

# 第 7 回価値創造経営小委員会 事務局資料

令和 7 年 12 月 8 日

経済産業政策局

# 目次

## 1. 前回までのご意見

## 2. 成長志向型コーポレートガバナンスの実現 に向けて整理すべき項目

## 3. 本日の論点

# 前回までのご意見

## 論点1 成長志向型のコーポレートガバナンス – あるべき姿とシフトするための手立て

### デフレ下のコストカット型経営からインフレ下の企業行動への変化

- 産業構造、取引慣行、多層な下請構造、価格転嫁を阻害するデフレマインド、円高への対応（雇用の維持のための成長投資抑制、売値の引き下げ）が、コストカット型経営の原因。
- 日本企業には、自社の価値を自覚し、価格交渉や取引設計で価値を過小評価しない姿勢が求められる。
- 価格付けでは、（１）バリュー、（２）コスト、（３）ヒストリカル（過去の値付け）、（４）マーケットにおけるポジション、（５）価格のポートフォリオの５要素を総合的に検討する必要がある。
- 適正な粗利を確保して投資することが顧客のメリットにつながるような好循環のバリューチェーンをつくる値付けが重要。
- 金利環境の変化に対応した経営改革に加えて、値上げに対する消費者の理解促進が必要。
- 日本企業は、付加価値事業・成長事業を明確化し、価格設定を強化すべき。

### 成長投資を通じた企業価値の向上

#### 成長投資全般

- 資金を効率的・持続的に循環させ、成長投資を促すシンプルで自律的（セルフサステイニング）な仕組みづくりが重要。
- リスク管理能力が不足。個別のリスクの評価に加え、事業全体のポートフォリオ視点でリスクを分散・マネージする能力が必要。
- 原点に立ち返り、人材・設備投資で競争力を高める長期的な企業価値向上を再度考えるべき。
- 資本コストを上回る事業のみが価値創造につながるという企業価値理論をベースとし、情報・通信・ヘルスケアなどの新しい産業への投資促進が必要。加えて高度化のため、AI・DXなどのIT投資や人的資本・知財などの無形資産投資が重要。
- 価格のポートフォリオの観点から、過度な「選択と集中」には利益を失うリスクもあるため注意が必要。
- 日本企業は、企業のポジションに応じた成長投資のメリハリがないことが課題。

# 前回までのご意見

## 論点1 成長志向型のコーポレートガバナンス – あるべき姿とシフトするための手立て

### 成長投資を通じた企業価値の向上（続き）

#### 設備投資

- インフラ企業の更新投資の重要性を投資家に理解してもらい、**更新投資・成長投資・株主還元のバランス**をとることが必要。
- **過当競争の成熟産業**における更新投資は**健全でない**場合もある。

#### 研究開発投資

- 研究開発投資を**優先予算**に位置づけ、KPIとして**効率性指標**（例：研究開発費控除前営業利益率）と**成果指標**（例：研究開発進捗）を組み合わせることが効果的。
- 日本企業は研究開発費に占める**人件費が少ない**。マネジメントと専門職のキャリアパスを分け、**専門職の報酬を改善**し、博士等の高度人材が専門性を維持しやすくすることが重要。
- 半導体・IT分野の研究開発が米欧に劣るが、米国では高粗利率のファブレス企業が多いという**ビジネスモデルの差**や、日本のIT業界には米国の巨大テック企業のように**海外で稼げる企業が少ない**ことが影響している。

#### M&A

- 成熟企業は**ノンコア事業を譲渡**し、**成長領域でスタートアップへの出資や買収を進める**ことで事業ポートフォリオを最適化できる。

#### 資金調達

- 社債市場の活性化のために、**格付の低さをネガティブに捉える風潮を改める**ことが重要。
- 日本企業のPBR低迷は、社債市場の未発達による**レバレッジ不足**が一因。

# 前回までのご意見

## 論点1 成長志向型のコーポレートガバナンス – あるべき姿とシフトするための手立て

### 人的投資・無形資産投資

- 粗利を原資として**人的投資**などの無形資産投資を促す仕組み、その**投資対効果の測定方法**を検討することが重要。
- **株式報酬制度**の導入で従業員と株主の利害を一致させ、挑戦を後押しすることが重要。
- **ジョブ型雇用**や**スキル評価を反映した報酬体系**への転換が重要。
- 人的投資などの成長投資が**利益や組織変革につながらない**ことが課題。
- 顧客価値を起点に必要な人材を確保することや、企業の成長に**必要なスキルを定義**し確保する仕組みが不可欠。
- 技術や知財を評価するスキルは企業側だけでなく**投資家側**でも課題。

