

Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ —価値創造経営— vol.3

2026 年 7 月

企業価値の質を高める—経済利益の意義

企業価値の向上は、株主や経営者をはじめ、企業経営における最大の関心事のひとつであるが、このためには資本効率の向上が必要である。この点で、経済利益（エコノミック・プロフィット）とは、企業の価値創出を資本コストからの超過幅に着目して計測する方法であり、企業価値に直結する概念である。利益の背後にあるリスクや資本コストを考慮して既存の価値創出能力を把握する指標として優れており、PBR や無形資産の評価にもつながっている。

経済利益については将来の成長に向けたフォワードルッキングな観点を持つことが重要であるが、そのためには縮小均衡を回避し、戦略的な投資に伴う投下資本の一時的な増加と中長期的な利益創出への期待を評価することが必要である。特に、日本企業に不足傾向のある無形資産を中心とする投資の「量」（投下資本・経済利益の規模）の重視を手段として、「質」（投下資本利益率）を高めることが欠かせない。取締役会の後押しを受けつつ適切に取り組むならば、経済価値に基づく経営は投資家との過不足ない期待に即した対話を可能とするとともに、将来の成長を生み出す原動力ともなり、企業価値の質を高める好循環が期待できる。

1. 経済利益とは何か

(1) 資本コストの概念

経済利益は、経済産業省の「成長投資ガイダンス(案)」でも登場するなど¹、実務に浸透している概念であり、19世紀の英国の経済学者であるアルフレッド・マーシャルに遡る概念である。企業が真に創出する経済的な利益を指し、特に1980年代以降、「残余利益」、「経済的付加価値 (Economic Value Added, EVA)」、「経済利益 (エコノミック・プロフィット, Economic Profit, EP)」といった様々な名称によって提唱され、一部は商標権によって保護されつつ²、着実に浸透してきた。その本質的な概念は、資本コストを超過する価値の創出であるという点で一貫している。資本コストとは、ノーベル経済学賞を受賞したフランコ・モジリアーニとマーティン・ミラーが1958年に定式化した³、資本を提供する投資家がリスクを考慮して期待する収益率である。「資本コスト」という言葉は、2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂時に登場し、その後2021年の再改訂と今夏に成立予定の3回目の改訂でも維持されている。今回の改訂では、資本コストを踏まえるという文脈の主語が初めて「取締役会」と明記され、その役割が強調されている（図表1）⁴。

経済利益の考え方によれば、企業は、事業を営むことで会計上の黒字を計上するだけではなく、その事業に投下された資本に対するコストを負担した後に残る利益こそが、真の利益である。黒字であることは必要条件であるが十分条件ではない（資本コストを下回る利益水準は「価値の破壊」を意味する）とは、企業にとっては厳

¹ 経済産業省 (2026). 「成長投資ガイダンス (案)—価値創造の拡大を通じた企業の持続的成長に向けて—」(2026 年 5 月 27 日)
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/009_03_00.pdf

² Economic Value Added は米国のスターン・スチュワート社によって 1989 年に商標登録され、現在はスターン・バリュー・マネジメント社によって保有されている。

³ Modigliani, Franco, and Merton H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

⁴ 金融庁・東京証券取引所 (2026). 「コーポレートガバナンス・コード改訂案の公表について」(2026 年 4 月 10 日)
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260410.html>

しい発想でもあるが、会計は資本コストを統一的に認識しているわけではないので(たとえば支払利息は損益計算書に費用として計上されるが、配当は利益処分として株主資本等変動計算書に計上される)、会計上の利益の調整手法として必要とされてきた。

図表 1 コーポレートガバナンス・コード改訂案における資本コストの位置付け

内容	
原則 4-1	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。

出所：金融庁・東京証券取引所(2026)を基に PwC Intelligence 作成(ハイライトは筆者)

