

# エクイティストーリーとしての 中期経営計画

——日本版 バリュークリエイターズ・ランキング 2025

2025年6月

加来 一郎、坂上 隆二、千田 秀典、吉田 美穂子、臼田 直樹



BCG



## ボストン コンサルティング グループ (BCG)

BCGは、ビジネスや社会のリーダーとともに戦略課題の解決や成長機会の実現に取り組んでいます。BCGは1963年に戦略コンサルティングのパイオニアとして創設されました。今日私たちは、クライアントとの緊密な協働を通じてすべてのステークホルダーに利益をもたらすことをめざす変革アプローチにより、組織力の向上、持続的な競争優位性構築、社会への貢献を後押ししています。

BCGのグローバルで多様性に富むチームは、産業や経営トピックに関する深い専門知識と、現状を問い直し企業変革を促進するためのさまざまな洞察を基にクライアントを支援しています。最先端のマネジメントコンサルティング、テクノロジーとデザイン、デジタルベンチャーなどの機能によりソリューションを提供します。経営トップから現場に至るまで、BCGならではの協働を通じ、組織に大きなインパクトを生み出すとともにより良き社会をつくるお手伝いをしています。

日本では、1966年に世界第2の拠点として東京に、2003年に名古屋、2020年に大阪、京都、2022年には福岡にオフィスを設立しました。

<https://www.bcg.com/ja-jp/>

# エクイティストーリーとしての 中期経営計画

——日本版 バリュークリエイターズ・ランキング2025

2025年6月

加来 一郎、坂上 隆二、千田 秀典、吉田 美穂子、臼田 直樹

## はじめに

2024年は、日経平均株価、およびTOPIXが7月に史上最高値を更新するなど、日本の株式市場が活況を呈した年となった。一方、2025年に入ってから、トランプ米大統領による関税政策などを背景に不確実性が著しく高まり、株式市場は世界的に不安定な状況にある。

地政学リスクの顕在化、生成AIをはじめとする急速な技術革新、さらには自然災害やパンデミックなどの多様な外部ショックにより、経営環境の不確実性がかつてなく高まるなか、多くの日本企業が策定している中期経営計画（以下、中計）が、今の時代に適さないのではないか、という「中計不要論」が近年浮上している。

中計は本当にその役割を終えたのか。中計を策定し続けている企業でも、現在の経営環境を前提にしたとき、中計のあり方そのものをどう捉えるべきか、またそれをどのように自社の企業価値の向上につなげていくのか——こうした本質的な問いについて、踏み込んだ議論を行っているのはまだ一部にとどまるのが実情である。

本稿では、まずTSR（株主総利回り）の分析を軸に、企業価値創造の観点から日本企業の現状を概観する。後段では、企業が企業価値向上を考えるうえで、中計をどのように位置付け、策定・運用するべきか、ボストン コンサルティング グループ（BCG）のアプローチを交えて論じたい。





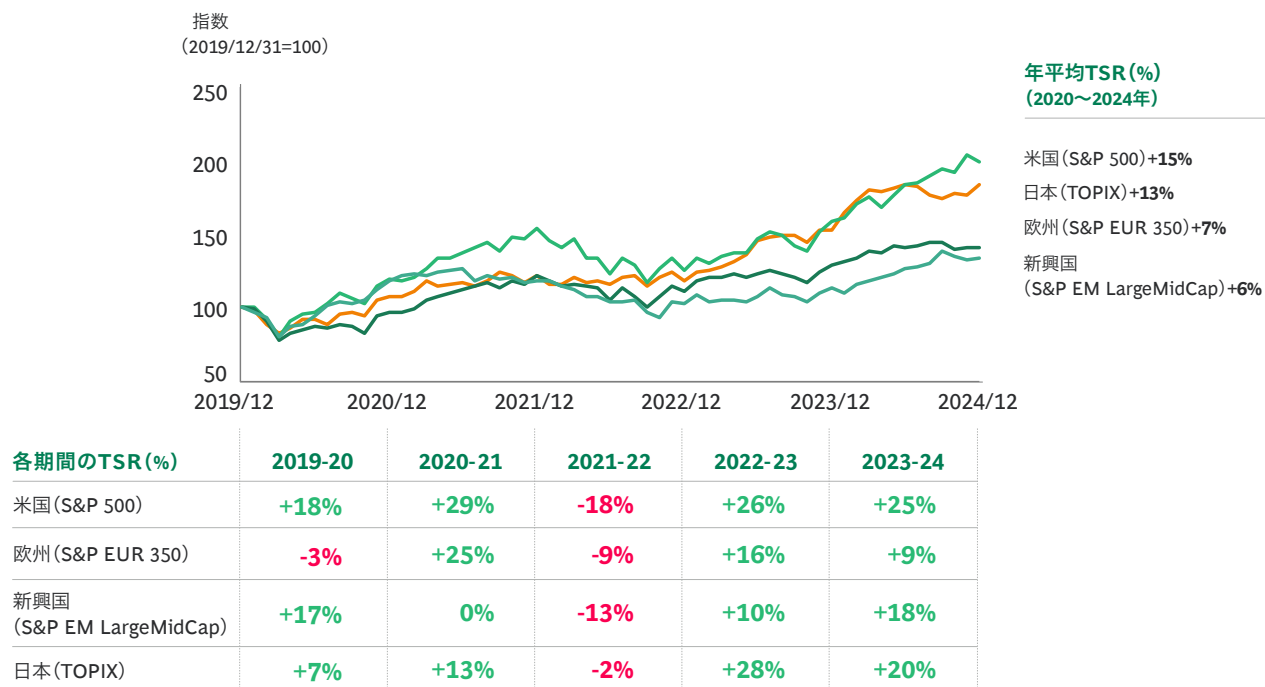
# TSRから見た 日本企業の現状

## TSRとは

TSRは一定期間における「キャピタルゲイン」(株価の値上がり益)と「インカムゲイン」(配当等のキャッシュフロー)の総和であり、株主にとっての最終的なリターン、ひいては株主価値創造の全体像を示す指標である。BCGでは、キャピタルゲインを利益成長とバリュエーションマルチプルの変化に分解し、インカムゲインを表すフリーキャッシュフロー利回りを加えた、**企業の価値創出を分析する枠組み**を用いて、20年以上にわたりグローバル規模での業界・企業分析を行ってきた。

まずは、この枠組みを活用し、日本企業のTSRのパフォーマンスについて、海外との比較、国内における業種別の比較、高いパフォーマンスを示した個別企業という3つの視点から見ていきたい。

図表1 日本企業のTSR(2020-2024年):海外企業との比較



注: TSRは2019年12月31日から2024年12月31日までの月次の指数データを使用。TOPIXを除き、全ての指数はS&Pの定義に基づく  
出所: S&P Capital IQ、Bloomberg、BCGバリュースサイエンス・センター

