

ROIC 革命：日本の資本効率と戦略的事業売却の新時代を航海する

Gemini Deep Research

Executive Summary

本レポートは、日本企業における投下資本利益率（ROIC）を基軸とした経営改革の現状と課題、そして未来への展望を深く掘り下げるものである。近年の日本企業は、資本効率の改善において明確な進展を見せている。KPMG ジャパンの調査によれば、主要上場企業の ROIC から加重平均資本コスト（WACC）を差し引いた「ROIC スプレッド」の中央値は、マイナス圏からほぼゼロにまで改善し、「合格ライン」に接近した。これは、長らく課題とされてきた価値創造能力の向上に向けた重要な一歩である。

しかし、この進展はまだ脆弱であり、その内実には大きな格差が存在する。全体の改善を牽引しているのは、ROIC スプレッドが 5% を超える一部の優良企業群であり、多くの企業は依然として資本コストを賄えない「価値破壊」の状態から抜け出せていない。本レポートの分析が明らかにするのは、この二極化を決定づける要因が、低採算事業からの撤退を断行する「事業ポートフォリオ改革」への取り組みの差であるという事実である。ROIC スプレッドが高い企業では、低採算事業の整理・撤退が完了している割合が著しく高い。

この背景には、2023 年の東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の要請という強力な外圧がある。多くの企業が開示要請に対応し、資本効率への意識は確実に高まった。しかし、課題は「開示」から「実行」への移行にある。多くの企業では、事業撤退を客観的に判断するための明確な基準やプロセスが未整備であり、これがポートフォリオの新陳代謝を阻害する最大の要因となっている。これは技術的な問題というより、むしろ日本企業に根強く残る文化的な課題である。

本レポートでは、KDDI、麒麟ホールディングス、花王といった国内の先進企業の具体的な取り組みを分析し、彼らがどのようにしてこの課題を克服しつつあるかを詳述する。さらに、シーメンス、ダナハー、ネスレといったグローバル企業の洗練されたポートフォリオマネジメント手法をベンチマークとして提示し、日本企業が目指すべき次のステージを明らかにする。

結論として、日本企業の資本効率改革は、まさに転換点を迎えている。単に東証の要請に応える「開示企業」と、ROIC 経営を組織の DNA にまで落とし込み、事業ポートフォリオを動的に変革し続ける「実行企業」との間には、今後、埋めがたい企業価値の差が生まれるだろう。本レポートは、この構造変化を乗り切り、持続的な価値創造を実現するための戦略的ロードマップを提供するものである。

第 1 章 日本のコーポレートガバナンスの転換点：P/L 重視から価値創造へ

1.1 変革への指令：東証による 2023 年の行動要請

2023 年 3 月 31 日、東京証券取引所（東証）は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」と題する要請を公表した¹。これは単なる推奨ではなく、長年にわたり日本市場の課題とされてきた低 PBR（株価純資産倍率）や低 ROE（自己資本利益率）といった問題に正面から向き合うことを促す、強力な触媒であった。この要請は、プライム市場およびスタンダード市場の全上場企業を対象とし、PBR の水準に関わらず、自社の資本コストと資本収益性を正確に把握・分析し、改善に向けた方針と具体的な取り組みを開示することを求めている¹。

この要請に対する企業の反応は迅速かつ広範だった。日経新聞の記事によれば、2025 年 7 月末時点でプライム市場上場企業の 92% が対応について開示済みである。それ以前のデータを見ても、2024 年 3 月末時点でプライム市場の 65%²、2024 年 2 月末時点で 59%³ が開示しており、企業側がこの問題を重要な経営課題として認識していることがうかがえる。この高いコンプライアンス率は、資本効率というテーマが日本のコーポレートガバナンスの主要議題として確固たる地位を築いたことを示している。

市場もこの動きを好意的に受け止めた。大和総研の分析によると、資本コスト経営に関する計画を開示した企業は、市場からポジティブな評価を受ける傾向が見られる。開示企業 851 社のうち、適時開示情報閲覧サービスを利用した 108 社を対象とした調査では、開示翌営業日の株価（TOPIX 対比）が約 7 割の企業で上昇した⁴。これは、投資家が資本効率改善への「意欲」を高く評価し、将来の企業価値向上を織り込み始めていることの証左である。

しかし、この広範な対応の裏で、その「質」が問われ始めている。多くの企業の開示内容は、

既存の中期経営計画の目標を再掲するに留まり、資本コストや資本収益性との具体的な関連性についての踏み込んだ分析が不足しているケースも少なくない⁴。これは、多くの企業にとって、東証の要請が経営の根幹を問い直す契機となるよりも、まずはコンプライアンスを遵守するという意識が先行している可能性を示唆している。したがって、真の変革は、この「開示」という第一段階から、具体的な「実行」へと移行できるかどうかにかかっている。投資家が注視しているのは、まさにこの「Say-Do ギャップ（言行不一致）」が埋められるかどうかである。

1.2 歴史的背景：慢性的な過小評価というレガシー

東証の要請がこれほどまでに大きなインパクトを持った背景には、日本企業が長年にわたりグローバルな資本市場で過小評価されてきたという厳然たる事実がある。経済産業省の資料によれば、日本の銀行セクターの平均 PBR が 0.83 倍であるのに対し、米国では 6.34 倍に達するなど、その差は歴然としている⁵。また、資本収益性の低さも深刻な課題であり、ROE が株主の期待リターン（資本コスト）の目安とされる 8%未満の企業が、日本では全体の 40%を占めるのに対し、米国では 14%に過ぎない⁵。

