

## ROIC 経営の光と影（前編） ～企業価値向上との関係を中心に～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授  
田村 俊夫

### キーワード

ROIC、資本効率、企業価値、投下資本、バリュードライバー式、事業再編実務指針、事業ポートフォリオ

### 要約およびポイント

- 経営指標としての ROIC は以下の諸点から優れた指標であり、ROIC 経営の進展は日本企業の価値向上とポートフォリオマネジメントの強化に資するものと評価できる
  - 収益性指標としてマージンより包括的であり、ROE とは相補的である
  - 部門別管理に優れている
  - 現場への落とし込みと相性が良い（ROIC ツリー等）
  - バリューベースト・マネジメントの核心となる指標である
  - 機関投資家の目線と合致している
- 但し、ROIC は使い方に注意を要する経営指標であり、企業価値向上の本質を見失って ROIC という目盛りを絶対視することは、かえって価値向上を阻害しかねない場合もある
  - ROIC は必ず成長性の指標とセットで用いるべきである
  - 企業や事業部門の ROIC がすでに十分高ければ、通常は成長率を高めることが価値を創造するが、ROIC が低い場合には、成長よりも ROIC を高めることが価値創造につながる
- ROIC の測定等の実務上の重要問題については、稿を改めて後編で論じる予定

## I. はじめに

ROIC を経営指標として導入する企業の増加

投下資本利益率（ROIC：Return on Invested Capital）を経営指標に取り入れる日本企業が近年増加している。経済産業省が2014年8月に公表した「伊藤レポート」がROE8%以上を望ましいと示して以来、従来の売上高利益率（マージン）指標に対し、資本効率を意識した資本利益率指標への関心が高まっていたが、最近では、資本利益率の中でもROEに加えてROICを重視する企業が増えている。

例えば、三菱ケミカルは、2017年4月からROICを経営管理指標に導入し、事業部門別の目標値を設定している<sup>1</sup>。アサヒグループホールディングスは資本コストを踏まえた資産・資本効率の向上を目指すため、2017年12月期からROEに加えROICを導入している<sup>2</sup>。その他、ニコン（2017年度）<sup>3</sup>、キリンホールディングス（2019年度）<sup>4</sup>、日立製作所（2019年度）<sup>5</sup>、神戸製鋼所（2019年度）<sup>6</sup>、味の素（2020年度）<sup>7</sup>、三菱マテリアル（2020年度）<sup>8</sup>、三井物産（2020年度）<sup>9</sup>、ライオン（2021年度）<sup>10</sup>など、大企業による本格的な導入が相次いでいる。

改訂コーポレートガバナンス・コードと事業再編実務指針

導入ラッシュの一つの契機となったのは、2018年6月施行の改訂コーポレートガバナンス・コードで、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益力・資本効率等に関する目標を提示することが求められるようになったこと（原則5-2）であろう<sup>11</sup>。なぜなら代表的な資本コストである加重平均資本コスト（WACC）に対応する利益指標はROICだからである。さらに、2020年7月に公表された経済産業省の「事業再編実務指針」では、事業ポートフォリオ再編のための事業部門評価の最重要指標として資本収益性と成長性を挙げており、このうち資本収益性の指標としてROICを推奨している<sup>12</sup>。今後、事業評価指標としてROICを導入する企業はさらに増加することが見込まれよう。

金融庁「記述情報の開示に関する原則」

また、2019年3月、金融庁が「記述情報の開示に関する原則」を公表し、有価証券報告書の経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標等（KPI）について、ROEと並べてROICを例示したことも、企業によるROICの導入・開示を促進していると思われる。この結果、ROICを単に中期経営計画や決算説明資料に記載するだけでなく、有価証券報告書に記載する企業も出現し始めている。日経平均株価採用銘柄で3月決算の企業186社のうち、ROEないしROICを記載した企業は2020年3月期で121社、そのうち近年導入が本格化したばかりのROICに触れた企業がすでに19社に達していることが注目される<sup>13</sup>。

<sup>1</sup> 「経営管理に投資効率—三菱ケミカル、ROIC導入」日本経済新聞（2017/1/16）。

<sup>2</sup> 「事業効率、目標値で管理—アサヒ、ROICを活用」日本経済新聞（2016/12/8）、アサヒグループホールディングス「“企業価値向上経営”の深化を目指して」（2017年4月）参照。

<sup>3</sup> 「投下資本利益率で管理—ニコン、部門ごとに目標値」日本経済新聞（2017/4/6）参照。

<sup>4</sup> キリンホールディングス「キリングループ2019年-2021年中期経営計画」（2019年2月）。

<sup>5</sup> 日立製作所「統合報告書2020」。

<sup>6</sup> 神戸製鋼所「次期中期経営計画を見据えて」（2020年5月11日）。

<sup>7</sup> 味の素「味の素グループのASV1経営：2030年の目指す姿と2020-2025中期経営計画（スクリプト付き）」（2020年2月19日）。

<sup>8</sup> 三菱マテリアル「中期経営戦略（20-22年度）概要」（2020年3月25日）。

<sup>9</sup> 三井物産HP「中期経営計画2023」（last accessed on 2021/3/13）。

<sup>10</sup> ライオン「2020年12月期決算説明資料」（2021年2月12日）。

<sup>11</sup> 「投下資金「生かす力」頭打ち 上場企業「ROIC」微増の6.75% 米欧と格差拡大 上場企業の7割が資本コスト上回る」日本経済新聞（2019/4/17）参照。

<sup>12</sup> 経済産業省「事業再編実務指針」（2020年7月31日）、2.2.4「事業評価の仕組みの構築と運用」。

<sup>13</sup> 「資本効率、企業の7割開示 有報にROEやROIC、3年で4割増」日本経済新聞（2020/11/26）参照。

ROIC の使用上の注意

ROIC は理論的にも実務的にも企業価値創造の指標として非常に優れたものであり、日本企業が ROIC を経営指標として重視し始めたことは望ましい進展である。しかし、ROIC は注意して使わないと、企業価値創造の目的から乖離してしまうことにもなりかねない。第一に、理論的な問題として、ROIC を単独で経営指標として使うとかえって企業価値の低下を招くおそれがある。第二に、実務上の問題として、ROIC の実際の測定と適用には色々と考慮すべき重要事項がある。

本稿の構成

本稿では、まず第 II 章で、ROIC が経営指標としてなぜ優れているかを、実例を交えながら理論的に示す。次に第 III 章では、ROIC を単独の経営指標として使うことの理論的な問題点を分析し、成長性の指標と組み合わせるべきことを論じる。ROIC 測定の実務上の問題については、稿を改めて後編で論じることとしたい。

## II. なぜ ROIC は経営指標として優れているのか

### 1. 収益性指標としての ROIC の重要性

マージンとの比較

利益率指標としては、ROE や ROIC のような資本利益率の方が、売上高利益率（マージン）よりも本質的である。投資家のみならず事業家にとっても、重要なのは投資したお金に対してどれだけのリターンがあるか（資本利益率）である。

いまプロジェクト A は投資額 1 億円に対して売上高 1 億円、利益が 1 千万円であり、プロジェクト B は投資額 1 億円に対して売上高 2 千万円、利益が 8 百万円とする。資本利益率はプロジェクト A が 10%、プロジェクト B が 8% であり、リスクが同等とするとプロジェクト A の方が儲かることは明らかであろう。

マージンはプロジェクト B（40%）の方がプロジェクト A（10%）よりも遥かに高いが、プロジェクト B は資本回転率（0.2 回転）がプロジェクト A（1.0 回転）に大きく劣後するため、資本利益率が劣っているのである。この簡単な事例からも分かる通り、従来、日本企業で重視されてきたマージン指標（売上高営業利益率、経常利益率等）は、資本回転率も加味して考えないと誤った事業評価につながりかねない。マージンは資本利益率の重要な構成要素として捉えるべきなのである。

図表 1：投下資本利益率

<b>資本利益率</b>	<b>マージン</b>	<b>資本回転率</b>
	=	
利益 資本	×	売上高 資本

出所：筆者作成

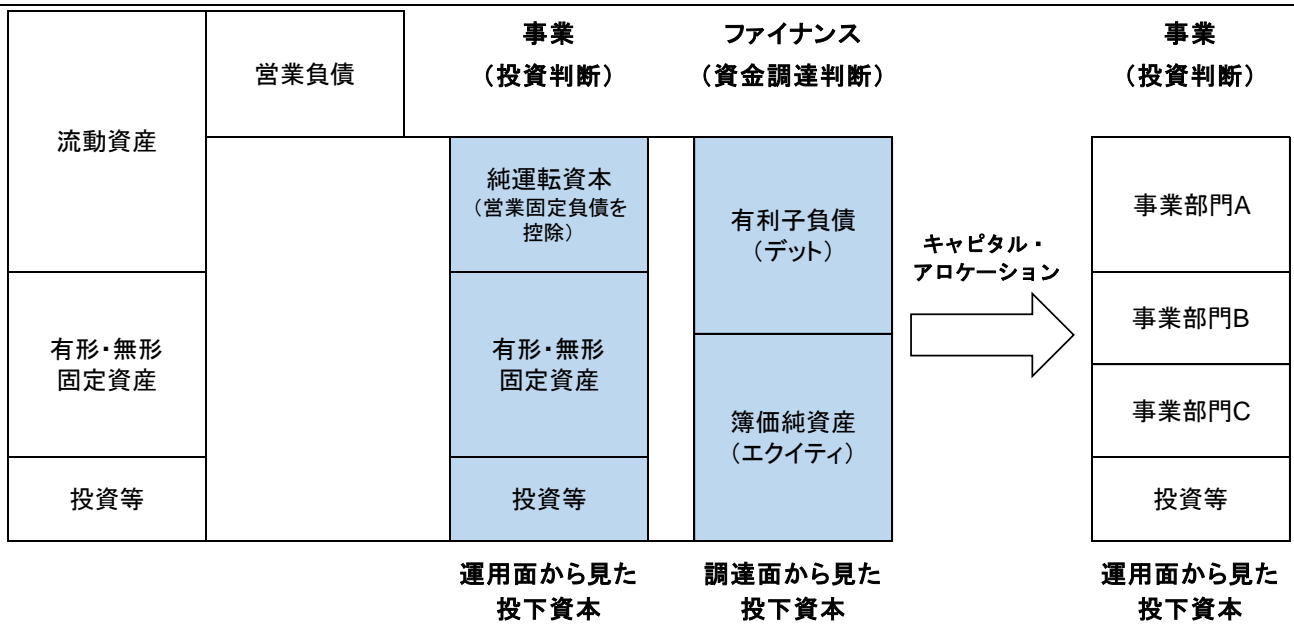
ROE との比較

資本利益率の代表的な指標は、ROE と ROIC である<sup>14</sup>。ROE はエクイティが生み出す資本利益率であるのに対し、ROIC はエクイティとデットで調達した調達資金