## 2024年 日本企業のTSRは引き続き上昇も、課題が浮き彫りに

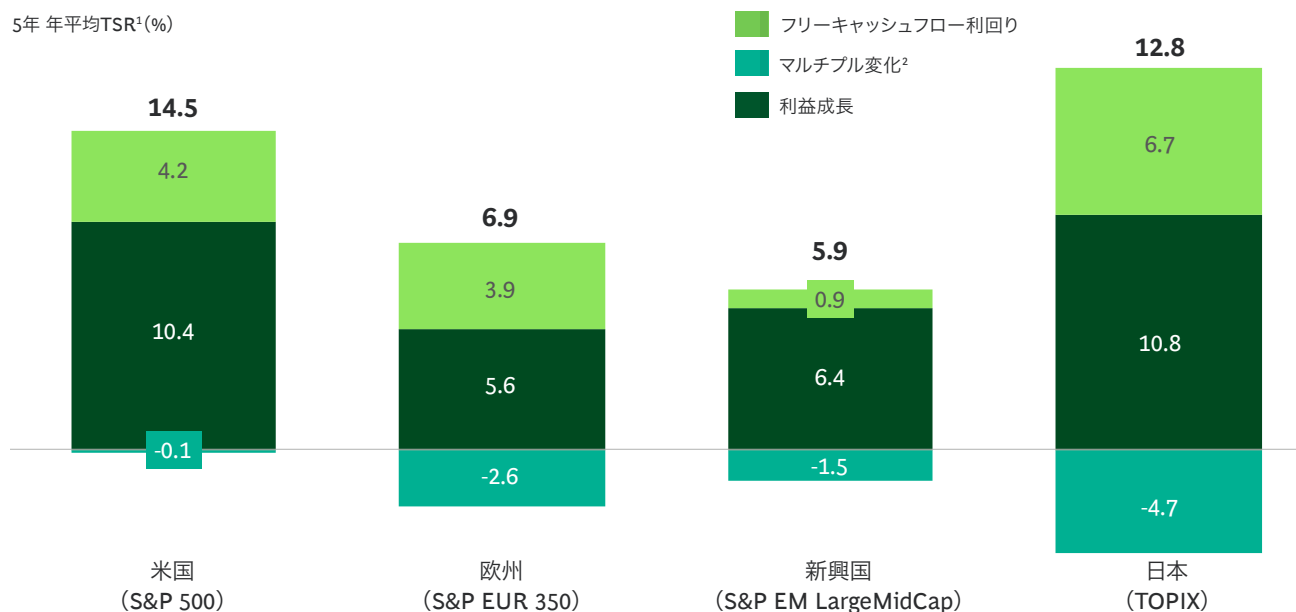
2023年に続き、2024年も日本の株式市場は堅調に推移し、7月には日経平均とTOPIXがそろって史上最高値を更新した。2020~2024年の過去5年間で、TOPIX構成企業全体の年平均TSRは13%と、米S&P500の15%に肉薄する水準を達成している(図表1)。2024年単年でもTOPIXのTSRは20%と、米S&P500の25%に比べても健闘した。

2024年8月には、日銀による追加的な政策金利の引き上げを契機に急激な円高が進行し、加えて米国の経済指標の悪化から景気後退懸念が台頭した結果、株価が急落する局面も見られた。しかしその後は急反発を見せ、年後半にかけて株価は一進一退でもみ合う展開が続いた。年間を通じてみれば、日本株は年初からの上昇をおおむね維持したかたちで2024年を終えている。

一見すると堅調なパフォーマンスに見える日本企業だが、TSRの構成要因を「利益成長」「マルチプル変化」「フリーキャッシュフロー利回り(株主還元や財務レバレッジ)」に分解すると、課題が浮き彫りになる。この期間中、日本企業は利益成長とフリーキャッシュフロー利回りで米国企業を上回った一方で、バリュエーション指標であるマルチプルの大幅な低下が足かせとなり、TSRは米国を下回る水準にとどまった(図表2)。

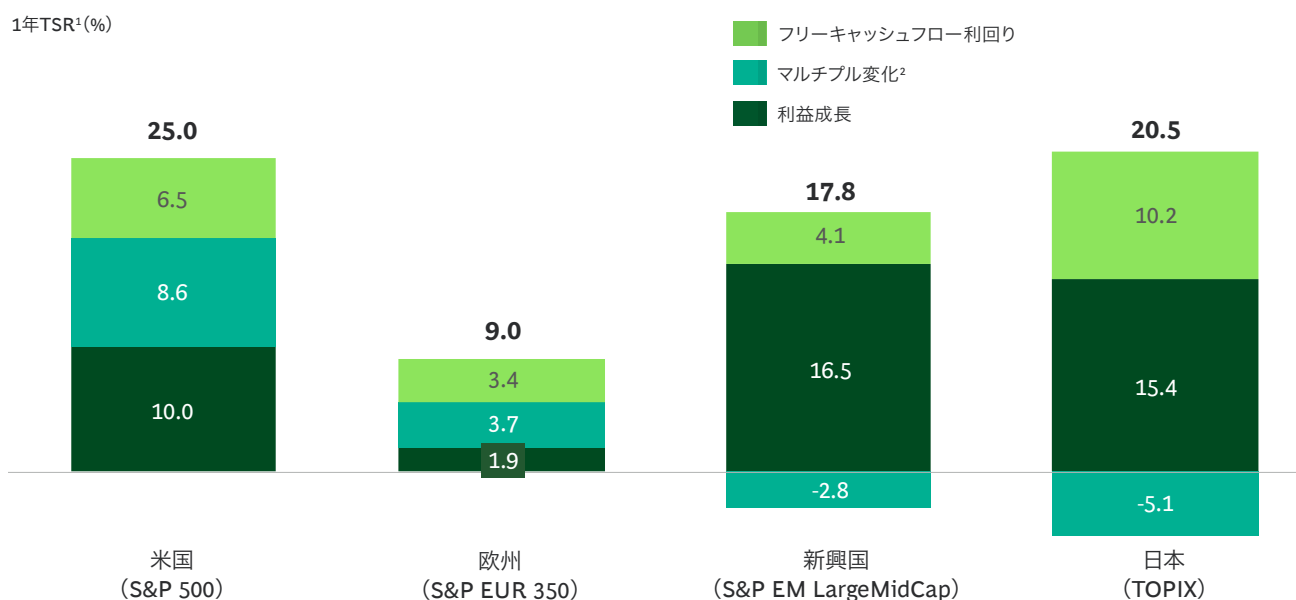
今回の調査では、日本企業の過去5年のマルチプル変化率が年率-4.7%と大きく低下した。これは、同期間の他地域と比較しても顕著な下落幅といえる。前回調査の対象の5年間(2019~2023年)においてはマルチプル変化は年率+1.8%、特に、2023年単年では+14.7%と、TSRに大きく貢献していた(日本版バリュークリエーターズ・ランキング2024参照)。ところが、2024年単年のマルチプル変化率は-5.1%と下落に転じた(図表3)。

## 図表2 日本企業のTSR(2020-2024年)の構成要素:海外企業との比較



1. 2019年12月31日から2024年12月31日までの月次の指数データを使用  
 2. 銀行・金融サービス(保険除く)はPER、保険はPBR、その他業種はEV/EBITDAを使用  
 注: TSRの構成要素は各インデックス指標の構成銘柄の中央値。為替は企業の開示通貨ベース  
 出所: S&P Capital IQ、Bloomberg、BCGバリュースサイエンス・センター

