

成長投資ガイドンス

エグゼクティブ・サマリー（案）

令和〇年〇月〇日

エグゼクティブ・サマリーについて

このエグゼクティブ・サマリーは、経済産業省「成長投資ガイダンス」（2026年X月X日策定）（以下「本ガイダンス」という）の主な内容・メッセージを、手短に把握いただけるよう要約したものです。※実際の検討・運用にあたっては、本ガイダンス本体を御参照ください。

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す。特に、今般のCGコード改訂においては、原則4-1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、成長投資を含む将来の経営資源の配分がガバナンスの重要課題として位置付けられました。

【原則4-1. 取締役会の役割・責務Ⅰ：企業戦略等の大きな方向付け】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、それに向けた成長の道筋を構築するなど、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきである。

また、取締役会は、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等）や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきである。

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ます。

エグゼクティブ・サマリーでは、各項目において、本ガイダンスの対応する箇所を記載していますので、このエグゼクティブ・サマリーを足がかりに、本ガイダンス本体についても併せて御参照いただければ幸いです。

本ガイダンス等の URL

①本ガイダンス

URL：

②参考資料集

URL：

お問い合わせ先

経済産業省 経済産業政策局 産業創造課

TEL：03-3501-1560 FAX：03-3501-0229

1 問題意識・対象

■ 問題意識

2010年代以降、「伊藤レポート」(2014年)における問題提起等を一つの契機として、資本コストを踏まえた経営や投資家との建設的対話の重要性が投資家と企業経営者に共有され、「コーポレートガバナンス・コード」(2015年適用開始)をはじめとするコーポレートガバナンス改革が進展してきた。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、業績・株価の改善や株主還元の拡大にもつながっている。

しかしながら、足下では、業績・株価の上昇や資本効率の改善、株主還元の拡大が進む中、そうした成果が成長投資の拡大や持続的な賃金上昇に必ずしも十分結び付いていないという「新たなパラドックス」に直面している。

こうした背景には、主に次の三つの構造的要因があると考えられる。

- ① 日本企業全体として資本効率の改善は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る事業が依然として少ないこと
- ② 資本効率の短期的な改善手段や、一部投資家による形式的な議決権行使も相まって、成長投資や資本の再配分・拡大が十分に行われていないこと
- ③ 企業と投資家の間で、企業の成長ステージや業績を踏まえ、成長投資と株主還元の適切なバランスを検討するとの共通理解が十分に形成されていないこと

このような構造的課題を解消するために、いま改めて重要なのは、短期的に資本効率や株主還元の水準を高めること自体ではなく、企業が生み出す経済的付加価値の総量の中長期的に持続して拡大していくことである。そこで、本ガイダンスでは、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)に着目している。

価値創造(EP)は、成長投資や幅広いステークホルダーへの再配分が可能なものであり、その創出・拡大を通じて原資を安定的かつ面的に増やしていくことが、成長投資と賃上げの持続的実現に向けた基盤となる。

また、価値創造(EP)を共通言語とすることで、短期的な指標改善に偏することなく、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取組を捉え、企業と投資家が建設的な対話を行うことが可能となる。

本ガイダンスが目指す「成長志向型コーポレートガバナンス」とは、資本効率(ROIC-WACC スプレッド)の改善と、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域への経営資源の再配分や成長投資の拡大を、対立概念としてではなく、価値創造(EP)の拡大を

通じて両立させていくという考え方に立脚するものである。

1.2

■ 本ガイダンスの対象

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の拡大を目指す上場企業及び機関投資家等の投資家を想定している。具体的には、後述する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・投資家がそれぞれの役割の下で、価値創造ストーリーと将来のキャピタルアロケーションの整合性を高め、実質的なエンゲージメントと議決権行使を通じて、成長投資を後押しする市場の好循環を形成することを企図している。

