

# ROIC経営、資本コスト経営の現況とそれらを実現するガバナンスとは



HRガバナンス・リーダーズ

シニアストラテジスト **中川 和哉**  
コンサルタント **朝田 悠人**  
コンサルタント **早坂 勇祐**

## 1. 資本効率性の改善、資本コストを意識した経営がコーポレートガバナンス改革の一環で議論されている

昨今、資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営について、コーポレート

### 〈目次〉

1. 資本効率性の改善、資本コストを意識した経営がコーポレートガバナンス改革の一環で議論されている
2. 資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営が議論されている背景
3. ROIC経営、資本コスト経営を実現するコーポレートガバナンスとは

ガバナンス改革の一環で議論される機会が増えている。2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂において自社の資本コストの的確な把握が要請されたほか、2021年の再改訂では取締役会において決定された事業ポートフォリオの基本的な方針や見直しの状況について、分かりやすく示すことが求められた。また、2020年に経済産業省が公表した「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～（事業再編ガイドライン）」においては、ROICなど事業セグメント毎の資本収益性について、具体的な定義を明示したうえで、その実績値と目標値を開示することが望ましいと示されている。

最近では、2022年5月に金融庁が実施した「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」にて、企業において現預金として積み上

がった内部留保の有効活用について議論がなされている。2022年10月には、機関投資家が主導する国際的なコーポレートガバナンスのネットワークであるICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）が、日本企業のコア事業における5つの優先課題を公表し、優先課題の1つとしてキャピタルアロケーション（資本配分）が列挙された。具体的には、取締役会での「事業単位の投資資本利益率と資本コストを含む事業ポートフォリオ」の毎年の見直しや、自社のコア事業と関係の薄い非戦略的資産について、保有する理由を明確に開示することなどを勧めている。

コーポレートガバナンスは、中長期的に持続可能な経営を遂行するうえで、迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みであると捉えられる。国内において資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営が、コーポレートガバナンス改革の一環で議論の俎上に載る理由は、そうした経営の意思決定を後押しする仕組みに改善の余地があると、機関投資家をはじめとするステークホルダーが捉えているからであろう。筆者は、2022年12月にロンドンでアクティビストを含む複数の機関投資家とミーティングをしたが、日本企業について「株主還元の意識が低い」、「政策保有株の縮減傾向が鈍い」、「財務レバレッジが低い」など資本配分（キャピタルアロケーション）の問題に言及する機関投資家は非常に多かった。加えて、経営の監督と執行を分離したモニタリング型のコーポレートガバナンス

体制構築が不十分であることや取締役会のスキルセットの不足が、資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営にネガティブに作用していると捉える意見もあった。

個別企業に当てはめると、投資家側の意見が近視眼的であるなど、中長期的な企業価値向上にとって必ずしも正しい指摘をしているとは言い切れないケースもあるだろう。ただし、日本企業の価値向上と強靱なコーポレートガバナンスの確立が切っても切れない関係にあるということは、投資家、企業、アカデミア、官公庁など多くのステークホルダーが認識を共にしていると筆者は考える。

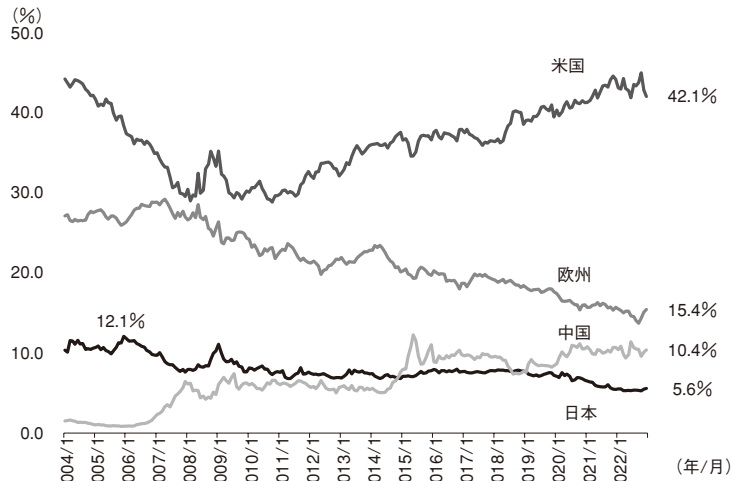
## ■ 2. 資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営が議論されている背景