<sup>14</sup> 他に ROA も使われているが、ROA は分母（総資産）と分子（なんらかの利益指標）の対応が適切に取れないこと、対応する資本コストの算出が困難であることから、理論的に問題を抱えている。田村（2017）参照。

合計額、すなわち投下資本が生み出す資本利益率である。この投下資本は純運転資本や固定資産等で運用されている。ROEと比較すると、ROICは(1)資本政策(デットとエクイティの調達比率)に左右されない資本利益率であること、(2)事業部門別の分解がROEよりも容易であることが特徴である。したがって、全社のかつ資本政策の成果も含めた指標であるROEに対し、ROICは資本政策の影響を除いた事業そのものの収益性や部門別の収益性を見るのに適しており、両者は相互補完的な関係にある。

図表2：投下資本とキャピタルアロケーション



出所：筆者作成

ROICの分母は資本構成に影響されない投下資本であるから、対応する利益指標は金利の影響を除いた税引後営業利益(NOPAT: Net Operating Profit After Tax)である。いま、その他営業外損益や特別損益等を捨象すれば、ROEとROICの関係は図表3で表される。すなわち、ROICはROEからレバレッジの影響を取り除いた利益指標といえる。

図表3：ROEとROICの関係

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{簿価純資産}} = \frac{\text{税引後営業利益}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{税引後金利}}{\text{純有利子負債}}$$

ROIC
レバレッジの影響

出所：筆者作成

WACCとの対応関係

ROICはデットとエクイティの合計額に対するリターンであるから、対応する資本コストはデットとエクイティの加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)である。このことから見てもROICの重要性が感得されるであろう。

図表4：ROEとROICに対応する資本コスト

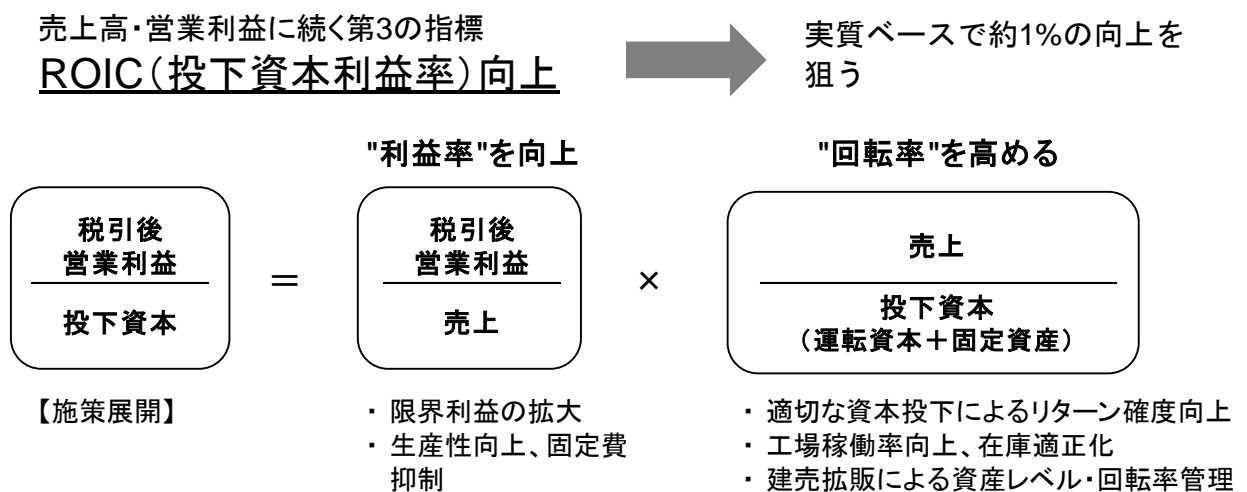
	分母	分子	対応する資本コスト
ROIC	投下資本	税引後営業利益 (NOPAT)	WACC (エクイティコストとデットコストの加重平均)
ROE	株主資本	当期純利益	株主資本コスト (エクイティコスト)

出所：筆者作成

積水化学工業の事例

ROICは代表的な資本利益率であり、図表1で見たようにマージンと資本回転率の積に分解できる。したがって、ROICを高めるにはマージンを高めることと資本回転率を高めることが重要である。図表5はROICを高めるための積水化学工業の施策を示したものである。

図表5：積水化学工業・KPIとしてのROICの導入



出所：積水化学工業「長期ビジョンおよび中期経営計画説明会」（2020年5月22日）【一部略】

ROEとROICの使い分け

それでは経営指標としてROEとROICのどちらを使うべきであろうか。ROEはROICと資本政策(レバレッジ)の影響を共に含んだ総合的な経営指標であるから、ROEは全社ベースの総合経営指標として位置付け、そのROE向上の最重要指標としてROICを全社および部門評価の指標として用いるのが適切である。

日本ガイシ、コニカミノルタ、リコーの事例

例えば日本ガイシは、2020年度中期経営方針で「当社グループは、ROEを主要な経営指標とし、これと関連性の高い投下資本利益率(ROIC)を社内管理指標に採用して、資本効率を重視した経営を推進しています」と説明している<sup>15</sup>。また、コニカミノルタは、2019年統合報告書中の「CFOメッセージ」で、以下のように述べている<sup>16</sup>。

ROEを向上させる要素としては、「利益率向上」に加えて、「資産の有効活用(総資産回転率)」や「財務レバレッジ活用」がありますが、当社は利益率向上と資産の有効活用を重要視し、事業に直結した施策展開を可能とするため

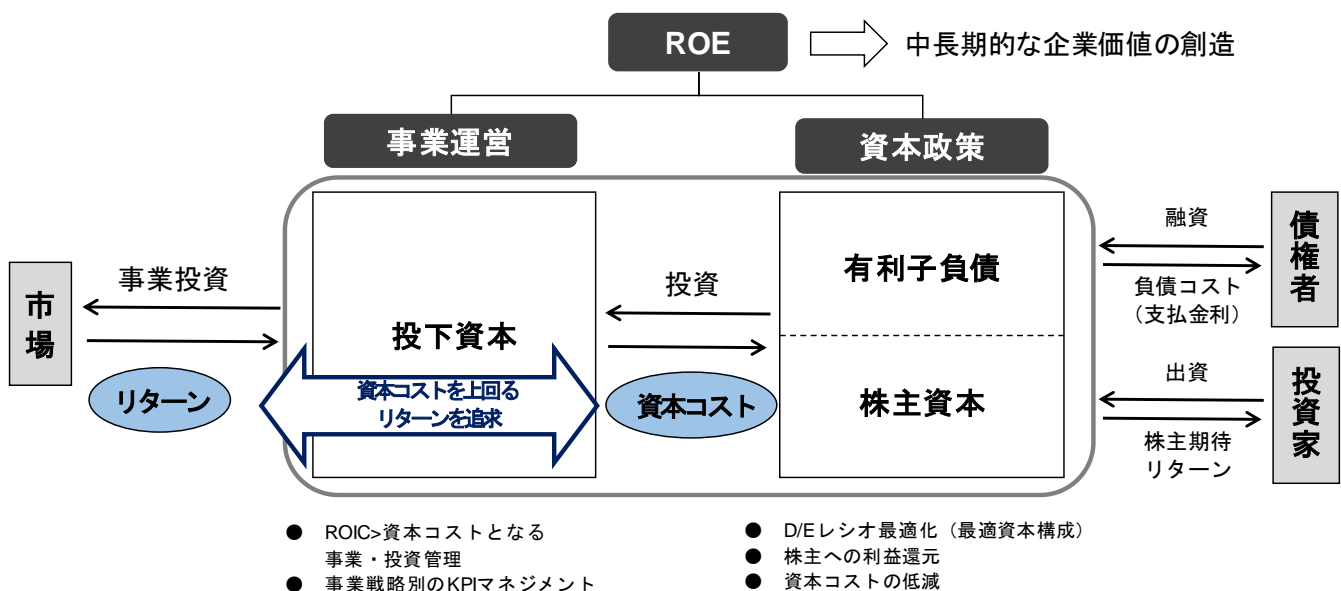
<sup>15</sup> 日本ガイシ「2020年度中期経営方針」。

<sup>16</sup> コニカミノルタ「統合報告書2019」。

に、「投下資本に対する利益の最大化」、すなわち ROIC ならびに投下資本収益の最大化に注力し、事業ポートフォリオマネジメントの強化を通じて企業価値の最大化を図ります。そのために基盤事業を中心とした事業ごとの ROIC ならびに投下資本収益管理を強化・徹底することで、加重平均資本コスト (WACC) を上回るリターンを創出すること、加えて、事業ポートフォリオの見直し・組み換えにも活用することで、資本効率の向上につなげていきます。また、事業ごとに在庫圧縮などによるキャッシュ・コンバージョン・サイクル (CCC) の最適化、設備投資・投融资計画の定期的な見直し、事業の選択と集中の加速などを進めることにより、資本効率化を進めていきます。

すなわち、事業運営により ROIC を高め、資本政策を適切に保つことにより、総合指標としての ROE を高めることができるのである (図表 6 : リコーの事例)。

図表 6 : リコー「資本収益性向上の基本的な考え方」



出所 : リコー「第 19 次中期経営計画総括と第 20 次中期経営計画方向性」(2020年3月27日)

## 2. 部門別管理

資本効率の異なる部門間の比較

経営指標としての ROIC の強みは、特に部門別管理に優れていることである。単にマージン (売上高利益率) だけで比較すると、資本効率の異なる事業部門間のパフォーマンスを正しく比較することができない。デルの創業者であるマイケル・デルは、1990 年代前半に ROIC を導入した経緯を以下のように回想している<sup>17</sup>。

私たちの経験では、事業の健全さを評価するうえで最も優れた指標は、投下資本利益率 (ROIC) である。ROIC はデルがどれくらい効率よく株主価値を生み出したかを、資本コストと比較しつつ測定する指標である。・・・私たちが ROIC に関心を抱くようになったのは、一九九三年の体験の結果だった。当時私たちは、さまざまな事業を分類する必要に迫られていた。・・・そこで私たちは、各事業の、投下資本に対する利益と成長率を手がかりに、どの戦

<sup>17</sup> デル(2000)。



略が成功しているかを判断したのである。私たちの仕事が成功している分野では、高い投資利益率と高い成長率が実現していた。

これに対して日本では、事業部門別管理指標としての ROIC を導入する企業は、ごく最近までわずかであった。2019 年度経済産業省委託調査として上場企業を対象に行われたアンケート調査<sup>18</sup>によれば、各事業部門・セグメント評価で重視している指標として ROIC を挙げたのは、1 位から 3 位までの累計で 9%（うち 1 位に挙げたのは 1%）にすぎない。ちなみに、営業利益／売上総利益の絶対額は累計 83%（1 位 49%）、売上の絶対額は累計 69%（同 24%）、営業利益率／売上総利益率は累計 71%（同 13%）である<sup>19</sup>。これでは、特に多角化企業において、資本効率の異なる事業部門のパフォーマンスを適切に比較・評価することができない。