この構造的な問題の根源には、日本企業に伝統的に根付いてきた経営思想がある。多くの企業では、売上高や営業利益といった損益計算書（P/L）上の指標が最重要視され、貸借対照表（B/S）の効率性、すなわち投下した資本からどれだけのリターンを生み出しているかという視点が軽視されてきた⁶。この P/L 偏重の経営は、ROIC のような資本効率を測る指標が経営の中核に据えられることを妨げてきた。

さらに深刻なのは、資本効率に対する企業経営者と投資家間の認識のギャップである。生命保険協会の調査では、自社の ROE が株主資本コストを「上回っている」と回答した企業が 54.9%にのぼる一方で、同様の評価を下した投資家はわずか 4.2%であった¹。KPMG の調査でも、企業の 42.9%が自社の ROE は株主資本コストを上回っていると回答したのに対し、機関投資家の 49.1%は下回っていると回答しており、機関投資家は日本企業を総じて「価値破壊企業」と見なしているという厳しい現実が浮き彫りになっている⁷。

この根深い認識のズレは、企業側が自社の資本コストを十分に理解していない、あるいは投資家が期待するリターンの水準を過小評価していることを示唆している。東証の要請は、この長年の課題に終止符を打ち、日本企業に対して、投資家と同じ言語、すなわち「資本コスト」と「資本収益性」という言語で自らの価値を語ることを強く求めたのである。市場が開示企業の「変革への意図」を一時的に評価している今こそ、この歴史的な過小評価から脱却するための行動を起こす、またとない好機と言えるだろう。しかし、この好意的な市場環境は永続するものではない。具体的な行動が伴わなければ、市場の期待は失望に変わり、再び厳しい評価に直

面することになるだろう。

第2章 ROIC と ROIC スプレッド：企業価値を測る究極の指標

2.1 コア指標の定義

資本効率経営への移行を理解する上で、その中核となる3つの指標、ROIC、WACC、そしてROIC スプレッドを正確に定義することが不可欠である。

- **ROIC (投下資本利益率、Return on Invested Capital)**

ROIC は、企業が事業活動に投下した資本から、どれだけ効率的に利益を生み出しているかを示す指標である。計算式は以下のように表される⁸。

$$\text{ROIC}(\%) = \frac{\text{投下資本 (有利子負債 + 株主資本)} \times \text{税引後営業利益 (NOPAT)}}{\text{投下資本 (有利子負債 + 株主資本)}} \times 100$$

分子のNOPAT (Net Operating Profit After Tax) は、本業の儲けである営業利益から、それに対応する法人税を差し引いたものである。これにより、財務活動 (金利の支払いなど) や一時的な特別損益の影響を排除し、純粋な事業の収益性を評価することができる¹⁰。分母の投下資本は、債権者から調達した有利子負債と、株主から調達した株主資本の合計であり、事業のために実際に投じられた資金の総額を示す⁸。

- **WACC (加重平均資本コスト、Weighted Average Cost of Capital)**

WACC は、企業が事業資金を調達するために、株主や債権者といった資金提供者に対して支払うべきコストを加重平均したものである⁹。これは、企業が価値を創造するために最低限達成しなければならないリターンの水準、すなわち「ハードルレート」を意味する。株主が期待するリターン (配当や株価上昇) である「株主資本コスト」と、債権者に支払う利息 (税効果を考慮) である「負債コスト」を、それぞれの資本構成比で加重平均して算出される⁹。

- **ROIC スプレッド**

ROIC スプレッドは、ROIC と WACC の差であり、企業が資本コストを上回るリターンを生み出しているか、すなわち経済的な価値を創造しているかを直接的に示す最も重要な指標である⁹。

$$\text{ROIC スプレッド}(\%) = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

このスプレッドがプラスであれば、企業は調達コスト以上のリターンを稼ぎ、企業価値を創造していると評価される。逆にマイナスであれば、事業活動が資本コストを賄えておら

ず、企業価値を破壊している状態を意味する⁹。日経新聞の記事が指摘するように、ROIC スプレッドがプラスの企業は、PBR が1倍を超える傾向がある。

2.2 ROIC が戦略的経営に優れる理由

これまで日本企業で広く用いられてきた ROE（自己資本利益率）や ROA（総資産利益率）と比較して、ROIC は戦略的な経営管理ツールとしていくつかの重要な優位性を持つ。

第一に、ROIC は事業の「真の収益性」をより正確に反映する。ROE は、財務レバレッジ（負債の活用度）によって大きく変動するため、負債を増やすだけで数値を改善させることが可能である¹。これは必ずしも事業の収益性向上を意味しない。一方、ROIC は負債と自己資本の両方を分母に含めるため、財務構成の変更による影響を受けにくく、純粋な事業運営の効率性を測ることができる⁹。

第二に、ROIC の最大の強みは、事業セグメントや部門ごとに分割して算出・管理できる点にある⁵。ROE の分母である自己資本は全社レベルの概念であり、事業部ごとに割り振ることは困難である。しかし、ROIC の分母である投下資本は、各事業が使用している資産（運転資本や固定資産）を基に算出できるため、事業ごとの資本効率を客観的に評価することが可能となる¹。これにより、経営陣はどの事業が価値を創造し、どの事業が価値を破壊しているかを明確に把握し、資源配分の最適化（選択と集中）という重要な経営判断を下すための強力な羅針盤を得ることができる。ネスレのようなグローバル企業は、この特性を活かして数千の事業単位で ROIC を管理し、ポートフォリオの最適化を図っている¹¹。

ROIC 経営の導入は、単なる財務指標の変更に留まらない。それは、従来の会計上の利益額を追求する「会計的思考」から、投下した資本に対してどれだけのリターンを生み出したかを問う「経済価値的思考」への根本的な転換を意味する。この思考の転換は、貸借対照表と資本コストを戦略的意思決定の中心に据えることを要求し、日本企業にとっては大きな文化的・知的な飛躍となる。