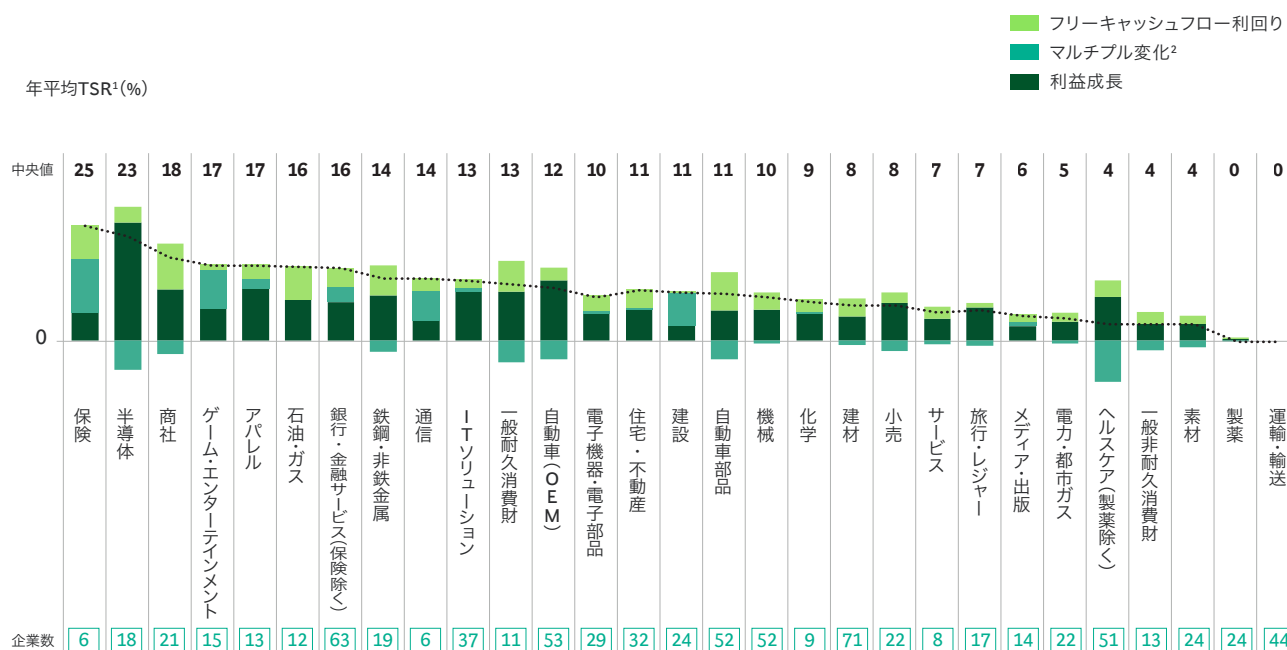
## 図表3 日本企業のTSR(2024年)の構成要素:海外企業との比較



1. 2023年12月31日から2024年12月31日までの月次の指数データを使用  
 2. 銀行・金融サービス(保険除く)はPER、保険はPBR、その他業種はEV/EBITDAを使用  
 注: TSRの構成要素は各インデックス指標の構成銘柄の中央値。為替は企業の開示通貨ベース  
 出所: S&P Capital IQ、Bloomberg、BCGバリュースサイエンス・センター



図表4 TSR(2020-2024年)の構成要素(業種別)



1. 2019年12月31日から2024年12月31日までの期間を対象とする

2. 銀行・金融サービス(保険除く)はPER、保険はPBR、その他業種はEV/EBITDAを使用

注: 2024年12月31日時点で時価総額1,000億円以上、浮動株比率20%以上、上場5年以上のTOPIX全構成企業が対象(n=769)

出所: S&P Capital IQ, BCG バリュースサイエンス・センター

一方、米 S&P500は、2019~2023年の5年間のマルチプル変化が年率+3.1%だったのに対し、2024年も-0.1%の軽微な調整にとどまった。米国株は引き続き高いバリュエーションを維持している。

日本企業のPER(株価収益倍率)などの主要な株価バリュエーション指標が欧米企業に比べて相対的に低い状況は改善していない。その要因として、欧米企業と比べたROE(株主資本収益率)の低さや、取締役会がモニタリングボードとして十分に機能しておらず、客観性の高いコーポレートガバナンス体制の確保が不十分なことなどが挙げられている。一方で、日本では長期金利(調達金利)が相対的に低く、イールドスプレッド(PERの逆数で表される株式の益利回りと長期金利の差)は欧米より大きいことから、日本株のPERは不当に低く、過小評価されているとの見方もある。

2023年3月に東京証券取引所が上場企業に対し、

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請して以来、特にPBR(株価純資産倍率)が1倍を下回る企業において、資本収益性や株価バリュエーションの改善に取り組む動きが活発になっている。事業戦略や財務戦略の見直し、ガバナンス体制の強化はもちろん、IRを強化して投資家との対話を活発化する取り組みなどでも、企業行動に変化が見られる。しかし、現状、それがマルチプルの改善というかたちで明示的に日本株のバリュエーションに反映されているとは言い難い。株式市場から見た日本企業の問題はなお払拭されていない可能性がある。少なくとも現時点では、多くの投資家が、日本企業における改善や変化を強く実感するには至っていないと考えられる。

## 業種別では「保険」と「半導体」がトップ

続いて、業種ごとのTSR動向を見ていこう(図表4)。本調査では、日本の上場企業のうち、2024年12月末



時点で時価総額が1,000億円以上の769社を対象に、過去5年間のTSRを分析した。企業を29業種に分類し、業種ごとにTSRの中央値を算出している。

その結果、過去5年のTSRの上位5業種は、「保険」「半導体」「商社」「ゲーム・エンターテインメント」「アパレル」となった。昨年の調査に引き続き、「保険(昨年5位)」「半導体(昨年1位)」「商社(昨年2位)」はいずれも高水準のTSRを維持している。さらに、「ゲーム・エンターテインメント(昨年8位)」「アパレル(昨年6位)」が順位を上げ、存在感を高めている。

「保険」「銀行・金融サービス」は、金利上昇が業績を押し上げる要因となった。さらに、政策保有株の売却で得た資金を原資とする積極的な株主還元が堅調な株価パフォーマンスを下支えし、TSR向上に寄与している。

「半導体」は、引き続き旺盛な生成AI・データセンタ向け投資需要を背景に、力強い利益成長を実現している。特に注目すべきは、昨年の調査では期待先行によるマルチプルの拡大がTSR上昇の要因の6割を占めていたのに対し、2024年は利益成長がTSRの主要ドライバーになっている点である。

「ゲーム・エンターテインメント」は、日本のコンテンツ産業が世界的な存在感を高めていることに加え、為替や景気動向の影響を受けにくいディフェンシブ性が評価され、高いTSRを実現している。

「アパレル」では、後述するアシックスのように、グローバル市場でブランド価値を高め、業績を拡大している企業や、パルグループのようにインフレ・円安下でも、商品開発力や経営効率の向上に取り組み好業績につなげている企業が注目され、堅調なTSRパフォーマンスを実現している。

## 日本版バリュークリエイターズ・ランキングの顔ぶれ

次に、過去5年TSRの上位企業を確認する。ここでは、2024年12月末時点で時価総額1兆円以上の大型企業169社を対象にランキングを作成した(図表5)。今年の上位10社には、昨年上位20社に入っていなかった新たな企業が5社登場した。フジクラ、サンリオ、アシックス、三菱重工業、カプコンである。一方で、川崎汽船、日本郵船、商船三井の海運大手3社や、半導体検査・製造装置メーカーのアドバンテスト、ディスコは、良好な業界環境を追い風に、昨年に続いて上位を維持している。

以下、今年新たに10位以内にランクインした5社の動向を概説する。

**フジクラ(1位)** 独自の光ファイバー技術「SWR」を強みに、データセンター投資の世界的な拡大にともなって急増する光ファイバー需要を取り込み、業績を急成長させている。中長期的な成長が期待されるなか、2024年11月にはMSCIインデックスにも採用され、2024年の年初から年末にかけて株価は約6倍に上昇した。

**サンリオ(5位)** 2020年の社長交代を契機とした積極的な経営改革の成果が表れつつある。国内のみならず海外でもキャラクターの認知度が向上し、ロイヤリティ収入の拡大が業績を押し上げている。2024年3月期決算では11期ぶりに過去最高営業利益を更新した。2024年の1年間で株価が約2.8倍となった。

