

持続的経済成長に向けた課題とコーポレートガバナンスコード改訂

2026年8月7日

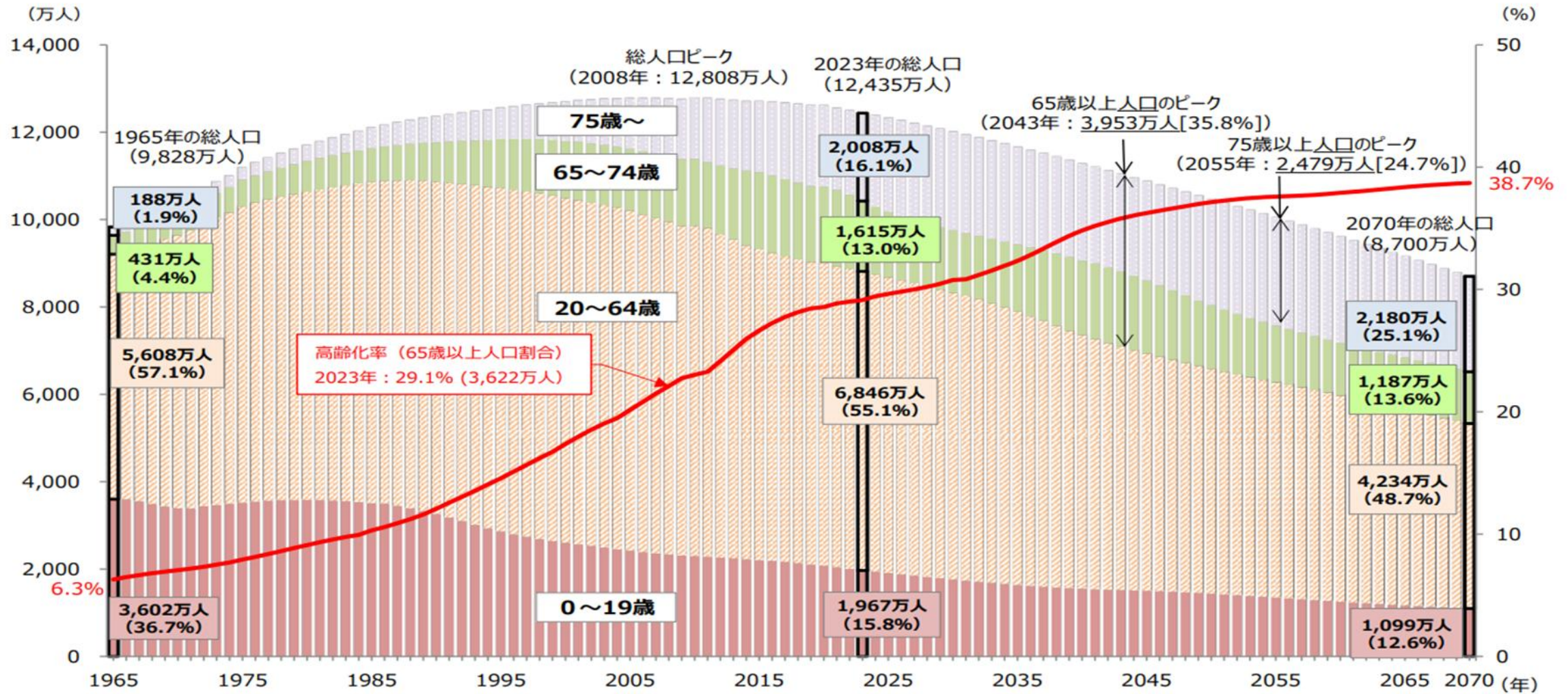
日本総合研究所

翁百合

内容

- マクロの視点からみた経済成長の課題
- コーポレートガバナンスコード改訂案のエッセンス
- これからの企業に求められること

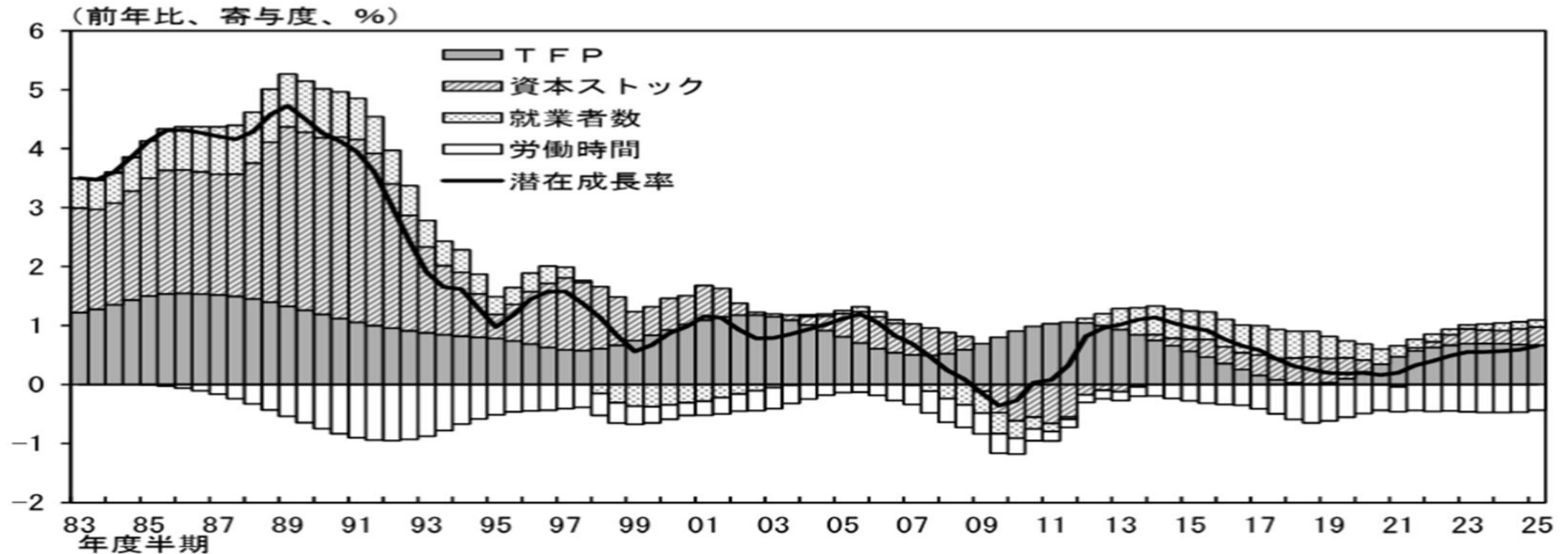
進む人口減少・少子高齢化



(注) カッコ書きの計数は構成比

(出所) 総務省「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年4月推計）」（出生中位・死亡中位仮定）

80年代からの潜在成長率の推移



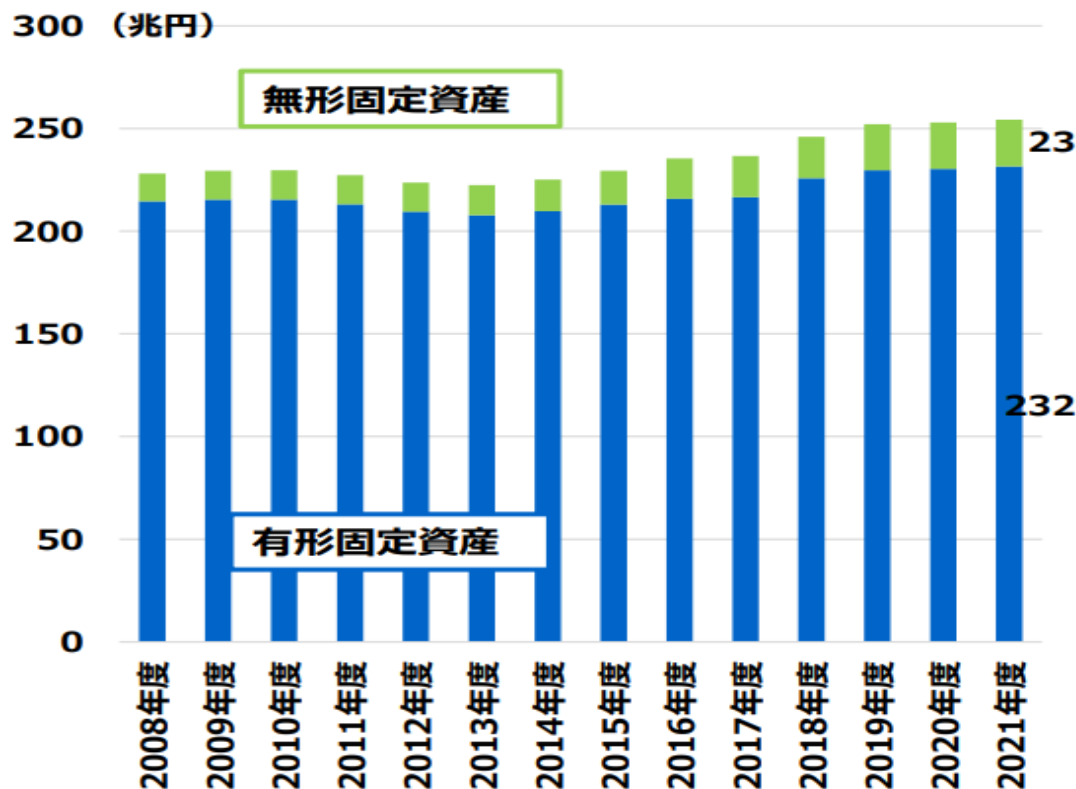
- (注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
2. 短観加重平均DI（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3. 2025年度上半期は、2025/2Qの値。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省