ただし、その導入には実践的な課題も存在する。特に、事業部ごとの投下資本の定義や本社費の配賦といった論点は、算出の複雑性を増大させる¹。一部の企業では、こうした方法論的な議論に時間を費やし、ROIC 経営の本格的な導入が遅れる「分析麻痺」に陥るリスクも指摘されている。重要なのは、完璧な精度を追求することではなく、合理的な仮定に基づいた数値を活用して、より質の高い経営議論を活性化させることである¹。

第3章 日本企業の現在地：資本効率に関する実証分析

3.1 KPMG ジャパン調査：進捗のスナップショット

日本企業の資本効率は、まさに「合格ライン」に迫っている。日経新聞が報じた KPMG ジャパンによる主要上場企業 321 社を対象とした調査は、その現状を定量的に示している。2023 年度における ROIC スプレッド (ROIC- WACC) の中央値は-0.07%であった。これは、平均的な日本企業が、事業活動から生み出すリターンで、かろうじて資本コストを賄えるかどうかの瀬戸際にいることを意味する。

しかし、この数値の真の意義は、その改善トレンドにある。この-0.07%という値は、2020 年度と比較して 0.88 ポイントも改善した結果である。3 年間で 1 パーセントポイント近い改善は、日本企業が資本効率という課題に真剣に向き合い始めたことの明確な証拠であり、東証の要請以前から、価値創造への意識変革が水面下で進んでいたことを示唆している。以下の表は、近年の推移をまとめたものである。

表 1: KPMG ジャパン ROIC スプレッド調査の概要 (2020 -2023 年度)

指標	2020 年度	2023 年度	3 年間の変化
ROIC スプレッド中央値 (%)	-0.95	-0.07	+0.88
優良企業群のスプレッド中央値 (%)*	3.82	7.82	+4.00

*注: 優良企業群は、2023 年度時点で ROIC スプレッドが 5%以上の企業を指す。2020 年度の数値は同企業群の過去の実績。データは日経新聞記事より再構成。

3.2 二極化する企業群：優良企業と停滞企業

全体の「平均」的な改善という見出しは、その内実を見誤らせる危険性がある。KPMG の調査結果を詳細に見ると、日本企業の間で資本効率に関するパフォーマンスの「二極化」が急速に進行していることがわかる。

全体の改善を力強く牽引しているのは、ROIC スプレッドが5%以上という一握りの「優良企業群」である。これらの企業は、2023 年度に7.82%という極めて高い ROIC スプレッド中央値を達成した。驚くべきは、この数値が2020 年度から約4 ポイントも改善している点である。これは、これらの企業が単に高収益であるだけでなく、資本効率を継続的に向上させる経営システムを確立していることを示している。彼らは、価値創造の「勝ちパターン」を掴み、その勢いを加速させている。

一方で、この優良企業群の躍進が全体の平均値を引き上げているだけで、多くの企業は依然として ROIC スプレッドがマイナスの領域、すなわち「価値破壊」の状態に留まっている。中央値が-0.07%ということは、調査対象企業の半数が、依然として事業活動を通じて株主や債権者の期待リターンに応えられていないことを意味する。

この状況は、日本企業が直面している新たな競争軸を浮き彫りにする。もはや、業種や企業規模といった伝統的な分類ではなく、「価値創造経営を実践できているか否か」という軸で、企業間に明確な格差が生まれつつある。資本市場がますます資本効率を重視する中で、この格差は企業の資金調達コストや株価評価に直接的に反映され、停滞企業は成長資金の獲得において深刻な競争劣位に立たされることになるだろう。

3.3 決定的な要因：ポートフォリオ改革と高スプレッドの連関

では、この優良企業群と停滞企業群を分ける決定的な要因は何なのか。KPMG ジャパンが CFO へのアンケート調査と財務データを組み合わせて分析した結果は、その答えが「事業ポートフォリオ改革の断行」にあることを明確に示している。

分析では、調査対象企業を ROIC スプレッドに基づき3つのグループ（①5%以上、②0%以上5%未満、③マイナス）に分類し、低採算事業への対応について尋ねた。その結果は、示唆に富むものであった。

- **高スプレッド企業群（5%以上）**：このグループの4割が「資本収益性が低い事業は抱えていない、または撤退済み」と回答した。
- **マイナススプレッド企業群**：同様に回答した企業の比率は、わずか1割強に過ぎなかった。

この40%対10%という数字の差は、単なる相関関係を超え、因果関係を示唆する強力な証拠である。つまり、高いROIC スプレッドを達成している企業は、偶然そうだったのではなく、資本収益性という明確な基準に基づき、低採算事業からの撤退という痛みを伴う意思決定を積極的に行ってきた結果なのである。

このデータは、本レポートの核心的な主張を裏付けている。すなわち、日本企業が持続的な価値創造を実現するための鍵は、既存事業のカイゼンといった漸進的なアプローチに留まらず、事業ポートフォリオそのものにメスを入れる戦略的な意思決定にある。低採算事業を整理することで、経営資源（資本、人材、時間）をより収益性の高い成長事業に再配分することが可能となり、これが企業全体のROIC を押し上げ、プラスのスプレッドを生み出す好循環の起点となるのである。抽象的な「ポートフォリオマネジメント」という概念が、低採算事業の撤退という具体的な行動と、高いROIC スプレッドという望ましい結果に直結していることを、このデータは雄弁に物語っている。

第4章 見えざる障壁：日本企業の文化とポートフォリオ改革の挑戦

4.1 プロセスの不在：ガバナンスの欠陥

日本企業が低採算事業からの撤退に踏み切れない最大の理由は、分析能力の欠如ではない。日経新聞の記事および関連調査が示す核心的な問題は、意思決定を行うための「公式なプロセスの不在」である¹³。