**アシックス(6位)** 近年、収益性の高い高付加価値製品への絞り込みを進めるとともに、ブランド戦略を強化したことが奏功し、グローバルに成長を加速させている。2024年末の株価は年初の約2.8倍に達した。2026年度を最終年度とする中計の目標を2年前倒しで達成し、目標を上方修正している。

**三菱重工業(8位)** 世界的なエネルギー需給ひっ迫や

図表5 日本版バリュエーターズ・ランキング 上位20社  
(大型企業、2020-2024年)

順位	企業名	業種	時価総額 <sup>1</sup> (億円)	年平均 TSR <sup>2</sup> (%)	構成要素(%)					
					利益成長		バリュエーション	フリーキャッシュフロー利回り		
					売上成長	+ マージン改善	+ マルチプル変化	+ 配当利回り <sup>3</sup>	+ 発行済株式数変化率	+ レバレッジ増加率
1	フジクラ	鉄鋼・非鉄金属	18,066	74	6	16	15	3	1	33
2	川崎汽船	運輸・輸送	14,529	71	7	20	-8	10	8	34
3	日本郵船	運輸・輸送	23,233	66	9	14	-7	14	4	32
4	商船三井	運輸・輸送	19,717	54	8	8	0	13	0	24
5	サンリオ	ゲーム・エンターテインメント	13,085	52	11	23	18	1	2	-3
6	アシックス	アパレル	22,259	49	12	26	5	2	1	2
7	アドバンテスト	半導体	68,004	45	20	6	17	2	2	-3
8	三菱重工業	機械	74,752	43	4	2	19	4	0	14
9	ディスコ	半導体	46,304	40	23	13	3	3	0	-1
10	カブコン	ゲーム・エンターテインメント	14,530	37	8	4	26	2	1	-2
11	日立製作所	電子機器・電子部品	180,231	36	1	10	16	3	1	6
12	荏原製作所	機械	11,365	34	11	10	9	4	1	0
13	三井物産	商社	96,322	33	15	-8	5	5	4	11
14	IHI	機械	14,093	32	3	6	11	3	0	9
15	住友林業	住宅・不動産	10,834	32	11	11	3	5	-3	5
16	味の素	一般非耐久消費財	32,298	31	6	3	14	2	2	3
17	三菱UFJフィナンシャル・グループ	銀行・金融サービス(保険除く)	214,925	31	10	NM	NM	5	2	NM
18	ゼンショーホールディングス	小売	14,043	30	12	8	4	1	-1	6
19	丸紅	商社	39,679	30	2	8	4	6	1	10
20	MS&ADホールディングス	保険	52,719	29	4	14	4	6	3	-1

1. 2024年12月31日時点  
2. 2019年12月31日から2024年12月31日までの期間を対象とする。財務情報は2019年12月31日～2024年12月31日時点の、各直近12か月データを参照  
3. 配当には日次複利で運用される通常配当と特別配当を含む  
注：TOPIX構成企業のうち、2024年12月31日時点で時価総額1兆円以上、浮動株比率20%以上、上場5年以上の169社が対象。NMは2019年12月31日時点で直近12か月(LTM)の財務データがない場合、または変動が100%を超える場合に示す。TSRの各構成要素は本来乗算形式だが、ここでは加算形式に変換し表示。また端数調整のため各要素の合算値が合計値と一致しないことがある  
出所：S&P Capital IQ、BCGバリュエーション・センター

老朽設備の更新需要増を背景に、大型ガスタービン発電設備の受注が好調なほか、各国の防衛予算拡大を追い風に、防衛関連事業の受注も引き続き高水準で推移している。エネルギー・原子力・防衛・宇宙と幅広い有望領域にエクスポージャーをもつ事業ポートフォリオが、将来の利益成長に対する投資家の期待を集め、マルチプルが拡大している。

**カブコン(10位)** 複数の主力ゲームタイトルのヒットを背景に、過去最高益更新が続いており、2024年も堅調な株価パフォーマンスを実現した。新旧のゲームタイトルがバランスよく売上に貢献し、特定のヒット作に左右されない強固な収益基盤を築いていることが、株式市

場で高く評価されている。



## エクイティストーリー としての中期経営計画

資本市場からのプレッシャーが強まる昨今、企業価値の向上に向けた日本企業の姿勢にも変化が見られる。しかし、前章でも述べた通り、その変化、ないしは変化への意欲が投資家から十分とらえられているとは限らない。投資家は依然として、日本企業が抱える根本的な課題が解決されていないとみている可能性がある。

こうしたなかで、企業が自社の中長期の戦略や方向性を投資家に伝える手段として、中期経営計画（以下、中計）は依然として有力なツールとなり得る。ただし、事業環境の不確実性が一段と高まるいま、従来のフォーマットや作り方のままでは投資家の信頼を得ることは難しくなっている。私たちは、中計は単なる事業計画の積み上げや業績見通しではなく、「なぜ自社に投資すべきか」を説得力をもって示す「エクイティストーリー」へと、進化を遂げる必要があると考えている。



本章では、中計の本質的な意義をあらためて見直すとともに、新しい時代の中計をどう作り上げるべきか、その要諦を論じていきたい。

## 中期経営計画の意義

中計の策定・公表は日本企業では広く定着しており、IRを実施する上場企業のおよそ7割が中計を公表しているという調査もある<sup>1</sup>。しかし、中計は日本独特の形式であり、海外企業には同様の慣習はほとんど見られない。そもそも中計はなぜ生まれ、どのように発展してきたのだろうか。

### 中計は社内の資源配分目的で登場し、銀行融資のための事業計画として普及

中計の起源は、1970～80年代の日本経済の高度成長期に遡る。市場や産業が急速に成長する当時の事業環境に対応するため、企業は自社の長期ビジョンや経営資源配分を策定するための内部向け経営計画として中計を導入した。また、当時は「メインバンク・ガバナンス」が主流であったため、中計は銀行からの融資を受けるために事業の見通しを提示する目的でも利用され始めた。バブル崩壊後の1990年代には、銀行に対して事業継続性や債務返済能力を示す手段としての重要性が増し、中計策定が一般化していった。

この「3年から5年の時間軸での事業計画」としての中計は、中・長期的なスパンでの会社の方向性や戦略を社内に向けて語るとともに、銀行に加えて株主や投資家への説明手段としても活用しやすいという理由で定着し、現在の日本の「中計文化」が醸成された。

### 社内外に経営の方向性を示すツールとして中計の意義は残る

こうした背景があるがゆえに、昨今では中計が「時代

にそぐわないのでは」という議論も出てきている。すなわち、3～5年先を見据えて中計を策定しても、経済情勢や社会環境の変化によってその前提が実態と乖離してしまうという指摘だ。また、中計の策定に多大な時間とリソースを投入することで現場が疲弊し、計画を作ること自体が目的化してしまっている状況も多くの企業で見受けられる。このような背景から、最近では中計を廃止する企業も徐々に増えてきている。

では、中計は本当にその意義を失ったのだろうか。私たちの答えは否である。時代の変化にともない、形式は変化してしかるべきだが、株主や投資家に対して中長期で自社がめざす方向性や成長ストーリー、戦略、定量目標、資本配分方針をわかりやすく伝えるという中計の意義は引き続き残ると考えている。

実際、中計というフォーマットを廃止した企業でも、中長期的な経営の方向性を社内外に対して明示すること自体は継続している(図表6)。たとえば、味の素は従来の計数積み上げ型の中計を廃止し、自社の長期的な「ありたい姿」に向けてチャレンジングな指標を掲げ、そこからバックキャスト(逆算)によりロードマップを描く、企業変革と成長戦略を中核に据えた計画策定に転換した。

