

成長投資ガイダンスとコーポレートガバナンス改革 ー改革達成への共通言語は「エコノミック・プロフィット」ー

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 高市政権下での成長戦略である日本成長戦略が 2026 年 7 月 21 日に閣議決定され、この中で「成長志向型コーポレートガバナンス（CG）への転換」が打ち出された。そして、同日 CG コードの第 3 次改訂と、改訂版 CG コードと一体的に策定され、中長期的な企業価値向上のための実務指針となる成長投資ガイダンスが公表された。
2. 成長投資ガイダンスは、「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」したものである。本ガイダンスにおいて、価値創造は、「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」とされ、その実現度合いをみる指標、共通言語としてエコノミック・プロフィット（EP）が提示された。簡潔に言えば、資本コストを上回る利益率を上げられることで EP が創造され、下回ることによって破壊される。企業価値の創造や破壊が金額という形で見える化できる点が EP の大きな利点である。
3. 第二次安倍政権下で CG 改革が成長戦略として取り上げられて 10 年超経過し、企業も投資家（株主）も改革の目標達成という結果を強く意識すべきフェーズに入ったといえる。こうした環境下では、EP を共通言語とし「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効に活用できているか」という観点から建設的な対話を深化させることが、中長期的な日本企業の収益性・生産性の向上と投資家のリターン向上につながる。そして、それらの果実が家計にも広がり、最終的に日本経済に持続的な成長がもたらされることで、CG 改革の目標達成といえることができるであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『最終章』に向けた諸施策の改訂ー投資家・株主も企業も『結果』問われるフェーズに入るー」『野村サステナビリティクォーターリー』2026 年夏号。
- ・西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』ー改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号。

I 中長期的企業価値向上への実務指針「成長投資ガイダンス」

1. 日本成長戦略と改訂 CG コード、成長投資ガイダンス

高市政権下での成長戦略である日本成長戦略が 2026 年 7 月 21 日閣議決定され、同日コーポレートガバナンス・コード（CG コード）の第 3 次改訂が東京証券取引所から、そして成長投資ガイダンスが経済産業省から併せて公表された。これら 3 つの文章の関係は図表 1 のようにまとめることが出来る。

日本成長戦略では、長年続いてきた過度な緊縮志向から脱却し、国内投資を起点として日本を再び成長軌道に乗せるため、AI（人工知能）・半導体やデジタル・サイバーセキュリティなど 17 の戦略分野を選定した。そして、これら戦略分野への官民を挙げた国内投資促進のために解消する必要がある課題として新技術立国・競争力強化やスタートアップなど「8 つの分野横断的な課題」を挙げ、その解決策を検討、提示した。

「8 つの分野横断的な課題」の一つとして挙げられたのが「金融を通じた潜在力の解放」であり、この中で「企業の成長投資を促進するためのガバナンス改革」（成長志向型ガバナンスへの転換）として取り上げられたのが「（2026 年 7 月に改訂された）CG コードと成長投資ガイダンスの普及」である。すなわち、CG コード（第三次改訂）と成長投資ガイダンスは成長戦略の施策なのである。

図表 1 日本成長戦略と CG コード（第 3 次改訂）、成長投資ガイダンスとの関係

・ 日本成長戦略は高市政権の成長戦略として位置づけ
・ 「強い経済」の実現に向け、官民連携による17の戦略分野等への成長投資を強力に促進するための「8つの分野横断的課題の解決」策の一つとして「成長志向型コーポレートガバナンスへの転換」を打ち出す
・ 企業・機関投資家の双方が、短期主義に陥らず、中長期的な企業価値向上を強く意識し、必要な成長投資が実施されていくよう、(2026年7月に)改訂された「コーポレートガバナンス・コード」を普及し、経営資源の適切な配分に係る説明や検証の充実を図った上で、企業や投資家の取組をフォロー(スチュワードシップ・コードの趣旨に沿った対話やスチュワードシップ活動に関する情報提供が適切に行われているかの確認を含む)
・ コーポレートガバナンス・コードと一体的に策定された、中長期的な企業価値向上のための実務指針となる「成長投資ガイダンス」を普及し、企業の成長投資の質・量の向上や、成長ステージ等に応じた成長投資と株主還元の適切なバランスの確保、ベストオーナー原則に基づく事業ポートフォリオ転換といった取組を促す