2 価値創造を通じた持続的な企業価値向上

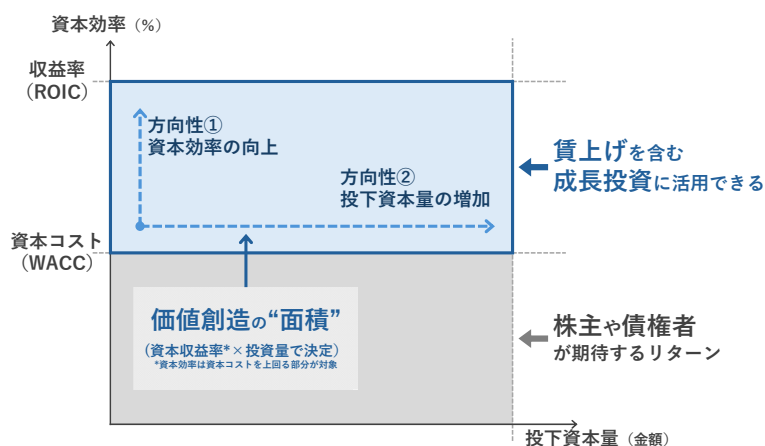
■ 中核概念としての価値創造（EP）

価値創造の考え方

- 本ガイダンスは、「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（EP：Economic Profit）を用いる。なお、EPは以下の計算式で算出される。

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

（参考）価値創造（EP：Economic Profit）の考え方



- 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、将来の成長投資や賃上げ、ステークホルダーへの再配分の原資となり得る。

本ガイダンス
2.1.1
※1.1 も併せて参照

- EP を考える上では、
 - ① ROIC-WACC スプレッドの改善（資本効率の改善）
 - ② 事業ポートフォリオの改善と大胆な成長投資（投下資本の拡大）
 - ③ 中長期的に価値創造を拡大するという時間軸（中長期の時間軸）
 の三つの視点が特に重要となる。
- 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き、資本コストを上回るリターンを継続的に拡大していく必要がある。
- なお、欧米企業が大きな EP を創出するのと比較して、日本企業の EP は、改善傾向にあるものの、足下では依然としてマイナス水準にある。

■ 価値創造（EP）の拡大に向けた日本企業の現状と課題

2.1.2

課題①：賃上げを含む成長投資が欧米企業と比較して相対的に低い

- 日本企業の売上高成長投資比率（2023 年度）は、17.7%であり、米国の 29.4%、欧州の 27.2%と比較して半分程度。特に、研究開発や人的投資が大幅に低い。
- こうした背景には、日本企業の粗利率が欧米に比べて低い点も指摘されており、成長投資や無形資産への投資を通じて、商品・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。

課題②：成長ステージに応じた成長投資と株主還元の適切なバランスがとれていない

- 欧米企業では、配当・自社株買いを実施するのは企業群④が多いのに対し、日本企業は、企業群①～④の全てで満遍なく配当を実施している。
- 株主還元は、本来、企業の業績や成長ステージに応じて戦略的に実施されるべきであるが、形式的・画一的な株主還元を実施する企業も少なくない。
- 投資機会があるにもかかわらず投資に先立ち還元が優先される場合、中長期的には企業価値を毀損する結果となり得る。事業のオーガニックグロースを通じた稼ぐ力の強化により、収益を上げて株主還元を行うという姿勢が重要。

課題③：価値毀損セグメントに資本が滞留している

- 日本では、価値毀損セグメントに投下資本の約 6 割が配分され、価値創造セグメントが生み出した価値が相殺される構造となっている。特に、投下資本が価値毀損セグメントや低収益の非事業用資産に固定化され、成長領域への資源配分が十分に進みにくい点に課題がある。
- 固定化された資本を点検し、価値創造（EP）の拡大の観点から、資本の再配分・循環を強化できるかが重要。