この方針転換の背景には、将来の事業環境が不透明なかで、計画策定にあたり緻密な数値計画を作り込み過ぎることによる、現場の疲弊や計画自体の意義が薄れる事態を避けたいという狙いがあった。

伊藤忠商事も同様に中計を廃止し、長期の経営方針と単年度の経営計画を併用する方針へと移行した。その意図は、経済情勢の変化により計画の変更を迫られる可能性のある中計の策定に膨大な時間と労力を費やすことを避け、不確実な経営環境においても着実な業績向上に注力することにある。

1 日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2022年6月)



## 図表6 「中計」の形式を廃止した企業の例(味の素/伊藤忠)

### 「中計」の形式を廃止した後の公表内容

味の素	<b>長期の経営方針</b> <b>「中期ASV経営 2030ロードマップ」として、 長期視点の「ありたい姿」を公表</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>ポートフォリオマネジメントの方針</li> <li>重点事業領域の成長戦略</li> <li>無形資産強化の方針</li> <li>株主還元(ノーマライズドEPSに基づく配当算定式)</li> <li>財務KPI: 「ASV指標」として、FY25・FY30の目標KPIを公表 (ROE、ROIC、オーガニック成長率、EBITDAマージン)</li> </ul>	<b>+ 単年度計画</b> <b>単年度の業績予想</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>売上高(セグメント別)</li> <li>事業利益(セグメント別)</li> <li>当期利益</li> </ul> <b>+ 単年度のKPI</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>「ASV指標」として公表している各種KPI(同左)</li> </ul>
	<b>長期経営方針「The Brand-new Deal」として、 「利は川上にあり」の原則に基づく経営方針を公表</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>業績向上を達成するための方針</li> <li>企業ブランド価値向上を達成するための方針</li> <li>株主還元方針 (総還元性向、配当性向、1株当たり配当額)</li> </ul>	<b>単年度の業績予想</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>連結純利益(セグメント別)</li> </ul> <b>+ 単年度のKPI</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>利益計画(ROE)</li> <li>株主還元(総還元性向、1株当たり配当額下限、 自己株取得額)</li> <li>成長投資(投資総額、ネットDEレシオ)</li> </ul>

出所: 各社IR資料をもとにBCG作成

両社に共通する特徴として、KPI(重要業績指標)には売上高や営業利益など絶対額の指標だけでなく、ROIC(投下資本利益率)やROEなど、環境変化に対して柔軟にマネジメント可能な指標を採用していることが挙げられる。これは、事業計画を精緻に作り込む代わりに、より本質的、かつ持続的な価値創出を重視する、骨太の経営方針を示すという方向性に沿ったものである。

### 日本の中計の現在地

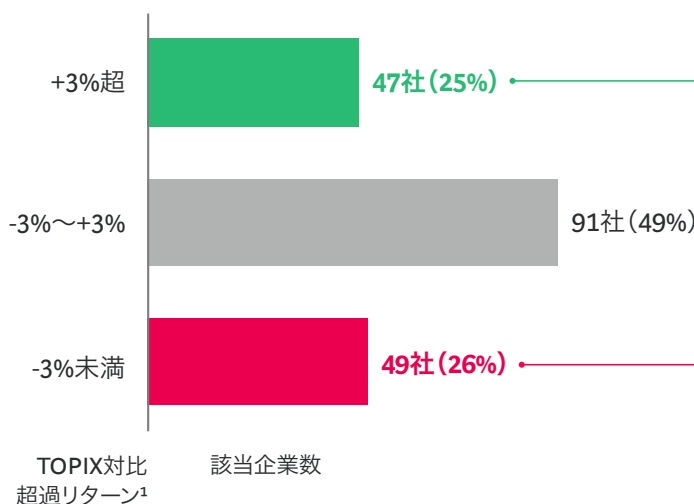
では、実際に公表された中計は、投資家からどのように受け止められているのだろうか。私たちは今回、日経225構成企業のうち、2020年から2024年までの5年間に中計を公表した187社を対象に、中計公表後1週間の株価推移、具体的には株価リターンからTOPIXリターンを差し引いた「TOPIX 対比超過リターン」を分析した(図表7)。その結果、超過リターンが3%を超える

企業は全体の25%、一方で3%を超えるマイナスであった企業もほぼ同水準の26%を占めた。さらに、変動幅が±3%以内と株価が大きく動かなかった企業は49%に上り、株価が上昇・下落した企業の割合がほぼ拮抗していることが明らかとなった。株価は往々にして同時に発表される業績の影響も受けるため、必ずしも中計の内容だけで変動するものではないが、この分析結果は投資家の期待値に応える中計を打ち出すことの難しさを一定程度示していると考えられる。

特に高パフォーマンスを示した企業に共通する要素は、事業ポートフォリオ変革への明確な意思表示、注力する事業領域での具体的な成長戦略、それに裏打ちされた意欲的な業績見通しである。さらに、客観的に見て合理性・妥当性の高いキャピタルアロケーション方針(株主還元を含む)が示されていた点も特徴的だった。一方、低パフォーマンスの企業では、利益目標が市場予想を下回っていたり、成長戦略や収益改善策が具体

## 図表7 中計発表後の株価パフォーマンスの分析(2020-2024年公表中計)

日経225銘柄における中計公表1週間後の株価分布



株価上昇/下落銘柄における中計の特徴

- |  |  |
|--|--|
| <p><b>① 事業ポートフォリオ変革の明確化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>新規成長領域への積極投資を含む、企業価値を最大化させるポートフォリオ戦略</li> </ul>     | <p><b>① 株主還元策の消極性・期待未達</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>配当増額・自社株買い等の還元策提示不足</li> </ul>   |
| <p><b>② 具体的な成長戦略に裏付けられた意欲的な業績見通し</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>自社の競争優位性、市場の魅力度を踏まえた、明確な成長ストーリー</li> </ul> | <p><b>② 利益目標の市場予想未達</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>提示された利益予想の市場コンセンサス割れ</li> </ul>     |
| <p><b>③ 株主還元を含むキャピタルアロケーション方針の明確化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>成長投資、株主還元のバランスも鑑みた資源配分</li> </ul>         | <p><b>③ 成長戦略・収益改善策の具体性不足</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>曖昧な成長シナリオ、改善施策の説明不足</li> </ul> |

1. TOPIX対比超過リターン(%)は、「株価リターン(%) - TOPIXリターン(%)」で算出。株価およびTOPIXのリターン計測期間は、各企業の中計公表日終値から1週間後の終値までの変動幅を用いている。なお、公表1週間後が祝祭日に該当する場合、翌営業日の終値を適用している

注：分析対象は、日経225構成銘柄のうち、2019年12月31日から2024年12月31日までの期間に中計を公表した187銘柄である。同期間に複数回中計を公表した企業については、最新の中計を分析対象としている

出所：S&P Capital IQ、各社IR、アナリストレポート、BCG分析

性に乏しかったりすることが共通の特徴として見受けられた。

新たな中計の発表後に株価がTOPIX対比でアウトパフォームした企業の一例として、大日本印刷(DNP)が挙げられる。DNPは2023年2月に公表した中計の基本方針で、ROE10%とPBR1倍超の早期実現を目標として明示した後、同年3月に中計骨子を公表し、既存の印刷事業の構造改革を含む、抜本的な事業ポートフォリオ・トランスフォーメーションを打ち出した。