(注) カッコ内は野村資本市場研究所で補足した。

(出所) 内閣官房「日本成長戦略」2026 年 7 月 21 日より野村資本市場研究所作成

2. 成長投資ガイダンスの位置づけと特徴

1) ガイダンスが指摘する日本企業三つの構造的要因

成長投資ガイダンスでは、ここまでの CG 改革は、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、日本企業の業績改善や株式市場の再評価につながっていることを評価している。その一方で「新たなパラドックス¹」に直面していると指摘する。すなわち、企業の業績や株価が大きく上昇し、資本効率指標も一定程度改善が進み、株主に対する還元は大幅に拡大する一方で、その成果が、賃金上昇や成長投資に必ずしも十分結び付いていないというパラドックスである。

さらに、「新たなパラドックス」の背景として、①日本企業全体としては資本効率の改善が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ない事業が依然として少なくないこと、②資本効率の短期的な改善が強く意識される中、一部の投資家による形式的な議決権行使とも相まって、企業が賃上げを含めた成長投資に対して消極的になり、資本の再配分や投下資本の戦略的な拡大が必ずしも十分に行われていないこと、③企業と投資家の間で、成長投資と株主還元の適切なバランスを、企業の成長ステージや業績を踏まえて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、の3点を構造的要因としている。

2) パラドックス解消のための投資家、企業の共通言語として「エコノミック・プロフィット（EP）」に着目

成長投資ガイダンスは、「新たなパラドックス」を克服するためには、企業が生み出す経済的な付加価値の総量の中長期的な視点から持続的に拡大していくことが必要であり、経済的な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）」に着目している。EP は、投資家や債権者に対して必要な資金コストを賄った上で企業に残る付加価値であり、将来の成長投資や、賃上げを含めた人的資本投資を含む幅広いステークホルダーへの再配分が可能なものと位置付けられる。計算式で表せば、

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

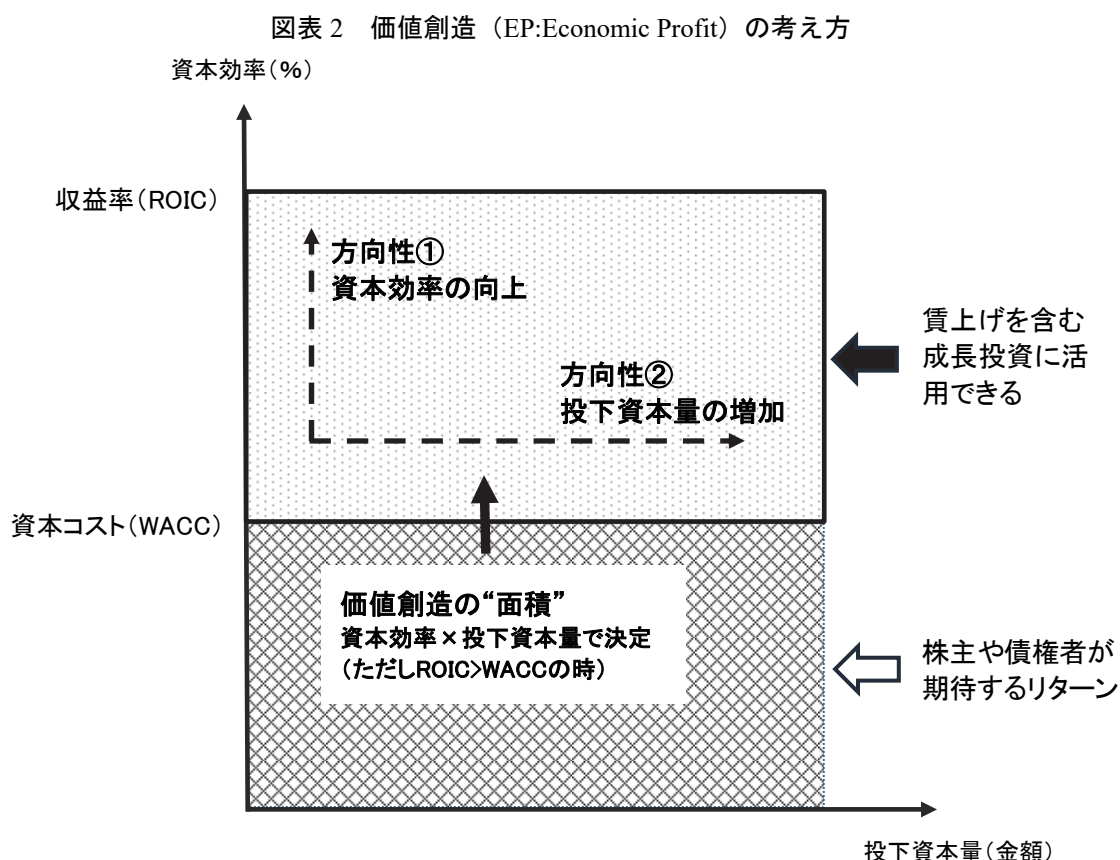
となる。ここで NOPAT（Net Operating Profit After Tax：税引後営業利益）とは、営業利益から、みなし税金（営業利益に実効税率をかけたもの）を控除した金額、WACC（Weighted Average Cost of Capital：加重平均資本コスト）とは、株主資本コストと負債コストを、資本構成比（負債・株主資本の比率）で加重平均したものである。そし

