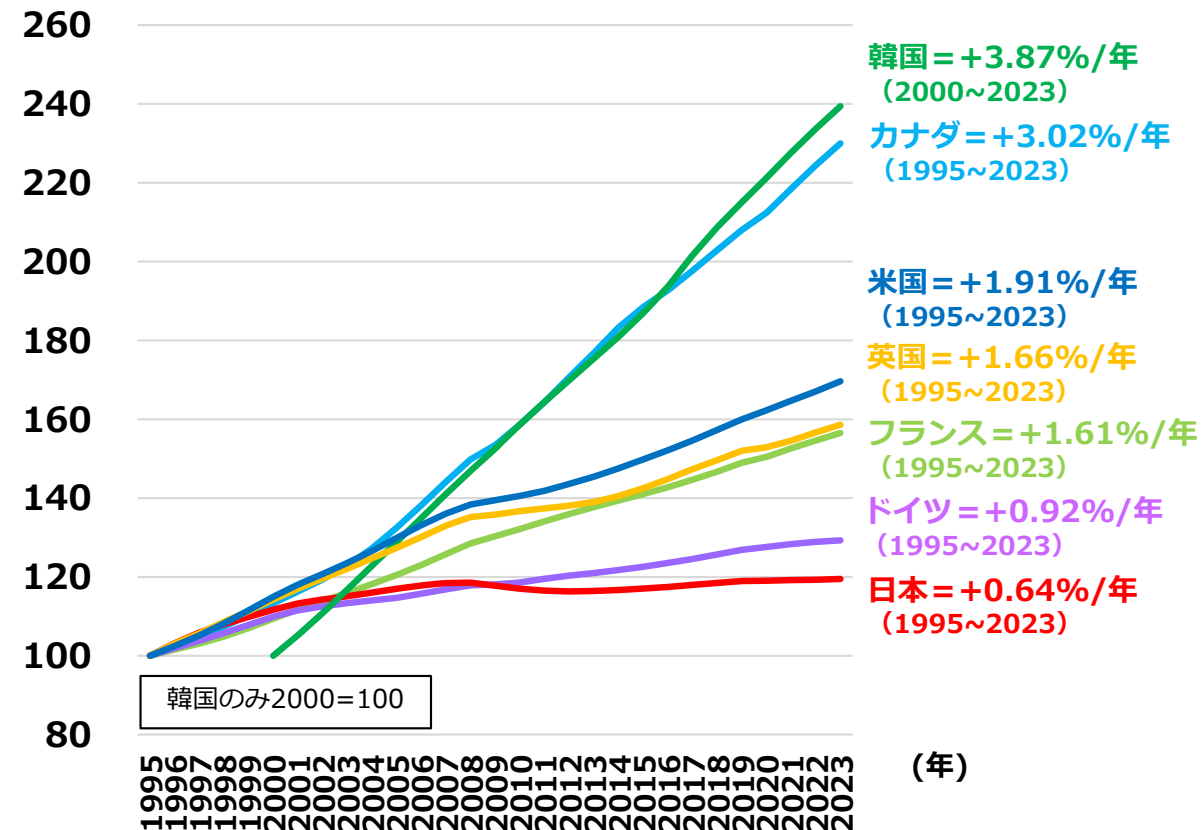
右図：資本ストックの伸び率は、厚生労働省「第2回社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提に関する専門委員会」（令和5年2月24日）資料3を参考に、(総固定資本形成-固定資本減耗)/固定資産 により算出。資本ストックは、1995年を100として、前年の資本ストックに伸び率を掛け合わせることで算出。なお、韓国はデータの制約上、2020年を基準としている。

(出所) 左図：内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」（2025年3月18日）、米国議会予算局「An Update to the Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029」（2019年8月21日）、「The Budget and Economic Outlook: 2022 to 2032」（2022年5月25日）、ドイツ経済諮問委員会「SPRING REPORT 2024」（2024年5月15日）、英国予算責任局「Economic and fiscal outlook」（2022年11月16日及び2025年3月26日）、世界銀行「A Cross-Country Database of Potential Growth」（2023年3月27日）を基に作成。

右図：OECD.stat、厚生労働省「第2回社会保障審議会年金部会 年金財政における経済前提に関する専門委員会」（令和5年2月24日）より作成。

資本ストックの推移

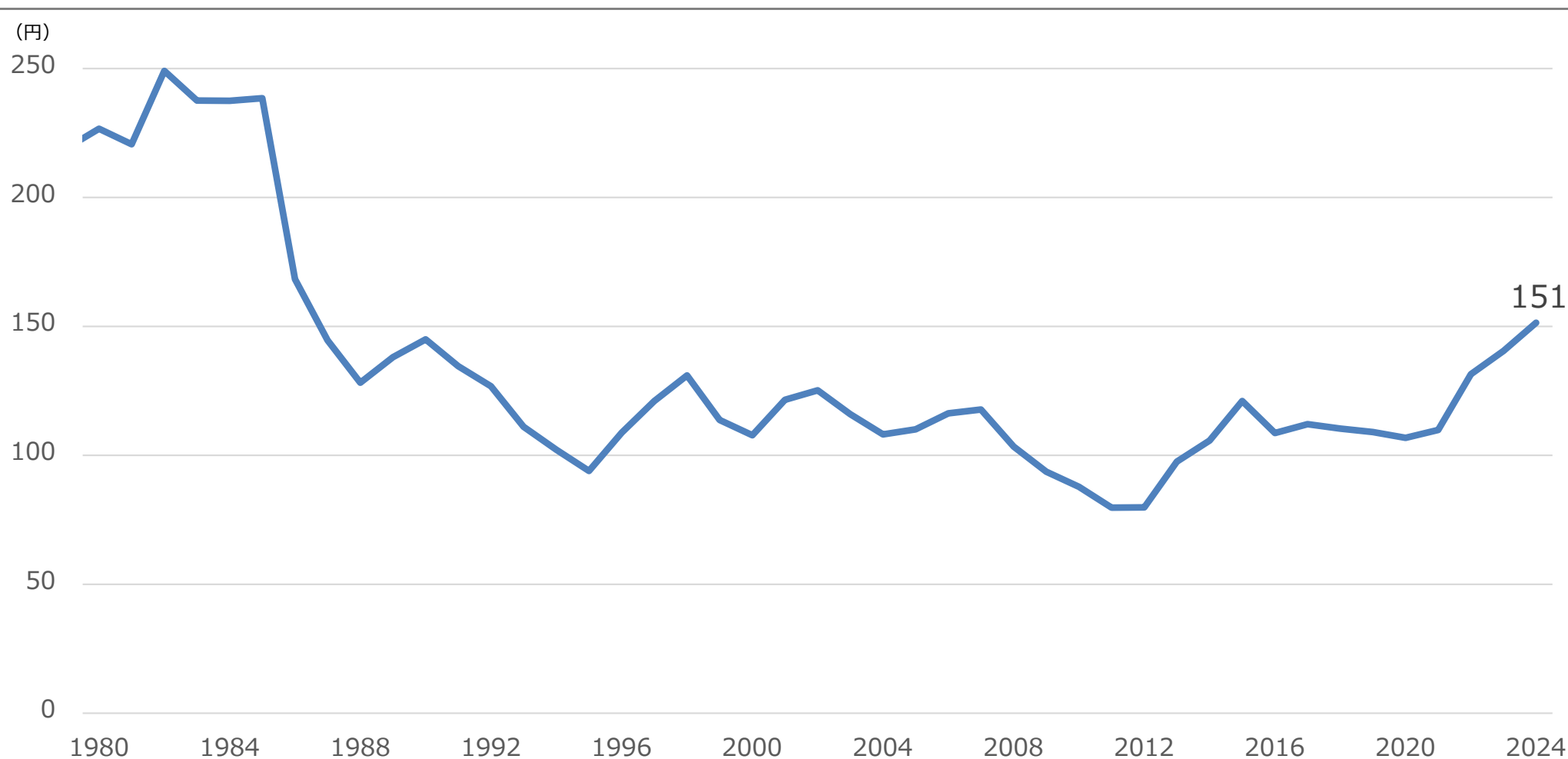
(1995年=100)



円為替レートの推移

- 1985年のプラザ合意以降、円高が長期的に進行し、2011年10月31日には1ドル＝75円32銭と過去最大の円高を記録した。一方、足元では、円安が進行している。

対米ドル円為替レート（年次・スポット）



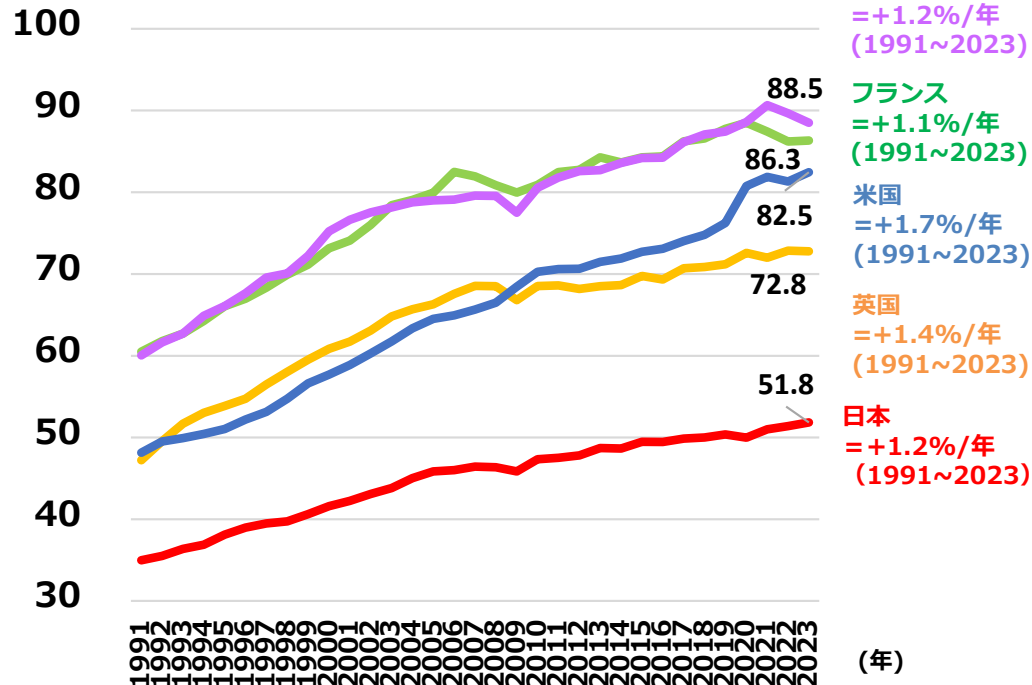
労働生産性の向上にもかかわらず所得は横ばい

- 労働生産性:日本の労働生産性は、過去30年で年率で1%以上伸びてきた。
- 実質賃金:日本の実質賃金は、過去30年横ばい。それに伴い個人消費も低迷してきた。

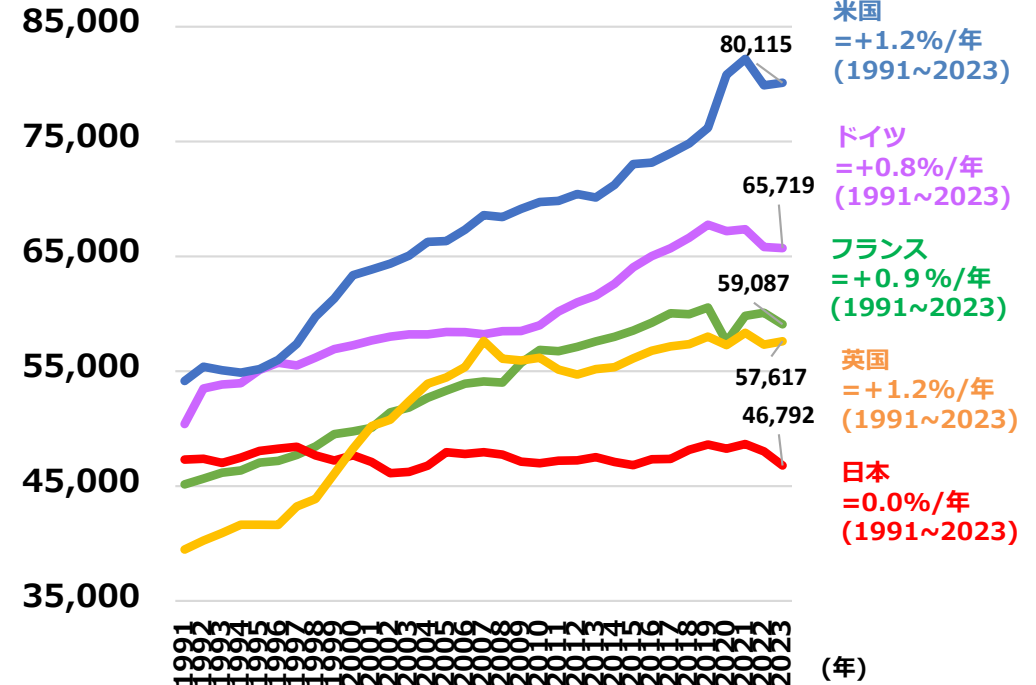
労働生産性の国際比較

実質賃金の国際比較

時間当たり労働生産性（ドル/時間）



1人当たり実質賃金（ドル）



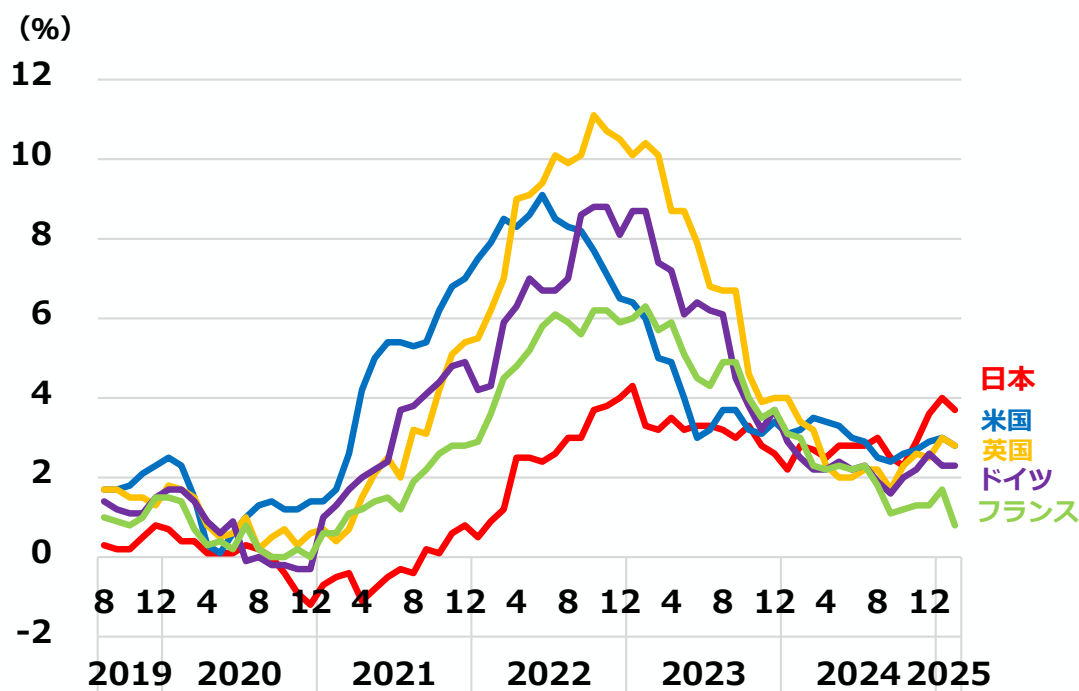
（注）左図：2020年の米国ドル（購買力平価ベース）で実質化したGDPを総労働時間（就業者数×年間の平均労働時間）で割った値。右図：2023年の米国ドル（購買力平価ベース）で実質化した値。

（出所）OECD.statより作成。

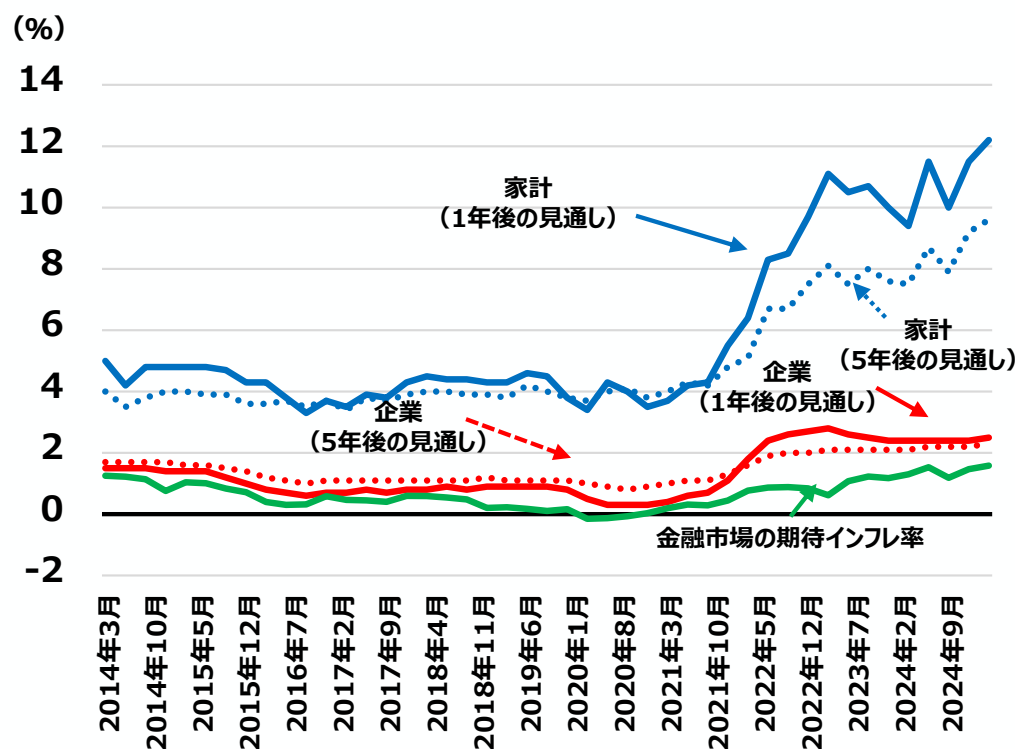
デフレからインフレへの変化

- 世界では一時の急上昇期よりは穏やかになっているもののインフレ進行が継続。消費者物価指数増減率でみると、足下の日本は主要国の中でも高位に位置する。
- 企業経営は、デフレ下ではコストカットに注力するのに対し、インフレ下では高付加価値化に注力しやすくなると指摘されている*。 *月刊資本市場2023年10月号 (東京大学 渡辺努教授)等

消費者物価指数増減率の国際比較（前年同月比）



家計/企業の物価の見通し・金融市場の期待インフレ率



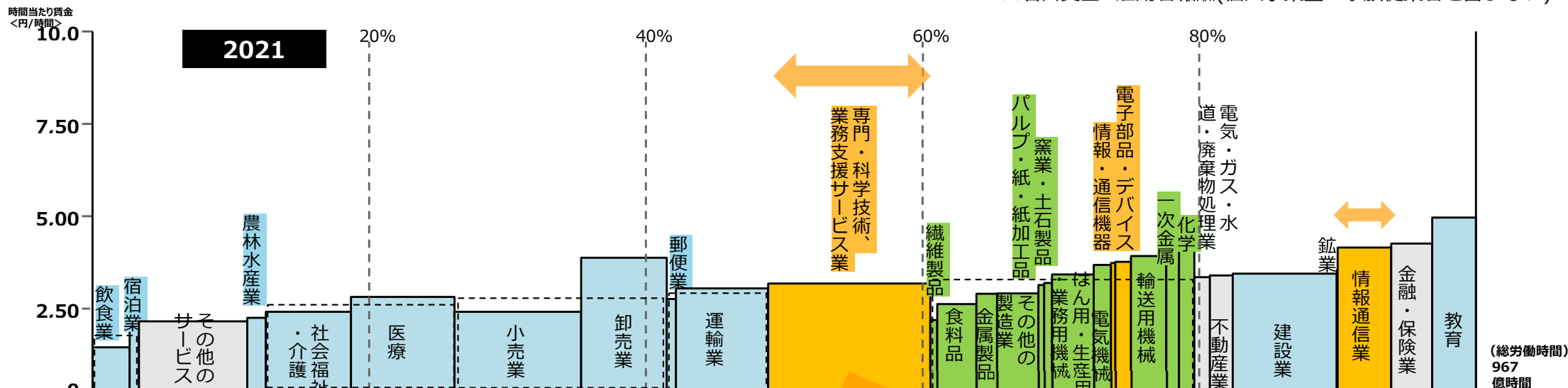
(参考) 左図：2025年2月までの主要国の消費者物価指数の変化率。右図：家計と企業の物価の見通しは、横軸の年の調査において「各主体が1年後、5年後の物価をそれぞれどれくらい上昇すると予測しているかをプロットしており、各年に4回行われる結果の年平均をプロット。家計の物価は「購入される物やサービスの価格全体のこと」であり、企業の物価は消費者物価指数をイメージして回答する形式になっており、企業物価は全規模全産業のものを利用。金融市場の期待インフレ率は、Bloomberaのブレイク・オープン・インフレ率（BEI）を利用しており、物価連動国債の複利利回りと同じ残存期間の10年利付国債の複利利回りを基に計算したもので、各値は四半期末日のBEIである。

(出所)左図:総務省「消費者物価指数」を基に作成、右図:日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「全国企業短期経済観測調査」(2025年4月1日)、Bloombergより作成

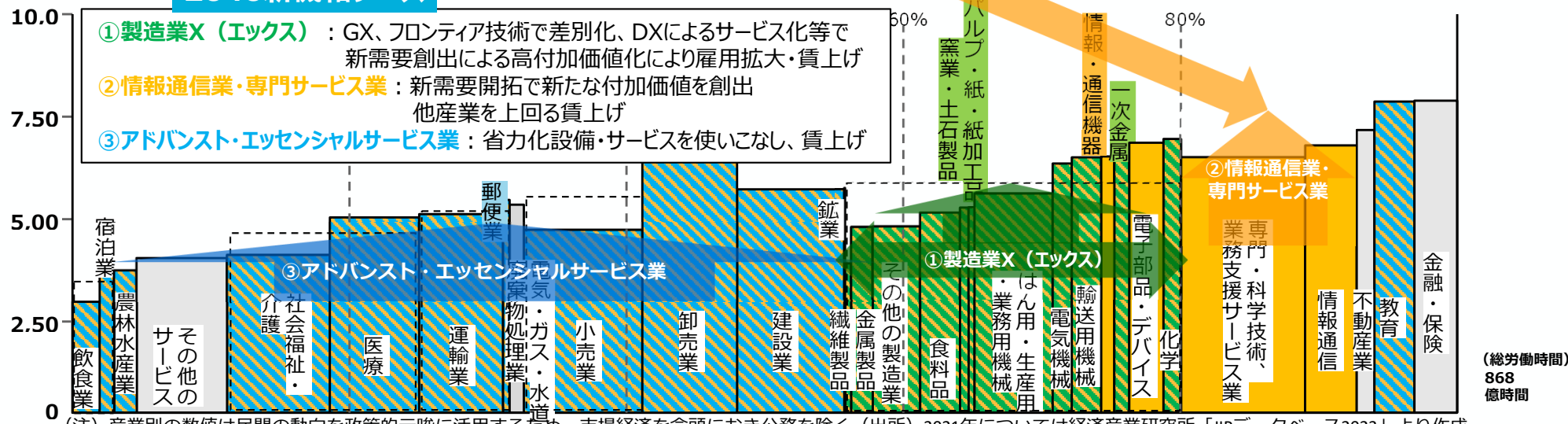
産構審「国内投資拡大・産業構造転換を踏まえた2040年の将来見通し」

将来の産業構造は、①製造業X（エックス）、②情報通信業・専門サービス業、③アドバンスト・エッセンシャルサービス業がカギ

※名目賃金＝雇用者報酬（個人事業主・家族従業者を含まない）

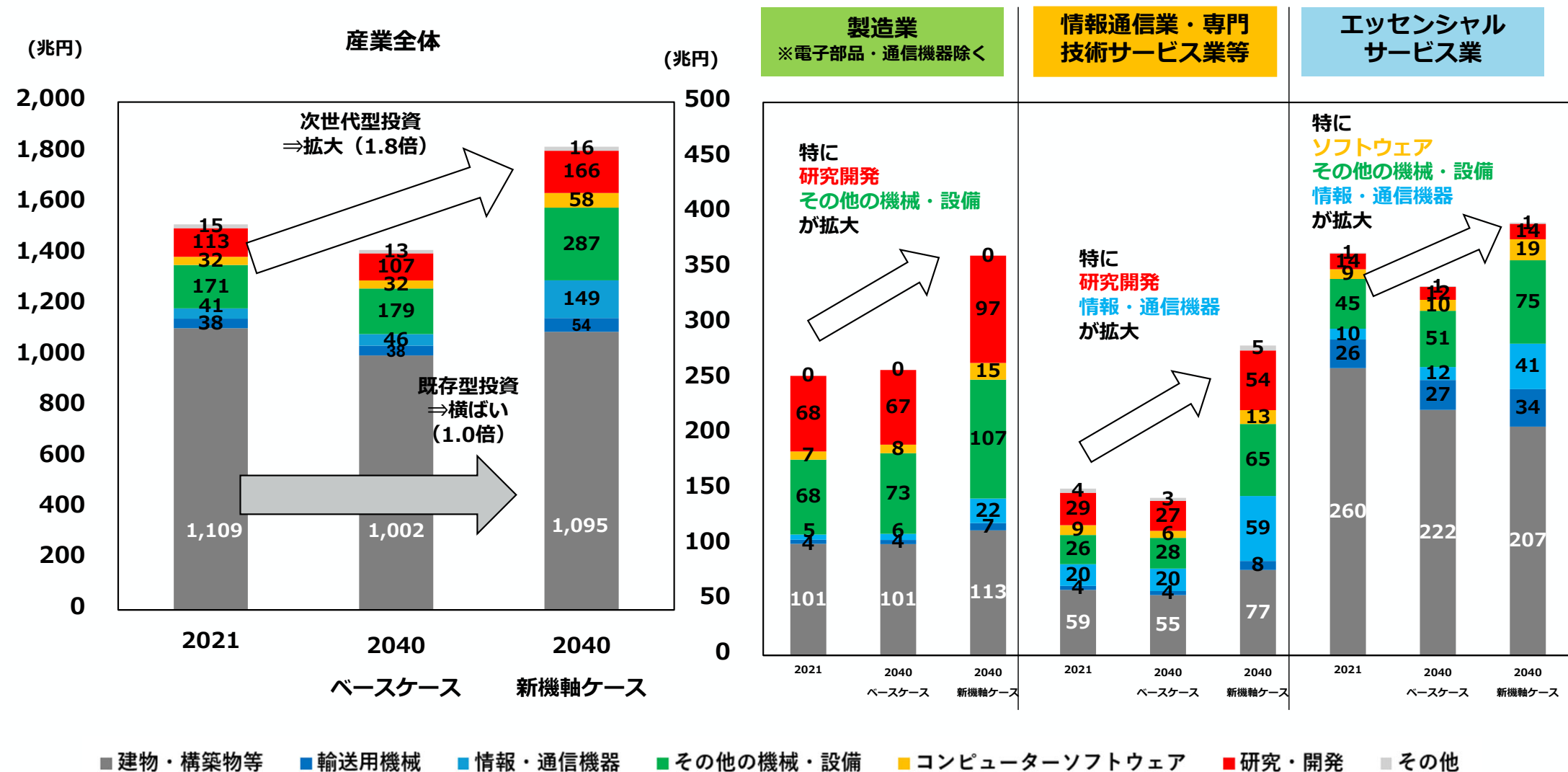


2040新機軸ケース



(注) 産業別の数値は民間の動向を政策的示唆に活用するため、市場経済を念頭におき公務を除く（出所）2021年については経済産業研究所「JIPデータベース2023」より作成。

国内投資の構造転換（費目別・産業分類別の民間資本ストック）

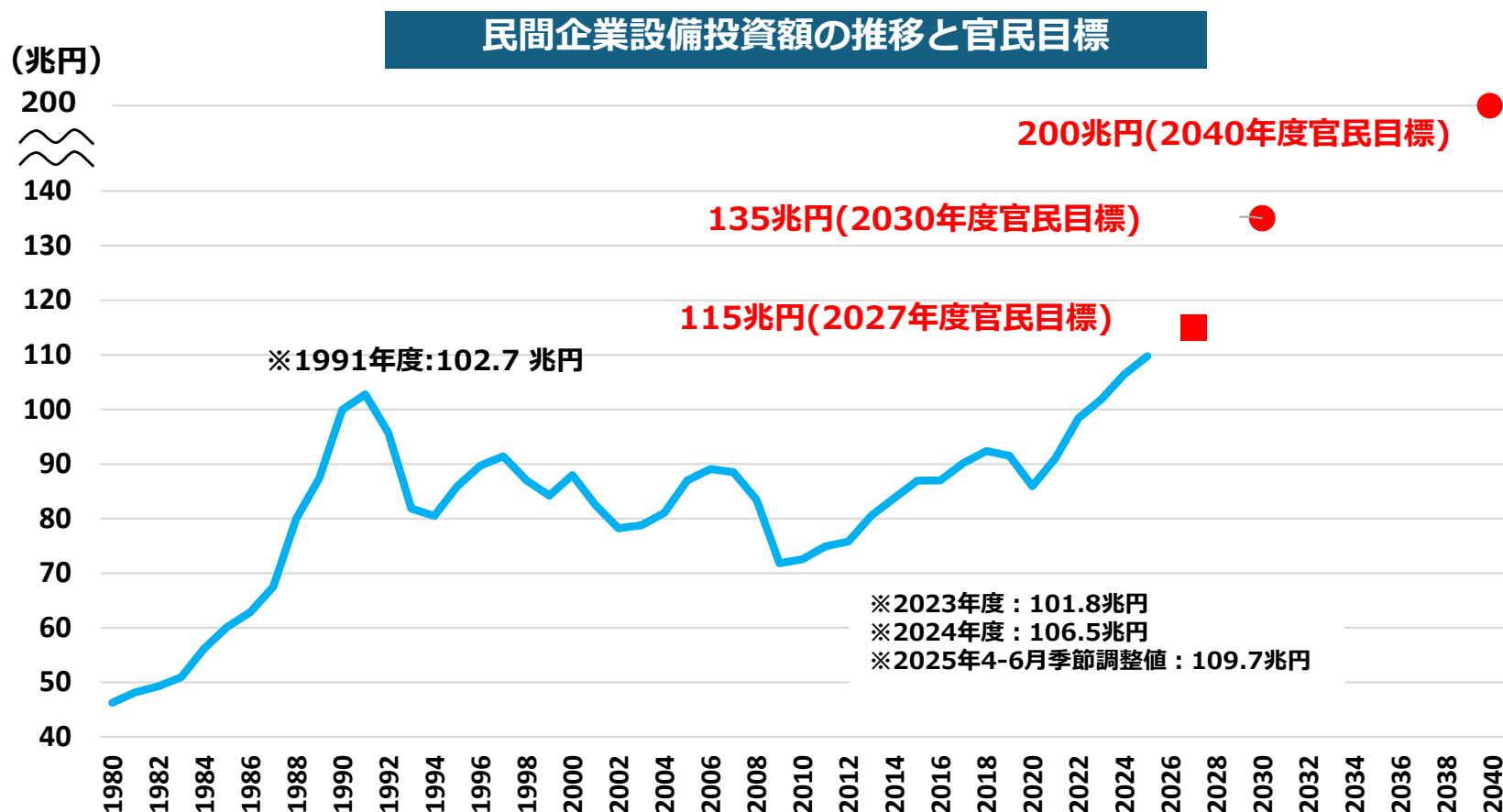


(注) 産業全体における数値は民間部門のうち企業部門を念頭として住宅を除く。既存型投資は建物・構築物等、次世代型投資は建物・構築物等以外への投資である。

(出所) 2021年については経済産業研究所「JIPデータベース2023」より作成

設備投資額の推移と官民目標

- 経団連は、当初の目標の設備投資額115兆円(2027年度)を更新し、**2030年度に135兆円、2040年度に200兆円を目標と設定。**
- この目標の実現のために、**官民で引き続き国内投資の拡大を継続していくことが必要であり、年間約5兆円程度、設備投資を増加させていく必要がある。**



(注)1980年～1993年度までは2015年基準支出側GDP系列簡易遡及値を利用。1994年度～2023年度は、「国民経済計算年次推計」、2024年度・2025年4-6月は「国民経済計算」の2025年4-6月期・2次速報（2025（令和7）年9月8日公表）を利用。2025年4-6月期の値は名目季節調整系列。

(出所) 内閣府「国民経済計算」「政府経済見通し」、令和5年4月6日「国内投資拡大のための官民連携フォーラム」経団連資料、令和7年1月27日「国内投資拡大のための官民連携フォーラム」経団連資料を基に作成。

成長投資と株主還元の現状

- 日本企業の業績は改善し、株価は大きく上昇も、日本企業の成長投資（設備投資、研究開発、人的投資）は伸び悩んでいる。
- 一方で、足元では株主に対する還元（配当、自社株買い）が大幅に増加している。

好調な企業業績

- ・ 企業の株価は10年間で約3倍まで上昇。
- ・ 企業の経常利益は大きく回復。上場企業の現預金保有は118兆円を超える水準。

	2013年	2024年
株価 (年末)	1万6291円 (日経平均)	3万9894円 (日経平均)
経常 利益	73兆円 (法人企業統計)	131兆円 (法人企業統計)
現預金	55兆円 (TOPIX500)	118兆円 (TOPIX500)
現預金 比率	約8.9% (TOPIX500)	約10.7%* (米6.6%、欧7.7%) (2023年 /TOPIX500)

* 加重平均値。2023年の現預金比率は、単純平均の場合には16.7%。

欧米と比べて少ない成長投資

- ・ 企業の成長投資（研究・設備・人的投資など）や賃金上昇は横ばい（生産性向上に比例して賃金が上昇せず）

	2016年	2023年
設備投資 /売上高*	5.4%	5.1%
研究開発 /売上高*	2.1%	2.2%

	2013年	2023年
賃金 (給与取得者)	414万円	460万円

* 上場企業約4000社が対象。

増加する株主還元

- ・ 自社株買いと配当増加により株主還元が大幅に増加。

	2013年	2024年
純利益	28兆円 (上場企業)	61兆円 (上場企業)
総還元 性向	4割	7割
配当	8兆円	25兆円
自社株 買い	3兆円	17兆円

企業ポジションの日米欧比較

- **日本企業は、欧米企業と比較して、企業群①（低成長期待×低収益性）や企業群②（低成長期待×高い収益性）が多く、企業群③（高成長期待×低収益性）が少ない。**
- 特に、**今後成長が見込まれる企業群③を増やしていくことが不可欠**。このため、成長投資や事業再編等に加え、戦略的な基礎研究や需要側支援等を通じたイノベーション促進策が必要。

企業群の整理（PBR×ROE）



日米欧の企業群別の分布

企業群①	18%	21%	36%
企業群②	5%	11%	14%
① + ②	約 2 割	約 3 割	約 5 割
企業群③	35%	33%	19%
企業群④	41%	36%	32%
③ + ④	約 8 割	約 7 割	約 5 割

出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均。

※ 集計対象：集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBRが取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

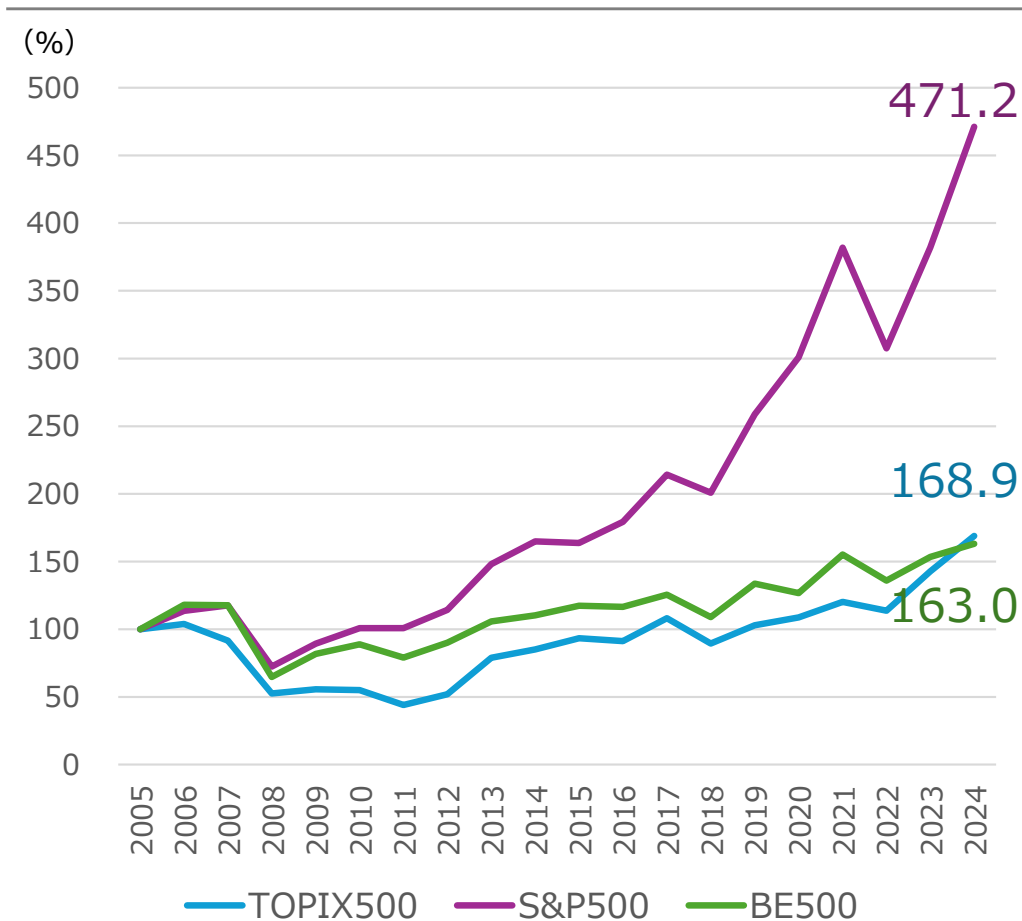
目次

1. 経済環境の変化
- 2. 日本企業の状況**
3. 成長投資の状況
4. 株主還元の状況
5. 資金調達状況
6. 株主とのエンゲージメント
7. 本日の論点