三菱ケミカル、神戸製鋼所、富士フイルム HD の事例

しかし、近年、事業部門ごとの経営管理指標として ROIC を導入する企業が目立ってきている。2017 年度に ROIC を導入した三菱ケミカルは、約 30 の事業ユニットごとに ROIC の目標値を定め、最低限の基準値として設定する WACC を下回り続けると事業撤退も検討するとしている<sup>20</sup>。神戸製鋼所は 2019 年 5 月に公表した中期経営計画で事業の評価方法を見直し、新たに ROIC を導入<sup>21</sup>。さらに翌 2020 年 5 月には、次期中期経営計画を見据えて、ROIC 管理導入による事業ポートフォリオ管理の強化を打ち出している<sup>22</sup>。また、富士フイルムホールディングスは、2020 年度より、ROE の向上に向けた事業部門の評価指標として ROIC と CCC を導入している<sup>23</sup>。

川崎重工業の事例

しかし、ROIC による事業部門の選別は現実には容易なものではない。日本企業としては非常に早く 2000 年度に ROIC を導入した川崎重工業は、2013 年度からは「Kawasaki-ROIC 経営」をスタートし、従来のセグメント単位の ROIC 管理からビジネスユニット（BU）単位での ROIC 管理に精緻化するとともに、資本コストを上回る利益獲得のために必要な閾値として税引前 ROIC 8%を全 BU 一律のハードルとして設定した<sup>24</sup>。そして、2016 年度からの中期経営計画では ROIC が 8%未満の事業からは撤退を検討すると表明したが、2018 年度に航空宇宙、船舶海洋（造船）、鉄道車両の主力部門が 8%を下回る事態に陥り撤退基準を撤廃した<sup>25</sup>。

事業部門評価の指標として優れる ROIC であるが、ROIC という単一指標で事業撤退の可否を機械的に選別する方針は必ずしも上手く機能しない<sup>26</sup>。他方で、ROIC 基準に規律を持たせることはきわめて重要であり、ROIC が低い原因を見極めて、企業価値の観点から撤退・売却も含む抜本的な措置を講じる覚悟が肝要である。

事業部門別 ROIC の開示：日立製作所の事例

低 ROIC 部門への抜本的な対処は社内的にはきわめて抵抗が強く、先送りの誘惑も大きい。アカウントビリティと規律を確保するためには、単に社内的に事業部門別の ROIC を計測するだけでなく、それを対外的に開示することが効果的である。事業部門別 ROIC の開示は、投資家が企業の経営実態を深く理解し、キャピ

<sup>18</sup> PwC「2019 年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（上場企業向け）」（2020 年 3 月）。

<sup>19</sup> 同上、p. 46（問 48-2）。

<sup>20</sup> 「経営管理に投資効率—三菱ケミカル、ROIC 導入」日本経済新聞（2017/1/26）。

<sup>21</sup> 神戸製鋼所「中期経営計画ローリング」（2019 年 5 月 15 日）。

<sup>22</sup> 神戸製鋼所「次期中期経営計画を見据えて」（2020 年 5 月 11 日）。

<sup>23</sup> 富士フイルムホールディングス HP（COO インタビュー、Last accessed on 2021/3/5）参照。

<sup>24</sup> 川崎重工業「Kawasaki Report 2019」p. 20 参照。

<sup>25</sup> 「川重、事業選別を先送り 撤退基準、計画倒れで撤廃 鉄道・造船改革 周回遅れ」日本経済新聞（2019/5/21）。

<sup>26</sup> 指標としての ROIC を現実はどう解釈するかについては、後編で取り扱う予定である。

タルアロケーションの適否を理解するうえでも非常に有用な情報である。このような事業部門別に計測される ROIC の数値を開示する企業も出現し始めている。例えば、日立製作所は 2019 年度から経営管理指標に ROIC を導入しているが、セクター別の ROIC の実績値と目標値を開示している（図表 7）<sup>27</sup>。

図表 7：日立製作所・セクター別業績目標

セクター	項目	2019年度実績	2021年度目標
IT	売上収益	20,994 億円	26,000 億円
	調整後営業利益(率)	2,494 億円 (11.9%)	3,380 億円 (13.0%)
	ROIC	18.4%	15.0%
エネルギー	売上収益	3,992 億円	17,000 億円 超
	調整後営業利益(率)	135 億円 (3.4%)	1,700 億円 超(10%超)
	ROIC	6.4%	7.5%
インダストリー	売上収益	8,407 億円	10,000 億円
	調整後営業利益(率)	547 億円 (6.5%)	910 億円 (9.1%)
	ROIC	8.6%	10.8%
モビリティ	売上収益	11,444 億円	12,700 億円
	調整後営業利益(率)	923 億円 (8.1%)	1,248 億円 (9.8%)
	ROIC	11.3%	13.1%
ライフ	売上収益	21,676 億円	21,000 億円 超
	調整後営業利益(率)	1,189 億円 (5.5%)	2,100 億円 超(10%超)
	ROIC	8.0%	15.0% 超

出所：日立製作所「統合報告書 2020」〔一部略〕

### 事業再編実務指針による任意開示の推奨

他にも三井化学のようにセグメント別の ROIC を開示（2019 年度より）<sup>28</sup>している企業はあるが、事業部門別の ROIC を開示している企業はまだ少数にとどまる。しかし、2020 年 7 月に公表された経済産業省「事業再編実務指針」では、「任意開示として、事業セグメントごとの資本収益性（ROIC 等）について、具体的な定義を明示した上で、その実績値と目標値を開示することが望ましい」<sup>29</sup>と開示を促しており、今後、部門別 ROIC を開示する企業の増加が期待される。

### 3. 現場への落とし込み

#### ROIC ツリー: オムロンの事例

ROIC はマージン（ROS：売上高利益率）と投下資本回転率の積に分解できるが、さらにマージンを高める要素、投下資本回転率を高める要素に分解することにより、現場が ROIC の向上にどのように貢献できるかを明示しやすい。

この ROIC を構成要素に分解し、各部門の KPI にまで落とし込んだ構造図は「ROIC ツリー」と呼ばれるが、オムロンではこれを「ROIC 逆ツリー展開」と呼んでいる（図表 8 参照）。オムロンは、2000 年代半ばという日本企業としては早い段階で ROIC を導入した。ROE ではなく ROIC を重視した理由は、ROE は事業ごとに分解できないため現場への落とし込みに適していないからである。しかし、当初は ROIC のコンセプトは現場になかなか浸透しなかった。そこで、現場と経営陣の目線を合わせ、PDCA サイクルを現場レベルから回せる仕組みとして 2014 年に作り上げられたのが「ROIC 逆ツリー」である<sup>30</sup>。ROIC 逆ツリー展開の狙いについて、

<sup>27</sup> 日立製作所「統合報告書 2020」。

<sup>28</sup> 三井化学「アニュアルレポート 2020」。

<sup>29</sup> 第 4.2.3 節「事業セグメントごとの情報開示の在り方」。

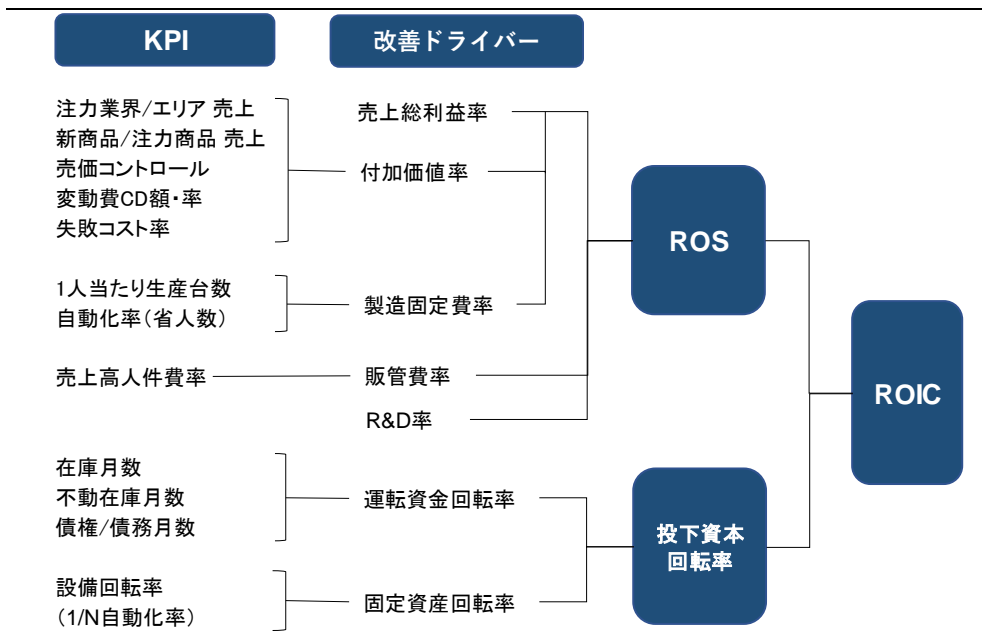
<sup>30</sup> 「オムロン「ROIC 経営」の真髄」週刊ダイヤモンド（2021/2/6 号）。



オムロンは以下のように説明している<sup>31</sup>。

ROIC 逆ツリー展開により、ROIC を各部門の KPI に分解して落とし込むことで、現場レベルでの ROIC 向上を可能にしています。ROIC を単純に分解した「ROS」、「投下資本回転率」といった指標では、現場レベルの業務に直接関係しないことから、部門の担当者は ROIC を向上させるための取り組みをイメージすることができません。例えば、ROIC を自動化率や設備回転率といった製造部門の KPI にまで分解していくことで、初めて部門の担当者の目標と ROIC 向上の取り組みが直接つながります。現場レベルで全社一丸となり ROIC を向上させているのが、オムロンの強みです。

図表 8：オムロンの ROIC 逆ツリー展開



出所：オムロン「統合レポート 2020」

三菱ケミカルの事例

三菱ケミカルも、2017年4月に持株会社参加の三菱化学、三菱樹脂、三菱レイヨンが統合して新たに三菱ケミカルとして発足した際に、全社生産性改善活動“UP!20”という全員参加型の活動をスタートし、その中核に ROIC ツリーを据えている。これについて三菱ケミカルは以下のように説明している<sup>32</sup>。

この活動は、従業員一人ひとりの設定目標がどのように ROIC 向上につながっているのかを ROIC ツリーに落とし込んで理解し、個人目標と経営目標の紐づけを行い、コア営業利益および ROIC 向上への理解を深めることで、各個人が自ら高いモチベーションを保ち積極的に“UP!20”活動に取り組むように工夫しています。各事業部門は、[中期経営計画]で掲げたコア営業利益、ROIC の値を達成するために、ROIC を構成する各種要素（変動利益率、製造固定費率、販管費率、運転資金回転率、固定資産回転率等）を定期的にモニタリングし、対応していくことで目標達成を確かなものとします。