### (1) 日本のプレゼンスが世界の株式市場のなかで低下し続けている

国内において、資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営が議論されている背景には何があるだろうか。最も大きな要因は、日本のプレゼンスが世界の株式市場のなかで低下し続けていることであると考え

る。世界の株式市場に占める日本、米国、欧州、中国の時価総額構成比を示している（図表1）。リーマンショック以降、米国のプレゼンスは大きく上昇しており、2022年末には42.1%に達している。対照的に、欧州はリー

(図表1) 世界全体に占める各地域の時価総額構成比



(注) 欧州はEUに加盟する27カ国に加え、英国とスイスの時価総額構成比を合計している。直近は2022年末時点  
 (出典) Bloombergの世界の株式市場時価総額のデータを基にHRGL作成

マンショックの前後では米国と肉薄する水準であったが、直近では15.4%と大きく差をつけられている。日本についても、2005年12月末は12.1%を占めていたが、直近では5.6%と欧州と同様、時価総額構成比は低下傾向にある。米国ビジネスウィーク誌の“THE BUSINESS WEEK GLOBAL 1000”によると、1989年のバブル景気の時期には世界の時価総額上位50社のうち日本企業が32社を占めていた(注1)。当時は日本企業の時価総額構成比も米国を上回り、世界全体の4割以上に達していたと推計される。つまりは、バブル崩壊後、浮き沈みを繰り返しながらも、総じて過去30年以上にわたり世界の株式市場における日本企業のプレゼンスは低下し続けていると考えられる。

リーマンショックの後、過去10年余りで米

国企業が日本、欧州と時価総額構成比で大きく差をつけた理由はどこにあるだろうか。最も大きな理由の1つとして、米国におけるIT産業の成長が挙げられる。リーマンショックが発生した2008年末と2022年末の日米欧主要指数のセクター別時価総額構成比を比較すると、米国においてAppleやMicrosoftなどを含む情報技術セクターの2022年の時価総額構成比は、25.7%と、リーマンショックが起きた2008年より8.6%pt増えており、日本や欧州よりも構成比の増加分が大きい(図表2)。なお、2022年はGAFAM(Google、Amazon、Meta(旧Facebook)、Apple、Microsoft)をはじめとする米国のIT関連企業の株価が総じて軟調であり、2021年末には29.2%とS&P500の3割近くを同セクターが占めていた。また、Googleの持株会社であるAlphabetや

(図表 2) 日米欧主要指数のセクター別時価総額構成比

セクター (%)	米国			日本			欧州		
	2008	2021	2022	2008	2021	2022	2008	2021	2022
情報技術	17.1	29.2	25.7	7.8	13.2	12.6	2.8	7.9	6.4
ヘルスケア	12.4	13.3	15.8	6.4	9.0	9.0	10.3	13.0	14.4
一般消費財・サービス	7.1	10.1	7.3	15.0	18.0	17.5	7.1	13.2	11.2
金融	15.3	10.7	11.6	14.1	9.6	11.5	18.1	16.0	16.3
コミュニケーション・サービス	2.4	12.5	9.8	7.9	7.9	8.3	9.9	4.3	4.0
資本財・サービス	10.2	7.6	8.6	19.5	23.9	23.6	9.1	14.7	14.4
生活必需品	13.5	5.9	7.2	7.0	7.8	7.7	10.7	12.5	12.7
エネルギー	11.1	2.7	5.2	0.8	0.7	0.9	10.4	4.6	7.1
不動産	0.1	2.7	2.7	2.6	2.3	2.0	0.1	1.6	1.1
公益事業	3.2	2.5	3.2	7.0	1.2	1.3	9.9	5.4	5.5
素材	3.1	2.6	2.7	7.1	6.3	5.5	6.4	6.7	6.8
未分類	4.5	0.2	0.3	4.5	0.1	0.0	5.2	0.0	0.0