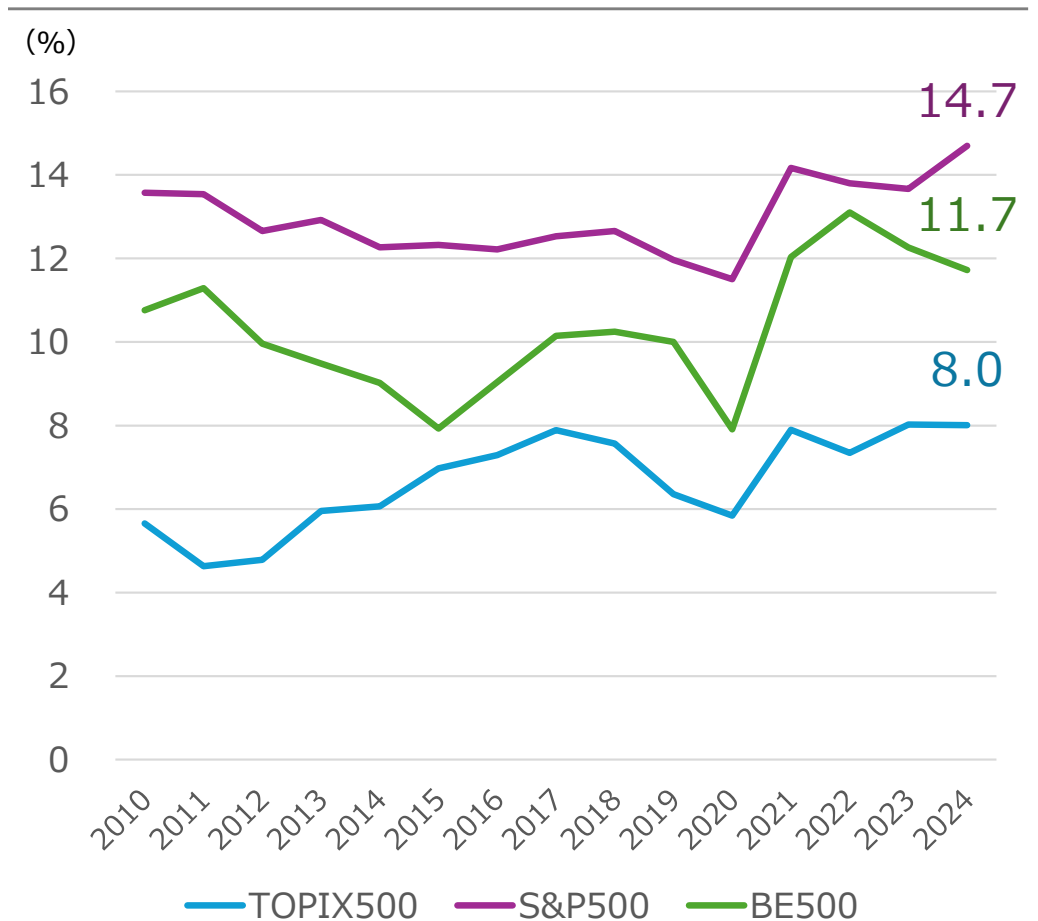
日米欧主要企業の株価・営業利益率の推移

- 日経平均株価は足元で最高値をつけるなど、20年間で大きく上昇も、米国と比較すると伸び率は抑制的。
- 日本企業の営業利益率も、米欧企業と比べて低水準となっている。

株価推移（2005年を100%とする）



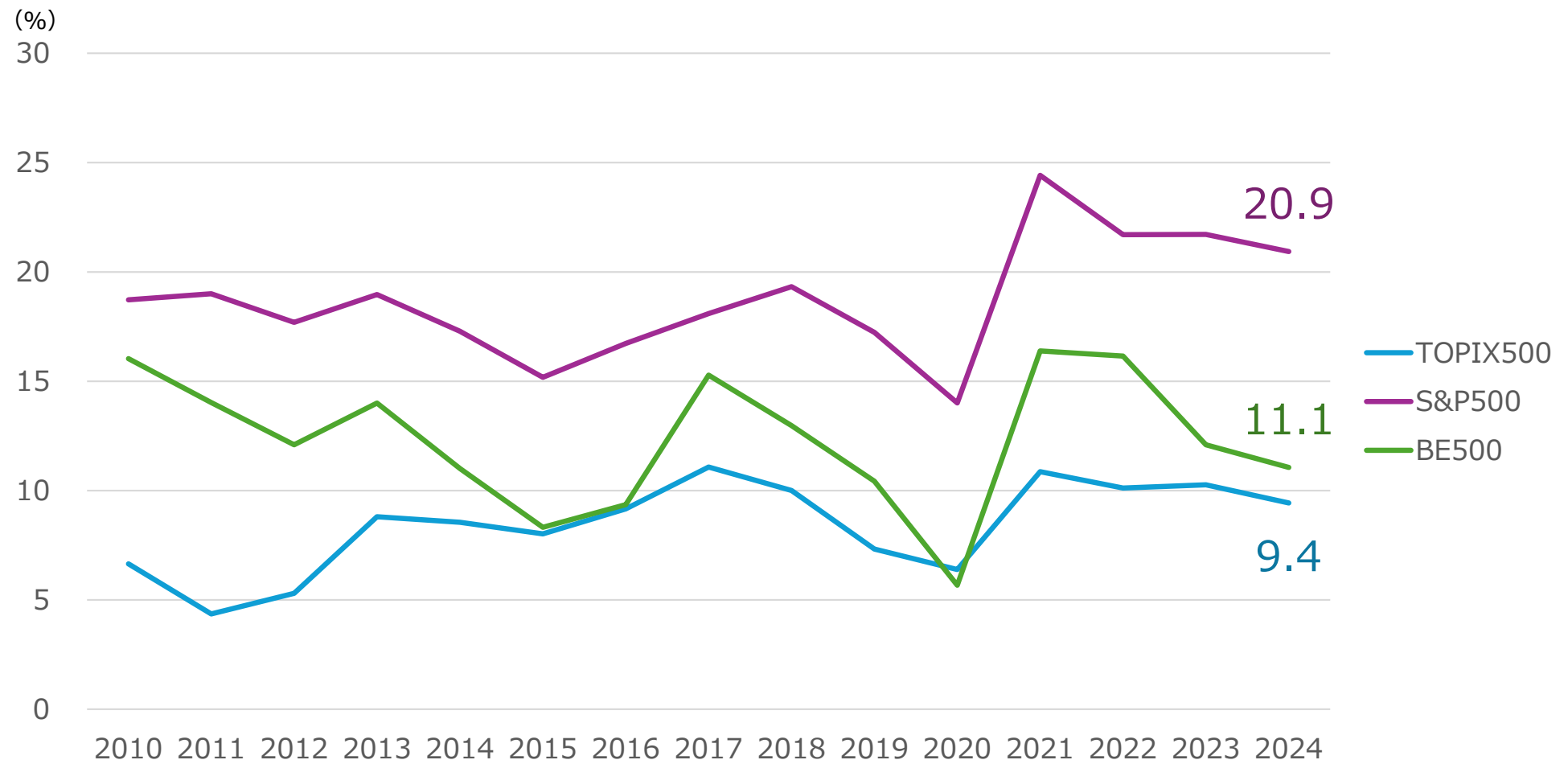
営業利益率



日米欧主要企業のROE推移

- 日本のROEはこの15年間で上昇しており、2024年には9.4%となっている。
- しかしながら、米国の20.9%と比較すると半分以下の水準であり、依然として低水準。

日米欧主要企業のROE推移

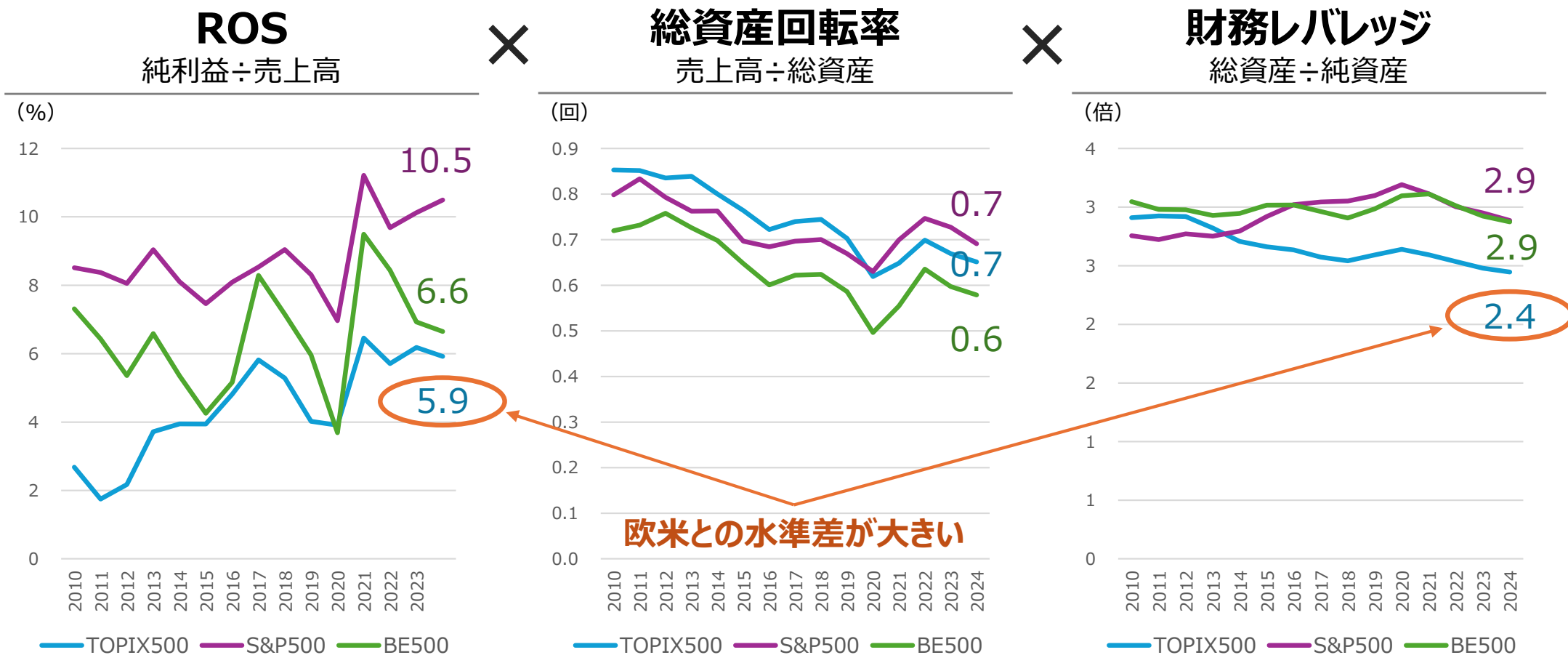


出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度における資産合計、株主資本等合計、売上高合計、親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

日米欧主要企業のROE推移（デュポン分析）

- ROEを「ROS×総資産回転率×財務レバレッジ」に分解（デュポン分析）すると、日本企業のROSが米国企業の概ね半分あることや、財務レバレッジの低下が、ROEを押し下げている要因となっている。
- 総資産回転率も低下しており、売上高の低下や、総資産の増加による資産効率の悪化が考えられる。
- 財務レバレッジも低下しており、日本企業の現預金増加などが要因の一つと考えられる。



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

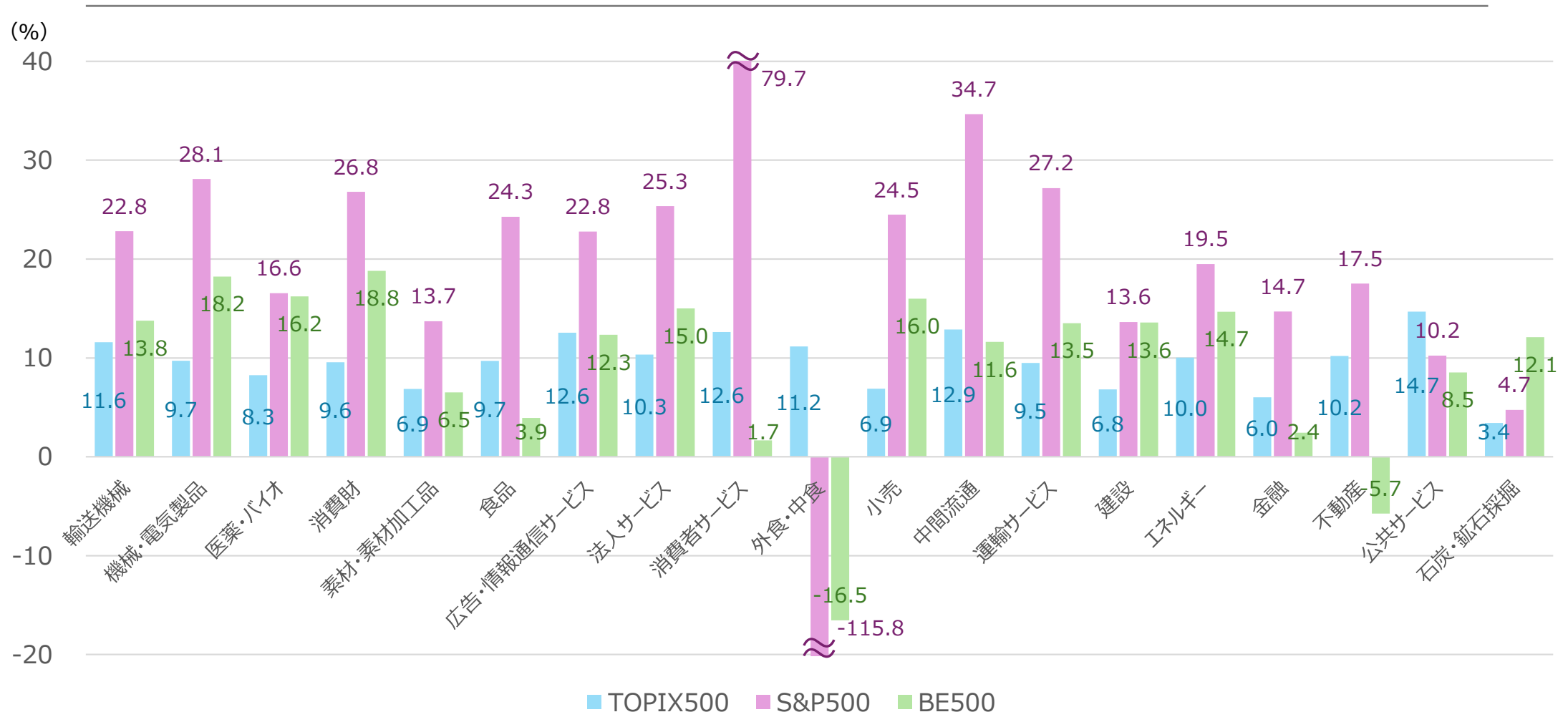
※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度における資産合計、株主資本等合計、売上高合計、親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

※ 総資産は資産合計（前年度・当年度の平均）、純資産は株主資本等合計（前年度・当年度の平均）。

日米欧主要企業の業種別ROE

- 日米欧企業では、同業種でもパフォーマンスが大きく異なるが、日本企業のROEは多くの業種で米欧よりも低水準になっている。

日米欧主要企業の業種別ROE（2023年度）



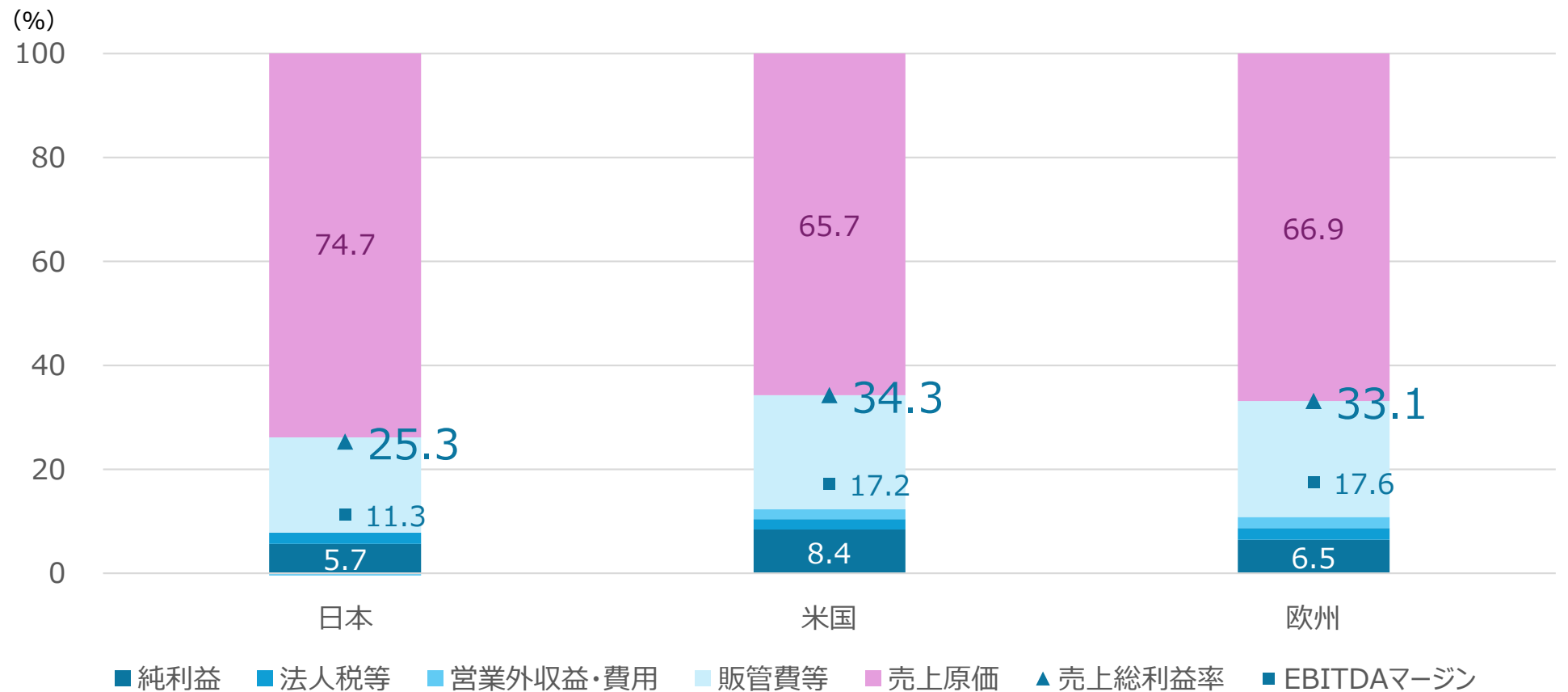
出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度における資産合計、株主資本等合計、売上高合計、親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。

上場企業の粗利率（日米欧比較）

- 粗利率については、米国企業が約34%、欧州企業が約33%に対して、日本企業は約25%と低い。
- 日本企業の粗利率の低さが、ROSの低さにも直結していると考えられる。

上場企業の粗利率（日米欧）（2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 対売上高比率（%）。販管費等は売上総利益－営業利益、営業外収益・費用は営業利益－税金等調整前当期純利益、法人税等は税金等調整前当期純利益－当期純利益。

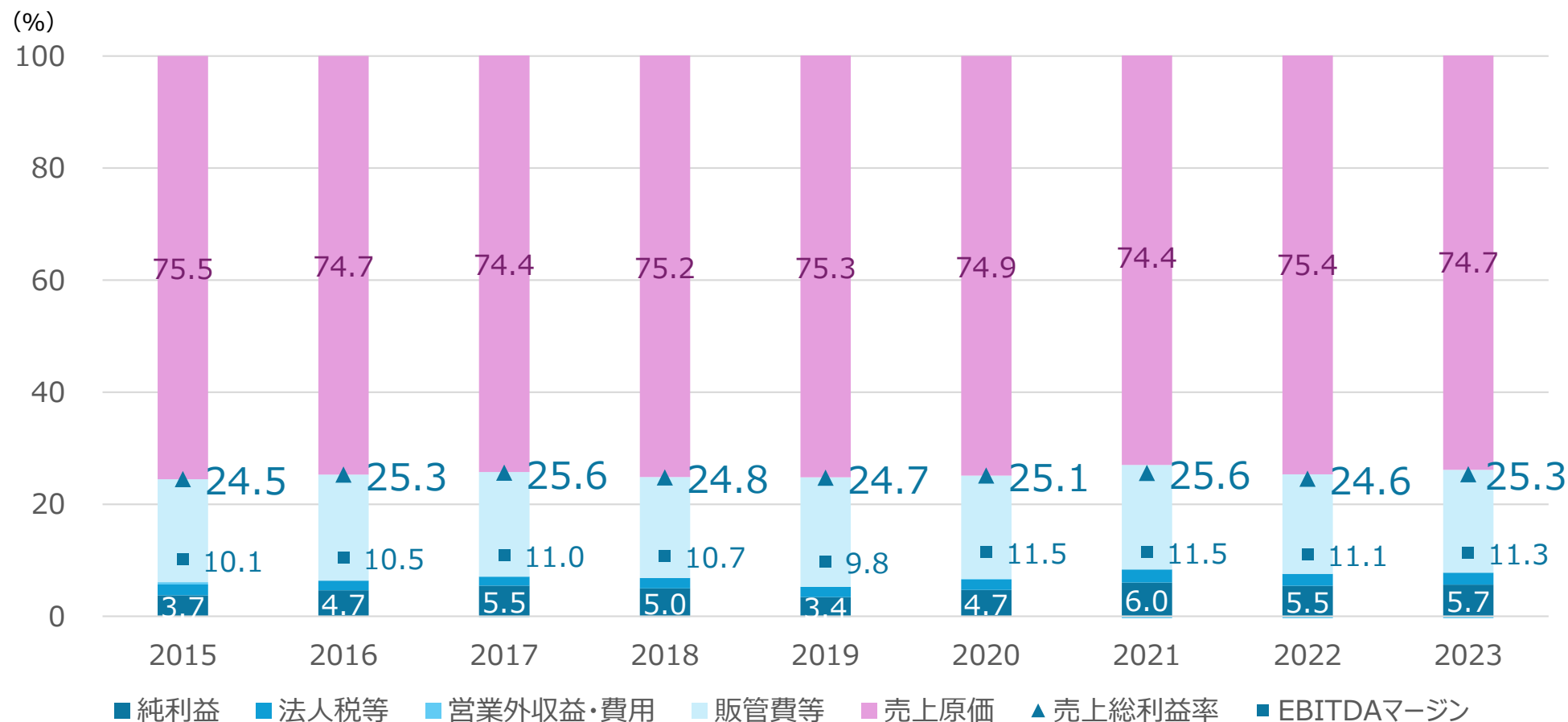
※ 集計対象：2023年度の売上高合計、売上原価合計、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、税金等調整前当期純利益、法人税等、当期純利益、EBITDAがすべて取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

※ 日本は営業外収益・費用が－0.8%。

(参考) 日本の上場企業の粗利率推移

- 約10年間、日本の粗利率は25%前後で変わらず推移している。

日本の上場企業の粗利率推移



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 対売上高比率（％）。販管費等は売上総利益－営業利益、営業外収益・費用は営業利益－税金等調整前当期純利益、法人税等は税金等調整前当期純利益－当期純利益。

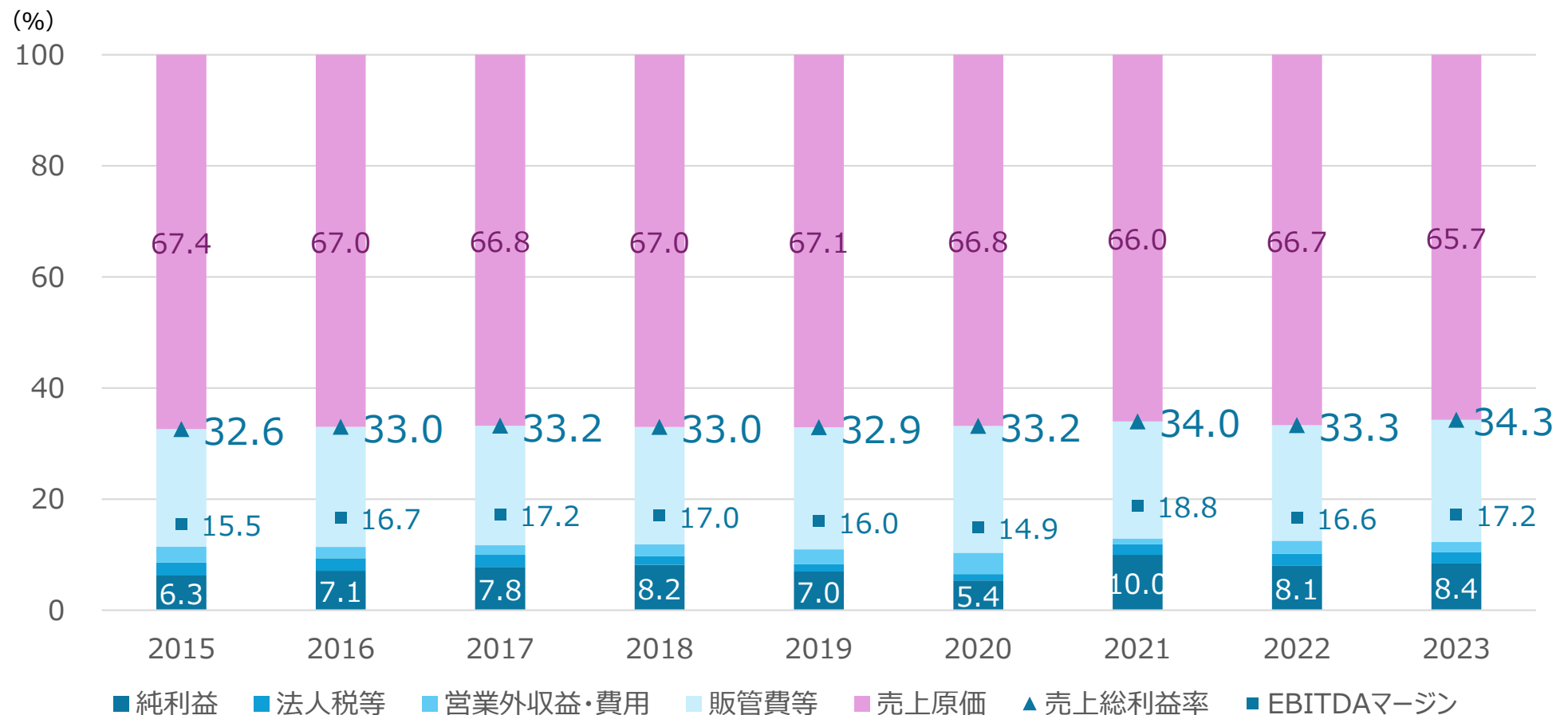
※ 集計対象：各年度の売上高合計、売上原価、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、税金等調整前当期純利益、法人税等、当期純利益、EBITDAがすべて取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

※ 営業外収益・費用がマイナスの年は、2017年度（-0.1％）、2018年度（-0.1％）、2019年度（-0.1％）、2021年度（-1.4％）、2022年度（-0.8％）、2023年度（-0.8％）。

(参考) 米国の上場企業の粗利率推移

- 約10年間、米国の粗利率は33～34%ほどで変わらず推移している。

米国の上場企業の粗利率推移



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

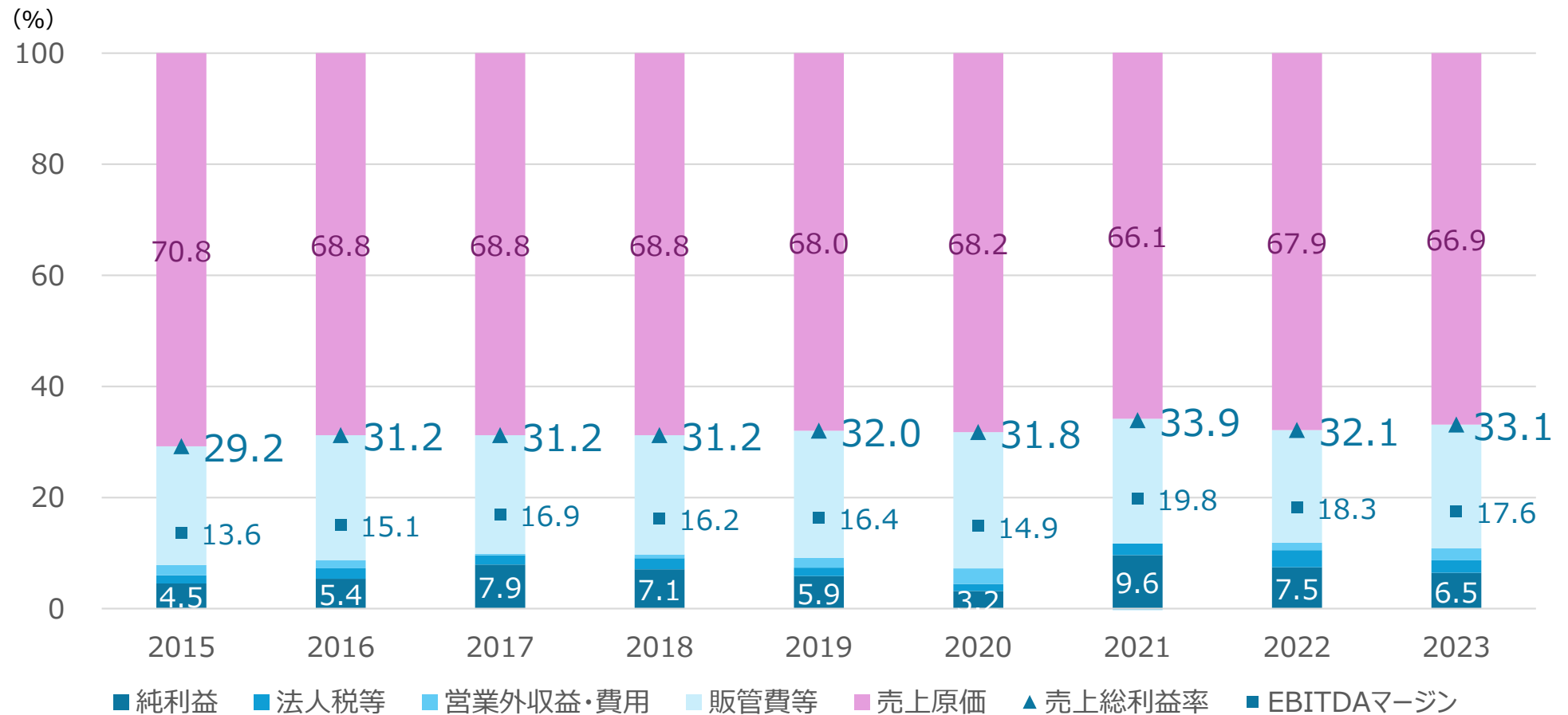
※ 対売上高比率（％）。販管費等は売上総利益－営業利益、営業外収益・費用は営業利益－税金等調整前当期純利益、法人税等は税金等調整前当期純利益－当期純利益。

※ 集計対象：各年度の売上高合計、売上原価、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、税金等調整前当期純利益、法人税等、当期純利益、EBITDAがすべて取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

欧州の上場企業の粗利率推移

- 約10年間、欧州の粗利率は29～33%ほどで推移している

欧州の上場企業の粗利率推移



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 対売上高比率（％）。販管費等は売上総利益－営業利益、営業外収益・費用は営業利益－税金等調整前当期純利益、法人税等は税金等調整前当期純利益－当期純利益。

※ 集計対象：各年度の売上高合計、売上原価、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、税金等調整前当期純利益、法人税等、当期純利益、EBITDAがすべて取得できる企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

※ 営業外収益・費用がマイナスの年は、2021年度（-0.3％）。

日本の上場企業のPBRの推移

- グロース市場の平均PBRは3～8倍で推移しているが、プライム市場やスタンダード市場の平均PBRは1倍前後で推移している。

日本の上場企業のPBRの推移

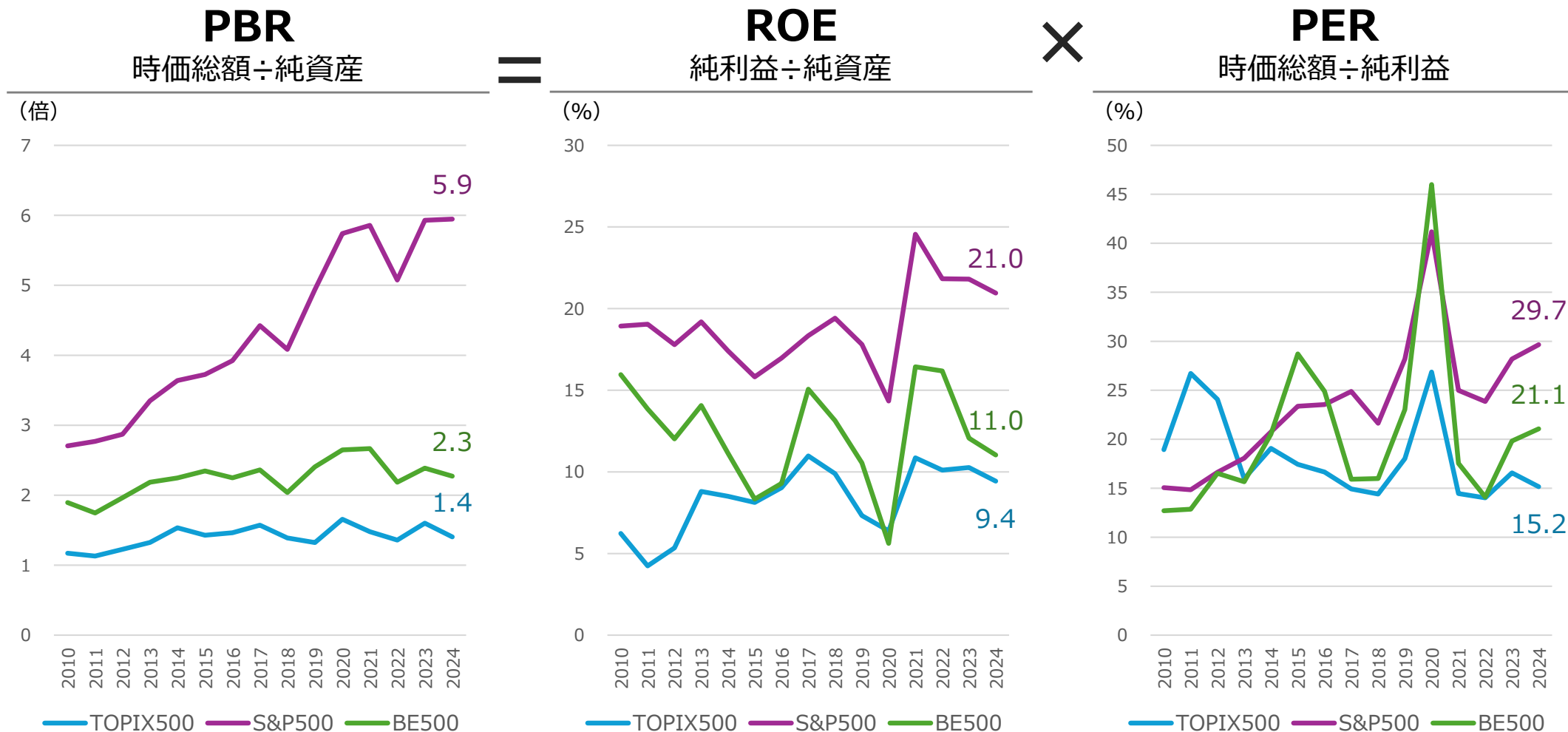


出所：日本取引所グループ（規模別・業種別PER・PBR（連結・単体）一覧）のデータを基に経済産業省が作成。

※ 市場第一部、市場第二部、マザーズは2013年1月から2022年3月まで、プライム、スタンダード、グロースは2022年4月から2025年9月まで。連結・加重平均を使用。

日米欧主要企業のPBR（ROE×PER）の推移

- 欧州は約2倍、米国は約6倍までPBRが上昇。日本は1倍強で推移しており、相対的に低い状況。
- PBRを「ROE×PER」に分解すると、ROE・PERともに米欧より低い状態が続いている。