KPMG の調査データはこの問題を明確に示している。ROIC スプレッドがマイナスの企業群のうち、約4割が「撤退の意思決定のための基準やプロセスが設けられていない」と回答している。これは、多くの企業において、事業の継続や撤退といった極めて重要な戦略的意思決定が、客観的なデータや基準に基づかず、属人的な判断や過去の慣習、あるいは社内政治的な力学に委ねられている実態を浮き彫りにしている。

さらに、KPMG ジャパンが実施した「CFO サーベイ 2024」は、経営層の意識の深層を明らかにしている¹³。この調査によれば、CFO が自社に最も期待されている役割として「事業の選択と集中」（60%）を挙げている一方で、最適な事業ポートフォリオを構成するための優先課題として「不採算事業からの撤退・売却」（31%）を挙げた割合は、「既存事業の収益性の向

上」(77%)を大きく下回っている。

この優先順位の差は、日本企業の経営スタイルに根差した深い傾向を物語っている。すなわち、既存の枠組みの中で改善を積み重ねる「漸進主義」を好み、事業ポートフォリオそのものを組み替えるような「構造改革」に対しては、心理的な抵抗感が強いということである。前者は、現場の努力やカイゼンといった、これまでの成功体験の延長線上にある快適なアプローチである。後者は、自社のアイデンティティの一部を否定し、組織に痛みを伴う変革を強いる、困難で破壊的なプロセスである。多くの企業が、この困難な道筋を体系化するプロセスを持たず、結果として問題の先送りを行っている。これは、単なる手続き上の不備ではなく、企業価値最大化という目的に対するガバナンスの機能不全と言えるだろう。

4.2 文化的・制度的障壁

プロセスの不在という問題の根底には、日本企業特有の文化的・制度的な障壁が存在する。

第一に、伝統的に売上高や市場シェアといった「規模」を重視し、雇用の維持を至上命題としてきた経営文化がある⁶。この価値観の中では、事業からの撤退は「敗北」や「縮小」と見なされやすく、経営者にとって心理的なハードルが高い。特に、創業事業や長年会社を支えてきた事業に対しては、たとえ収益性が低下しても、感情的な愛着から撤退の判断が鈍ることが多い。

第二に、多くの日本企業に見られる「事業部制の弊害」である。各事業部が強い独立性を持ち、コーポレート部門の権限が相対的に弱い組織構造では、全社最適の視点から資本規律を徹底することが極めて困難になる¹⁶。事業部長にとって、自らが管轄する事業の撤退は、自身の評価の低下やキャリアの失墜に直結しかねない。そのため、事業の将来性よりも組織内での立場を守るインセンティブが働き、コーポレート部門からの改革要求に対して強い抵抗勢力となることがある。

専門家は、こうした状況を打開するためには、ポートフォリオマネジメントの捉え方そのものを変える必要があると指摘する¹⁵。多くの日本企業では、「ポートフォリオの最適化＝事業撤退」というネガティブな文脈で語られがちである。しかし、本来は、将来の企業価値を最大化するために、限られた経営資源をどこに重点的に配分すべきかという、未来志向で動的な議論でなければならない。現在の資本効率の良し悪しだけで事業を評価する静的なアプローチではなく、5年後、10年後の理想的な事業構成から逆算して、現在の資源配分が適切かどうかを判断する動的な視点への転換が求められている。この視点の転換こそが、文化的障壁を乗り越えるための第一歩となる。

第5章 成功への設計図：ROIC 主導経営のケーススタディ

日本企業が直面する構造的な課題を乗り越え、ROICを経営の中核に据えるためには、具体的な成功事例から学ぶことが不可欠である。日経新聞の記事で取り上げられたKDDI、麒麟ホールディングス、花王の3社は、それぞれ異なるアプローチでこの課題に取り組み、資本効率経営の「型」を構築しつつある。

5.1 KDDI：レビュープロセスの制度化

KDDIの取り組みの核心は、事業評価と投資判断のプロセスを「制度化」し、取締役会のガバナンス機能に直結させた点にある。同社では、事業部門に対し、過去4年分の出資案件のパフォーマンスを評価し、毎年取締役会に報告することを義務付けている。

このプロセスの巧みさは、2つの重要な機能を果たしている点にある。第一に、定期的なモニタリングサイクルの確立である。これにより、投資が「やりっぱなし」になることを防ぎ、継続的な成果の検証が担保される。第二に、そしてより重要なのは、評価結果を取締役会という最高意思決定機関に直接上程する仕組みである。重要性の高い案件については、取締役会が今後の方向性を議論する場となる。これにより、事業ポートフォリオの見直しは、一事業部門の判断に留まることなく、全社的な視点から、株主に対する受託者責任を負う取締役会によって監督・議論される体制が構築されている¹⁷。これは、事業部門の抵抗や現状維持バイアスを乗り越え、客観的な意思決定を促すための極めて有効なガバナンス構造である。

5.2 麒麟ホールディングス：明確なハードルレートの設定

麒麟ホールディングスのアプローチは、その明快さと力強さにおいて際立っている。同社は、「各事業のROICが、事業ごとのWACCを上回ることを事業継続の基本原則として定めている。

この「ROIC > WACC」というルールは、事業評価における曖昧さを徹底的に排除する。各事業は、資本コストという客観的かつ定量的な「ハードル」を越えることを常に求められる。そして、改善が困難であると判断されれば、撤退が明確な選択肢として視野に入る。この規律は、