(注) 米国はS&P500、日本はTOPIX、欧州はBloomberg Europe 500を参照。米国は指数に連動するETFの時価総額構成比から推計。いずれも12月末時点のウエイトを集計

(出典) BloombergよりHRGL作成

Metaなどを含むコミュニケーション・サービスのセクターも2008年末は2.4%であったが、2021年末に12.5%を記録した後、2022年末に9.8%に達しており、2008年末と比べると7.4%pt増えている。一方、日本と欧州のコミュニケーション・サービスのセクターのウエイトについて、2022年末と2008年末を比較すると、日本はほぼ横ばい、欧州は低下傾向にある。IT産業という新たな成長の波を捉えられたかどうか、米国と日本、欧州の時価総額に大きな差をもたらしたと解釈できるだろう。

日本の未来に向けて得られる示唆としては、新たな成長の波を捉えるかどうかで、株式市場における評価が大きく変わりうるということである。同時に、コーポレートガバナンスの文脈で捉えれば、適切なりスクテイクを含め、新たな成長の波を捉える意思決定を支える仕組みの構築が企業価値の向上に必要

であると解釈できる。

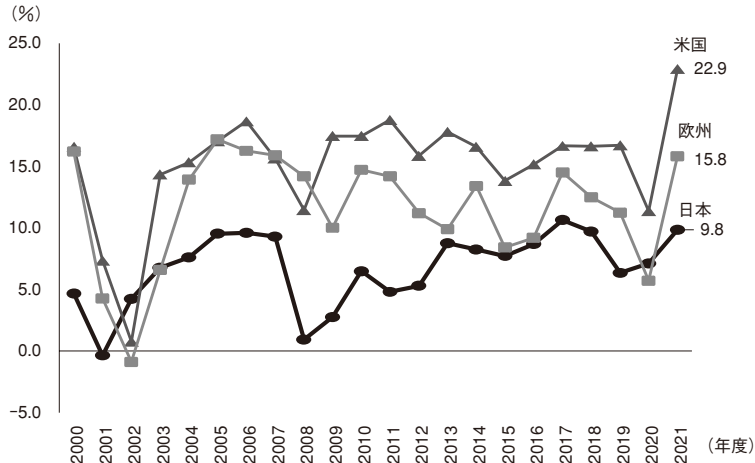
## (2) ROICが注目される理由と資本効率性、バリュエーションの現況

### ① ROEだけでなくROICが注目される理由

一般的に、株式市場における企業の評価は、資本効率性とある程度連動すると考えられる。日本においては、2014年8月に伊藤レポートが公表されて以降、自己資本利益率(ROE)について議論される機会が、企業、投資家の双方で増えた。企業がROEの実績値を公表するケースが非常に増加したほか、生命保険協会の調査によると、ROEの目標値を設定・公表している企業も、上場企業470社のうち60.2%に達している<sup>(注2)</sup>。

一方、機関投資家のうち、特に外国人投資家はROEだけでなく投下資本利益率(ROIC)を議論する傾向がある。最も大きな理由は、ROICが企業の本質的な稼ぐ力を見極めやす

(図表3) 日米欧のROEの推移



(注) 米国はS&P500、欧州はBloomberg Europe 500、日本はTOPIXについて集計。金融セクターを除いている。日本企業は3月を基準（2021年4月～2022年3月に本決算⇒2021年度）、欧米企業は12月を基準に年度に換算し、集計している。  
(出典) QUICK、BloombergよりHRGL作成