日立製作所、LIXIL グループ、三井物産の事例

このような ROIC ツリー的な手法は、最近になって広まりつつある。例えば、日立

<sup>31</sup> オムロン「統合レポート 2020」。

<sup>32</sup> 三菱ケミカルホールディングス「ROIC 経営の事業現場への浸透」2017 Kaiteki Report。

製作所は2019年からROICを重要経営指標に加え、ビジネスユニットの先の現場にまでROICツリーを使ってROIC経営の浸透を図っている<sup>33</sup>。LIXILグループは、2020年3月期からROICを執行役の評価指標に組み入れ、全社の部門単位でROICの目標値を設定するとともに、ROICツリー展開を行っている<sup>34</sup>。三井物産も、2020年5月に公表した「中期経営計画2023」で社内管理指標としてROICを導入しているが<sup>35</sup>、「データ・ドリブン経営」の旗印の下、会社や部門ごとのROIC関連データを現場社員が随時把握できるようにして、現場からのROIC改善を推進している<sup>36</sup>。

#### 4. バリュースト・マネジメント

EVA、エコノミック・プロフィット

バリュースト・マネジメントは、企業価値創造を明示的な企業目標とする経営管理手法であるが<sup>37</sup>、その中核的な指標であるEVA®ないし経済的利益（エコノミック・プロフィット）<sup>38</sup>とROICは、以下のように密接な関係がある。

$$EVA = \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

したがって、ROICがWACC（加重平均資本コスト）を上回っていれば、EVAがプラスになり、投下資本に対して資本コストを上回るリターンをあげているので価値を創造していると（一般的には）解されている<sup>39</sup>。ROICの目標値として各社がWACCを上回る水準を掲げるのは、そのためである。

日本企業によるEVA導入、ROICスプレッド

日本へのROICの導入は、まずEVAに付随して1990年代末期に始まった。当時、花王、ソニー、HOYAなど多くの企業がEVAないしEVA的な指標を導入したが、花王のようにそれが定着した企業もある一方、その後使用をやめた企業も多い<sup>40</sup>。近年の経営指標としてのROIC重視の流れの中で、EVAは必ずしも広く用いられているわけではないが、EVAを構成する要素のうち、EVAをプラスにするための必須要件である「ROIC>WACC」という関係は、ROICの目標値設定やROICスプレッド（=ROIC-WACC）の重視という形で取り込まれている。例えば、三井化学は「資本収益性の向上（=ROICスプレッド拡大）による企業価値最大化」を基本方針として定めており<sup>41</sup>、コニカミノルタも「ROICスプレッド（ROIC-WACC）とエクイティスプレッド（ROE-株主資本コスト）を向上させ、企業価値・株主価値の最大化を図る」と表明している<sup>42</sup>。

見落とされる投下資本拡大の重要性

しかし、EVAを増やすためには、ROICスプレッドを高めるだけでなく、投下資本の拡大（成長）もカギを握っている。第III章で見るように、単にROICを高めるこ

<sup>33</sup> 日立製作所「統合報告書2020」（「CFOインタビュー」）。

<sup>34</sup> LIXILグループ「統合報告書2020」（「CFOインタビュー」）。

<sup>35</sup> 三井物産HP「中期経営計画2023」（last accessed on 2021/3/13）。

<sup>36</sup> 「財務力を磨く（下）いよいよ「デジタルCFO」」日本経済新聞（2021/3/13）。

<sup>37</sup> 安酸(2008)参照。

<sup>38</sup> エコノミック・プロフィットを経営指標に取り入れた先駆はEVA（Economic Value Added）®であるが、EVA®はStern Stewart社の登録商標であるため、「エコノミック・プロフィット」や「SVA（Shareholder Value Added）」などのさまざまな代替的名称が使用されている。なお、EVAについてはそもそも、経営指標としてその使用が適するタイプの会社と適しないタイプの会社が存在する。EVAの使用が適する会社は、後編で論じるROICをそのまま経営指標として用いることが適する会社と同じである。

<sup>39</sup> 実際には理論的にも実務的にも単年度のEVAが正であることは必ずしも価値創造的であることを意味しない。これについては後編で論じる予定である。

<sup>40</sup> 三浦(2010)参照。

<sup>41</sup> 三井化学「アニュアルレポート2020」（「CFOメッセージ」）。

<sup>42</sup> コニカミノルタ「統合報告書2019」（「CFOメッセージ」）。

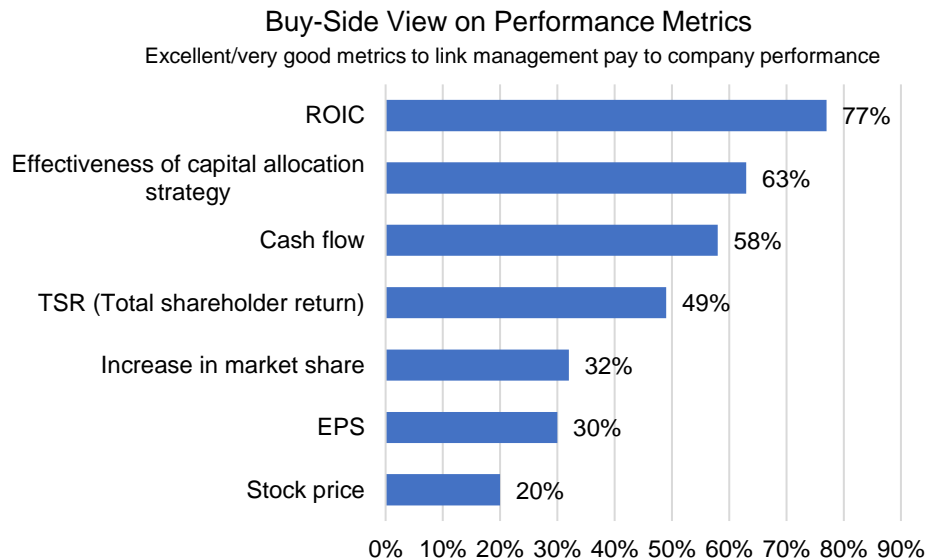
とが必ずしも企業価値最大化につながらない理由は、本質的にはここにある。

### 5. 機関投資家の目線

#### 機関投資家の ROIC 重視

ROIC は米欧機関投資家が非常に重視する経営指標である。アメリカとカナダの機関投資家を対象にしたアンケート調査（重複回答可）では、77%の機関投資家が経営者の評価指標として ROIC が適切であると回答している（図表 9）。

図表 9：機関投資家が適切と考える経営者評価指標



出所：Larcker & Tayan (2016)

#### 日立製作所の事例

日立製作所の河村芳彦 CFO は、同社が 2019 年度から新たに ROIC を経営指標として導入した目的について、以下のように述べている<sup>43</sup>。

その目的は、バランス・シートも意識して、資本コストとの見合いで利益を追求する方向を明確にすることで、資本効率の向上と収益性の高い事業へ経営資源を集中させ、会社全体の成長を加速することにあります。当社の株主の約 50%は外国人投資家で、彼らが資本コストを重視していることも ROIC を導入した背景にあります。

#### リコー、オリンパスの事例

アクティビスト機関投資家のエフィッシモ・キャピタル・マネージメントが大株主となっているリコー<sup>44</sup>や、アクティビスト機関投資家のバリューアクトから取締役を迎え入れたオリンパス<sup>45</sup>も、経営指標として ROIC を重視している。

機関投資家が ROIC を重視する理由は、それが経営者のキャピタルアロケーションの巧拙を端的に示す指標だからである<sup>46</sup>。機関投資家の観点から見ると、経営者

<sup>43</sup> 日立製作所「統合報告書 2020」（「CFO インタビュー」）。

<sup>44</sup> リコー「第 19 次中期経営計画総括と第 20 次中期経営計画方向性」（2020 年 3 月 27 日）、「リコー、自社株買い 1000 億円 発行済み株式の 20%、資本効率を改善」日本経済新聞（2021/3/4）参照。

<sup>45</sup> オリンパス「統合報告書 2020」、「<検証 企業統治改革>（中）事業の取捨選択 進まず 赤字・低採算部門、東証 1 部の 3 割」日本経済新聞（2020/10/22）参照。

<sup>46</sup> Borneman (2017), p. 6 (“ROIC is seen as the best gauge for how effectively corporate leadership is using shareholder capital and managing investments to generate an adequate return. Many shareholders believe that

は投資家（エクイティとデット）から預けられた投下資本を、各事業部門に投下して運用する「ファンドマネージャー」である。各事業部門の収益性を高めることも経営者の重要な使命であるが、事業改善の責任は一義的には各事業部門のトップにある。経営者固有の使命は、有望な事業部門に資本やリソースを投入し、有望でない事業部門には資本やリソースの投下を縮小し、あるいは売却するという、キャピタルアロケーションにある。ROICはその経営者のキャピタルアロケーションの手腕を判断するうえで、きわめて有用な指標である。オリンパスの武田睦史 CFOは、以下のように述べている<sup>47</sup>。

私が考える CFO の最も重要なミッションは「リソースアロケーション」です。会社の持つリソースを最適配分し、企業価値を最大化しなければなりません。・・・経営戦略では「営業利益率 20%超」の経営目標以外に、参考指標として ROIC (Return on Invested Capital : 投下資本利益率) とキャッシュフロー、EPS 成長率についても目標水準を掲げています。特に ROIC は、投下資本に対するリターンを測定する大きな指標として位置づけており、ファイナンス部門では、個別案件ごとに多面的な分析や評価を可能とするため、関連する手法をより充実させる取り組みを行っています。

このような機関投資家の ROIC 重視に呼応して、米国では近年、経営者報酬指標として ROIC を取り入れる企業が増加している<sup>48</sup>。

## 6. 小活

第Ⅱ章のまとめと第Ⅲ章のテーマ

本章では、経営指標として ROIC がなぜ優れているのかにつき、(1) 収益性指標としてマージンより包括的であり、ROE とは相補的であること、(2) 部門別管理に優れていること、(3) 現場への落とし込みと相性が良いこと、(4) バリュースト・マネジメントの核心となる指標であること、(5) 機関投資家の目線と合致していること、の5点を指摘した。

このように ROIC は非常に優れた本質的に重要な経営指標であるが、ROIC を唯一絶対の指標として重視することは、企業価値向上という本来の目的に照らして逆効果となることがある。次章では、なぜ ROIC を単独で判断指標として用いるべきではないのか、なぜ ROIC は必ず成長性とセットで考慮すべきなのかについて、主に理論的側面から考察することとしたい。

## Ⅲ. なぜ ROIC は成長性とセットで考えるべきなのか

### 1. ROIC 最大化と企業価値最大化

ROIC 最大化と企業価値最大化の関係

ROIC を単独で判断基準として用いることの何が問題なのか、まず、簡単な設例で見てみよう（図表 10）。いま Project 1 から Project 6 までの 6 つのプロジェクトがあるとすると、投資額はいずれも 1,000 であるが、ROIC は Project 1 の 12% から Project 6 の 2% まで順に低下していく。資本コスト（WACC）は 8% である。投資が価値を

ROIC is the metric of success and should be more strongly reflected in executive incentives, especially in long-term incentive plans where such metrics make the most sense.”)

