

2026年6月17日 全9頁

# 「成長投資ガイダンス」の解釈とその活用法

## 資本コストを上回る資本収益性の確保は価値創造（EP）の前提条件

調査本部 フェロー兼 塩村 賢史  
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー

### [要約]

- 「成長投資ガイダンス」は、無条件に株主還元を抑制し、成長投資を増やせと主張しているものではない。企業価値創造の前提は、資本コストを上回る資本収益性の確保であり、企業の成長ステージや投資機会に応じた柔軟な資本配分である。
- 価値創造（EP）は、ROIC-WACC スプレッドがプラスである、または将来的にプラスになる蓋然性が高い分野に投資が行われることで初めて実現可能となる。そのような投資機会が乏しい場合には、株主還元も合理的な資本配分手段である。
- 株主に還元された資金は、EP 拡大が期待される分野に再配分されることになる。このダイナミズムは日本経済の成長の持続可能性を高める上でも非常に重要である。
- これまでのコーポレートガバナンス改革や東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請」への対応により、資本収益性や株主資本コスト、それらのスプレッドであるエクイティスプレッドに関しては、かなり理解が広がってきたが、成長投資ガイダンスで注目されている ROIC-WACC スプレッドや EP はより複雑で、これまでの応用問題ともいえる。
- 企業全体だけでなく事業セグメントごとに資本収益性を分析し、キャピタルアロケーションの考え方を投資家に説明することで、企業と投資家の対話は一段と深まり、相互理解もより促進されることになろう。企業と投資家の相互理解を高めるツールとして、このガイダンスは非常に有用だと思われる。

## はじめに

2026年5月27日に「第9回 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」が開催され、「成長投資ガイダンス（案）」<sup>1</sup>が公表された。当ガイダンス案は、6月12日から6月26日までパブリックコメントにかけられた後に正式に発表される予定である。

当ガイダンス案に関するマスメディアの反応は、『『足し算』の経営へ、投資・還元のメリハリ求める 経産省が新指針』（5/26 日本経済新聞 電子版）、「成長へ投資拡大求める 新指針発表 事業再編を促進」（5/28 読売新聞朝刊）、「〈主張〉新たな経営指針 株主還元より成長投資を（社説）」（6/8 産経新聞朝刊）というように、各紙ともに成長投資の拡大という方向性は一致しているものの、そのトーンには違いがある。

足元の日本株の上昇には、世界的な株高に加えて、これまでのコーポレートガバナンス改革、資本コストや株価を意識した経営の広がりという日本企業の変化を内外の投資家が評価した結果であるという点については、衆目一致するところであろう。もし、このガイダンスが、これらの動きに何等かの影響を与えるのであれば、当然、日本株の評価にも大きな影響を及ぼすことになる。また、個々の企業にとっても、このガイダンスをどう解釈し、これからの経営戦略や投資家との対話に反映していくのかによって、株式市場における評価のみならず、企業価値にも影響を及ぼすことになる。

成長投資ガイダンスの本文は70ページ近く、サマリーだけでも10ページ近くの分量があることに加えて、内容についても、EP（Economic Profit、詳細は後述）というこれまであまり馴染みのない概念（指標）なども紹介されていることもあり、理解が容易とは言い難い。それが報道のトーンの違いにもつながっているように思える。本稿では、成長投資ガイダンスの理解の助けとなるべく、そのポイントを筆者なりの解釈を交えて紹介したい。当ガイダンスは、企業が成長を続けていく上で非常に重要なエッセンスが詰め込まれており、その内容を正しく理解することが、日本経済全体の成長加速のために重要なことである。このガイダンスが主張していることは、規律無き成長投資の加速でも、無条件に株主還元を抑制することでもない。このガイダンスの内容を誤解し、企業が規律無き成長投資に走るようなことになれば、結果的に日本経済全体の経済成長を阻害するという合成の誤謬となりかねない点には留意したい。