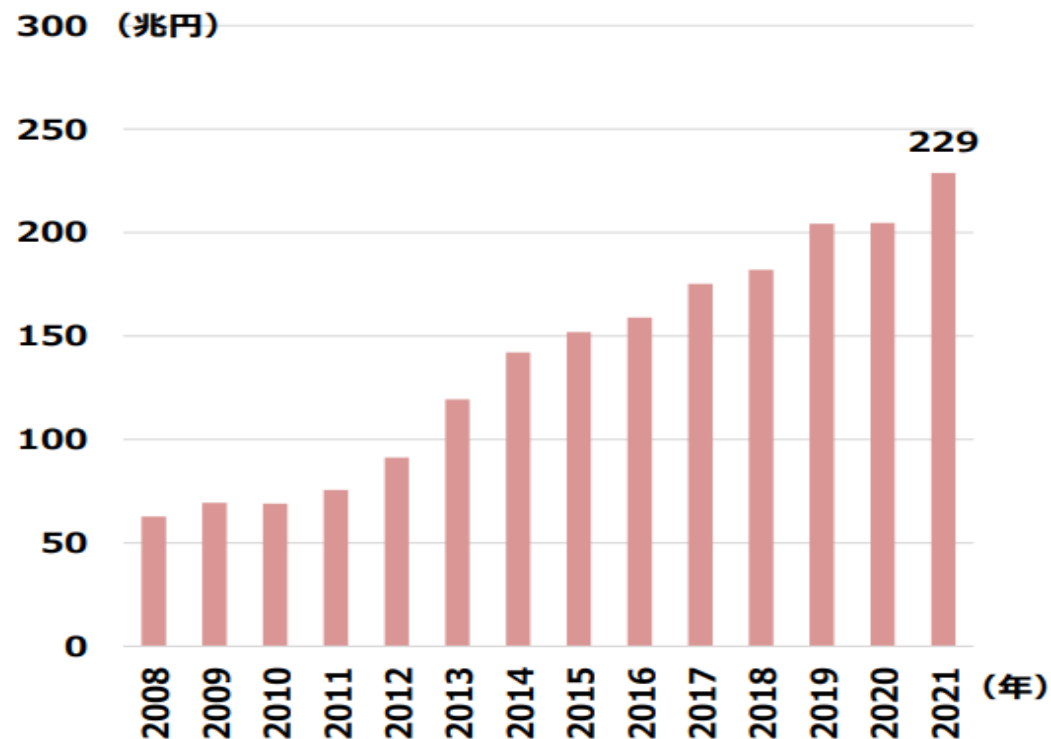
近年まで大企業の投資は国内ではなく、収益率の高い海外に向かっていった

- 日本の大企業は、手堅く投資を行ってきたが、その内訳を見ると国内の有形・無形固定資産は横ばいに推移する一方、対外直接投資は大きく伸ばしている。

大企業（資本金10億円以上）の有形・無形固定資産の推移



対外直接投資残高

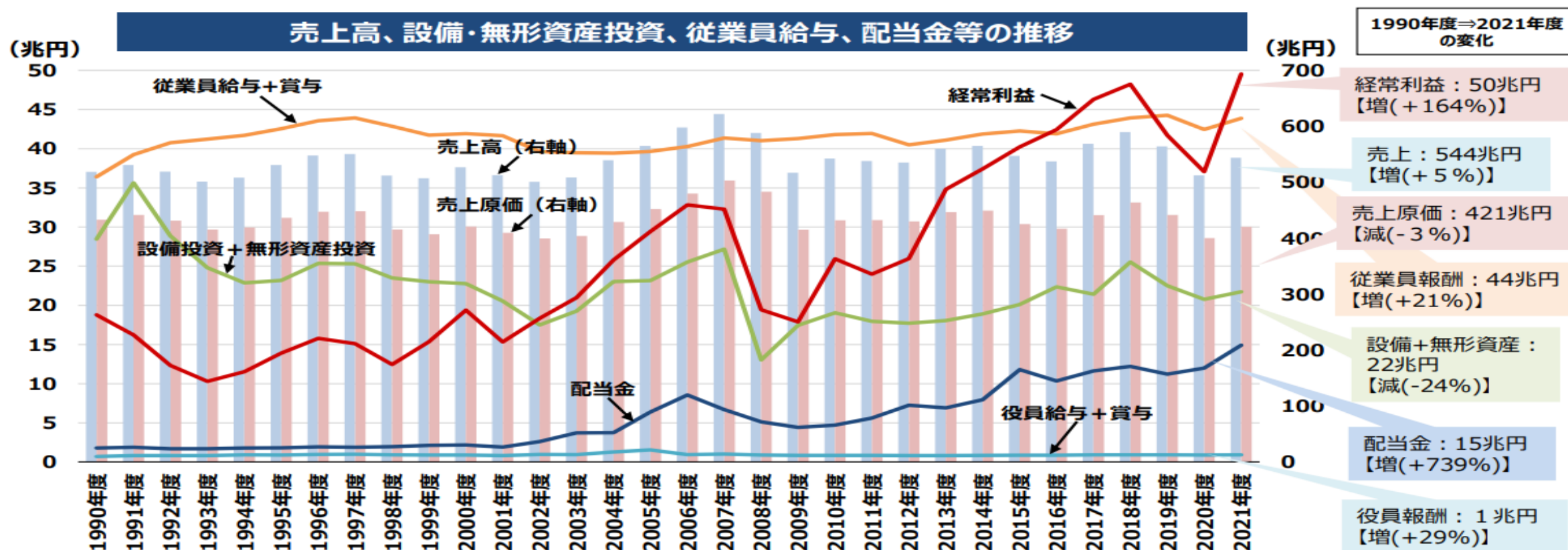


(注) (左) 全産業（金融業、保険業を含む）。資本金10億円以上を基に作成（単体ベース）。(右) 金融・保険業を含む全産業。簿価ベース。

(出所) (左) 財務省「法人企業統計年報」、(右) 財務省「本邦資産負債残高」

経費削減と海外投資によって利益を増やしていた多くの大企業

- 30年間の大企業の財務を見ると、**売上は微増、売上原価は微減**。結果として売上総利益が拡大。設備投資は微減、人件費は微増(*)、配当金は拡大。*総従業者数は666.6万人→746.7万人と12%増
- **企業の経常利益は長期的に増加し、足下では過去最高の数字**。



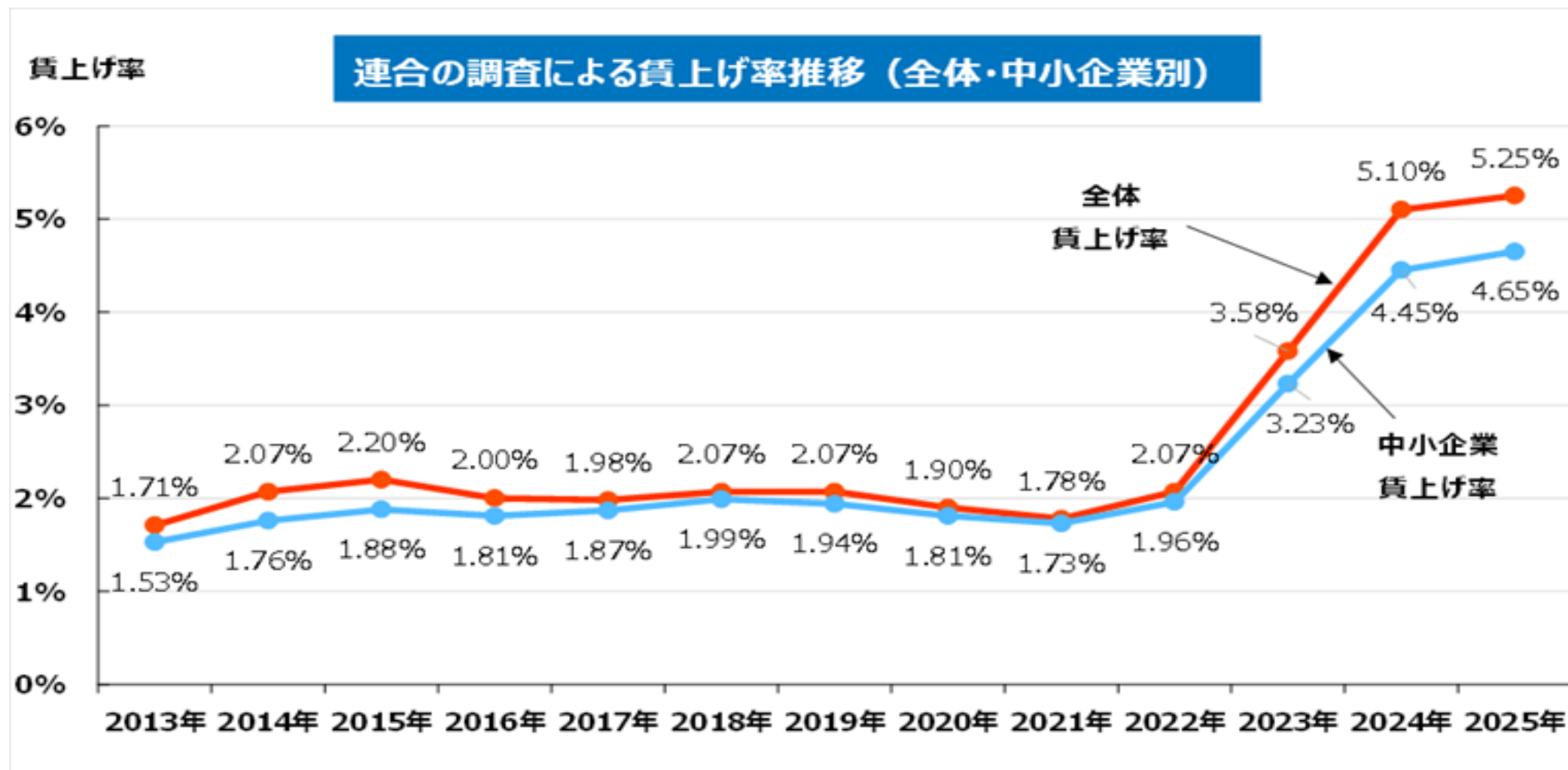
(注) 全業種(金融・保険業除く)、資本金10億円以上の企業の集計。

設備投資+無形資産投資には、土地を除く有形固定資産、ソフトウェア、ソフトウェアを除く無形固定資産(のれん、特許権等)が含まれる。

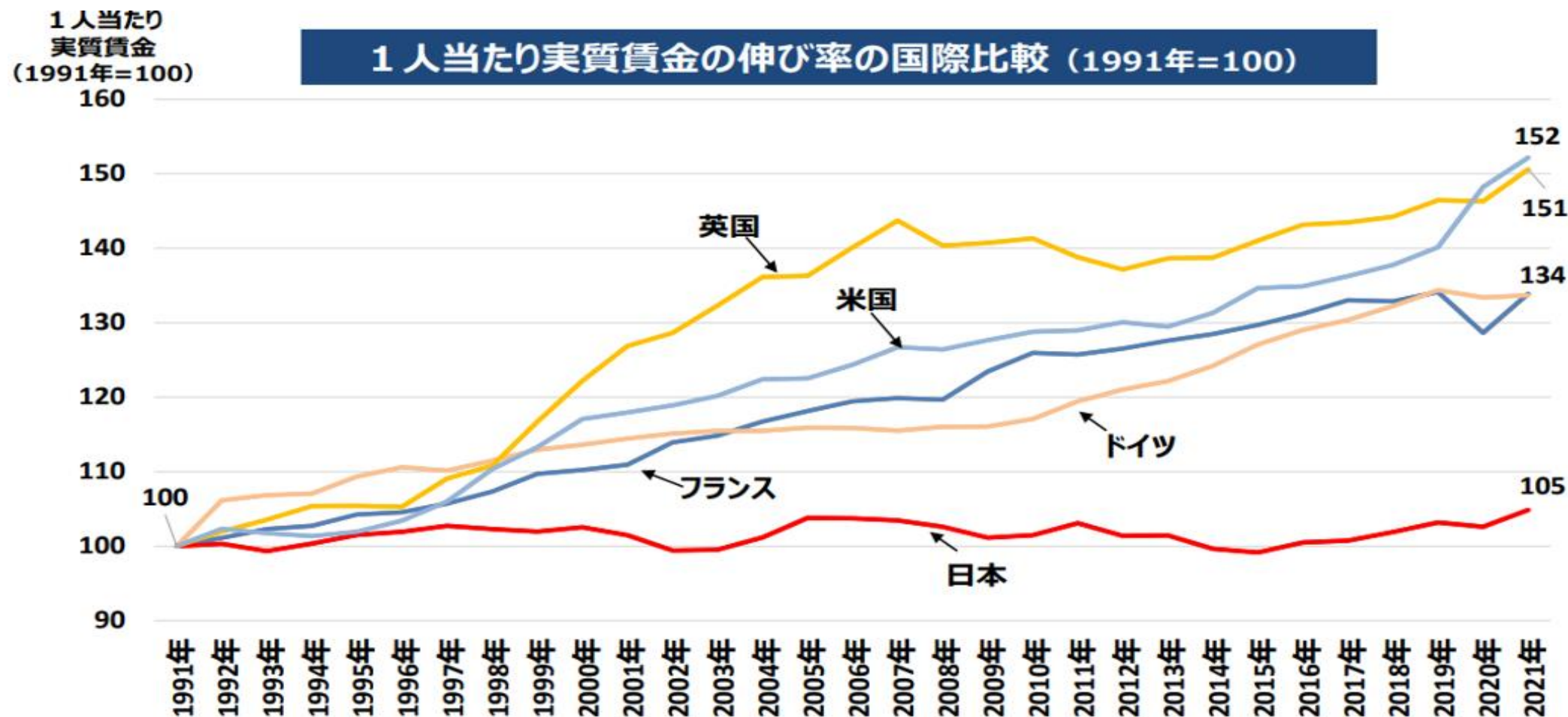
無形資産投資は、ソフトウェアとソフトウェアを除く無形固定資産について、当該年度の固定資産残高から前年度の固定資産残高を差し引いた値として算出している。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」