¹ 経済産業省が 2014 年 8 月に公表した「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係～』プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」において、「最もイノベーターと見られてきた日本企業が、持続的な低収益性というパラドックスに陥っている」と指摘され、これをきっかけに CG 改革が推進されたことから、今回の指摘を「新たなパラドックス」としている。

て投下資本は成長投資ガイダンスでは「運転資本＋固定資産－非事業用資産」として、事業活動に用いる資本と捉えている²。

図表 2 に示したように、資本コストは株主や債権者が期待するリターンであり、収益率（ROIC）が資本コスト（WACC）を上回る事業に資本を投下すれば、株主や債権者に分配後、賃上げ等の成長投資に利用できる「価値」、すなわち EP を創造し、中長期的な企業価値の向上に資することになる。反対に収益率が資本コストを下回る企業に資本を投下すれば、結果として EP を破壊することとなり、企業価値向上に資することはできない。よって、EP を創造、拡大するために、どのようにして①資本効率の改善（ROIC-WACC スプレッド拡大、資産回転率の上昇）を図るか、そして②投下資本量をいかに戦略的に配分、拡大させるかを企業（経営者）は検討することが求められる。

この考え方は、東京証券取引所が打ち出している「資本コストを意識した経営」と基本的には同じである。しかし、「資本コストを意識した経営」では資本コストを上回る収益率、すなわち「スプレッド」に注目するのに対し、EP ではスプレッドに投



(出所) 経済産業省「成長投資ガイダンスー価値創造の拡大を通じた企業の持続的成長に向けてー（価値創造レポート）」2026年7月21日より野村資本市場研究所作成

² 上記の考え方は投下資本を運用サイドから捉えるものである。これに対し投下資本を運用サイドから「株主資本+有利子負債」と捉える考え方もあるが、両者は同じ値となる。

下資本を乗じた価値の金額（総額）に注目している。企業価値の創造や破壊が金額という形で見える化できる点が EP の大きな利点である。この観点から、成長投資ガイドランスは「企業と投資家が、EP を共通言語として、中長期的な視点から資本配分や成長投資について対話を深めていくことが、「新たなパラドックス」を乗り越える鍵となる」としている。こうした問題意識を踏まえ、成長投資ガイドランスは成長を志向する企業と投資家に対して、日本成長戦略で言及された「成長志向型コーポレートガバナンス」へと日本企業が進化するための方向性を示し、企業と投資家が協働して価値創造に取り組み、中長期的な企業価値向上に踏み出すための考え方を提示するものである。そして、「成長志向型コーポレートガバナンス」は、EP の拡大を通じ、資本効率の改善と、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、両立させていくという考え方に立脚しているのである。

