

2026-6-26

(社)機関投資家協働対話フォーラム

経済産業省「成長投資ガイダンス」へのパブリックコメント

経済産業省「成長投資ガイダンス」へのパブリックコメントとして、下記意見を提出しました。

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム(以下「当フォーラム」という)は、経済産業省「成長投資ガイダンス」(以下「成長投資ガイダンス」という)へのパブリックコメントとして、以下のコメントを提出いたします。

当フォーラムの参加投資家は、パッシブ運用や長期安定運用を行う、国内大手機関投資家です。広く日本株式全体に投資をしていることから、言わば「日本株式会社」のユニバーサル・オーナーという観点を有しており、超長期投資のスタンスで、企業の持続的な成長を支援する立場です。投資家は多様で、個社毎の企業経営に対する意見もさまざまですが、このような超長期投資の投資家は、企業経営全般に関する意見は概ね一致しており、当コメントは、国内外を問わず、一般的な機関投資家の意見を代表しているものと考えます。なお、以下では、「一般的な投資家」とは、当フォーラムの参加投資家に代表されるような、資本市場の大半を占める国内外の機関投資家を指しております。

今回の見直しの原案に対するコメント

1. 今回の案に対する全体感

当フォーラムは、成長投資ガイダンスで示される日本企業における成長投資の考え方が、成長力強化を通じた中長期的な企業価値向上につながるものとして、その方向性について賛同いたします。

一般的な投資家にとって、株式投資の目的は、一定のリスクを引き受けた上で中長期的に高い投資リターンを獲得することにあります。そのため、企業が一定の成功確率を伴う成長投資を行うことは、投資家の目的と整合的であり、強く期待されるものです。一般的な投資家は、成長投資よりも株主還元を優先している訳ではなく、中長期的な企業価値向上につながる、成長投資を含めた経営戦略の明確化を期待しております。

また、成長投資ガイダンスが、エコノミック・プロフィット($EP = \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$)により資本効率(ROIC が WACC(資本コスト)を上回る)だけではなく、投下資本の量も重要であり、そのために成長投資が必要という考え方をういたことは高く評価できます。

一方、内容に関して、事実誤認や不正確なロジックに基づく記述、キャッチーですが状況を正確に反映していないワーディングが散見されます。とりわけ投資家は成長投資を阻害する要因である、と見なしているかのような記述、例えば、投資家が株主還元のみを求めて企業にプレッシャーをかけるなど株主還元や投資家の行動をネガティブに見ているような表現や、議決権行使が形式的・機械的にのみ行われていることを示唆する表現など、投資家の意見表明など行動全般について否定的な記述と見受けられる箇所があり、一般的な投資家として看過できない記述があります。このような記述をそのままとすることは、国内外の投資家や有識者等が、成長投資ガイダンスの適切性に疑義を表すことにつながる恐れすらありますので、それらに対して修正を求めます。

加えて、EP の考え方浸透や、投資家によるエンゲージメント・議決権行使の(形式的・機械的なものに陥らない)一段の精緻化のためにも、企業に対して、事業別 ROIC などの一段の情報開示強化によって投資家とのより深い建設的な対話を促すことは、成長投資ガイダンスの価値を高めることにつながり、投資家としても強く求めるものです。

2. 成長投資ガイダンス(案)(以下「本編」という)へのコメント

2- (1) 本編 1 ページ:「直面する新たなパラドックス」について

本編 1 ページの「直面する新たなパラドックス」の見出しとその内容について、「パラドックス」という言葉を「課題」に修正し、「その成果が」という表現を削除して、以下のように全体を修正することを求めます。

「直面する新たな課題

しかしながら、日本はここに来て新たな課題に直面している。すなわち、企業の業績や株価が大きく上昇し、資本効率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、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課題である。実際、コーポレートガバナンス改革の目的は、日本企業の稼ぐ力の向上にあったが、約 10 年が経過した現在においても、日本企業の売上高収益率(ROS: Return On Sales)は米国企業のほぼ半分の水準であり、日本企業の賃金水準も、欧米企業と比較して伸び悩んでいる。」