近年の賃上げの動向



1990年代以降の実質賃金の伸び率は停滞

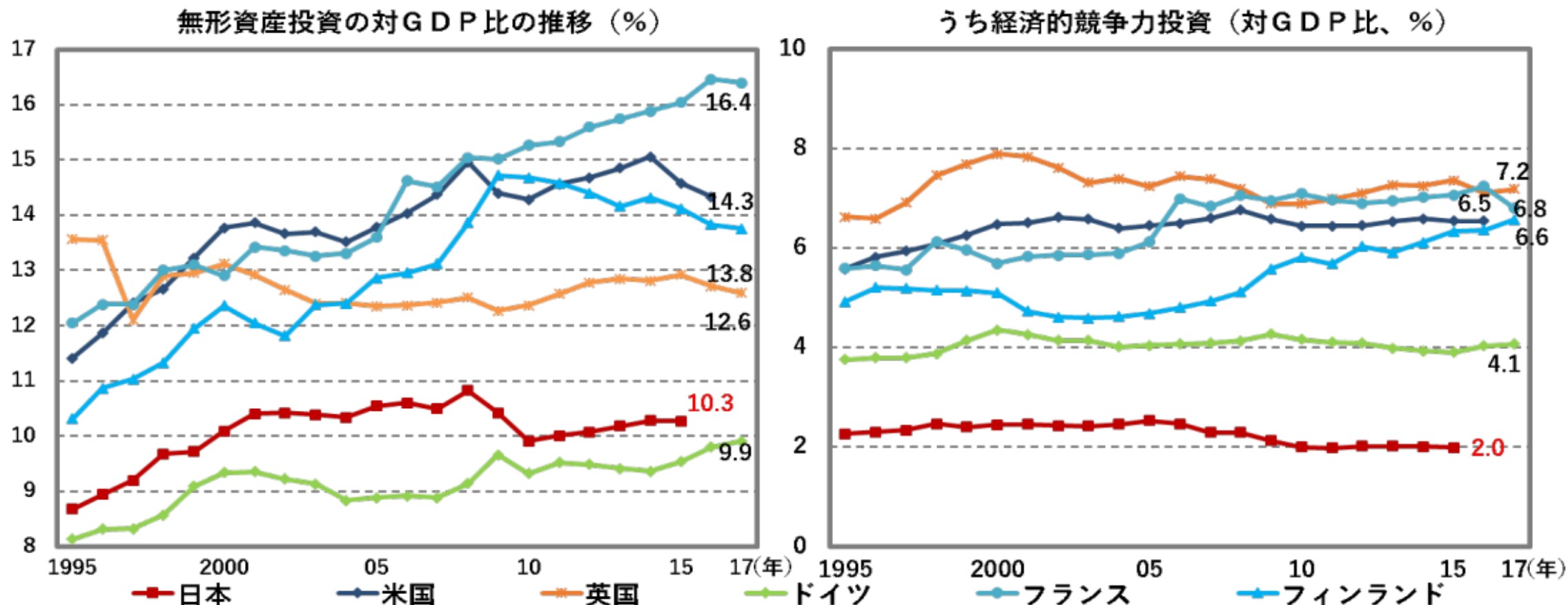


(注) 2021年の米国ドル（購買力平価ベース）により実質化した値。国民経済計算における「賃金・俸給」を雇用者数で割った上で、雇用者の平均週労働時間に対するフルタイム雇用者の平均週労働時間の割合を乗じて計算された数値。

(出所) OECD.Statを基に作成。

無形資産投資の国際比較・・・経済的競争力投資の著しい低さが目立っていた

無形資産投資とは、知識・技術や人的資本などの「見えない資産」への投資。革新的資産投資（研究開発投資等）、情報化資産投資（ソフトウェア投資等）、経済的競争力投資（人材投資、経営組織改革投資等）＊に大別される。



人口動態変化下、持続可能な経営とは？⇒経済強靱化・少子化への対応

過去30年のビジネスモデル

- コストカット
- 低価格設定
- 賃金維持
- 雇用維持



今後のビジネスモデル

- **付加価値**創造へフォーカス
- **マークアップ**率向上
- 持続的賃金アップを確保できる稼ぐ力
- 人への投資（リスクリング） & リテンション

企業の持続的成長にはAIが普及する中での「人への投資」が重要に

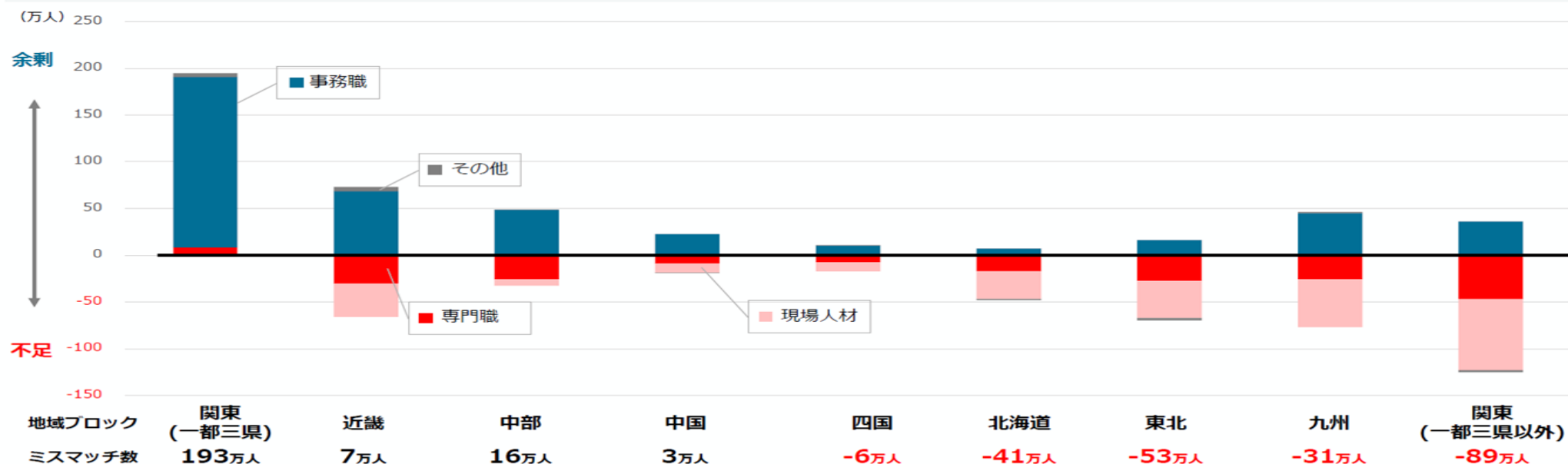
- **人手不足**で人への投資や人材戦略が、経営の死活問題に。自律的キャリア志向、転職志向が若年層で急速に拡大、「**人が企業を選ぶ**」時代に。一方で国内マーケットも縮小。。。
- 「人への投資」により、労働人口は減っても、**付加価値生産性を持続的に向上**させる。
人件費はコストではなく「投資」
- 企業が、成長志向があり、性別・年齢にかかわらず**有能な人を惹きつけ続ける**には：
 - ⇒今後のビジネスモデルと統合的な人事制度への変革：持続的な賃金引き上げ、ジョブ型とのハイブリッド人事導入・柔軟な働き方、リスキリングなどの成長機会の提供
 - ⇒女性の潜在能力発揮も日本の今後の成長のカギ

2040年の労働市場—AI導入で地域の専門職・現場人材の不足が顕在化

暫定版（数値精査中）

地域別就業構造推計（地域別ミスマッチ × 職種内訳）

- 東京圏では全体が余剰となり、その多くを事務職が占めている。一方、AI・ロボット等利活用人材を含む専門職はほとんどの地域で不足。また、地方では現場人材も大きく不足。

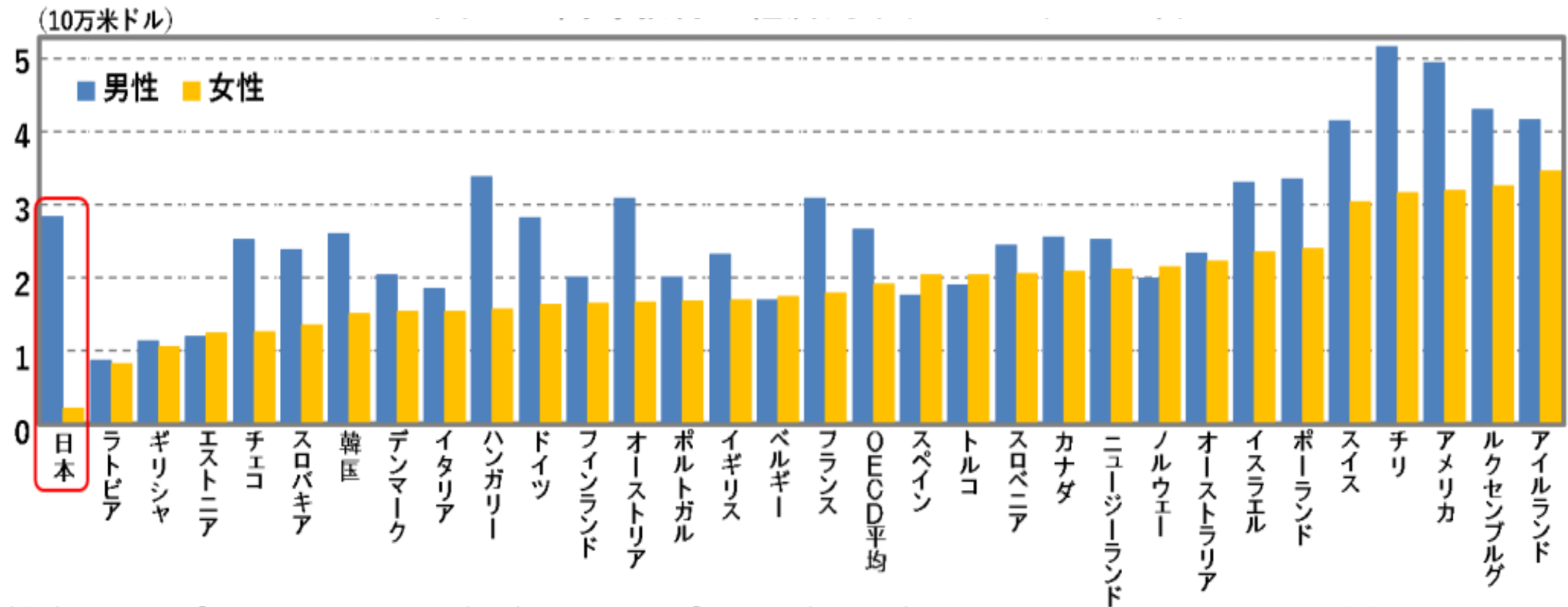


(注) 職種分類について、「専門職」は、日本標準職業分類上の専門的・技術的職業従事者を指す。また、そのうち「AI・ロボット等利活用人材」は、日本標準職業分類上の機械技術者やその他の情報処理通信技術者等の職種を集計。また、「現場人材」は、日本職業分類上の生産工程従事者、建設・採掘従事者、サービス職業従事者等の職種を集計。地域ブロックは、経済産業局所管区域に沿って設定。なお、関東は一都三県/一都三県以外で二分し、沖縄県は九州に統合して集計。

