

日本企業のROICとROICスプレッド：現状と課題

要約 (Summary)

- **ROICスプレッドの改善傾向:** 主要上場企業321社の調査によれば、2023年度の投下資本利益率（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**（中央値）は▲0.07%とわずかなマイナスまで改善しました^①。2020年度からマイナス幅が0.88ポイント縮小しており、日本企業の資本効率率はほぼ「合格ライン」（ROIC=WACC）に近づいています。
- **ROICスプレッドの意義:** ROICは企業が投下した資本に対してどれだけ利益を上げたかを示す指標で、WACCは株主や債権者が企業に期待するリターン水準です。一般に**ROICがWACCを上回ればROICスプレッドはプラスとなり**、企業は資本コスト以上の価値を創造しているとみなされます。そのような企業では株価純資産倍率（PBR）が1倍を超える傾向があり、投資家から高く評価されます。反対にROICがWACCを下回る（スプレッドがマイナス）場合、企業は価値を毀損している可能性があり、PBRが1倍割れとなる企業も多く見られます。
- **高ROICスプレッド企業の特徴:** 2023年度時点でROICスプレッドが**プラス5%以上**と高い企業群では、同スプレッドの中央値が7.82%に達し、2020年度から約4ポイント改善しました^②。これらの企業の特徴として、**低採算事業の撤退・整理が進んでいる**ことが挙げられます。KPMGジャパンのCFO向け調査分析によれば、ROICスプレッドが高い企業の約4割が「資本収益性が低い事業は抱えていない、または既に撤退済み」と回答した一方、スプレッドがマイナスの企業では同回答は1割強にとどまりました。低収益事業から撤退できない企業では、**撤退判断の基準やプロセスが社内で整備されていない**ケースが多く、ROICスプレッドが低い企業ほど「撤退の意思決定基準・プロセスが未整備」と答える比率が高いという傾向があります。
- **具体的な取り組み事例:** 資本コストを経営判断に組み込み、事業ポートフォリオ改革を進める企業が増えています。たとえば通信大手のKDDIでは、「自社の定める資本コスト基準を下回る事業」について売却や撤退を検討する仕組みを導入し、各事業部門が**過去4年分の投資案件を評価して毎年取締役会に報告**しています^③。食品・飲料のキリンホールディングスでは、各事業のROICが事業別WACCを上回ることを事業継続の前提とし、再建が難しい事業は「ベストオーナー」への売却や撤退も選択肢に入れて検討しています^④。日用品大手の花王も低収益事業を見直すガイドラインを持ち、実際に競争激化していた中国市場でのベビー用紙おむつ生産から撤退し^①、茶カテキン飲料「ヘルシア」事業を他社（キリンビバレッジ）へ譲渡しました^⑤。
- **東証の要請と今後の課題:** 2023年に東京証券取引所（東証）がプライム・スタンダード上場企業に対し「資本コストや株価を意識した経営」を促す要請を行って以降、日本企業の資本効率重視の姿勢は一段と高まっています。実際、**プライム市場企業の9割超が東証要請への対応策を開示**し^⑥、自社の資本コストやROE/ROIC目標を明示する企業が急増しました。しかし投資家からは「経営陣はコスト意識を理解したものの、それを**具体的な経営行動（不採算事業の撤退や成長事業への資源配分など）に落とし込む点でまだ弱い**」との指摘もあります^⑦。有限責任あずさ監査法人（KPMG）の土屋大輔マネージング・ディレクターは「事業撤退基準を設ける企業はまだ少なく、仮に基準があっても資本コストを織り込んだものはほとんどない。日本企業が資本コスト経営を次の段階に進めるにはこの点の改善が課題だ」と指摘しています。今後は各社が**資本コストを踏まえた事業ポートフォリオ改革をどこまで徹底できるか**、そしてその結果としてROICやROICスプレッドを本当にプラスに転じさせ企業価値向上につなげられるかが問われています。

ROICとROICスプレッドの基礎知識

ROIC (Return on Invested Capital) とは、企業が投下した資本に対してどれだけの税引後営業利益を生み出したかを示す指標です。計算式は一般に「NOPAT (税引後営業利益) ÷ 投下資本」で表され、企業の**資本効率**を測るものです。一方、**WACC (Weighted Average Cost of Capital)** は企業が調達している資金に対する投資家の期待リターンを加重平均したもので、株主資本コスト (株主の要求する期待収益率) と負債コスト (借入金利率など、債権者の要求収益) の加重平均から算出されます。

