

2022年9月22日 全6頁

中期経営計画の近時動向 <2022年9月>

存在感高まる ROIC

コンサルティング本部 主任コンサルタント
枝廣 龍人

[要約]

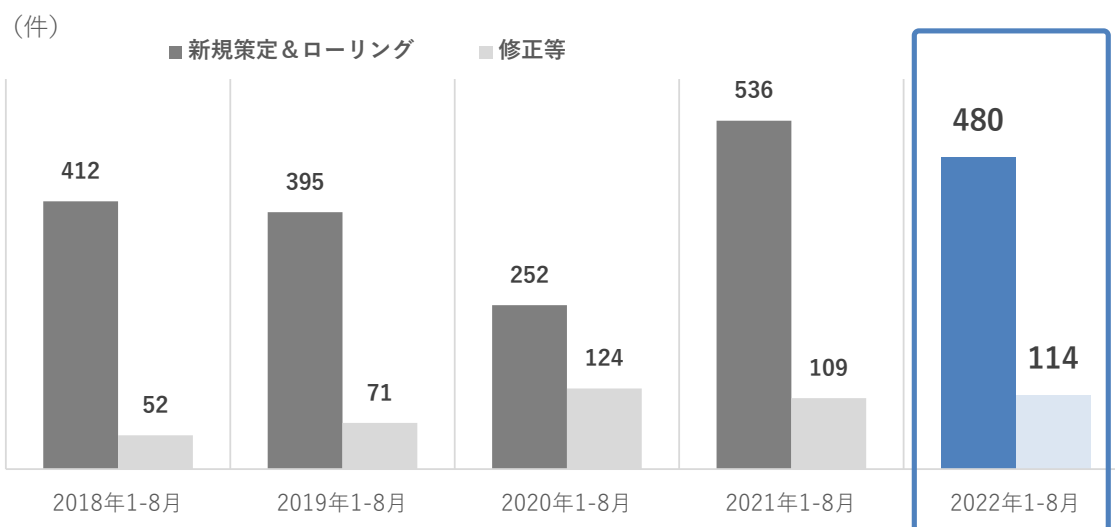
- 大和総研の集計では、国内上場企業による2022年1~8月の中期経営計画発表件数は480件であった。これは過去5年間において、新型コロナ影響の反動増があった2021年に次ぐ高水準である。
- 近年の中期経営計画のトレンドとしては、パーパスやESG/SDGsに代表される非財務情報の開示拡充と、ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）に代表される資本効率性目標の導入拡大がある。
- 足もとでは、複数の事業セグメントを持つ大手企業を中心にROIC目標導入の動きが加速している。ROICは分母が投下資本であるため、事業別の資本効率管理（資本効率に基づく事業ポートフォリオ管理）に優れている。新型コロナなどに起因する先行き不透明性の高まりに対し、事業ポートフォリオを最適な状態に維持するための仕組みの1つとして、今後もROICの再評価が進むであろう。

1. 中期経営計画発表数は新型コロナ前よりも増加

大和総研の集計では、2022年1~8月の中期経営計画（以下、「中計」）発表件数は480件であった。これは過去5年間では、新型コロナ影響の反動増があった2021年に次ぐ高水準である。2020年以降、様々な対策が取られてきたとはいえ、新型コロナへの対応は未だ予断を許さない状況が続いている。さらに足もとでは、ロシア・ウクライナ紛争の長期化や急速な円安の進行なども外部環境の不透明性を高めている。このような状況において、上場企業の経営陣は外部環境の変化に対する認識や今後の経営の方向性に関する説明が社内外で求められており、こうした背景が中計発表数の底上げにつながっていると筆者は考えている。

なお、同期間における中計修正等件数（目標修正のほか、発表の取り下げ/延期を含む）は114件であり、こちらも過去5年間では2020年に次ぐ高水準であった。これは、依然として外部環境の不透明性が高いことの証左であると見られる（図表1）。