5

高等教育の経済的リターンの男女差

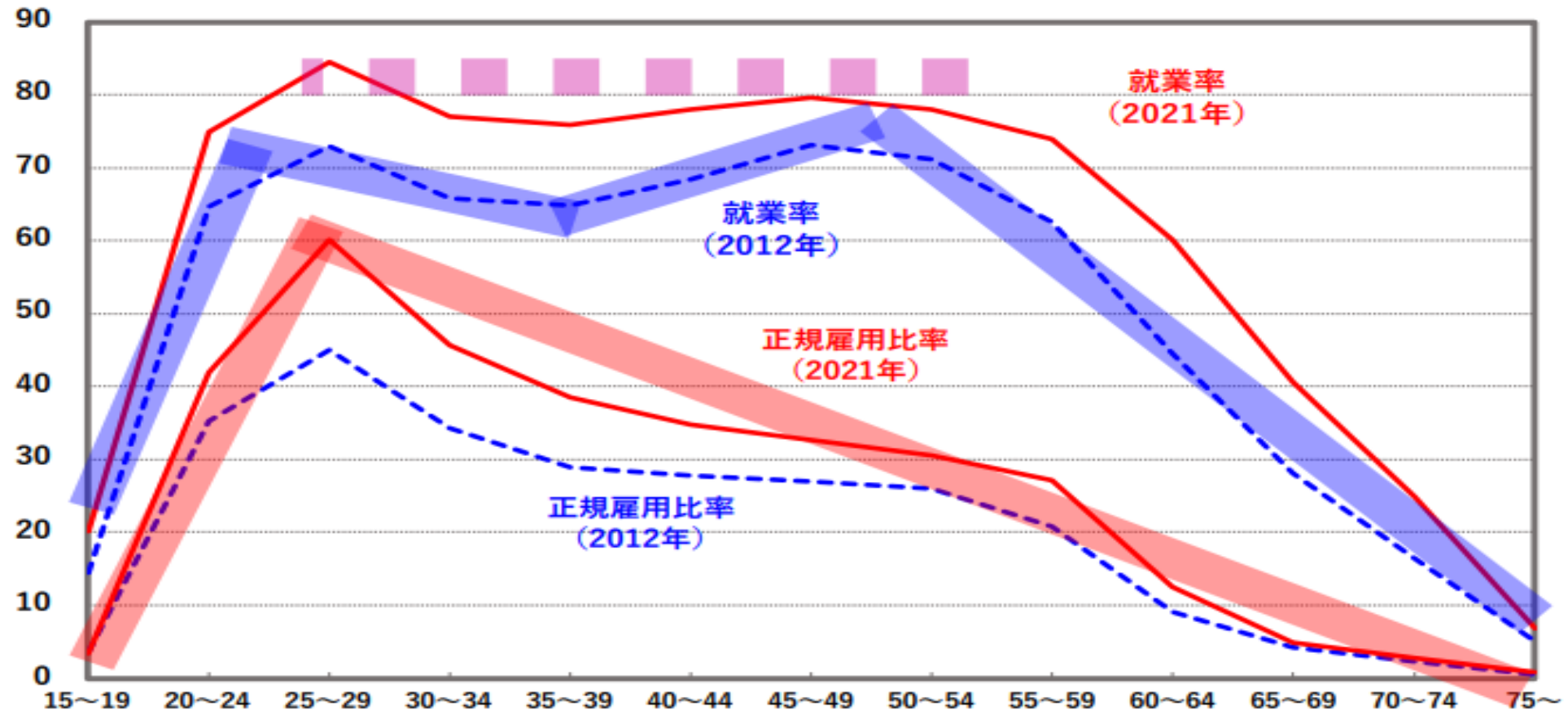
：女性の潜在能力が生かされていない→日本のポテンシャル



(備考) OECD Data「Mathematic Performance (PISA) 2018」、OECD「PISA2018 (Volume II) : Where All Students Can Succeed」により作成。
高等教育は大学・大学院・高等専門学校・短期大学を含む。高等教育の経済的リターンは、高等教育の便益（生涯所得の増加分）から高等教育の費用（受講費用及び機会費用等）を控除して算出（将来の便益と費用は、2パーセントの割引率で現在価値に換算。）。

男性にはない正規雇用比率のL字カーブ

女性の就業率と正規雇用率（M字カーブとL字カーブ）



出典：総務省「労働力調査（詳細集計）」により作成。人口に占める就業者又は正規労働者の割合。

グローバルにも注目される「生活賃金」の議論

- 国連グローバルコンパクトが23年夏に始動させた“Forward Faster”で、社会（S）課題として「**生活賃金（living wage）**」（＝労働者とその家族が基本的な生活水準を維持するために必要な賃金水準（必要な費用をカバーする賃金水準））を取り上げ→様々なSDGsにつながる（食、健康的な生活等々・・・）、TISFD（不平等と社会関連財務情報開示タスクフォース）の動き
- 日本も含む多くの先進国で最低賃金 < 生活賃金（26年度現在 全国平均で1121円）
- **日本の最低賃金カバー率：80%台（自動車保有を勘案すると約70%）**
- 単身世帯、2～3人世帯で2～3割が生活賃金未満の生活水準

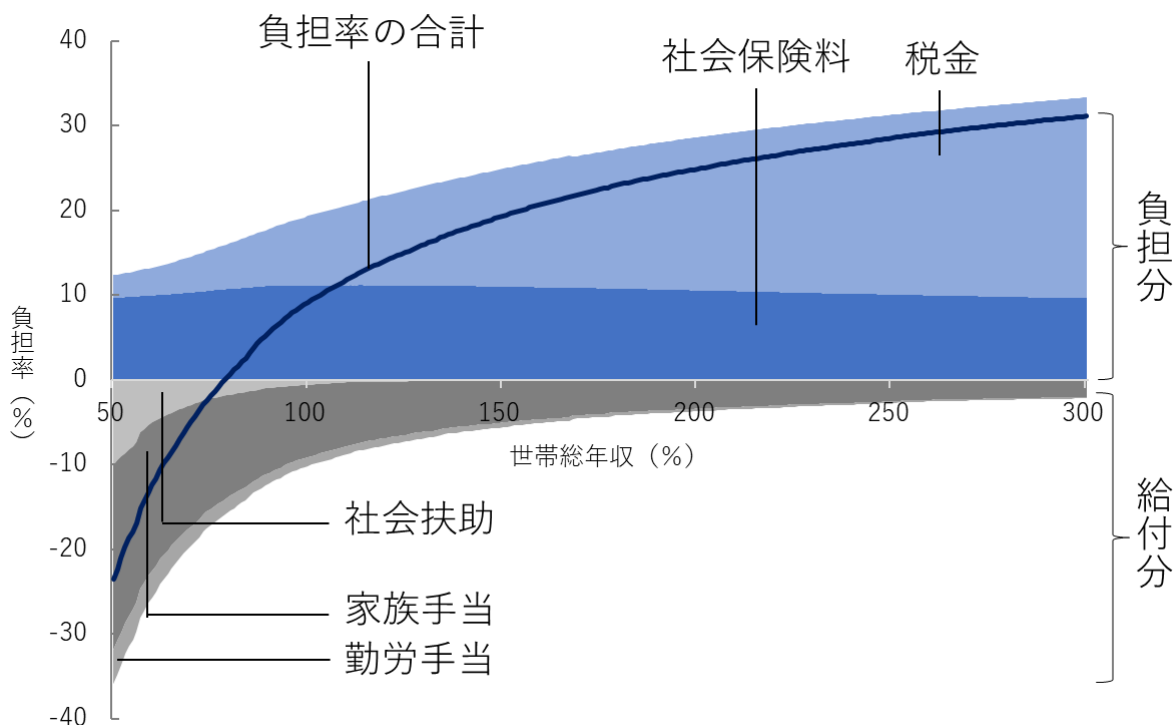
（注）木村武PRI理事「低賃金はESGリスク、脱・環境対策偏重のススメ」Nikkei Financial (2024)参照。

最低賃金引上げ（主に非正規社員）は日本の将来にとっても重要な課題

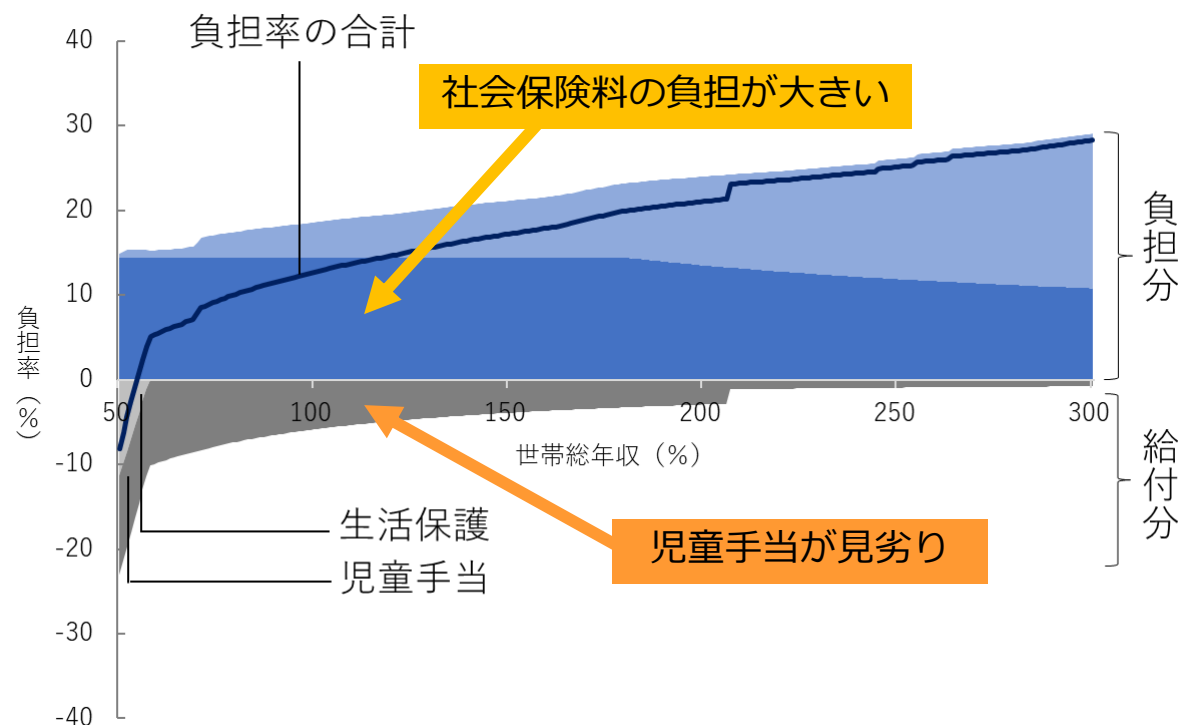
共働き・子どもがいるサラリーマン世帯の年収と負担率の構成

- ✓日本の生活保護を上回る低所得層の負担率の高さは、主に社会保険料によるもの
社会保険料が税と比較すると逆進的に働いている
- ✓低所得層の手当もOECD平均と比べて水準が見劣り