## 成長投資ガイダンスに示された課題意識

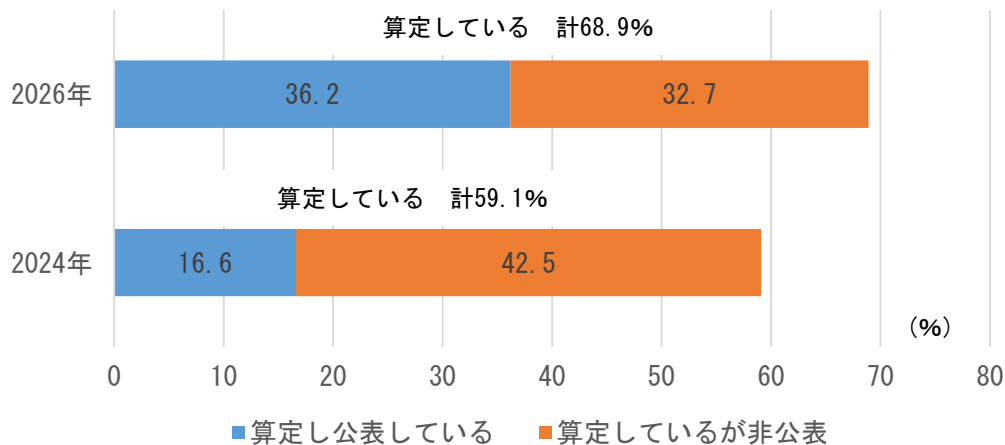
2014年の「伊藤レポート」を契機に、資本コストを踏まえた経営や投資家との建設的対話の重要性が投資家と企業経営者に共有され、2015年の「コーポレートガバナンス・コード」の適用開始などによるコーポレートガバナンス改革の進展により、企業の資本効率や収益性に対する意識は大きく変わってきた。また、2023年の東京証券取引所の「資本コストや株価を意識し

---

<sup>1</sup> レポート執筆時点では「成長投資ガイダンス」は（案）の状態であるが、以下では（案）と明示していない場合においても、それは「成長投資ガイダンス（案）」を示している。

た経営の実現に向けた対応」の要請が後押しとなり、近年では、資本コストを算定し、公表する企業数は増加している（図表 1）。こうした取組みの積み重ねが、企業の資本効率や収益性に対する意識を変え、業績向上や株主還元の拡大、ひいては株価上昇にもつながっている。

図表 1 日本の上場企業における資本コストの算定状況



(注) 2024 年は全アンケート回答企業のうち、IR 活動を「実施している」と回答した 1012 社に占める割合。2026 年は全アンケート回答企業のうち、IR 活動を「実施している」と回答した 917 社に占める割合。

(出所) IR 協議会「IR 活動の実態調査」(各年版)より大和総研作成

しかしながら、足元では、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」に直面しており、その背景には、主に次の三つの構造的要因があると考えられる、とこのガイダンスでは指摘している。