この項は、業績向上、資本効率改善の成果として、本来、株価上昇、株主還元拡大、賃金上昇、成長投資が実現することが理想的であるところ、現実には半分程度しか実現していないという趣旨を示しています。しかし、成果という観点では、株価上昇、株主還元拡大、賃金上昇、成長投資は並列関係にあり、賃金上昇、成長投資がまだ実現していないという趣旨が本質であれば、「パラドックス」という言葉より、率直に「課題」として認識の方が適切と思われることが、修正を求める理由です

また、この項の本文中に「日本企業の売上高収益率、賃金水準は欧米に見劣りしている」という

記述があることも、そこに「課題」があることを示しています。

2-（2）本編 2 ページ：「成長投資や賃金が上昇しない構造的要因」の「第二」について

本編 2 ページの「成長投資や賃金が上昇しない構造的要因」として、「大きく三つの構造的要因が考えられる」とされており、「第一」、「第二」、「第三」の要素が掲げられておりますが、このうち、「第二」について、「一部の投資家による形式的な議決権行使と相まって」を削除し、全体を以下のように修正することを求めます。

「第二に、資本効率の短期的な改善が強く意識されるあまり、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である。特に、投下資本の拡大は、成果の顕在化まで一定の時間を要し、投資初期においては資本効率や利益率等の指標が一時的に悪化し得る。このため、資本コストを上回る投資機会が存在しても、必要な資本が十分に投下されず、将来の賃上げや成長投資などへの再配分の資金が蓄積されにくくなることとなる。」

理由は、「投資家による形式的な議決権行使」が具体的にどのような事実を指しているのか不明であり、議決権行使が企業の賃上げや成長投資を妨げている」という根拠も見当たりません。「投資家が賃上げ・成長投資を阻害している」かのような記述は事実誤認であり、投資家として到底看過できる内容ではないためです。

2-（3）本編 2 ページ：「成長投資や賃金が上昇しない構造的要因」の「第三」について

前述2-（2）と同様、「第三」について、投資家は投資リターン獲得を最終目的として中長期的な企業価値向上を期待しているという点で一貫している一方で、企業側に明確な戦略がないケースが多いことが、認識の不一致、建設的な対話の阻害要因となっているという趣旨を強調することにより、全体を以下のように修正することを求めます。

「第三に、企業と投資家の間における、企業の成長ステージや業績を踏まえた成長投資と株主還元の適切なバランスについて、認識が必ずしも一致していないことである。投資家は投資リターン獲得を最終目的として中長期的な企業価値向上を期待しているという点で一貫しているが、企業側は、資本コストへの認識の甘さやそれを放置したまま行われる事業投資、場当たりの株主還元など、中長期的な企業価値向上に対する明確かつ合理的な成長戦略がないケースが多く、結果的に企業・投資家双方が望む建設的な対話に結び付いていない。」

理由は、一般的な投資家は投資リターン獲得を最終目的として中長期的な企業価値向上を期待

するという点で一貫しており、追加的な株主還元を求めるのは企業が余剰資金を保有している場合等である一方、企業は資本コスト認識の甘さやそれを放置したまま行われる事業投資、一貫性がなく場当たり的な株主還元など、中長期的な企業価値向上に対する明確かつ合理的な成長戦略がないケースが多いことが現状であり、その事実に基づいた適切な内容が求められるためです。

2-(4) 本編 10 ページ:「本ガイダンスの主な対象者」について

本編 10 ページ:「本ガイダンスの主な対象者」として、「企業群①は本ガイダンスの主な対象ではない」との記述がありますが、なぜ対象でないのかについての理由の提示(本文中でも欄外でもどちらでも可)を求めます。

成長投資ガイダンス 21 ページに企業群①は「低成長期待×低資本収益性」として定義されていますが、一般的に、ひとつの企業内部の各事業も同様に 4 象限に分類でき、その企業全体の資本効率向上や、成長投資アロケーションなど事業ポートフォリオマネジメントを考える場合、「①:低成長期待×低資本収益性」事業をどうするかについても経営戦略上は無視できないことが、「①」を外す理由の記述を求める理由です。なぜ「①」を外すのか、明確な理由が示されることが、この成長投資ガイダンスの内容強化につながると考えられます。

2-(5) 本編 26 ページ:「株主還元は中長期的な価値創造(EP)の拡大には直接寄与しない」について

本編 26 ページの「株主還元は中長期的な価値創造(EP)の拡大には直接寄与しない」という見出しは、「株主還元と中長期的な価値創造(EP)の拡大を両立する経営戦略策定が求められる」という記述への修正を求めます。