(図表 1) 中期経営計画の発表、修正等件数



注：対象は国内全上場企業

出所：SPEEDA 適時開示情報データベースより大和総研作成

2. 近年の中計開示の特徴と事例

近年の中計開示の特徴として、パーパスやESG/SDGsに代表される非財務情報の開示拡充と、ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）に代表される資本効率性目標の導入拡大がある。これらはコーポレートガバナンス・コード制定と改訂による影響のほか、新型コロナなどに起因する先行き不透明性の高まりを受け、各企業が「外部環境の変化に強い中計」の策定を図った結果であると見られる（関連レポート：[枝廣龍人「中期経営計画の近時動向 新型コロナが加速した非財務・財務の開示拡充」、2022年2月3日](#)）。

2022年の具体的な事例としては、非財務の分野では、たとえばライオン(株)は、2022年2月14日発表の中計「Vision2030 1st STAGE」において、「より良い習慣づくりで、人々の毎日に貢献する(ReDesign)」をパーパスとして掲げている¹。人的資本の分野では、(株)日立製作所が2022年4月28日発表の「2024中期経営計画」にて、デジタル人材数、従業員エンゲージメントスコア、役員における性別・国籍の多様性における目標値をそれぞれ設定している²。東ソー(株)は、2022年8月10日発表の「中期経営計画(2022～2024年度)」において、積極的な脱炭素投資を通じ、CO2排出量を2018年度の800万トンから2030年度までに30%減の560万トンとする目標を掲げている³。非財務目標は、企業ごとに多様なゴールが設定されている点や、目標達成ま

¹ <https://ssl4.eir-parts.net/doc/4912/tdnet/2084934/00.pdf>

² https://www.hitachi.co.jp/New/cnews/month/2022/04/0428/f_0428pre.pdf

³ <https://ssl4.eir-parts.net/doc/4042/tdnet/2169653/00.pdf>

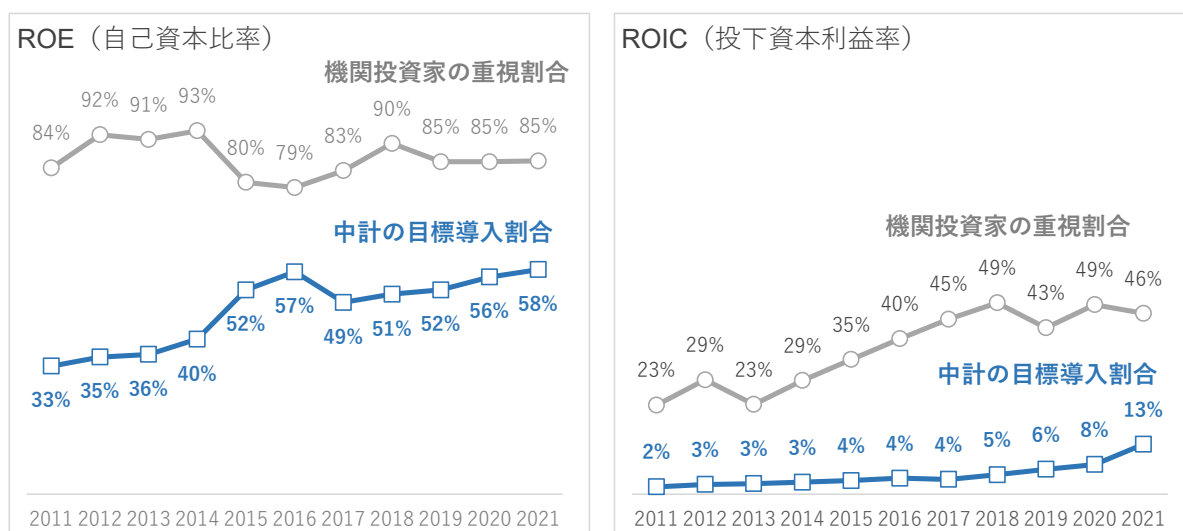
での期間が3カ年や5カ年に限られない点が特徴である。

財務目標の分野では、たとえば(株)大林組は2022年3月11日発表の「中期経営計画2022『事業基盤の強化と変革の実践』」においてROIC目標を初めて導入し、資本効率を重視した経営を進めるとしている⁴。(株)ニチレイは2022年5月10日発表の中計「Compass Rose 2024」において、事業別ROICに基づく事業評価と資源配分の検討を行い、資本効率を追求するとしている⁵。また、不二製油グループ本社(株)は、2022年5月12日発表の中計「Reborn 2024」より事業別ROIC(「FUJI ROIC」)を導入し、高収益な事業ポートフォリオの形成を図るとしている⁶。これらのように、複数の事業セグメントを持つ大手企業を中心に、ROIC目標を導入する企業が増加している。