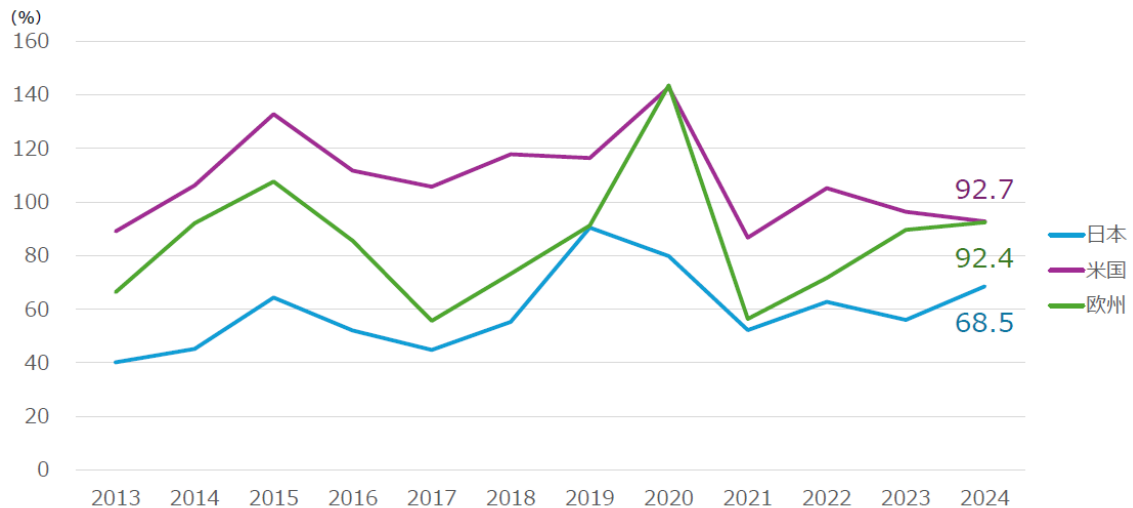
- ① 日本企業全体として資本効率の改善は進展してきた一方で、資本コストを上回る収益性を安定的に確保できている事業が依然として少ないこと
- ② 資本効率の短期的な改善手段や、一部投資家による形式的な議決権行使も相まって、成長投資や資本の再配分・拡大が十分に行われていないこと
- ③ 企業と投資家の間で、企業の成長ステージや業績を踏まえ、成長投資と株主還元の適切なバランスを検討するための共通理解が必ずしも十分に形成されていないこと

## データから見た日本企業の現状と課題

上記 3 点 (①②③) を表面的に捉えると、将来の成長の原資となる内部留保を日本企業は投資家にむしり取られている、というような印象を受けてしまうが、実際のところはそうではない。日本企業が稼いだ利益のうち、自社株買いと配当に回された割合を示す総還元性向は、依然として、欧米企業よりも低い（図表 2）。

また、主要企業の現預金比率を日米欧で比較すると、日本企業は欧米企業よりも高い。一連のコーポレートガバナンス改革がスタートする前の2013年と比較しても、この10年間でその比率はさらに上昇している。これらのデータからは、日本企業全体として、株主還元が過度に行われてきたとは言えないだろう。

図表2 上場企業の総還元性向の推移（日米欧の比較）



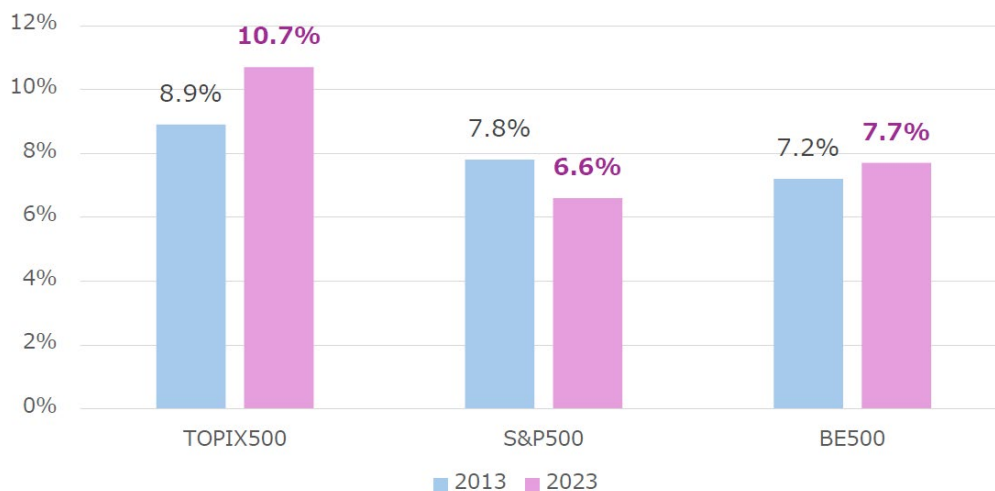
原出所：スピーダのデータを基に経済産業省作成（図表3、4、5も同様）

（注1）総還元性向＝（支払配当金＋株式の償還及び消却）÷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

（注2）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2025年8月時点で決算情報が開示されている企業）。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（注については大和総研作成）

