

経済産業省「成長投資ガイダンス」の内容と市場評価：資本効率論から「価値創造(EP)の拡大」への構造転換

Gemini 3.6 Flash

経済産業省は2026年7月21日、産業構造審議会・価値創造経営小委員会(座長:沼上幹 早稲田大学教授)での議論を踏まえ、企業と投資家における中長期的な価値創造の新たな指針となる「成長投資ガイダンス」を正式にとりまとめ公表した¹。本ガイダンスは、同日に金融庁および東京証券取引所(東証)から公表された「コーポレートガバナンス・コード(CGコード)2026年改訂版」と一体的に策定されたものであり、政府の「『強い経済』を実現する総合経済対策」や「日本成長戦略」に連動する重要施策として位置づけられている¹。本レポートでは、ガイダンス策定の背景、中核となる分析枠組みや要請内容を網羅的に解説するとともに、市場関係者や専門家による評判・評価、ならびに現場での実装に向けた実務的課題について多角的な分析を行う。

策定の背景と「新たなパラドックス」の解明

日本のコーポレートガバナンス改革は、2014年の「伊藤レポート」公表や2015年のCGコード適用開始、さらには近年の東証による「資本コストや株価を意識した経営」の要請などを契機として、10年余りにわたり「資本効率の改善」を最優先課題として推進されてきた²。一連の改革は、上場企業の当期純利益の過去最高更新や株価の上昇(過去10年間で約3倍)、主要企業の平均ROE(自己資本利益率)の改善(2024年度には9.4%に達する)といった劇的な成果をもたらした⁶。

しかしながら、財務面や株価面での表面的な好況が進む一方で、実体経済における成長投資や持続的な賃上げには十分に結びついていないという「新たなパラドックス」が生じることとなった¹。企業の稼いだキャッシュや蓄積された過剰な手元資金(上場企業の現預金保有額は118兆円超)が、将来の稼ぐ力を構築する設備投資、研究開発投資、人的資本投資といった「成長投資」へと十分に回らず、配当や自社株買いといった短期的な「株主還元」へ著しく偏重して配分されたためである¹。

2016年度を基準(100%)とした場合、利益水準は1.5倍程度、株主還元は2~3倍以上に拡大したものの、設備投資、研究開発費、人件費の伸びは1.3~1.8倍程度にとどまっており、投資の伸び悩みと人的資本への還元不足が顕著となっている⁷。

経済産業省の分析によると、この構造的パラドックスの背景には主に三つの要因が存在している⁸。第一に、日本企業全体として資本効率の改善は進展したものの、事業単位で資本コストを上回る収益性(ROIC > WACC)を安定的に確保できている事業ポートフォリオが依然として少ない点である⁸。第二に、資本効率の短期的な改善圧力や一部投資家による形式的な議決権行使(単一年度のROE基準等)を意識するあまり、投資初期に一時的な利益率低下や資本拡大を伴う大胆な成長投資に対して企業が萎縮した点である¹。第三に、企業の成長ステージや業績特性に応じた「成長投資と株主還元の適切なバランス」に関する共通理解が、企業と投資家の間で十分に形成されていない点である¹。

日米欧主要企業の財務指標および成長投資・還元の構造比較

評価・指標項目	日本	米国	欧州	構造的背景と実務上の解釈
主要企業の平均ROE(2024年)	9.4%	20.9%	11.1%	日本は過去最高水準へ改善したものの、米国と比較すると依然として半分以下の水準にとどまる ⁷ 。
売上高成長投資比率(2023年度)	17.7%	29.4%	27.2%	米欧と比較して約1.7倍の開きが存在。特に研究開発投資および人的資本投資の低さが顕著 ⁹ 。
価値毀損セグメントへの投下資本割合	約65%	約39%	-	資本コストを下回る低収益事業に資本が滞留・固定化され、成長分野への戦略的再配分を阻害 ⁹ 。
現預金比率(対総資産・2023年度)	10.7%	低下傾向	0.5%増	日本は過去10年で1.8%上昇。現預金の累積が財務レバレッジや総資産回転率を押し下げる要因 ⁷ 。

「成長投資ガイダンス」の中核概念と分析枠組み

本ガイダンスは、従来の「ROE向上＝分母の縮小(自社株買い)や無難な資本抑制」という縮小均衡的発想から脱却し、企業が生み出す経済的付加価値の「総量」を持続的に拡大させる「成長志向型コーポレートガバナンス」への転換を定唱している⁸。その中核となる定量的指標として提示されたのがEP(Economic Profit: 経済的利益)である⁴。