また、本文も、「短期的な株価の上昇をもたらすことはあっても、」を「余剰資金を自社株買いや配当などにより株主に還元することは資本効率を向上させるが、」に修正することを求めます。

理由は、そもそも「株主還元は中長期的な価値創造(EP)の拡大には直接寄与しない」という見出しは、本文の趣旨・結論に対して、いたずらに株主還元を貶め、誤解を招く恐れがあるためです。

同様に、「しかしながら(後略)」という本文の記述は、あたかも投資家が企業価値向上につながらないにもかかわらず不必要に株主還元を求めるために、企業が株主還元を優先しているとの印象を与え、一方的に株主還元を貶めるものとして捉えられ、投資家として到底看過できる内容ではなく、修正されるべきです。

一般的な投資家は投資リターン獲得を最終目的として中長期的な企業価値向上を期待しており、その中で株主還元を常に優先してほしい訳ではありません。仮に、企業に有効活用されていないキャッシュ等の資産(以下「余剰資産」という)があるなら、株主還元によりそのキャッシュ等の余剰資産が投資家による新たな投資や、最終受益者への還元を通じた消費行動喚起につながり、経済活性化に結び付くという循環になることに留意が必要です。

2-(6) 本編 26・27 ページ:「3.1.2.1 価値創造に内在する企業と投資家の利害関係」について

本編 26 ページの「3.1.2.1 価値創造に内在する企業と投資家の利害関係」の中、27 ページの上から 7 行目以降は、投資家と企業の利害対立を強調し過ぎていると考えます。本来、この項は、企業と投資家の「協創関係」を期待するパートであるはずで、従って、見出しにおける「利害関係」という言葉を「認識のギャップ」等に修正するとともに、本文では「潜在的な対立構造を生じさせる要因となり得る」という表現を削除し、情報ギャップを埋めるため、企業が投資家の理解を得られるよう真摯に説明することを重要視した内容として、以下のように修正することを求めます。

「企業は、競争優位の構築や将来市場の獲得を見据えて投資を行うが、その投資が中長期的な企業価値向上につながることを、投資家に真摯に説明すべきである。価値創造の拡大において重要なのは、資本効率が資本コストを上回る状態を確保した上で、投下資本を戦略的に拡大していくことである。このような基本的な考えを企業と投資家の共通理解として醸成するために、投下資本の拡大に関し、投資家に真摯に説明し、投資家の理解を得ることに努めなければならない。」

理由は、一般的な投資家は(投資リターン獲得を最終目的として)中長期的な企業価値向上を期待し、その点では企業との利害は常に一致していると考えており、企業と投資家との間に構造的な利害対立関係があるかのような記述は、事実を誤認し、誤解を招く恐れがあるためです。もし、企業の成長投資について時間軸の違いがあるとすれば、多くは「情報ギャップ」に起因するものと考えられます。投資家は中長期的な企業価値向上に結び付くなら、企業から必要十分な説明を受けて理解した上で、投下資本拡大等の経営判断を受け入れる可能性が高いです。投資家は、企業には中長期的な企業価値向上に結び付く経営戦略の策定と実行、および必要十分な説明を常に求めています。

2-(7) 本編 28 ページ: 文中の「経営者に代わって投資判断を行うことなく、」という記述について

本編 28 ページの文中、上から 9-10 行目にある「経営者に代わって投資判断を行うことなく、」という記述は、削除を求めます。

理由は、資本市場の大半を占める一般的な投資家は、日本版スチュワードシップ・コード(金融庁、2025 年 6 月 26 日)の「原則4 指針4-1」を遵守し、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである」を認識して対話に臨んでおり、企業の経営者に成り代わって成長投資を判断することを目的としておらず、この記述が誤解を招く恐れがあるためです。