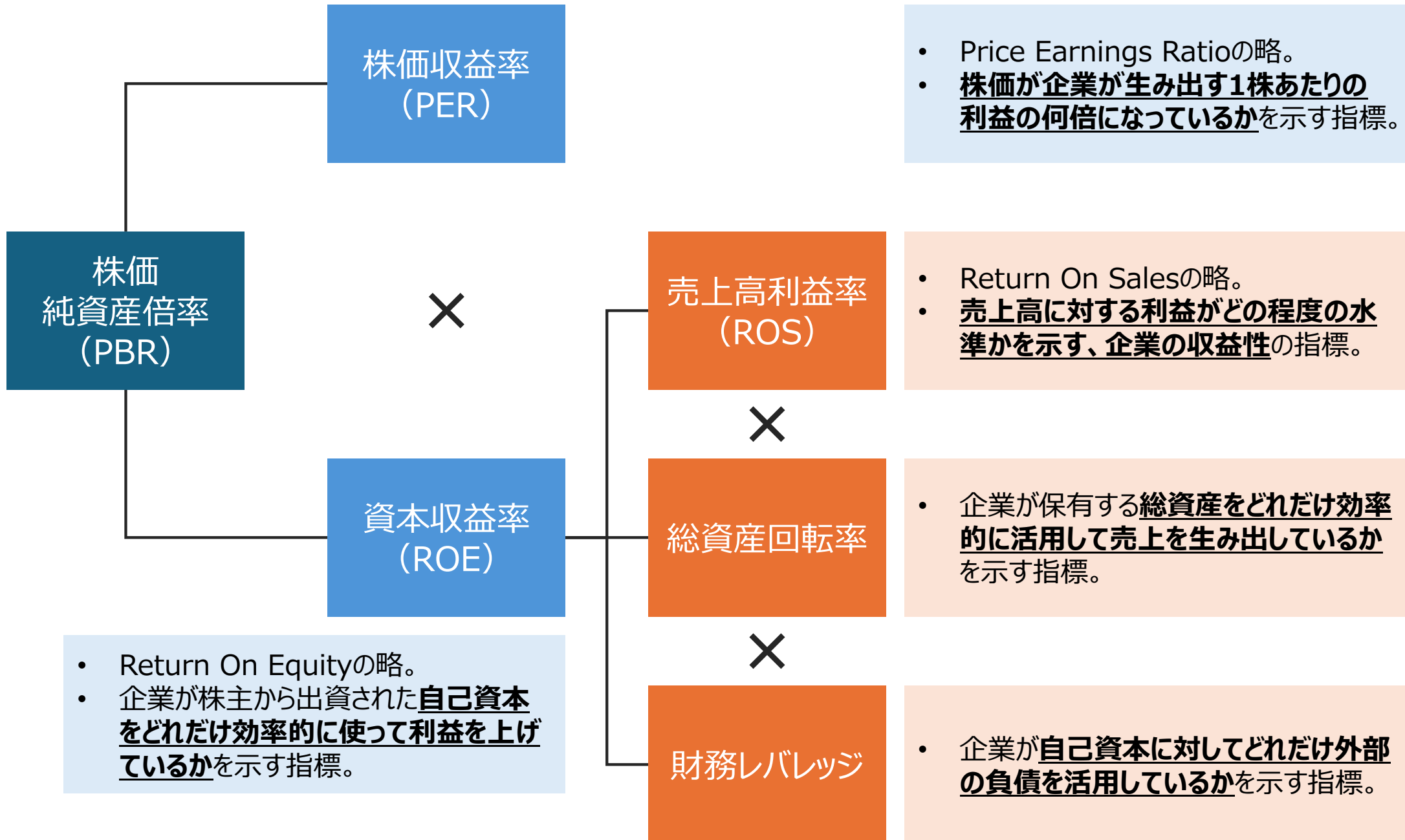


出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度の当年度および前年度における時価総額（自己株式調整後）、株主資本等合計、親会社株主に帰属する当期純利益がすべて取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

※ ROEの分母となる純資産は株主資本等合計（前年度・当年度の平均）。

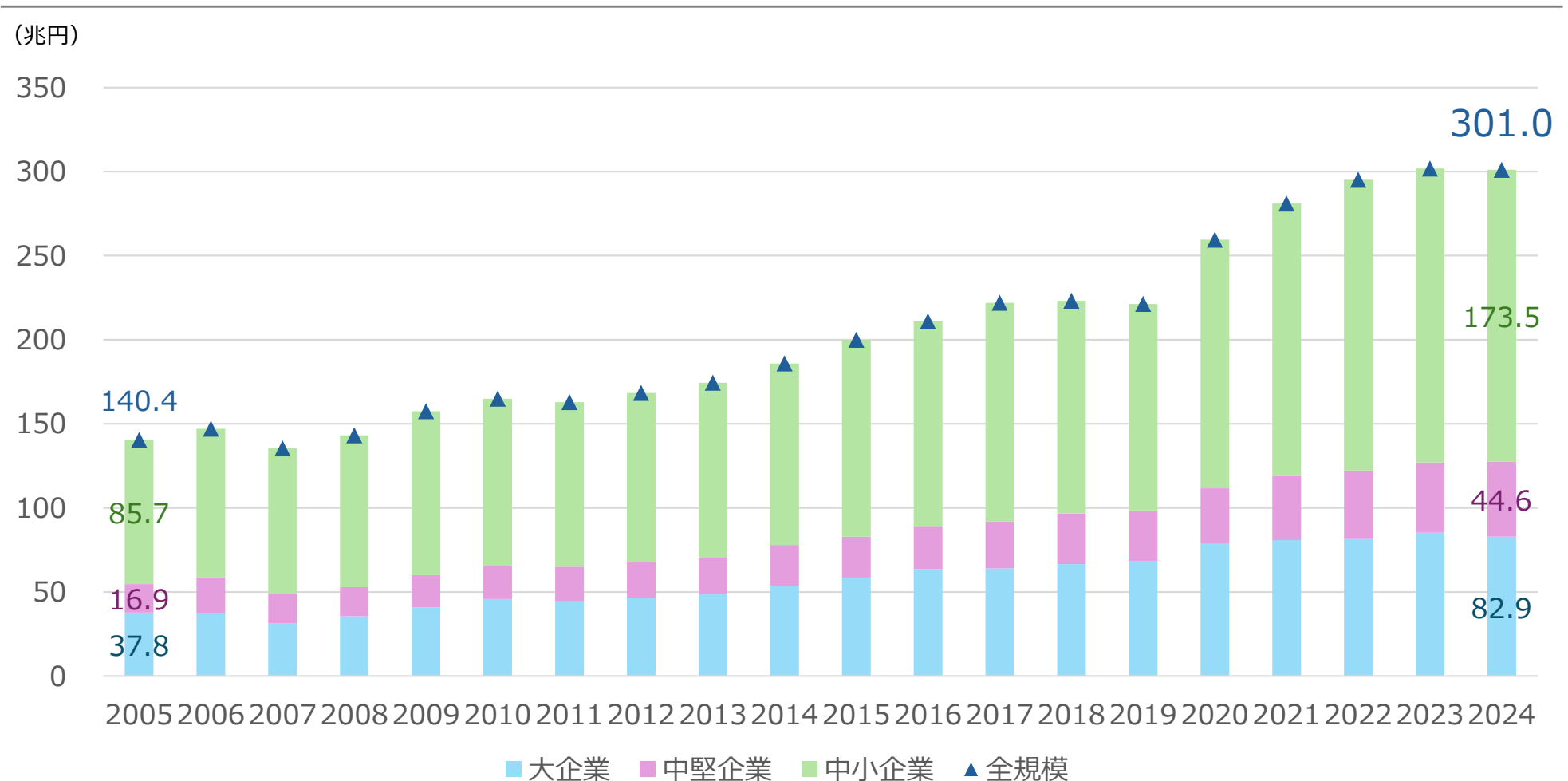
(参考) PBRの分解 (PER×ROE)



日本企業の現預金残高の推移

- 現預金残高は各規模とも20年間で約2倍まで増加（2024年度全規模合計約301兆円）。
- 絶対額では中小企業が多くを占めており、全体の6割弱を占める。

日本企業の現預金残高推移（規模別：総額）



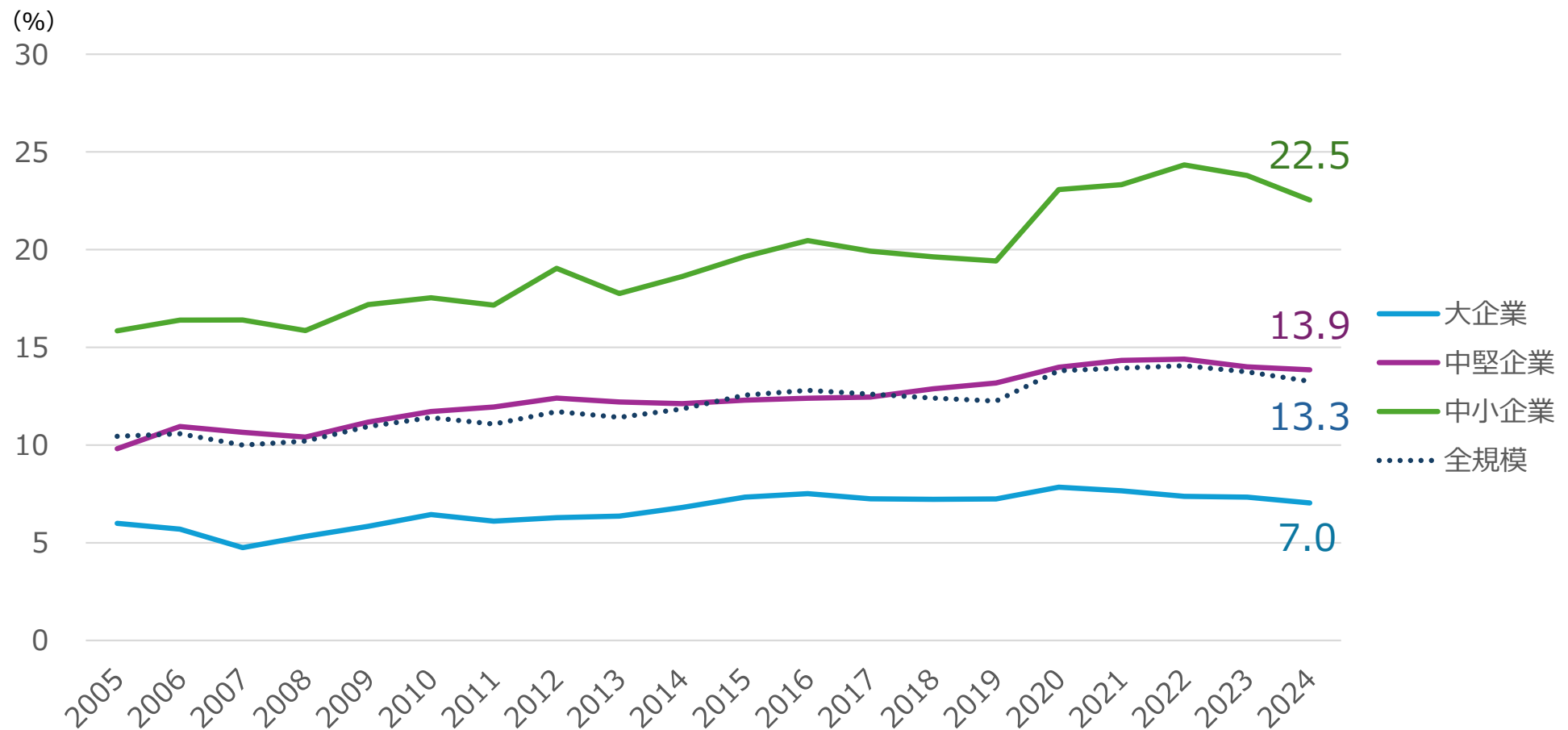
出所：財務省（法人企業統計）のデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：金融業、保険業以外の業種。大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1億円未満。

日本企業の現預金比率の推移

- 現預金比率は中小企業が高く、コロナ禍以降は20%を大きく超える水準を維持している。
- 大企業は7%前後で推移しており、中堅企業は全規模平均と同水準で推移している（2024年度約14%）。

日本企業の規模別の現預金比率推移（加重平均）



出所：財務省（法人企業統計）のデータを基に経済産業省が作成。

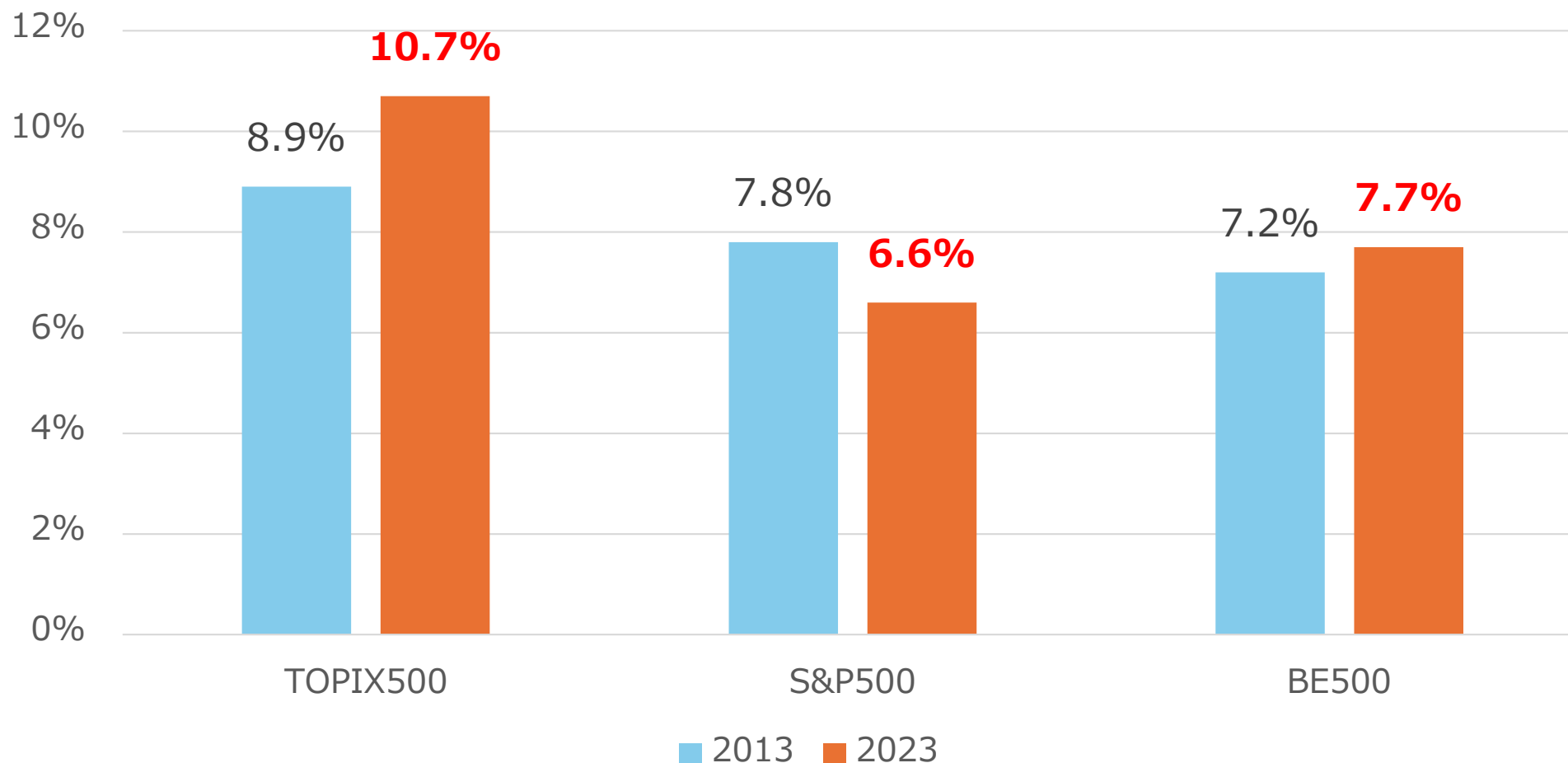
※ 現預金比率 = 現預金 ÷ 資産合計（当期末）。

※ 集計対象：金融業、保険業以外の業種。大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1億円未満。

日米欧主要企業の現預金比率比較

- 日本の現預金比率は10年で約1.8%上昇し、2023年度には10.7%になっている。
- 欧州企業は約0.5%増加にとどまり、米国企業は約1.2%低下している。

日米欧主要企業の現預金比率（日米欧：加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

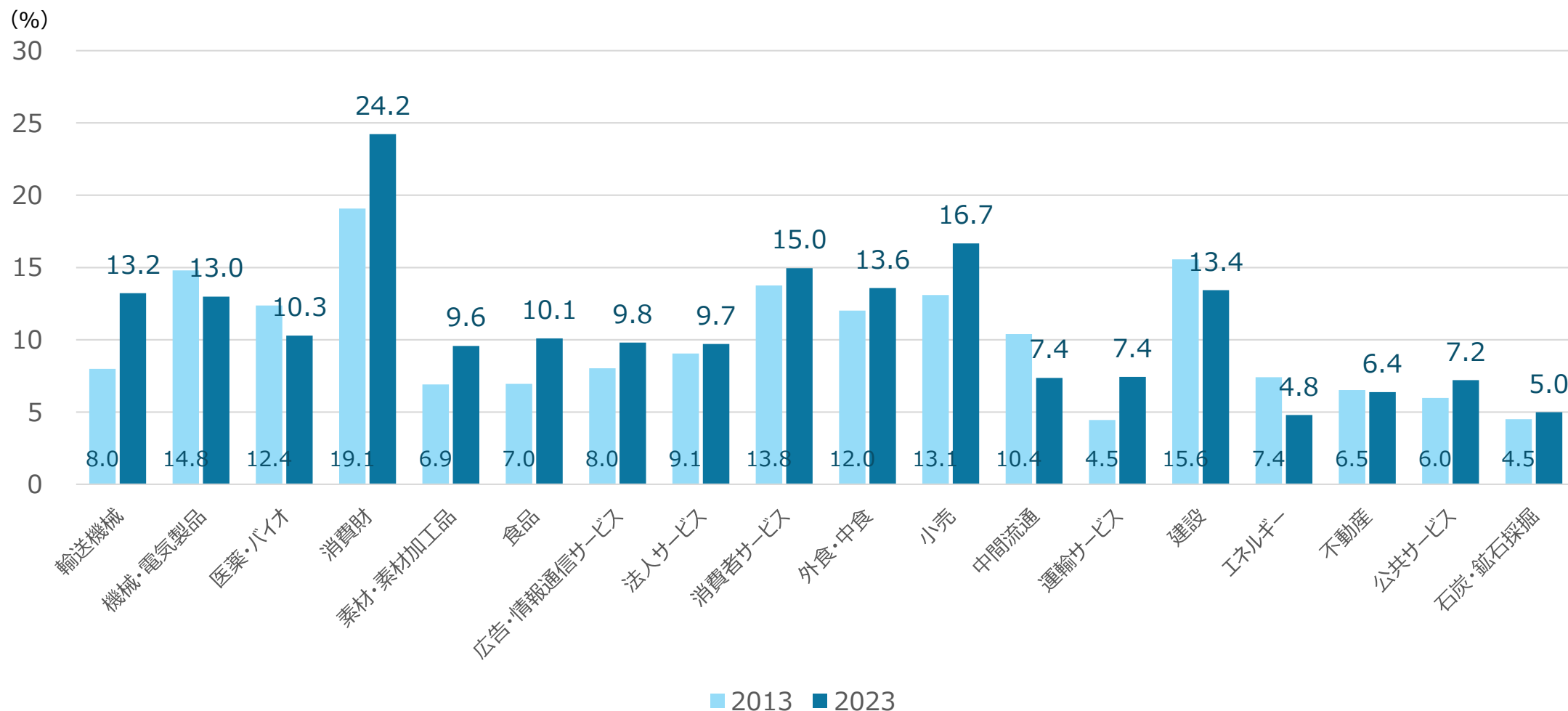
※ 現預金比率 = 現金及び現金同等物 ÷ 資産合計。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度における資産合計、現金及び現金同等物が取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

日本主要企業の業種別現預金比率

- 日本は消費財の現預金比率が最も高く、10年間で伸びも約5%と大きい（2023年度24.2%）。
- 製造業・サービス業の大半が10～15%の現預金保有率を維持しており、全体的に上昇している。

日本主要企業の現預金比率（業種別・加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

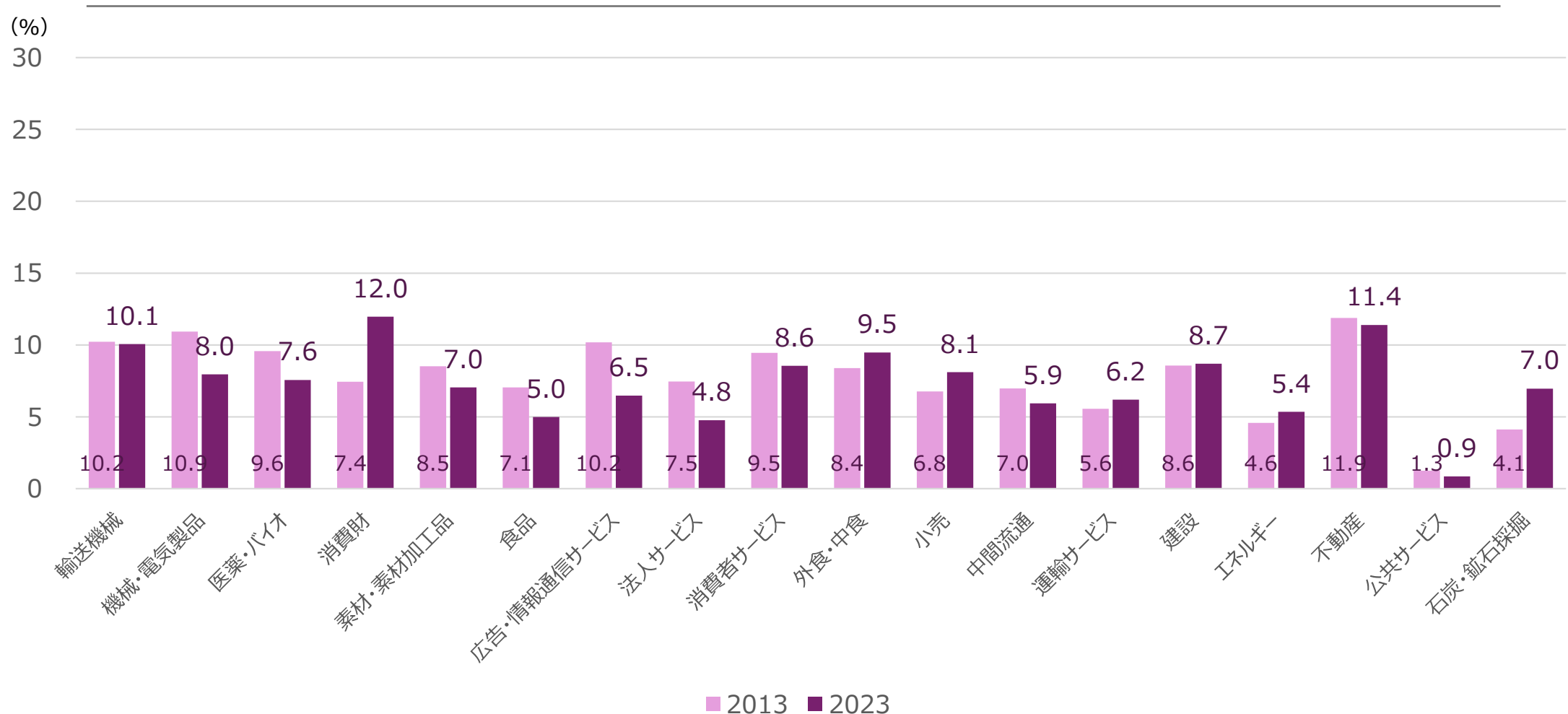
※ 現預金比率 = 現金及び現金同等物 ÷ 資産合計。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度における資産合計、現金及び現金同等物が取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

米国主要企業の業種別現預金比率

- 米国は業種間の差が比較的少なく、多くの業種が10%を下回っている。
- 10年間で最も大きく伸びているのは消費財だが、2023年度も12%に留まる。

米国主要企業の現預金比率（業種別・加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

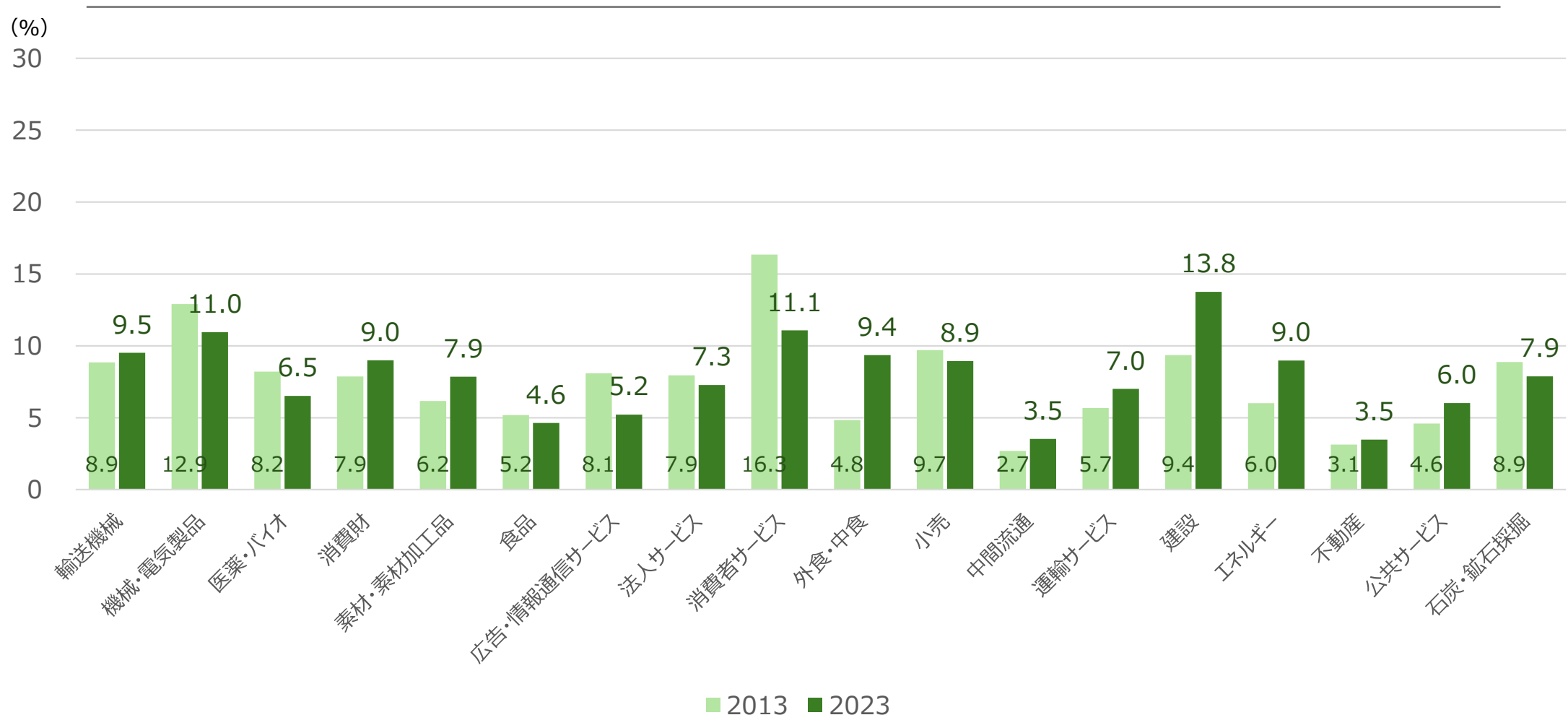
※ 現預金比率＝現金及び現金同等物÷資産合計。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度における資産合計、現金及び現金同等物が取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

欧州主要企業の業種別現預金比率

- 欧州は業種間の差が比較的少なく、多くの業種が10%を下回っている。
- 10年間で最も大きく伸びているのは建設だが、2023年度も13.8%に留まる。

欧州主要企業の現預金比率（業種別・加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 現預金比率＝現金及び現金同等物÷資産合計。

※ 集計対象：各インデックスの構成銘柄のうち、各年度における資産合計、現金及び現金同等物が取得できる企業。ただし、スピーダ業界大分類が金融の企業を除く。

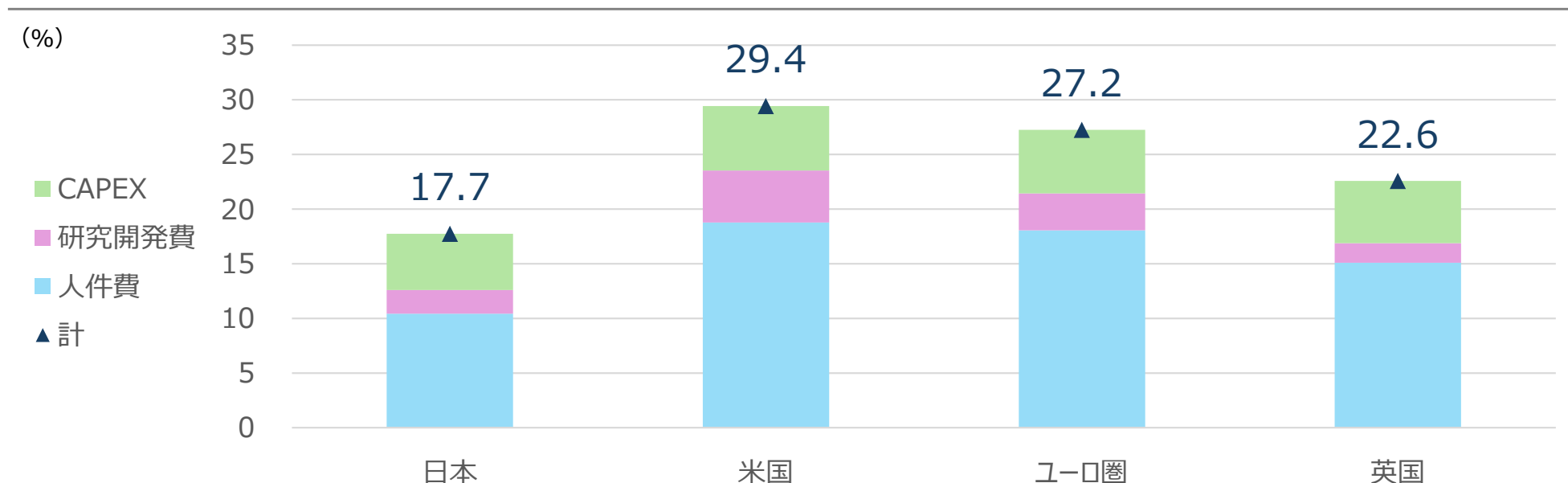
目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
- 3. 成長投資の状況**
4. 株主還元の状況
5. 資金調達状況
6. 株主とのエンゲージメント
7. 本日の論点

対売上高成長投資比率（日米欧）

- 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%と低い。日米間では約1.7倍の格差が存在。

対売上高成長投資比率（日米欧）（2023年度）



国・地域	日本	米国	ユーロ圏	英国
CAPEX	5.1% (3,896社)	5.9 % (3,696社)	5.8% (2,222社)	5.7% (748社)
研究開発費	2.2% (3,741社)	4.8% (2,397社)	3.4% (1,249社)	1.8% (495社)
人件費	10.4% (3,823社)	18.8% (733社)	18.1% (2,273社)	15.1% (646社)
計	17.7% (3,898社)	29.4 % (3,757社)	27.2 (2,367社)	22.6% (756社)

出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

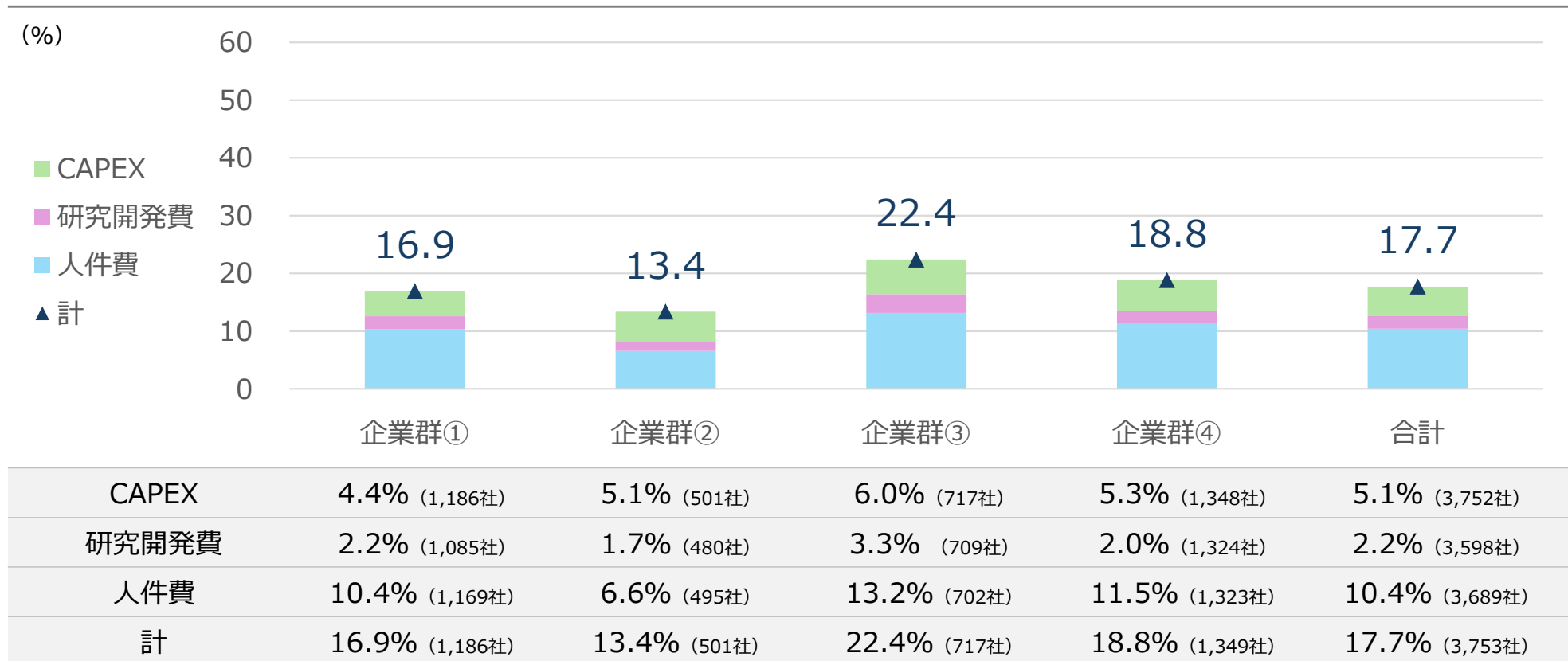
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。各比率の集計対象は、各比率の分子となる項目（2023年度における人件費、研究開発費、または設備投資（CAPEX））が取得できる企業（各比率ごとに集計対象が異なる）。国・地域は所在国によって分類。

（参考）日本企業のポジション別の対売上高成長投資比率

- 日本企業の対売上高成長投資比率は、ポジション別には企業群③が22.4%と一番高い（CAPEX6%、研究開発費3.3%、人件費13.2%）。一番低いのは企業群②で13.4%。

日本企業のポジション別の対売上高成長投資比率（2023年度）



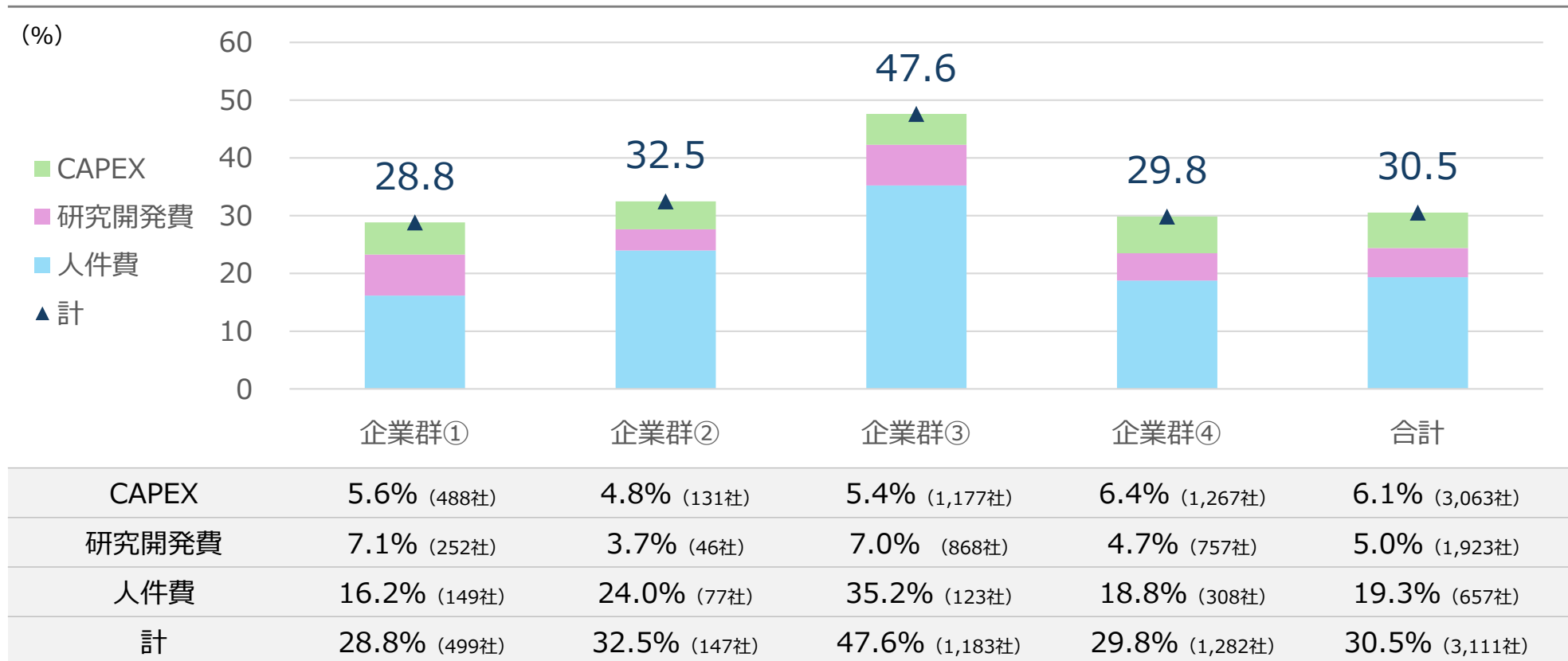
出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