3. 存在感高まるROIC

中計における資本効率性目標の導入割合は、2014年8月の「伊藤レポート」公表や2015年6月のコーポレートガバナンス・コードの適用開始が追い風となり、長期トレンドとして上昇傾向にあった。ROE目標導入割合は、2011年から2021年にかけて、33%から58%まで上昇している。一方、ROICについては、機関投資家の注目度は高まっていたものの、企業の目標導入割合は3~6%付近でほぼ横ばいに近い状況が2019年頃まで続いていた。しかし2020年のROIC目標導入割合は8%、2021年のそれは13%となり、足もとではROIC目標導入の動きが加速している(図表2)。

(図表2) ROEとROICの重視割合(投資家)と目標導入割合(企業)



出所：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取組みに関するアンケート」より大和総研作成

⁴ https://www.obayashi.co.jp/ir/upload/img/news20220311_2.pdf

⁵ https://www.nichirei.co.jp/sites/default/files/inline-images/ir/pdf_file/pres/220510kettisan.pdf

⁶ https://www.fujioilholdings.com/pdf/ir/library/hosoku/220511_2.pdf

ROICはReturn on Invested Capitalの略で、事業に投下した資本からどれだけ効率よく利益を生み出しているかを測る指標である。ROEが[親会社株主に帰属する当期純利益(連結の場合) ÷ 自己資本]で計算されるのに対し、ROICは[税引き後営業利益(NOPAT: Net Operating Profit After Taxes) ÷ 投下資本]で計算される。ROEに対応する資本コストは株主資本コスト(CoE: Cost of Equity)であり、ROICに対応するコストは加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)である(図表3)。

(図表3) ROIC 計算式

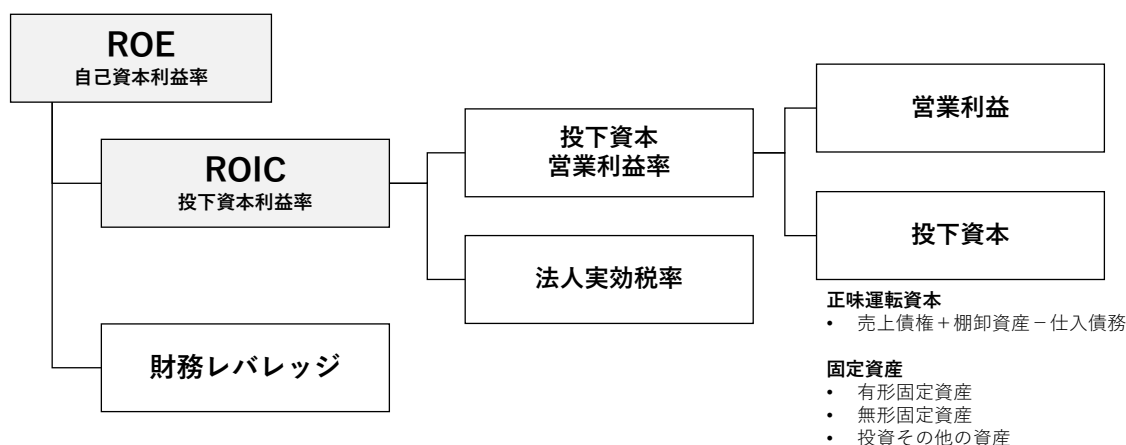
指標名称	計算式	対応する資本コスト
ROIC (投下資本利益率)	税引き後営業利益 (NOPAT) ÷ 投下資本	加重平均資本コスト (WACC)
ROE (自己資本利益率)	親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 自己資本	株主資本コスト (CoE)