なお、投資家は、かかる「経営者に代わって投資判断を行う」ことは、取締役会もしくは社外取締役の監督機能に属する要素であると認識しております。

2-(8)本編 28 ページ:「良い赤字と悪い赤字の峻別」について

本編 28 ページの「良い赤字と悪い赤字の峻別」という見出しは、「一時的な資本効率低迷と恒常的な資本効率低迷の峻別」という記述へ修正することを求めます。

理由は、一般的な投資家は、企業に対して資本コストを上回る事業利益率を産み出す事業への投資を期待すると同時に、例え黒字であっても資本コストを下回る事業利益率の事業に投資しないことを求めているためです。赤字か否かは本質的なロジックでなく、キャッチーですが状況を正しく表していないワーディングです。

同様の理由から、文中の「①将来の価値創造に向けた成長投資に伴う「一時的な赤字(良い赤字)」と、②資本コストを恒常的に下回る事業が生み続ける「構造的な赤字(悪い赤字)」を峻別」という記述も、「①一時的な資本効率低迷と、②恒常的な資本効率低迷を峻別」という記述への修正を求めます。

2-(9)本編 45 ページ:「3.1.6 価値創造を支える経営執行・監督体制の構築」について

本編 45 ページの「3.1.6 価値創造を支える経営執行・監督体制の構築」および文中見出しの「価値創造を支える経営執行・監督体制の構築」という記述はともに、「価値創造を支える経営執行体制の構築」という監督体制という記述を削除したものへ修正することを求めます。

理由は、当該 3.1.6 項において、監督体制の構築に該当する記述がなく、この文中の記述が誤解を招く恐れがあるためです。加えて、監督体制については「3.3 取締役会に期待される役割」に相当する記述があるため、当該 3.1.6 項の見出しからは「監督体制」という記述は削除されるべきです。

2-(10)本編 52-54 ページ:「3.3.2 取締役会に期待される役割」について

本編 52-54 ページの「3.3.2 取締役会に期待される役割」の末尾に、⑥として以下を加筆することを求めます。

「⑥投資家への説明

企業は、上記①-⑤に関する内容を踏まえ、成長投資が中長期的な企業価値向上に結び付くことを、投資家に真摯に説明し、投資家の理解を得ることに努めなければならない。」

理由は、前述の本編 26・27 ページ:「3.1.2.1 価値創造に内在する企業と投資家の利害関係」の

文中記述の修正を求めたことと同様、投資家は、企業には中長期的な企業価値向上に結び付く経営戦略の策定と実行、および必要十分な説明による正しい情報認識に基づき、企業を正当に評価することを常に求めているためです。

2-(11)本編 55 ページ:文中の「企業とともに価値創造に取り組む「共創者」としての役割を果たすことが求められている」について

本編 55 ページの「4.1.2 スチュワードシップ・コードの趣旨と投資家の役割」の本文中、上から 6-7 行目にある「企業とともに価値創造に取り組む「共創者」としての役割を果たすことが求められている」という記述は、「企業に対して、中長期的視点から企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことが求められている」という記述へ修正することを求めます。

理由は、一般的な国内外機関投資家は、日本版スチュワードシップ・コード(金融庁、2025 年 6 月 26 日)の「原則4 指針4-1」を遵守し、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的」としており、「企業とともに価値創造に取り組む「共創者」とは、投資家の役割について、スチュワードシップ・コードの趣旨を逸脱して拡大解釈し過ぎているためです。

いわゆるアクティビストのように、企業とともに価値創造に取り組む「共創者」として行動する投資家も存在するかもしれませんが、資本市場の大半を占める一般的な投資家は、あくまで「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的」として対話に臨んでいるのが実態です。

2-(12)本編 57 ページ:「4.3.2 形式的・機械的な議決権行使の弊害」について

本編 57 ページの「4.3.2 形式的・機械的な議決権行使の弊害」については、この小見出し・項立てを削除し、本文を「4.3.1 議決権行使の実質化」と一体化することが適切と考えます。

また、本文中、上から 1 行目の「議決権行使基準に基づく機械的な判断」について、「業績や株価等の実績、もしくは対話に基づかない機械的な判断」という記述へ修正することを求めます。

理由は、議決権行使においては一般的に、株主が業績や株価等の過去の実績に不満がある場合、一定の基準に則って会社提案の議案に反対行使することが論理的であり、実績を踏まえた判断である以上、「形式的・機械的な議決権行使」には当たらないためです。