### 成長志向型のガバナンス体制

- リスクテイク型のコーポレートガバナンスのためには、**株式報酬**などのアクセルと**CEOの解任基準・クローバック条項**などのブレーキの整備が重要。
- **指名・報酬・監査委員会**を備えた制度が有効で、**執行側への権限委譲**（タテの分業）と、**適切なリスクプロファイル**を明確化する**指名、人材を募る報酬、暴走を防ぐ監査**（ヨコの分業）が重要。
- EPS重視で自社株買いや研究開発費・教育費の削減を進めたが、顧客の期待に応えるための十分な投資ができないことから、KPIを**成長率と利益率**に切り替え。結果、従業員のモチベーションや社内の雰囲気改善。
- 役員報酬を短期業績連動から**長期業績連動へ転換**すべき。
- **経営者の裁量の確保**が重要。自由に大きく考えるという自由度がないと大きな提案はできない。
- 日本では**経営層が暴走していないのにブレーキ**をかけてしまい、成長志向型になっていないことが課題。**戦略を指南したりアクセルを踏んだりできる取締役の人材プール**の確保も必要。

# 前回までのご意見

## 論点1 成長志向型のコーポレートガバナンス – あるべき姿とシフトするための手立て

### 株主還元

- 株主還元偏重から脱却し、成長投資重視へ政策転換を促すことが重要。**メリハリある成長投資と株主還元**を行い、**株価・配当が経営目標化しない**仕組みを整えるべき。また**マルチステークホルダー**への分配も考慮することが必要。
- コーポレートガバナンス・コードや役員報酬指標が**純利益やROEなど短期収益に偏っている**。TSRを短期・長期指標に分解し、**長期指標重視**のメッセージを発信することが重要。

### 株主等との対話

- 企業の本質的なミッションは価値創造であり、まず**事業家がビジョンを示し、賛同する投資家を集める**ことが重要。
- **自社の「勝ち筋」**を明確化し、**戦略と投資方針**を積極的に発信することが重要。
- **現実的で具体的なビジョン提示**から始まり、実現への道筋を示すことが重要。また、**進捗を定期的に発信**して信頼関係を構築すれば、企業がより大きなリスクをとることができるという好循環が生まれる。
- R&Dや販管費を含む**収益計画を明確**に示し、投資家との対話で**自信を持って説明**するべき。
- コーポレートガバナンス・コードの導入で株主との対話は進展したが、**パーパス・価値創造などの長期戦略の理解・可視化**は不十分。
- 従来の売上・利益中心の経営から**成長投資・そのためのキャッシュアロケーション**に切り替え、長期視点の対話を行うことが重要。
- ビジネスモデル・企業ポジションに応じた**独自KPI**も重要。
- 危機対応や新市場進出といった有事のエンゲージメントには、**多様な経験を積み変化に対応できる人材**の育成が必要。
- 株主の意識改革が重要で、**企業の成長を支援する姿勢**が求められる。

# 前回までのご意見

## 論点1 成長志向型のコーポレートガバナンス – あるべき姿とシフトするための手立て

### 株主等との対話（続き）

- スチュワードシップ活動において、**長期目線の成長戦略**こそが企業と投資家との**対話の中心**である。
- 社外取締役の増加によって形式基準より実質的評価が重要に。**独立社外取締役型ガバナンス**を強化し、企業・株主間で課題共有と建設的対話を促進すべき。

### 企業ポジション分布・ポジションごとの課題

- PPMでいう「**問題児**」領域の**新規事業**が成長の鍵。リスク回避傾向が強く新規事業が生まれない企業では、**抜本的な組織改革**が必要。その間は**M&Aで投資先を確保**する必要がある。
- 日本企業は自社のポジションを十分認識できておらず、**横並び意識が強い**。国際比較を含む**データ分析による可視化**が必要。
- 日本企業のPBRの低さは業種ではなく経営の問題。企業群①の**古い企業が自己革新できず**、企業群③の**若い企業が少ない**ことが課題。
- 短期志向や純利益重視は、資本コスト改善という「宿題」をやってこなかった歴史に起因するが、**企業群③まで一律に扱われるのは問題**。