いからであると考えられる。ROEは当期純利益を自己資本で除して計算するため、各企業は自社の財務レバレッジを調整する（有利子負債による調達を増やし、分母の自己資本を減らす）ことで、ROEを高めることができてしまう。つまり、事業の本質的な稼ぐ力に関係のないところで、ROEを高める余地が残る。反対にROICは資金調達サイドの観点から計算する場合、税引後営業利益を自己資本と有利子負債の合計で除して計算するため、財務レバレッジによる調整ができず、本質的な稼ぐ力を見極めやすいと考えられている。

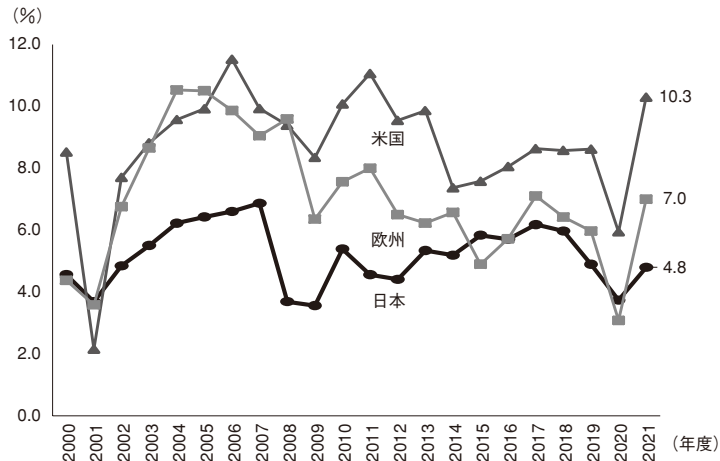
加えて、企業側のメリットとして、ROICを使用する方が事業セグメント毎の資本効率性と会社全体の資本効率性を結び付けて思考

することが相対的に容易であると考えられる。ROICは資金運用サイドの観点から計算する場合、税引後営業利益を固定資産と運転資本（売上債権＋棚卸資産－仕入債務）で除して計算することになる（注3）。一般的に固定資産と運転資本を事業セグメント毎に割り付ける方が、ROEの分母である自己資本を事業セグメント毎に割り付けるよりイメージしやすいケースが多いと考えられる。

## ② 資本効率性の現況とバリュエーション

それでは、日本企業のROEやROICはどのように推移してきただろうか。日本企業のROEやROICは、リーマン・ブラザーズが経営破綻した2008年度と比較すると、直近年度はROEが9.8%、ROICが4.8%と明瞭に回復している（図表3、図表4、金融セクターを除

(図表4) 日米欧のROICの推移



(注) 米国はS&P500、欧州はBloomberg Europe 500、日本はTOPIXについて集計。金融セクターを除いている。日本企業は3月を基準（2021年4月～2022年3月に本決算⇒2021年度）、欧米企業は12月を基準に年度に換算し、集計している  
(出典) QUICK、BloombergよりHRGL作成