OECD平均

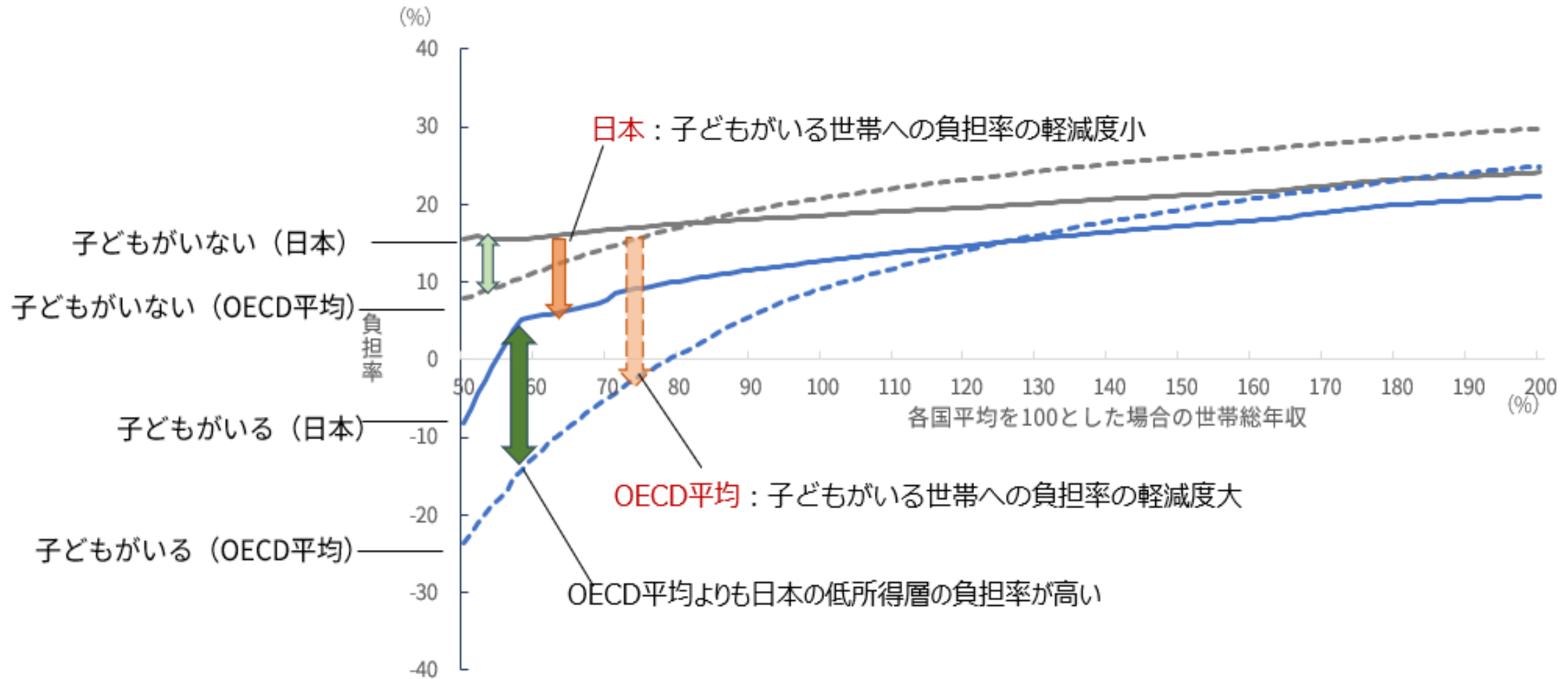


日本



（注）児童手当の所得制限は、2023年12月「こども未来戦略」において、撤廃とされ、現在国会で審議中。

共働き世帯の負担率の国際比較：日本の現役世代の低所得層の負担率は高い

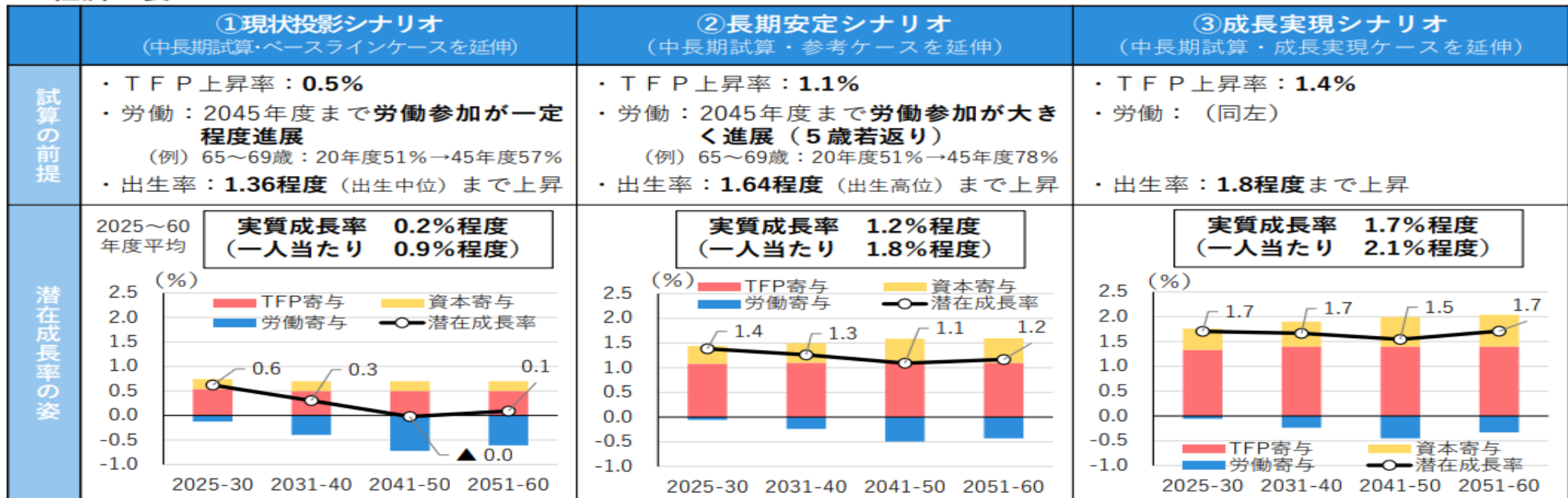


長期経済推計の試み：内閣府の試算前提

長期試算の全体像

- 経済の前提は、生産性の向上、労働参加の拡大、出生率の上昇の発現の程度の違いにより、3つのシナリオを想定。（経済財政諮問会議（2024年2月29日）資料4と整合的な内容）
- その経済前提の下で、将来の人口動態を考慮し、2060年度までの財政・社会保障（医療・介護）の姿を試算。

<経済の姿>



(備考) 1. 生産性の伸びや出生率が現状を下回り、労働参加も進展しなければ、①を更に大きく下回る経済の姿となるおそれ。
2. 資本寄与は、現状投影シナリオを基準として、T F P 寄与、労働寄与の増分に応じて高まるよう機械的に計算している。

<財政・社会保障の姿>

中長期試算の各ケースを以下の前提で延伸

社会保障費：人口動態、賃金・物価、医療の高度化等で延伸

社会保障以外の経費：名目成長率で延伸

歳入：名目成長率で延伸



医療・介護の給付と負担

国・地方 P B 対 G D P 比

公債等残高対 G D P 比

を試算

持続的な経済成長を実現するための課題

- 内閣府の試算においても、長期的経済の持続性を規定するのは、TFP（全要素生産性、分母は全ての生産要素の投入量）、労働参加率、出生率
- TFP上昇・・・資本の質、労働の質、経営の質を高める、新技術の波及を広める
- 人口減少が見込まれる日本にとって、経済を持続的に成長するためには、国内投資に加えて、全要素生産性の上昇は不可欠

従来のコーポレートガバナンスコードへの批判

1. コードが細則化され、形式主義に陥っているという批判

企業からみれば開示負担が大きくなっている一方、コードの補充原則が増加してマニュアル化し、形式的にコンプライしている企業が少なくないとの見方。

コードの原則にコンプライして、社外取締役の数を形式的に満たしていても、実態として社外取締役の識見、経営陣の姿勢、情報共有など条件が整わないと、本当の意味で取締役会は機能しないのではないか。

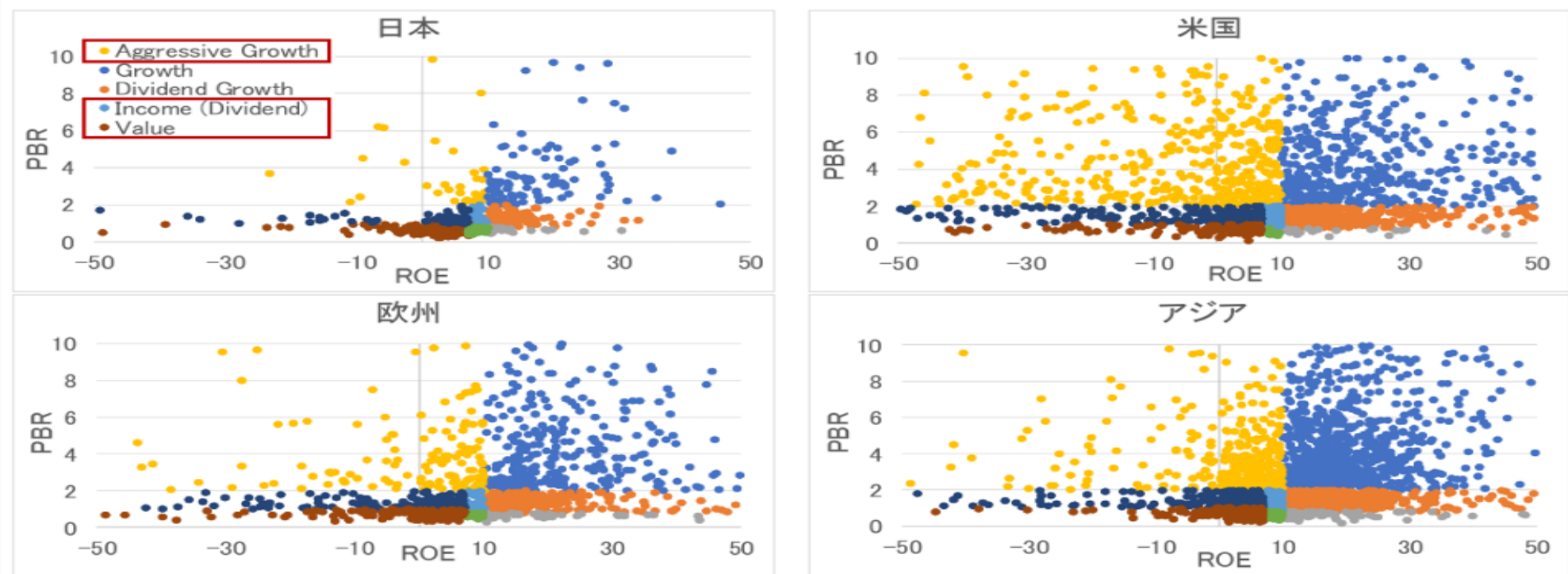
2. 日本のコーポレートガバナンスはまだ不十分という見方

成長期待が低い企業が多い、現預金比率の高さなど、外国人投資家や日本の機関投資家も、日本企業のコーポレートガバナンスに厳しい目を向けている。アクティビストの動きも最近積極化。

株主総会の直後に前年の有価証券報告書が開示されても、投資家にとって議決権行使の際の参考にできないのではないか。

足元のPBRとROEの国際比較

- ◆ 日本企業は、諸外国と比較して、成長期待の低い企業群（Value・Income）が多く、成長期待の高い企業群（Aggressive Growth）が特に少ない傾向にある