事業責任者に対して、単に利益を出すだけでなく、投下された資本に見合うリターンを生み出す責任を強く意識させる。また、経営陣にとっては、感情や過去の経緯に流されることなく、非情なまでの合理性をもってポートフォリオに関する意思決定を下すための強力な拠り所となる²³。キリンの事例は、シンプルな原則がいかに強力な経営規律を生み出すかを示している。

5.3 花王：ガイドラインから具体的なアクションへ

花王は、低収益性事業を見直すための社内ガイドラインを設け、それを具体的な行動に移している点で模範的である。ガイドラインという「方針」を、実際の事業撤退・売却という「結果」に結びつけている点が重要である。

記事で言及されている2つの事例は、その実効性を物語っている。一つは、ベビー用紙おむつ事業における中国での現地生産の終了。もう一つは、茶カテキン飲料「ヘルシア」に関する事業の譲渡である。これらは、単なるコスト削減や生産調整ではなく、資本効率の観点から事業の存続意義を問い直し、将来のリターンが見込めないと判断した領域から経営資源を引き揚げるといふ、明確な戦略的判断の結果である³⁰。花王の取り組みは、ROIC経営が単なる財務指標のモニタリングではなく、事業構造そのものを変革するための実践的なツールであることを示している。

これら3社の成功事例に共通しているのは、事業ポートフォリオの見直しを場当たりの判断に委ねるのではなく、何らかの形で「形式知化」し、組織的なプロセスとして定着させている点である。KDDIは報告サイクル、キリンは定量的ルール、花王はガイドラインという形で、それぞれが客観的で継続的な事業評価を可能にする仕組みを構築した。これらの仕組みこそが、日本企業に根強い文化的・組織的障壁を乗り越え、資本効率経営を推進するための強力なエンジンとなっているのである。

第6章 グローバル・ベンチマーク：ポートフォリオマネジメントの先進事例

日本企業がROIC経営の次のステージに進むためには、国内の先進事例に留まらず、ポートフォリオマネジメントを経営の中核に据えてきたグローバルリーダーから学ぶことが不可欠である。シーメンス、ダナハー、ネスレの3社は、それぞれ独自のアプローチで資本効率の最大化を追求しており、その手法は日本企業にとって多くの示唆を与える。

6.1 シーメンス：「財務フレームワーク」と ROCE による規律

ドイツの複合企業シーメンスは、「シーメンス財務フレームワーク」という包括的な経営管理体系を構築している。その中で、資本効率を測る最重要指標として ROCE（使用資本利益率、ROIC と類似の指標）を位置付けている³⁷。

同社の特徴は、明確な目標設定とその徹底した管理にある。シーメンスは、3 年から 5 年の中期的な事業サイクルで、15%から 20%の ROCE を達成するという明確なターゲットレンジを設定している³⁷。この目標は、全社の業績評価だけでなく、各事業部門のパフォーマンス管理や M&A、大型投資の意思決定など、あらゆる経営活動の基準となる。巨大で多岐にわたる事業を抱えるコングロマリットでありながら、ROCE という統一された言語を用いることで、全社的な資本配分の最適化と規律を維持している。これは、資本効率経営を体系的かつ組織的に実践する上での成熟したモデルと言える³⁸。

6.2 ダナハー：「ダナハー・ビジネス・システム (DBS)」という文化 DNA

米国のダナハーは、ポートフォリオマネジメントを企業文化のレベルにまで昇華させた稀有な企業である。「ダナハー・ビジネス・システム (DBS)」と呼ばれる独自の経営哲学は、単なる経営ツールキットではなく、組織の隅々にまで浸透した継続的改善 (Kaizen) の文化そのものである⁴³。

DBS が特に強力な影響力を持つのが M&A 戦略である。ダナハーは、単に高収益な企業を買収するのではない。彼らがターゲットとするのは、DBS を導入・適用することで劇的にオペレーションを改善し、結果として ROIC を飛躍的に向上させられる「潜在能力」を持つ企業である⁴⁷。買収後の統合プロセス (PMI) は DBS の思想に基づき徹底的に標準化されており、買収した事業の価値を最大化するための再現性の高い仕組みが構築されている。このアプローチは、ポートフォリオマネジメントが、単に事業を評価・選別する「受動的」な活動ではなく、買収を通じて積極的に価値を創造する「能動的」な能力となり得ることを示している。

6.3 ネスレ：徹底した粒度管理と動的な資源配分

世界最大の食品・飲料企業であるネスレは、その広範なポートフォリオを管理するために、極めて「粒度の細かい」アプローチを採用している。同社は、全世界の事業を約 2,500 の「ビジネスセル」という単位にまで分解し、ROIC や経済的利益（Economic Profit）を含む多角的なフレームワークを用いて、毎年そのパフォーマンスをレビューしている¹¹。

この徹底した事業単位での管理により、ネスレは極めて動的な資源配分を可能にしている。レビューの結果に基づき、成長性と収益性が高いと判断されたビジネスセルには重点的に投資を行い、一方で業績不振のセルに対しては、立て直し策の実行、あるいは売却・撤退という厳しい判断を体系的に下す⁴⁹。この仕組みは、巨大企業が陥りがちな官僚主義や非効率性を排し、常にポートフォリオを最適な状態に保ち続けるための強力な自己修正メカニズムとして機能している。

以下の表は、これら日本とグローバルの先進企業のポートフォリオマネジメント手法を比較したものである。

表 2: ポートフォリオマネジメント・フレームワークの比較分析

企業名	主要指標	中核思想	レビューサイクル	主要な実現手段	特徴的な成果
KDDI	ROIC	ガバナンスプロセス	毎年	取締役会への報告義務	投資案件の継続的モニタリング
キリンHD	ROIC	ハードルレート	継続的	「ROIC > WACC」ルール	事業継続可否の明確な基準
花王	ROIC	ガイドラインに基づく規律	定期的	低収益事業見直しガイドライン	ヘルシア事業売却など
シーメンス	ROCE	財務フレームワーク	中期的	15-20%の明確な目標レンジ	全社的な資本規律の徹底