外)。また、日本でコーポレートガバナンス・コードが初めて制定された2015年度の水準と比較しても、明瞭に上回る水準を記録している。

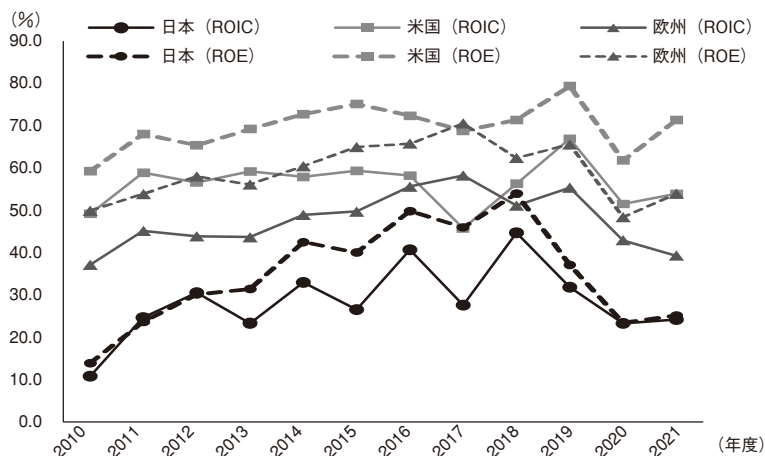
一方、欧米と比較するとROEやROICの水準において、水をあけられているのが現況である。特に、米国とは直近でROE、ROICともに2倍程度の差をつけられている。2008年度より現在の日本企業のROE、ROICの水準自体は改善をしていますが、世界全体に占める日本の時価総額構成比は、当時より低い水準にある理由がうかがい知れる。

また、ROEやROICという指標が企業の価値創造に結び付くかどうかは、資本コストと比較して評価される。ROEの場合は、株主が要求する収益率である株主資本コスト、

ROICの場合は株主が要求する収益率と債権者が要求する収益率の両方を加味した加重平均資本コストと比較する。ROEから株主資本コストを差し引いた数値をエクイティ・スプレッド、ROICからWACCを差し引いた数値をEVAスプレッドと呼び、エクイティ・スプレッド、EVAスプレッドが正の数値であれば、理論上その企業は株主価値、企業価値を創造していると考えられる。

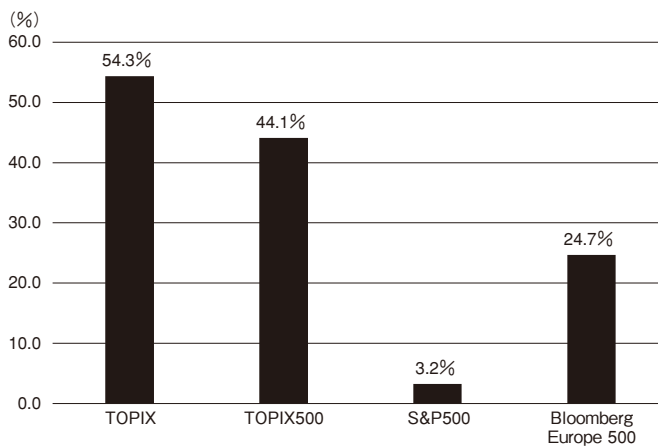
欧米企業と比べて日本企業はROE、ROICが資本コストを上回る企業の割合が低く、直近決算期においてはROE、ROICともに2割程度にとどまっている（図表5）。また、PBRという観点での比較においても、日本はTOPIX構成企業の半分以上がPBR1倍を下回る状況となっており、欧米と大きく状況が

(図表 5) ROIC、ROEが資本コストを上回る企業の割合



(注) 日本はTOPIX500、米国はS&P500、欧州はBloomberg Europe 500を参照。各年度において構成企業のうちエクイティ・スプレッド、EVAスプレッドが正となる企業の割合を表示  
(出典) BloombergよりHRGL作成

(図表 6) PBRが1倍を下回る企業の割合



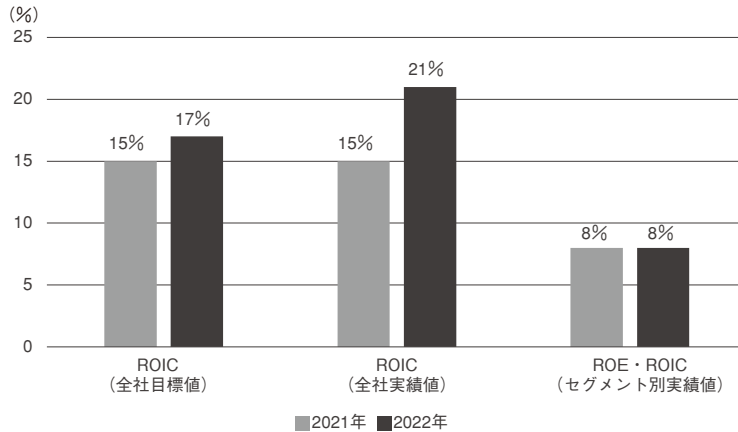
(注) 2022年末時点のPBRの数値を基に構成企業に占める1倍を下回る企業の割合を計算  
(出典) BloombergよりHRGL作成