（出所）経済産業省「成長投資ガイダンス エグゼクティブサマリー データ集」（令和8年5月）

図表3 日米欧の主要企業の現預金比率

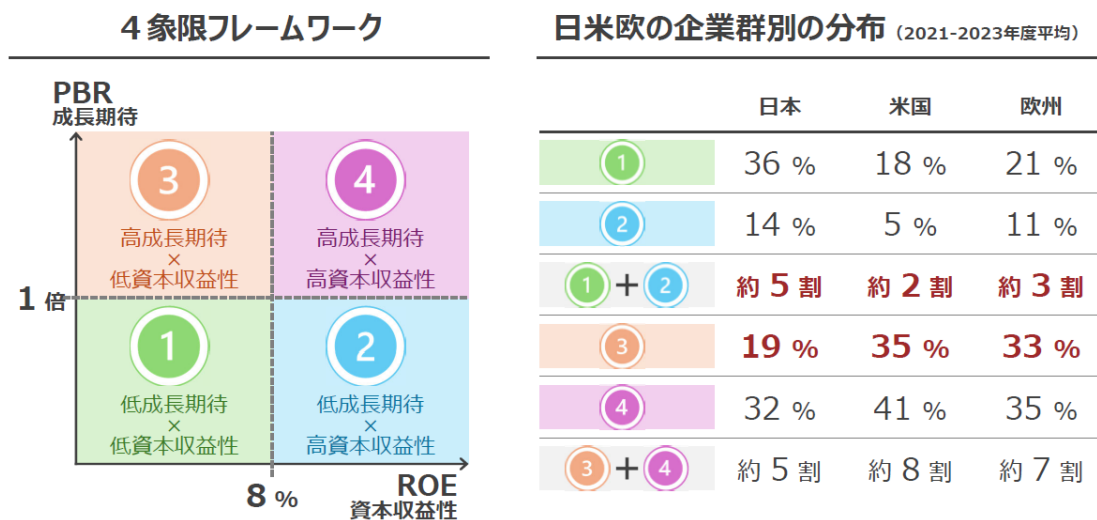


（注）現預金比率＝現金及び現金同等物÷資産合計。集計対象は各インデックスの構成銘柄のうち、各年度における資産合計、現金及び現金同等物が取得できる企業（金融を除く）

（出所）経済産業省「成長投資ガイダンス エグゼクティブサマリー データ集」より大和総研作成

成長投資ガイダンスでは、PBR と ROE を軸にして、企業の状況を整理するフレームワークとして、4 象限フレームワークというものを使っている。このフレームワークでは、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）に分類している。足下の株価上昇により、PBR1 倍割れ（企業群①+②）の日本企業は過去と比べて減っているものの、欧米対比では依然として多い。また、今現在の資本収益性は低いものの、将来の成長性が評価されている企業群③が、欧米対比で少ないことも日本の上場企業の特徴である（図表 4）。

図表 4 4 象限フレームワークと日米欧の企業別分布



(注) ROE および PBR は 2021 年度から 2023 年度の平均。集計対象は 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（注については大和総研作成）

(出所) 経済産業省「成長投資ガイダンス エグゼクティブサマリー データ集」

図表 5 日米欧の株主還元（配当・自社株買い）の実施率

		日本	米国	欧州
企業群① 低成長期待×低資本収益性	配当	96	13	30
	自社株買い	34	18	12
企業群② 低成長期待×高資本収益性	配当	99	14	50
	自社株買い	38	19	18
企業群③ 高成長期待×低資本収益性	配当	60	22	24
	自社株買い	16	28	14
企業群④ 高成長期待×高資本収益性	配当	91	54	77
	自社株買い	38	56	32

(注) 集計対象は 2021 年度から 2023 年度の ROE および PBR が取得できる上場企業（自社株買い実施率については 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。赤字は日米欧で最も高い値