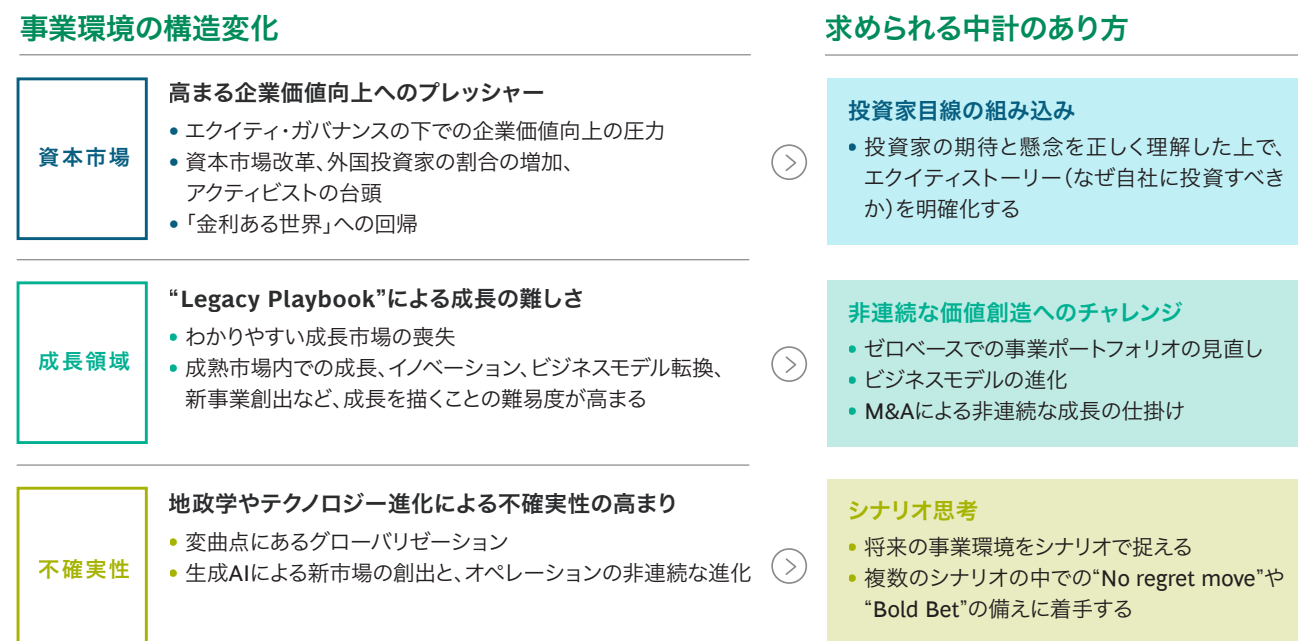
同社の方針は、成熟市場での漸進的な成長ではなく、半導体や有機ELなどの成長領域における大型投資を通じた攻めの成長戦略をめざすものである。また、総額3,000億円に上る大規模な自己株式取得を通じ、株主価値の向上への取り組みにも焦点を合わせている。これらは過去の延長線上にとどまらない大胆な計画であるといえる。なお、中計の公表前にアクティビス

トであるエリオット・マネジメントによる株式保有が報道されたが、中計の検討はエリオットの関与以前から進められていたという。この中計はROE向上に向けた具体的な取り組みが盛り込まれているとして、アナリストから高い評価を得ている。

### 新たな中計のあり方とは—— 事業環境の「地殻変動」をふまえて

日本企業はいま、過去とは構造的に異なる大きな環境変化に直面している。投資家の要求は一段と厳しくなり、成長戦略を描くことがさらに困難になっている。加えて、地政学リスクやテクノロジーの進化により、予測可能性が大きく低下している。こうした、いわば事業環境の地殻変動ともいえる状況のなかで、従来型の中計の意義やあり方も問い直されている。本節では日本企業が直面する3つの環境変化を改めて整理し、それに応じて中計をどう進化させていくべきかを考察する(図

図表8 事業環境の構造変化と求められる中計のあり方



出所：BCG

表8)。

## 日本企業を取り巻く3つの環境変化

第一に、資本市場からの企業価値向上に対する圧力が高まっている。日本では、特に90年代以降、高度経済成長期以来の「メインバンク・ガバナンス」体制から「エクイティ・ガバナンス」への移行が進んだことに加え、株式持ち合いが解消され外国投資家の割合も増加した。投資家の資本コストは銀行に比べて高いため、投資先である企業に対しても、株主資本コストを上回る、より高いリターンを求める。また、銀行は融資の着実な返済のために融資先の企業が事業ポートフォリオを分散しリスクを下げることを好むのに対し、投資家は自身がポートフォリオを構築してリスク分散を図っているため、投資先の企業に対しては強みのある事業領域にフォーカスし、事業ポートフォリオを見直すことを求める。

加えて、直近では東京証券取引所からも「PBR1割れの是正」に向けた対応が求められているほか、企業価値を低いままに放置していると、アクティビストに狙われるリスクが高まる。さらに、日本が「金利のある世界」に回帰している点も踏まえると、日本企業には、投資家からのより高いリターンの要求に応えるために、抜本的な企業価値の向上策が求められている。

第二に、成長戦略を策定する難易度が高まっている。かつての日本では、（当然競争はあったが）市場のパイ自体が増えるため、よい製品・サービスを出せば自然と成長が期待できた。しかし、現在ではパイの拡大が見込まれないなかで、それを多くの企業が奪い合う状況となっている。また、世界情勢も不透明となり、海外のローカル企業も競争力をつけて台頭している状況下で、かつての中国・新興国のようなわかりやすい成長フロンティアは見出しづらい。過去の成功体験に基づく“Legacy Playbook”では、持続的な成長を実現することは

難しい。成熟市場内での競争戦略でのシェア奪取や、イノベーション、ビジネスモデルの転換、新規事業の垂直立ち上げといった、難しい成長戦略を成功させる必要がある。

第三に、地政学やテクノロジーの進化を背景とした、事業環境の不確実性の急激な高まりがある。グローバル化は変曲点を迎え、足元のトランプ関税を含め、今後の経済安全保障をめぐる政策の変化により、世界情勢の先行きは一段と見通しづらくなっている。また、生成AIの急速な発展により、その計算資源をめぐる競争が激化するとともに、新たな市場・イノベーションが生まれ、企業のオペレーションも非連続に進化する時代になっている。このようななか、企業は単線的な未来のみを描くだけでは不十分で、複数の将来シナリオを想定した準備が求められている。

## 中計を「エクイティストーリー」と位置付ける

これらの環境変化をふまえ、日本企業は今後、中計をどのように位置づけるべきか。これからの中計には、自社の中長期的な方向性や戦略、数値目標を社内外に示すという役割に加え、資本市場に向けて自社に投資すべき理由を示すという役割を、これまで以上に高い水準で果たすことが求められる。そのために、私たちは中計を単なる経営計画ではなく、「エクイティストーリー」として策定するべきだと考える。

「エクイティストーリー」とは自社への投資意義、すなわち企業が無数の投資先候補企業の中から「なぜ自社に投資すべきか」を定性・定量の両面で納得性高く、わかりやすく説明するストーリーである。いわば、「われわれは株主へリターンを届けることにコミットする。だからこそぜひ当社に投資してほしい。これが当社に投資すべき理由だ」という、経営者によるメッセージだ。

海外のCEOやCFOのプレゼンテーションでは、“Why Invest” “Investment Thesis”など、投資意義を語るパートが当然のように盛り込まれているが、このような

プレゼンテーションを行う日本企業はいまだ少数派なのが実情だ。しかし、中計は主として資本市場・投資家を意識したものであり、その意味では中計をエクイティストーリーとして位置づけ、それをもって「なぜ自社に投資すべきか」を訴えかけるツールとするべきである。