経済的付加価値の創出量を示す指標としてのEP

EPは、税後営業利益(NOPAT)から資本コスト(WACC × 投下資本)を控除したものであり、数式としては

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

と定義される⁹。ROEやROICといったパーセンテージ(率)の指標は、投下資本を抑制したり自社株

買いを行ったりすることでも数値を引き上げることが可能であるが、EPは「投下資本 × スプレッド」という絶対額(規模)を表す⁶。したがって、スプレッド(ROIC - WACC)がプラスである限り、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戦略的に配分・拡大(投下資本の増大)させることで、EPの創出量が大きく伸びることになる⁹。

ガイダンスでは、将来キャッシュフローの割引現在価値の総和を求めるDCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法とEP法が理論上同一の企業価値に帰結することを踏まえ、EPの拡大こそが中長期的な企業価値向上およびTSR(株主総利回り)上昇の真の源泉であると証明している⁹。また、EPによって生み出された余剰こそが、将来のR&D・設備投資、事業再編、そして賃上げを含む人的資本への再投資を可能にする持続的な原資となると位置づけられている⁶。

資本市場における現在地を可視化する4象限フレームワーク

企業が自社の現在地を客観的に把握し、投資家と建設的な対話を行うための参照軸として、PBR(1.0倍)とROE(8.0%)による「4象限フレームワーク」が提示されている⁹。本ガイダンスの主たる対象は、自律的成長を目指す企業群②、③、④に設定されている⁹。日本企業においては、資本コストを下回る「価値毀損セグメント」に全投下資本の約65%が固定化されているという現実があり、この低収益資本を点検・解放し、高成長領域へと再配分することが、日本経済全体の価値創造水準を引き上げる上で不可欠とされる⁹。

資本市場における4象限フレームワークと各企業群に求められる戦略指針

企業群分類	財務指標の定義	資本市場における現在地・課題	ガイダンスが要請する戦略的対応
企業群①	PBR 1.0倍未満 ROE 8.0%未満	資本効率・市場評価ともに低水準。価値毀損事業や非事業用資産を抱えているリスクが高い ⁹ 。	事業ポートフォリオの見直しや不採算事業の売却・撤退を最優先し、勝ち筋の確認できる領域へ戦略資本を集中 ⁹ 。
企業群②	PBR 1.0倍未満 ROE 8.0%以上	収益性は一定水準にあるが、将来の成長ストーリーや再配分方針に関する市場	スプレッドを維持しつつ、株主還元と成長投資の優先順位を明確化。将来のキャ

		理解が不足 ⁸ 。	ピタルアロケーションを提示 ⁸ 。
企業群③	PBR 1.0倍以上 ROE 8.0%未満	市場から将来の成長（無形資産等）を期待されているが、現時点の収益性が追いついていない ⁹ 。	収益性（ROIC）の改善を急ぎつつ、先行投資がどのような時間軸で将来のEP拡大へ寄与するかを論理的に説明 ⁹ 。
企業群④	PBR 1.0倍以上 ROE 8.0%以上	資本効率・市場評価ともに高水準。持続的な価値創造のモデル的ポジション ⁹ 。	獲得したキャッシュを次世代の成長投資やM&Aへ積極的に再投資しつつ、成長ステージに応じた株主還元を実行 ⁸ 。

各ステークホルダーに要請される行動変容

「成長投資ガイダンス」は、企業、投資家、政府の三者が協調して行動変容を起こすための包摂的な実務指針を規定している²。

企業および取締役会に求められる役割

企業および取締役会に対しては、自社のビジネスモデルに基づいた「成長の道筋（Growth Story）」を構築し、将来のキャピタルアロケーション（経営資源配分）方針と統合して投資家に説明することが強く求められている⁹。特に取締役会には、先行投資に伴い短期的な会計利益や資本効率指標が低下する「いい赤字」と、構造的な競争力低下による「悪い赤字」を明確に峻別するリスクガバナンスの確立が期待されている⁹。投資初期の一時的な業績悪化を恐れて成長投資を萎縮させることなく、前提条件・不確実性・撤退条件を事前に整理した上で果敢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を行う規律が求められる⁹。