ダナハー	ROIC	継続的改善 (DBS)	継続的	ダナハー・ビジネス・システム (DBS)	買収を通じた積極的な価値創造
ネスレ	ROIC, 経済的利益	粒度管理	毎年	約 2,500 のビジネスセル評価	動的な資源配分とポートフォリオの新陳代謝

この比較から浮かび上がるのは、経営の成熟度の違いである。KDDI や花王が「プロセス」を、キリンが「ルール」を確立することに注力しているのに対し、シーメンス、ダナハー、ネスレといったグローバルリーダーは、ポートフォリオマネジメントを日常業務に組み込まれた「オペレーティング・システム」や「企業文化」のレベルにまで昇華させている。彼らにとって、ポートフォリオの見直しは年に一度の特別な戦略会議ではなく、事業運営の根幹をなす継続的な活動なのである。日本企業が目指すべきは、単にプロセスを導入することに留まらず、ダナハーの DBS のように、価値創造を組織の DNA として埋め込むことにある。

第 7 章 セクター別のダイナミクス：資本効率の多角的な視点

7.1 自動車セクターのパラドックス

ROIC 経営を実践する上で、全産業を一律の基準で評価することは本質を見誤る危険性がある。日経新聞の記事が提示した自動車・輸送機セクターの事例は、そのことを象徴している。このセクターは、調査対象 17 業種の中で ROIC の中央値が 6.4% と 3 番目に高いにもかかわらず、ROIC スプレッドは -1.3% で 15 位に留まっている。

この「高 ROIC、マイナススプレッド」というパラドックスは、極めて重要な示唆を含んでいる。ROIC が高いということは、トヨタ自動車に代表されるように、日本の自動車産業が製造

現場の効率性やサプライチェーン管理において、世界トップクラスのオペレーション能力を依然として有していることを示している。つまり、事業から利益を生み出す「稼ぐ力」そのものは強い。

問題は、その高いリターンをもってしても、WACC（資本コスト）をカバーできていないという点にある。WACCが高騰する背景には、投資家がこのセクターに対して高いリスクプレミアムを要求していることがある。その要因として、電気自動車（EV）へのシフト、自動運転技術の開発競争、異業種からの参入といった、業界の構造を根底から覆す「100年に一度の大変革」に伴う莫大な投資負担と将来の不確実性が挙げられる。投資家は、この高い不確実性を織り込み、より高いリターンを要求するため、WACCが上昇し、結果としてスプレッドがマイナスに陥っているのである。

この事例が示すのは、ROICの向上だけでは価値創造は達成できないという厳然たる事実である。企業は、オペレーションを改善してROICを高める努力と同時に、自社の長期的な成長戦略を投資家に明確に示し、将来の不確実性に対する懸念を払拭することで、WACCを抑制するという二正面作戦を展開する必要がある。「資本コストを意識した経営」とは、まさにこのROICの最大化とWACCの最小化の両方を追求する経営に他ならない。

7.2 他セクターとの比較

自動車セクターの状況は、他の産業と比較することで、その特性がより鮮明になる。例えば、情報通信セクターは、一般的に少ない有形固定資産で高い利益を生み出すことができるため、ROICが高くなる傾向がある⁵¹。KDDIのROICは10.2%と業界平均を上回っており、資本集約的なビジネスモデルからの転換が資本効率に好影響を与えている可能性が示唆される。

一方で、小売業は伝統的にROICが低いセクターとされてきた。経済産業省の資料によれば、2021年度の国内小売業の平均ROICは5.0%に満たず、全産業平均を下回っている⁵²。これは、薄利多売のビジネスモデルや過剰な在庫、多数の店舗といった投下資本の大きさが要因と考えられる。

これらの比較からわかるように、ROICの絶対水準は、その産業のビジネスモデル（資本集約型か、知識集約型かなど）に大きく依存する。ソフトウェア企業にとって10%のROICは平凡な数値かもしれないが、電力会社のような巨大な設備を必要とする公益事業にとっては非常に高い水準である。したがって、企業がROIC目標を設定する際には、自社が属する業界の構造を理解し、適切な同業他社とのベンチマーキングを行うことが不可欠である。「ROIC > WACC」という価値創造の原則は普遍的であるが、その目標達成に向けた戦略は、セクターごとの特性を深く理解することから始めなければならない。

第 8 章 企業価値向上に向けた戦略的ロードマップ

日本企業が資本効率経営を本格的に導入し、持続的な企業価値向上を実現するためには、体系的かつ段階的なアプローチが求められる。以下に、そのための 5 つのステップからなる戦略的ロードマップを提示する。

8.1 ステップ 1：トップダウンでの強いコミットメントの確立

変革の第一歩は、経営トップの揺るぎない決意表明から始まる。取締役会および CEO は、ROIC を中核とした価値創造経営を、単なる財務目標の一つではなく、全社の経営哲学の根幹に据えることを社内外に明確に宣言する必要がある。これは、取締役会の定例議題に事業ポートフォリオと資本効率に関するレビューを組み込むなど、具体的な行動によって裏付けられなければならない。トップの強いリーダーシップがなければ、後続の改革は組織の抵抗によって頓挫する可能性が高い。

8.2 ステップ 2：「価値経営」インフラの構築

次に、客観的な議論を可能にするための「インフラ」を整備する。まず、全社および事業部レベルでの ROIC と WACC の算出方法を標準化し、定義を明確にする。算出の複雑性を理由に行動を遅らせるのではなく、合理的な仮定のもとでまずは試算し、議論を始めることが重要である¹。そして、KDDI の事例に倣い、定期的にポートフォリオをレビューし、資源配分について提言する、政治的影響から独立した常設の組織（例：資本配分委員会）を設置することが望ましい。このインフラが、感情論や部門最適論を排し、データに基づいた合理的な意思決定の土台となる。