異なることが分かる(図表6)。あくまでも理論上であるが、PBRが1倍を割れているということは、企業の稼ぎ出すリターンが投資家からの期待を下回っていることを示してい

る。

東京証券取引所(東証)は、2023年1月、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理を踏まえた今後の対応として、

(図表7) 目標値、実績値、セグメント別実績値の開示状況



(注) TOPIX100の構成企業をユニバースとして、対象企業の有価証券報告書、統合報告書、中期経営計画を調査  
(出典) 企業の開示資料を基にHRGL作成

「経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうへ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請」する方針を決めている。特に、継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請する方向性を打ち出している。筆者の計算では、2017年以降、毎年、年末および2023年1月の全ての時点でPBRが1倍を割っていた企業は、TOPIX構成企業の約4分の1に相当する。決して少ないとはいえない企業が、東証から改善に向けた取組みを強く要請されていると解釈できる。

### (3) ROIC、資本コストに関する情報開示の現況

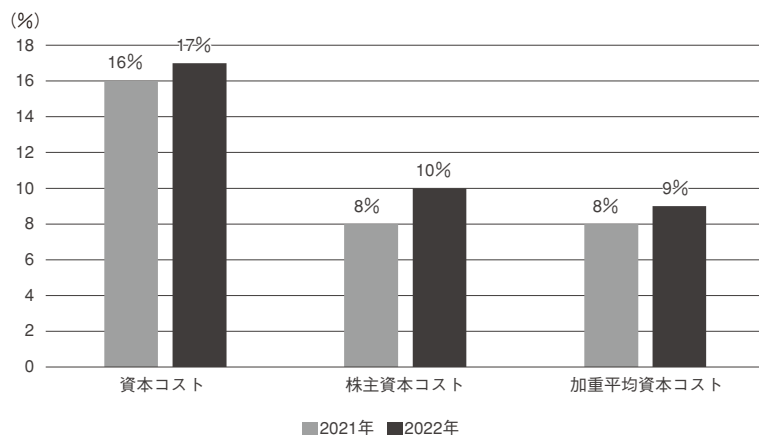
前述の通り、2014年8月に伊藤レポートが

公表されて以降、ROEに関する情報開示は企業に浸透している。ROEの目標値を設定・公表している企業も、上場企業470社のうち60.2%に達している。一方、ROICに関する情報開示は、機関投資家から目標値の設定などを求める声を聞くケースも多いが、実際にどの程度浸透しているのだろうか。

筆者が所属するHRガバナンス・リーダーズが2022年に実施した調査によると、TOPIX100の構成企業のうちROICの目標値を公表している企業は17%、実績値を公表する企業は21%に達する(図表7)。これらの数字は、前年より改善しており、ROICを意識した経営が一步步浸透していることを表している。一方、セグメント別にROE、ROICを公表している企業は8%と、前年と横ばいの水準になった。新たにセグメント別のROE、ROICを開示する企業も存在した一



(図表 8) 資本コストの開示状況



(注) TOPIX100の構成企業をユニバースとして、対象企業の有価証券報告書、統合報告書、中期経営計画を調査  
(出典) 企業の開示資料を基にHRGL作成

方、過去に開示していた企業が取りやめたケースもあった。資本コストの開示状況においては、17%と前年よりわずかに増加している(図表8)。株主資本コスト、加重平均資本コストのどちらかを開示するケースが大半であったが、一部で両方を開示する企業もみられた。