<sup>47</sup> オリンパス「統合レポート 2020」（「CFO インタビュー」）。

<sup>48</sup> Pierce (2017) (“Between 2011 and 2015, ROC was the only metric that consistently became more prevalent in S&P 500 CEO LTI plans. ROC was used in 30.6% of CEO LTI plans in 2015, versus 26.1% in 2011, says Equilar.”).

生み出す条件は ROIC > WACC であるから、Project 1 と Project 2 は実施すべきであり、Project 4、Project 5、Project 6 は実施すべきでない。Project 3 は実施してもしなくても EVA で測定した価値創造額、ひいては企業価値は変わらない。

図表 10：限界 ROIC と平均 ROIC

	プロジェクト単体(限界ROIC)			累積ベース(平均ROIC)			
	投下資本	NOPAT	ROIC	投下資本	NOPAT	ROIC	EVA®
Project 1	1,000	120	12.0%	1,000	120	12.0%	40
Project 2	1,000	100	10.0%	2,000	220	11.0%	60
Project 3	1,000	80	8.0%	3,000	300	10.0%	60
Project 4	1,000	60	6.0%	4,000	360	9.0%	40
Project 5	1,000	40	4.0%	5,000	400	8.0%	0
Project 6	1,000	20	2.0%	5,000	380	7.6%	(20)

※WACC=8.0%、EVA=投下資本×(ROIC-WACC)

出所：筆者作成

ROIC 最大化は必ずしも企業価値を最大化しない

このケースで企業ないし事業部門全体の ROIC (累積ベース) を見ると、以下の2つのことがわかる。第一に、ROIC の最大化は企業価値を最大化しない。Project 1 から順次実施した場合、Project 2 まで実施すると累積ベースの ROIC は低下 (12% → 11%) するが、EVA で測定した価値創造額は向上する。すなわち、ROIC の最大化のみを経営目標とすると、必ずしも企業価値向上に結びつかず、縮小均衡に陥ってしまうリスクがある。

ROIC 目標は WACC よりも高めに設定する必要

第二に、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資をすべて実施して、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資は一切実施しなかった場合、累積ベースの ROIC は 11% (ないし、価値中立的な Project 3 まで実施すると 10%) となり、WACC の 8% よりも高い。もし企業ないし事業部門全体の (累積ベースの) ROIC が WACC よりも高ければよいのであれば、価値破壊的な Project 4 や Project 5 の実施が許容されてしまう。したがって、全社や事業部門の ROIC 目標は、「WACC 以上」ではなく、「WACC + α% 以上」に設定する必要がある。

以下の議論に特に関係するのは第一の論点で、企業価値を最大化するには単に ROIC を最大化するのではなく、ROIC が WACC を上回る限りプロジェクトはすべて実施して、投下資本の拡大を図る (すなわち成長性を高める) ことが重要だということである。これは、EVA の算式からも容易に理解されるであろう。

$$EVA = \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

オムロンの「ROIC 経営 2.0」

ROIC を早期に導入したオムロンは、ROIC 偏重により投資が保守的になるリスクにも気づいており、「ROIC 経営 2.0」と称して、現場に価値創造的な経営資源への投資は積極的に行うよう促すため、ROIC の「翻訳式」を設定している (図表 11)。この翻訳式について、オムロンは以下のように説明している<sup>49</sup>。

基本は成長に必要な経営資源 (N) を投入し、それ以上にお客さまへの価値 (V)

<sup>49</sup> オムロン「統合レポート 2015」。



を上げ、そのために滞留している経営資源（L）を減らすという単純なロジックです。付加価値を生む経営資源へ投資して成長戦略を実現し、一方で経営資源の滞留（ムリ・ムダ・ムラ）を減らすことが目指す方向です。

図表 11：オムロン「ROIC 逆ツリーで活用している式」と「翻訳式」

■オムロンとして「ROIC逆ツリー」で活用している式

$$ROIC = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資金(運転資金+固定資産)}}$$

■翻訳式

$$ROIC = \frac{\text{お客様(ステークホルダー)への価値(V) ↑ ↑}}{\text{必要な経営資源(N) ↑ + 滞留している経営資源(L) ↓}}$$

↳ 「モノ、カネ、時間」
↳ 「ムリ、ムダ、ムラ」

出所：オムロン「統合レポート 2015」

2. バリュードライバー式：ROIC と成長性

バリュードライバー式

前節の議論は単年度の ROIC や EVA に基づく議論であり、ROIC 最大化が将来キャッシュフローの割引現在価値としての企業価値最大化に結びつくかの議論としてはやや粗雑である。本節では、マッキンゼーが有名にした、企業価値と ROIC、成長率の関係を定式化した「バリュードライバー式」<sup>50</sup>により、ROIC と成長率が企業価値にどのように影響を与えるかを、より理論的に探ってみよう。

フリーキャッシュフロー一定率成長モデル

理論的には、企業価値（DCF 価値）は将来フリーキャッシュフローの割引現在価値であるが、議論の簡便化のために、フリーキャッシュフローは定率で成長するものとする。この「フリーキャッシュフロー一定率成長モデル」では、第 1 期のフリーキャッシュフローを FCF、資本コストを WACC（加重平均資本コスト）、g を永久成長率とすると、企業価値は以下のように表される<sup>51</sup>。

$$\text{企業価値} = \frac{FCF}{WACC - g}$$

フリーキャッシュフローの算式

ここでフリーキャッシュフロー（FCF）は、一般に次のように表される。

$$FCF = NOPAT - \text{純投資}$$

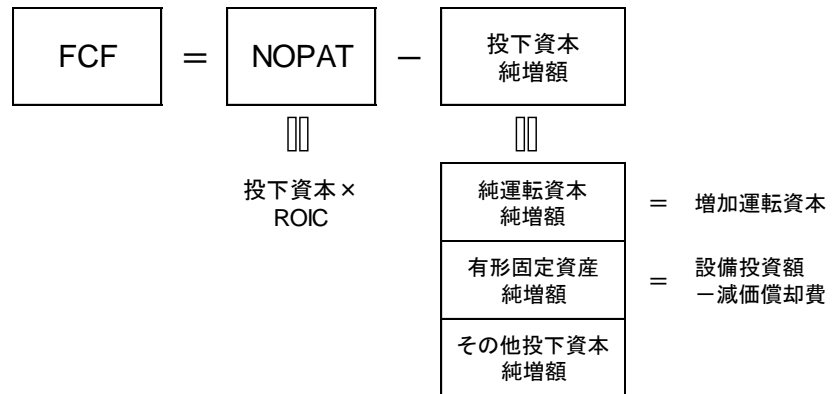
「NOPAT」は税引後営業利益、「純投資」は投下資本の純増額である。ちなみに、純投資の計算において、純運転資本と有形固定資産以外の投下資本の増減をゼロとおくと、「FCF=NOPAT+減価償却費-設備投資額-増加運転資本」というフリ

<sup>50</sup> マッキンゼー(2016)。

<sup>51</sup> 田村 (2017), 補論 1 参照。

ーキャッシュフローの簡便式が得られる（図表 12 参照）。

図表 12：フリーキャッシュフローの算式



出所：田村 (2015)

成長のための純投資必要額

問題は NOPAT の成長のためにどれだけの純投資が必要かである。将来の投資の投下資本利益率を「ROIC」としたときに、NOPAT の成長に必要な純投資額を算定してみよう。ここでの ROIC は、正確には現在の投下資本からの増分に関する ROIC（増分 ROIC、限界 ROIC）である。この増分 ROIC と通常計算される平均 ROIC の違いを図表 13 で示す<sup>52</sup>。なお、モデルの簡便化のために、ROIC は前期末の投下資本が当期の NOPAT を生み出すものと単純化して計算している<sup>53</sup>。

図表 13：平均 ROIC と増分（限界）ROIC

	実績 第0期	予測期間	
		第1期	第2期
NOPAT (成長率)		1,000 10.0%	1,100
投下資本	10,000	10,500	
平均ROIC	10.0%	10.5%	

平均ROIC = NOPAT / 前期末投下資本

NOPAT 増分	第1期→第2期	100
投下資本増分	第0期末→第1期末	500
増分ROIC		20.0%

出所：筆者作成

ROIC（増分ベース）の定義より、

<sup>52</sup> すなわち、既存のキャピタルベース（投下資本）は（償却分の再投資によって投下資本の目減り分を埋め合わせつつ）従来通りの投下資本利益率で NOPAT を生み出し続けるとして、投下資本の純増分のみを新規投資とみなし、それが NOPAT の純増分を生み出すとして増分 ROIC を計算している。

<sup>53</sup> 来期（第2期）に NOPAT を 10% 成長させるための純投資（第0期末から第1期末にかけての投下資本純増額）は、今期（第1期）に支出され今期の FCF を減少させる点に留意されたい。

$$ROIC = \frac{\text{NOPAT の増加額}}{\text{投下資本の純増額}}$$

ここで分子の NOPAT の増加額は、NOPAT×g である。例えば、NOPAT=1,000 が 10%成長すると、NOPAT は 1,100 になり、NOPAT 増加額は 1,000×10%=100 である。また、分母の投下資本の純増額=純投資であるから、

$$ROIC = \frac{\text{NOPAT} \times g}{\text{純投資}}$$

となる。したがって、NOPAT を g 成長させるのに必要な純投資額は、

$$\text{純投資} = \text{NOPAT} \times \frac{g}{ROIC}$$

である。

ROIC が高いほど成長に必要な純投資は少なくて済む

利益成長率 g が高いほど、その成長を支えるための投資額（純投資）が増えることは明らかであるが、式からもう一つわかる重要な点は、将来の投資の ROIC が高いほど、同じ利益成長率 g でも投資が少なくて済むということである。

「FCF=NOPAT－純投資」であるから、

$$FCF = \text{NOPAT} - \text{NOPAT} \times \frac{g}{ROIC} = \text{NOPAT} \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

となる。すなわち、NOPAT は、資本提供者に自由に分配できる FCF と事業への再投資（純投資）に、 $1 - (g/ROIC) : g/ROIC$  の比率で配分される。この「g/ROIC」が成長率 g を達成するための再投資率である<sup>54</sup>。同じ利益成長率でも新規投資の ROIC が高いほど再投資率が低い、すなわち成長に必要な投資が少なくて済み、資本提供者に分配できる FCF が大きくなる。例えば、永久成長率が 3% のとき、新規投資の ROIC が 5% だと NOPAT の 60% を再投資する必要があるが、新規投資の ROIC が 20% だと NOPAT の 15% を再投資するだけで済む（図表 14）。

図表 14：再投資率

		永久成長率				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
ROIC	5%	20%	40%	60%	80%	100%
	10%	10%	20%	30%	40%	50%
	15%	7%	13%	20%	27%	33%
	20%	5%	10%	15%	20%	25%