さらに、「ベストオーナー原則」に基づき、自社が最良の所有者となり得ない事業やノンコアアセットのカーブアウト・売却を主導し、得られた資本を高成長分野へ戦略的に再配分することが推奨される²。人的資本投資や賃上げについても、単なる利益の分配施策ではなく、優秀な人材を獲得し労働供給制約社会における生産性を向上させる「供給力強化政策」および成長戦略の起点として位置づけ直すことが促されている²。

機関投資家に求められるスチュワードシップ責任の実質化

機関投資家に対しては、企業の成長ステージや事業特性、投資回収期間（Jカーブ効果等）に応じた時間軸を踏まえた実質的なエンゲージメント（対話）が要請されている²。単一年度のROE基準等に基づく形式的な議決権行使が企業の長期投資を阻害してきた反省から、成長投資に伴う一時的な指標悪化に対して反対票を投じない例外規定（セーフハーバー）を行使ガイドラインに導入することや、重要議案の賛否理由の実質的開示体制を整えることが強く期待されている⁹。対話においては、短期的なリターン要求に偏らず、キャピタルアロケーションの合理性と実現可能性に焦点を当てるこ

とが求められる⁹。

政府が果たすべき政策パッケージ

政府においても、民間企業への要請にとどまらず、環境・制度整備を一体的に推進する責任が明記されている²。具体的には、カーブアウトやスピノフ、M&Aを円滑化するための事業再編税制や資金供給支援の強化、実質株主把握（インベスター・リレーションズの基盤強化）を含む公平な市場ルールを整備、社債市場の活性化やリスクマネー供給主体の多様化、さらには官民投資枠組みを通じた成長領域の予見可能性確保といった政策パッケージを相互に整合させて実行することが示されている²。

市場における評価・評判と実務上の課題

2026年7月21日の公表以降、市場関係者、財務アナリスト、企業実務層からは本ガイダンスに対する評価と、実務実装に向けた懸念や課題について活発な議論が交わされている¹。

ガイダンスに対する肯定的評価とパラダイムシフト

肯定的な評価としては、従来の「ROE重視・過度な株主還元偏重」がもたらした自社株買いによる縮小均衡パターンに対し、国として明確な修正の羅針盤を示した点が挙げられる⁴。特に財務アナリストやM&A専門家の間では、単なるパーセンテージ指標から絶対的な付加価値額を問う「EP経営」への進化や、改訂版CGコード原則4-1との完全な統合により、取締役会での戦略的議論が「過去の数字のまとめ」から「将来の資源配分の論理」へと深化する契機になると期待されている⁴。

また、金融庁・東証が主導するガバナンス改革と経産省の産業政策が同一の「価値創造（EP）」という言葉で整列したことにより、企業と投資家の対話の質が格段に向上するとの見方が多い¹。「ベストオーナー原則」の明示についても、大手企業が抱えるノンコア事業の売却や事業再編M&Aを強力に後押しし、日本経済全体の資本効率と事業再構築を加速させる触媒になると好意的に受け止められている²。

実務実装における懸念点とハードル

一方で、現実の企業経営や市場実務へ落とし込むにあたっては、いくつかの深刻な課題や懸念点が指摘されている¹¹。第一に、EPやROICの社内導入に伴う実務的複雑さである¹¹。事業ポートフォリオが多角化している大企業において、事業部ごとの正確なROICの算出や、リスクに応じた固有のWACC（ハードルレート）の適切な設定・運用は財務技術的に極めて難易度が高く、CFO組織や管理部門の負担増大が懸念される¹¹。

第二に、機関投資家や議決権行使助言会社の行動変容に関する実効性の問題である¹。本ガイダンスは任意参照型の指針にとどまるため、ISSやグラス・ルイスといった大手助言会社や短期志向の投資家が、過密な総会期において個別の「成長の道筋」や「いい赤字」を定性的に評価する体制へ真に移行できるかについては疑問視する声も存在する¹。

第三に、形式主義（ボックス・ティッキング）の再発懸念である¹⁵。CGコードのスリム化や原則の抽象化に伴い、一律開示の負担軽減と誤解した企業が、EPや4象限の形式的な数値開示作業のみを行い、実質的な事業入れ替えやリスク投資の決定を回避するという形骸化のリスクが指摘されている¹⁵。問われているのは指標の開示自体ではなく、経営陣が自らの言葉で資源配分の論理を語れるか否かであるという実践的ハードルの高さが浮き彫りとなっている¹⁵。