(出所) 経済産業省「成長投資ガイダンス エグゼクティブサマリー データ集」より大和総研作成

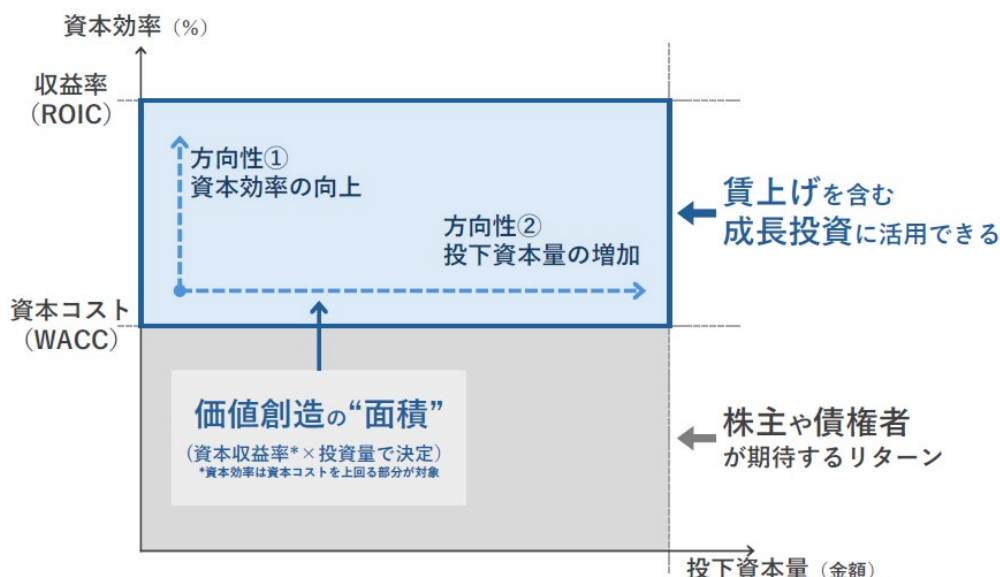
日本企業の課題は、図表 5 から明らかである。日本企業の配当実施率はどの企業群でも極めて高く、ほとんどの企業が配当を実施している一方で、欧米企業は企業群④を除いて高くない。このデータだけでは、日本企業全体として過剰に株主還元を実施しているようにも思えるが、図表 2 も併せて見れば、違った景色となる。日本企業はどの企業も成長ステージに関わらず、配当を実施しているが、日本企業全体として見た場合は、利益総額に対する株主還元の割合は決して高くないということである。これらのデータから学ぶべきことは、日本企業は「過度に株主還元を重視し過ぎたので、これからは成長投資を重視すべき」ということではなく、「企業の成長ステージに合わせて、柔軟に成長投資と株主還元のバランスを考えるべき」ということや、「横並びの安定配当から脱却すべき」ということではないだろうか。

## EP (Economic Profit) とは

成長投資ガイダンスでは、企業価値の持続的な向上を考える上では、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ことが重要であると指摘している。この観点から、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、成長投資ガイダンスでは、EP (Economic Profit) という指標を紹介している。そこでは、EP を以下のように定義している。