- ※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。
- ※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。
- ※ 集計対象：直近の時価総額と2023年度におけるROE・PBRが取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。各比率の集計対象は、各比率の分子となる項目（2023年度における人件費、研究開発費、または設備投資（CAPEX））が取得できる企業（各比率ごとに集計対象が異なる）。国・地域は所在国によって分類。

（参考）米国企業のポジション別の対売上高成長投資比率

- 米国企業の対売上高成長投資比率は、ポジション別には企業群③が47.6%と極めて高水準にある（CAPEX5.4%、研究開発費7%、人件費35.2%）。一番低いのは企業群①で28.8%。

米国企業のポジション別の対売上高成長投資比率（2023年度）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。

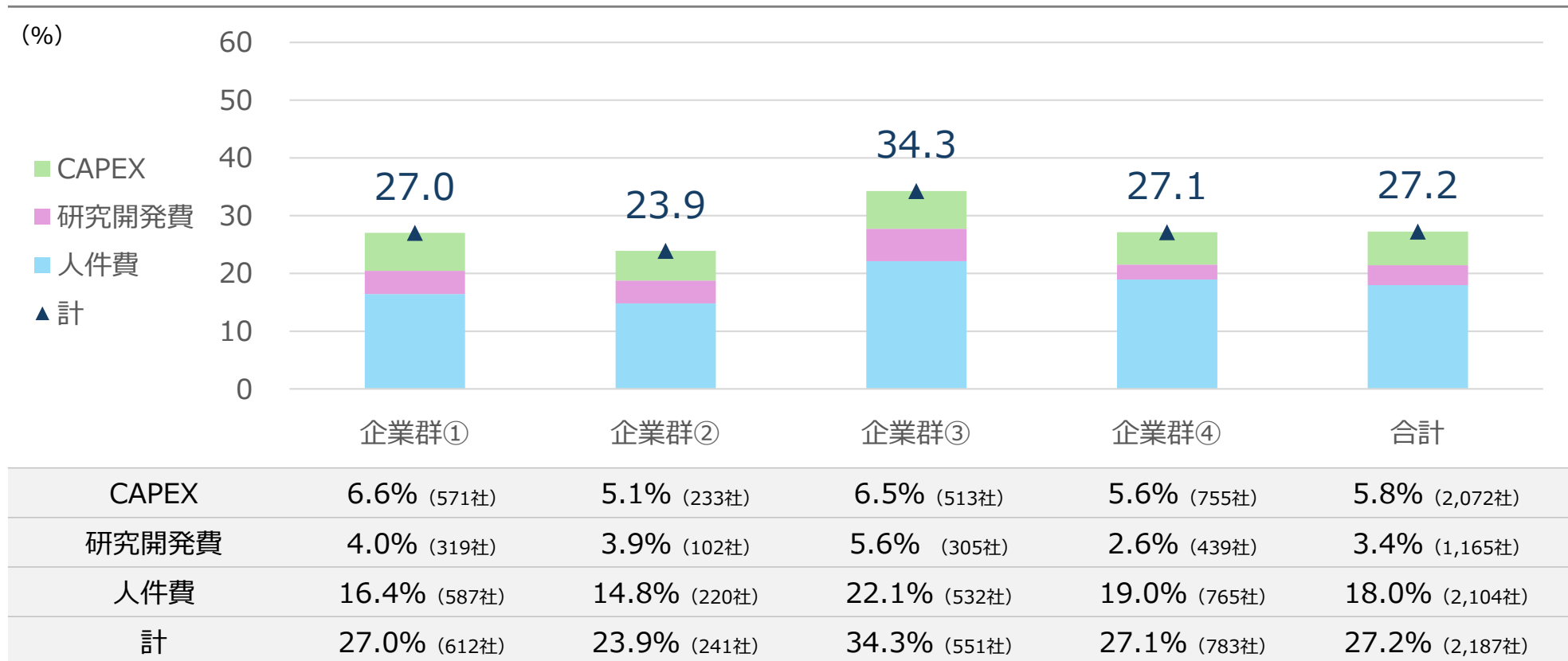
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額と2023年度におけるROE・PBRが取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。各比率の集計対象は、各比率の分子となる項目（2023年度における人件費、研究開発費、または設備投資（CAPEX））が取得できる企業（各比率ごとに集計対象が異なる）。国・地域は所在国によって分類。

（参考）欧州企業のポジション別の対売上高成長投資比率

- 欧州企業の対売上高成長投資比率は、ポジション別には企業群③が34.3%と高水準にある（CAPEX6.5%、研究開発費5.6%、人件費22.1%）。一番低いのは企業群②で23.9%。

ユーロ圏企業のポジション別の対売上高成長投資比率（2023年度）



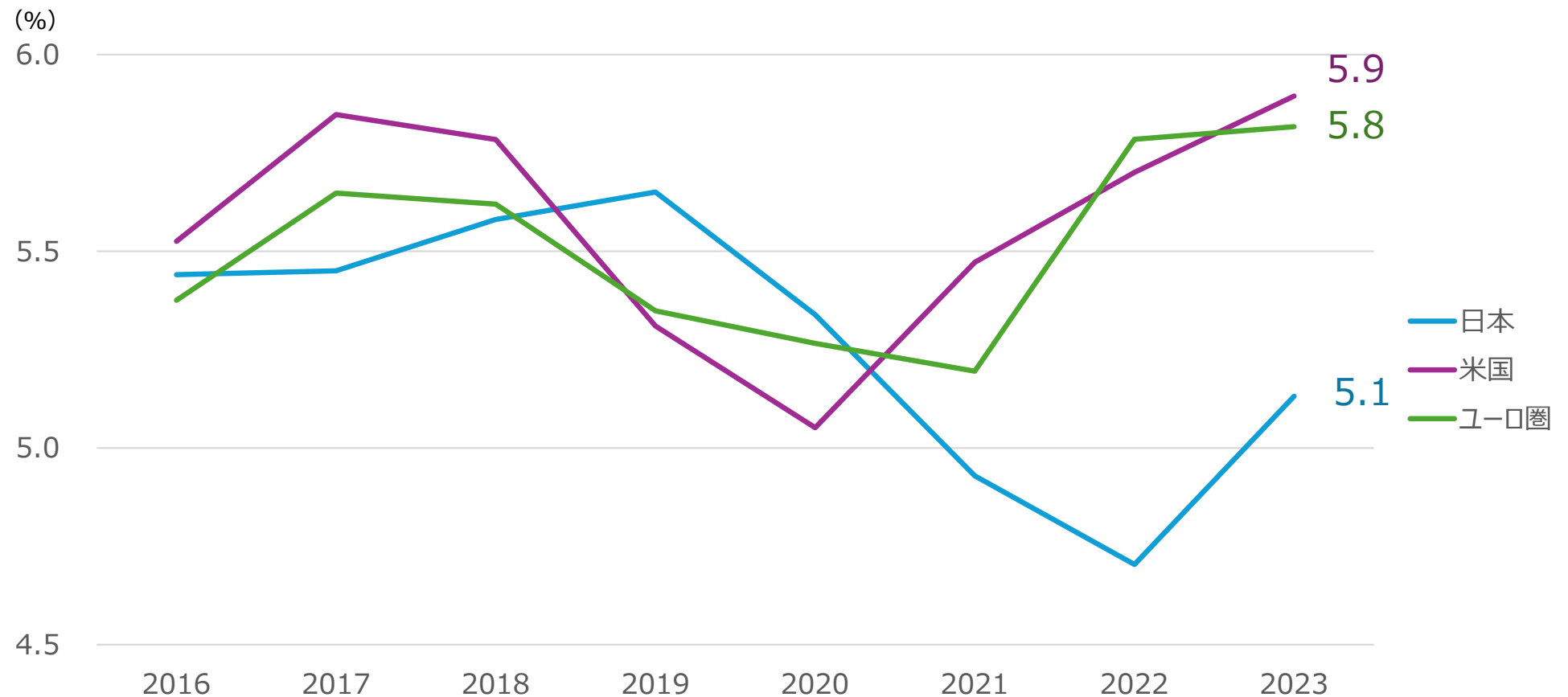
出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

- ※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。
- ※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。
- ※ 集計対象：直近の時価総額と2023年度におけるROE・PBRが取得可能であり、2023年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。各比率の集計対象は、各比率の分子となる項目（2023年度における人件費、研究開発費、または設備投資（CAPEX））が取得できる企業（各比率ごとに集計対象が異なる）。国・地域は所在国によって分類。

対売上高設備投資比率の推移（日米欧）

- 対売上高設備投資比率は2020年まで各国ともほぼ同水準。
- 日本は2021年以降、米欧よりもやや低い水準となっている。

対売上高設備投資比率の推移（日米欧）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

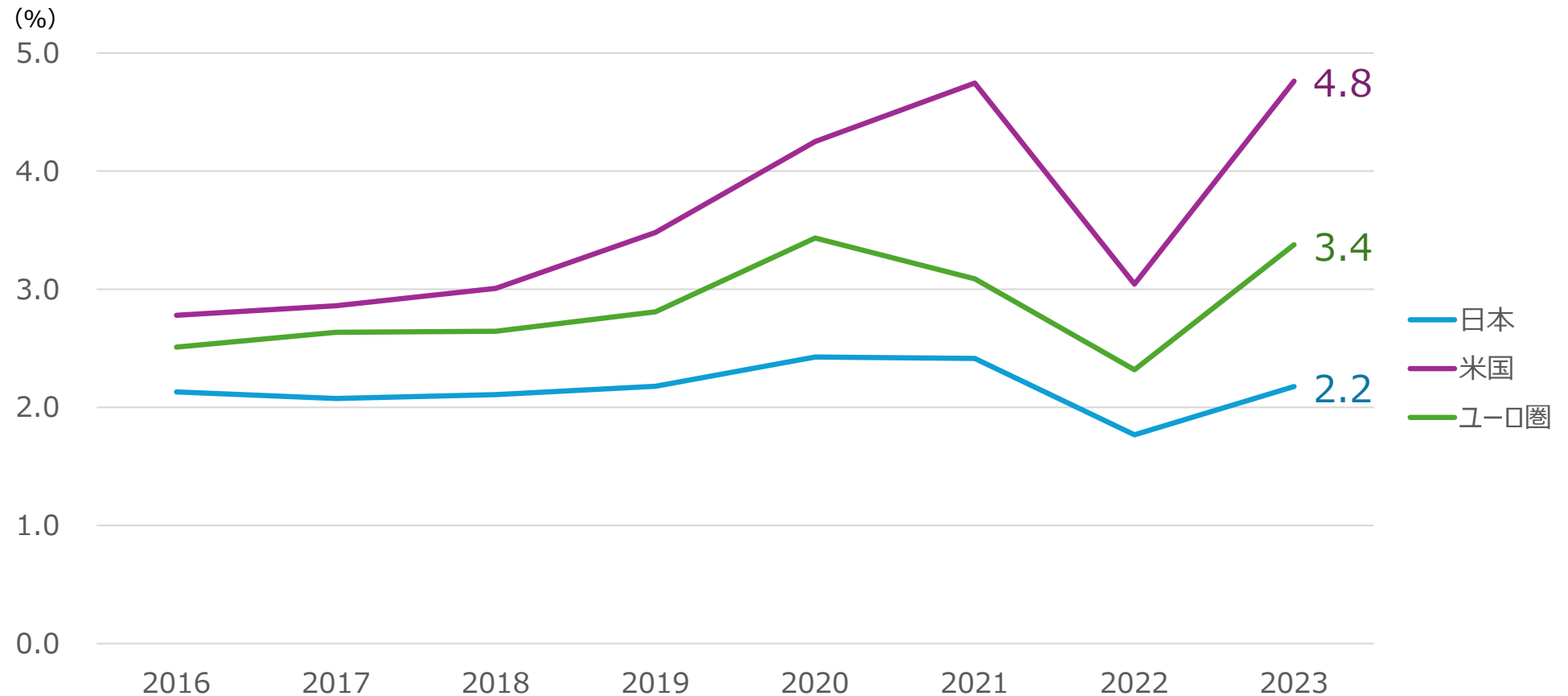
※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、各年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高設備投資比率の集計対象は、分子となる各年度の設備投資（CAPEX）が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

対売上高研究開発費比率の推移（日米欧）

- 対売上高研究開発比率は米国が一番高く約5%となっている。
- 日本は増加傾向にあるものの、約2%と相対的に低い水準となっている。

対売上高研究開発費比率の推移（日米欧）



出所：Bloombergのデータを基に経済産業省が作成。

※ 直近期末日に応じて集計年度を調整済（例：2023年度の集計対象は、直近期末日が12月31日の企業についてはFY2023のデータを、12月31日以外の企業についてはFY2024のデータを用いる。なお、「年度」は期初日が属する年を、「FY」は期末日が属する年を指す）。

※ 集計対象：直近の時価総額が取得可能であり、各年度における売上高・収益が正の値である、日本・米国・欧州内の市場に上場する企業。対売上高研究開発費比率の集計対象は、分子となる各年度における研究開発費が取得できる企業。国・地域は所在国によって分類。

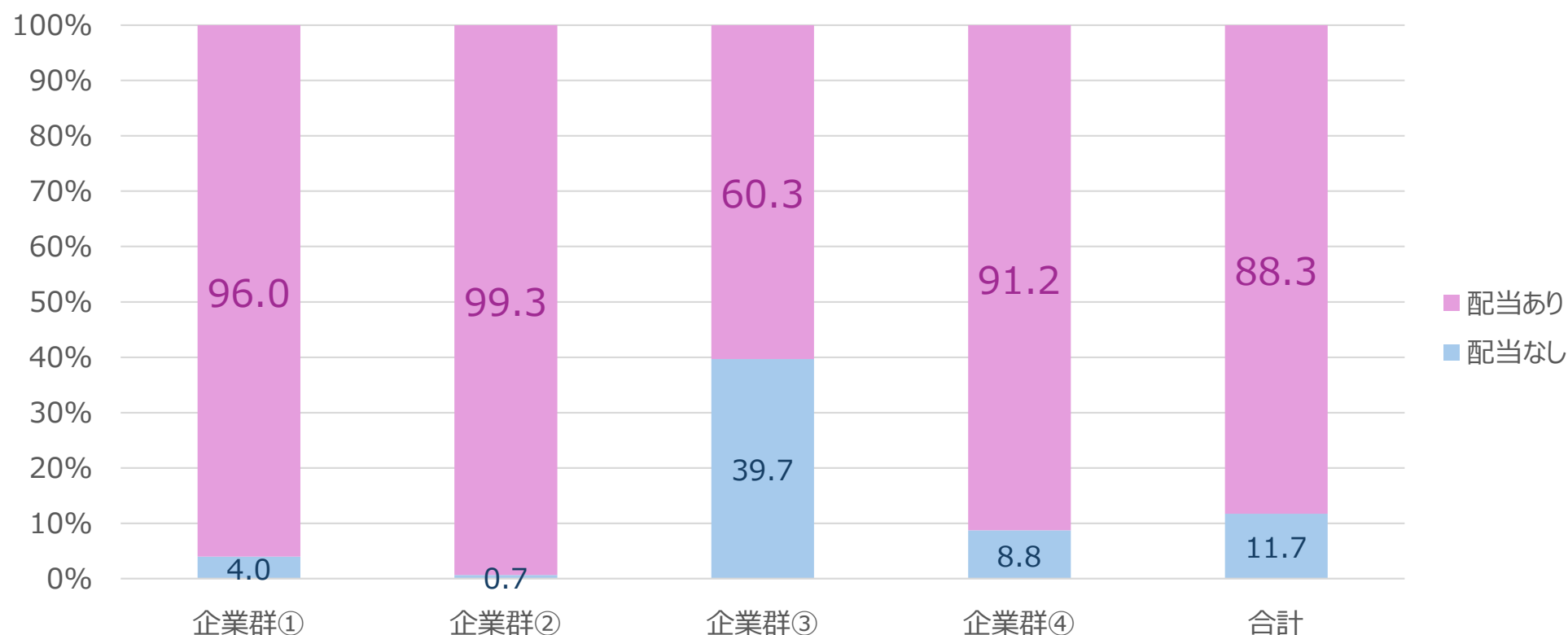
目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
3. 成長投資の状況
- 4. 株主還元の状況**
5. 資金調達状況
6. 株主とのエンゲージメント
7. 本日の論点

日本企業のポジション別の配当実施率

- 2023年度のポジション別の配当実施率を見ると、日本企業は、全てのポジションで配当している企業が多い。特に、成長投資が期待される企業群③の企業も6割以上が配当を実施している。

ポジション別の配当実施率（日本：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

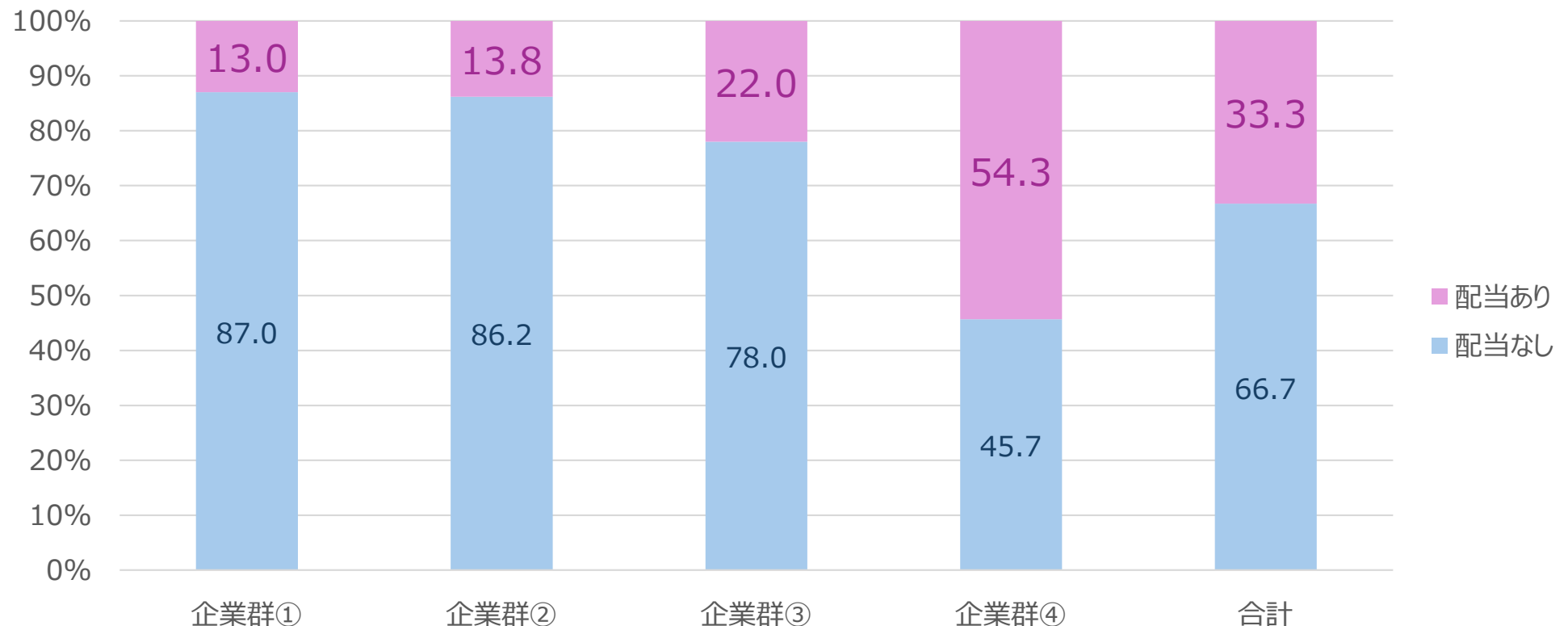
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBRが取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

米国企業のポジション別の配当実施率

- 2023年度のポジション別の配当実施率を見ると、米国企業は、企業群④は過半数が配当を実施しているものの、企業群①～③では約1～2割の企業しか配当を実施していない。

ポジション別の配当実施率（米国：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

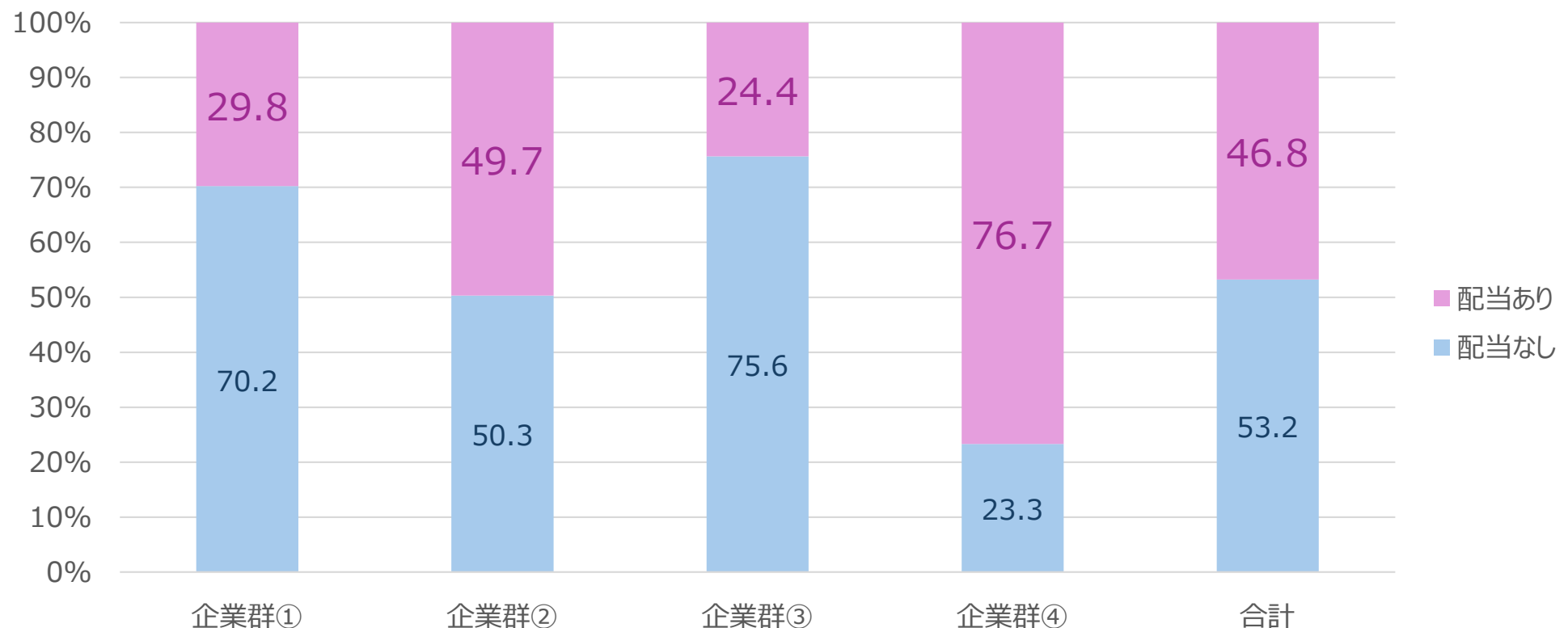
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBRが取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

欧州企業のポジション別の配当実施率

- 2023年度のポジション別の配当実施率を見ると、欧州企業は、収益が高い企業群②④では配当を行っている一方、収益性が低い企業群①③では配当を行っている企業の割合が低い。

ポジション別の配当実施率（欧州：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

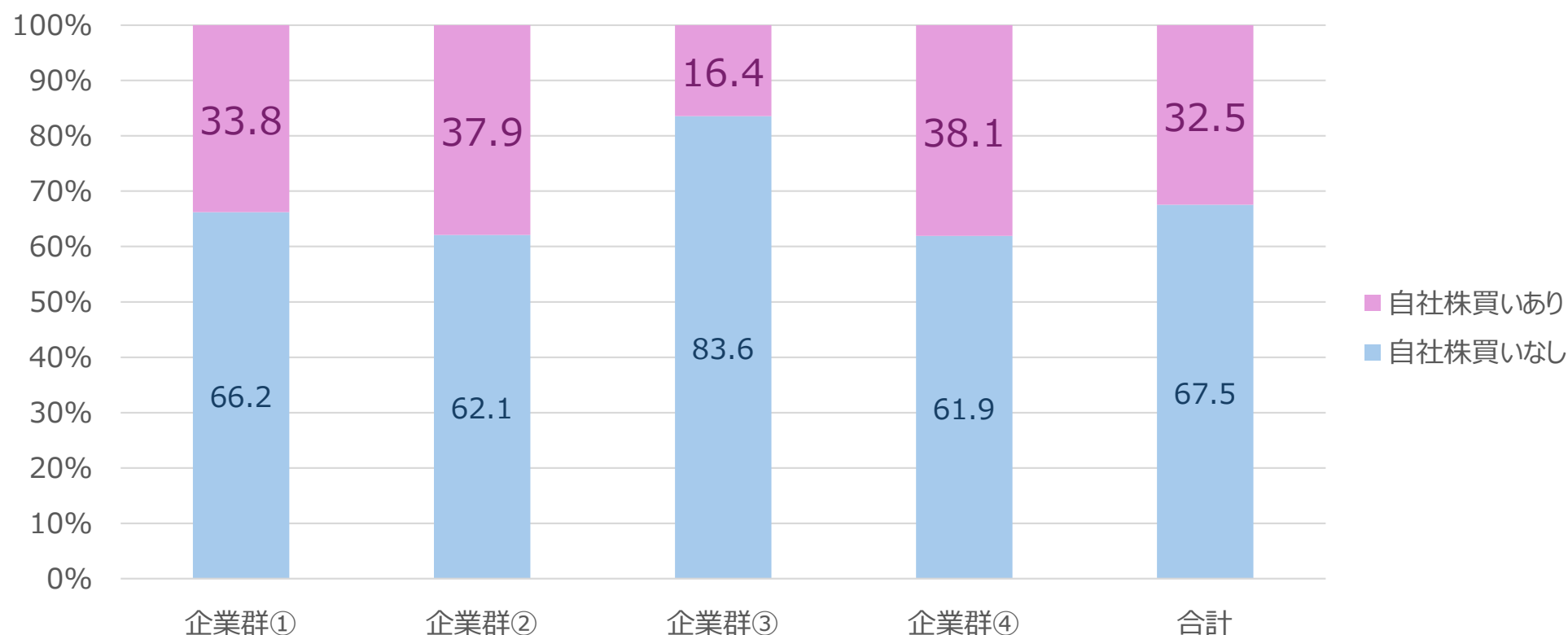
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBRが取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

日本企業のポジション別の自社株買い実施率

- 2023年度のポジション別の自社株買い実施率を見ると、日本企業は、企業群①②④で約3～4割が自社株買いを実施している一方、企業群③では自社株買いを行っている企業の割合が低い。

ポジション別の自社株買い実施率（日本：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

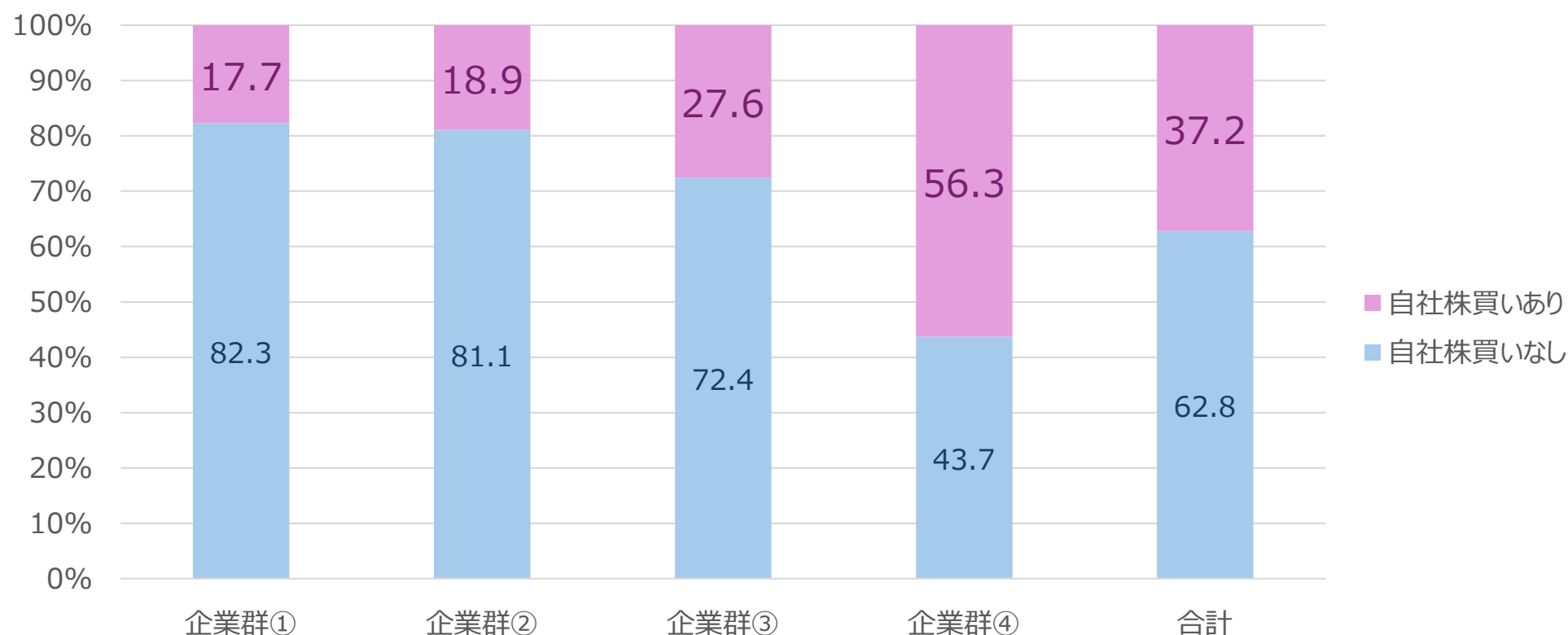
※ 自社株買いの近似値として、財務キャッシュフローの「株式の償還及び消却」を使用。株式の償還及び消却が前期時価総額の0.02%以上である場合「償還あり」とする（日本では単元未満株の買取を行う企業が多いことから、ごく少額の自社株買いは除外する。条件を揃えるため、米国・欧州においても同様とする）。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBR、2022年度の時価総額が取得できる上場企業（2022年度の時価総額が0の企業を除く）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

米国企業のポジション別の自社株買い実施率

- 2023年度のポジション別の自社株買い実施率を見ると、米国企業は、企業群④は過半数が自社株買いを実施しているものの、企業群①②では約2割、企業群③では約3割の企業しか自社株買いを実施していない。

ポジション別の自社株買い実施率（米国：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

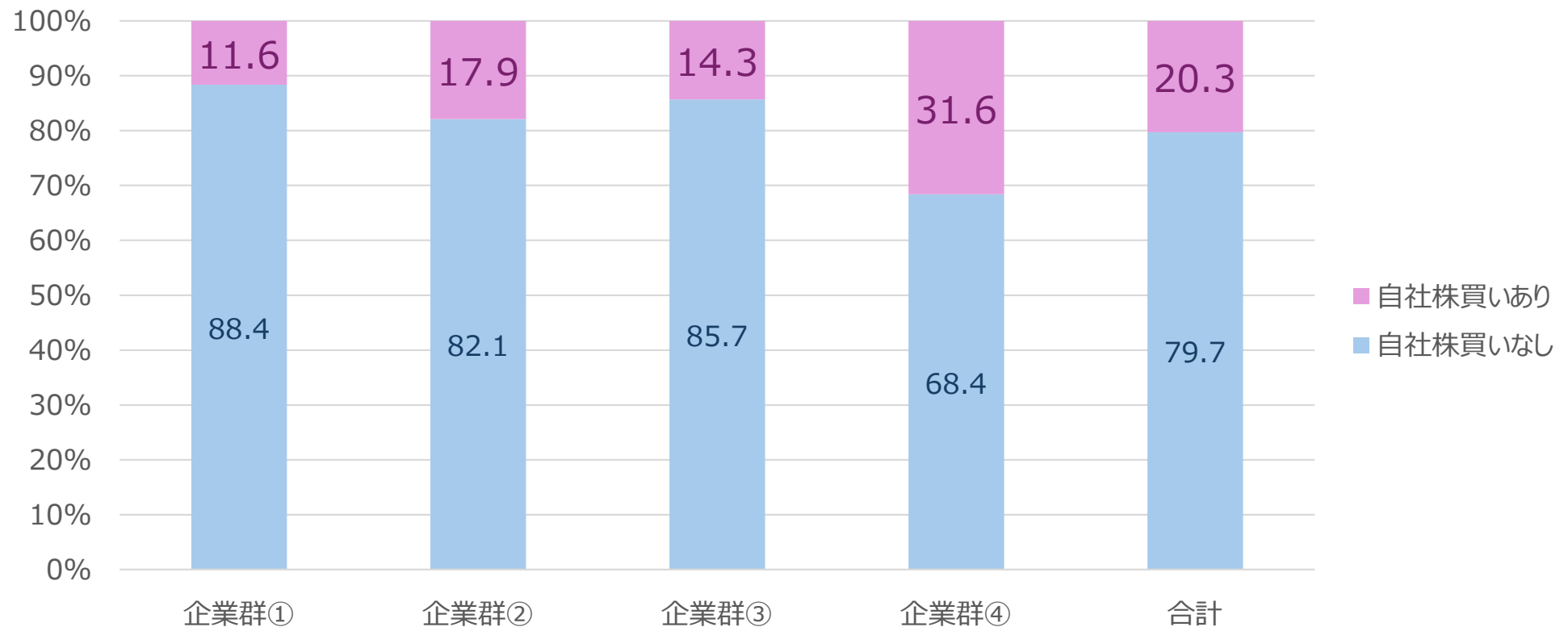
※ 自社株買いの近似値として、財務キャッシュフローの「株式の償還及び消却」を使用。株式の償還及び消却が前期時価総額の0.02%以上である場合「償還あり」とする（日本では単元未満株の買取を行う企業が多いことから、ごく少額の自社株買いは除外する。条件を揃えるため、米国・欧州においても同様とする）。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBR、2022年度の時価総額が取得できる上場企業（2022年度の時価総額が0の企業を除く）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

欧州企業のポジション別の自社株買い実施率

- 2023年度のポジション別の自社株買い実施率を見ると、欧州企業は、企業群④は約3割が自社株買いを実施しているものの、企業群①③では約1割、企業群②では約2割の企業しか自社株買いを実施していない。

ポジション別の自社株買い実施率（欧州：2023年度）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは2021年度から2023年度の平均）。

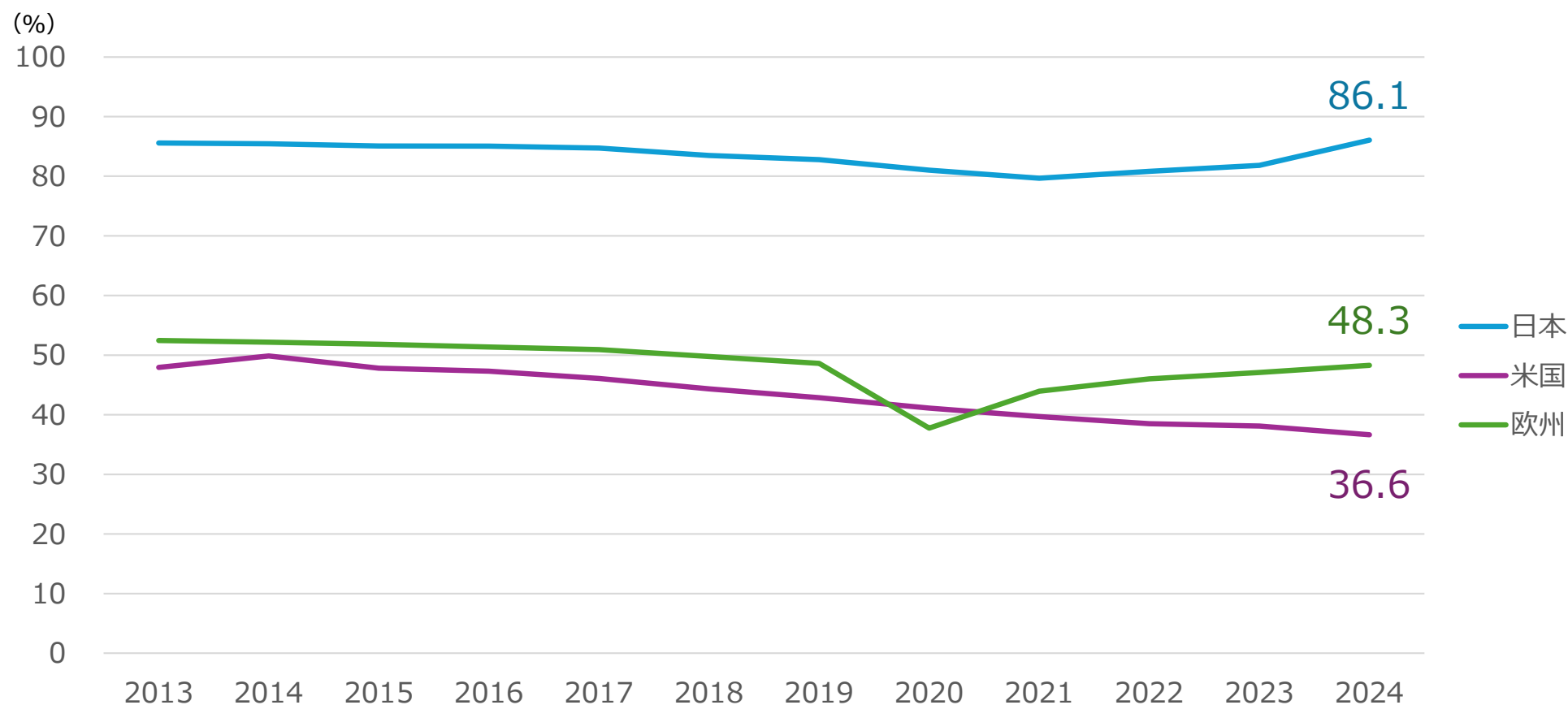
※ 自社株買いの近似値として、財務キャッシュフローの「株式の償還及び消却」を使用。株式の償還及び消却が前期時価総額の0.02%以上である場合「償還あり」とする（日本では単元未満株の買取を行う企業が多いことから、ごく少額の自社株買いは除外する。条件を揃えるため、米国・欧州においても同様とする）。