第四に、日本企業に根強いリスク回避的風土やデフレイマインドの解体には、ガイドライン策定のみな

らず、税制や市場規制を含む総合的な政策実行力が不可欠であるという指摘も存在する²。

結論と今後の展望

経済産業省の「成長投資ガイダンス」は、過去10年間のコーポレートガバナンス改革の到達点と限界を総括し、日本企業の評価軸を「短期的な資本効率の追求」から「中長期的な経済的付加価値（EP）の創出・拡大」へ切り替える重要な節目を画している⁵。単なる過剰資本の圧縮や還元拡充を超えて、資本コストを上回る事業領域への戦略的投資と事業ポートフォリオの不断の再構築を推進することが、企業価値の持続的向上と実質賃金の定着につながる構造的解法とされる²。

今後は、2027年7月末にかけて上場企業が提出する改訂版CGコードに対応したコーポレートガバナンス報告書を通じ、企業が自らの「成長の道筋」とキャピタルアロケーションの論理をどこまで具体的に語れるかが問われることとなる¹⁵。投資家側においても形式的判断から脱却し、果敢なリスクテイクを評価する実質的対話体制を構築することが、日本市場全体における価値創造の好循環を確固たるものにするための鍵となる⁹。

引用文献

1. 【日本】経産省、「成長投資ガイダンス」公表。機械的運用を避けるよう原案を修正、
<https://sustainablejapan.jp/2026/07/22/meti-growth-investment-guidance/128365>
2. 「成長投資ガイダンス」の公表について - 経済産業省,
<https://www.meti.go.jp/press/2026/07/20260721001.html>
3. 赤澤経済産業大臣の閣議後記者会見の概要（METI/経済産業省）,
<https://www.meti.go.jp/speeches/kaiken/2026/20260721001.html>
4. ROE偏重の次に来るもの——「成長投資ガイダンス」の「EP」経営は浸透するか | M & A Online, https://maonline.jp/articles/ep_20260729
5. 国の「成長投資ガイダンス」が示した企業経営の新たな視座と未来 | M & A Online,
https://maonline.jp/articles/new_perspective_on_corporate_management_outlined_in_growth_investment_guidance20260728
6. 経産省、2026年夏に「成長投資ガイダンス」公表 投資促し中長期的な成長と賃上げへ,
<https://www.aba-j.or.jp/info/industry/27040/>
7. 成長投資ガイダンスデータ集（抜粋版） - 経済産業省,
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/20260721_guidance_03.pdf
8. 成 投資ガイダンス(案) - 経済産業省,
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/009_03_00.pdf
9. 成長投資ガイダンス - 経済産業省,
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/20260721_guidance_02.pdf
10. 成 投資ガイダンス - 経済産業省,
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/009_05_00.pdf
11. 「成長投資ガイダンス案」が問う、日本企業の価値創造の本質 — なぜ今 - 株式会社アバント,
<https://www.avantcorp.com/column/2026/07/14/growth-investment-value-01/>

12. 「成長投資ガイダンス(案)」に係る意見募集を開始します - 経済産業省,
<https://www.meti.go.jp/press/2026/06/20260612006/20260612006.html>
13. 「矢部 謙介(やべ・けんすけ)」の記事一覧 - M&A Online,
<https://maonline.jp/profiles/kensuke-yabe>
14. 「糸永正行(いとなが・まさゆき)」の記事一覧 - M&A Online,
<https://maonline.jp/profiles/itonaga>
15. コーポレートガバナンス・コード(2026年改訂版)の実務対応― 確定版の解説／パブリックコメントの考え方／取締役会実効性評価質問事項 - 弁護士法人 三宅法律事務所,
<https://www.miyake.gr.jp/notice/%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%83%BB%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89%EF%BC%882026%E5%B9%B4%E6%94%B9%E8%A8%82%E7%89%88%EF%BC%89/>
16. 「コーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリックコメントの 2 - 金融庁, <https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/06.pdf>
17. 取締役会のリスク管理責任を強調、改訂版コーポレートガバナンス・コード(CGコード)を公表 金融庁/東証 - ニュートン・コンサルティング,
<https://www.newton-consulting.co.jp/bcmnavi/flash/id=9328>