資本コストは、端的に言えば資本市場で決定されるものである。企業に対して株式や負債という形で資本を提供する投資家全体としての期待収益率であり、株式と負債の期待収益率を時価で加重平均して求める加重平均資本コスト(weighted average cost of capital, WACCともいう)に一致する。「期待」が含まれる以上、市場で期待収益率が上がれば資本コストも高まる。また、インフレによってベースとなる金利水準が上昇すれば、やはり資本コストも高まる。期待とは、市場の将来見通し、リスクの評価や競合企業との相対的な比較を踏まえたものであり、株式のベータや市場ポートフォリオの収益率など各種の市場指標を参照して客観的に求めたはずの指標が、投資家の期待を満たしていないという乖離も起こり得る。

総じて、企業の想定する資本コストよりも投資家が想定する期待収益率の方が高い現象が見られ、たとえば ROE と資本コストを比較した企業と投資家へのアンケートによれば、「ROE が資本コストを上回っている」と回答した企業が 54.8%であったのに対して、投資家では 2.5%にとどまり、逆に「下回っている」と回答した企業が 27.7%であったのに対して、投資家では 50.0%に上った⁵。これは買い手(資本を低コストで調達したい動機を持つ)と売り手(資本を高リターンで供給したい動機を持つ)の差異であり、最終的には資本市場の需給によって均衡すると考えられるが、両者の間には常に緊張関係が存在していることが分かる。

(2)「利益」と経済利益の差異

経済利益も会計上の利益も、基本的な動機は企業のパフォーマンスを把握する点で同じだが、経済利益は、資本コストを考慮したものこそが「利益」とであるという投資家の観点を重視した、ひとつの哲学である。これはコーポレートガバナンス・コードが株主の利益に重点を置いている点と整合的である。経済利益は、会計上の利益指標の中核である営業利益から法人税額を差し引いた上で、さらに資本コストを差し引いて求められる(図表 2)。つまり「経済利益 = 税引後営業利益 - 資本コスト」なので、これは会計上の営業利益とも税引後当期純利益とも異なる。なお、ここでいう法人税額は、営業利益に対して営業外損益や特別損益が存在しないと仮定して求めるものであり、実際の金額とは異なる。将来利益の予測などと同様、必要に応じて前提を精緻化することが必要となる局面もあるが、営業利益に実効法人税率を掛けて求めることが多い。この法人税額を用いた利益指標が、税引後営業利益である(net operating profit after tax, NOPATともいう)。

図表 2 会計上の利益と経済利益の差異

会計上の利益	経済利益
営業収益	営業収益
営業費用	営業費用
営業利益	営業利益
営業外収益	法人税等(営業利益×法人税率)
営業外費用(支払利息)	税引後営業利益(NOPAT)
税引前当期純利益	資本コスト(投下資本×WACC)
法人税等	経済利益
税引後当期純利益	
(利益処分による配当)	

出所：PwC Intelligence 作成

⁵ 一般社団法人生命保険協会(2026)。「生命保険会社の資産運用を通じた「株式会社の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について」(2026 年 4 月) https://www.seiho.or.jp/activity/sdgs/esg/pdf/20260417_3_all.pdf

(3) 投下資本と ROIC

資本コストは、利率 (WACC) で表現されることも、投下資本に WACC を掛け合わせて金額として表現されることもある。投下資本とは文字通り、事業に投下 (投資) される資本の金額であり、企業全体としては負債 (長期的な負債に限定することが多い) と株式の簿価の合計に一致する。投下資本が大きければそれだけ資本コストも大きいので、税引後営業利益も高める必要があるが、この点で資本効率に着目し、投下資本あたりの税引後営業利益を求めた指標が、投下資本利益率 (return on invested capital, ROIC ともいう) である。ROIC が資本コスト (WACC) を上回れば上回るほど (この差は ROIC-WACC スプレッドとも呼ばれる)、経済利益は高まる。

2. なぜ経済利益が重要か

(1) 企業価値との接続

経済利益を用いることは、それが (1) 企業価値、(2) 株価純資産倍率 (PBR)・無形資産、(3) 管理会計の 3 点と接続している点で重要である (図表 3)。