※ 集計対象：2021年度から2023年度のROEおよびPBR、2022年度の時価総額が取得できる上場企業（2022年度の時価総額が0の企業を除く）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

上場企業の配当実施率（日米欧比較）

- 上場企業の配当実施率を比べると、日本企業は2024年度で86.1%と米国や欧州と比較して極端に高く、多くの企業が配当を実施している（米国は36.6%、欧州は48.3%）。

上場企業の配当実施率の推移（日米欧）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

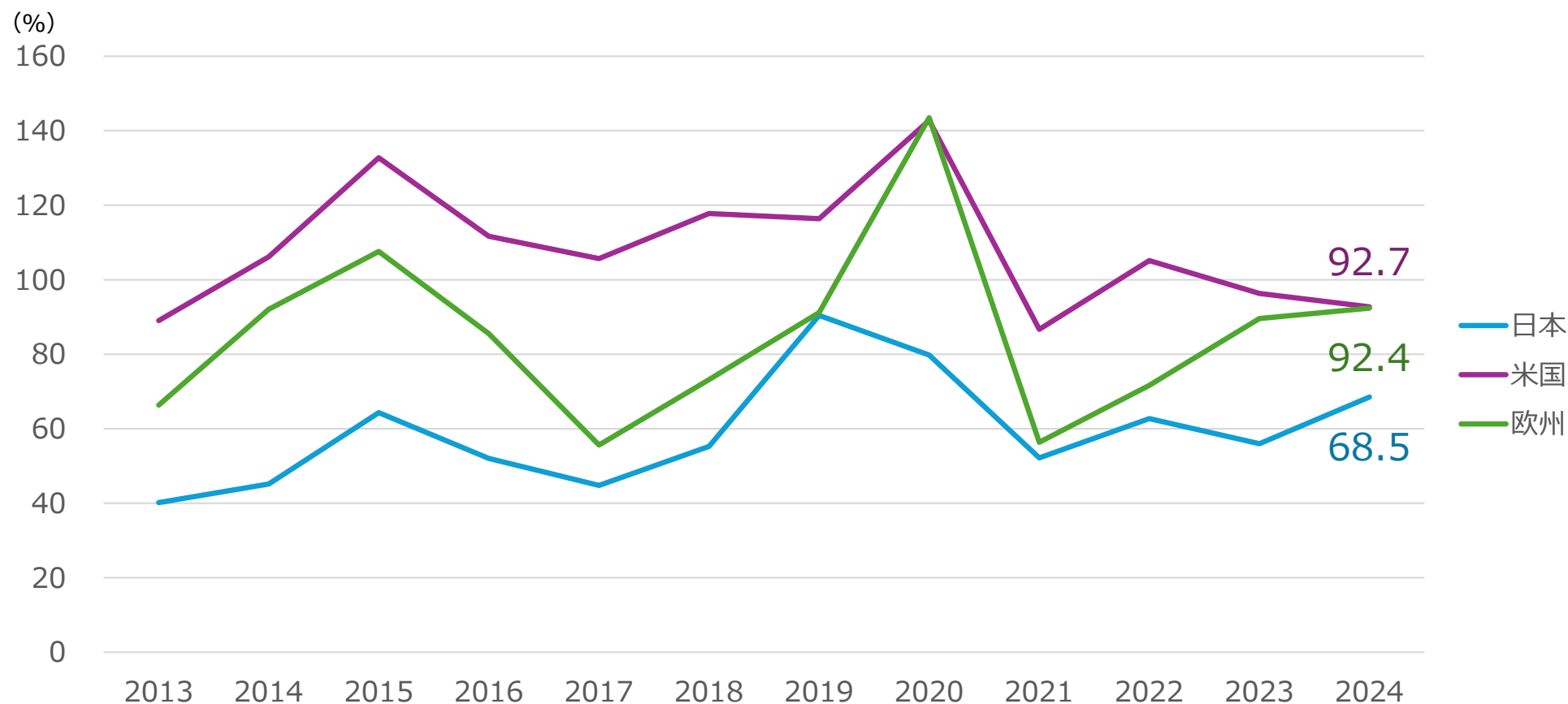
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。

※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

上場企業の総還元性向（日米欧比較）

- 上場企業の総還元性向は、日本は上昇傾向にあり、2024年度に68.5%に到達。
- 米国や欧州はより高い水準にある（米国は92.7%、欧州は92.4%）。

上場企業の総還元性向の推移（日米欧：加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

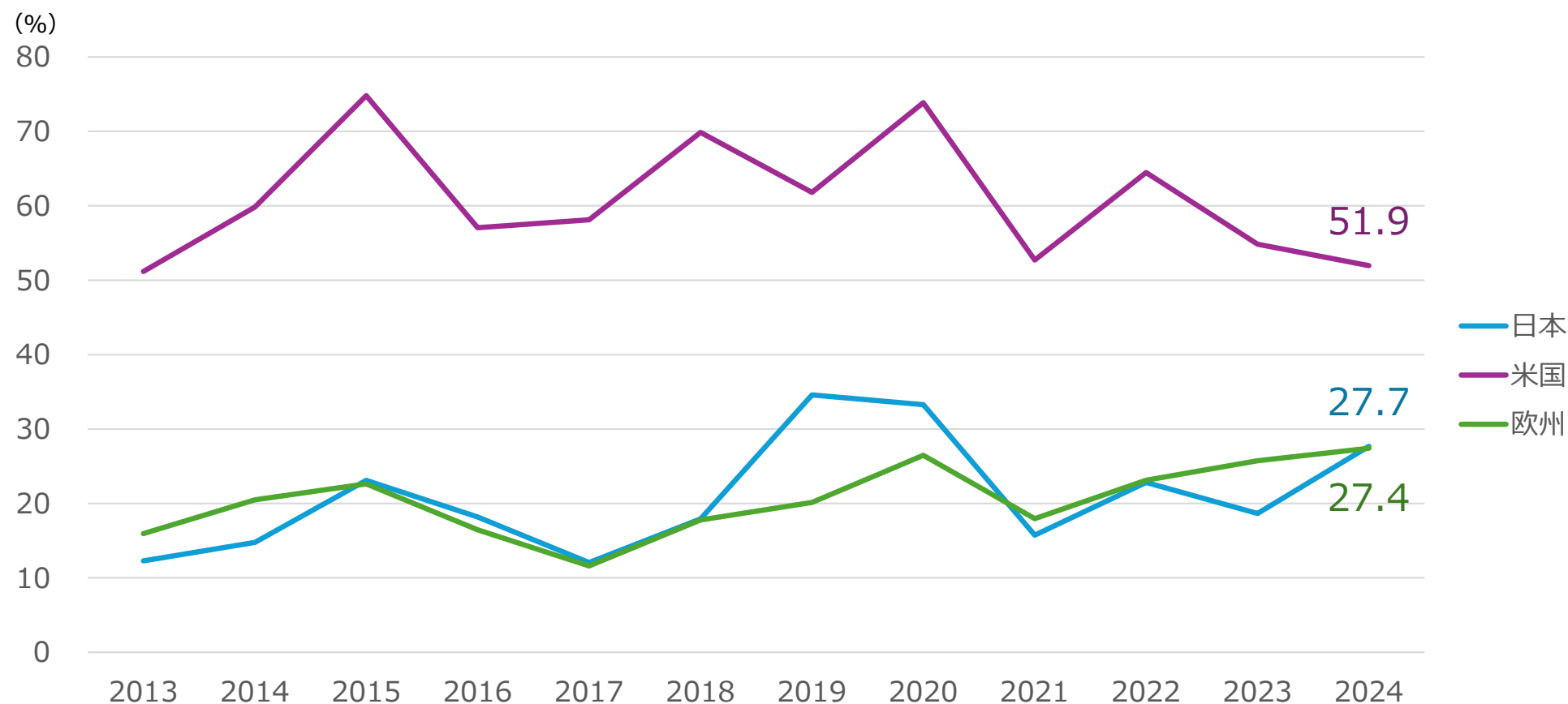
※ 総還元性向 = (支払配当金（財務キャッシュフロー）+ 株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）) ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益。自社株買いの近似値として、財務キャッシュフローの「株式の償還及び消却」を使用。

※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

上場企業の自社株買い性向（日米欧比較）

- 上場企業の自社株買い性向は、日欧は近年上昇傾向にあり同水準程度（30%弱）。
- 米国は日欧を大きく超え、50%から75%程度の間で推移している。

上場企業の自社株買い性向の推移（日米欧：加重平均）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

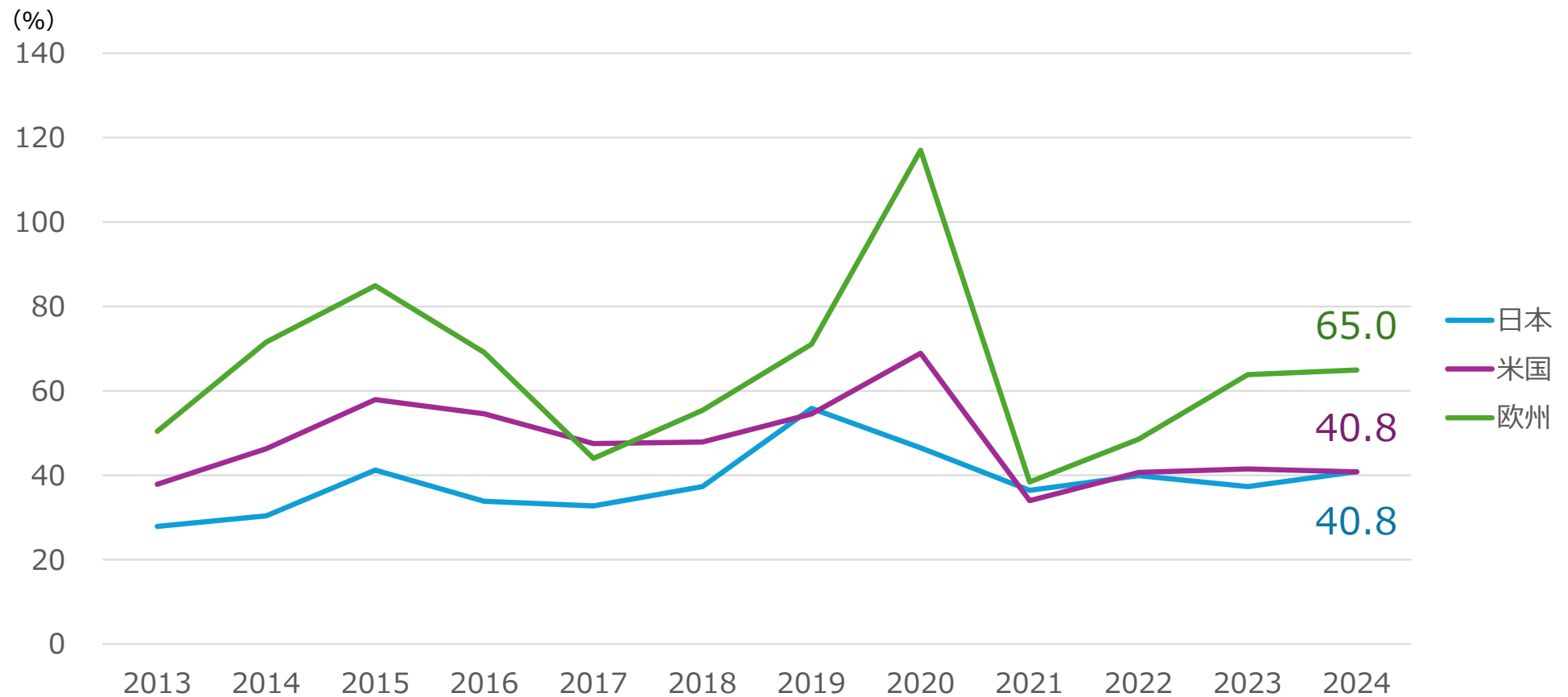
※ 自社株買い性向＝株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）÷親会社株主に帰属する当期純利益。自社株買いの近似値として、財務キャッシュフローの「株式の償還及び消却」を使用。

※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

上場企業の配当性向（日米欧比較）

- 上場企業の配当性向は、日本は直近米国と同水準となっている（約41%）。
- 欧州は日米に比べてやや高い（2020年はコロナ禍の一時的な減益に比べ配当は大きく減っていないことによる）。

上場企業の配当性向の推移（日米欧）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 配当性向＝支払配当金（財務キャッシュフロー）÷親会社株主に帰属する当期純利益。

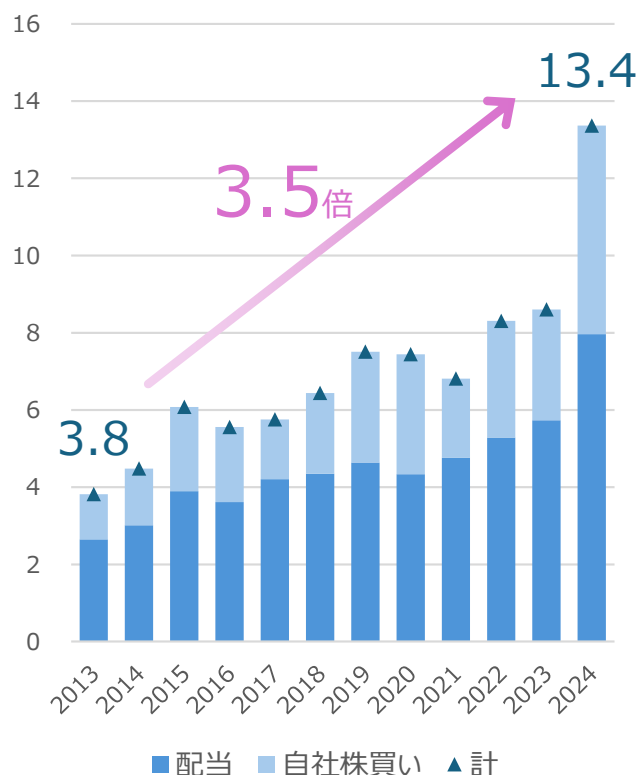
※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

上場企業の平均株主還元額推移（日米欧比較）

- 上場企業の平均的な株主還元額は日米欧ともに上昇。
- 日本は欧米に比べて伸びが大きく、2024年度は2013年度に比べて3.5倍となっている。

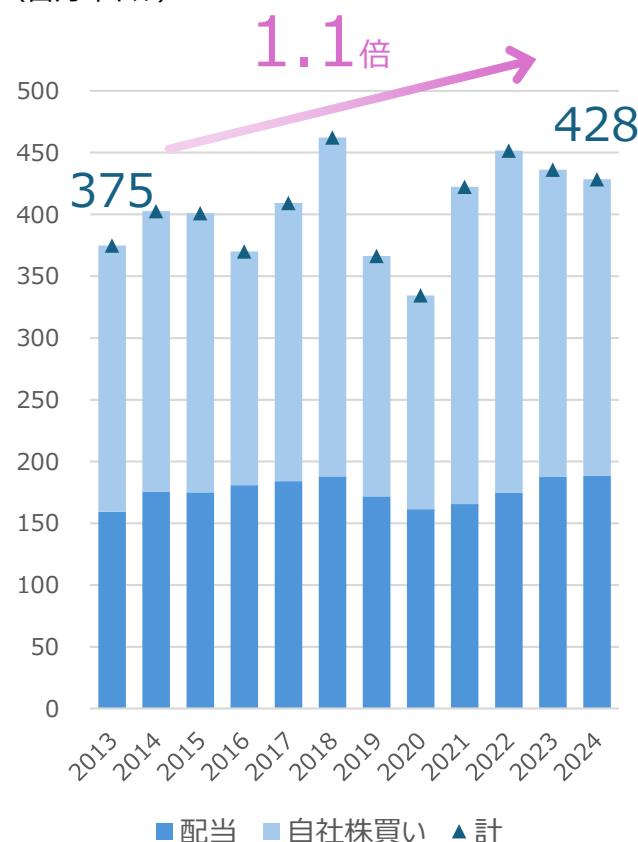
日本

（十億円）



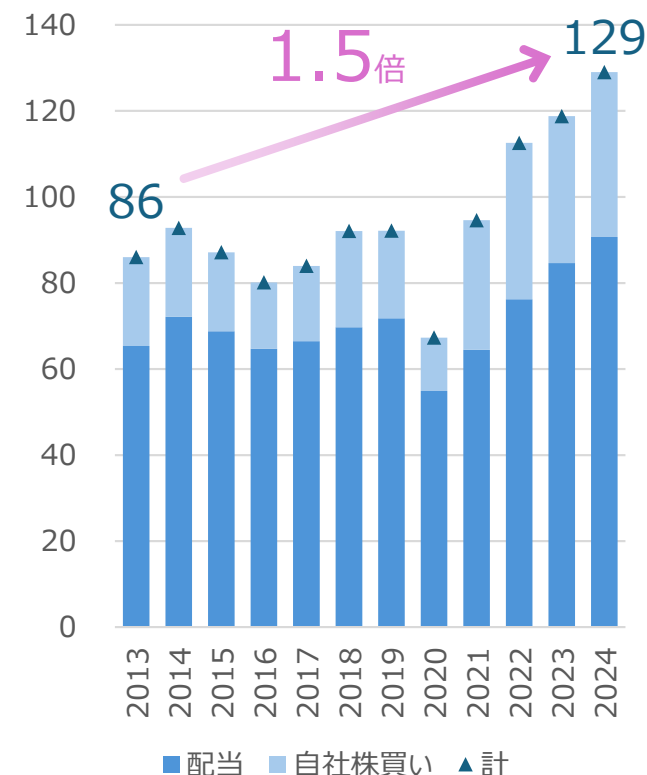
米国

（百万米ドル）



欧州

（百万ユーロ）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

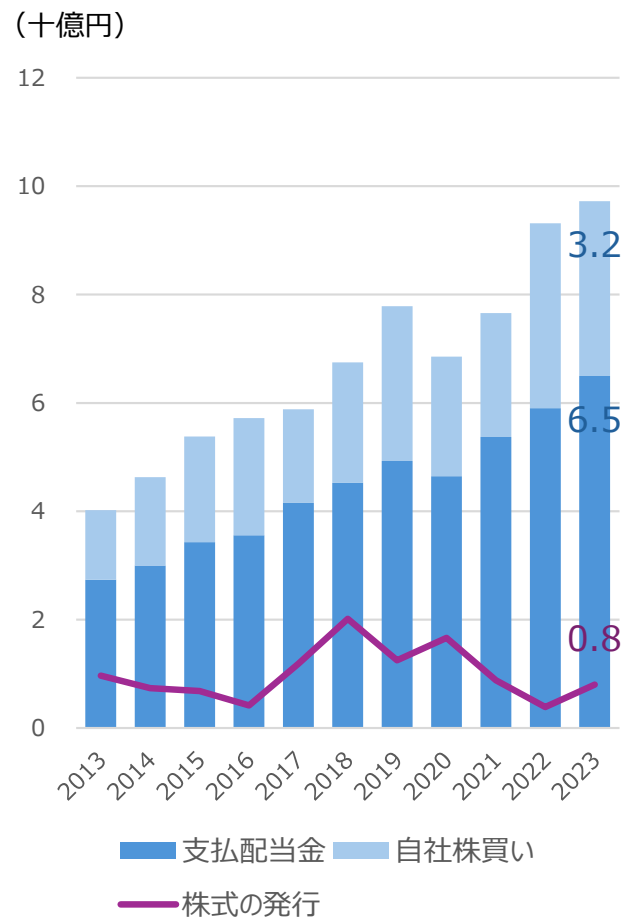
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度の親会社株主に帰属する当期純利益が取得できる上場企業（2024年度はデータ取得日時点（2025年8月）で決算情報が開示されている企業に限られる）。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

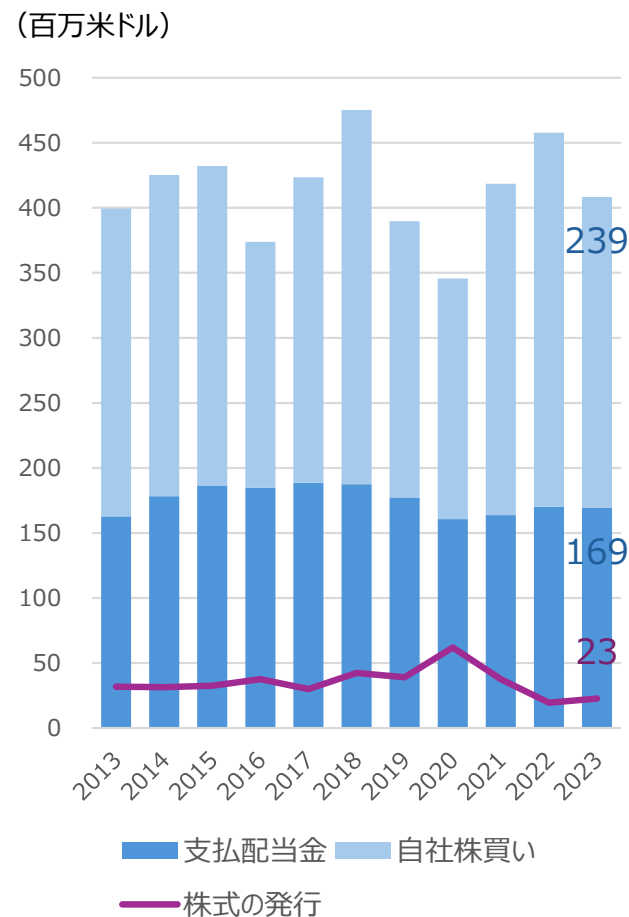
上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（日米欧比較）

- 日本では上場企業の株主還元額が年々上昇している一方、株式の発行は米欧と同じくほぼ横ばい。
- 資本市場への還元と資本市場からの調達との差が拡大している。

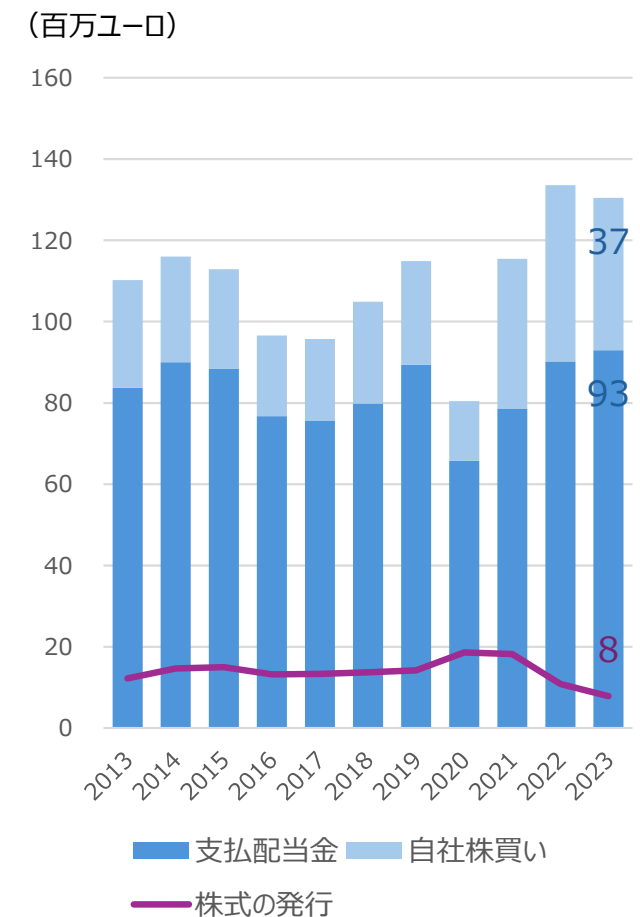
日本



米国



欧州



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

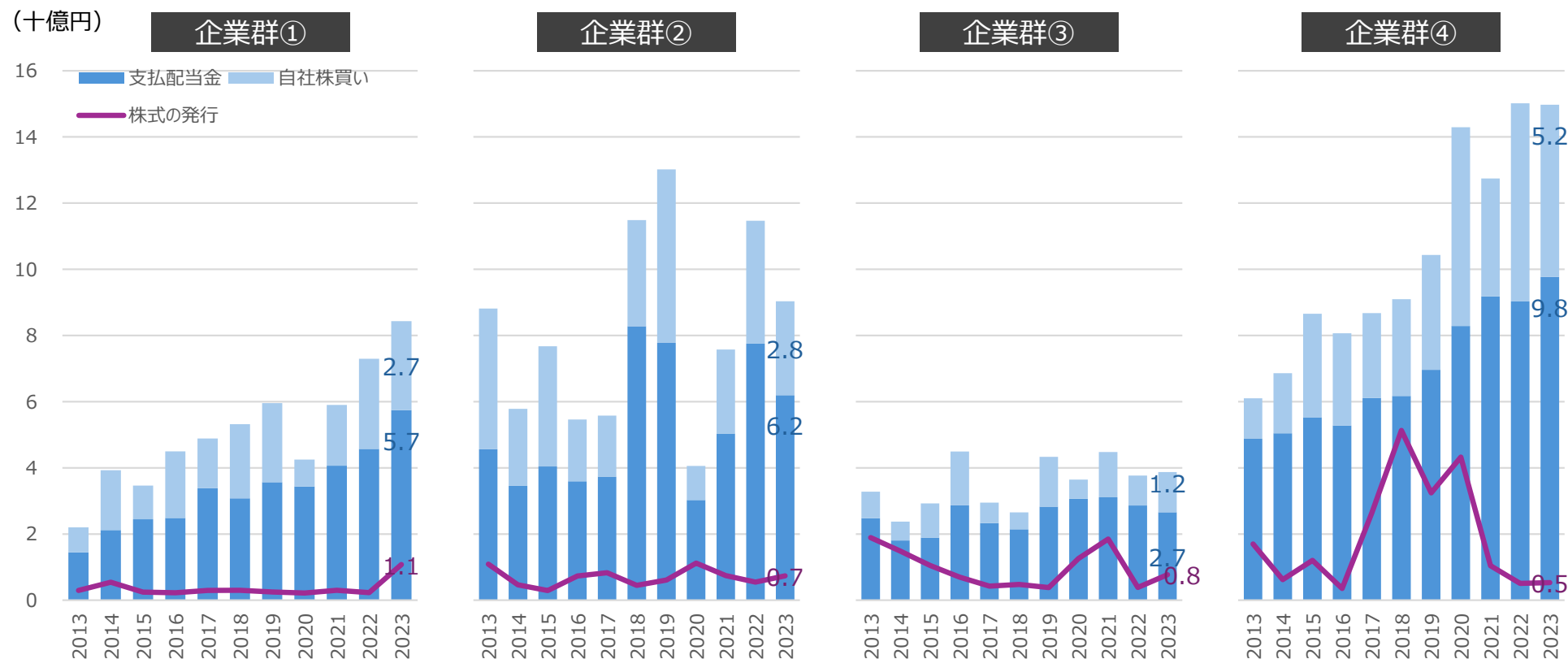
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度を含む過去3年間のROEおよびPBR、各年度の決算期情報が取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

日本の上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）

- 日本では企業群④が最も多額の還元を行っているが、企業群①もその半分ほどの還元を行っている点が特徴。
- どのポジションも還元が調達を大きく上回っている。

日本の上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは各年度を含む過去3年間の平均）。

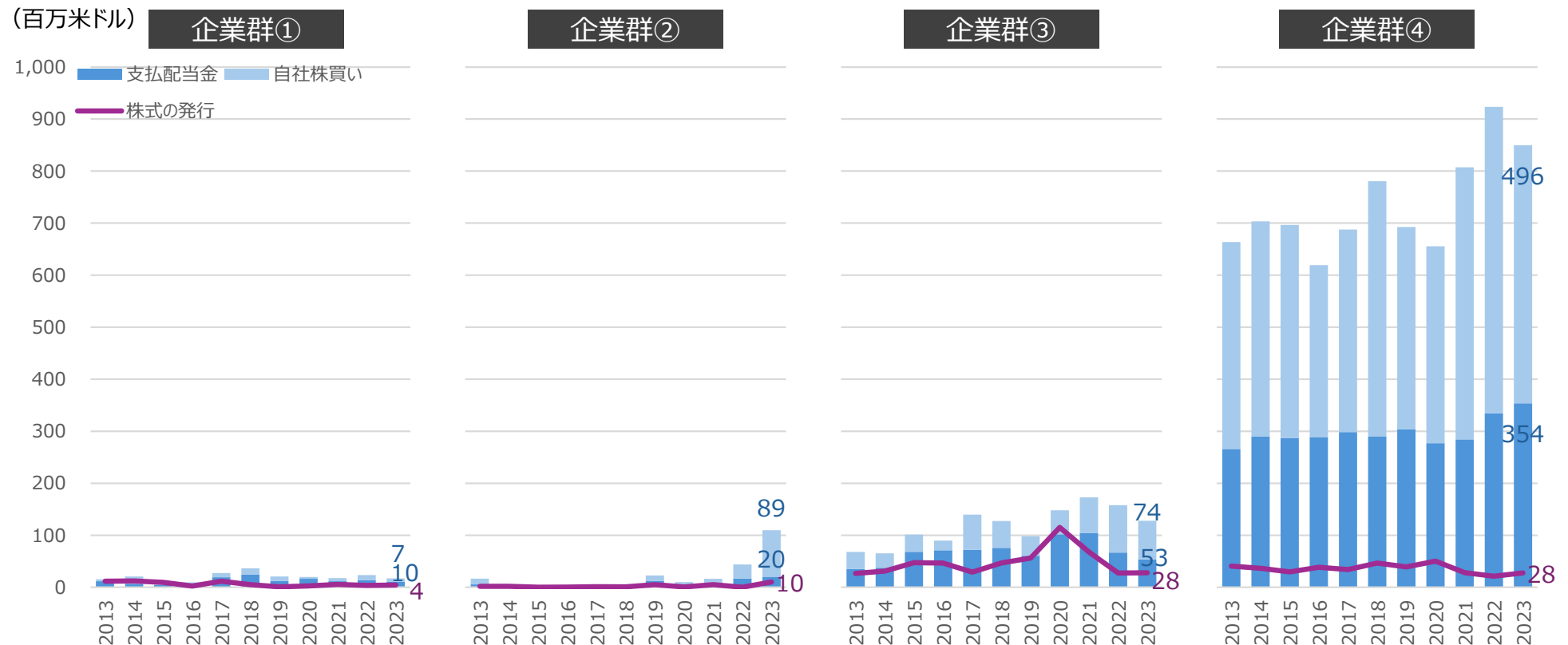
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度を含む過去3年間のROEおよびPBR、各年度の決算期情報が取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

米国の上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）

- 米国では企業群④がその他の企業群を大きく上回る多額の還元を行っている。
- 企業群③は比較的調達が大きくなっている。

米国の上場企業の株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは各年度を含む過去3年間の平均）。

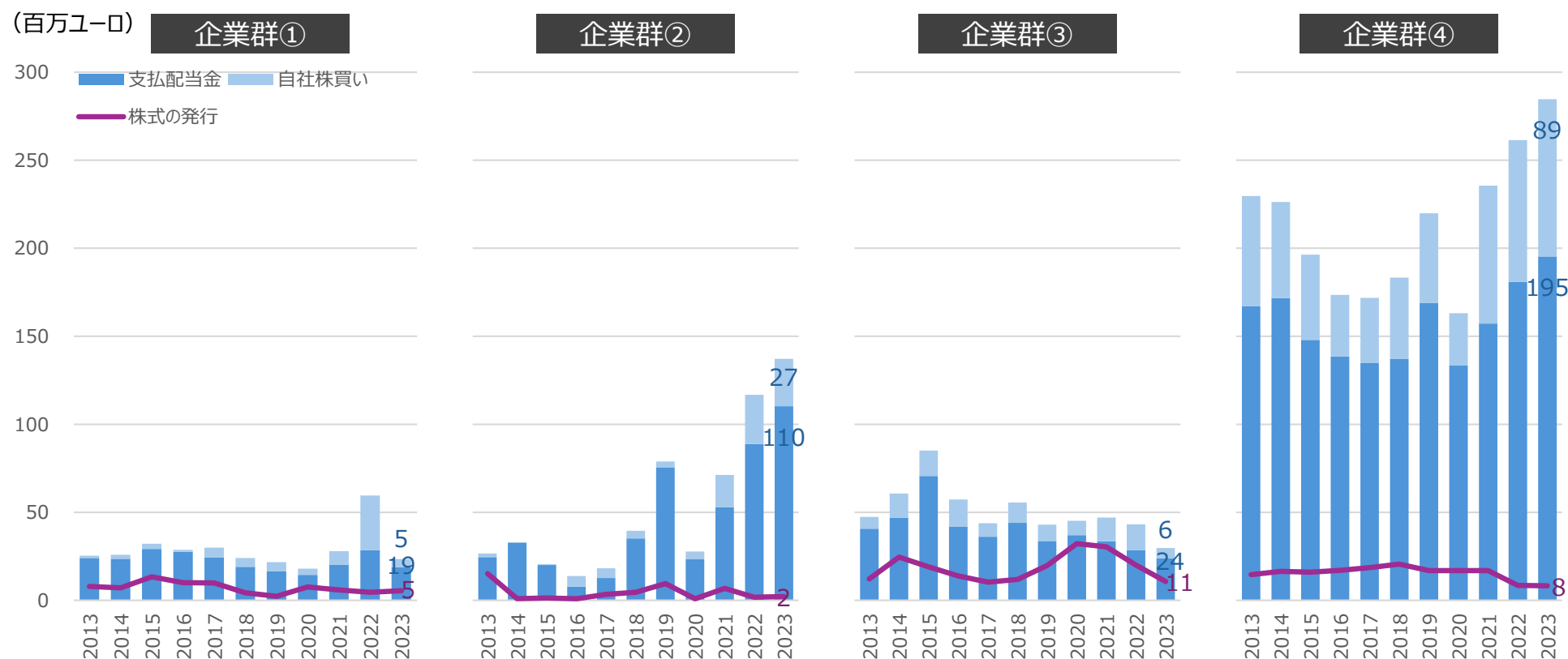
※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度を含む過去3年間のROEおよびPBR、各年度の決算期情報が取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

欧州の上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）

- 欧州では企業群④が大きな調達を行っており、企業群①②③は少ない。
- 企業群③は比較的調達が大きくなっている。

欧州の上場企業の平均株式発行額・株主還元額推移（ポジション別）



出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上（ROEおよびPBRは各年度を含む過去3年間の平均）。

※ 配当は支払配当金（財務キャッシュフロー）を使用。自社株買いは株式の償還及び消却（財務キャッシュフロー）を近似値として使用。

※ 集計対象：各年度を含む過去3年間のROEおよびPBR、各年度の決算期情報が取得できる上場企業。日本は、所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業。米国は、所在国が米国でありNYSE・NASDAQに上場する企業。欧州は、所在国が欧州であり欧州内の取引市場に上場する企業。