# 前回までのご意見

## 論点2 成長志向型のコーポレートガバナンス – 効果の最大化に向けた重要な政策課題と方策

### 成長投資を通じた企業価値の向上

#### 成長投資全般

- 個別施策ごとの減税ではなく、成長に向けて**複数の施策に整合的に取り組む企業**に対する税制優遇も検討すべき。
- 企業の持続的な成長には**中長期目線での設備投資と研究開発投資**が不可欠。**優遇税制の導入**は投資促進策として有効。
- 収益性が低く業績が良くない企業でも、**政府の支援**や**株主防御権**がある場合や、**社会的期待の高い分野**（半導体・環境・医療など）では長期成長投資が可能な事例（例：STマイクロ・パランティア）がある。
- インフラなどの利益を生みにくい分野では**官民連携**や**業界横断の協力**が不可欠で、日本の競争力強化に向けた政府の支援が必要。
- 成長投資促進には、**重点分野への投資策、企業間連携・統合、成長ビジョンの具体化**が重要。**官民の投資拡大**や**規制緩和**で産業構造を変革すべき。

#### 研究開発投資

- 研究開発投資促進のため、**研究開発費の資産計上**が有効。企業は**初期負担を分散**でき、投資家に**投資内容が可視化**される。

#### M&A

- 再投資先を確保しつつ株主還元偏重を防ぐため、**事業譲渡と事業買収をセット**で行う場合に課税免除する仕組みを導入すべき。
- 大企業によるスタートアップへの直接出資を促進するため、投資期間制限のある投資家から事業会社への株式譲渡を促すような環境整備が求められる。
- 企業群③は玉石混交で金融投資家には判断が難しいため、**業界を理解する事業投資家による買収**が活発になるよう、税制や買収指針を整備し**経営権市場（M&A市場）を強化**することが重要。



# 前回までのご意見

## 論点2 成長志向型のコーポレートガバナンス – 効果の最大化に向けた重要な政策課題と方策

### 資金調達

- 日本の**社債市場の活性化**、**個人投資家参入**やNISAでの**債券指数対象化**を含む多様化が重要。
- 個人投資家の市場参加を促すには、リスクテイクを評価する文化やNISAを活用した**金融教育の推進**も必要。
- 社債市場の活性化に向け、多様な資金調達手段による財務効率化等の戦略の見直しや発行時のコスト低減といった**発行体側のインセンティブ**に加え、**投資家側の需要に厚み**を持たせる施策が必要。
- 企業群③への投資は難易度が高く、**大学基金**や**ファミリーオフィス**などの**長期性資金源**の充実が必要。
- 制度金融など**官民での適切なリスク分担**も望まれる。
- **ハイイールド債**へのリスクテイク主体の参入を促すために、**機関投資家がBBB格未満の社債を買える制度**の整備や**保証のカバー率でプライシングに差をつける**といった工夫が必要。

### 人的投資・無形資産投資

- 人的投資、知的・無形資産投資により利益につながる事が重要。無形資産の**可視化・測定方法を整備**すべき。

### 株主等との対話

- 企業が自社の考え方を市場や世の中に対してしっかりと主張していくべき、と**政府から発信**することが重要。
- 企業が説明責任を果たし株主との対話を深めるために、政府は**エンゲージメントの在り方や還元と投資のバランスを示すガイドライン**を発信し、**グロース志向の投資家**を呼び込む環境整備を進めるべき。
- **コーポレートガバナンス・コードの改訂**は、短期志向の還元偏重を助長しないように、**中長期的経営を促す**方向で進めるべき。**現預金活用は企業裁量を尊重**し、過度な規制を避ける必要がある。
- 成長阻害を防ぐためにも、**株主提案権の下限（300株）**の見直しや**実質株主の把握**など環境整備が必要。

# 前回までのご意見

## 論点2 成長志向型のコーポレートガバナンス – 効果の最大化に向けた重要な政策課題と方策

### 企業ポジション分布・ポジションごとの課題

- 成長の鍵となる「**問題児**」領域の事業が足りないのは国レベルでも同様に、深刻な機能不全に陥ってしまっている可能性がある。
- 横並び志向にならないようなメッセージが必要で、企業だけでなく**資本市場に対しても**分かりやすく発信すべき。
- ポジションの移動に応じて変化するKPIに対応するために、人的資本コンソーシアムのような**ベストプラクティス共有の場**を通じて学習とコミュニケーションを促す必要がある。