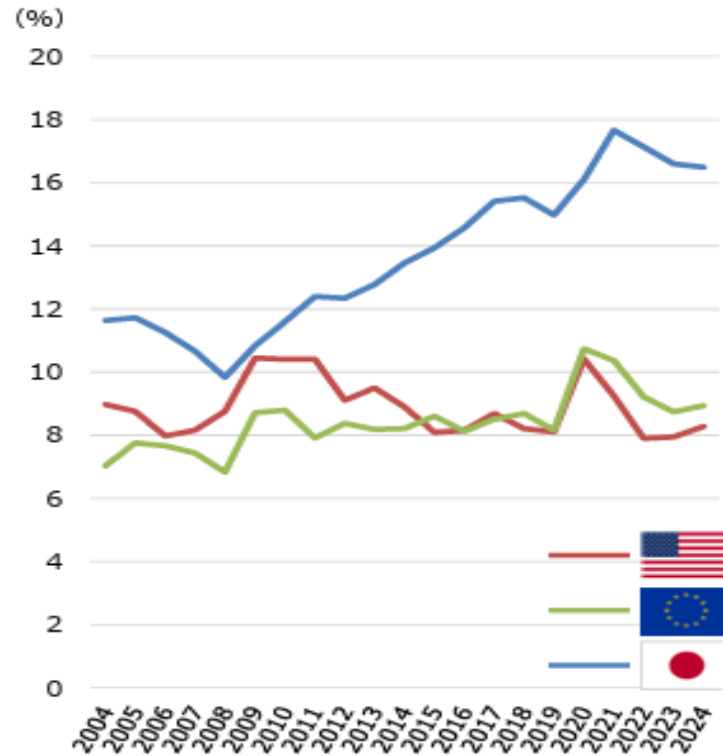
- ※ Credit Suisse HOLT Lensデータより三瓶メンバー作成。2022年4月8日終値ベース
- ※ Aggressive Growth : PBR2倍以上・ROE10%未満、Growth : PBR2倍以上・ROE10%以上、Dividend Growth : PBR0.8倍以上2倍未満・ROE10%以上、Income : PBR0.8倍以上2倍未満・ROE7%以上10%未満、Value : PBR1倍未満・ROE7%未満。
- ※ 調査対象 : 時価総額10億ドル以上かつPBRが正の企業（日本647社、米国2,080社、欧州1,227社、アジア2,770社）

出典：経済産業省 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（第1回）（2025年2月4日）資料6

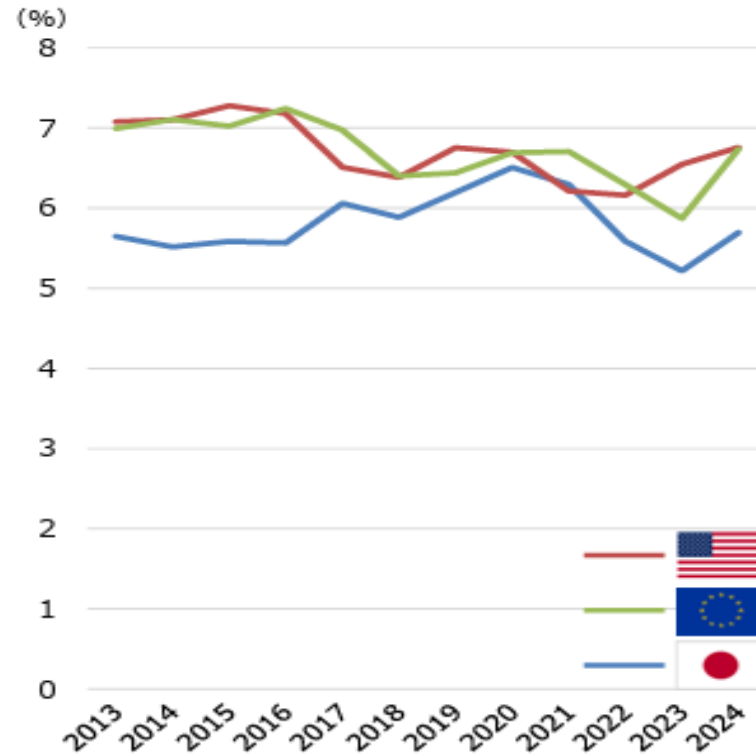
日米欧の現預金保有と投資の状況

- 日本企業が有する現預金は長期間にわたり増加傾向が継続。
- 他方、持続的な成長の実現に向けた投資など、経営資源の最適な配分が実現されていないとの指摘。

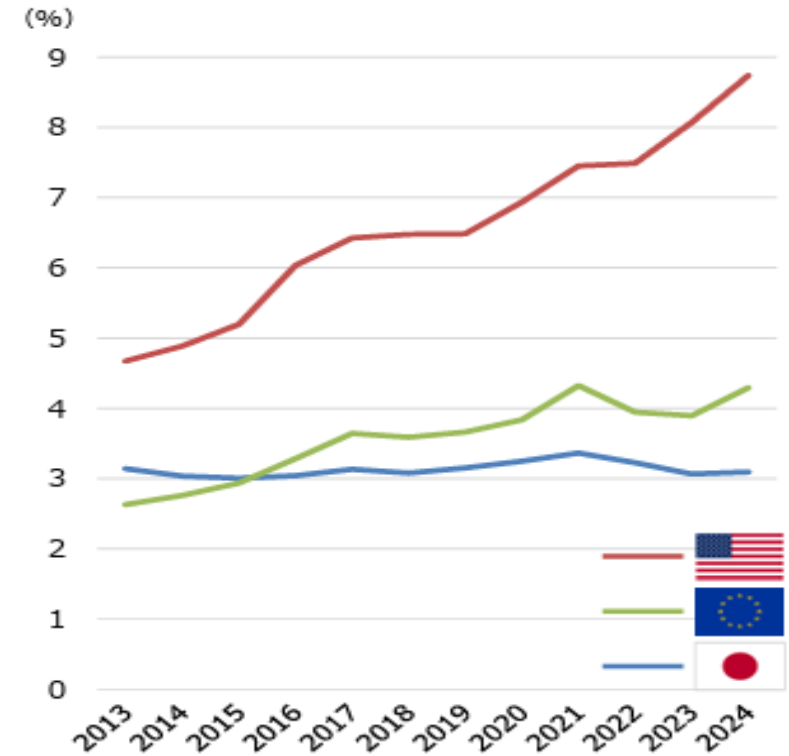
総資産に対する現預金比率



売上高に対する設備投資額比率



売上高に対する研究開発費比率



(注) 日本はTOPIX500、米国はS&P500、欧州はEuronext100(ブルームバーグ・ヨーロッパ)に属する企業のうち、金融業に属する企業を除外した上で算出。
なお、「現預金比率」は「(現金及び現金同等物)÷総資産」から算出。ただし、「現金及び現金同等物」とは、「手許現金および銀行預金。期日90日未満の短期投資を含む。区分開示されない場合、市場性のある有価証券と、満期まで90日超の短期投資が含まれる場合もある。拘束性預金は除く(拘束性預金はその他流動資産に含まれる)」。

(出典) Bloombergより金融庁作成。

コーポレートガバナンスコード改訂案のエッセンス

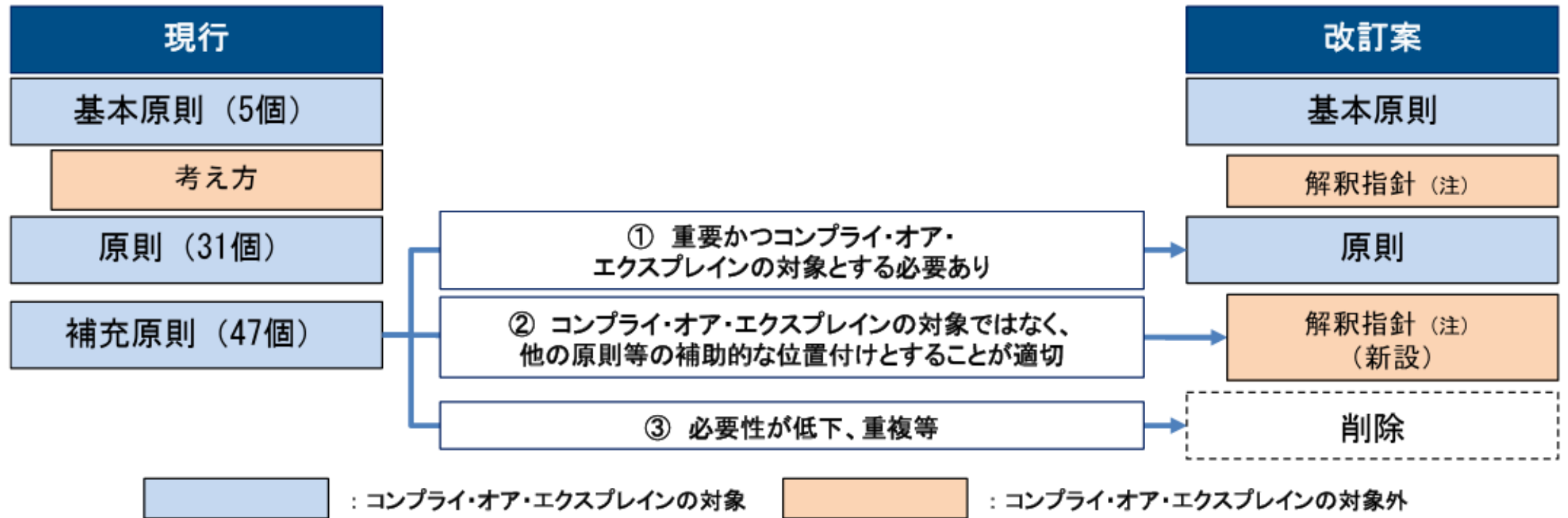
- 経営層向けに序章を記載
- **実質化**（フィロソフィーの変化、補充原則も整理（原則化or解釈指針or削除）等）
⇒単なる形式的な順守を求めるのではなく、**中長期的な企業価値向上実現のためにどうすべきか本質的な取り組みに注力する**、上場企業の経営陣が考えて実行することを求めるもの
- コンプライ・オア・エクスプレインの思想は維持
⇒コンプライであっても「**丁寧な説明**」を求めている点が変化。
- 特に強調したい変化点
 - ①取締役会の機能強化：中長期的企業価値向上のための成長投資の促進（経営資源配分、キャピタルアロケーションの重要性）
 - ②取締役会の機能強化：監督機能の強化、CEO選解任、社外取締役の質の重要性強調
 - ③リスク管理の重要性
 - ④人への投資、その他の論点

序章のメッセージ

経営者・経営陣に読んでいただくことを念頭に作成

- 本コードの目的・・・会社の持続的成長、**中長期的な企業価値向上**
- プリンシプルベース・アプローチへの原点回帰
- **コンプライ・オア・エクスプレイン**は踏襲
- コンプライの理由について「**丁寧に説明**」することも建設的な対話に資する取組みとして奨励
- 「解釈指針」の位置付け
- 「参考資料」の参照（成長戦略、取締役会の機能強化、政府の努力（開示関係））
- 政府の企業の**開示負担軽減**への努力を明記（有価証券報告書と事業報告等）