確かに、過去と比較すればROICの開示意識の高まりが垣間みられる。ただし、前述の通りROEの目標値を設定・公表する企業は6割を超えている。銀行業などROICによる分析が難しい産業もあるが、それを差し引いても、ROEと比較してROICに関する情報開示が日本企業にはあまり浸透していないと考えられる。

企業にとって最も重要なことは、開示そのものではなく、自社の資本効率性や資本コストおよび株式市場からの評価について取締役

会を含め議論を行い、必要があれば改善に向けたアクションを実践することであろう。ただし、ROICやセグメント別の資本効率性、資本コストに関する情報開示が資本市場との対話のきっかけとなり、企業価値向上の糸口が掴める可能性もある。自社の経営戦略を踏まえたうえで、資本効率性や目標値について情報開示を行うべきか改めて検討する価値はあるだろう。

### 3. ROIC経営、資本コスト経営を実現するコーポレートガバナンスとは

ここまで、資本効率性の改善および資本コストを意識した企業経営が、コーポレートガバナンス改革の一環で議論されていること、またその背景について整理した。それでは、

---

ROICをはじめとする資本効率性の改善に向けた経営（ROIC経営）、資本コストを意識した経営（資本コスト経営）を実現するうえで、どのようなコーポレートガバナンスが求められるだろうか。考慮すべき項目として様々な要素が考えられるが、特に重要な2つの項目に絞って筆者の意見を述べたい。

### (1) モニタリング型のコーポレートガバナンス体制になろう

1つ目は、米国や英国で主流であるモニタリング型のコーポレートガバナンスにならう。自社のあるべき姿を見つめ直すことである。モニタリング型のコーポレートガバナンスとは、取締役会と経営執行を担うトップ・マネジメント・チーム（TMT）のメンバーの重複を少なくしたうえで、TMTに業務執行に関する大幅な権限移譲を行い、独立社外取締役が多数を占める取締役会は大局的な経営の方向性の決定と監督に注力する体制を指している。一方、日本では、取締役会が個別の業務執行に関する意思決定を担うマネジメント型のコーポレートガバナンスを志向する企業が多く、取締役の多くのメンバーが執行役員も兼務している。そのため、取締役が、事業の買収や撤退・売却の判断についてその事業を執行役員として管掌する取締役を交えて議論を行わなければならない場面も出てくると考えられ、事業ポートフォリオの入れ替えを難しくする可能性がある。

反対に、モニタリング型のコーポレートガ

バナンスを採る場合、業務執行に携わるメンバーが限られている分、取締役会において売上高・利益の推移や資本収益性・資本コストなどの数値を踏まえ、事業の買収や撤退・売却について客観的な議論を行いやすいと考えられる。加えて、モニタリング機能の強化に向けて、①各領域における執行側の責任者を明瞭にする目的で、CFO（Chief Financial Officer：最高財務責任者）やCOO（Chief Operating Officer：最高執行責任者）などを設置するCxO制度を導入する、②経営戦略や事業ポートフォリオについて議論する委員会や会議体を設置することも検討の余地があるだろう。もちろん、マネジメント型の方が社内取締役の業務執行への理解が深く、最適な意思決定を行いやすいという考えもあり、最適なガバナンス体制は個社によって異なるとも考えられる。いずれにせよ、ROIC経営、資本コスト経営を深化させるうえで、どのようなコーポレートガバナンスが自社にとって最適であるか、改めて見つめ直し、ステークホルダーに説明できるようにすることが最も重要であろう。

同時に、ファイナンスや資本市場の知見を有する取締役の登用は前向きに検討すべき課題であると考えられる。取締役会は、事業の買収や売却など経営の重要な意思決定を担っている。ファイナンスや資本市場に関する知見を持つ取締役が、資本コストへの意識や資本効率性を改善する視点を取締役に持ち込むことで、企業にとって最適な意思決定が行われ