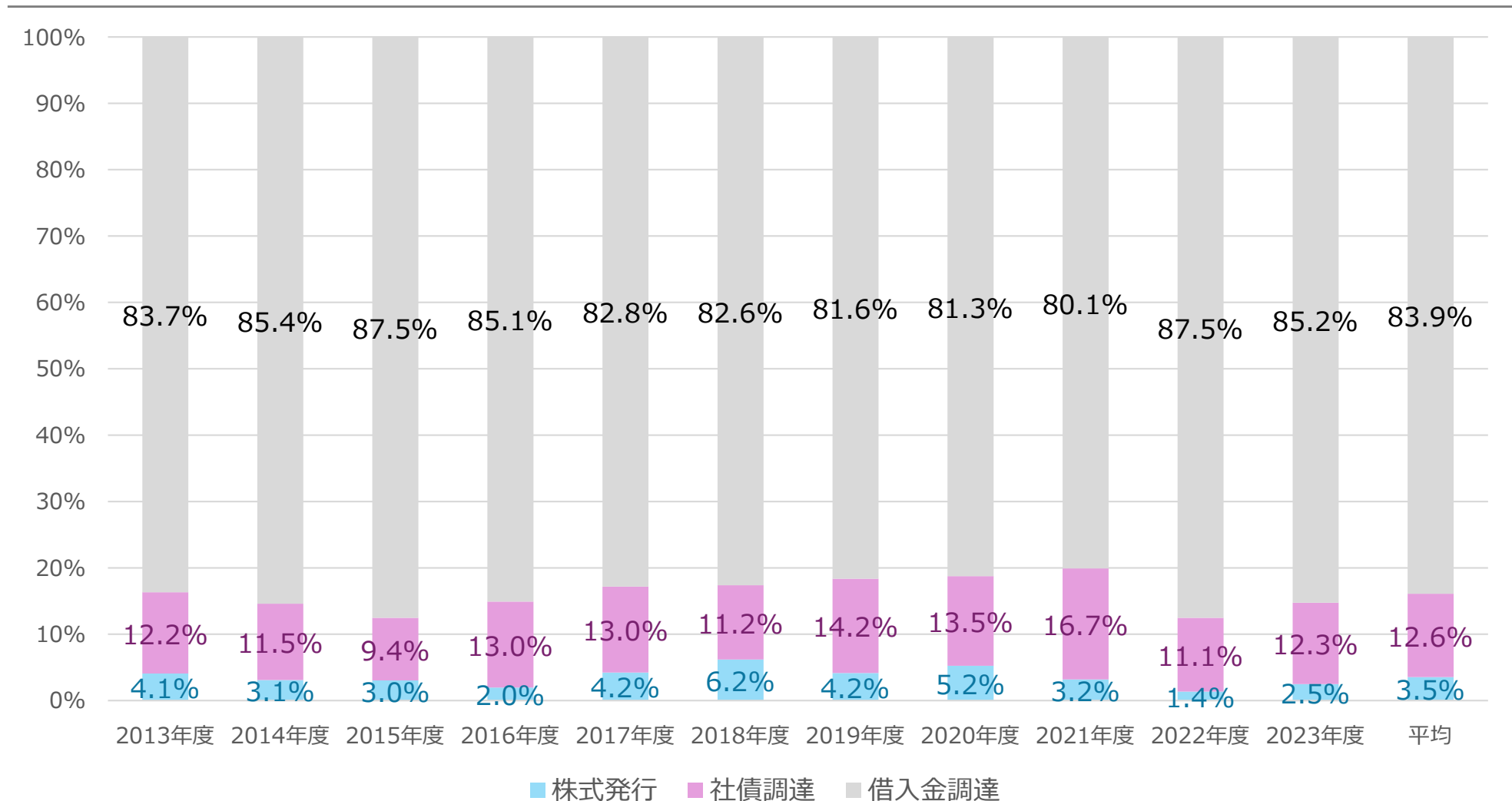
目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
3. 成長投資の状況
4. 株主還元の状況
- 5. 資金調達の状況**
6. 株主とのエンゲージメント
7. 本日の論点

日本の上場企業の資金調達構造

- 過去10年間で日本の上場企業の資金調達は80%以上が借入金で、社債や株式発行による調達額は少ない。

日本の上場企業の資金調達構造（上場企業）



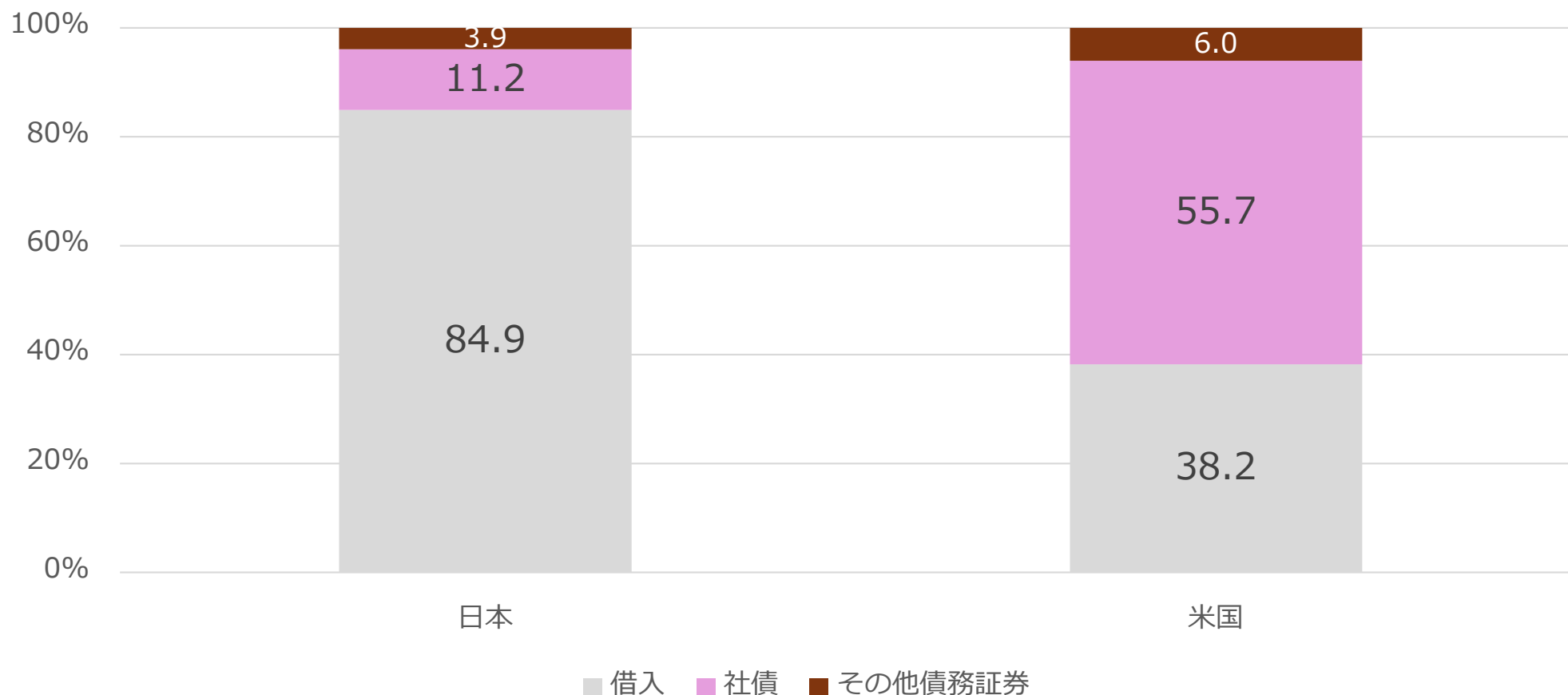
出所：スピーダのデータを基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業のうち、各年度において上場済であり、各年度の決算期情報が取得できる企業。

日米の有利子負債構成の比較（非上場企業を含む）

- 日米の非金融法人の有利子負債構成を比較すると、日本では借入の割合が圧倒的に高く、約85%を占める。
- これに対して、米国では社債の構成割合が約56%と借入の約38%よりも高い。

日米の非金融法人における有利子負債構成の比較（2024年末時点）

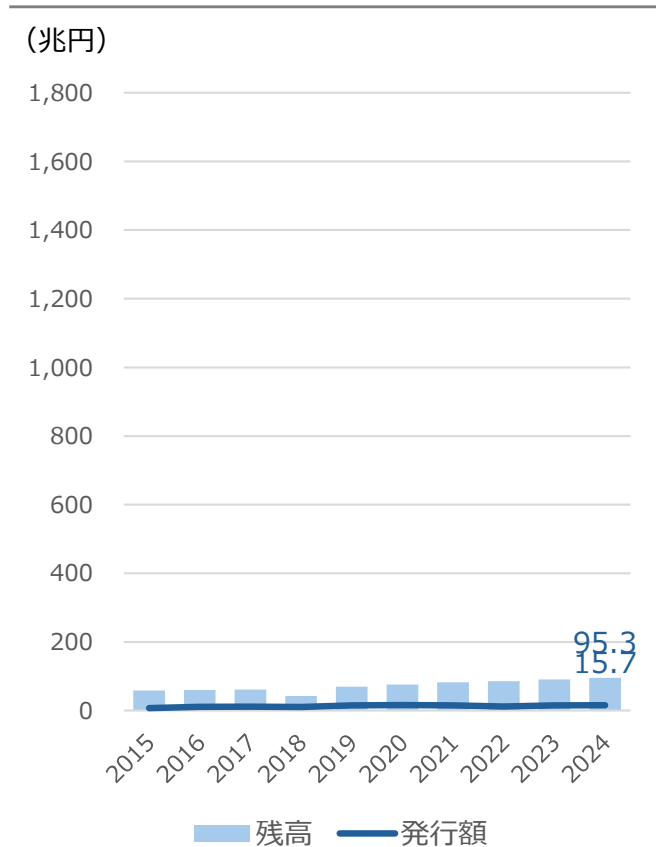


（注）「非金融法人」には上場・非上場を含む。「借入」には、政府系金融機関やノンバンクからの借入を含む。「その他債務証券」は、CP（コマーシャルペーパー）など。
（出所）日本：日本銀行 資金循環統計、米国：Federal Reserve System “B.103 Balance Sheet of Nonfinancial Corporate Business ”（いずれも2024年末時点）

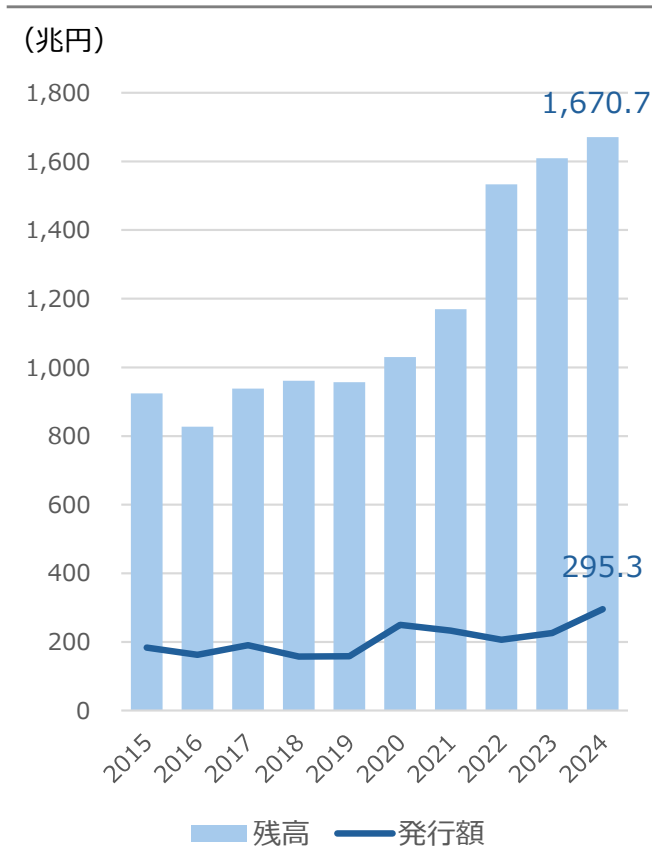
社債市場規模（日米欧比較）

- 社債市場の規模は米国が圧倒的に大きい。
- 日本は欧州と比べても小規模であり、緩やかに拡大しているものの2024年の残高は100兆円に満たない。

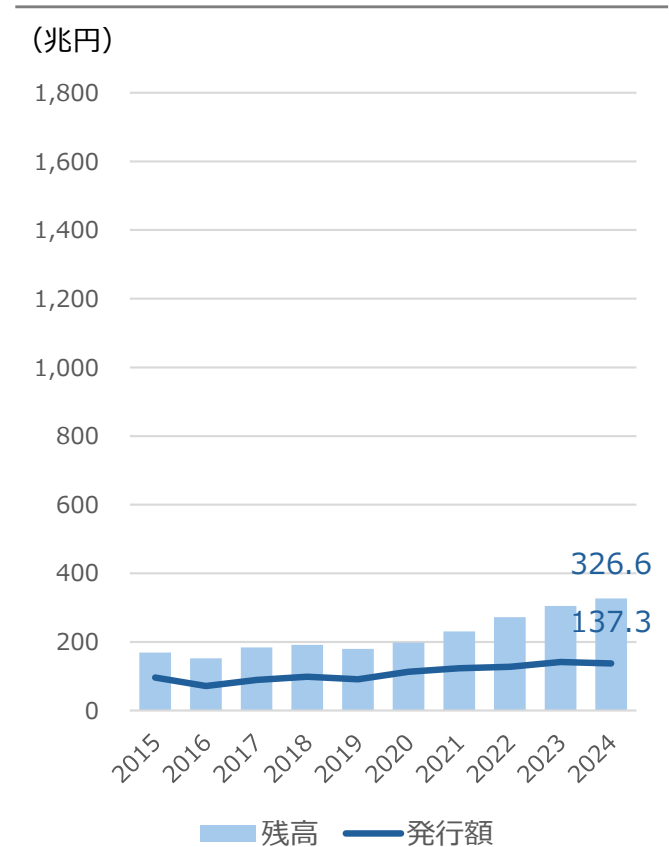
日本



米国



欧州



出所：日本証券業協会（公社債発行額・償還額等）、SIFMA（US Corporate Bonds Statistics）、ECB（Securities Issues Statistics（SECおよびCSEC））のデータを基に経済産業省が作成。

※ 日本：普通社債、資産担保型社債、転換社債型新株予約権付社債の合計。

※ 米国：Nonconvertible、Convertibleの合計。

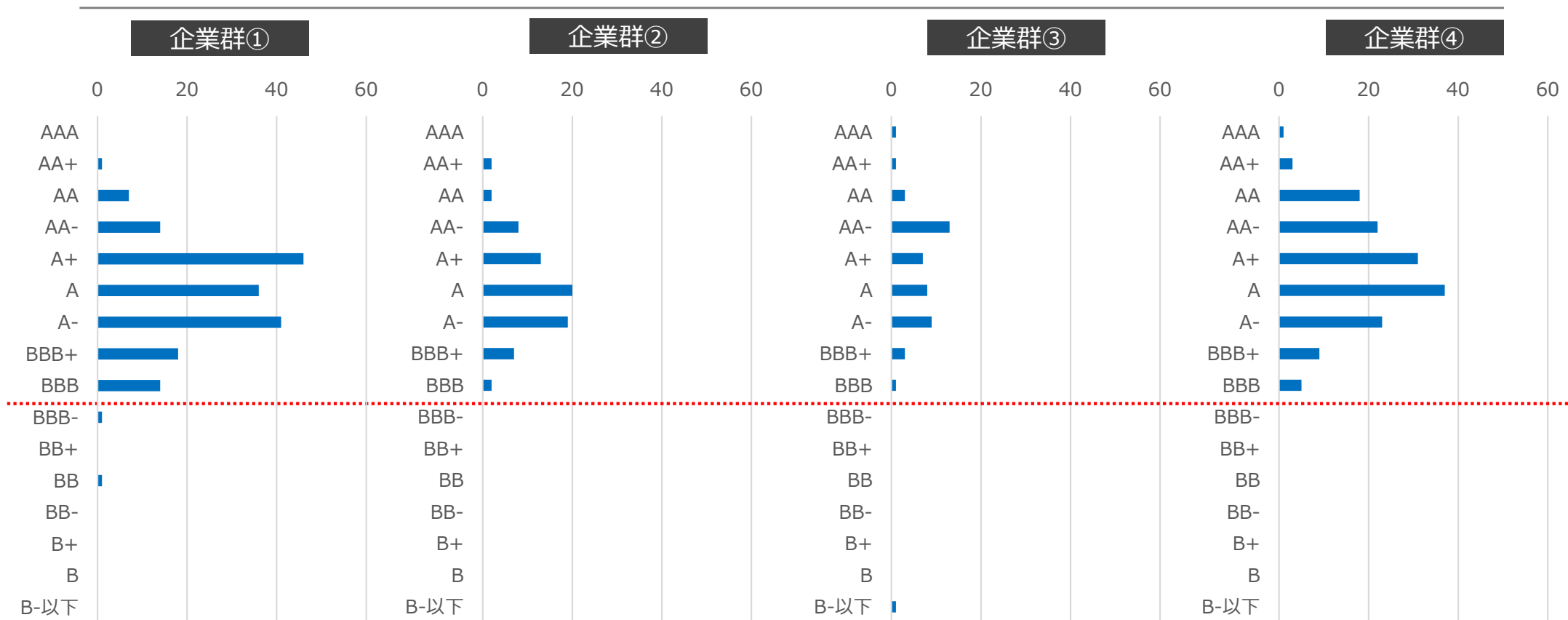
※ 欧州：2021年まではSEC、2022年以降はCSECより。EU 27（fixed composition）の非金融企業が発行したdebt securities。

※ 円換算時に使用したレートは、日本銀行の基準外国為替相場及び裁定外国為替相場（各年12月）。

日本の上場企業における格付けの特徴

- 日本の低格付け企業は企業群でもほぼ存在しない。
- 日本では、低格付け社債によって市場から資金を調達することは困難であるため、上場企業は高格付けに固執する傾向がある。また、銀行融資では成長投資の原資を十分に賄うことが難しい、との指摘もある。
- こうした傾向や市場の環境が、踏み込んだ成長投資を行う企業群③の企業数を少数にとどめる一因となっているのではないか。

日本の上場企業の格付け取得状況



出所：スピーダ及びBloombergのデータを基に経済産業省作成。

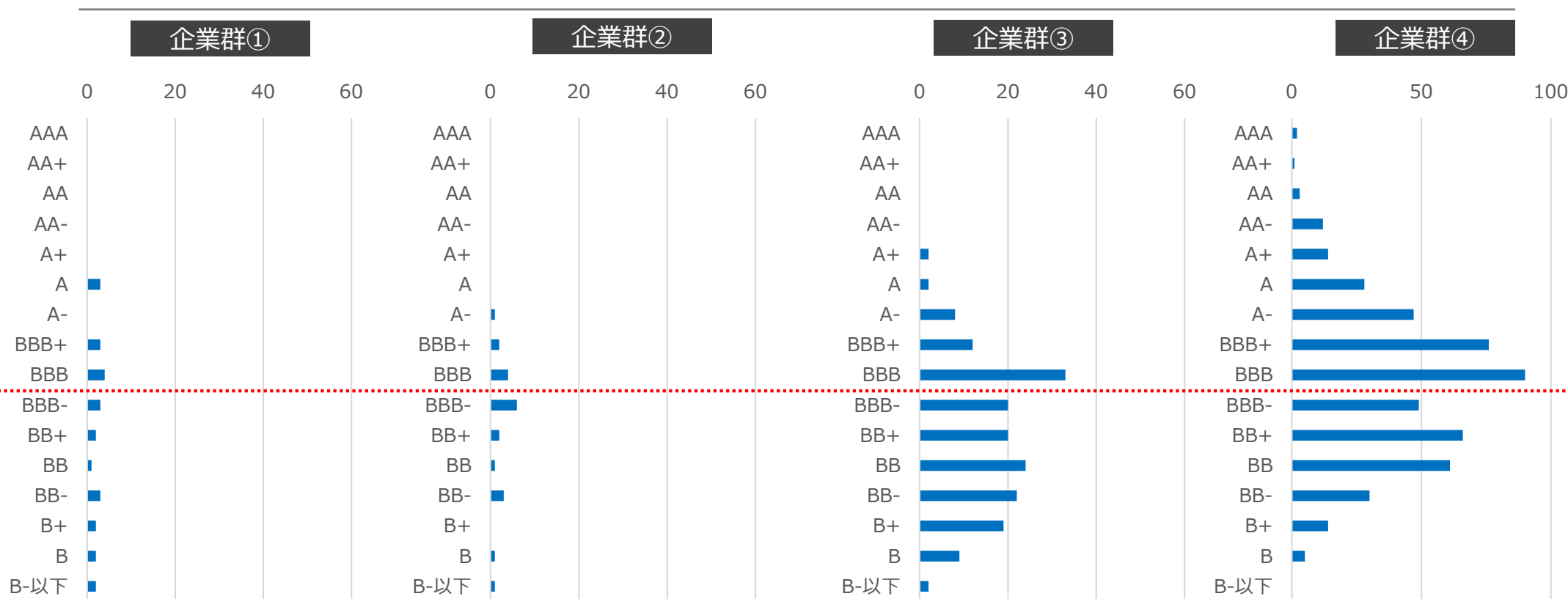
※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。2021年度～2023年度の平均値を採用。57

※ 日本の格付けは格付投資情報センター、米国はS&P Global Ratings による格付け。

米国の上場企業における格付けの特徴

- 米国の低格付け企業（BBB格未満の格付け取得企業）は、企業群③の67%にのぼり、これは企業群④の1.5倍程度の割合。
- 企業群③は財務体質の弱い新興企業が成長期待の高さゆえに債券市場からも資金供給を受けるケースや、既に成熟した企業がデット性の資金でレバレッジを強くかけながら更なる成長を目指すケースが主であるため、自ずと低格付け比率が高くなっていると考えられる。

米国の上場企業の格付け取得状況



出所：スピーダ及びBloombergのデータを基に経済産業省作成。

※ 企業群①はROE8%未満かつPBR1倍未満、企業群②はROE8%以上かつPBR1倍未満、企業群③はROE8%未満かつPBR1倍以上、企業群④はROE8%以上PBR1倍以上。2021年度～2023年度の平均値を採用。

※ 日本の格付けは格付投資情報センター、米国はS&P Global Ratings による格付け。

社債の格付け別発行割合の日米比較

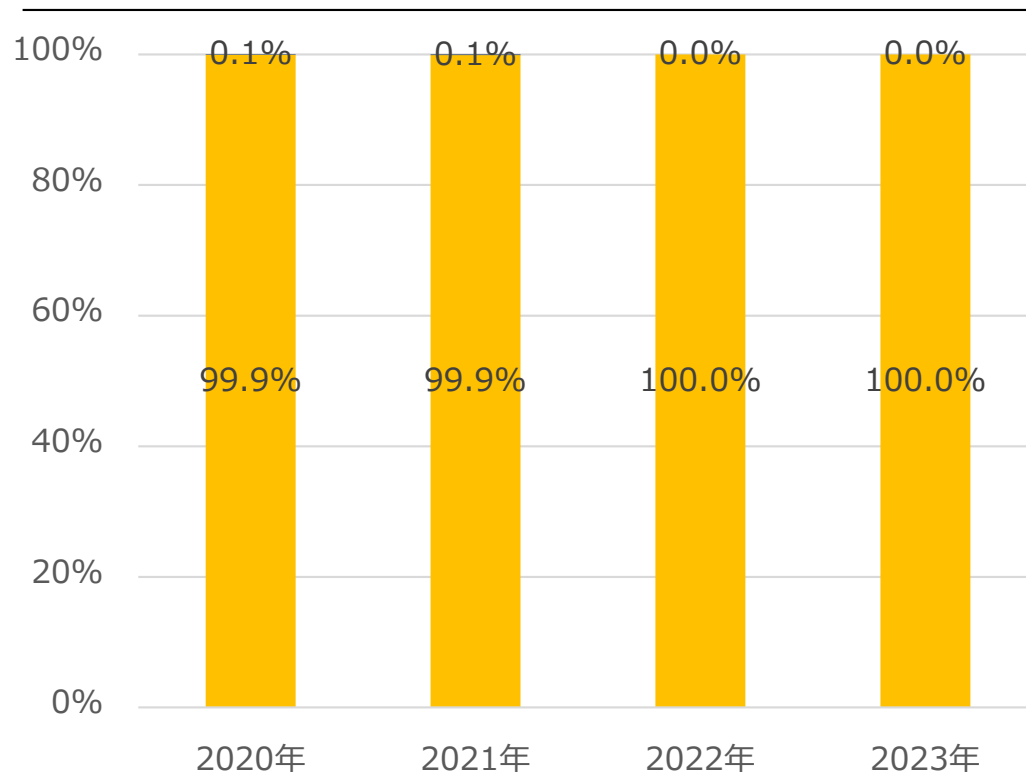
- 日本の社債市場は、BBB未満（BBBマイナス以下）の社債発行が0.1%以下と極めて少ない状況。
- 企業は、BBBマイナス以下の格下げを避けるために、リスクテイクを伴った成長投資に踏み出しにくい状態にある。

* 一般に、BBB格以上の格付けは「投資適格」と呼び、BBB格未満の格付けは「非投資適格」（投機的格付け、ハイイールド）と呼ばれている。

社債の格付け別発行割合（日米比較）



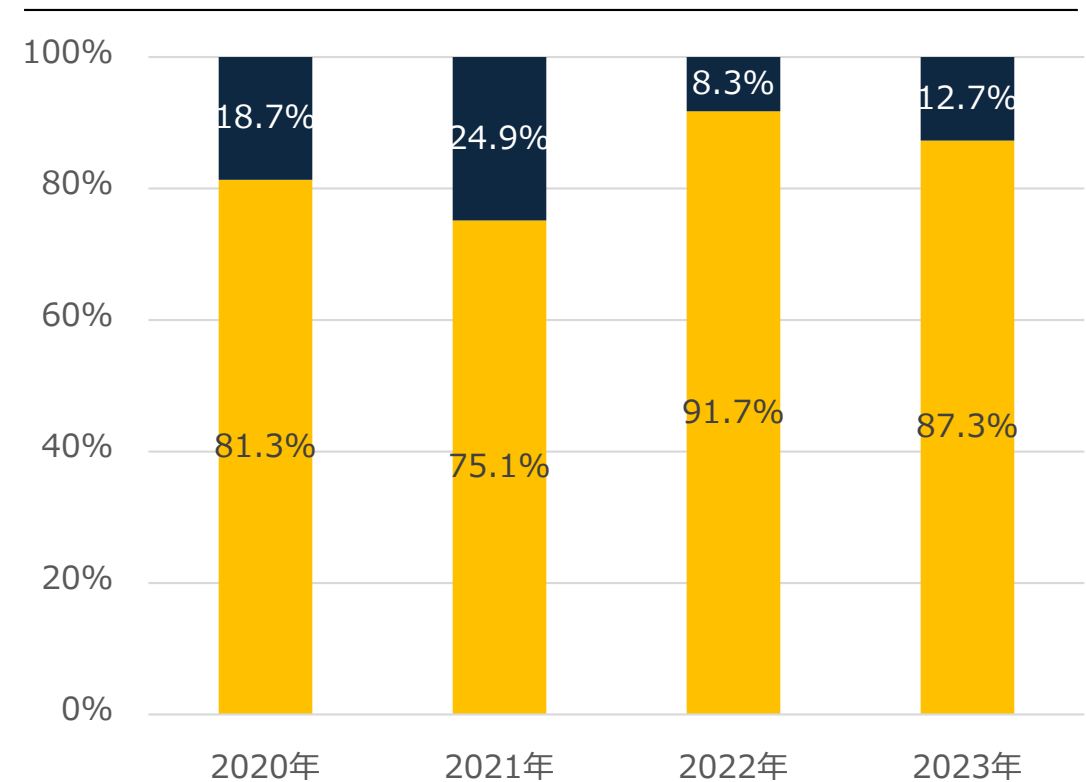
日本



■ BBB格以上 ■ BBB格未満



米国

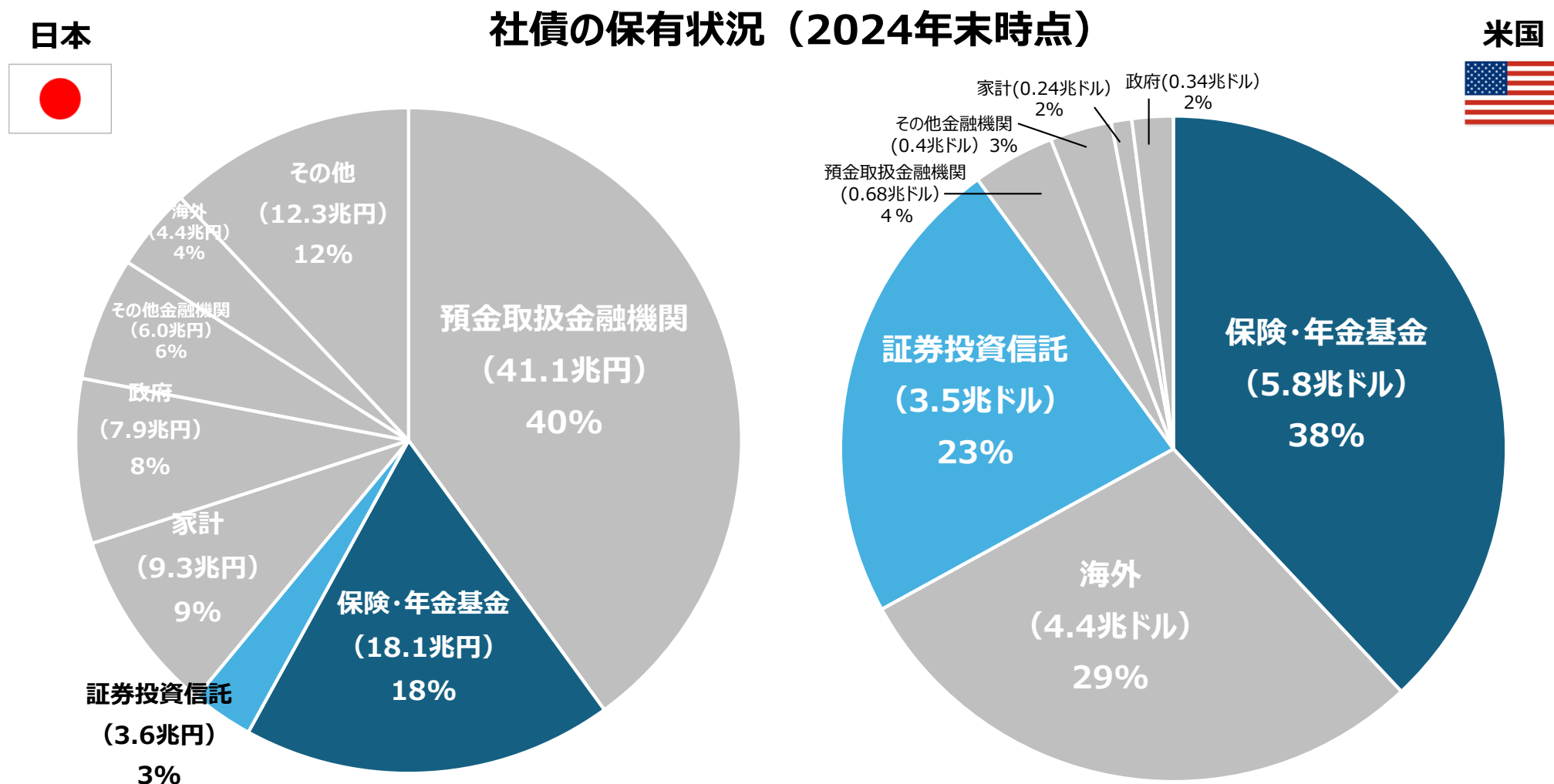


■ BBB格以上 ■ BBB格未満

（注釈）米国の格付会社Moody'sの付与する格付けについては、Baa格以上をBBB格以上に位置づけて計算している
（出所）日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書、「公社債発行額・償還額」

社債保有主体の日米比較

- 投資家側に着目すると、米国においては、保険・年金基金など、長期的運用・相対的にリスクの高い低格付け債の保有が可能な主体や、ポートフォリオによるリスク分散が可能な投資信託経由での保有割合が多い。
- 一方で、我が国ではこうした主体による保有が少なく、投資家層の厚みが課題となっている。



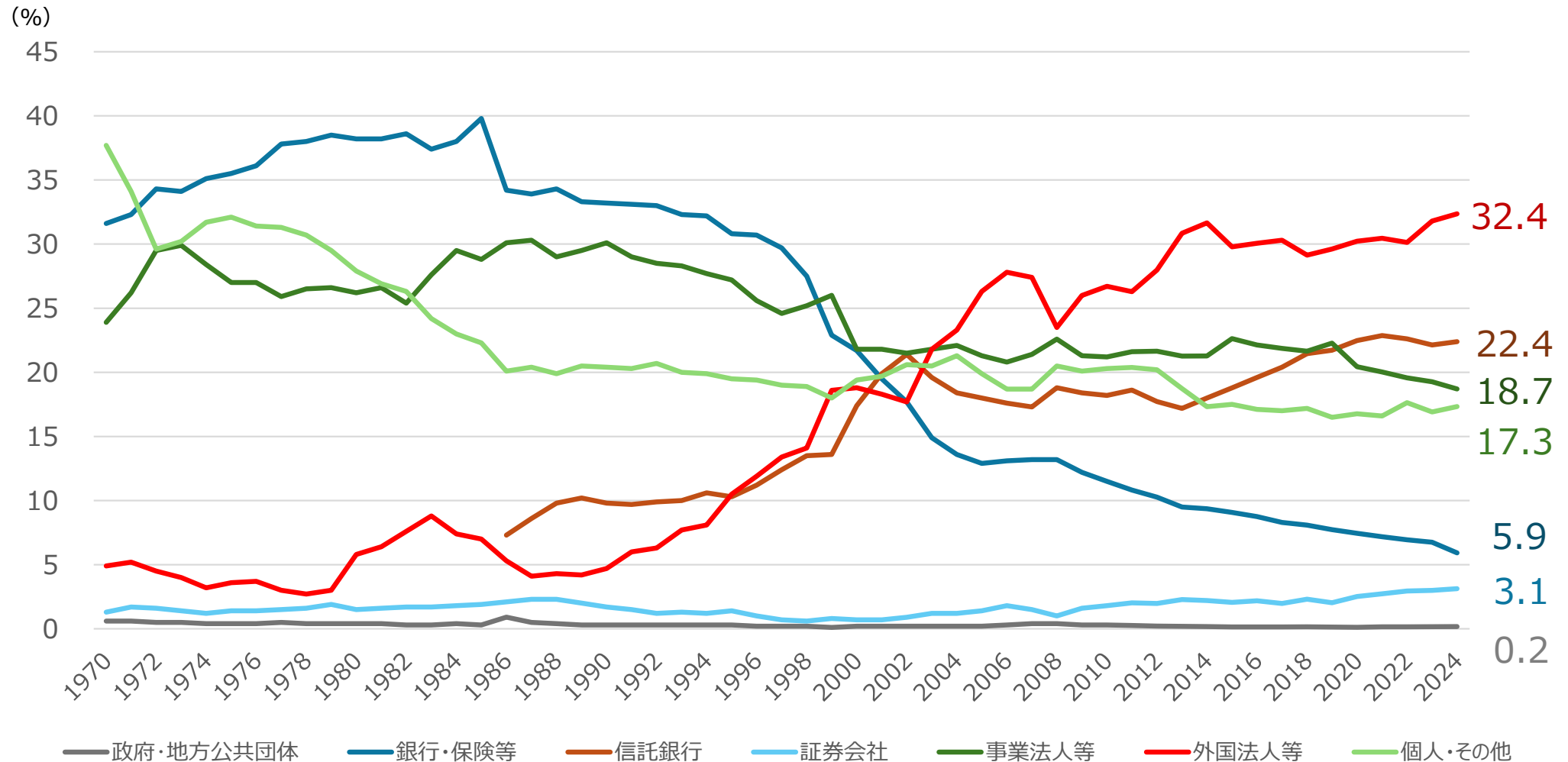
目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
3. 成長投資の状況
4. 株主還元の状況
5. 資金調達の状況
- 6. 株主とのエンゲージメント**
7. 本日の論点

日本株式の株主構成推移

- 日本株式の株主構成は、銀行・保険等が2000年以降大きく低下し、外国法人等が大きく増加。

日本株式の株主構成推移

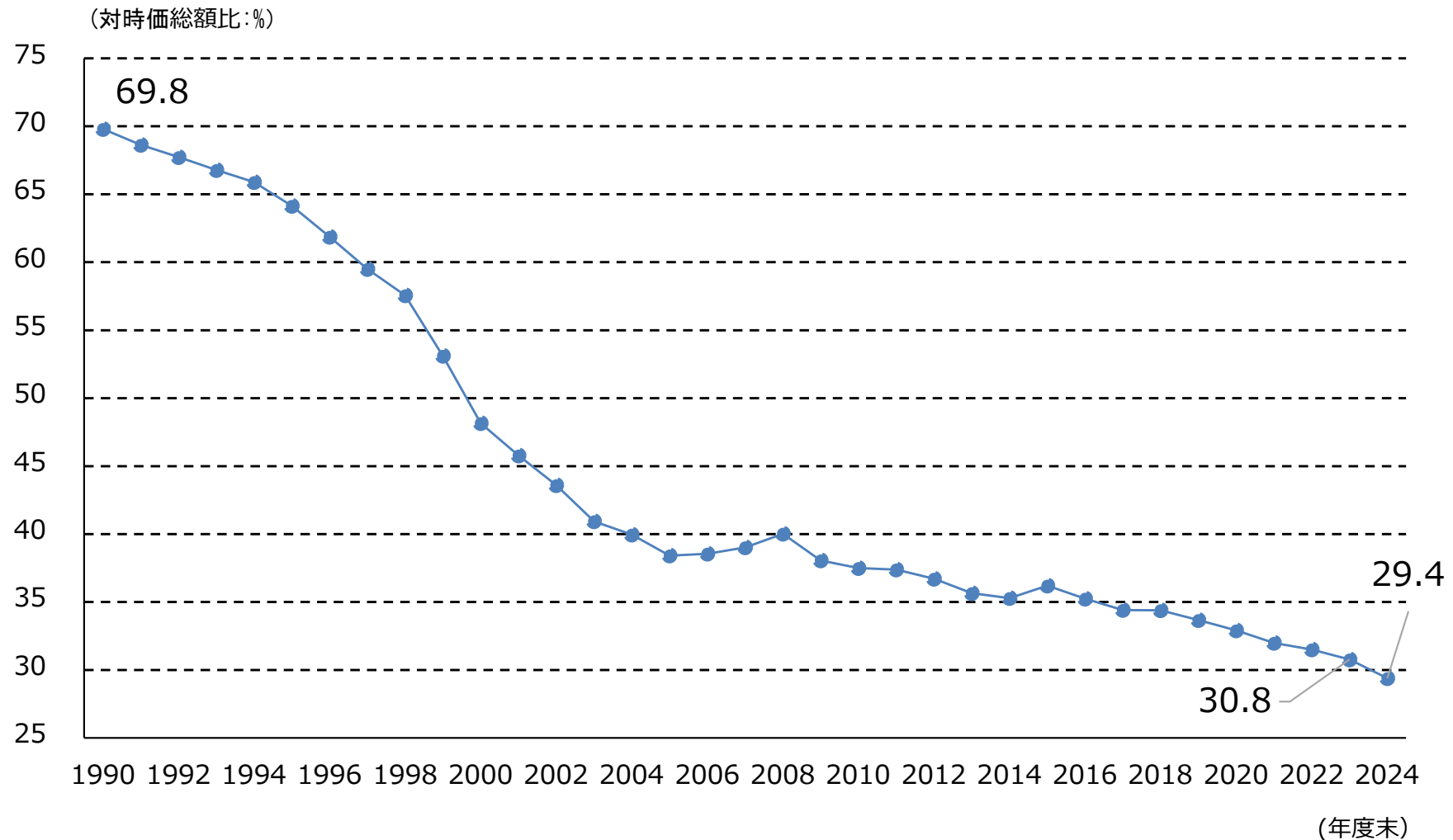


出所：日本取引所グループ（株式分布状況調査）のデータを基に経済産業省が作成。
※ 銀行・保険等は、都銀・地銀等、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関の合計。