出所：筆者作成

<sup>54</sup> したがって、「NOPAT の成長率 g=ROIC×NOPAT の再投資率」となる。これが NOPAT ベースのサステナブル成長率である。ちなみに一般に使われるサステナブル成長率は当期純利益ベースで表現されており、「当期純利益の成長率 g=ROE×当期純利益の再投資率」である。

**バリュードライバー式の導出**

以上の準備のうえで、企業価値の本質を示すバリュードライバー式を導出してみよう<sup>55</sup>。上記 FCF の算式で、NOPAT 成長率  $g$  と将来投資の投下資本利益率 ROIC を一定とすると  $(1-g/ROIC)$  は定数になるので、FCF も成長率  $g$  で定率成長する。そこで、上記 FCF の算式をフリーキャッシュフロー定率成長モデルに代入すると、

$$\text{企業価値} = \frac{\text{FCF}}{\text{WACC} - g} = \frac{\text{NOPAT} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

が得られる。これが、企業価値と将来投資の投下資本利益率 ROIC および成長  $g$  の関係を明らかにしたバリュードライバー式である。

**ROIC が WACC を上回らないと成長は企業価値を生み出さない**

この式から直ちに、(1) ROIC が高いほど企業価値は高まる、(2) WACC が低いほど企業価値は高まることがわかる。それでは成長性 ( $g$ ) の企業価値に与える影響はどうであろうか。 $g$  が高まると分母も分子も小さくなるため、成長性が高まる影響は直ちにはわからない。しかし、バリュードライバー式を  $g$  で偏微分してみると、以下の関係が判明する<sup>56</sup>。

ROIC が WACC を上回っていれば、成長性が高いほど企業価値は高まる。  
 ROIC=WACC であれば、成長性が高くなっても企業価値は不変である。  
 ROIC が WACC を下回っていると、成長性が高いほど企業価値は低下する。

すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する。これは前節で見た直観的な議論と同じ結論であり、洗練された機関投資家もよく認識していることである。

**ROIC とキャピタルアロケーション**

例えば、米国機関投資家 Epoch Investment Partners (2020 年末運用資産 315 億ドル) の CEO らは、ROIC と価値創造の関係について以下のように説明している<sup>57</sup>。

もし企業の ROIC が資本の限界コストより低ければ、新しい投資は、たとえ利益成長が加速しても、実際には企業価値を低下させる。・・・

優れた経営者は、キャピタルアロケーションを適切に行うことにより株主へのリターンを最大化すべきである。もし、投資に必要な資本の限界コストを上回る ROIC を生み出す (内部ないし外部の) 投資機会があれば、投資を行うべきである。もし投資から期待される ROIC が資本の限界コストを下回っていれば、[投資を行わずに] 資本を株主に還元すべきである。逆に言えば、投資家が企業の価値を評価する最善の方法は、企業が将来のフリーキャッシュフローを生み出すためにどのようにキャピタルアロケーションを行っているかに焦点を当てることである。

**ROIC とオーガニック成長率が企業価値のカギ**

以上の議論から、企業価値 (ないし事業価値) を高めるには、

- (1) ROIC を高めること
- (2) 資本コストを低下させること
- (3) 資本コストを上回る ROIC の投資を行って成長していくこと (Profitable Growth)

<sup>55</sup> バリュードライバー式は色々な形で導出できる。導出法については、マッキンゼー(2016)および田村(2017)、補論1、田村(2020b)を参照。

<sup>56</sup> 田村(2017)、補論1参照。

<sup>57</sup> Priest et al. (2016), p. 6; p. 8. [筆者訳、括弧内は筆者補足]

が重要であることがわかる。すなわち、企業価値最大化のためには、ROIC を高めることと（プロジェクトの ROIC が WACC を上回ることを前提に）成長率を高めることの両方が重要なのである。なお、ここでの成長性とは、買収や売却、スピンオフによる影響を除いた「オーガニック成長率」である点に留意する必要がある。

### 3. ROIC と成長性を考慮した経営目標の実例

ROIC と成長性を組み合わせた枠組み

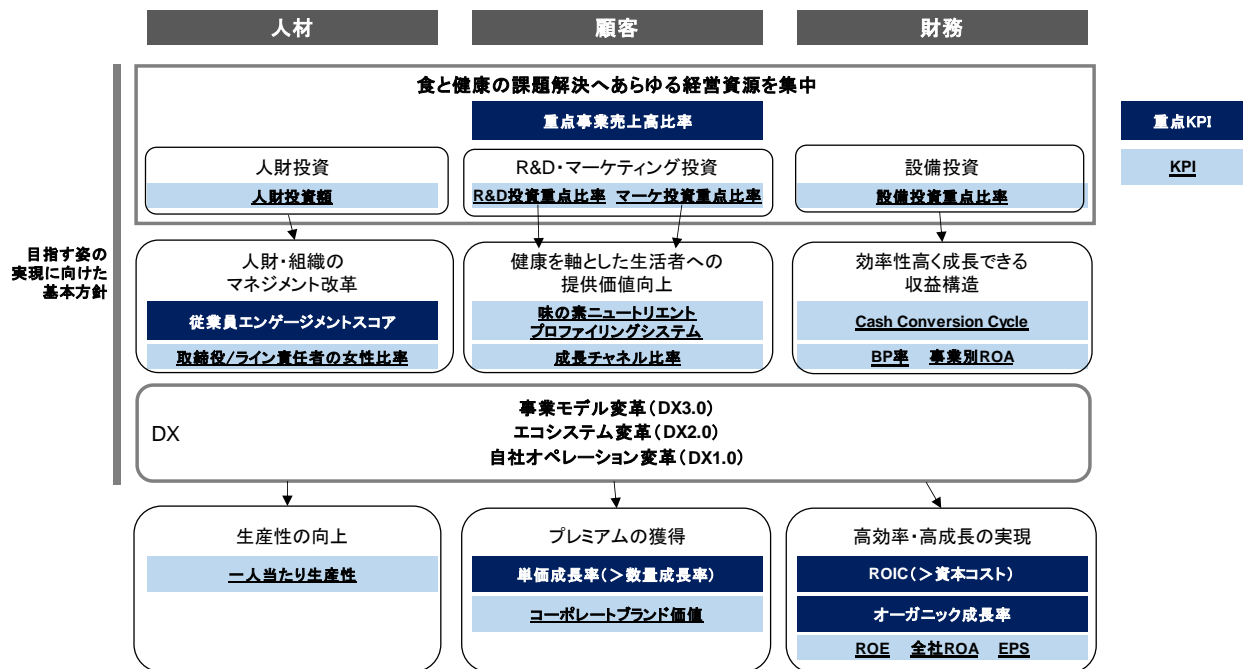
このように、ROIC は単独の経営指標としてではなく、必ず成長性の指標とセットで用いる理論的な必要性がある<sup>58</sup>。最近では日本でも、この本質的な関係を見据えたフレームワークの中に ROIC を位置付ける企業が出現してきている。

リコー、味の素の事例

例えばリコーは、企業価値向上を追求するための財務指標として ROE を設定するとともに、「ROIC に基づく事業運営と資本政策の両輪で、成長実現と資本収益性向上を目指す」としている<sup>59</sup>。味の素は「2020-2025 中期経営計画」において、資本効率性の重視を掲げ、事業ごとに資本コストを上回る ROIC とオーガニック成長を基準に、重点事業の効率性改善とアセットライト施策を計画的にすすめる」としている。さらに味の素は、以下のように事業ポートフォリオ再編の基準として、ROIC と成長性（オーガニック成長率）を重視している<sup>60</sup>。

事業ポートフォリオ再編について詳しく説明します。資本コストを上回る ROIC と成長性を基準に、「調味料」「栄養・食品」「冷凍食品」「S&I（加工用調味料）」「ヘルスケア」「電子材料」を重点事業とします。

図表 15：味の素「変革の全体構造と KPI」



出所：味の素「味の素グループの ASV1 経営：2030 年の目指す姿と 2020-2025 中期経営計画（スクリプト付き）」（2020 年 2 月 19 日）

<sup>58</sup> 米国経営者報酬コンサルティング会社の幹部は、経営者報酬指標としての ROIC の使用について、「最も重要なのは、ROIC はほとんど常に（売上高ないし利益の）成長性の指標と組み合わせて用いられるべきということである」と述べている。Borneman (2017), p. 11. [筆者訳]

<sup>59</sup> リコー「第 19 次中期経営計画総括と第 20 次中期経営計画方向性」（2020 年 3 月 27 日）。

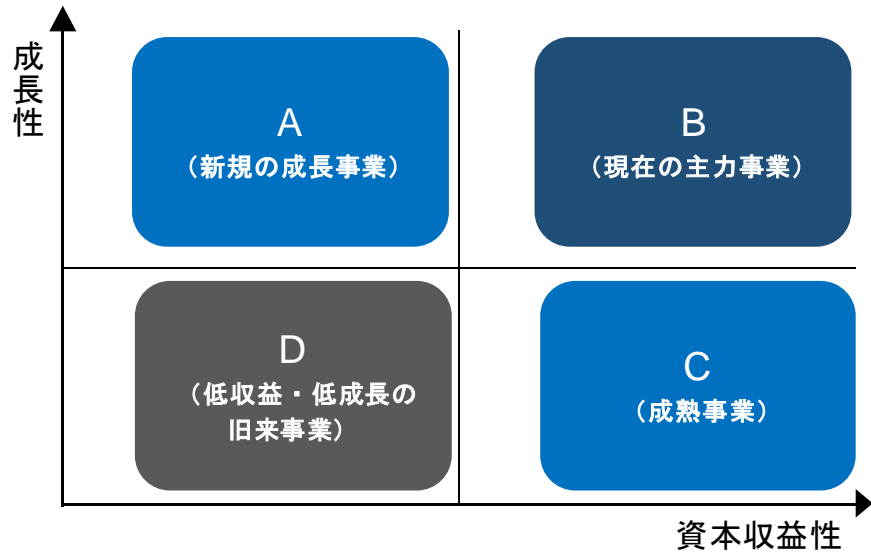
<sup>60</sup> 味の素「味の素グループの ASV1 経営（スクリプト付き）」（2020 年 2 月 19 日）。



4象限フレームワーク

このように、資本収益性（ROIC）と成長性の2軸で事業ポートフォリオマネジメントを行う考え方は「4象限フレームワーク」と称して、経済産業省の「事業再編実務指針」でも推奨されている（図表16）。