る確度が高まると考える。同時に、自社の意思決定や公表資料が株式市場からどのように受け止められるかについて、有益な知見が得られる可能性もあろう。世界のコーポレートガバナンスのプラクティスについて研究を進める米国のDiligent Instituteのデータによると、日米欧の主要企業100社の取締役のうちファイナンスのスキルを持つ取締役の割合は、米国で29.0%、欧州で33.2%に達する一方、日本では14.2%にとどまっている。CGSガイドラインの改訂版でも、資本市場を意識した経営に関する知識・経験・能力を備えた人物を取締役として選任することが、選択肢の一つとして明示されている。ROIC経営、資本コスト経営をさらなる高みに導くうえで、ファイナンスや資本市場に関する知見を有する取締役の登用を前向きに検討する価値は十分にあるだろう。

## (2) 役員報酬を資本効率性の改善や企業価値に連動させる

2つ目は、役員報酬を資本効率性の改善や企業価値に連動させることである。役員報酬は業績に連動しない基本報酬と、短期インセンティブ (STI: Short Term Incentive)、中長期インセンティブ (LTI: Long Term Incentive) の3要素に分解できる。日本の役員報酬の問題点として、基本報酬の割合が高いことが挙げられる。2021年度においても、日経225構成企業の基本報酬の割合は52%と、米国の6%、英国の27%に比べて高い水準を

記録している。まずは、業績に連動する報酬の比率を向上させることで、資本効率性の改善、企業価値向上へのインセンティブを役員に付与することが重要であると考えられる。

加えて、LTIを決定するKPIとして、ROICなどの資本効率性指標や、ピアグループ等と比較する形で株主の経済的利益を示すTSR (Total Shareholders Return: 株主総利回り) を使用することも積極的に検討する価値があると考えられる。HRガバナンス・リーダーズが実施した調査に基づく、現在、日本企業で最もポピュラーなLTIにおけるKPIはROEであり、TSRについてはLTIのなかで4番目、ROICについてはLTIのなかで7番目に採用されている指標である<sup>(注4)</sup>。一方、海外でLTIにおいて最もポピュラーな指標はTSRであり、同業種、同規模など企業が選定したピアグループと比較して用いられるケースが多い。また、投下した資本に対する利益 (EBIT) をみるROCEおよびROICが4番目、5番目に使用されている<sup>(注5)</sup>。中期経営計画でコミットしている目標値など自社の描く成長ストーリーと合致するのであれば、本質的な稼ぐ力を表すROIC、企業価値と密接に関係するTSRをKPIとして使用することは、ステークホルダーへの説得力を高めることになるだろう。

ROIC経営、資本コスト経営の浸透およびそれを実現するコーポレートガバナンスの確立に向けて、克服すべき課題は多い。ただし、それらの浸透、実現は企業価値の向上につな

---

がり、その先には失われた30年を取り戻す日本企業の輝かしい未来が待っていると筆者は信じている。

(注1) Business Week. (1989). The Business Week global 1000. Business Week (July 17).

(注2) 生命保険協会 (2022)「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート 企業向けアンケート集計結果」11頁。

(注3) 調達した資本がすべて事業に投じられているとすれば、資金調達サイドの観点、資金運用サイドの観点のどちらからROICを計算しても数字は理論上一致する。ただし、実際は政策保有株や余剰現預金などの非事業性資産の影響で一致しないことも多い。

(注4) 2022年6月末時点において、日経平均株価を構成する225社を対象に調査を実施している。

(注5) 2021年1月から2021年12月に決算を迎えた米国、英国、ドイツの各国指数に含まれる企業(2022年1月末時点)を対象に、調査を実施している。米国と英国はS&P500、FTSE350のうち時価総額上位100社、ドイツはDAX40を中心に時価総額上位40社を対象にしている。

※本稿は筆者の個人的な見解を示したものであり、所属する組織の見解や方針を示すものではない。