# 目次

1. 前回までのご意見

**2. 成長志向型コーポレートガバナンスの実現  
に向けて整理すべき項目**

3. 本日の論点

# 成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けて整理すべき項目

## 趣旨

中長期的な成長に資する“成長志向型コーポレートガバナンス”の実現

現状を踏まえた変革の方向性の提示

## I. 現状・課題認識

✓ 過去10年間のコーポレートガバナンス改革の振り返りと**現状・課題認識**

- デフレ下のコストカット型経営からインフレ下の経営への転換
- GX・DX・経済安保など多様な成長機会の可能性
- 日本企業の株価やROEなどの業績は改善。
- 一方で、企業の「稼ぐ力」（ROS）は、欧米と比べて依然として低い。
- 欧米と比べて成長投資は伸び悩む中、足元では、株主還元が増加。
- CGコードの高いコンプライ率を象徴するように、形式を重視したCGが一部で浸透。
- 短期的・形式的なエンゲージメントも一部で存在。
- 成長投資を支える資金調達手段は限定的であり、社債市場の活性化は進まず。

## II. 目的

✓ 成長志向型コーポレートガバナンスを通じて**達成すべき事項**

効率性に加え  
**中長期的な成長重視  
へと転換**

成長投資の  
**量的・質的拡大**

成長投資と株主還元の  
**適正バランスの実現**

実現のための手段

## III. 企業の取組

✓ 成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けて**企業が取り組むべき事項**

- **経営指標**
  - 中長期TSR + 企業ポジション・業況に応じた経営指標の採用
- **役員報酬体系**
  - 中長期TSRなどを基準とする長期業績連動報酬中心の体系
- **成長投資**
  - 設備投資、研究開発投資、人的投資・無形資産投資、M&A
  - 資本コストを上回り高付加価値化に資する投資の推進
  - 企業のポジションに応じたメリハリのある成長投資
- **長期視点での開示・対話**
  - 具体的な戦略と中長期的なキャッシュフローの開示、それらに基づく対話
- 業況・成長段階に応じた**成長投資と株主還元のバランス**
- 成長投資に向けた**多様な資金調達**

## IV. 政策

✓ 企業の取組を支援し、効果を最大化するための重要な**政策課題・方策**

**コーポレート  
ガバナンスに  
関する規程類**

- CGコード
- SSコード
- 会社法
- 競争法制
- 企業買収行動指針

**事業環境の  
整備**

- 投資促進施策
- 事業再編促進施策
- 研究開発力向上
- 規制改革
- 社債市場の活性化

# 目次

1. 前回までのご意見

2. 成長志向型コーポレートガバナンスの実現  
に向けて整理すべき項目

**3. 本日の論点**

# 本日の論点

## 論点 1 :

- 「成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けて整理すべき項目」として提示している**全体像**は**これまでの議論を反映**できているか。
- 「**I. 現状・課題認識**」、「**II. 目的**」、「**III. 企業の取組**」、「**IV. 政策**」の4つについて、特に**強調すべき点**や**付け加えるべき点**はあるか。
  - ① 「**I. 現状・課題認識**」について、過去10年間のコーポレートガバナンス改革の振り返りに関する認識に**追加・修正すべき点**はあるか。
  - ② 「**II. 目的**」について、大きな3つの目的を掲げているが、**これまでの議論が十分に反映**されたメッセージとなっているか。
  - ③ 「**III. 企業の取組**」に**追加すべき要素**は何か。特に、成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けた企業の取組について、
    - **具体的な方法や指標（例：TSR）**としてどのようなものが望ましいか。
    - 参考とすべき**ベストプラクティス**はあるか。

# 本日の論点

## 論点 1（続き）：

- ④ 「**IV. 政策**」について、企業の実組を支援し、効果を最大化するための重要な政策課題・方策として**更に検討すべき内容**はあるか。
- 現在検討が進められている**法律やコード**などで、中長期的な企業価値向上の観点から**改善すべき点**はあるか。
  - 成長志向型のコーポレートガバナンスを実現する上で、**優先的に取り組むべき項目**は何か。また、政府が取り組むべき施策が網羅されているか。

## 論点 2：

本小委員会におけるこれまでの議論を踏まえて、本小委員会またはその他の研究会・審議会等を通じて、**今後更に検討していくべき課題**はあるか。