日本企業の政策保有株式の状況

- 2024年度の政策保有比率は2023年度に比べ1.4%低下して29.4%。
- 政策保有比率が30%を割ったのは、1990年度以降で初めて。

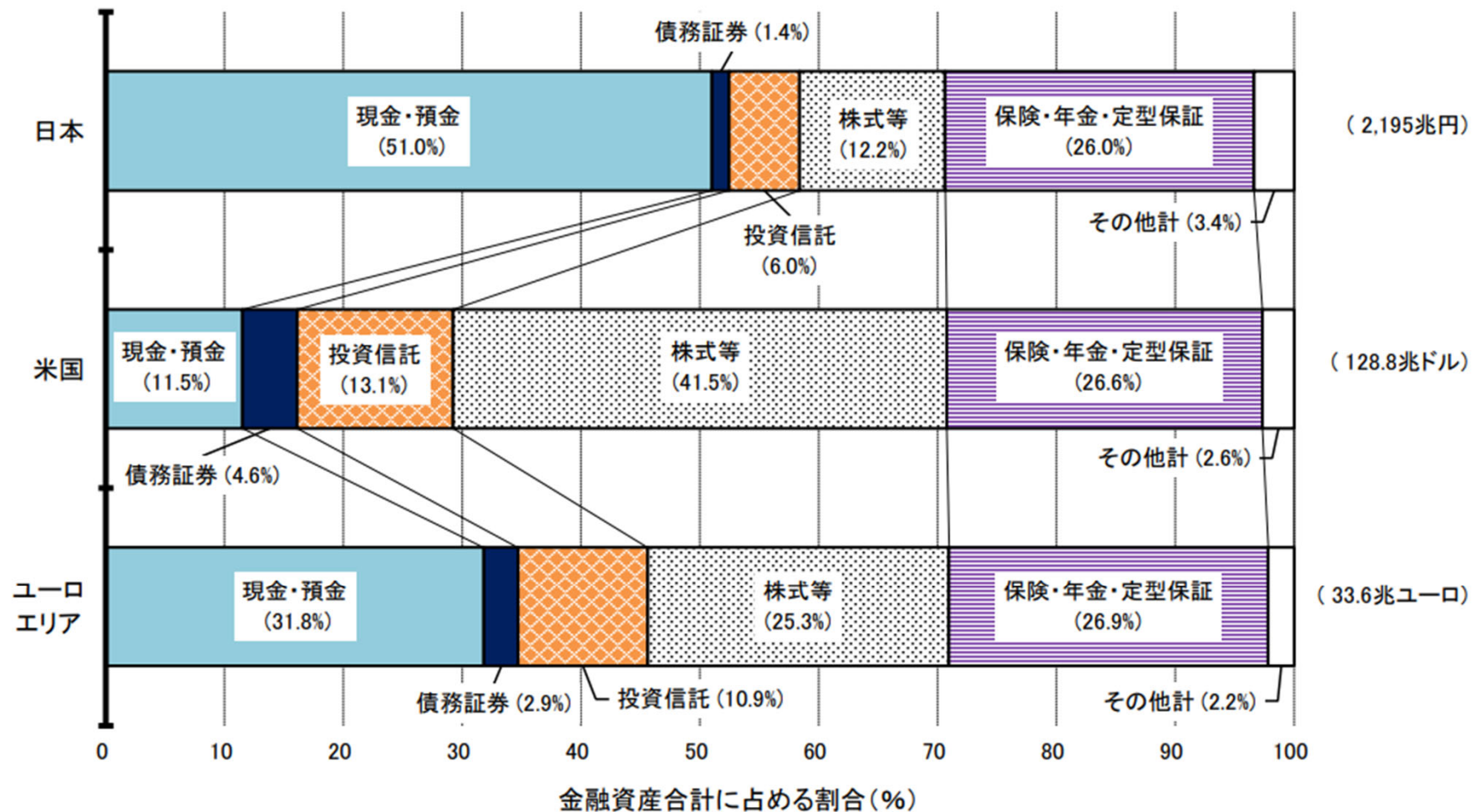
日本企業の政策保有株式の状況



日本の家計に占める現金・預金比率は米国の約5倍

- 日本の家計における金融資産は、依然として5割以上が現金・預金が占めている。

家計の金融資産構成

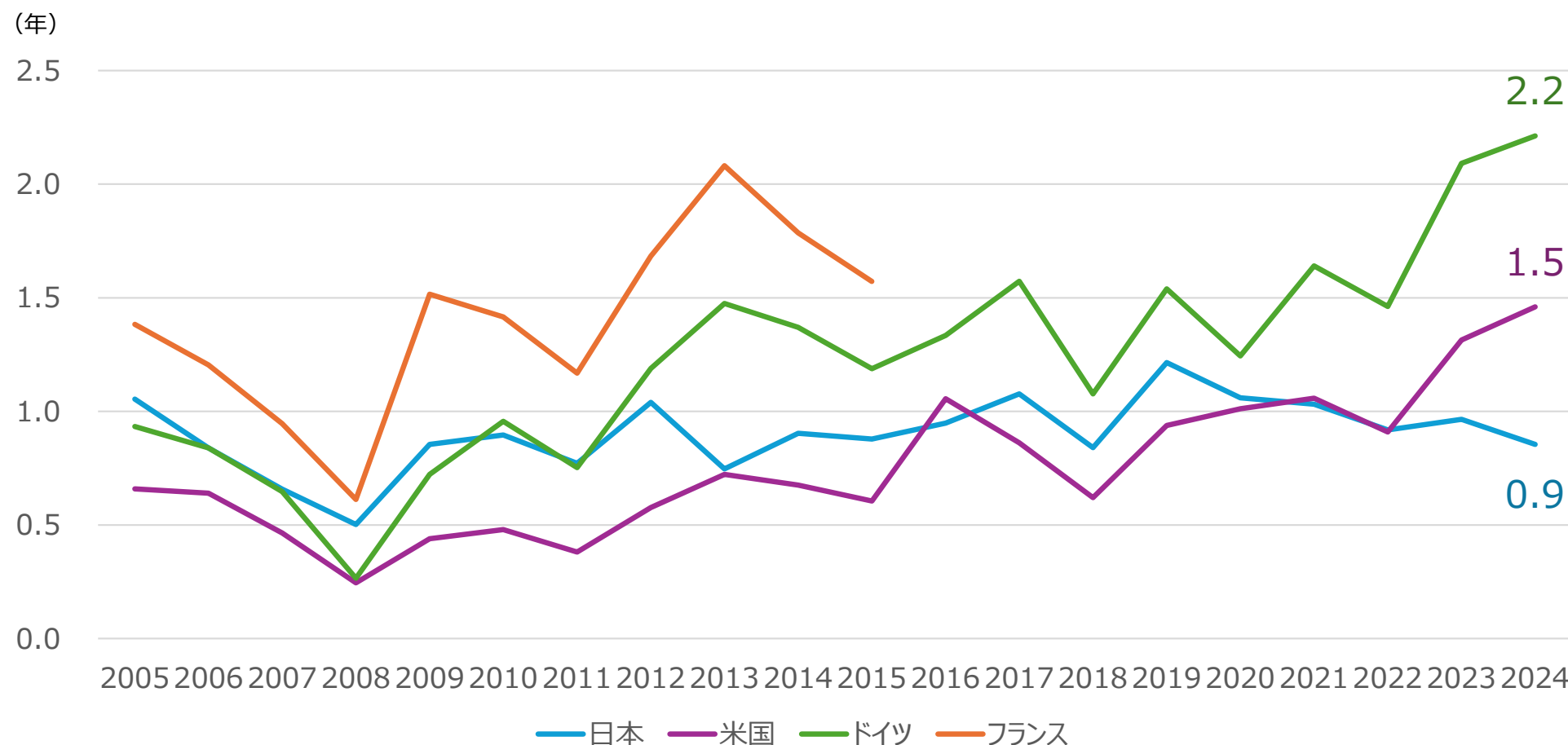


*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

日米欧企業株式の平均保有期間推移（推定値）

- 米欧の株式の平均保有期間は20年間で長期化する傾向がある。
- これに対して、日本の株式の平均保有期間は20年間で概ね変わらず、相対的には短期化している。

日本企業株式の平均保有期間推移



出所：世界銀行（Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%)）のデータを基に経済産業省が作成。

※ 平均保有期間 = 100/株式回転率（株式回転率（Turnover ratio）の逆数）。

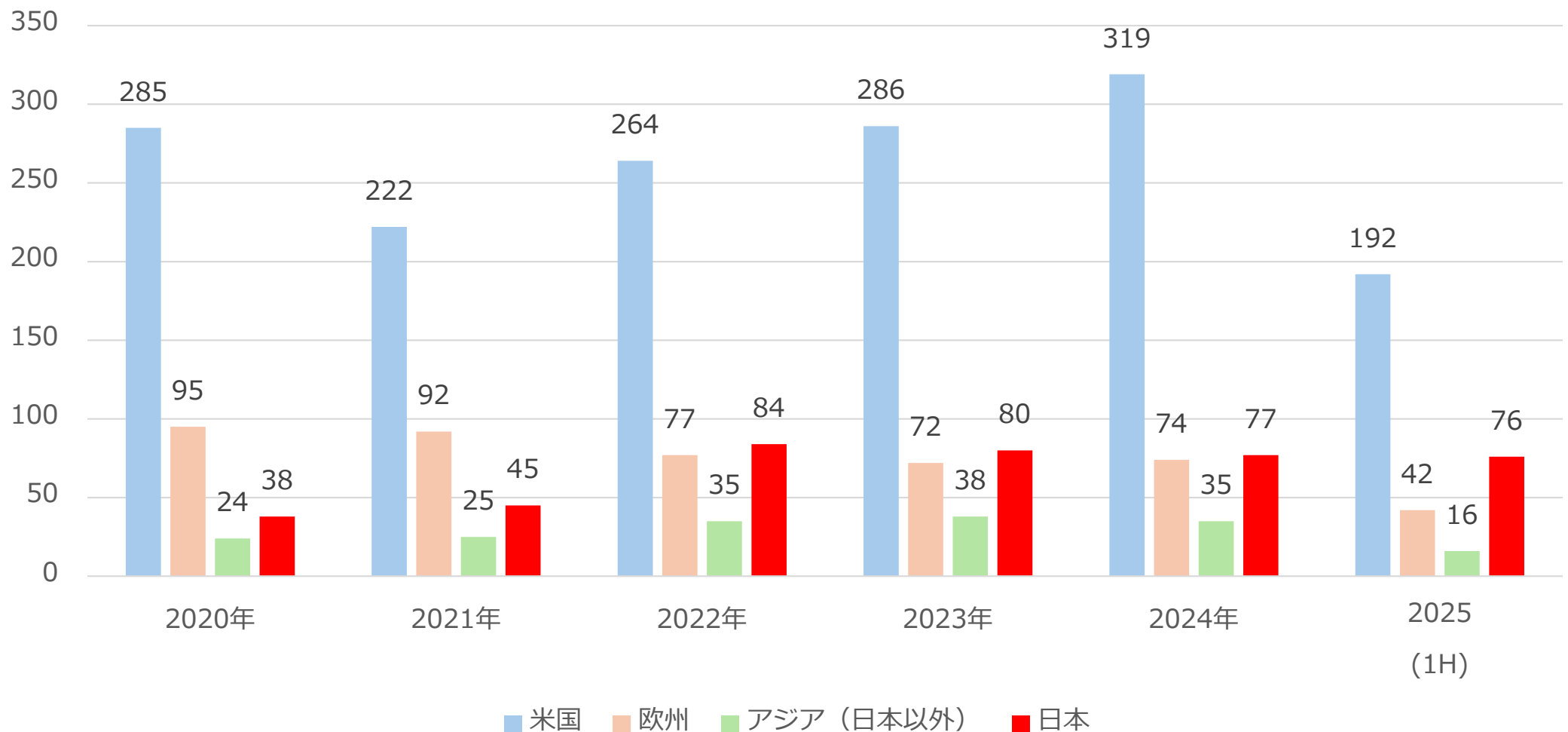
※ Turnover ratio = (Monthly EOB domestic shares traded / Month-end domestic market capitalization) x 12

※ フランスは2016年以降データなし。

機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張は増加（企業数）

- 機関投資家・アクティビスト等から提案・主張を受ける日本企業数は増加傾向。
- 日本の2025年上半期の提案受領企業数は、2020年から約2倍であり、2024年通期に迫る水準に到達。

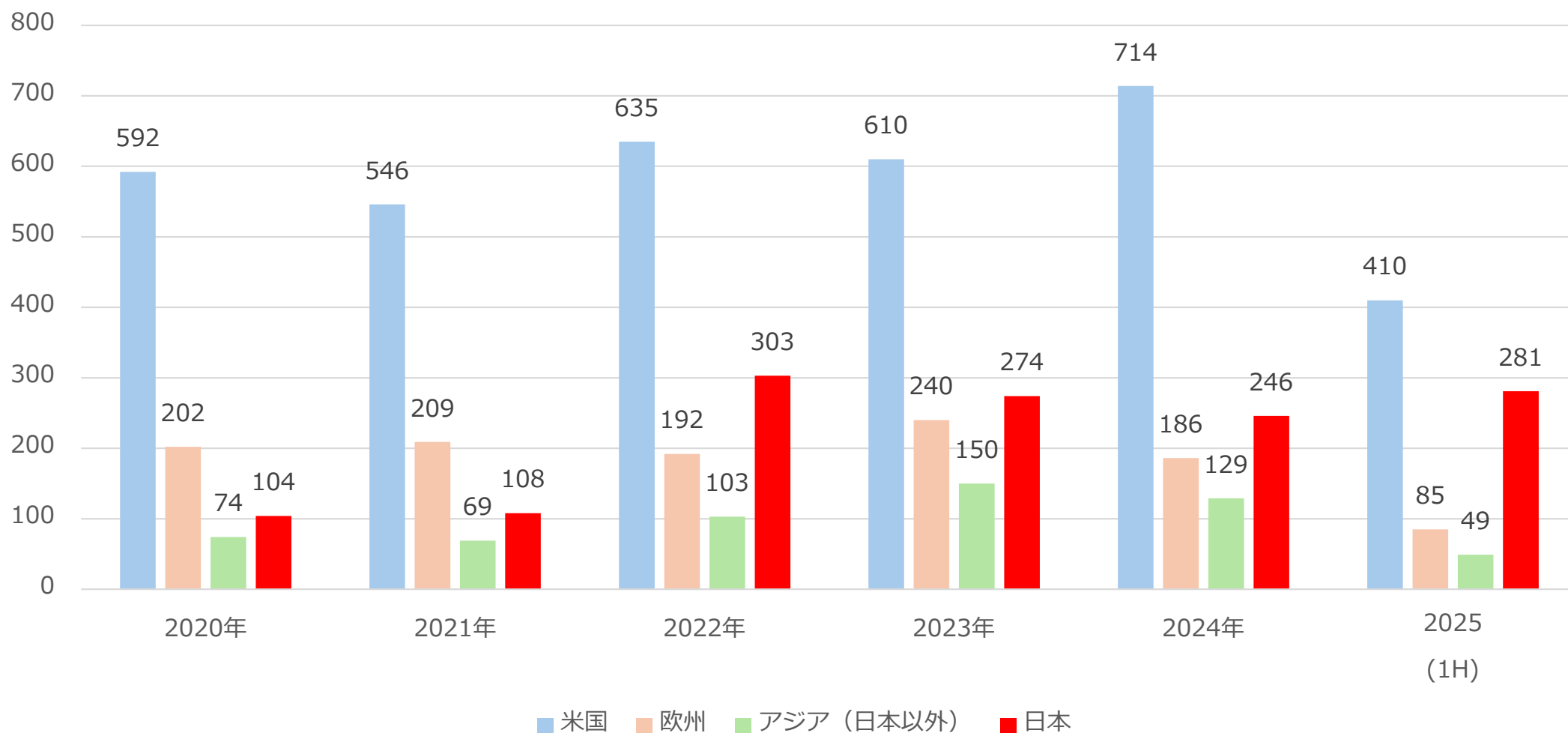
機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張の推移（企業数）



機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張は増加（件数）

- 日本企業が機関投資家・アクティビスト等から受ける提案・主張件数も増加している。
- 日本の2025年上半期の提案件数は、2020年から約3倍であり、2024年通期を超える水準に到達。

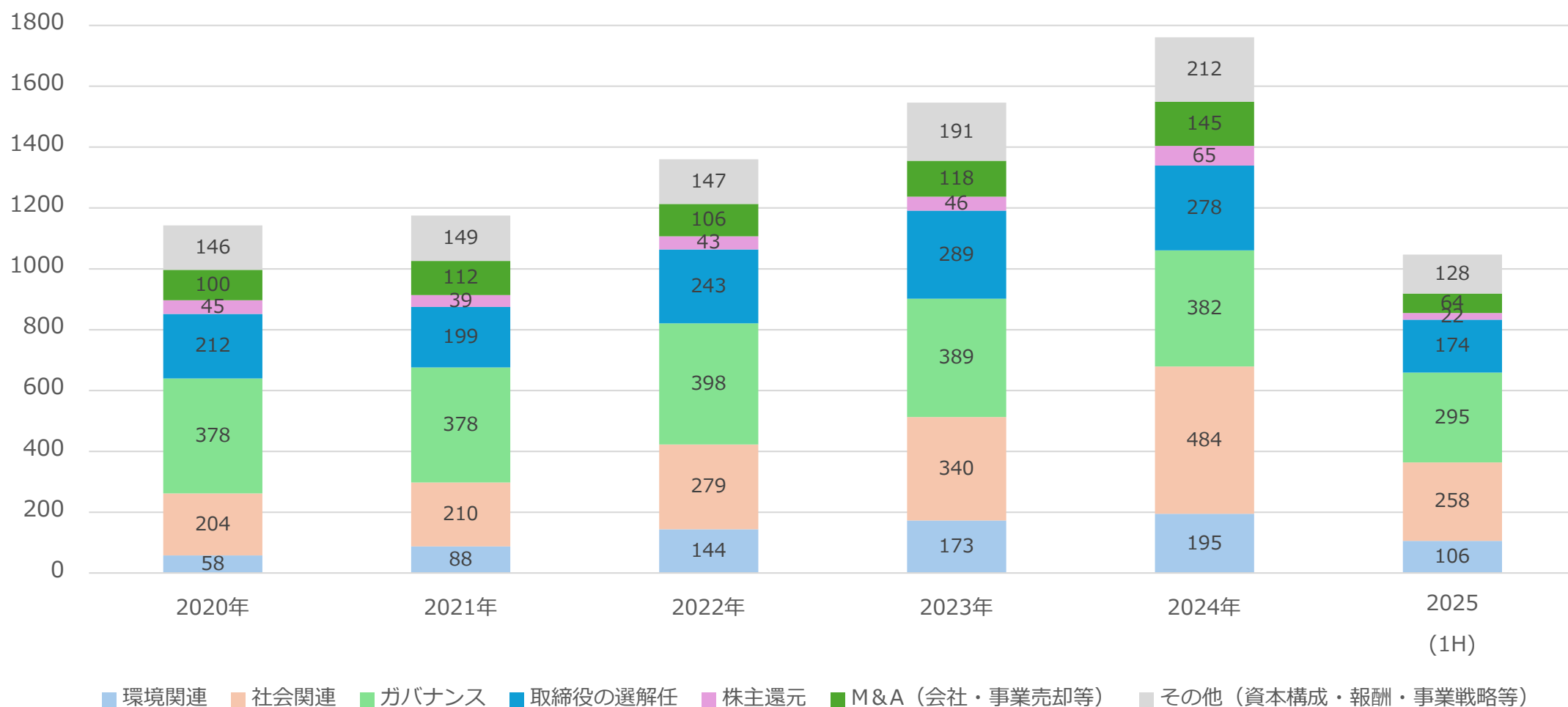
機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張の推移（提案件数）



機関投資家・アクティビスト等から提案内容（米国）

- 米国では2020年から2024年に向けて環境・社会関連の株主提案が増加。
- 2025年には全体として提案が減少する見通し。

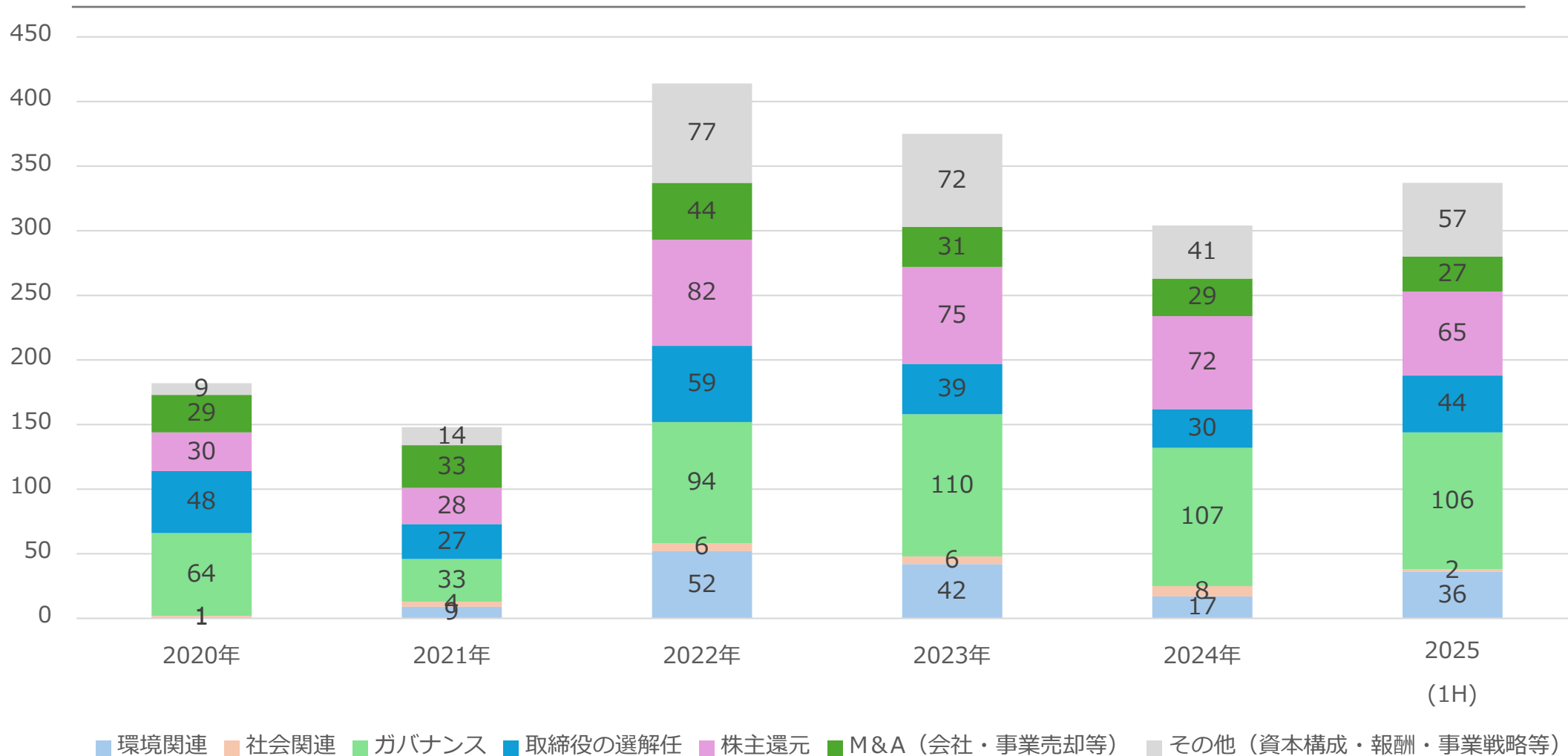
機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張内容の推移（米国）



機関投資家・アクティビスト等から提案内容（日本）

- 日本では2020年から2024年に向けて株主還元関連の株主提案が増加。
- 2025年には全体として提案が増加する見通し。

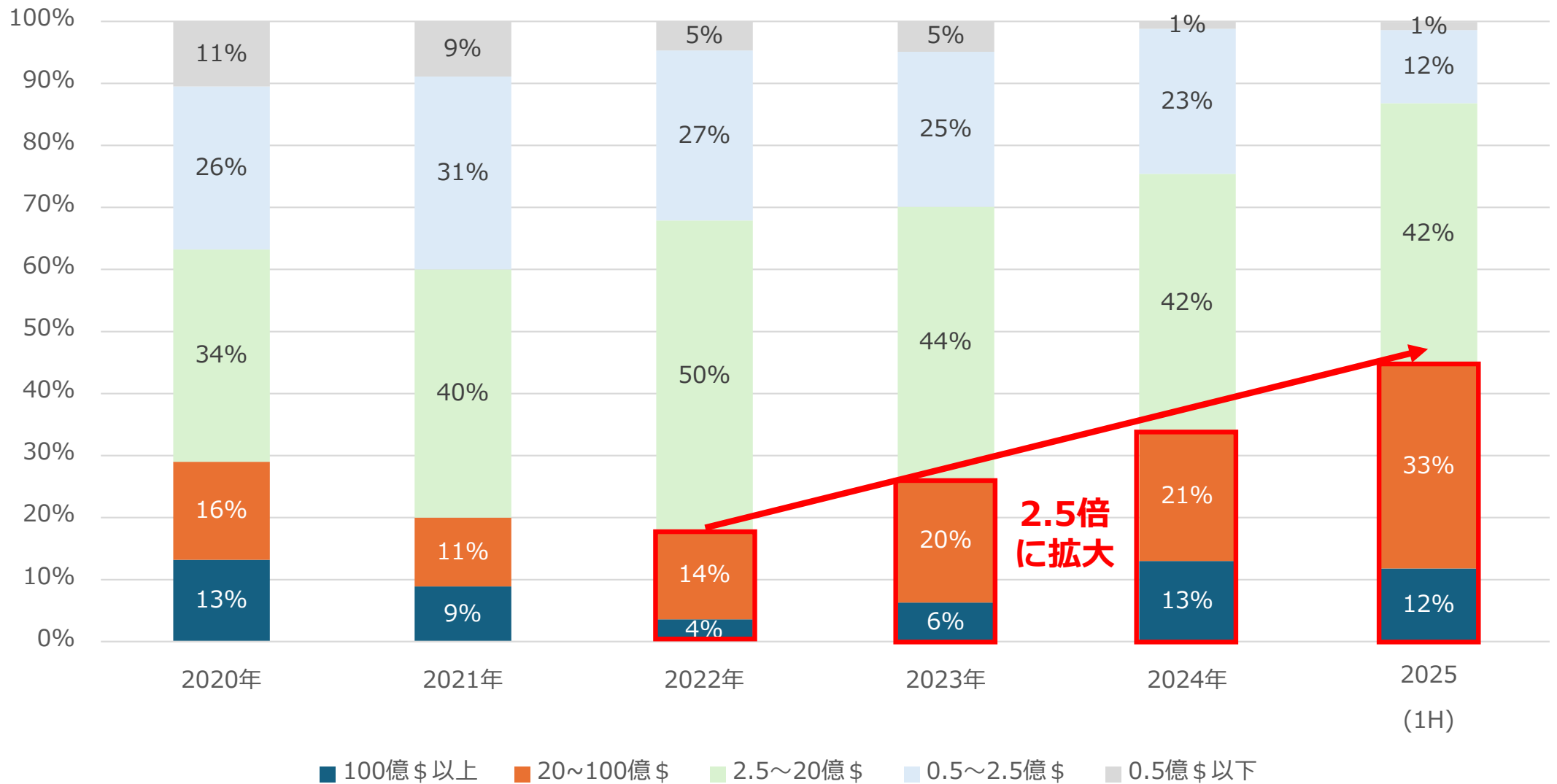
機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張内容の推移（日本）



規模別の提案動向（日本）

- 日本では、ここ数年の間に、中規模・大規模企業に対する株主提案が大幅に増加。

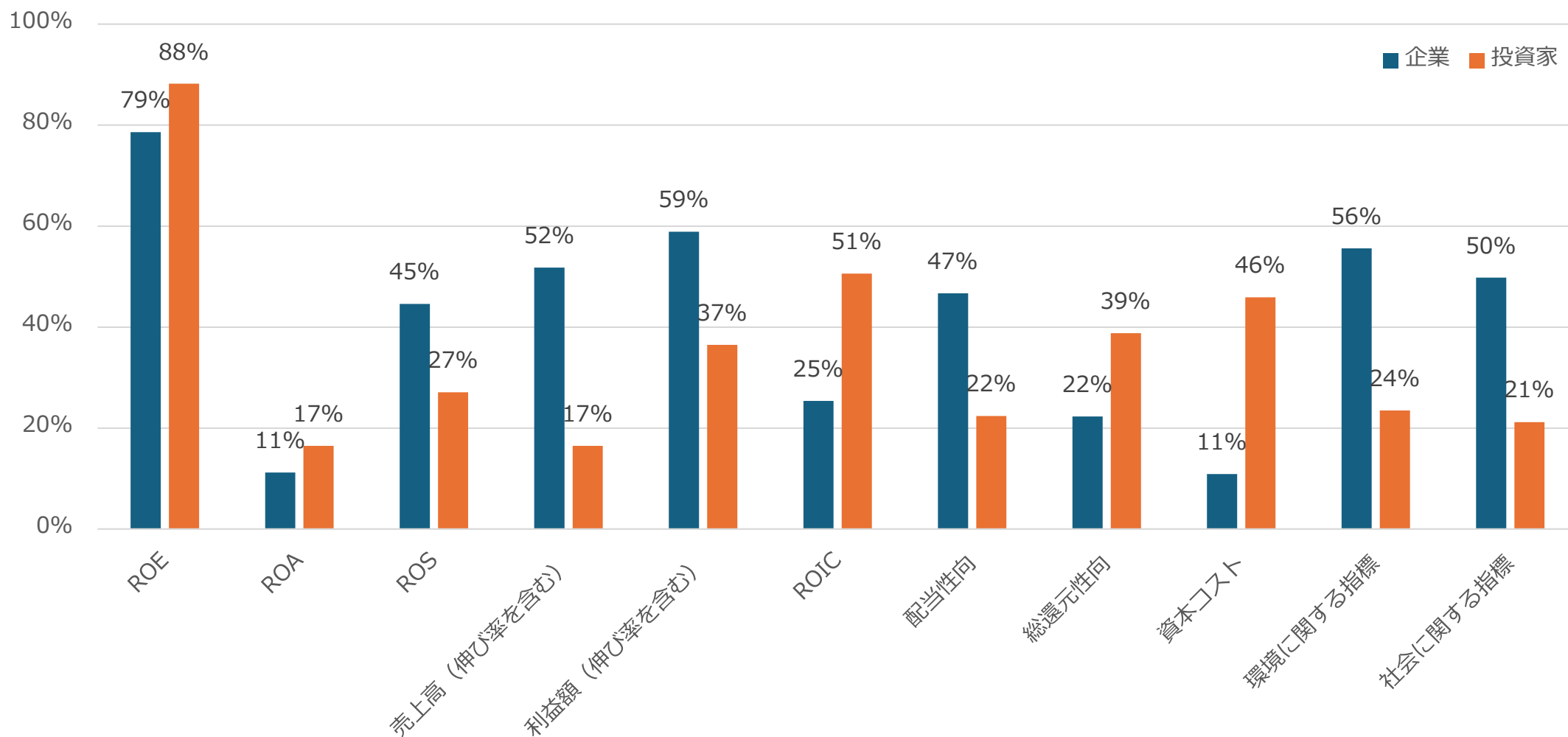
株主からの提案を受けた企業割合（時価総額ベース）



経営指標：「絶対値」を重視する企業と、「率」を重視する投資家

- ROEは広く浸透し、企業、投資家がともに重要視する指標として定着。
- 企業は、売上高や利益額、環境・社会に関する指標を重視するのに対し、投資家はそれほど重要視していない。
- 他方で、投資家はROICや資本コストなどの効率性を重視するのに対し、企業との間に認識差がある。

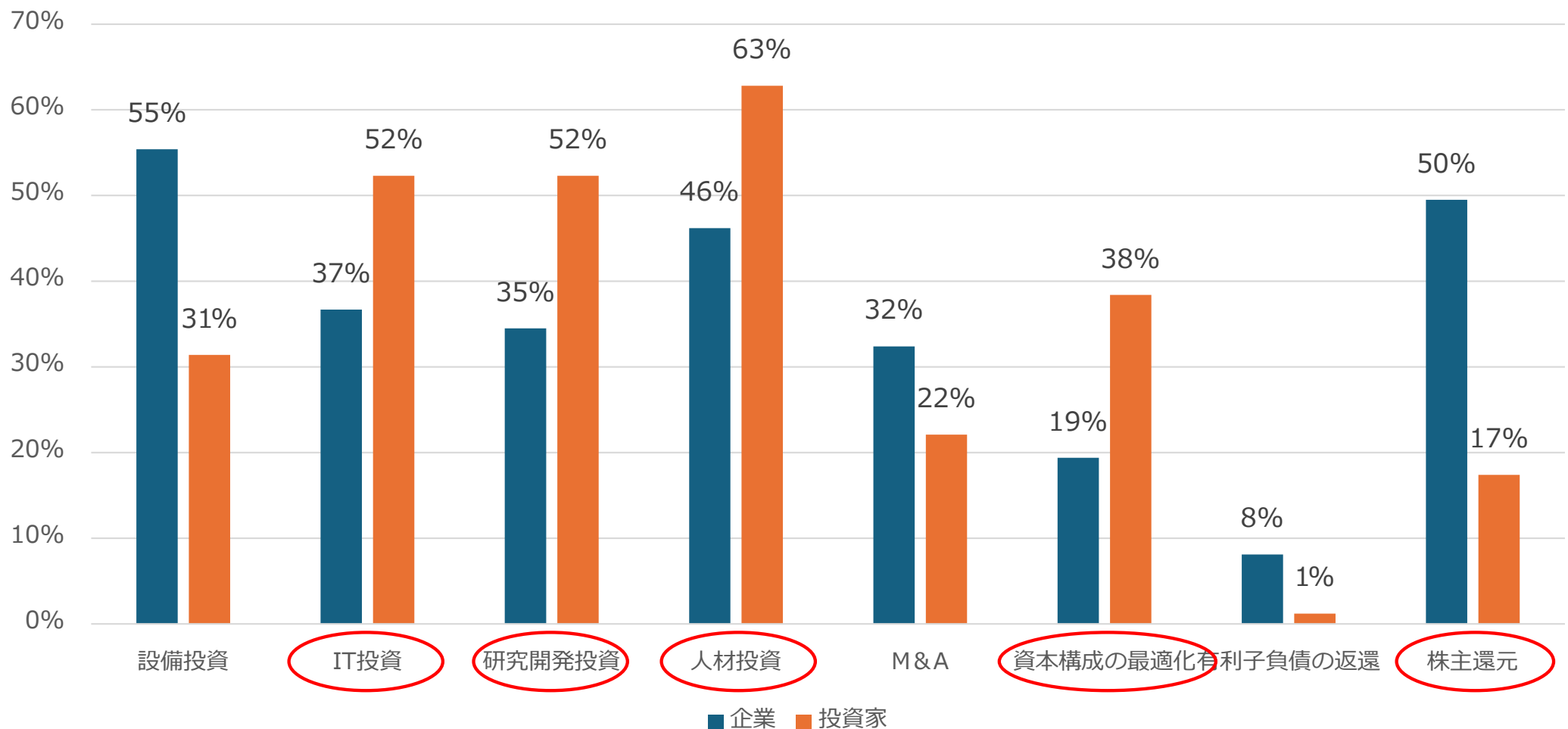
中期経営計画の指標（企業）と経営目標として重視する指標（投資家）（2024年度アンケート調査）



投資・財務戦略：投資家は株主還元よりも成長投資を重視

- 中長期的な投資・財務戦略として重視する項目について、投資家の方が企業より、「研究開発投資」、「人的投資」、「IT投資」、「資本構成の最適化」を重視している。
- これに対して、「株主還元」、「設備投資」については、企業の方が投資家よりも重視している。