実質化の意義：補充原則の整理と位置づけ



取締役会の機能強化：成長投資、経営資源の配分

【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。

【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】

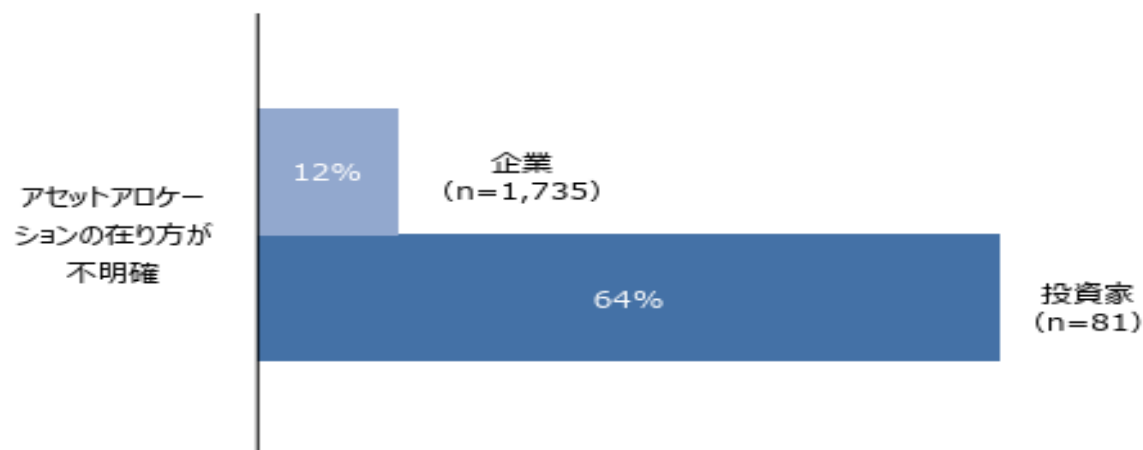
- （１） 取締役会は、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うべきである。
- （２） 取締役会は、自社の経営資源の配分が、成長の実現を目指して策定・公表した経営戦略や経営計画に照らし適切なものとなっているかについて不断に検証を行うべきである。
- （３） また、経営陣の報酬については、中長期的な企業価値の向上につながるよう適切なインセンティブ付けを行うべきである。

解釈指針（抜粋）・・・取締役会は、自社の経営戦略や経営計画を踏まえ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋げるために適切なリスクテイクとなる経営資源の配分が実現されるよう、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活用できているかを含め、不断に検証を行うべきである。また、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

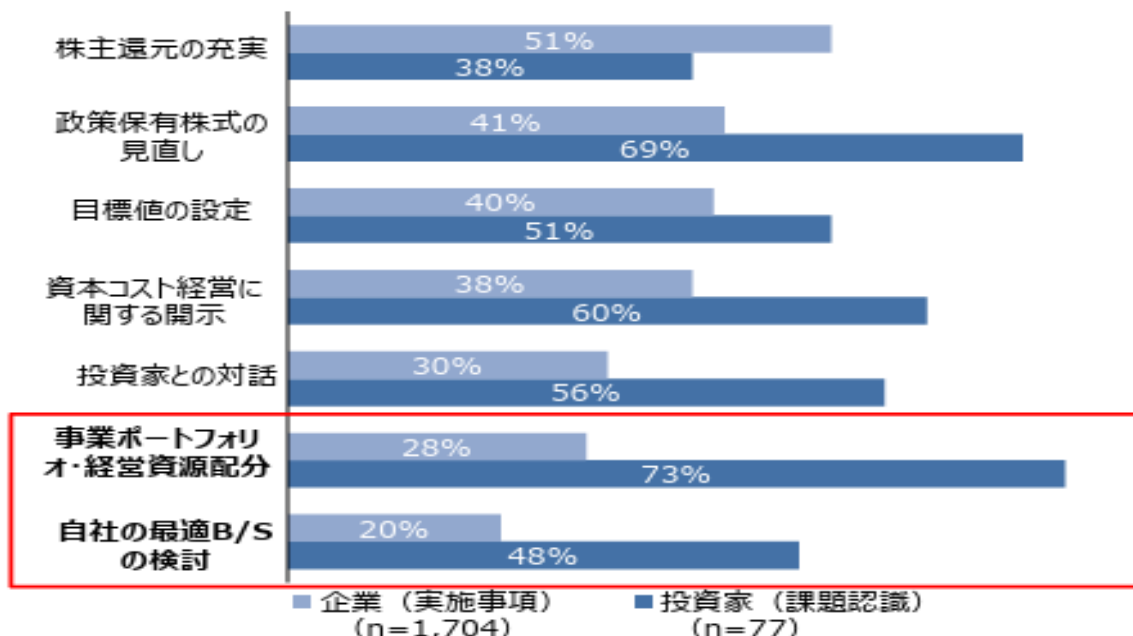
経営資源の配分に関する企業と投資家の認識ギャップ

- 経営資源配分の在り方に係る課題認識については、**企業と投資家の間にはギャップ**が存在。
- 経営資源の最適配分に関し、企業において様々な取組みを実施しているものの、自社にとっての**最適なバランスシートの検討・見直し**、資本コストや資本収益性に基づく**事業ポートフォリオ・経営資源配分の見直し**等の事項については、**実施が進んでいない企業が多い一方、重要な課題と捉える投資家は多い**。

事業ポートフォリオマネジメントの機能発揮
に向けた課題認識



資本コスト等を意識した経営の実現に向けた企業の実施事項
と投資家から見た企業価値向上に向けた課題認識



(出典)三井住友信託銀行「価値創造ストーリーを磨き上げ実現するコーポレートガバナンス改革～「ガバナンスサーベイ@2025」実施報告書～」(調査期間:2025年7月4日～2025年8月29日)より金融庁作成。

- 5 -

取締役会の機能強化

CEOの選解任、情報開示の監督、利益相反の確認などを取締役会の役割として明記

【原則4－3. 取締役会の役割・責務Ⅲ：経営陣・取締役に対する実効的な監督①】

(1) 取締役会は、独立した客観的な立場から、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い選解任を実行することを含め、経営陣の人事に適切に反映すべきである。特に、最高経営責任者(CEO)の選解任については、取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、CEOの後継者計画(サクセッションプラン)の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成及び資質を備えたCEOの選任が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。また、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合にCEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

(2) 取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うべきである。

(3) 取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者との会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきであり、あらかじめ、上場会社が関連当事者との間で行う取引について、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続きを定めてその枠組みを開示するとともに、その手続きを踏まえた監視(取引の承認を含む)を行うべきである。

取締役会の機能強化のうえで、独立取締役の役割・質確保の重要性を強調

【原則 4－8．独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- （１）経営陣の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- （２）会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- （３）経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること
- （４）経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

【原則 4－9．独立社外取締役の質の確保】

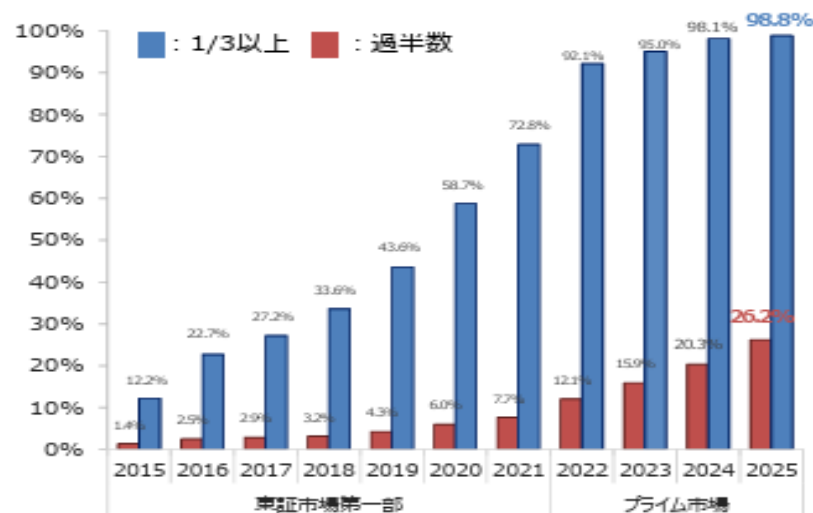
取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できるなど、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすことができる資質を十分に備えた人物を独立社外取締役の候補者として選定すべきである。

独立社外取締役の選任と指名委員会・報酬委員会の設置状況

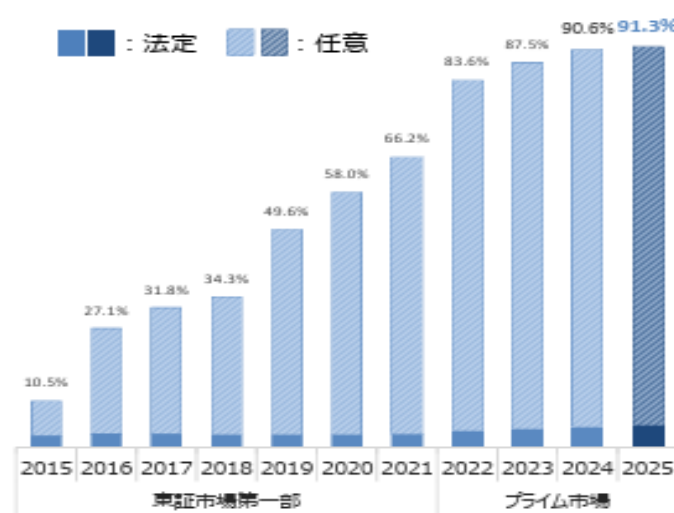
□ 2025年7月時点の上場企業のコーポレートガバナンス体制を見ると、以下の進展がみられる。

- プライム市場上場企業の**大宗(98.8%)**が、**3分の1以上の独立社外取締役を選任**。一方で、独立社外取締役を過半数選任した企業は、直近は増加傾向にあるものの、2025年時点では**26.2%**。
- プライム市場上場企業の9割超が、**指名委員会(91.3%)**、**報酬委員会(93.1%)**を設置。

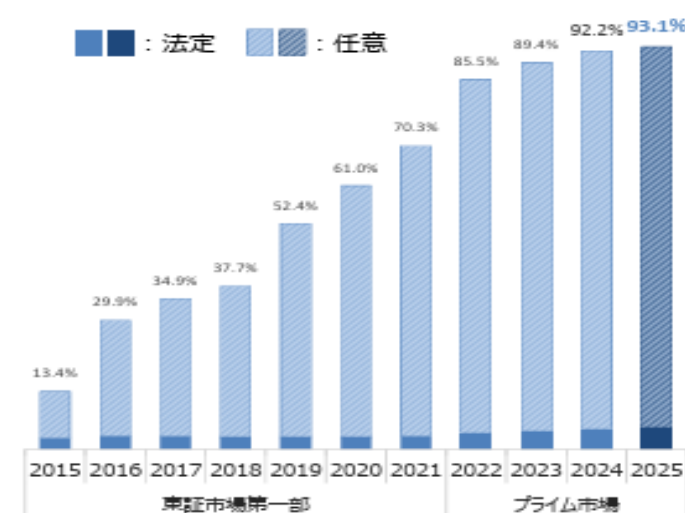
独立社外取締役を1/3以上・過半数
選任する企業の比率推移



指名委員会(法定・任意)
設置会社の比率推移



報酬委員会(法定・任意)
設置会社の比率推移



〈出典〉東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況(2025年7月18日)」より金融庁作成。

全社的リスク管理

【原則 4－4．取締役会の役割・責務Ⅲ：経営陣・取締役に対する実効的な監督②】

取締役会は、内部統制や全社的リスク管理体制を適切に整備すべきである。

解釈指針

内部統制や先を見越した全社的リスク管理は、適切なコンプライアンスの確保により持続的に信頼を維持し、リスクを最小化するために重要であるのみならず、経営陣が果断にリスクテイクを行うための裏付けとなり得るものであるから、取締役会は、グループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築するとともに、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである。サイバーセキュリティリスク、国際的な経済安全保障を巡る環境変化等の地政学的要因によるサプライチェーン途絶リスク及び技術等の情報流出リスクへの対応等も、収益機会にもつながり得るものとして、リスク管理体制を整備する際の考慮事項に含まれ得るとともに、そうしたリスクへの対応等が適切に行われるべきである。

人への投資、その他の重要な論点

- サステナビリティ（第 2 章、人への投資・労働分配、多様性など）
- 株主との対話の重要性（第 5 章を第 1 章に統合し、冒頭へ）
- 政策保有株式（原則 1－4 取引の縮減など）
- 監査に関わる論点（原則 3－3 4－6 など）