まず、経済利益がしばしば「企業価値の向上」や「価値創造経営」といった文脈で用いられるのは、それが企業価値と接続しているからである。「企業価値とは何か」という問いは「企業とは何か」につながる重要な問いであるが、広く共有されている理解は、定量的な「将来のフリーキャッシュフローの現在価値」である。株主の価値と対比されることもあるステークホルダーの価値は、従業員のケアにせよ、事業が与える環境負荷の低減にせよ、時間軸には短期から中長期まで様々なものがあるものの、継続的な企業活動への好影響を通じて企業価値に反映されていると考えることができる。経済産業省の「企業買収における行動指針」およびその解釈案においても、企業価値とは「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」とであると定義されており⁶、最高裁決定においても同様の考え方が確認されている⁷。

図表 3 経済利益の接続

	内容	示唆
企業価値との接続	経済利益の最大化は企業価値の最大化に等しい	経済利益を通じて企業価値の最大化を目指すことができる
PBR・無形資産との接続	負債がない場合、企業価値と投下資本の関係は株価純資産倍率 (PBR) に等しい	経済利益を通じて PBR・無形資産の評価額の向上を目指すことができる
管理会計との接続	経済利益は営業利益や投下資本の簿価に基づいて算定する	経済利益は企業内部の管理会計を通じて管理できる

出所: PwC Intelligence 作成

企業価値が「将来のフリーキャッシュフローの現在価値」ならば、「企業価値 = 将来の経済利益の現在価値 + 現在の投下資本」という関係が成り立つ。つまり企業価値の向上は、将来にわたるフリーキャッシュフローの現在価値の最大化によって実現できるが、これは将来にわたる経済利益の最大化によっても実現できる (図表 4)。

図表 4 企業価値の定義

	定義	示唆
フリーキャッシュフローに基づく方法	将来のフリーキャッシュフローを加重平均資本コストで割り引いて求めた現在価値の合計	両社は等しい結果をもたらすので、「フリーキャッシュフローの現在価値の最大化」は経済利益の追求によって実現できる
経済利益に基づく方法	将来の経済価値を加重平均資本コストで割り引いて求めた現在価値と現在の投下資本 (簿価) の合計	

出所: PwC Intelligence 作成

⁶ 経済産業省 (2026)。「企業買収における行動指針」のポイント (案)〜より適切な実践に向けた趣旨の再確認 (2026 年 6 月 18 日) <https://www.meti.go.jp/press/2026/06/20260618004/20260618004-b.pdf>

⁷ 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁。非上場株式の評価について、いわゆる非流動性ディスカウントを認めた決定としても重要である。

経済利益を高めるためには、現在の投下資本が生む利益率、つまり ROIC-WACC スプレッドを高めることが必要である。このための主な手段として、デフレの環境下においてはコスト削減による利益率の維持・改善が注目される傾向があったが、マイルドなインフレの環境下においては、プロダクトやサービスの価値の向上を伴う価格の引き上げが寄与する余地も広がる。ただし重要なのは名目価格でなく、提供する価値を反映した実質価格の改善である。

経済利益の管理では、投下資本を抑制するインセンティブに留意が必要である。たとえば税引後営業利益が 300、投下資本が 1,000 (つまり ROIC が 30%)、WACC が 10% である企業が、すぐに利益を生まないものの長期的な利益は大きい 1,000 の追加投資を行う場合、経済利益は $(300 - 1,000 \times 10\%) = 200$ から $(300 - 2,000 \times 10\%) = 100$ となる。単純に現時点の経済利益のみを評価すれば、経済利益は 200 から 100 に、ROIC は $(300 \div 1,000) = 30\%$ から $(300 \div 2,000) = 15\%$ に半減し、ROIC-WACC スプレッドも $(30\% - 10\%) = 20\%$ から $(15\% - 10\%) = 5\%$ に低下してしまう。仮にこの指標だけで評価するならば、投資のインセンティブは抑制され、企業価値向上の目標に反して適切な投資も見送られることで、機会損失が生じてしまう。成長投資を促すには、追加投資が生み出すと期待される将来の利益を同時に評価する必要がある。むしろ、将来の期待が現在における評価に反映されることこそが重要である。

対照的に、既に大半の減価償却が実施されているレガシー資産については投下資本が小さいので、経済利益が過大となる傾向がある。これは、本来は望ましい事業ポートフォリオや資産構成の見直しを阻害する要因になり得る。そのため、仮に事業や資産を売却した場合に回収が期待できる資本の機会費用 (資本コスト) を考慮することが必要である。