■ 4象限フレームワーク：資本市場における「現在地」の可視化

2.2

- 本ガイダンスは、PBRとROEによる4象限を、資本市場における企業の現在地を確認するための参考指標として用いる。
企業群①：PBR1倍未満・ROE8%未満
企業群②：PBR1倍未満・ROE8%以上
企業群③：PBR1倍以上・ROE8%未満
企業群④：PBR1倍以上・ROE8%以上
- 4象限は企業の過去の経営の結果を示す整理軸であり、各社は現在地を踏まえ、どのような道筋でEPを拡大するのか検討し、その内容を投資家に説明することが求められる。

■ 価値創造（EP）を拡大することが企業価値・TSRの上昇につながる

2.3

- 企業価値は将来にわたるキャッシュフローの割引現在価値の総和であり、EP法とDCF法は理論上同じ結果に帰結する。すなわち、企業の価値創造（EP）を進めることが、中長期的な企業価値向上につながる。
- TSR（Total Shareholder Return：株主総利回り）は中長期的な価値創造に対する市場の評価であり、EPとTSRの間には一定の相関関係がある。TSRを企業経営者と投資家が共有する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。

3 企業に期待される対応

■ 価値創造（EP）の中長期的拡大

本ガイダンス
3.1.1

日本企業は、持続的な企業価値向上に向けて、①ROIC-WACCスプレッド（資本効率）を改善した上で、②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資本を戦略的に分配・拡大（投下資本の拡大）する必要がある。その際、重要となるのは以下の点である。

（1）ビジネスモデルを踏まえた「成長の道筋」の構築・説明

3.1.2
※1.1も併せて参照

- 資本効率の向上は企業と投資家の利害が一致しやすい一方、投下資本の拡大は成果までに時間を要し、不確実性も伴うため、潜在的な利害対立が生じ得る。
- このため、企業は、「成長の道筋」を構築し、何に、なぜ、どのような時間軸で投資し、価値創造（EP）の拡大にどう寄与するかを中長期視点で整理し、株主に対して丁寧に説明することで、共通理解を形成していくことが重要である。

- その上で、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。

3.1.7

(2) 商品・サービスの付加価値向上を通じた収益性の向上

3.1.1

- 資本効率の改善は、コストカットによる短期的な指標改善ではなく、無形資産（人材、ブランド、デザイン、データ、DX基盤、組織能力等）への投資等を通じた、商品・サービスの付加価値向上による収益性の向上が重要。

(3) ベストオーナー原則に基づく事業ポートフォリオ転換の推進

3.1.4

- 価値創造（EP）の拡大には、スプレッド改善に加え、投下資本がどの事業に配分されているか（資本配分）が重要。現状の配分を所与とせず、資本コストを上回るリターンが見込まれる領域へ資本を移動させることで、投下資本の「質」を改善する必要がある。
- 事業ポートフォリオの転換に際しては、①事業のスプレッド水準、②売上高成長率とその実現可能性、③①と②の持続可能性の観点から評価を行い、自社がベストオーナーでない可能性がある場合、より価値を生む主体への移転（事業譲渡等）も含め、選択肢を検討することが有効。

(4) 大胆な成長投資（設備投資、研究開発投資、人的投資）の拡大

3.1.1

- 価値創造（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重要。特に、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。
- 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、中長期的に価値創造（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必要。
- 新規事業は将来の価値創造（EP）を拡大し得る一方、初期は不確実性が高く利益が出にくいことから、新規事業の基盤構築のための成長投資をスプレッドに優先させる必要があり得る。その場合は、事業基盤構築を早く達成するために大胆な成長投資が重要になるのと同時に、スプレッドの改善の時間軸を予め設定してモニタリングすることが重要である。

(5) 成長ステージや業績に応じた成長投資と株主還元の適切なバランス確保

3.1.3

- 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。

- とりわけ、資本コストを上回るリターンが見込まれる投資機会があるにもかかわらず投資を抑制して還元を優先する場合、将来の EP 拡大に必要な投下資本の蓄積が進まず、価値創造機会の喪失につながり得る（特に企業群③の企業はこの傾向が見られる）。
- 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、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、必要な対応の検討が求められる。