3) 「ベストオーナー」という考え方

成長投資ガイドランスは、投資家と企業の価値創造に対する共通言語として EP を提唱していることが一つの特徴であるが、もう一つ、「ベストオーナー」という考え方を取り入れている点も特徴として挙げることが出来る。ここで、ベストオーナーとは当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体³を指す。

成長投資ガイドランスでは、企業が EP を創造すべく企業ポートフォリオを見直す際には、「自社が保有し続けた場合の価値」と「他の保有主体が保有した場合の価値」を比較し、現時点で高い成長率や高いスプレッドを実現している事業であっても、他の事業者の方がより高いパフォーマンスを発揮し得る場合には、ベストオーナーへ事業を移転するという選択肢も検討すべきであると指摘している。こうした判断により、買い手は資本生産性の向上、売り手は成長分野への再投資余力の確保、さらにはより資本効率が高い領域における成長投資に資することにつながるため、マクロ的な観点からもベストオーナーへの事業譲渡は有効であると成長ガイドランスは述べている。

II 取締役会・投資家に期待される対応

1. 取締役会に期待される対応

1) 改訂 CG コード原則 4-1 を踏まえた対応が期待される

CG コード（第三次改訂）の原則 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）では、「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、

³ この考えは経済産業省が 2020 年 7 月 31 日に公表した「事業再編実務指針」において取り上げられた。

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」との文言が付加された。

一方、成長投資ガイダンスでは EP の創造、拡大で企業価値を高めていくことが企業経営陣の責務とされている。企業経営陣がこのような責務を果たすために、原則 4-1 も踏まえ成長投資ガイダンスは、取締役会に対し、監督機能に加え、資本効率の改善と投下資本の質・量の改善が統一的な戦略の下で実行されるよう、経営陣を後押ししつつ規律付ける役割を期待している。

2) 「成長の道筋」と将来キャピタルアロケーションの統合

具体的には、企業がどのような成長の道筋（例えばどのような領域で ROIC-WACC スプレッドを拡大し、その分野に重点的に投下資本を配置、拡大するのか）の下で EP を拡大していくかについて経営陣と議論を深める。その際、単年度の投資額や短期の財務指標に着目するのではなく、複数年にわたる投資の累積効果として EP をどのように拡大していくのかという時間軸を明示した議論を行うことが求められる。特に、投資家との対話・開示を見据え、「成長の道筋」と将来のキャピタルアロケーションの整合性（なぜ当該配分が EP 拡大に資するのか）を、説明可能な形で整理しておくことが取締役及び取締役会にとって重要である。

3) 経営陣の必要なリスクテイクの後押しや指名・報酬を通じた規律付け

取締役会はベストオーナーという考え方も踏まえ、投下資本がスプレッドの低い領域に滞留していないかを点検し、事業ポートフォリオの見直しを後押しすることを成長投資ガイダンスは指摘している。さらには、成長投資のために必要な経営陣のリスクテイクを後押しすることや、経営陣が適切な情報と分析に基づき意思決定を行える体制が整備されているかを点検・支援すること、指名・報酬を通じた価値創造に向けた規律付けを行うことなども期待されている。

2. 投資家に期待される対応

企業が EP を創造、拡大するために、成長投資ガイダンスでは投資家に対し以下の対応を期待している。

1) 成長投資の時間軸と実質判断の重要性

成長投資は成果が実現するまでに時間がかかり、特に投資初期には利益やキャッシュフロー、資本効率指標が一時的に悪化する不確実性を伴うことから、過度に短期的なリターンの要求や形式的な議決権行使に偏ることなく、企業の成長ステージや事業特性を踏まえた実質的な判断を通じて、資本配分の合理性を評価し、必要な成長投資を後押しする。

2) 対話の議題の重点化

EP 拡大という観点から対話の議題を重点化し、資本配分に関する企業的意思決定の合理性や実現可能性などの検証に対話の時間を割くことが重要である。

3) 企業状況の把握と実質的な論点設定

エンゲージメントを企業の EP の拡大につなげていくには、企業の業績や成長ステージ、事業特性に応じた対話が投資家に求められる。企業の状況把握（成長ステージ、事業特性等）を前提に、①成長の道筋、②資本効率（ROIC-WACC スプレッド）改善、③投下資本の質・量、④将来のキャピタルアロケーション等を中心に、企業の説明の整合性を検証し議論を深めていく。