(2) PBR・無形資産との接続

投下資本が資本コストを上回る経済利益を創出しているとき、投下された事業の価値は投下資本の金額を上回っている。これは、株価純資産倍率 (price-to-book ratio, PBR) の概念に直結している。また、無形資産の評価額も、資産の時価と簿価の差額に基づくので、同様に直結している。

たとえば模式的に、負債がなく、資本コストが 10% である (投資家が 10% のリターンを期待している) ところに、1,000 の資本を投下する場合、10% の投下資本利益率 (ROIC) を生み続けるならば、それは期待通りであるので、この投資が持つ価値は 1,000 となるはずである (図表 5)⁸。これは PBR が 1、無形資産の評価額がゼロである状態に相当する。ところが ROIC が 20% に向上すると、資本コストは同じながら成果のみが 2 倍に引き上げられた状態なので、投資の価値は 2,000 に跳ね上がる。これは PBR が 2、無形資産の評価額が 1,000 である状態に相当する。PBR に表れる株式の時価総額を高めることと無形資産の価値を高めることは、資本コストを上回る経済利益を生み出すという同じロジックに支えられている。経済利益が高ければ高いほど PBR や無形資産の評価額は高まるので、この観点でも経済利益は経営指標として有益である。

なお、仮にこの ROIC 向上のために研究開発費や人件費などに 1,000 を投資し、それが資産計上されていないとすると、この無形資産への投資の利益率は、 $(\text{税引後営業利益の増加額 } 100 \div \text{投資額 } 1,000) = 10\%$ である。これは ROIC を高めるだけでなく時価にも無形資産の評価額として表れており、無形資産への投資がもたらした価値である。

図表 5 ROIC 向上の模式的効果

	PBR	無形資産
向上前	投下資本 1,000 × ROIC 10% (100) ÷ 資本コスト 10% = 現在価値 1,000 現在価値 1,000 ÷ 投下資本 1,000 = 1	現在価値 1,000 - 投下資本 1,000 = 0
向上後	投下資本 1,000 × ROIC 20% (200) ÷ 資本コスト 10% = 現在価値 2,000 現在価値 2,000 ÷ 投下資本 1,000 = 2	現在価値 2,000 - 投下資本 1,000 = 1,000

出所: PwC Intelligence 作成

⁸ 図表 5 の計算例は次の通りである。企業価値を永久債 (キャッシュフローが永続的に生まれる債券) の価値になぞらえて、将来のキャッシュフローの現在価値の合計を求める公式を用いると、「キャッシュフロー ÷ 資本コスト」となる。投下資本が 1,000、ROIC が 20%、資本コストが 10% とすると、経済利益は $1,000 \times (20\% - 10\%) = 100$ 、それが永続する場合の現在価値の合計は $100 \div 0.1 = 1,000$ なので、投下資本との合計は $1,000 + 1,000 = 2,000$ となる。一方で、減価償却費と新規投資額が等しければ、フリーキャッシュフローは $1,000 \times 20\% = 200$ 、それが永続する場合の現在価値の合計は $200 \div 0.1 = 2,000$ となり、両者は一致する。この等価性はキャッシュフローが成長する場合を含めて一般的に成り立つ。

ここでの経済利益は、過去の実績ではなく将来の期待に基づいている。それと接続する PBR や無形資産も同様である。そのため、たとえ同じ利益を得ている (ROIC が同じ) 企業同士でも、期待の差異によって評価は変わり得る。この将来の期待には、経済や市場の成長見通しだけでなく、市場で築かれる競争優位性など目に見えない価値も反映している。東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に関する要請」から 4 年目に入っているが⁹、投下資本の効率性だけでなく、将来の期待を牽引するナラティブを含む投資家とのコミュニケーションも求められているといえる。