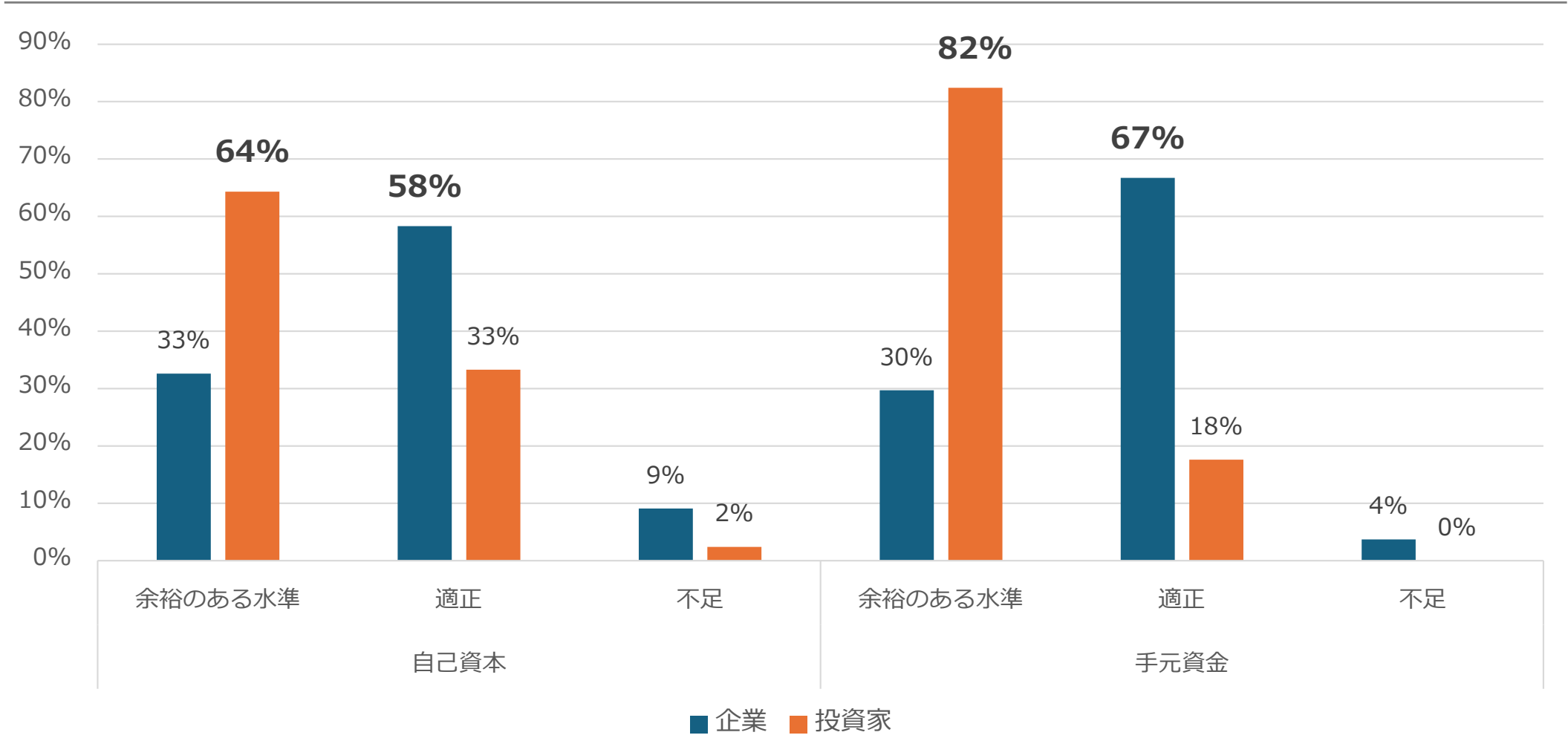
中長期的な投資・財務戦略の重要項目（2024年度アンケート調査）



資金水準：企業と投資家間には、自己資本・手元資金の水準に認識差あり

- 自己資本は、投資家の64%が「余裕がある水準」と考えているのに対し、企業は58%が「適正」と考えている。
- 手元資金は、投資家の82%が「余裕がある水準」と考えているのに対し、企業は67%が「適正」と考えている。
- 企業と投資家には、自己資本・手元資金の水準に大きな認識差がある。

自己資本・手元資金の水準（2024年度アンケート調査）

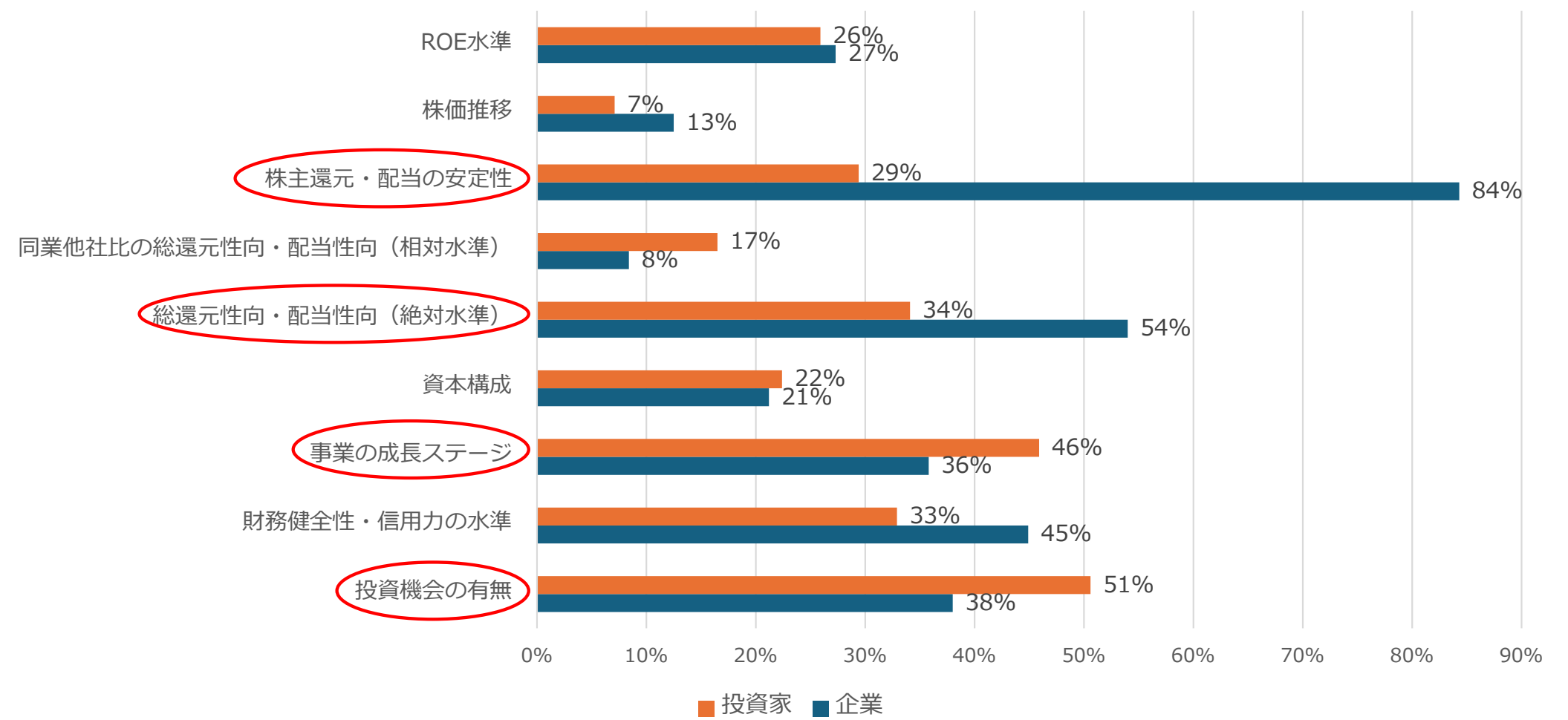


（出典）一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2024年度版）」を基に経産省作成。回答数は、自己資本は企業439社、投資家84社。手元資金は企業438社、投資家85社。

株主還元：投資家は事業の成長段階や投資機会に応じた株主還元を重視

- 株主還元の適切性の説明として、企業は「株主還元・配当の安定性」（84%）、「総還元性向・配当性向」（54%）を重視するのに対し、投資家は「投資機会の有無」（51%）、「事業の成長ステージ」（46%）を重視している。

株主還元の適切性の説明（2024年度アンケート調査）



目次

1. 経済環境の変化
2. 日本企業の状況
3. 成長投資の状況
4. 株主還元の状況
5. 資金調達の状況
6. 株主とのエンゲージメント
- 7. 本日の論点**

本日の論点（全体）

上場企業全体の状況・課題：

- ① **経営の効率性の向上：**CG改革が進む中、経営体制の強化、資本コストを意識した経営、企業と投資家との対話などが進展し、ROEも一定程度改善。他方で、ROSはいまだ米国の半分程度であり、稼ぐ力の向上をさらに高めることが必要。
- ② **デフレ下でのコストカット型経営：**過去30年続いたデフレ下において、日本企業は、コストカット型経営を軸とし、収益性の向上を図ってきたが、研究開発・設備投資・人的投資などの成長投資は低い伸びに留まってきた。
- ③ **レバレッジの低下：**バブル崩壊後、いわゆるメインバンク制が弱まる中、リーマンショック、東日本大震災、コロナ禍などに直面。現預金保有を重視する傾向もあり、日本企業のレバレッジは欧米と比較して相当程度低下。

GX・DX・経済安保など、多様な成長機会の可能性：

- ・ 足元では、①GXやDXなどの社会課題への対応、②地政学的状況の変化の中での経済安全保障の重要性の高まり、③インバウンド需要を含めた国内市場の変化など、企業を取り巻く事業環境が変化している。
- ・ 企業は、こうした変化を事業機会と捉え、政府支援の枠組みも活用し、大胆な投資拡大を進めることが重要。

論点

- ・ コストカット型経営から脱却し、より高い付加価値を創出し、日本企業の稼ぐ力を拡大するにはどうすべきか。
- ・ 企業の現預金の活用や、財務レバレッジの上昇を通じて、成長投資を拡大するにはどうすべきか。
- ・ 企業として、業種・ポジション、戦略の違いに応じて、中長期の企業価値向上のための戦略と、それに必要な投資アロケーションを具体化していくことが重要でないか。 等

成長投資の拡大に向けて①

設備投資

現状・課題：

- 諸外国と比較して、日本の資本ストック水準は極めて低い水準。日本企業の売上高に占める設備投資費の比率は横ばい（2016年の売上高比設備投資比率は5.4%、2023年は5.1%）。

論点：

- 日本企業がより設備投資を拡大するにはどうすればいいか。
- 設備投資の中でも、更新投資ではない、より付加価値の高い設備投資を拡大するにはどうすればいいか。 等

研究開発投資

現状・課題：

- 日本企業の売上高に占める研究開発費の比率は横ばいである（2016年の売上高比研究開発費比率は2.1%、2023年は2.2%）。

論点：

- 今後、中長期の成長を目指す企業は、重点分野を探索し、売上高に占める比率にかかわらず、大胆に研究開発投資を拡大することが重要ではないか。
- 研究開発投資の効率性を高めるにはどうすればいいか。 等

成長投資の拡大に向けて②

人的資本投資

現状・課題：

- 10年間で日本企業の賃金上昇は限定的（2013年の賃金は414万円、2023年は460万円）。売上高成長投資比率においても、人的投資は欧米企業と比較して相当程度低い水準。

論点：

- 人材関連経費を人的投資と捉え、その投資を長期・戦略的に行うことが重要ではないか。
- 人的投資の可視化をさらに進めるにはどうすべきか。
- 経営人材の拡充に資する取組を官民で検討することも重要ではないか。 等

M&A投資

現状・課題：

- M & Aの活用は進んできてはいるが、低収益部門の抱え込みやスタートアップの買収など新陳代謝が限定的と指摘もあり。

論点：

- 事業の新陳代謝を更に進めるにはどうすればいいか。
- ベストオーナーへの譲渡を通じた「事業価値」の向上を加速させるにはどのような取組が有効か。
- M & Aを通じた事業ポートフォリオの転換・充実を進めるにはどのような取組が有効か。 等

株主還元と資金調達

株主還元（配当・自社株買い）

現状・課題：

- 日本企業の上場企業の総還元性向は10年間で増加傾向。
- 上場企業の配当実施率は日本は欧米と比べて極端に高く（日本は約 9 割弱、米国は 4 割弱、欧州は 5 割弱）、各企業のポジションに関わらず配当を実施している状況。自社株買においても同様の傾向が見られる。

論点：

- 企業の株主還元は、企業の業績や成長段階に応じて適切に判断されるのが望ましいのではないか。
- 企業が中長期視点で成長投資を行い、企業価値を高めて株主還元するサイクルを強化すべきではないか。 等

資金調達の多様化

現状・課題：

- 過去10年間、日本企業の資金調達は80%以上が金融機関等からの借入で、株式発行や社債による調達額は限定的。日本の社債市場規模は、米国の約1/17と極めて小規模。

論点：

- 成長資金の確保のための調達手段を多様化し、国内での資金調達を推し進める観点から、国内社債市を活性化させるべきではないか（企業の財務戦略上の位置づけ、発行時のコスト低減、低格付け社債の購入促進、セカンダリー市場の育成等）
- 資本市場における国内の多様なプレイヤーを後押しすべきではないか。 等

株主との対話・エンゲージメント

企業と株主との対話

現状・課題：

- 近年、機関投資家やアクティビスト等から提案・主張を受ける日本企業が増加（企業数2倍、件数3倍）。
- 企業と株主との間では、ROEを重視する傾向は一致も、「絶対値」を重視する企業と、「率」を重視する株主との間の認識ギャップも少なくない。株主は、中長期的な投資・財務戦略において、株主還元より成長投資を重視するとのデータもある。

論点：

- 企業経営者と株主との間で中長期の企業価値を高めるための建設的な役割分担の在り方をどう考えるか。
- 株主還元について、配当などのインカムゲインだけでなく、成長投資を通じたキャピタルゲインを踏まえた内容をより重視するという意識改革が必要ではないか。
- 中長期的成長に資する企業行動を支援するような機関投資家の在り方をどう考えるか。
- 短期的な株主還元や、形式的・追従的な議決権行使についてどう考えるか。 等

政府の取組の方向性

論点：

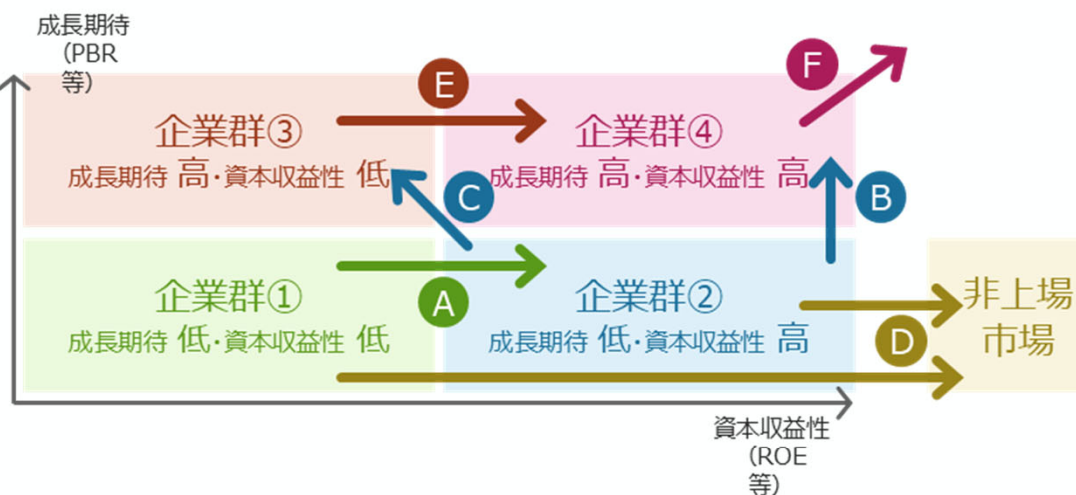
- 企業の成長投資を支援するために政府としてどのような取組が有効か。企業が成長投資を拡大するインセンティブとなる措置を大胆に講じることが重要になるのではないか。
- 基礎研究の強化、新技術を早期に調達する需要側支援など、日本全体のイノベーションシステムの強化について課題の整理と対応を進めるべきではないか。
- 政府は、家計から中長期の成長資金が国内に流れ循環する仕組みの検討を進めるべきではないか。 等

参考資料

中間とりまとめ：ポジション別の企業の打ち手と社会システムの課題

- 「企業の成長戦略を中心とする社会システム」の実現に向けた政策検討の方向性を整理するにあたり、資本収益性（ROE、ROIC等）と成長期待（PBR等）の2軸で上場企業全体を企業群①～④の4つの象限に分類した上で、企業が資本収益性や成長期待のより高いポジションへ移行しようとする際に優先順位が高いと思われる有効な企業の打ち手、その打ち手の実行の支障となる社会システムの課題を下図のとおり整理した。

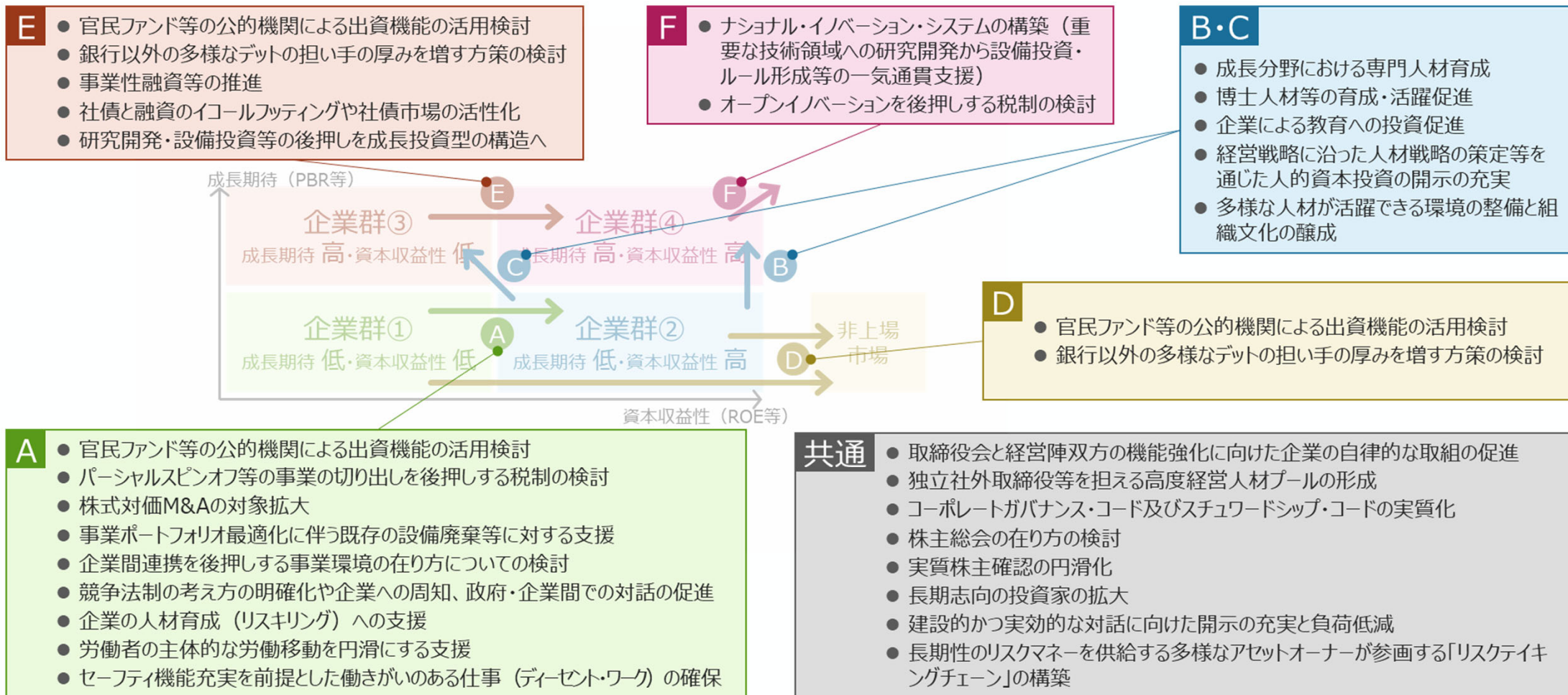
価値創造マップ（仮称）



	優先順位の高い企業の打ち手	社会システムの課題
A	● コア・コンピタンスを起点とした既存事業の収益力強化や事業・資産の組み替え等の構造改革 ● 海外展開	● 構造改革を支えるリスクマネーの調達 ● 事業再編手法の多様化 ● 企業間連携の迅速化 ● 労働者が安心して働き続けられる環境整備
B	● 成長事業の創出（M&A、海外展開含む）	● 高度・多様な人材の確保と活躍
C	● 幅広いステークホルダーに対するエンゲージメントの強化	● コーポレートガバナンスの実質化（実効的な監督機能・執行機能） ● 企業と投資家の価値協創（成長投資と株主還元の適切な優先順位、株主総会、議決権行使、開示等）
D	● 戦略的な非上場化	● 非上場化にかかる資金調達
E	● 投資家の期待を財務的な成果に結びつける成長投資の継続（設備、研究開発、人材、M&A等）※収益基盤づくりの成長投資を株主還元優先	● 大規模かつリスクの高い投資等の資金調達 ● 長期性のリスクマネーを供給するアセットオーナーの多様化
F	● 持続的な成長に向けた成長投資の加速（設備、研究開発、人材、M&A等）※過度な株主還元は成長のために効果的ではない可能性	● 大学・スタートアップと連携した研究開発

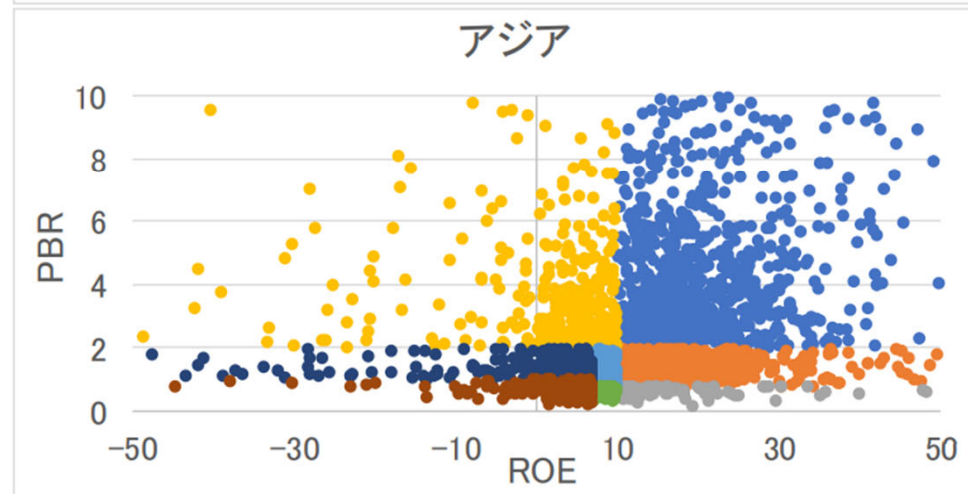
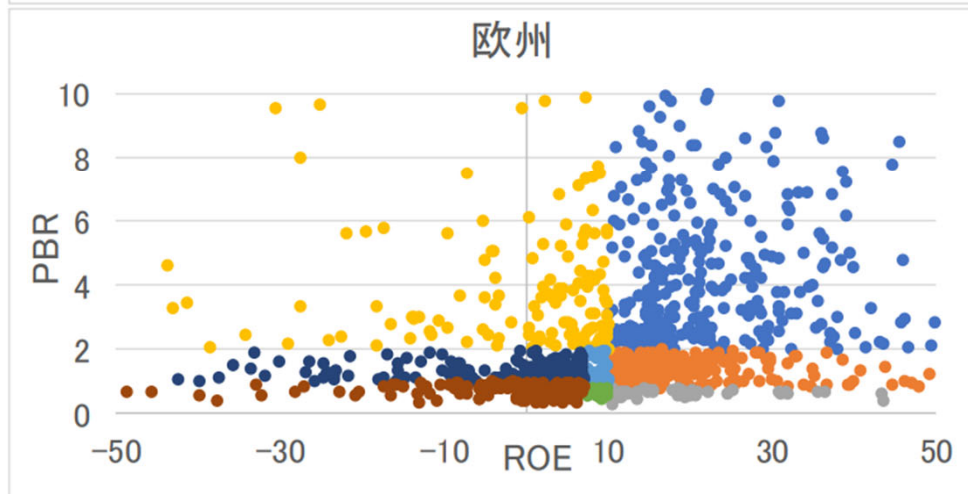
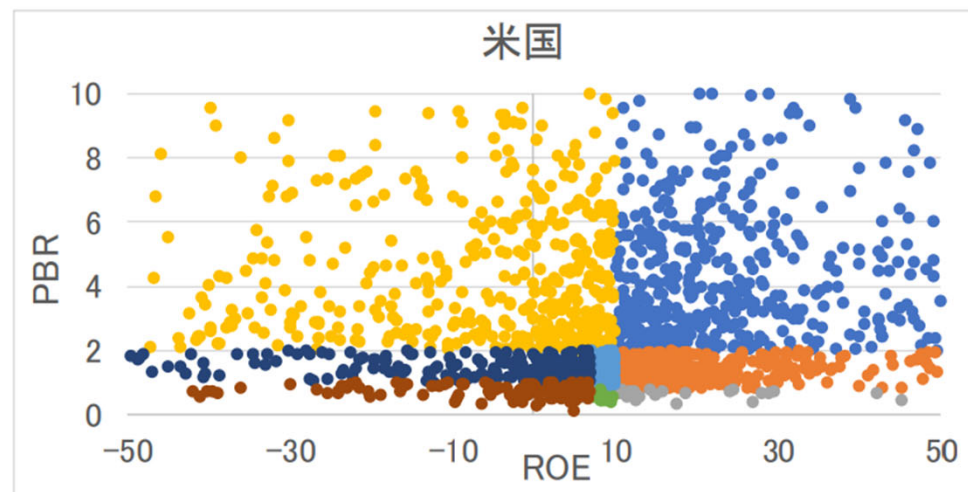
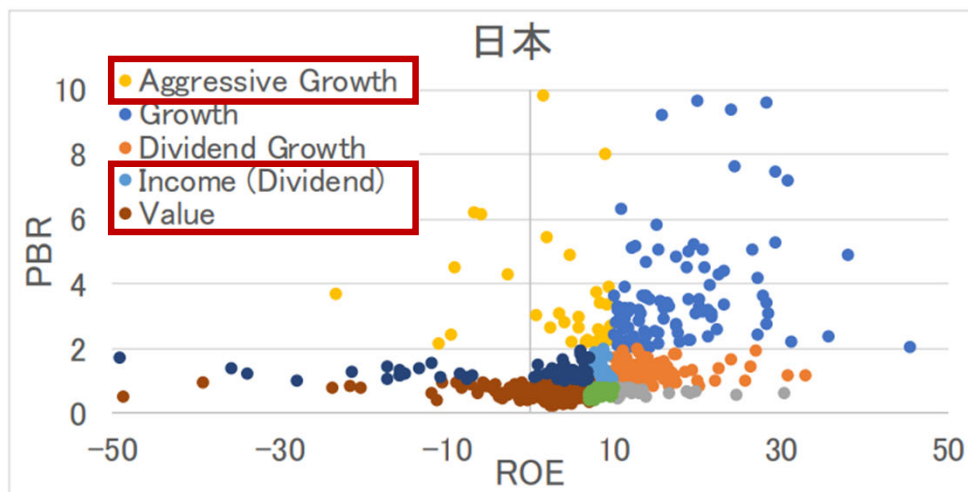
中間とりまとめ：政策検討の方向性

- 「打ち手の実行の支障となる社会システムの課題」を解決するための政策検討の方向性を下図のとおり整理した。
- 中間報告で整理した課題や政策検討の方向性を踏まえ、価値創造経営小委員会や関係審議会等において、引き続き必要な施策の検討を行っていく。



(参考) 日米欧亜 企業のPBR・ROE比較

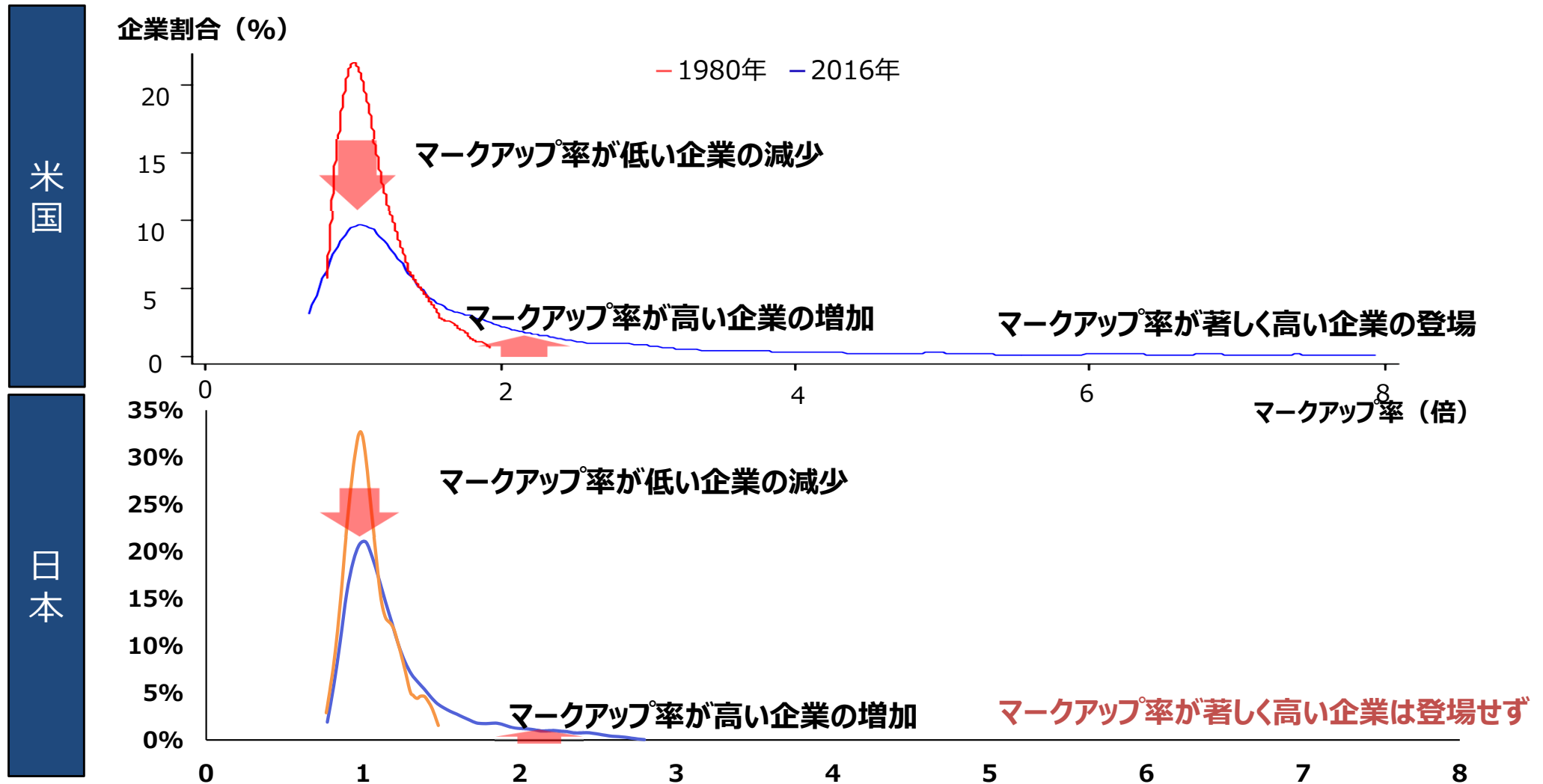
- 欧米亜と比較して日本企業は成長期待の低い企業群（Value/Income）が多い。加えて、これからの成長に期待を集める企業群（Aggressive Growth）が特に少ない傾向にある。



※Aggressive Growth : PBR 2 倍以上・ROE10%未満、Growth : PBR 2 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・ROE 7 %以上 10%未満、Value : PBR 1 倍未満・ROE 7 %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。）。
 （出所）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。Credit Suisse HOLT Lensデータより三瓶委員作成。2022年4月8日株価ベ

(参考) 日米企業のマークアップ率の推移

- 米国企業はマークアップ率が低い企業が大幅に減少する一方、マークアップ率が著しく高い企業が登場。他方、日本企業もマークアップ率が低い企業の減少は見られるものの、マークアップ率の高い企業が限定的。



(注釈) 「マークアップ率」とは、分母をコスト（限界費用）、分子を販売価格とする分数であり、製造コストの何倍の価格で販売できているかを見るもの。この値が1のとき、販売価格はちょうど費用を賄う分だけを捻出していることになる。

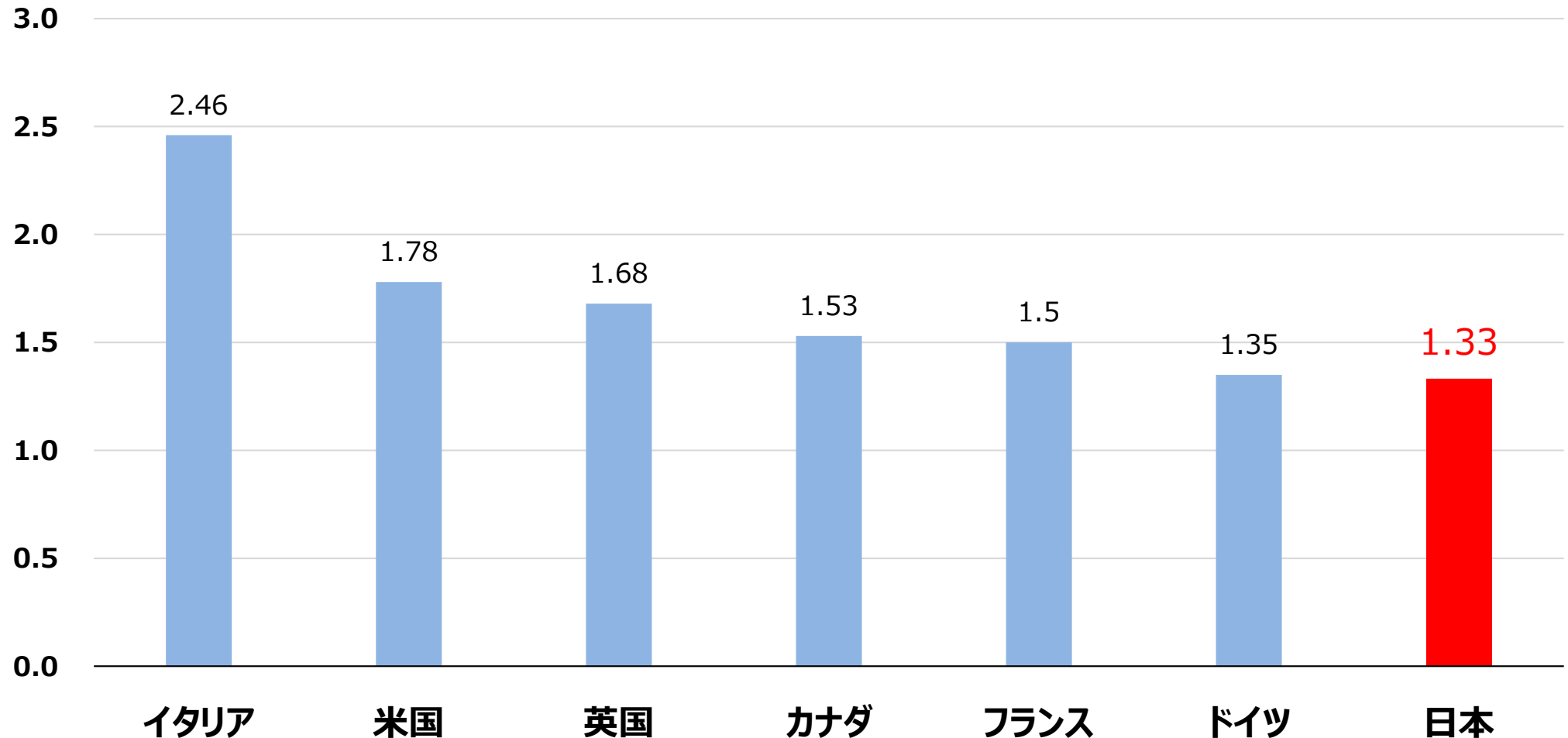
(出典) Diez Leigh, and Tambunlertchai (2018) “Global Market Power and its Macroeconomic Implications”を基に経産省作成。

(参考) マークアップ率の国際比較

- 日本のマークアップ率は、G7 諸国の中では最も低い。

国・地域別のマークアップ率 (2016年)

企業のマークアップ率 (倍)



大規模成長投資に向けた社債の活用事例

- 数千億円～数兆円規模の大規模な成長投資を行う企業の中には、銀行融資に加えて社債による資金調達を行う企業も存在する。
- 一部の企業からは、国内社債市場が未発達であるために、国内で十分な額の資金を調達することが困難との声も聞かれる。



日本製鉄株式会社

- 2024年に総額1,675億円の社債を発行（35年債、37年債、40年債・ハイブリッド債）。
- 主に、U.S.Steelの買収資金14,126百万ドル（約2兆円）への充当を予定。
- 格付けは当時でA-。



KDDI株式会社

- 2024年に総額2,100億円の社債を発行（2年債、5年債、7年債、10年債）。
- 主に、ローソンの買収資金約5,000億円に係る借入金返済と高速通信規格5Gの設備投資に充当。
- 格付けは当時でAA。



積水ハウス株式会社

- 2024年に総額2,000億円の社債を発行（35年債、40年債・ハイブリッド債）。
- 主に、M.D.C. Holdings, Inc.の買収資金約49,00百万ドル（当時で約7,500億円）に係る借入金の返済に充てる予定。
- 格付けは当時でA。

（出所）各社公表資料を参照