4) 議決権行使

議決権行使方針において、企業による成長投資の戦略的意義や期待される時間軸、将来の価値創造との関係に関する説明や対話を踏まえつつ、形式的な指標等の変動のみに着目するのではなく、できる限り実質的な判断を行うことが求められる。仮に業績評価に関して ROE 等の業績指標を用いる場合においても、中長期的な EP 拡大に資する成長投資を阻害しないよう、例外要件（セーフハーバー）の設定など、企業の説明を踏まえた実質判断を可能とする意思決定体制の整備を行うことが強く期待される。また、議決権行使の透明性を高め、対話の実効性を高める観点から、投資家は、議決権行使結果を公表することに加え、重要な議案については、賛否判断の「実質的理由」を開示することが望ましい。

III CG 改革の目標達成に向け「結果」にこだわるフェーズへ

1. CG 改革は成長戦略であるという「原点」に立ち返る

そもそも CG 改革は第二次安倍政権下の成長戦略である日本再興戦略において取り上げられた。まず、日本再興戦略 - JAPAN is BACK（2013年6月14日）において、コーポレートガバナンスの強化が施策の一つとして取り上げられ、社外取締役の積極活用、そして日本版スチュワードシップ・コードの検討が取り上げられた。さらに、「日本再興戦略」改訂 2014 - 未来への挑戦（2014年6月24日）において、「コーポレートガバナンスの強化」が日本の「稼ぐ力＝中長期的な収益性・生産性の向上」を取り戻すための施策とされ、CG コードの策定が取り上げられた。そして、実際にスチュワードシップ・コードは 2014 年、CG コードは 2015 年に制定され、両コードは企業と（機関）投資家の間で建設的な対話の実施を規律付け、「車の両輪」として CG 改革遂行のベースとなった（図表 3）。

図表 3 CG 改革は第 2 次安倍内閣による成長戦略として位置づけられた

○ 日本再興戦略-JAPAN is BACK-(2013年6月14日) ・「コーポレートガバナンスの強化」が成長戦略の施策の一つとして取り上げられる ・攻めの会社経営を後押しすべく、社外取締役の機能を積極活用するとともに、機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップコード)について検討し、取りまとめる
○「日本再興戦略」改訂2014 ―未来への挑戦―(2014年6月24日) ・「コーポレートガバナンスの強化」が日本の「稼ぐ力＝中長期的な収益性・生産性の向上」を取り戻すための施策とされる ・持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定

(出所) 内閣官房「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」2013年6月14日、及び「『日本再興戦略』改訂2014-未来への挑戦-」2014年6月24日より野村資本市場研究所作成

このように、第二次安倍政権下で CG 改革が成長戦略として取り上げられて 10 年超が経過した。これを機会に、CG 改革は成長戦略であるという「原点」に立ち返り、企業も投資家（株主）も改革の目標達成という結果を強く意識すべきフェーズに入ったといえる。ここまで、社外取締役の増加や政策保有株式の減少、株主還元の増加といった CG 改革の「成果」は見られる一方、ROE に代表される資本効率性の改善は緩慢であり、企業の保有現預金が増加しており、「稼ぐ力」の向上や稼得した利益が次の成長投資に振り向けられていないという CG 改革の「本質的な課題」が残存している⁴。

2. 成長投資ガイダンスの活用が CG 改革の目標達成につながる

このような環境の下で成長投資ガイダンスを活用することにより、ガイダンスが提唱する EP を共通言語とし、企業がいかに EP を高めていくかについて、取締役会は経営陣の監督と必要なリスクテイクの後押しを、そして投資家（株主）は企業との対話の主要なテーマとする必要がある。

上述のように CG 改革において「本質的な課題」が残存していることを考慮すると、まずは CG コード原則 4-2（取締役会の役割・責務Ⅱ：適切なリスクテイクを支える環境整備）の解釈指針に示された「現預金等の金融資産や実物資産等の経営資源を成長投資等に有効に活用できているか」という観点から建設的な対話を深化させることが、中長期的な日本企業の収益性・生産性の向上と投資家のリターン向上につながると考えられる。そして、それらの果実が家計にも広がり、最終的に日本経済に持続的な成長がもたらされることによって、CG 改革はその目標を達成したといえることができるであろう。