投資意義を伝えることが中計の重要な目的ととらえるのであれば、そのあり方も従来と異なるものとなる。具体的には、新たな中計の策定にあたっては以下の3つのポイントを押さえる必要がある。

まず、資本市場・投資家の視点を取り入れること。投資家が自社にどのような期待をし、逆に何を懸念しているかを正しく理解し、それを自社の戦略に反映する必要がある。これは投資家の意見に盲目的に従うという意味ではない。投資家は普段から何百社もの企業を分析しており、彼らの見方を有用なインプットとして活用することは、新たな気付きを得るという点でも有効である。

第二に、非連続的な企業価値向上のストーリーと打ち手を示すことである。市場が成熟し、かつ求められるリターンが高まるなかで、コーポレートが事業部から上がってくる計画を「ホチキス留め」したかのような中計では、投資家から評価されない。自社の事業ポートフォリオをゼロベースで見直し、どの事業にリソースを集中させて勝負するかを突き詰めることが重要だ。自社の戦う領域を定め、そのなかでイノベーションやビジネスモデルの進化、M&Aを含めた成長戦略を示し、合わせて資本の配分も大胆に変えていくことが求められる。

最後に、不確実な世界に備えるシナリオ思考をベースとすることだ。単線的な事業環境を前提とするのではなく、複数のシナリオを想定したうえでの計画を持つ必要がある。過去に類を見ない昨今の不確実性のなかでは、将来の事業環境を幅を持って見立て、複線的な備えをすることで、戦略のレジリエンスを高めておくことが重要となる。具体的には、既存の環境の延長線上にあるシナリオのみならず、「もし～が起こったら(what if)」という視点から発想を飛躍させ、幅広い未来像を



## 図表9 「エクイティストーリー」としての中計策定の要諦

インプットの質を高める	資本市場目線	<b>要諦 ①</b>	<b>株主・投資家の期待と懸念を正しくとらえる</b> — トップマネジメントが投資家との対話を強化し、有用な意見は経営に取り入れ変革につなげていく
	事業環境認識	<b>要諦 ②</b>	<b>骨太な事業環境変化を「シナリオ」としてとらえる</b> — 単一の未来予測ではなく、いくつかの起こり得る未来を想像し、その幅のなかでの複線的な備えをする
エクイティストーリーを研ぎ澄ます	一貫したエクイティストーリー	<b>要諦 ③</b>	<b>「なぜ自社に投資すべきか」についてわかりやすいストーリーを伝える</b> — 「なぜ、どのように投資家にリターンを提供できるのか」についてのストーリーを定性・定量両面で示す
	目標設定	<b>TSR目線で中長期の目標を設定する</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>業界において上位水準のTSRを実現するために、事業ごとの財務（売上、利益）や株主還元の目標に落とし込む</li> </ul>	
	全社/事業戦略	<b>自社の強みを突き詰め、企業価値を最大化する事業ポートフォリオ戦略を組み立てる</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>再現性のある自社の強みや競争優位性を説得力を持って語れるように突き詰める</li> <li>自社として注力する事業は何か、その他の事業はなぜ保有する意義があるのかを明確化し、事業ポートフォリオを最適化する</li> </ul>	
	財務戦略	<b>納得性の高いキャピタルアロケーション方針を明示する</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>資本配分に対する自社の思想やロジック明確にし、TSRを向上させる上で最適な成長投資と株主還元・負債返済のバランスを突き詰める</li> <li>自社の事業特性から最適と考える資本構成を理由/ロジックと共に説明する</li> </ul>	
	ガバナンス	<b>戦略の実現性を担保する</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>描いた戦略ストーリーを実行する経営陣や組織体制、それを監督する取締役会の実効性を確保する</li> </ul>	

出所：BCG

想定する。そのうえで、経営として取るべき対応を柔軟に検討することが必要だ。

### 「エクイティストーリー」としての中計策定の要諦

では、私たちの考える「エクイティストーリー」としての中計は具体的にどのように策定すればよいのか。以下ではその3つの要諦を提示したい（図表9）。

#### インプットの質を高める

事業環境の複雑性・不確実性が高まるなかで、中計策定においてまず重要となるのは、前提となる情報の取り入れ方を高度化することである。ここでは、「株主・投資家の期待と懸念を正しくとらえる」、「骨太な事業環境の変化を『シナリオ』としてとらえる」という2つの要諦を紹介する。

#### 要諦 ① 株主・投資家の期待と懸念を正しくとらえる

企業は日常のIR／SR活動のなかで投資家や株主と接点を持っているが、その対話は多くの場合、直近あるいは来期の業績についての説明にとどまっている。そのため、投資家が本当の意味で何を期待して投資しているのか、逆に何を懸念しており、改善してほしいと考えているのかを、的確に把握できていない企業が少なくない。これはIR担当者だけの責任ではなく、本来はCEOやCFOといったトップマネジメントが自ら担うべき領域である。

既存の株主に加え、将来的に自社の株式の長期保有を期待したい投資家とも深い対話を行うことが重要だ。彼らの声に耳を傾け、有用な意見は経営に取り入れて自社の変革につなげていく必要がある。投資家からの期待や懸念を正しく理解することは、資本市場に評価される中計を策定するうえでの出発点である。

たとえば、私たちがクライアント企業の中計やエクイティストーリーの策定を支援する際には、初期段階で複数の投資家やセルサイド・アナリストにインタビューを行い、第三者的な立場から投資家の“本音”を引き出し、経営にフィードバックすることがよくある。投資家が企業側に直接伝えづらいような“耳の痛い”話も、第三者を介することで引き出しやすくなる。

## 要諦 ② 骨太な事業環境変化を「シナリオ」としてとらえる

大きな不確実性のなかでは、単線的な将来の見立てを持つのみでは不十分である。重要なのは、未来「予測」ではなく、起こり得るいくつかの未来を想像し、どのシナリオでも必ず実行すべき有効な施策 (No regret move) や、特定のシナリオ下で大きな競争優位性を確立できるインパクトの大きい打ち手 (Big Bet) を見極め、複線的な備えをすることだ。

私たちは、事業環境に構造的変化をもたらすメガトレンドを100以上トラッキングし、それをもとに中長期的に想定される事業環境シナリオを描き出している。これにより、認識しておくべき非連続な成長機会やリスクを洗い出し、いわゆる戦略上の“ブラインド・スポット”——自社が気づいていない、あるいは手が打てていない領域——を明確化し、経営アクションにつなげる支援を行っている。こうしたシナリオ分析は、各シナリオで想定される外部環境の変化をもとに、事業ポートフォリオの見直しや新規投資領域の見極め、リスク最小化策の導出といった具体的なアクションまで落とし込むことが重要である。

このように、事業環境変化をシナリオ思考で複線的にとらえることは、中計策定のベースとして骨太な環境認識を築くうえできわめて有効である。

## エクイティストーリーを研ぎ澄ます

「なぜ自社に投資すべきか」、説得力をもって語れる

ストーリーを練り、わかりやすく伝える。これが3つめの要諦だ。定性・定量両面で語ることが不可欠であり、目標設定・全社／事業戦略・財務戦略・ガバナンスの4つの観点を押さえる必要がある。

## 要諦 ③ 「なぜ自社に投資すべきか」についてわかりやすいストーリーを伝える

### 目標設定——TSR目線で中長期の目標を設定する

中計の組み立てを検討するうえでまず考えるべきは、投資家に対してどれだけのリターン、すなわちTSRを実現できるか、という点だ。BCGでは業界において上位25%に相当する水準をひとつの目安にしている。というのも、機関投資家のファンドマネジャーは最低でも市場平均を超えるリターンの実現を責務としているため、投資家に選ばれ投資してもらうためには、少なくとも業界平均を超えるリターンを示す必要がある。したがって、業界における過去のTSRを複数期間にわたって分析し、その上位25%の(ないしはそれをを超える)水準を目安にTSRの目標を設定することが重要だ。