8.3 ステップ 3：明確な定量的判断基準の設定

インフラが整ったら、事業を評価するための明確な「ものさし」を導入する。キリンホールデ

インクスが採用している「ROIC > WACC」という原則は、全ての事業が満たすべき最低限の基準として極めて有効である。さらに、各事業を ROIC スプレッドと市場成長性の 2 軸でマッピングするポートフォリオ・マトリクスを作成し、「成長投資」「キャッシュ創出」「改善・撤退」といったカテゴリーに分類することで、事業ごとの戦略的な位置づけと資源配分の優先順位を可視化する。これにより、経営判断の客観性と透明性が飛躍的に向上する。

8.4 ステップ 4：経営管理システムへの統合

ROIC 経営を絵に描いた餅に終わらせないためには、既存の経営管理システムに深く統合する必要がある。最も重要な施策の一つが、役員および事業部長の業績評価・報酬体系を、従来の売上高や利益額ではなく、ROIC スプレッドの改善度と連動させることである⁵³。これにより、経営陣のインセンティブが株主の利益と完全に一致する。さらに、中期経営計画の策定、年度予算編成、M&A の評価、設備投資の承認といった全ての重要な意思決定プロセスにおいて、ROIC 分析を必須項目として組み込む。これにより、資本効率という視点が組織の日常業務の隅々にまで浸透する。

8.5 ステップ 5：資本コスト意識の文化醸成

最終ステップは、最も困難かつ重要な「文化の変革」である。経営トップは、なぜ ROIC が重要なのか、それが企業と従業員の持続的成長にどう繋がるのかを、繰り返し、あらゆる階層の従業員に語りかけなければならない。全社的な ROIC 目標を、現場の従業員が日々コントロール可能な KPI（例：在庫回転日数、売掛金回収期間）にまで分解し、自分たちの仕事が企業価値創造にどう貢献しているかを実感できる仕組みを構築する。そして、低採算事業からの撤退を「失敗」ではなく、未来の成長に向けた「戦略的な資源再配分」として位置づけ、その英断を称賛する文化を育むことが求められる¹⁵。この文化の醸成こそが、ROIC 経営を真に持続可能なものにする。

結論

東証の要請を契機とした日本における資本効率への関心の高まりは、一過性のトレンドではない。それは、日本企業の経営 OS を根本から書き換える、構造的な地殻変動の始まりである。

この変革期を乗り越え、次世代の勝者となるのは、単に開示要請に対応するだけの企業ではない。この機会を捉え、ROIC 経営を組織の DNA にまで落とし込み、動的な価値創造能力を自社の競争優位の源泉へと昇華させた企業である。今後、この両者の間には、企業価値において決定的な差が開いていくだろう。その分岐点は、今ここにある。

引用文献

1. 「資本コストや株価を意識した経営」の要点 - 大和総研, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20231109_024071.pdf
2. 東京証券取引所における最近の取組み, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.fsa.go.jp/singi/follow_up/siryoku/20240418/04.pdf
3. 参考資料① - 経済産業省, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/improving_corporate_value/pdf/001_03_00.pdf
4. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示と株価パフォーマンス - 大和総研, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240117_024192.pdf
5. ROIC 経営とは? 企業価値向上に向けた ROIC 経営の視点 - タナベコンサルティング, 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://www.tanabeconsulting.co.jp/finance/column/detail44.html>
6. ROIC 経営による企業価値向上: 予算管理・予実管理の実践的アプローチ | アウトLOOKコンサルティング株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://www.outlook.co.jp/report/20250217/>
7. 資本コスト経営～ROIC の活用と最適資本構成の実現 - KPMG ジャパン, 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2018/09/capital-cost-20180914.html>
8. ROIC 経営とは? 意味や WACC・ROE・ROA との違い・計算式 ..., 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://biz.moneyforward.com/ipo/basic/8900/>
9. 企業の稼ぐ力を測る ROIC と WACC | メリットや注意点も解説 ..., 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://library.musubu.in/articles/55689>
10. 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～ - 三菱UFJ リサーチ&コンサルティング, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2020/08/cr_200807.pdf
11. Portfolio Nestle | PDF | Nestlé | Drink - Scribd, 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://www.scribd.com/document/344067313/Portfolio-Nestle>
12. Portfolio Management - Nestlé, 8 月 28, 2025 にアクセス、https://www.nestle.com/sites/default/files/asset-library/documents/library/presentations/investors_events/investor-seminar-2016/nis-2016-02.pdf
13. 「KPMG ジャパン CFO サーベイ 2024」を発表, 8 月 28, 2025 にアクセス、<https://kpmg.com/jp/ja/home/media/press-releases/2024/12/cfo-survey->

[2024.html](#)