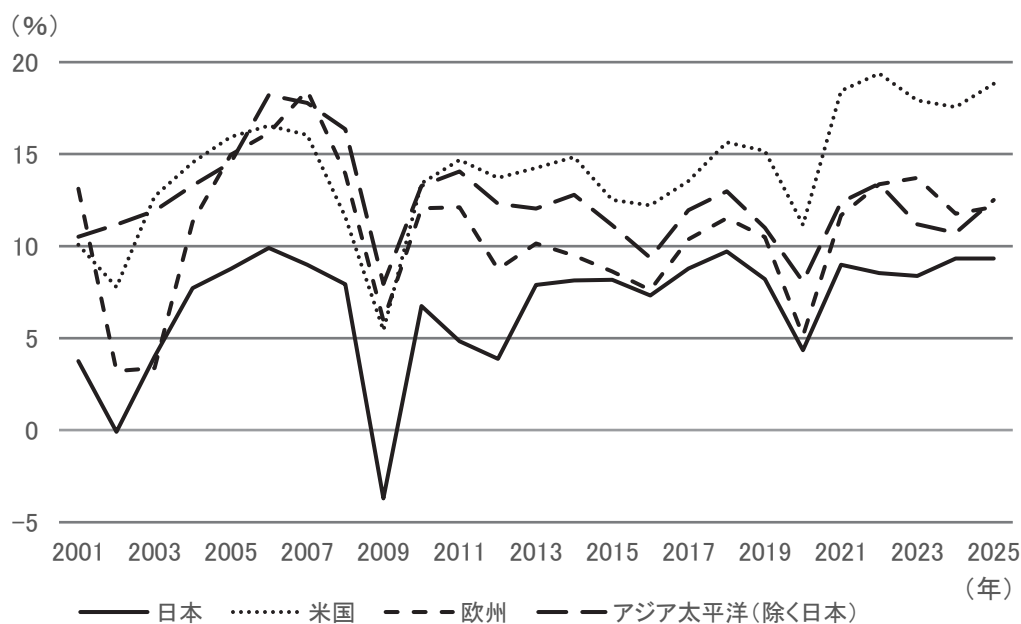
⁴ この点に関しては、西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』―改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』―」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号を参照。

3. やはり大切な「ROE10%台の定着」

最後に、将来的に CG 改革の目標達成が国際的にも認識されるためには、ROE が向上し、米・欧・アジア太平洋の主要企業の平均である 10% 台に定着することが必要と考える。成長投資ガイダンスにおいて「負債比率を高めることや、投下資本の縮減・抑制、自己株式の取得等によっても、短期的には ROE を上昇させることが可能」との記載があるなど、ROE は投資家の短期志向を助長しかねない側面があることは否定できない。一方、成長投資ガイダンスでは、ROE は「株主資本に対する利益水準を示す指標として重要」とも指摘されている。また、計算や数値の比較のしやすい「分かりやすい」指標が国際的な比較をする上では好まれるという面もあるだろう。

日本企業の ROE は、10% に近づくと、まるでそこに天井があるかのように水準が低下する局面が何度も見られている。CG 改革がその目標を達成したことを国際的にも認識させるためには、成長投資ガイダンスに示された企業と投資家の EP 創造、拡大を巡る建設的な対話が進化することによって日本企業が「天井」を破り、ROE の 10% 台定着が期待される（図表 4）。

図表 4 ROE の国際比較



(注) 日本は TOPIX500、米国は S&P500、欧州は STOXX 欧州 600。アジア太平洋（除く日本）は S&P アジア 50 と S&P/ASX200 の時価総額加重平均。なお、S&P アジア 50 は香港、韓国、シンガポール、台湾 4 市場の大型優良企業 50 銘柄、S&P/ASX200 はオーストラリア証券取引所上場の浮動株調整時価総額上位 200 銘柄。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成