人的資本への投資と中長期的な企業価値創出

【基本原則 2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

解釈指針

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、人的資本への投資等や適切な分配を行う、取引先と公正・適正な取引（サプライチェーンにおける適正な価格転嫁を含む）を行うなど、これらのステークホルダーと適切に協働することにより初めて、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成することができることを十分に認識すべきである。

監査に関わる原則①

【原則３－３．会計監査人】

会計監査人及び上場会社は、会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

解釈指針

監査役会は、少なくとも、（i）会計監査人候補を適切に選定し会計監査人を適切に評価するための基準の策定、（ii）会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認を行うべきである。取締役会及び監査役会は、少なくとも、（iii）高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保、（iv）会計監査人から最高経営責任者（CEO）・最高財務責任者（CFO）等へのアクセス（面談等）の確保、（v）会計監査人による監査役会への出席を含めた、会計監査人と監査役、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保、（vi）会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立を行うべきである。

監査に関わる原則②

【原則 4－6. 監査役及び監査役会の役割・責務】

監査役及び監査役会は、その役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行い、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会において又は経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。

解釈指針

監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があり、例えば、監査役及び監査役会は、監査役及び会計監査人の選解任、監査報酬等に係る権限を有する。監査役及び監査役会は、そのような役割・責務が果たされるよう、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切ではない。

監査役又は監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

資本コストや株価を意識した経営へ（東証の要請 23年3月）

背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、**企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要**という観点から、資本コストを意識した経営（原則5－2）について示されています。
- 一方で、現状では、**プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要**との指摘がなされています。
- 本資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて重要と考えられる対応をまとめたものであり、上場会社の皆様に積極的な実施をお願いするものです。**

趣旨

- 本対応を実施していただく趣旨は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、**単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践**していただくことです。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、**経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。
 - ※ 資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、**自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。**
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、**その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップ**していくことが期待されます。

東証上場企業のPBRの現状

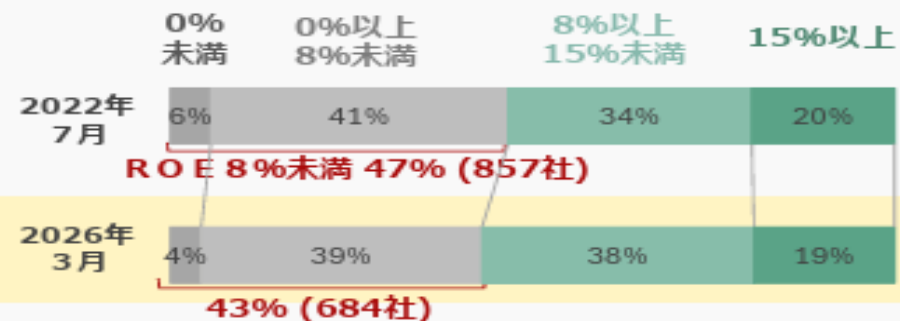
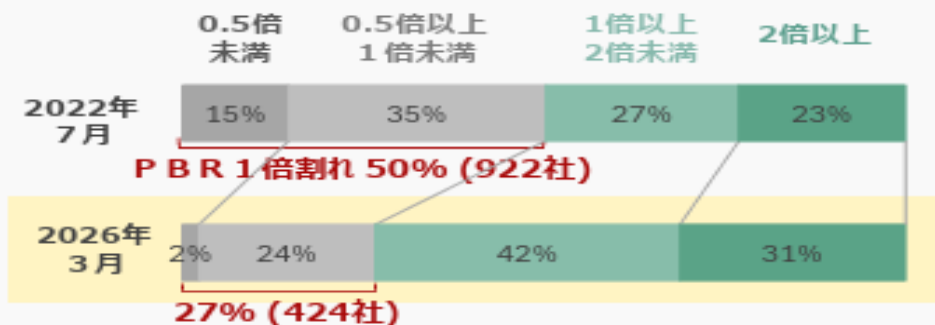
◆ 直近数年間で、PBRやROEの分布状況は改善傾向

- PBR 1倍割れの企業は、プライムで27% (-23pt)、スタンダードで49% (-15pt)
- ROE 8%未満の企業は、プライムで43% (-4pt)、スタンダードで60% (-3pt)

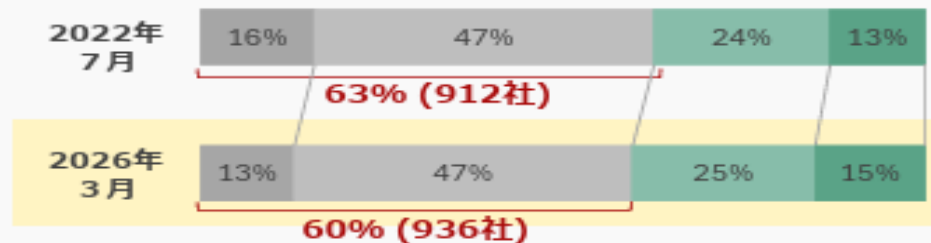
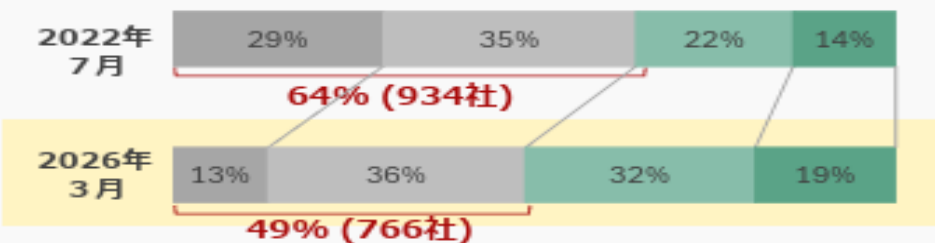
PBRの分布状況

ROEの分布状況

プライム



スタンダード



※ QUICKから取得したデータを東証で加工
※ 2022年7月1日時点及び2026年3月1日時点のデータ

更なる取組みの推進に向けた対応のポイント

① 中長期的な経営方針（目指す姿や成長の道筋）を明確に示しているか

⇒4 ページ

② 目指す姿に向けた資本の使い方（配分や優先順位）を明確に示しているか

⇒5 ページ

③ 保有する資産について、価値創出のため最適な状態となっているか

⇒6 ページ

④ ①～③について、取締役会レベルで、実効的な議論・監督を行っているか

⇒7 ページ

(※) 企業の成長戦略や抱える課題、必要な取組みは、当然ながら、企業によって異なりますので、これらのポイントや後のスライドに記載している「期待される取組み」は、企業の皆様に一律の対応を求めるものではありません。

中長期目線の投資家からの支持・信頼を得ながら、企業価値向上の実現を果たしていくという観点から、必要な対応のご検討をお願いします。

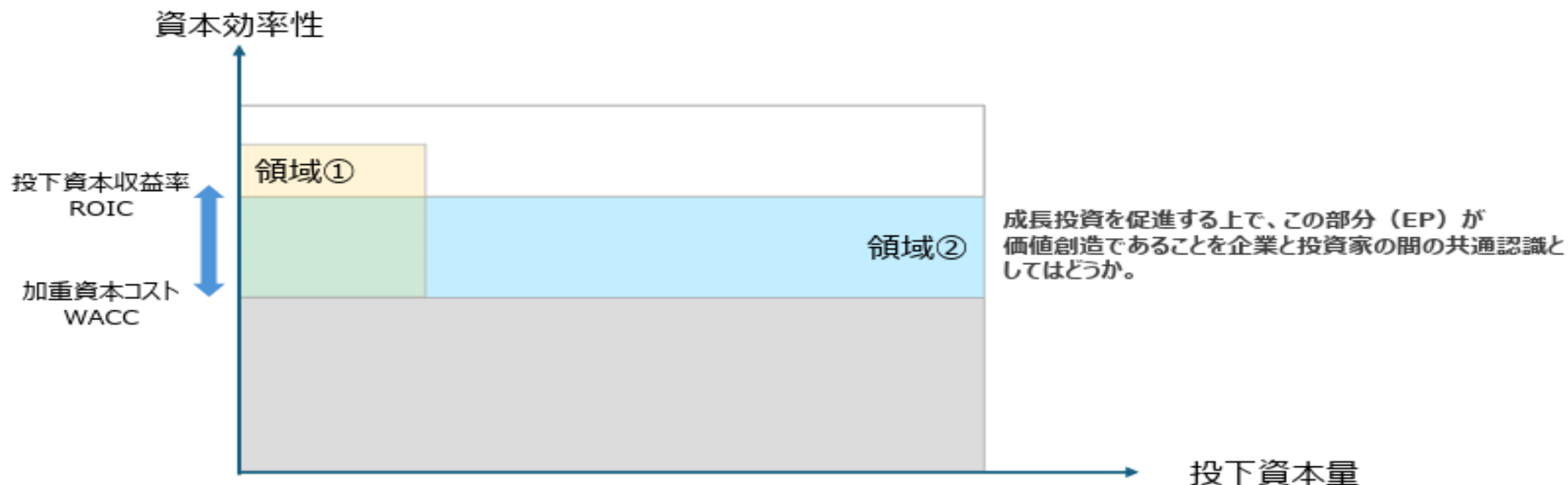
期待される効果

中長期目線を持った投資家の支持・信頼の獲得

- 資本収益性の向上、成長の道筋への納得に伴い、投資家の関心が短期から中長期へ変化
ex. 投資家の自社への主な期待が、株主還元から成長投資の成功へと変化する。
- 具体的な方針や取組みをベースとして、投資家との対話の質が向上
ex. 中長期目線の投資家から、成長の実現に向けた本質的な課題の指摘や提案などのフィードバックが増える。
足元の株主還元を求める声に対して、開示をベースとした建設的なコミュニケーションが可能となる。

成長投資を促進する際の価値創造の考え方

- 企業に対して成長投資を促す上で、資本コスト割れの投資は価値の毀損につながることは大前提。
- このため、「価値創造」を「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」と整理した上で、**成長投資を行う際の企業と投資家の共通認識**としてはどうか。
- その上で、価値創造を拡大させるために、①資本効率の向上と、②投下資本の戦略的な再配分・拡大という、**縦と横の両軸での面積の拡大が必要**であり、その際、③**中長期的な時間軸で考えることが必要**と整理したい。



$$\begin{aligned} EP &= \text{NOPAT} - (\text{投下資本} \times \text{WACC}) \\ &= \text{投下資本 (成長投資の拡大)} \times (\text{ROIC} - \text{WACC : 資本効率}) \end{aligned}$$

日米欧の年間平均EP

1社あたり年間平均EP

地域	会社数	2009-2013 伊藤レポート発行前	2015-2019 発行直後	2020-2024 足元
グローバル	2,412 社	186	127	363
日本	352 社	-61	42	-4
米国	651 社	439	477	1,042
欧州	504 社	319	88	348

単位：百万ドル

出所：S&P Capital IQ他公開情報を基に経済産業省が作成。

※ 集計対象：2024年グローバル売上高上位3,000社のうち、対象期間（2009-2024）のEPが算出可能な企業。S&P Capital IQによる業界分類を参考にdiversified financials/banks等金融系業種を除く。

※ ROIC及びWACCは加重平均値を使用。

終わりに

- マクロ的にみれば、人口が急速に減少する中で、資本投入に加えて全要素生産性の上昇が鍵。
- 全要素生産性の上昇：資本の質、労働の質、経営の質の向上、イノベーションの普及など
- コーポレートガバナンス改革は、日本の成長にとって大きな意味を持つ。
- 今回の改訂でコードの主眼は「形式的順守から実質的価値創造」に移る。
- 経営者・取締役会は、コードの意図を踏まえ、ガバナンスを高度化させて中長期的企業価値向上という本質的課題に注力すべき。

ご清聴ありがとうございました