一般的な国内外機関投資家は、日本版スチュワードシップ・コードの「原則5」および「指針5-2」を遵守し、議決権行使基準を定めそれを公表すると同時に、企業価値向上に向けた建設的な対話に取り組んでおり、議決権行使は常に業績や株価等の実績や対話を踏まえた上で実行されます。より具体的には、議決権行使基準は、国内外の資本市場の監督当局等が定めるコード等をベースに、投資家として企業に求めるガバナンスの基準として定められ、公表されています。この基準を満たさないまま議案を上程し、投資家の理解を得るための十分な説明をしない企業に対して

は、投資家はその時点まで開示されている公開情報に基づいて行使判断し、その結果、会社提案の議案に反対行使となることは論理的です。投資家が必要な情報開示を得られないままに議決権を行使する状況に陥らないためにも、企業には、投資家が求める情報開示と十分な説明、そして何よりも投資家の意見に耳を傾ける姿勢が求められます。したがって、あたかも多くの投資家が単純に形式的・機械的な議決権行使を行っているかのような、実態とは異なる誤解を招く恐れがある記述は、投資家として到底看過できる内容ではないため、修正されるべきです。

2-(13)本編 61 ページ:「5.3.1 投資家の議決権行使・エンゲージメントの実質化」について

本編 61 ページの「5.3.1 投資家の議決権行使・エンゲージメントの実質化」の中の、「現在、多くの投資家等がスチュワードシップ・コードを受け入れているが、投資家の対話・議決権行使がスチュワードシップ・コードや本ガイダンスが示す内容と乖離していないか、形式的な対応にとどまっているかなどについて、定期的に状況を確認する方策を検討することが重要である。この中で、短期・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、成長投資の時間軸を踏まえた長期・実質的な判断が行われるよう、投資家の行動変容を後押ししていくことが望ましい。」という記述は、削除を求めます。

理由は、当該記述は、対話のことを指しているのか、議決権行使のことを指しているのか、混然とした記述となっており、主旨が不明です。そもそも誰が確認するのかの主語がなく、曖昧な記述です。注書きにある英国 FRC のように、投資家の対話の状況をスチュワードシップ・コードに基づき確認する方策を検討するのなら理解できますが、議決権行使状況については、すでにスチュワードシップ・コードを受け入れ表明している投資家は、各社の議決権行使基準とともに結果を開示しており、企業が確認する方策はありません。

また、「この中で」以降の記述については、資本市場の大半を占める一般の投資家は、企業の成長ステージや事業特性、成長投資の時間軸を踏まえた対話を行っているので、行動変容をする必要がありません。

また、議決権行使については、資本効率が資本コストを上回る状態を確保した上で、投下資本を戦略的に拡大していくことで価値創造はなされるが、資本効率が資本コストを上回らない状況で成長投資を拡大することは、むしろ価値破壊につながるというファイナンス理論の大前提のもと、一般的な投資家は一定の資本効率の基準に基づいた議決権行使を行っており、さらに、企業との対話に基づき、その時々状況に応じた柔軟な行使判断を行っているのが事実で、形式的な行使判断を常に行っていることはありません。このような事実誤認に基づくロジックは修正されるべきです。

3. エグゼクティブ・サマリー(案)(以下「サマリー」という)へのコメント

3-(1)サマリー2ページ:「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」および「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」について

サマリー2 ページの「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」、および「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」について、本編 2 ページでの修正と同様に、以下のように修正することを求めます。

「②資本効率の短期的な改善が強く意識され、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企業と投資家の間における、企業の成長ステージや業績を踏まえた成長投資と株主還元の適切なバランスについて、認識が必ずしも一致していないこと」

理由は本編 2 ページの修正で掲げた理由と同じです。

3-(2) サマリー10 ページ:「(4)議決権行使の実質化」について

サマリー10 ページの「(4)議決権行使の実質化」の本文中、上から 4 行目の「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」について、本編 57 ページでの修正と同様に、以下のように修正することを求めます。

「業績や株価等の実績、もしくは対話に基づかないで経営者の選解任等を形式的に判断すること」

理由は本編 57 ページの修正で掲げた理由と同じです。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

理事長 木村祐基

事務局長 山崎直実

理事 大堀龍介、鎌田博光、小澤大二、中熊靖和、齊藤太

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

ウェブサイト <https://www.iiccf.jp> メールアドレス info@iiccf.jp