14. KPMG ジャパン CFO サーベイ 2024 - KPMG ジャパン, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2024/11/cfo-survey-2024.html>
15. 事業ポートフォリオ見直しとグループ再編 - PwC, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/capital-policy/business-portfolio.html>
16. ROIC 向上を通じた経営変革の実現：経営目標と現場活動の連動（前編） | インサイト, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.abeam.com/jp/ja/insights/107/>
17. 進化する KDDI サステナビリティ：統合レポート 2024 が語る未来 - KOTORA JOURNAL, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kotora.jp/c/86523-2/>
18. KDDI サステナビリティ統合レポート 2024 を公開, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://news.kddi.com/kddi/corporate/csr-topic/2024/09/27/7524.html>
19. サステナビリティ統合レポート 2024 | KDDI 株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kddi.com/vision/sustainability-integrated-report2024/>
20. サステナビリティレポート（アーカイブ） | サステナビリティ統合レポート | KDDI 株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kddi.com/corporate/ir/ir-library/sustainability-integrated-report/archive/>
21. KDDI サステナビリティ統合レポート 2024, 8 月 28, 2025 にアクセス、
https://www.kddi.com/extlib/files/corporate/ir/ir-library/sustainability-integrated-report/pdf/kddi_sir2024_j_YdrJkm.pdf
22. 統合レポート 2021 (オンライン版) | 統合レポート (アニュアルレポート) | KDDI 株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kddi.com/corporate/ir/ir-library/annual-report/2021-online/>
23. 統合レポート | IR ライブラリ | KIRIN - キリンホールディングス株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kirinholdings.com/jp/investors/library/integrated/>
24. キリングroup「統合レポート 2024」が「第 4 回日経統合報告書アワード優秀賞」を初受賞, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000001178.000073077.html>
25. キリングroup「統合レポート 2025」を公開 - PR TIMES, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000001235.000073077.html>
26. 統合報告書 | ライブラリ | 株主・投資家の皆様 | 協和キリン株式会社, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://ir.kyowakirin.com/ja/library/annual.html>
27. 統合レポート PDF 版・アーカイブ | 統合レポート | KIRIN - キリン ..., 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kirinholdings.com/jp/investors/library/integrated/reports/>
28. キリンホールディングス 統合レポート 2024 | エコほっとライン | 統合報告書、アニュアルレポート, 8 月 28, 2025 にアクセス、
https://www.ecohotline.com/products/detail.php?product_id=3647
29. KIRIN INTEGRATED REPORT 2024 - Kirin Holdings, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kirinholdings.com/jp/investors/files/pdf/kirinreport2024.pdf>
30. 「花王統合レポート 2024」を公開 | 花王株式会社のプレスリリース - PR TIMES, 8

- 月 28, 2025 にアクセス、
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000407.000070897.html>
31. 「花王統合レポート 2025」を公開, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kao.com/jp/newsroom/news/release/2025/20250613-001/>
 32. 「花王統合レポート 2025」を公開 - Business Wire, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.businesswire.com/news/home/20250609316161/ja>
 33. 「花王統合レポート 2025」を公開 - Whole Life Carbon, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://wholelifecarbon.com/article/2025>
 34. 花王が「統合レポート 2025」を公開 - Biz/Zine, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://bizzine.jp/article/detail/11659>
 35. 花王、「花王サステナビリティレポート 2025」を公開 - PR TIMES, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000524.000070897.html>
 36. 花王 | 「花王統合レポート 2024」を公開, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.kao.com/jp/newsroom/news/release/2024/20240524-003/>
 37. Siemens Report 2023 - Digital Asset Management, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:be1828a9-2368-4c3b-a85f-f1bcb1f14a59/Siemens-Annual-Report-2023.pdf>
 38. Annual Reports - Siemens Global, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.siemens.com/global/en/company/investor-relations/events-publications-ad-hoc/annualreports.html>
 39. Siemens-Limited-Annual-Report-2024.pdf - Digital Asset Management, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:b00f75f6-a8c8-484a-97b8-6fbb7e7b8d1f/Siemens-Limited-Annual-Report-2024.pdf>
 40. Investor Relations | Siemens Energy, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.siemens-energy.com/global/en/home/investor-relations.html>
 41. SIEMENS FINANCIAL SERVICES LIMITED Annual report and financial statements Registered number 00646166 For the year ended September, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:720dbd87-a84c-4ec2-b3b7-c7785ec7498e/siemens-sfs-annual-report-and-financial-statements-2024.pdf>
 42. Annual Financial Report 2024 - Digital Asset Management - Siemens, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:ae46683e-14dd-4455-a882-09d4184457c7/Annual-Financial-Report-FY2024.pdf>
 43. Danaher Business System, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.danaher.com/how-we-work/danaher-business-system>
 44. Our Process | Danaher Business Model, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.danaher.com/approach>
 45. IP Research Roundup: The Danaher Business System | In Practise - InPractise, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://inpractise.com/articles/untitled-gp66c673ec7>
 46. Danaher Corporation, 8 月 28, 2025 にアクセス、
<https://www.danaher.com/>

47. Danaher: Masterful Capital Allocation and Lean Manufacturing ..., 8 月 28, 2025 にアクセス、 <https://commoncog.com/c/cases/danaher-lean-capital-allocation/>
48. Danaher Business System and Acquisition History - Quartr Insights, 8 月 28, 2025 にアクセス、 <https://quartr.com/insights/company-research/danaher-business-system-and-acquisition-history>
49. A balanced financial model Growth and returns - Nestlé, 8 月 28, 2025 にアクセス、 https://www.nestle.com/sites/default/files/asset-library/documents/library/presentations/investors_events/investor-seminar-2019/cfo.pdf
50. Accelerating Nestlé, 8 月 28, 2025 にアクセス、 <https://www.nestle.com/sites/default/files/2024-11/capital-markets-day-2024-ceo.pdf>
51. 【図解】 ROIC の目安は？ 主要 12 の業界平均 ROIC を徹底比較 - サステナ大学, 8 月 28, 2025 にアクセス、 <https://esg-college.com/roiccomparison/>
52. これまでの議論を踏まえた整理 - 経済産業省, 8 月 28, 2025 にアクセス、 https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/distribution_industry/pdf/004_07_00.pdf
53. 日本の企業報告に関する調査 - KPMG International, 8 月 28, 2025 にアクセス、 <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/2025/jp-sustainable-value-corporate-reporting.pdf>