出所：大和総研作成

ROICの分母である投下資本の算出方法には、バランスシートの資金運用サイドに注目するアプローチ(「正味運転資本(売上債権+棚卸資産-仕入債務)+固定資産」と、資金調達サイドに注目するアプローチ(「有利子負債+株主資本」)の2通りがある。実務上は、全社のROICを計算する場合には資金調達サイド、事業別のROICを計算する際には資金運用サイドの計算式を用いるケースが多い。ROICの分子はNOPATを用いるのが一般的であるが、法人税率は事業部ではコントロールできないため、実務上は税引き前利益であるEBIT(Earnings Before Interest and Taxes)が用いられることも多い。EBITベースのROICはROCE(Return on Capital Employed)と呼ばれ、ROICと区別されることもある。なお、EBITベースのROICと資本コストを対比する場合には、WACCも税引き前ものに調整する必要がある。

今や約6割の中計に採用されているROE目標であるが、ROEは計算の分母が自己資本であるため、事業別の目標に落とし込みにくい、分母を圧縮する方法が株主還元策に限られる、過度の財務レバレッジによる財務健全性の低下を招きやすいなどの弱点が従来から指摘されていた。一方、ROICは分母が投下資本であるため、事業別の目標やハードルレートの計算が可能であり、資本効率に基づく事業ポートフォリオ管理を行うことができる。また、ROICは在庫の圧縮や売上債権回収サイクル短期化などの施策が分母の圧縮に有効である。さらに、ROICは財務レバレッジの影響を受けないため、過度の財務レバレッジを誘引するインセンティブが存在しない。ROICはROEの構成要素であり、ROE目標を現場の目標に落とし込み、浸透させるために有用な経営管理指標である(図表4)。

(図表 4) ROE と ROIC の位置づけ (概念図)



出所：大和総研作成

ただし、ROIC を経営管理指標として導入する際には、いくつかの注意点もある。

まず、ROIC は資本効率性を図る指標であり、市場が成熟した事業にとっては有効な指標であるが、市場が発展途上期にある成長事業で ROIC 改善を目標に設定すると、本来必要であるはずの投資が行われにくくなる懸念がある。このため、新たな資源の投入を必要とする成長事業に対しては、売上高成長率など他の指標を KPI に設定するか、中長期の目線で ROIC 目標を設定するか、または、売上高成長率と ROIC の KPI を同時にバランスよく設定することが望ましい。

次に、ROIC の分母である投下資本は、資金運用サイドから見ると「正味運転資本（売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務） + 固定資産」であるが、棚卸資産を持たないサービス企業や、少額の固定資産しか持たないコンサルティング企業、間接費の各事業への切り分けが難しいスタートアップ企業などにおいては、納得性の高い算出が困難である場合がある。また、そのような場合、算出ができたとしても KPI としては実務上機能しにくい可能性がある。

最後に、ハードルレートなどを設定する際には、その算出根拠を管理部門と事業部門で共有し、必要に応じて、適時アップデートする必要がある。特に、本社経費の配賦基準については、売上高や人員数が用いられることが多いが、納得性のある費用配賦を行うためには、その基準の見直しを少なくとも年に 1 回は行う必要がある。また、地域別にハードルレートを設定する場合には、その地域の地政学的なリスクに変化がないのかも確認する必要がある。

これらのように、ROIC は資本効率に基づく事業ポートフォリオの最適化に有用な指標ではあるが、必ずしも全ての企業や事業にとって重要な指標であるとは限らない。ROIC の導入と運用には管理部門と事業部門の理解と連携が不可欠であり、他の経営管理指標とのバランスを誤ると、却って企業の長期的な価値創造能力を損ねてしまう可能性も十分に考えられる。ROIC 目標の導入にあたっては、経営の方向性や事業の性質／成長フェーズ、管理部門と事業部門の理解度などを総合的に勘案して検討することが望ましい。

4. まとめ

新型コロナや円安の進行などにより先行きの不透明性が高まっている昨今であるが、こうした環境下における中計には、「何があっても変わらない根源的な価値観」のような「芯」の部分だけではなく、「外部環境の変化に適切に対応し、事業ポートフォリオを最適な状態に維持できる仕組み」が必要である。「何があっても変わらない価値観」がパーパスや ESG/SDGs に代表される非財務情報だとすると、「外部環境の変化に適切に対応し、事業ポートフォリオを最適な状態に維持できる仕組み」が財務目標管理であり、今後も、その 1 つの手法としての ROIC の再評価が進むであろう。

—以上—