図表16：4象限フレームワーク（イメージ）

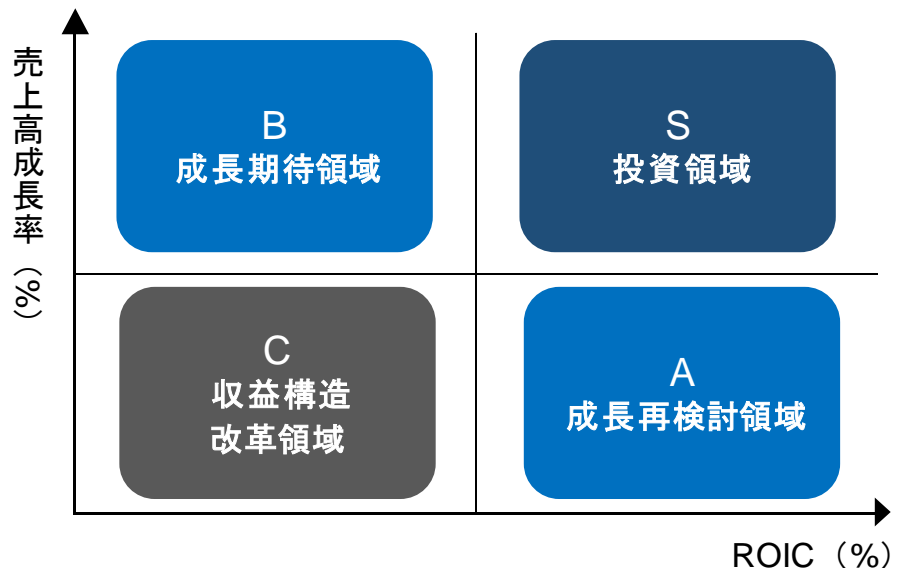


出所：経済産業省「事業再編実務指針」（2020）

オムロンの事例

これは、オムロンが従来から行っていたポートフォリオマネジメントの手法と基本的には同種のものである（図表17）。

図表17：オムロン・ポートフォリオマネジメント

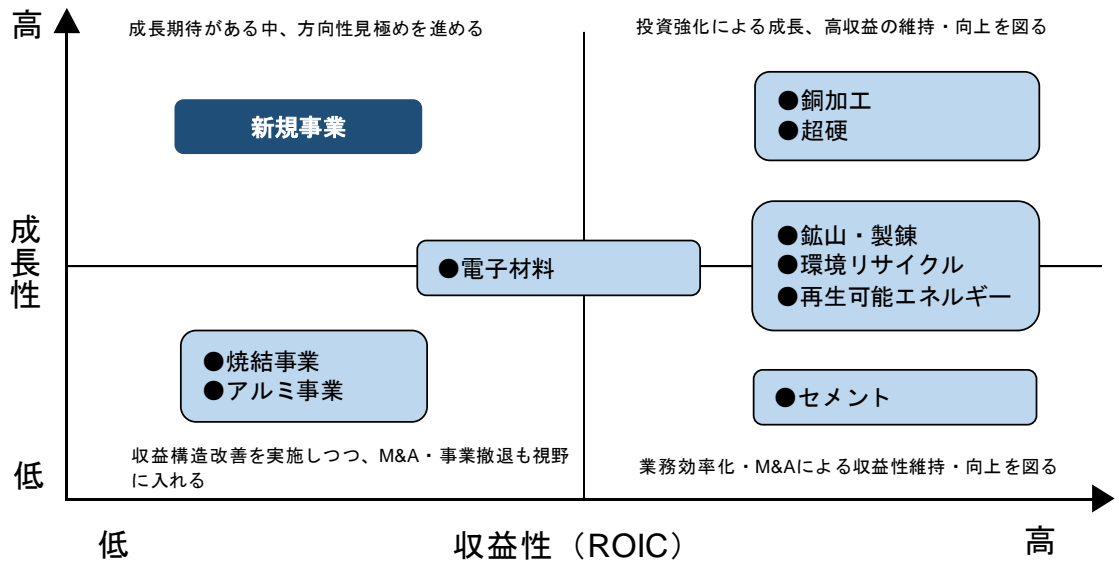


出所：オムロン「統合レポート2020」

三菱マテリアルの事例

最近では、三菱マテリアルも収益性（ROIC）と成長性（EBITDA 成長率等）の2軸で事業の方向性を決定するポートフォリオ運営の考え方を新中期経営計画の主軸に据えている（図表18）。

図表 18 : 三菱マテリアル「ポートフォリオの考え方」

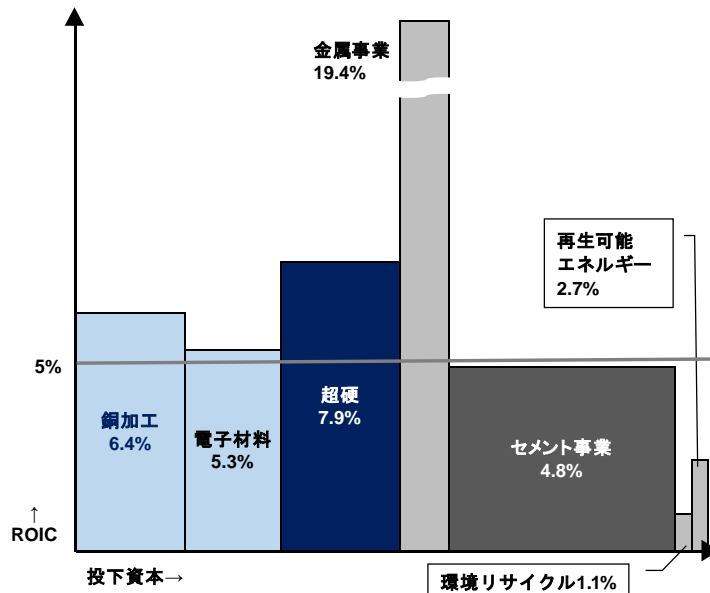


出所 : 三菱マテリアル「中期経営戦略 (20-22 年度) 概要」(2020 年 3 月 25 日)

事業部門別投下資本・ROIC  
チャート

また、三菱マテリアルは、主要事業部門別に投下資本を横軸、ROIC を縦軸にしたチャートを実績ベース (図表 19) と目標ベースで示しており、投資家にもわかりやすい一覧性のある優れた開示となっている。このようなチャートは住友化学<sup>61</sup>が以前から開示しており、最近では三井化学<sup>62</sup>なども開示を開始している。今後、ベストプラクティスとして広まることが期待される開示手法である。

図表 19 : 三菱マテリアル・主要事業部門別 ROIC (2016-2018 年度平均)



出所 : 三菱マテリアル「中期経営戦略 (20-22 年度) 概要」(2020 年 3 月 25 日)

<sup>61</sup> 住友化学「住友化学レポート 2019」参照。

<sup>62</sup> 三井化学「アニュアルレポート 2020」。

#### 4. ROIC 重視か成長性重視か

##### ダモダランの指摘

これまで分析してきたように、企業価値を向上させるには ROIC と成長性の組み合わせが重要である。特に、資本コストを下回るような ROIC しか期待できない事業に投資をするべきではない。バリュエーションの権威であるニューヨーク大学のダモダラン教授も「(資本コストを上回る) 超過リターンを伴わない成長は価値を生み出さない (“growth unaccompanied by excess returns creates no value”）」と指摘している<sup>63</sup>。

##### マッキンゼーの調査結果

それでは、実際の企業や事業部門で、企業価値向上のために ROIC の向上と成長性のどちらによりウェイトを置くべきであろうか。マッキンゼーの調査(分析期間: 1996~2005 年)は、非常に興味深い結果を報告している<sup>64</sup>。第一に、当初の ROIC が高い企業群については、最も価値創造(10年間の TSR で測定)が大きかったのは高 ROIC を維持しつつ高い成長をした企業群であったが、次に価値創造が大きかったのは、ROIC を上昇させたが成長率が低かった企業群ではなく、多少 ROIC を低下させても高成長だった企業群であった。第二に、当初の ROIC が低かった企業群については、低成長のまま ROIC を向上させた企業群の方が、ROIC が低いまま高成長した企業群よりも価値創造が大きかった。

結論として、企業や事業部門の ROIC がすでに十分高ければ、通常は成長率を高めることがより価値を創造するが、ROIC が低い場合には、成長よりも ROIC を高めることが価値創造につながると要約することができる<sup>65</sup>。

##### 既存投資の ROIC と新規投資の ROIC の相関

しかし、理論的には重要なのは新規投資の ROIC が高いかどうかであって、既存投資の ROIC は成長(新規投資)が企業価値を生み出すかどうかとは無関係のほずである。なぜ、マッキンゼーが報告したような結果が得られるのだろうか。その原因として考えられるのは、既存投資の ROIC と新規投資の ROIC の間にある程度の相関性があるという可能性である。

いま、単一セグメントの企業、ないし多角化企業の一事業セグメントを考えてみると、現在の ROIC が低いということは、その業界(セグメント)が儲からないといった業界要因や、その企業の稼ぐ力が弱い(例えば高コスト体質)といった企業独自の要因が影響している可能性が高い。その場合、業界構造や企業体質にメスを入れて既存事業の ROIC を改善できないようでは、新規投資の ROIC も一般的には低くなる可能性が高いだろう。

##### バリュードライバー式の変形

本章第2節で導出したバリュードライバー式では、ROIC は新規投資の利益率を指し、既存投資の ROIC を反映する現状の NOPAT は所与となっている。しかし、新規投資の ROIC が既存投資の ROIC と等しいという前提条件(すなわち、NOPAT = 投下資本 × ROIC)を置いて下記のようにバリュードライバー式を書き換え、シミュレーションを行うと、図表 20 の結果が得られる<sup>66</sup>。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{NOPAT} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g} = \text{投下資本} \times \frac{\text{ROIC} - g}{\text{WACC} - g}$$

<sup>63</sup> Damodaran (2007), p. 2.

<sup>64</sup> Jiang & Koller (2007), pp. 19-22; マッキンゼー(2016), pp. 31-32.

<sup>65</sup> Cao et al. (2006), p. 12; Jiang & Koller (2007), pp. 2-3; マッキンゼー(2016), pp. 28-33 参照。

<sup>66</sup> これはマッキンゼー(2016), p. 26 の図表 2-5 と(モデルは若干異なるが)同趣旨のものである。

図表 20 : ROIC の変化と永久成長率の変化が企業価値に与える影響

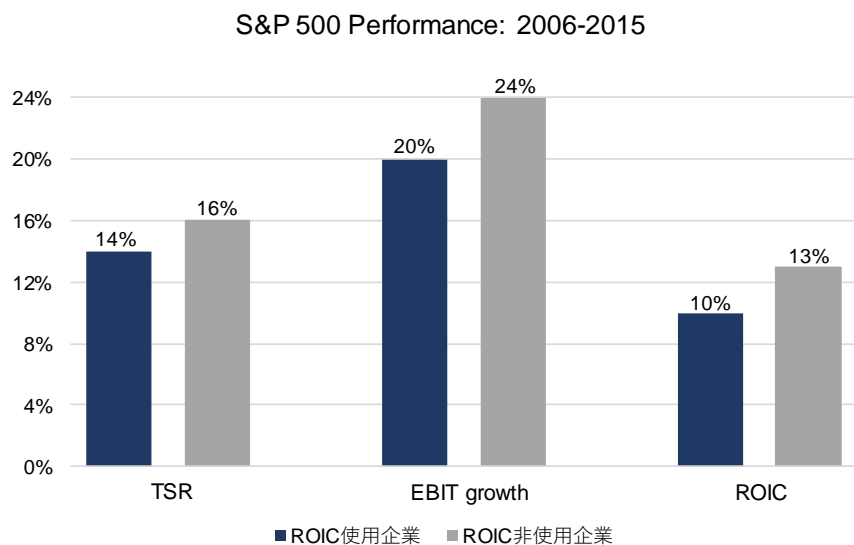
		永久成長率 (g)					
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
ROIC	5%	625	571	500	400	250	0
	6%	750	714	667	600	500	333
	7%	875	857	833	800	750	667
	<b>8%</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
	9%	1,125	1,143	<b>1,167</b>	<b>1,200</b>	1,250	1,333
	10%	1,250	1,286	<b>1,333</b>	1,400	1,500	1,667
	11%	1,375	1,429	1,500	1,600	1,750	2,000
	12%	1,500	1,571	1,667	1,800	2,000	2,333
	13%	1,625	1,714	1,833	2,000	2,250	2,667
	14%	1,750	1,857	2,000	2,200	2,500	3,000
	15%	1,875	2,000	2,167	2,400	2,750	3,333
	16%	2,000	2,143	2,333	2,600	3,000	3,667
	17%	2,125	2,286	2,500	2,800	3,250	4,000
	18%	2,250	2,429	2,667	3,000	3,500	4,333
	19%	2,375	2,571	<b>2,833</b>	<b>3,200</b>	3,750	4,667
	20%	2,500	2,714	<b>3,000</b>	<b>3,400</b>	4,000	5,000

出所：筆者作成

ROIC の水準により成長率と ROIC の企業価値へのインパクトは異なる

図表 20 で、縦軸は既存投資の ROIC=新規投資の ROIC、横軸は永久成長率であり、表の数値はバリュードライバー式による企業価値を示している。このシミュレーションでは、既存の投下資本を 1,000、WACC を 8%としている。WACC が 8%なので、ROIC が 8%の場合は永久成長率に関わらず企業価値は一定であるが、ROIC が WACC をわずかに上回る 9%の場合と、WACC を大幅に上回る 19%の場合を（例えば永久成長率 2%の場合で）比較すれば、ROIC が低い時には相対的に ROIC 改善の企業価値に与える影響が大きく、ROIC が高い時には相対的に成長率向上の企業価値に与える影響が大きいことが見て取れるだろう。

図表 21 : ROIC を経営者評価指標に使う会社と使わない会社のパフォーマンス比較



出所：Borneman (2017)

ROIC を経営者評価指標に  
使う企業のパフォーマンス  
の特徴

これに関して興味深いのは、S&P500 社で ROIC を経営者評価指標（長期インセンティブプラン）に使用している企業群と使用していない企業群を比較した図表 21 の調査結果である<sup>67</sup>。ROIC を使用している企業群の方が、TSR で測った価値創造や EBIT で測った利益成長率が低いのみならず、ROIC 自体も低くなっている。これは、ROIC を評価指標に採用したから ROIC が低くなったという逆説的な因果関係を示すのではなく、ROIC の低い企業の方が ROIC を評価指標に採用していると考えらるべきであろう<sup>68</sup>。なぜなら、すでに見てきたように、ROIC の低い企業は成長よりも ROIC 改善を重視することが企業価値創造につながるからである。

日米企業の ROIC と投資レ  
ベルの関係

しかし、従来、日本企業は ROIC の問題と成長（投資）の問題を、両者の企業価値創造における内的連関を意識することなく、別々に捉えていたように思われる。一橋大学の加賀谷哲之教授は、1987～2017 年の 13 カ国・地域の資本配分状況进行分析して、以下のような興味深い結果を報告している<sup>69</sup>。

具体的には、各国・地域の上場企業の ROIC（投下資本利益率）、株式市場の評価の高さを示す「トービンの q（投下資本時価÷再取得価額）」を算出し、各指標を 5 分位で分けた。(1) q 高・ROIC 高を「価値創造」群 (2) q 低・ROIC 高を「還元・回収」群 (3) q 高・ROIC 低を「成長」群 (4) q 低・ROIC 低を「再生・改革」群 (5) その他——の 5 グループに区分した。そして過去 30 年間でどの企業群が長期投資をしたのか、その割合を算出した。日本では再生・改革群の企業が上場企業全体の 25% 近くの長期投資を担い、価値創造群の 10% 弱、成長群の 5% 弱を大きく上回る。価値創造群と成長群で 5 割弱の長期投資を担う米国とは対照的だ。日本では資本生産性が低く、成長期待が低い企業が多く資金を投資していることが付加価値創造の阻害要因となっていた。

トービンの q と ROIC

ここでトービンの q を「企業価値÷投下資本」と大雑把に置き換えて<sup>70</sup>、バリュエーター式 NOPAT を投下資本×既存投資の ROIC と書き換えると、

$$\text{企業価値} = \text{投下資本} \times \text{既存投資の ROIC} \times \frac{\left(1 - \frac{g}{\text{新規投資の ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

であるから、置き換え版のトービンの q は、

$$\text{トービンの } q = \frac{\text{企業価値}}{\text{投下資本}} = \text{既存投資の ROIC} \times \frac{\left(1 - \frac{g}{\text{新規投資の ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

となる。すなわち、トービンの q が高いのは、既存投資（および新規投資）の ROIC が高いか、既存投資の ROIC が低くても将来は WACC を上回る ROIC を生み出す

<sup>67</sup> Borneman (2017), p. 10.

<sup>68</sup> 同上, p. 10 (“This does not imply cause and effect. It is possible that companies that are already underperforming are more likely to adopt return on capital as a performance metric for incentive plans than those that are performing well.”).

<sup>69</sup> 加賀谷(2021).

<sup>70</sup> トービンの q については、田村(2020a), pp. 149-151 を参照。通常は分母は総資産（一部再調達原価的に修正することもある）を用いることが多く、分子の企業価値もそれに対応して営業負債の価値も加味されているが、本稿のように書き換えてもほぼ性格は変わらない。



成長投資機会が多いと市場が期待していることを意味している。

#### 日本企業による投資の問題

以上を念頭に加賀谷教授の調査結果を見ると、米国では既に ROIC が高い企業群（価値創造群）と、将来の ROIC 向上が期待される企業群（成長群）が長期投資を担う主役であるのに対し、日本では、既存投資の ROIC も新規投資の ROIC も低いと考えられる企業群（再生・改革群）が長期投資の主役になっていたといえる。ROIC が低いままでは成長は価値を生み出さない。日本企業の付加価値創造が低迷したのも無理からぬことである。

## IV. おわりに

#### 経営指標としての ROIC の重要性

本稿で見てきたように、近年、日本の有力大企業を中心に、経営指標としての ROIC の導入が進展している。ROIC は、以下の諸点から優れた指標であり、ROIC 経営の進展は日本企業の価値向上とポートフォリオマネジメントの強化に資するものと評価できる。

- (1) 収益性指標としてマージンより包括的であり、ROE とは相補的である
- (2) 部門別管理に優れている
- (3) 現場への落とし込みと相性が良い（ROIC ツリー等）
- (4) バリュースト・マネジメントの核心となる指標である
- (5) 機関投資家の目線と合致している

#### ROIC は必ず成長性指標とセットで用いるべき

但し、ROIC は使い方に注意を要する経営指標であり、企業価値向上の本質を見失って ROIC という目盛りを絶対視することは、かえって価値向上を阻害するリスクをはらんでいる。本稿では、主に理論的なバリュードライバー式のフレームワークに基づき、ROIC は必ず成長性の指標とセットで用いるべきことを論じた。

#### 後編で扱う課題

さらに、ROIC の実務的な論点として、投下資本をどう計算するか、のれんや現預金、政策保有株式等を投下資本に含めるべきか、事業部門の資本コストをどう設定すべきかといった測定上の重要な問題や、単年度の ROIC を経営指標として使うことの問題点などがある。そのため、実務上、ROIC の使用が適した会社と代替的指標を使った方が望ましい会社が存在する。これらの主に実務上の重要問題については、稿を改めて後編で論じることとしたい。

以上

## 【参考資料・文献】

1. Borneman, J., 2017. Selecting effective performance metrics: why shareholders are wild about return on invested capital. WorldatWork Journal (First Quarter 2017). Available at: <https://www.semmlerbrossy.com/wp-content/uploads/Bornemanarticlew@W.pdf> .
2. Cao, B., Jiang, B., Koller, T., 2006. Balancing ROIC and growth to build value. McKinsey on Finance (Spring 2006).
3. Damodaran, A., 2007. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): measurement and implications (July 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1105499> .
4. Jiang, B., Koller, T., 2007. How to choose between growth and ROIC. McKinsey Quarterly (September 2007).
5. Larcker, D., Tayan, B., 2016. The “buy-side” view on CEO pay. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, posted on September 8, 2016. Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/08/the-buy-side-view-on-ceo-pay/> .
6. Pierce, G., 2017. Return on capital grows in popularity in LTI plans. AgendaWeek (April 7, 2017). Available at: <https://www.longnecker.com/wp-content/uploads/2017/04/Return-on-Capital-Grows-in-Popularity-in-LTI-Plans.pdf> .
7. Priest, W., Bleiberg, S., Welhoelter, M., 2016. The capital reinvestment strategy. Epoch Investment Partners, Epoch Perspectives – White Papers (June 30, 2016). Available at: [http://www.eipny.com/white-papers/the\\_capital\\_reinvestment\\_strategy/](http://www.eipny.com/white-papers/the_capital_reinvestment_strategy/) .
8. 加賀谷哲之, 2021. 「経済教室 企業統治新時代(上) 自社に適合した形態 模索を」日本経済新聞 (2021年2月22日).
9. 田村俊夫, 2015. 「「稼ぐ力」をどう測定するか：コーポレートガバナンスと経営指標」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2015年夏季 vol.36, 62-108. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31016> .
10. 田村俊夫, 2017. 「企業経営とバリュエーション：企業価値創造の羅針盤」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2017年秋季 vol.45, 106-155. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31007> .
11. 田村俊夫, 2020a. 「多角化と経営キャパシティ：一般化された取引コスト理論の観点から」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』 2020年冬季 vol.54, 145-195. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31002> .
12. 田村俊夫, 2020b. 「第3回事業再編研究会意見書」. 経済産業省「第3回事業再編研究会」資料12. Available at: <https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/003.html> .
13. デル, マイケル, 2000. 『デルの革命』日経ビジネス人文庫。
14. マッキンゼー・アンド・カンパニー(2016), 『企業価値評価 第6版 [上]』ダイヤモンド社。
15. 三浦克人, 2010. 「わが国における EVA 経営の動向--IR 資料と報道記事による検証」愛知淑徳大学論集 ビジネス学部・ビジネス研究科篇, 133-149.
16. 安酸建二, 2008. 「Value-Based Management における経済的利益の有用性：フリー・キャッシュフローとの比較を中心として」原価計算研究 32(2), 48-57.

## 留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

グローバル戦略部産官学連携室  
〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ  
E-Mail: srd\_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所  
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館  
URL: <http://www.j-iris.com>