(3) 管理会計との接続

経済利益には、企業内部の管理会計との連動が容易であるという利点もある。営業利益や投下資本の会計上の把握は、過去の実績を管理する内部の管理会計と親和的である。また、内部の各部門に分解して評価することも比較的容易である。ただし、フリーキャッシュフローや内部収益率 (internal rate of return, IRR) に基づく評価と同様、経済利益についても将来の予測が重要であり、そこには期待という観点が伴うだけに、過大な期待も、過少な期待も生じ得る。それでも ROIC は、管理会計を通じて、過去の実績と将来の予測を連続的な形で管理し、資本効率を比較・検証することができる点に利点がある。

3. 成長投資において問われる量と質

(1) 量か質か

企業には調達できる資本に限界があるので、資本を投下する事業について優先順位付けを行うことが必要である。規模拡大につれて投資効率が低減するならば、価値を生みながら成長するハードルは段階的に高くなる。「成長投資」とは規模の増加だけでなく、少なくとも中長期的には高い利益率を伴う経済価値の維持・向上のための投資でなくてはならない。単純に規模だけを拡大しようとするれば、本来は優先順位が低い (限界利益が低減する) 投資も含まれる可能性が高くなる。その意味で、特にデフレの環境下では「質」(投下資本利益率) が重要であると強調されてきた。

現在、企業の設備投資の意欲は強く、企業に対するアンケートによれば、「設備投資」(IT 投資と区別される) は「中長期的な投資・財務戦略の重要項目」として 1 位に挙げられ、「株主還元」(2 位) に比肩する高い優先順位となっている。つまり「量」としては有形資産への投資に重点が置かれているように見える。これは投資家が、無形資産である「人材投資」(1 位) や「研究開発投資」(3 位)、設備投資でも「IT 投資」(2 位) を重視するのは異なっている¹⁰。

日本と米国、欧州の企業の比較では、投下資本利益率という投資の「質」と同様に、無形資産投資の「量」にも差異が目立つ (図表 6)。2024 年における売上高上位企業 3,000 社を比較すると、日本の ROIC が 6.37% であるのに対し、米国では 12.5%、欧州では 9.44% である¹¹。また、2023 年度における上場企業による無形資産への投資水準を売上高比で比較すると、研究開発費については日本が 2.2% であるのに対し、米国では 4.8%、欧州では 3.4% と上回っており、人件費についても日本が 10.4% であるのに対し、米国では 18.8%、欧州では 18.1% と、やはり差異が目立つ。日本企業の成長投資の「量」に関する意欲は設備投資を中心に高いが、規模だけでなく、投資効率の「質」の向上を伴う必要がある。

この点、設備投資の有効性を高めるためには無形資産への投資は欠かせないが、無形資産の投資額を 2013 年から 10 年間の累積で比較すると、日本の増加率は 7% にとどまる一方で、米国は 70%、フランスは 49%、ドイツは 42%、英国は 36% となっており、人的資本や研究開発への投資水準に差異があることが分かる¹²。

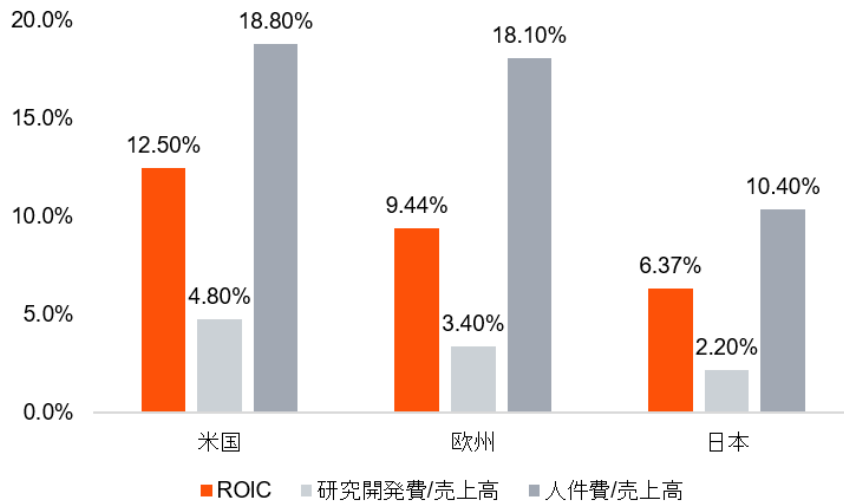
⁹ 東京証券取引所 (2026). 「資本コストや株価を意識した経営」に関する要請のアップデート (2026 年 4 月 28 日)
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/t13vrt0000013ti4-att/t13vrt0000013ti6.pdf>