$$EP = \text{投下資本} \times (\text{ROIC}^2 - \text{WACC}^3)$$

図表 6 価値創造 (EP : Economic Profit) の考え方



(出所) 経済産業省「成長投資ガイダンス (案)」より大和総研作成

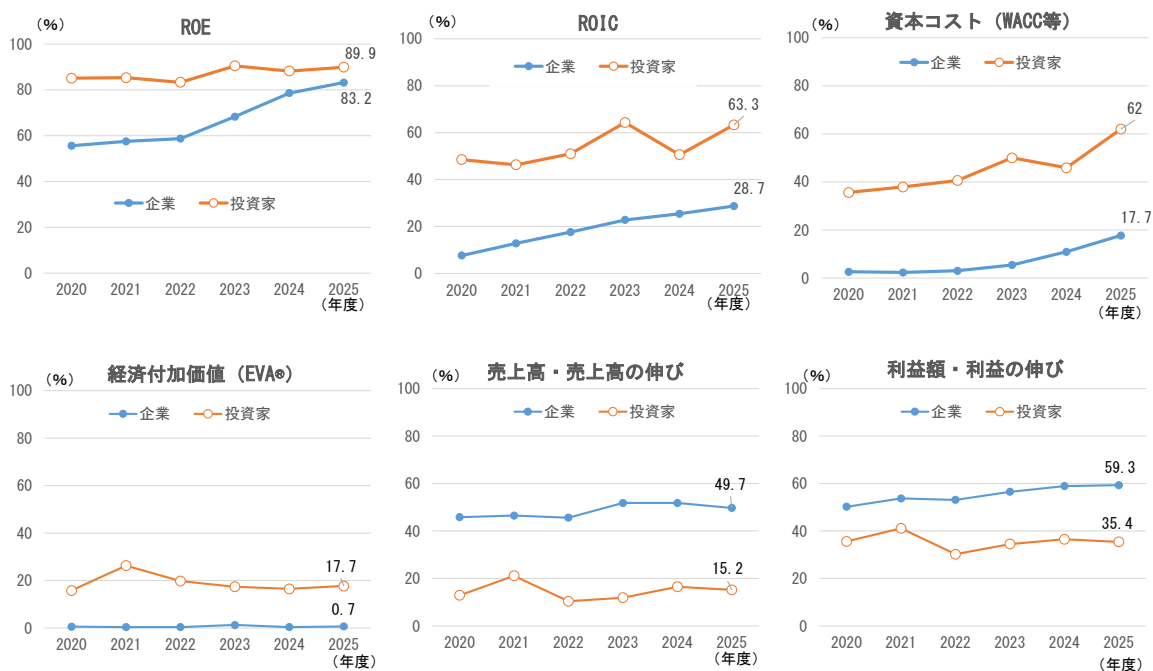
<sup>2</sup> ROIC (投下資本利益率) とは、企業が事業活動のために投じた資本に対してどれだけの利益 (税引後営業利益) を生み出したのかを示す指標

<sup>3</sup> WACC (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で加重平均した指標

また、成長投資ガイダンスでは、この EP の増大を目指す上で、①ROIC-WACC スプレッドの改善、②事業ポートフォリオの改善と大胆な成長投資、③中長期的に価値創造を拡大するという時間軸の問題、の3点が特に重要と指摘している。

この3つのなかで、最も重要なのは、①ROIC-WACC スプレッドの改善であろう。このスプレッドがマイナスであれば、どれだけ資本を投下しても経済的価値の毀損が拡大するだけである。このスプレッドの拡大が大事であるということに関しては、これまでのコーポレートガバナンス・コードや東証改革により、日本企業の間でかなり浸透してきた印象である。生命保険協会が毎年実施している調査によれば、資本収益性（ROE）に関しては、アンケートに回答した8割の企業が中期経営計画において、重要な成果指標（KPI）として掲げており、その割合は年々増加傾向にある。また ROIC に関しても、まだ中計の KPI としている企業の割合は限られるものの、増加傾向にある。資本コストに関しては、図表 1 で示したように、今や7割近くの企業が算定している。ROIC-WACC スプレッドそのものではないが、ROE と株主資本コストの差分であるエクイティスプレッドに関しては、多くの企業が意識をしていると言えよう。

図表 7 企業が中期経営計画で掲げる KPI 指標と投資家が経営において重視すべきと考える指標



(注 1) 企業は「中期経営計画において公表している重要な成果指標（KPI）を全てお答えください（複数回答）」という問いで回答があった割合。投資家は「株式価値向上に向け、経営目標として企業が重視することが望ましい具体的指標を全てお答えください（複数回答）」という問いで回答があった割合。

(注 2) 上記 6 つの指標は、解答欄で用意された 20 の指標（選択肢）から筆者が抽出したもの。  
(出所) 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」より大和総研作成

それでは、なぜ成長投資ガイダンスでは、エクイティスプレッドではなく、ROIC-WACC スプレッドや EP に注目しているのであろうか。その両者の大きな違いは、エクイティスプレッドが