多くの企業では、中計において売上や利益、あるいはROE等の財務目標を設定するが、まずは業界内で上位水準のTSRの実現を起点に、そのために必要な事業ごとの売上や収益性(ないし資本収益性)などの目標に落とし込み、各事業部に対するガイドラインを設定することが重要である。

そのうえで、それぞれの事業部が積み上げで検討した結果として、全社で目標とする水準のTSRを実現できるかを検証し、届かない場合は追加的な打ち手、たとえば一段の構造改革の実施や株主還元の強化によって、ギャップを埋める道筋を検討する必要がある。

**全社／事業戦略——自社の強みを突き詰め、企業価値を最大化させるポートフォリオ戦略を組み立てる** 株主・投資家に対して自社が高いリターン、すなわちTSRを実現できることを示すうえでは、改めて自社の強みや競争優位性をわかりやすく伝えることが重要である。経営

者との会話のなかで、「それは何度も説明しているし、投資家は理解している」という声をよく聞く。しかし、私たちが実際に投資家にインタビューしてみると、経営者が考えているほど伝わっていない、あるいは投資家の間で必ずしも見解が一致していないことが多い。投資家はリターンについての確証を得るうえで、企業が“再現性”のある強みを持っていることを重視する。経営者としては、自社がどのような強み・優位性により競争に勝てるのか、かつそれは自社の組織能力としてどう根付き、再現性があるものなのか、説得力をもって語れるまで、改めて社内で(ないしは外部の手を借りて)突き詰める必要がある。

また、前述のように投資家は基本的にPure play(単一事業を運営する企業)を好む。したがって企業は自社が注力する事業を明確にするとともに、その他の事業についてはなぜ保有するのか、その意義を明確化する必要がある。そのうえで、自社として手掛ける必然性のない事業、すなわち自社がベストオーナーではない事業については、たとえ利益が出ていたとしても他社への譲渡を含めた見直しを検討すべきである。

企業価値最大化をめざすポートフォリオの抜本的な見直しにおいては、事業撤退を含む、ある意味冷徹な腹決めと、短期的な視点に偏らないポートフォリオの最適化の両面が求められ、経営のリーダーシップとコーポレートとしての真の力量が問われる。中計に組み込むにあたっては、取りまとめのフェーズに入る前のいわゆる「中計骨子」の策定段階から議論の組み立て方を工夫する必要がある。具体的には、経営チーム内で腹を割った議論の場を設定する、事業部に対して適切にガイドを示す、などが考えられる。

**財務戦略——納得性の高いキャピタルアロケーション方針を明示する** エクイティストーリーにおいては、ポートフォリオ戦略や成長戦略、および株主への還元のバランスも踏まえた、企業としての資本配分の思想とロジックを明確に示すことも重要である。

キャッシュインの面では、営業キャッシュフローの見直しに加えて、ノンコア資産や政策保有株を保有する意義を改めて見直し、必要性の薄い資産は売却するなどしてキャッシュの最大化を図る。一方、キャッシュアウトの面では、自社が最適と考える資本構成をロジックをもって明確化することに加え、成長投資と株主還元、負債返済のバランスを最適化するという考え方が必要だ。成長投資では、資本コストを上回るリターンが見込まれるのであれば積極的にその領域に投資するが、そうでなければ配当や自社株買いにキャッシュを振り向けることが、TSRの向上に資する。このような資本配分の方針を中計策定のプロセスのなかで明確化し、一貫性をもって中計全体に落とし込む必要がある。

**ガバナンス——戦略の実現性を担保する** どれほど優れた戦略・計画を策定しても、実行できなければ意味がない。投資家に中計の蓋然性を納得してもらううえでも、それを実行する経営陣のケイパビリティや推進体制、それを監督する側の取締役会のケイパビリティといったガバナンス体制についても言及することが重要である。

日本企業では、往々にしてコーポレートより事業部が強く、このガバナンスを効かせることが難しい。戦略の実行に向けて、経営陣のリーダーシップやコーポレート機能改革が並行して進められることも少なくない。BCGでは、企業価値最大化に向けた計画策定に加え、実行を支えるコーポレート機能の改革や、事業部に対する適切なガバナンス体制構築などの支援を行うことが増えている。





## おわりに

不確実性が高まる現在だからこそ、将来の環境変化に対して複数のシナリオを検討して備えるとともに、資本市場や投資家の視点を的確にとらえた、企業価値の最大化に向けた戦略を構築する必要性が高まっている。中計というフォーマットにこだわる必要はないが、中計を単なる事業ごとの計画の積み上げではなく、中長期的な視点で自社の競争優位性や戦略、めざす方向性を改めて検討する機会とし、それをエクイティストーリーとして投資家にコミュニケーションするためのツールととらえると、新たな価値が生まれるだろう。本稿がそのための一助となれば幸いである。



## 執筆者



加来 一郎

ボストン コンサルティング グループ (BCG) 東京オフィス  
マネージング・ディレクター & シニア・パートナー



坂上 隆二

BCG 東京オフィス  
パートナー & アソシエイト・ディレクター



千田 秀典

BCG 京都オフィス  
パートナー



吉田 美穂子

BCG 東京オフィス  
アソシエイト・ディレクター



白田 直樹

BCG 東京オフィス  
プロジェクトリーダー

### 分析協力:

Ng Sharon

BCG シンガポール・オフィス  
シニアマネジャー  
BCG バリュースサイエンス®・センター

Warren Goh

BCG シンガポール・オフィス  
シニアアナリスト  
BCG バリュースサイエンス®・センター

### BCG バリュースサイエンス・センター

BCG バリュースサイエンス・センターはBCGとともにM&Aや企業戦略構築に活用可能な高度なバリュエーション手法を開発・提供しています。このサービスは、BCGが独自に開発したディスカウントキャッシュフロー・モデルと、BCG バリュースサイエンス・センターの相対マルチプル・モデルを統合したもので、バリュエーション、M&Aターゲットの探索、自社株買い、投資、企業／事業戦略企画に関わる深い洞察を企業に提供しています。詳しくは、BCGまでお問い合わせください。

2025年6月発行

本テーマに関する過去の論考、資料もあわせてご参照ください。

- 日本企業のPBR改善に向けた処方箋——日本版 バリュークリエーターズ・ランキング 2024
- 日本企業の価値創造とESG——日本版 バリュークリエーターズ・ランキング 2023
- アクティビストの手法論の活用による日本企業の価値創造——日本版 バリュークリエーターズ・ランキング 2022
- 脱炭素経済における価値創造——BCG バリュークリエーターズ・レポートシリーズ
- コロナ下における日本企業の価値創造——日本版 バリュークリエーターズ・ランキング 2021
- 株主価値創造をめぐる10の学び——バリュークリエーターズ・レポート発刊20周年に寄せて

グローバルのランキング、レポートは[こちら](#)からご覧ください。



本稿、および関連するトピックについての論考を [bcg.com](https://www.bcg.com) でご覧いただけます。

<https://www.bcg.com/ja-jp/>

弊社では、企業経営に関するさまざまなテーマについてコンサルティングサービスを提供しております。

ご関心をお持ちの方は、[BCGjapan@bcg.com](mailto:BCGjapan@bcg.com) までお問い合わせください。

© Boston Consulting Group 2025. All rights reserved.

本稿の転載、引用等につきましては、[press.relations@bcg.com](mailto:press.relations@bcg.com) までお問い合わせください。