¹⁰ 脚注 5 を参照。

¹¹ 脚注 1 を参照。

¹² 内閣官房・金融庁・経済産業省 (2026). 「人的資本可視化指針 (改訂版)」(2026 年 3 月 23 日)
https://www.cas.go.jp/jp/houdou/pdf/20260323_1.pdf

図表 6 ROIC と無形資産投資の日米欧比較



出所：経済産業省（2026）に基づき PwC Intelligence 作成

(2) 投資効率と規模のバランス

デフレからインフレへの転換期においては「量より質」という絞り込みから、難易度が高まる無形資産への投資の「量」によるリスクテイクを手段としつつ、投下資本利益率の「質」の向上を目指す転換が必要である。前述の経済産業省の「成長投資ガイダンス」も、「いま改めて必要なのは、短期的に資本効率...を高めることではなく、経済的な付加価値の総量を...拡大していくこと」と述べ、「質」から「量」、つまり経済利益の絶対額の確保へのシフトを強調し、経済価値を、賃上げなど人的資本投資を含む成長投資の原資として位置付けている。

事業ポートフォリオの間断ない見直しの必要性は現在においても変わらないが、従来は不採算事業からの撤退など資本効率を高める意味で理解されていた傾向がある。しかしこれは、短期的な資本効率だけを高めるように運用される場合には、成長するためにいったん縮小するつもりが、追加投資が続かず縮小均衡に陥るリスクも伴う。投資家は複数の企業に投資できるので、ひとつひとつの企業が小さくとも、それぞれの資本効率が高ければポートフォリオの収益性を享受できる。しかし個別企業でみた場合には、市場における高いプレゼンスは高い資本効率に結びつく傾向があるし、「勝者総取り」のような競争環境ならば尚更である。過度な縮小は、将来の成長の芽まで摘む「縮みの思考」の悪循環のリスクを生んでしまう。

また、質を高めるために絞ったストックで勝負することが、価値を高める事業ポートフォリオの入れ替えではなく投資の抑制を伴うならば、自社の影響力が及びにくい海外のサプライチェーンへの依存度を高めるなど、個別企業のレベルでも本来望ましい事業基盤の喪失を引き起こす可能性がある。また、ネットワークの経済を享受するなどのクリティカルマスに達したり、累積投資によってドミナントな市場ポジションを築いたりする重要な機会も逸する可能性も生む。将来の成長に結びつく選択肢を増やすこと自体も投資（いわゆるリアルオプションへの投資）なので、一見無駄がない絞り込みであったとしても、選択肢が限られる結果、当初は想定していなかった成長機会の可能性を押し下げる副作用を伴う。デフレからインフレに転換するタイミングで円滑な成長軌道を確立するために、欧米と比較して不足する無形資産への「量」も念頭に置いた成長投資は必要である。

無形資産への投資は、有形資産と同様、その将来の成果が不確実である以上、リスクテイクそのものである。しかしそれ自体は有形資産への投資と変わるところはない。適切に配分されるならば、前節で述べたように、投下資本利益率の向上を通じて、無形資産の評価額を高めることになる。図表 5 で示したように、たとえば 2 つの企業が似た生産ラインを保有していても、一方がブランドや研究開発への投資を適切に行えば、それが利益率の向上に結びつき、無形資産として評価され、他方との差異を生むことになる。適切な無形資産への投資は単に費消され、費用計上を通じて利益を抑制するのではなく、時価で認識される企業価値、または PBR や無形資産の評価額として確かに認識される。

4. 企業経営への示唆

以上の議論を踏まえて、企業経営に対する示唆をまとめてみたい（図表 7）。

第 1 に、本稿で紹介した経済利益をドライバーとする企業価値向上への取り組みの有効性である。経済利益には、図表 3 でみた通り、(1) 企業価値との接続、(2) PBR・無形資産との接続、(3) 管理会計との接続という特色が