企業全体の資本収益性と資本コストの関係性をみる指標であるのに対して、ROIC-WACC スプレッドは企業全体でも、企業の内部の事業セグメント別でも評価・分析できる指標というところにある。企業が持続的に成長するためには、将来の成長分野（事業セグメント）を見定めて、そこに重点的に設備投資、研究開発投資、人的資本投資を行うことが重要であり、そのキャピタルアロケーションの考え方について、投資家に積極的に説明し、理解を得ていくことが大事である。

## 「投資の規律」と「投資家との対話」の重要性

成長投資ガイダンスでは、「形式的・機械的な議決権行使の弊害」という節で「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」とされている。この点については、投資家の立場からは、賛同できる部分とやや違和感を持つところもあるのではないだろうか。

ROIC-WACC スプレッドの拡大が期待される事業分野には、積極的に投資を行うべきということに関しては誰も異論がないところであろうが、企業全体の資本収益性（ROE）の低下に関しても投資家は、議決権行使において許容すべしという話に急に拡大しているようにもみえる。もちろん、将来の成長分野への投資を積極化することで、一時的に ROE が低下することはあるにしても、それを投資家が許容するのは、将来の収益性改善、利益拡大につながる蓋然性が高い場合に限られよう。運用会社の議決権行使基準の取締役選任議案の収益性基準は、各社様々であるが、「ROE が 3 期連続で東証プライム市場上場企業の ROE の下位 1/3 分位未満」や「ROE が過去 3 年にわたり 8%未満かつ国内上場企業の中央値水準を一度も上回っていない」というように複数年において基準を満たさない場合に取締役選任議案への反対を検討するものである。もし、企業全体の収益性を長期に亘って押し下げるほどの大型投資を行うのであれば、投資家に丁寧に説明を行うことは当然であろう。図表 7 の「売上高・売上高の伸び」や「利益額・利益の伸び」で示されているように、企業に比べて投資家は規模を追求することについては慎重である。それは、投資家が企業の成長を期待していないのではなく、ROIC-WACC スプレッドのような規律を無視した投資を懸念しているからである。

なお、これは個別企業レベルだけでなく、日本経済というマクロレベルで考えても重要なポイントである。社内の事業セグメントに EP が高い投資機会がなく、M&A 等による外部成長の機会も限られるのであれば、自社株買いや配当により、株主に還元すべきである。還元された資本は、投資家により、EP がより高い他の企業に再配分されることになる。資本収益性が低い分野から、ROIC-WACC スプレッドが大きく、期待される EP が高い分野に投資資金が回ることが、日本の経済成長の持続性を高める上でも大事なことである。

## まとめ

経済産業省の価値創造経営小委員会が取りまとめた「成長投資ガイダンス（案）」は、日本の資本市場における行き過ぎた株主還元を是正し、企業の投資を促すガイダンスのような印象もあるが、その内容は、無条件に株主還元を抑制し、成長投資を増やせと主張しているものではない。企業価値創造の前提は、資本コストを上回る資本収益性の確保であり、企業の成長ステージや投資機会に応じた柔軟な資本配分である。

価値創造（EP）は、ROIC-WACC スプレッドがプラスである、または将来的にプラスになる蓋然性が高い分野に投資が行われることで初めて実現可能となる。そのような投資機会が乏しい場合には、株主還元も合理的な資本配分手段である。株主に還元された資金は、EP 拡大が期待される分野に再配分されることになる。このダイナミズムは日本経済の成長の持続可能性を高める上でも非常に大事なことである。

これまでのコーポレートガバナンス改革や東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請」への対応により、資本収益性や株主資本コスト、それらのスプレッドであるエクイティスプレッドに関しては、かなり理解が広がってきたが、成長投資ガイダンスで注目されている ROIC-WACC スプレッドや EP は複雑であり、資本市場での定着はまだこれからである。

企業が、企業全体だけでなく事業セグメントごとに資本収益性を分析し、キャピタルアロケーションの考え方を投資家に説明することは、投資家からの理解を深めることにもなる。企業と投資家の相互理解を高めるツールとして、このガイダンスは非常に有用だと思われる。