(6) セグメント別情報・組織能力の把握・可視化

- 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 ROIC を可視化することが、資本配分の見直しの基礎となる。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。
- WACC は事業リスクを反映しセグメントごとに異なり得るため、同業比較等を用いた推計を含め、セグメント別スプレッドの把握・モニタリングが重要。
- 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。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。

3.1.3

■ 4 象限毎の企業群に求められるポイント

4 象限フレームワークに基づく企業群の位置は経営行動や外部環境で変化し得るため、短期目標化するのではなく、過去の実績の変動幅や推移と投資判断・資本配分を点検し、今後の EP 改善の道筋を市場と対話しつつ改善する視点が重要。こうした前提の下、企業群別に一般的に考えられる対応は以下のとおり。

なお、企業群①については本ガイダンスの対象外であるが、企業群①は、価値毀損 (EP がマイナス) の状態にある可能性が高く、まずは価値毀損を止めて EP をマイナスから脱却すること (ROIC-WACC スプレッドの改善) を優先し、事業ポートフォリオの再検討や遊休資産の点検等を通じて、資本の質の改善に取り組むことが重要である。成長投資は、ポートフォリオ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実行することが望ましい (規制産業等では企業裁量に制約がある点には留意が必要)。

企業群②：スプレッドを維持しつつ、成長投資・資本再配分を明確化

- 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経

3.2.1

※1.1 も併せて参照

3.2.2

営資源配分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。

- 安定的に株主還元を行うのか、新たな成長機会へ投資を行うのか、株主還元と成長投資の優先順位を価値創造（EP）の観点で説明することが重要。

企業群③：スプレッド改善方針の明確化と、成長投資の優先

3.2.3

- 一般に、成長期待は織り込まれるものの、事業の収益化が不確定であり、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る。
- スプレッド改善の方針及び時間軸を明確化した上で、必要な成長投資を積極的に実施することが期待される。

企業群④：スプレッドを維持・拡大できる領域に成長投資を拡大

3.2.4

- スプレッドを維持・拡大できる領域に成長投資を集中し、研究開発・設備投資・人的投資・M&A等を通じ投下資本を戦略的に拡大することが期待される。
- 投資機会が拡大する局面では成長投資を優先しつつ、株主還元を含めた将来の経営資源配分を、価値創造（EP）の拡大の観点で説明することが期待される。

■ 取締役会に期待される役割

3.3.1

取締役会には、価値創造（EP）の拡大のため、成長への道筋を明確にしつつ、事業ポートフォリオの改善や、成長投資の拡大など、将来の経営資源の配分方針について、4象限フレームワークのポジションも踏まえながら、決定・監督することが強く期待される。具体的には、以下のような取組が期待される。

① 成長への道筋と将来キャピタルアロケーションの統合

3.3.2

価値創造（EP）の拡大の中核仮説を経営陣と共有し、スプレッド改善と投下資本の配分・拡大方針を、投資・M&A等の意思決定と一体で整理し、複数年の時間軸で説明可能な形にする。

② ポートフォリオ戦略とモニタリング

低スプレッド領域やノンコアアセットへの滞留を点検し、ベストオーナー原則に基づく再編・資本再配分を主導するとともに、中長期の成果指標も含む評価・モニタリングの枠組みで進捗を確認する。

③ 大胆な成長投資の推進とリスクガバナンス

前提・リスク・代替案・撤退条件・実行体制を点検し、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ず、「良い赤字／悪い赤字」を峻別して必要なリスクテイクを後押しし、投資後は乖離検証と軌道修正で規律付ける。

④ 迅速・果断な意思決定を支える体制整備

マイクロマネジメントを避けつつ、CFO 等による事業別 ROIC・投下資本等の可視化を含め、EP を共通言語に迅速に意思決定できる情報・分析・体制の整備状況を点検し強化を促す。ただし、③の記載のとおり、中長期的な EP 拡大を目指す中で、戦略的かつ一時的な「良い赤字」による価値毀損も生じ得ることへの理解が必要。