あり、資本コストを明示的に考慮しながら企業価値向上に向けた取り組みを可視化するために有効な枠組みである。経済利益を物差しに判断する投資においては、短期的には「量」（投資規模・利益の創出額）と「質」（投下資本利益率）のトレードオフに直面することが多いが、企業としては中長期的に「量」を念頭に置きながら「質」を実現する戦略立案が求められる。

図表 7 企業経営への 3 つの示唆

	項目	内容
1	経済利益をドライバーとする企業価値向上	・企業価値、PBR・無形資産、管理会計との接続の活用 ・時間軸を考慮した「量」と「質」のバランス
2	中長期的に価値を生む有形・無形資産投資を通じたリスクテイク	・設備投資だけでなく研究開発・人的資本への投資の重点化 ・デフレからインフレへの転換を契機に「量」を「質」に結びつける投資
3	経済利益創出の期待と実現の好循環を生む投資家の信認獲得	・短期的・中長期的な価値創出の経路の明確化 ・取締役会の後押しによる透明性・一貫性

出所:PwC Intelligence 作成

第 2 に、無形資産を中心とする投資の「量」の追求を手段として、投資の「質」（投下資本利益率）を高めるリスクテイクの必要性である。設備投資に限らず、研究開発や人的資本への投資も、投資であるからにはリターンを生み、企業価値や PBR・無形資産の価値を高めることにつながる。デフレからインフレへの転換を契機とする過去のレガシー資産の減価償却負担の相対的な軽減（インフレ下では、過去の投資は割安に実行されたことになり、現在の名目値でみた減価償却費の負担は相対的に軽くなる）に合わせて、縮小均衡の回避に留意し、特に将来の成長のオプションを生み出す研究開発や人的資本への投資を過不足ない水準とすることが必要である。適切な投資規模（「量」）の拡大を、経済利益の規模（「量」）と投下資本利益率（「質」）に結びつけ、さらなる投資を可能とする好循環を生む巧拙が問われる。その際、政府の成長戦略投資による財政支援も伴うならば、官民連携は「量」と「質」をともに高める機会として捉えることもできる。

最後に、経済利益の鍵ともいえる将来の期待を、戦略を通じて過不足なく表現することの重要性である。投資の効果発現までに要する時間は投資の内容によって異なるので、投資の「量」と「質」のトレードオフは時間軸の認識と表裏一体である。将来の期待に基づいて資本調達が行われる資本市場からみる限り、期待の創出とその実現は企業活動の本質である。投資家に対する透明性は常に利益を生むとは限らないが、期待の創出と実現の好循環を生むためにはコミュニケーションの成功が不可欠である。企業の成長に向けたナラティブ（客観的な説明に対する主観的な意味付け）は、期待創出と実現の好循環の原動力となる。株主の持つ選好や時間軸は多様であり、必ずしも合理的であるとも関心を持っているとも限らない株主も存在する一方、短期的なリターンを高めるために、アクティビズムやエンゲージメント、他の株主への働きかけを含めてあらゆる方策を講じようとする場合もある¹³。そうした現実を受け入れながら、企業は事業の短期的および中長期的な双方の側面から、投資を通じた資本コストを超過する将来の経済利益の創出の経路を描き、投資家の信認を獲得し続ける必要がある。

その際、取締役会に至る透明性を含めた一貫性も求められる。投資家からの信認を得るには、取締役会の後押しを受けながら果敢なリスクテイクが求められる局面も出てくる。コーポレートガバナンス・コードの改訂案が経営資源の配分における取締役会の役割の重要性を強調していることは、この点と整合的である。デフレからインフレへの転換という重要な局面においては、長年慣れ親しんだ発想の転換が起こり、競争構造も変化し、産業内の序列にも変動が起こる可能性が高い。有形・無形資産への投資による成長余地を残している日本はこの転換の恩恵を受ける可能性を有しており、株主から取締役会に至る経営判断の後押しは、企業の真の成長の原動力となるだろう。

¹³ McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner, and Laura T. Starks (2016). "Behind the scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors." *Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932. <https://www.jstor.org/stable/44155408>

朝岡 大輔

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2026 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors