

## コンサルティングレポート

# 企業価値向上のための経営指標 ～ポストコロナにおける ROE と ROIC～

経営戦略部 [大阪] シニアコンサルタント 藤澤 徳久

新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、多くの会社が厳しい経営環境に直面している。2012年以降、アベノミクス（金融政策による低金利、及び、経済政策による成長戦略）の中、攻めのコーポレートガバナンス改革の一環として ROE（自己資本利益率）経営を標榜してビジネスを推進してきた会社も多い。新型コロナウイルス感染症の拡大期間は、現預金の確保が求められるが、ROE 経営に偏重した会社ほど、自己資本の不足及び財務レバレッジ効果を狙った負債の重たさゆえに、ROE や事業ポートフォリオについて考えを深める時間になったことであろう。

近年、非財務の視点として SDGs や ESG 投資への対応が注目を集めてきた。ポストコロナにおいて新常态へ向かう今だからこそ、経営者並びに経営に従事するメンバーはコーポレートガバナンス改革の背景と ROE について再考いただくとともに、企業価値を高めるための経営指標に向き合っていたいただきたい。

なお、以下、「企業価値＝有利子負債＋株式価値」と定義する。

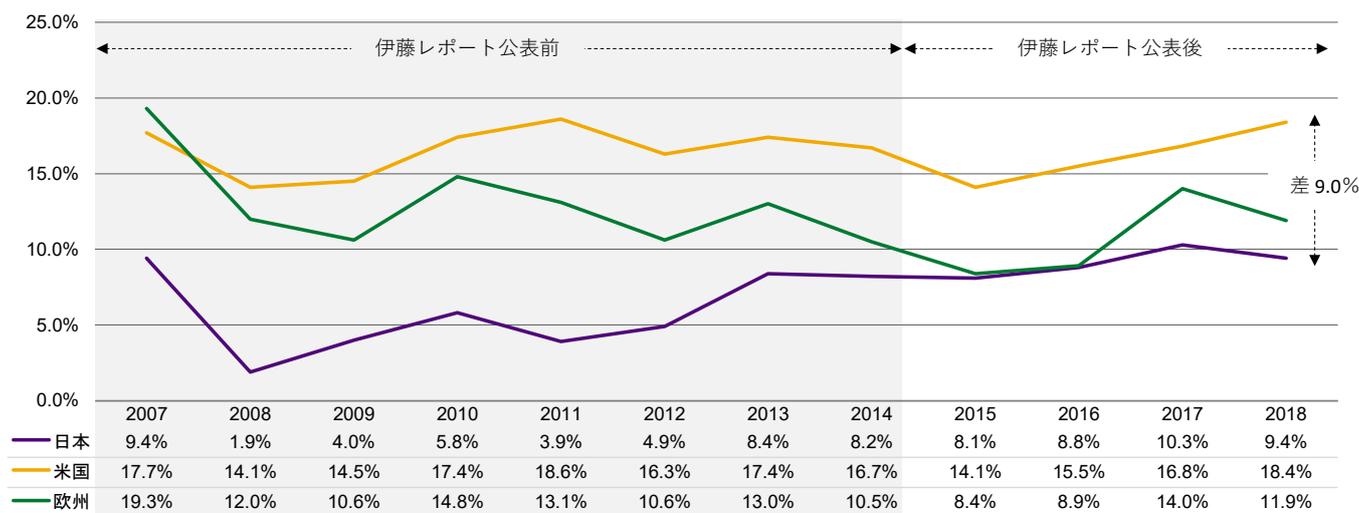
## 1. コーポレートガバナンス改革と ROE 経営の背景

第2次安倍内閣は2012年、アベノミクスとして3本の矢（金融政策、財政政策、経済政策）を掲げた。なかでも、第3の矢である経済政策は、「日本再興戦略」と銘打った成長戦略として2013年6月に閣議決定された。続く2014年には、経済産業省による「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトより最終報告書（通称「伊藤レポート」）が公表され、日本企業の最低限達成すべき ROE の目標値として8%が示され、日本企業に広くインパクトを与えることとなった。その後、「日本再興戦略」は改訂され、日本の稼ぐ力を取り戻すための施策として、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目指すため、「攻めのガバナンス」に主眼を置いた「コーポレートガバナンス・コード」（以下、CGコードと言う）が2015年6月に適用された。CGコードは、ROEについて直接言及をしてはいないものの、中長期的な企業価値向上に資するための株主との対話に関する原則を示し、ROEはその対話における重要指標として広く浸透した。

## 2. 「形式」から「実質」に向かうコーポレートガバナンス改革

日米欧の ROE を CG コード策定前後で比較すると、日本の ROE は向上してはいるが、依然、欧米と比較すると低い状況である（図表1）。さらなるコーポレートガバナンスの充実を目的として、実質的なガバナンス改革を促すため2018年にCGコードは改訂された。その中で、適切な情報開示と透明性の確保に関する原則として、ESGに関する文言が追加されたほか、株主との対話の原則に、資本コストの的確な把握並びに事業ポートフォリオの見直しといった文言が加えられた。これによって、CGコードは、企業価値向上の重要な要素として「非財務情報」や「資本コスト」にフォーカスしたといつてよいだろう。本レポートでは資本コストの詳細については触れないが、資本コストを上回る収益性が企業価値向上に貢献する以上、資本コストと比較される代表的な経営指標の特徴は重要であるため解説を加えることとする。

図表 1 ROE の国際比較



(出所) 経済産業省、「サステイナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」資料より作成

### 3. 経営指標 — ROE、ROA、ROIC —

攻めのコーポレートガバナンス改革が進む中、ROE 経営への機運は高まるとともに、ROE の具体的な目標数値として8%が先の「伊藤レポート」において提示されたことで、上場会社はROE 向上へ向けた取り組みを促されるようになった。形式から実質へとコーポレートガバナンス改革が進む中、現在では非財務情報への対応が高まりも見せているが、本稿では、経営指標にフォーカスしたい。

ROE は経営に広く取り入れられるようになったものの、中期経営計画の達成目標の判断指標としての位置づけにとどまっており、社内の業績評価指標である KPI と有効に連動させることができていない会社も多い。ROE は、現場が当事者意識を持てるような指標に分解した上で、KPI として意識させることで初めて生きた指標となり、その結果として、企業価値向上を判断するための重要な経営指標となる。そのためには、現場が理解できるような指標に落とし込み、浸透させていく必要がある。以下では、ROE の他、ROE との関連性があり、経営管理指標として有用である ROA (総資本利益率)、ROIC (投下資本利益率) の特徴について触れた上で、特に ROIC の活用方法について深掘りしていきたい。

#### (1) ROE (自己資本利益率)

ROE の計算式は、次の通りである。

$$\text{ROE} = \text{当期純利益} \div \text{自己資本}$$

デュボン式による分解は次の通りである。

$$\text{ROE} = \text{当期純利益率} \times 1 \times \text{総資産回転率} \times 2 \times \text{財務レバレッジ} \times 3$$

$$\text{※1 当期純利益率} = \text{当期純利益} \div \text{売上高}$$

$$\text{※2 総資産回転率} = \text{売上高} \div \text{総資産}$$

$$\text{※3 財務レバレッジ} = \text{総資産} \div \text{自己資本}$$

計算式の通り、ROE は自己資本利益率を示しており、本質的には、ステークホルダーとして株主を重視した株主目線の指標である。また、ROE は、デュポン式により分解され、負債の積極活用や自己資本の圧縮による財務レバレッジの上昇が ROE 上昇に貢献することから、株主の立場からは自己株式の取得により ROE の上昇を促すインセンティブとなる。会社の立場からは、負債の増加により ROE が上昇するため、財務レバレッジによるリスクを取った経営が正当化され、本業の収益性や効率性が改善しなくても資本構成だけで ROE が変動することとなる。そのため、経営管理の観点からは、ROA や ROIC といった他の指標と合わせて用いられることが多い。

## (2) ROA(総資本利益率)

ROA の計算式は、次の通りである。

$$\text{ROA} = \text{営業利益} \div \text{総資本}$$

ROA は、会社の総資本に対する収益率であり、総資本を用いていかに効率よく収益を稼いでいるかを示している。なお、分子について、どの利益を用いるかは諸説あるが、本稿の目的から外れるため触れない。ROA の課題は、総資本が包括的過ぎる点である。総資本には、事業資本以外に、余剰資産や遊休資産を含んでおり、純粋な事業の収益性を示しているわけではない。仮に、余剰資産や遊休資産を一切保有していない会社であれば、ROA が会社の収益性を反映すると言える。なお、ROA は資本コストと対比することで、会社全体の収益性を評価できる点で有用である。

## (3) ROIC(投下資本利益率)

ROIC の計算式は以下の通りである。

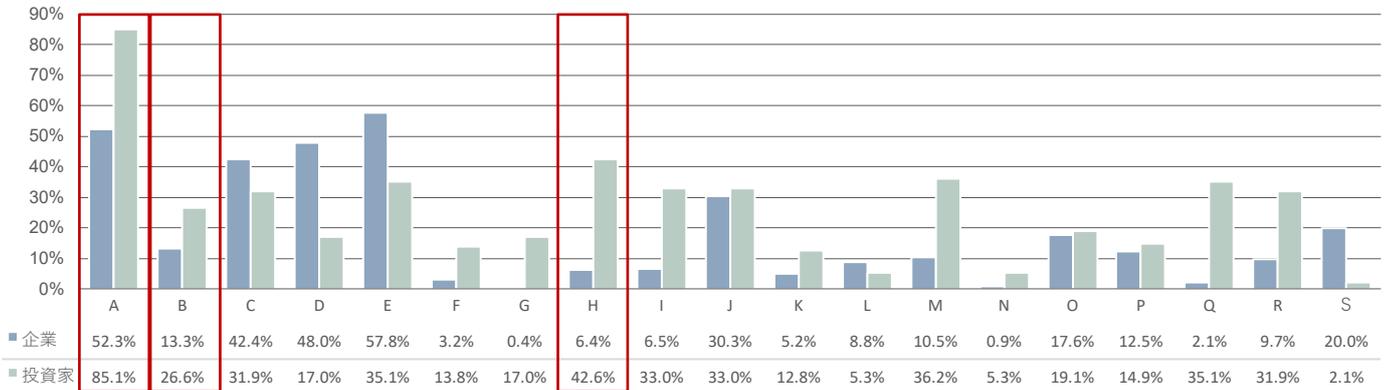
$$\text{ROIC} = \text{税引後営業利益} \div \text{投下資本}$$

ROIC の最大の特徴は、投下資本を分母とする点である。ROA とは異なり、投下資本には、事業資本以外を含まないため、真に事業の収益性を示す指標である。仮に、複数の事業を営んでいる会社の場合、事業別に ROIC の管理を行うことで、精緻な事業別収益の管理が可能であり、ここに ROIC 最大の強みがある。また、事業別 ROIC と資本コストの対比が可能であり、事業の収益性評価が可能な点で優れている。しかしながら、貸借対照表や本社費等の間接費を事業別に細分化して管理できている会社が少ないことに照らせば、導入への体制整備が ROIC の課題である。図表 2 は、企業と投資家との中期経営計画の指標に対する期待ギャップを示しているが、ROIC では差が大きいのもこうした理由が一因と推測される。

図表 2 中期経営計画の指標(企業)と経営目標として重視すべき指標(投資家)

(凡例)

A ROE	E 利益額・利益の伸び率	I FCF	M 総還元性向	Q 資本コスト
B ROA	F 市場占有率	J 配当性向	N 配当利回り	R ESG 取組み
C 売上高利益率	G 経済付加価値	K 株主資本配当率	O 自己資本比率	S その他
D 売上高・売上高の伸び率	H ROIC	L 配当総額または1株あたり配当額	P DEレシオ	

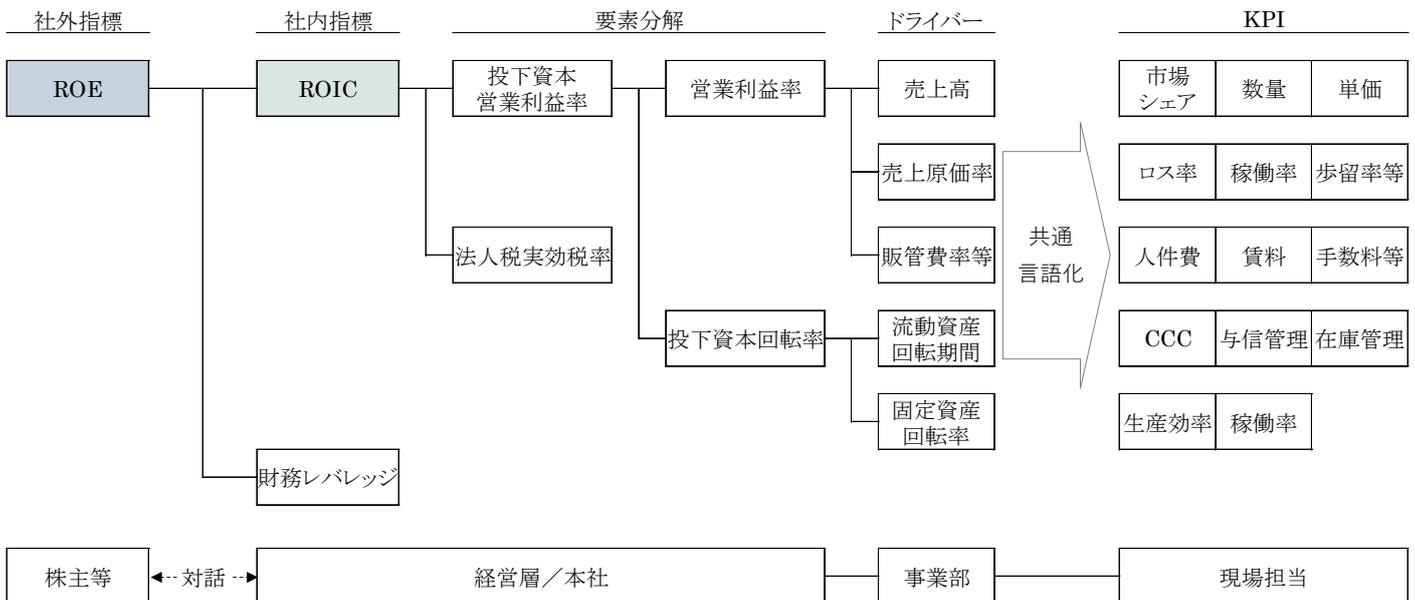


(出所) 2019 年度、一般社団法人生命保険協会、株主価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果より

#### 4. ROIC の拡張可能性

ROIC の強みは事業別収益管理指標としての機能だけではない。投下資本といった運用側を分母としており、事業別の KPI 管理ツールとしての拡張性を備えている点も強みである。ROIC は、図表 3 に示した ROIC ツリーにより現場に適した要素へと分解することが可能であり、現場志向性の高いツールである。一方、ROE は、純資産といった調達側を基礎とした指標であるため、資本を事業別に分解することが難しく、現場に落とし込みにくい。事業別の収益性の管理には不向きである。

図表 3 ROIC ツリーと経営指標の責任関係



(出所) 当社作成

## 5. 社外指標としてのROEと社内指標としてのROIC

投下資本を用いたROEの分解

$$\text{ROE} \times 1 = \text{ROIC} \times \text{財務レバレッジ} \times 2$$

※1 ROEの分子である当期純利益を、「営業利益 × 法人税等実効税率」とした場合

※2 財務レバレッジ = 投下資本 ÷ 自己資本

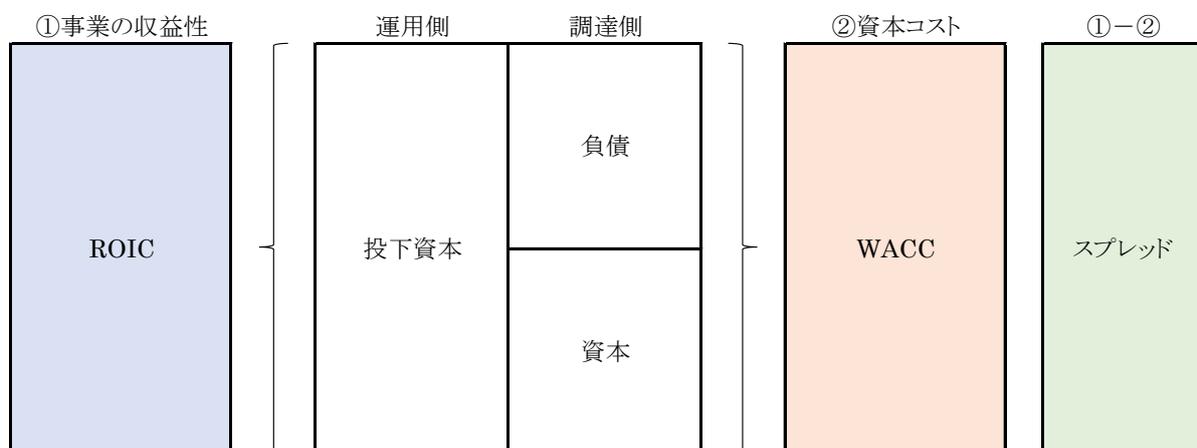
上記のように、ROEを投下資本により分解することで、ROEの計算式にROICを取り入れることが可能である。ROEにROICを取り入れることで、社内指標としてROICを有効活用することができ、ROEとROICは連動した指標となる。ROEが株主とのエンゲージメントの指標とすれば、ROICは社内指標として機能し、ROICを高めることにより、結果としてROEが向上することになる。仮に、ROEを経営指標として採用している会社が新規にROICを採用する際には、ROEを残しつつ、ROICを取り入れることができるため、経営指標の継続性の観点から有用である。

## 6. ポスト新型コロナウイルス感染症下における経営指標 — ROEとROICの比較 —

アベノミクスによる金融政策は、企業に対して低金利での負債の調達を促すインセンティブとなった。このため、財務レバレッジによってROEを上昇させた会社もある。一方、ROICは事業の収益性により変動するため、財務レバレッジがROICに直接作用することはない。自己資本を圧縮し、財務レバレッジ上昇による経営戦略をとってきた会社ほど、新型コロナウイルス感染症のような不測の経営環境下は、自己資本の不足ゆえに逆境になる。典型的には、間接金融による積極的なM&Aや自己株式の取得を行ってきた会社が該当する。M&Aや自己株式の取得それ自体は経営戦略の選択肢の1つであるが、問題は、しかるべき検討を行った上での意思決定であったかどうかである。

例えば、積極的にM&Aを行ってきた会社の場合、株式価値算定報告書の取得のみにより、買収対価の検討を終えているケースもあるであろう。買収先の企業価値に目が行くあまり、算出された評価額を自社の資本コストや要求するハードルレート等と比較するといった検討までできていない会社もあるのではないだろうか。この点、ROICは、その比較のための基礎を提供する。例えば、図表4は、ROICと資本コスト(WACC)との差であるスプレッドを示しており、投資意思決定の判断指標として有用である。当然ながら、企業価値向上の観点からは、このスプレッドがプラスとなる投資を行うことが必要となる。

図表4 ROIC－WACC＝スプレッド



(出所) 当社作成

## 7. ROICによる事業ポートフォリオの見直し

ここまで ROIC が事業別収益管理指標ならびに資本コストとの比較の点で優れていることは述べてきた。さらに、ROIC は、新型コロナウイルス感染症の新常態下の世界において、強力かつ有効なツールとなる。会社が事業計画の見直しを行う中、ビジネスモデルの変化を迫られる事業や淘汰される事業もあるだろう。将来的に資本コストに見合うだけの事業収益が得られないと判断される事業もあるだろう。そうした、事業仕分けの定量的判断の基礎として ROIC は機能する(図表 5)。そもそも、事業仕分けを行うには、事業別に収益管理ができていることが必要であり、かつ、資本コストと対比できる経営指標で事業の管理を行っていることが前提となる。これらの機能は、まさに ROIC の特徴であり、ROIC は事業ポートフォリオ再構築検討に適した指標と言えよう。仮に、ROE 主体で経営を行ってきた会社では、財務レバレッジにより見えにくくなっていた真の事業別の収益性が、ROIC によりつまびらかにされることであろう。

図表 5 スプレッド(ROIC-WACC)による事業仕分け(例)

スプレッド	売上高成長率	事業区分	方針	その他
+	+	成長事業	マーケットシェア拡大	× 定性的要素
	-	成熟事業	カーブアウトの検討	
-	+	期待事業	ROIC改善の検討	
	-	停滞事業	撤退の検討	

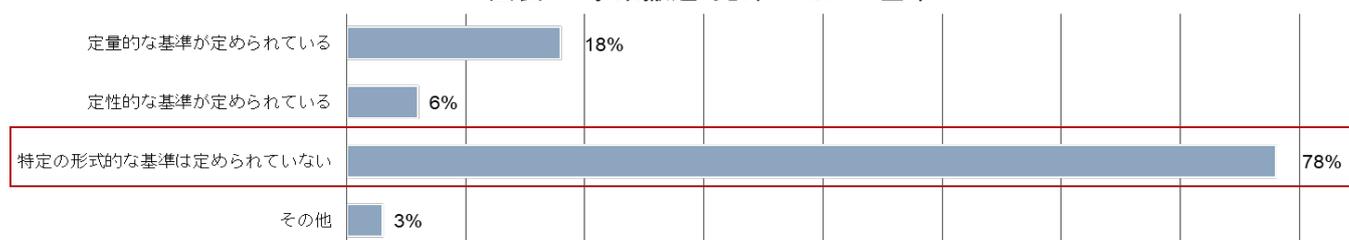
(出所) 当社作成

## 8. 事業ポートフォリオ見直しのための社内指標の整備状況

経済産業省の事業再編研究会において、カーブアウトによる事業再編が日本企業では必ずしも十分に行われていないのではないかといった議論がされている<sup>1</sup>。そもそも、カーブアウトを検討するには、事業単位での収益性の精緻な把握が求められる。一方、多くの会社では、事業仕分けのための基準が整備されていないとのアンケート結果がある(図表 6)。仮に、明確な判断基準がない中で、事業からの撤退等の意思決定を行った場合、ステークホルダーに対して説得力ある説明を行うことが難しいものとなり、経営者は投資家との対話に苦慮することになるであろう。この点、ROE を経営指標として採用している会社では、ROIC を通じて、現場から投資家に至るまで一貫通貫した定量的な基礎となる指標を提供することができる。新型コロナウイルス感染症による新常態への移行後では、会社を取り巻く事業環境が大きく変わる可能性があり、変化への対応の優劣が会社の優勝劣敗を左右することにもなりかねない。会社は、この環境下において、ベストの選択肢を取れるよう、少なくとも足元の事業単位での収益性の評価や事業価値の把握ができるような体制の整備が求められる。

<sup>1</sup> 事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～(案)

図表 6 事業撤退・売却のための基準



(出所) 経済産業省において2019年11月から2020年1月にかけて、東証1部・2部の上場企業を対象に実施した「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(企業向け)」の結果より

## 9. 総括

日本再興戦略以降、攻めのガバナンス改革が進められ、ROEは広く浸透した。コーポレートガバナンス改革を形式から実質へと推し進める中、CGコードが示すように中長期的な企業価値向上が求められ、会社は、今まで以上に資本コストと向き合うことが求められている。新型コロナウイルス感染症の収束による出口が見えない今だからこそ、企業価値向上の第一歩として、ROICにより事業単位での足元の収益性を見直し、将来を見据えた見極めを進めるべきではないだろうか。

### <参考文献>

手島直樹、2015年11月13日、ROEが奪う競争力、日経BP  
 柳良平、2019年2月16日、ROE革命の財務戦略、中央経済社  
 KPMG FAS・あずさ監査法人、2017年11月20日、日経BP

### — ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ)コーポレート・コミュニケーション室 TEL:03-6733-1005 E-mail:info@murc.jp