⑤ 指名・報酬を通じた規律付け

CEO の評価・選定は短期指標に偏らず、資本配分を通じた中長期の EP 拡大の実行力を重視し、報酬は ROIC 等も活用しつつ投資の時間軸を踏まえ短期的な変動が過度なディスインセンティブにならない設計とする。

4 投資家に期待される対応

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、スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、投資家に期待される対応は以下のとおり。

本ガイダンス
4.1.1

（１）成長に向けた時間軸

- 成長投資は成果が顕在化するまで時間を要し、初期的には利益・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。こうした成長投資に関する時間軸と不確実性を踏まえ、短期的なリターンの要求に偏らず、アウトカム又は投資回収期を考慮し、企業の成長ステージ・事業特性に即して対応することが期待される。

4.1.3

（２）エンゲージメントの実質化

- 形式的なエンゲージメントからは、価値創造（EP）の拡大に資する対話が生まれにくい。資本配分に関する意思決定の合理性・実現可能性の検証に議題を重点化し、企業の成長ステージやビジネスモデル等の把握を前提に、①成長への道筋、②ROIC-WACC スプレッド改善の道筋、③投下資本の質・量、④将来の経営資源配分を中心に議論を深めることが期待される。

4.2.1, 4.2.2

（３）実質株主の透明性

- 建設的な対話の前提として、実質株主の透明性確保が重要であり、企業から照会があった場合、保有状況に関する説明を行うことが期待される。

4.2.3

(4) 議決権行使の実質化

4.3

- 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し、資本配分や成長投資に対する規律を働かせる重要な手段であり、形式的な議決権行使とならない工夫が求められる。特に大胆な成長投資を行う場合、短期的に ROE 等が低下し得るため、単一指標に基づいて経営者の選解任等を形式的に判断することは、成長投資を躊躇させ、将来の価値創造（EP）を損ない得る。
- このため、成長ステージや戦略的意図を考慮せず、機械的に ROE 等の業績指標を判断根拠にするのではなく、実質的な議決権行使基準を活用することが期待される。また、仮に ROE 等の業績基準を用いる場合でも、成長投資を阻害しないよう、例外要件（セーフハーバー）を設け、企業説明を踏まえた実質的判断を可能とする体制を整備することが強く期待される。また、重要議案に関しては、賛否の結論に至る「実質的理由」を開示することが望ましい。なお、会社提案議案に反対する方針の場合、対象企業に事前に伝え、理由を説明することが国際的なベストプラクティスとされている。

5 政府が取り組むべき対応

政府は、価値創造（EP）拡大に向け、市場ルール等の制度設計と、補助金・税制・ファイナンス等の支援策を相互に整合させ、成長志向型コーポレートガバナンスの実現に向けた政策パッケージとして支援することが重要である。

本ガイドンス
5.1

- **事業再編の促進等**：カーブアウト・スピノフ・M&A 等の円滑化、ノンコアアセット滞留是正、再編時の資金供給支援 5.2
- **投資家のエンゲージメント実質化**：対話・議決権行使の状況確認、短期・形式偏重の是正、長期・実質判断への行動変容の後押し 5.3.1
- **諸外国の制度を踏まえた、公平な市場ルール整備**：実質株主把握の強化、少数株主提案権等の制度検討（国際整合性・運用面含む） 5.3.2
- **社債市場の活性化・リスクマネー供給主体の多様化**：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、家計の資金が成長投資につながるような制度検討 5.3.3
- **成長領域への予見可能性確保、重要技術・スタートアップエコシステム強化**：戦略分野の官民投資枠組み、補助金・税制・ファイナンスの一体運用、重要技術の R&D・社会実装と出口多様化（M&A 等） 5.4