ROICスプレッドとは「ROIC－WACC」で求められる差分で、企業が**資本コストを上回るリターンを上げているか**を判断する指標です。ROICスプレッドがプラスであればROIC>WACC、すなわち事業の収益率が投資家の要求水準を超えており、企業が**経済的付加価値を創出している**ことを意味します。この場合、企業は投下資本に対して期待以上の利益を稼いでいるため、株式市場でも高い評価を得やすく、株価純資産倍率 (PBR) が1倍を上回る傾向があるとされています。逆にROICスプレッドがマイナスであればROIC<WACCとなり、企業は資本コストを下回るリターンしか生んでいないため、**経済的には価値を毀損している可能性**があります。そのような企業では市場からの評価も厳しくなり、PBRが1倍を下回るケースが多く見受けられます。

日本企業は歴史的に見るとROE (自己資本利益率) やROICが欧米企業に比べ低めで、**資本効率が悪い**と指摘されてきました。しかし近年、企業統治改革や市場からの圧力を背景に、この状況を改善する動きが強まっています。特に東証が市場区分の見直し (2022年のプライム市場創設) や**2023年の「資本コスト・株価を意識した経営」要請**によって、上場企業に資本効率向上を促したことが大きな転機となりました⁶。多くの企業が中期経営計画や統合報告書でROE目標やROIC目標を掲げ始め、社内指標としてROICを導入・重視する例が急増しています²。

とはいえ、重要なのは**単に指標を導入することではなく、その指標を実際の経営判断に活かす**ことです。ROICやROICスプレッドを経営に取り入れるということは、言い換えれば「事業ごとの資本効率を見極め、必要に応じて資源配分を転換したり不採算事業から撤退したりする」という**踏み込んだ経営判断**を伴うものです⁷。以下では、最近の日本企業におけるROICスプレッドの動向と、資本コストを踏まえた事業ポートフォリオ改革の事例・課題について詳しく見ていきます。

日本企業のROICスプレッド動向：ほぼ「合格ライン」まで改善

前述のとおり、KPMGジャパンが主要上場企業321社を対象に算出した**2023年度のROICスプレッド中央値は▲0.07%**と、ほぼゼロに近づきました¹。これは日本企業全体として、**ROICがようやくWACCに迫っている**ことを示しています。数年前までは、多くの企業でROICが資本コストを下回り資本効率の低さが問題視されていましたが、2020年度時点で**▲0.95%前後 (推計)** のマイナスだったスプレッドは、この3年間で着実に改善してきたことになります。背景には、以下のような要因が考えられます。

- ・**収益性の向上**: コロナ禍後の景気回復や円安効果などにより企業収益 (分子のNOPAT) が増加したこと。特に製造業を中心に利益額が拡大し、ROICが上昇した企業が多く見られました。
- ・**資本の適正化**: 事業資産や在庫の圧縮、不採算事業の縮小により投下資本 (分母) を削減したり、自社株買い等で自己資本を減らしたりして、資本効率を改善する取り組みも進みました。
- ・**コスト構造改革**: コスト削減や事業再編によって営業利益率そのものを引き上げ、ROIC改善に寄与した例もあります。

こうした取り組みの積み重ねで、日本企業全体のROICが向上した一方、**資本コスト側 (WACC)** にも変化がありました。WACC算定には株式のリスクプレミアムや金利水準、市場でのβ値 (株価変動リスク指標) 等が影響しますが、2020年から2023年にかけて日本企業のWACC水準は大きな変動がなかったか、やや低下した可能性があります。日銀の低金利政策が長く続いたことや、日本企業の株式リスクプレミアムが若干低減した (=投資家の期待リターンがやや下がった) ことなどが考えられます。その結果、**ROICとWACCの差が縮まり、ROICスプレッドが改善した**と考えられます。

業種間のばらつき

もっとも、ROICスプレッドの状況は業種によって差があります。KPMGの分析では17業種中、自動車・輸送機器はROIC（中央値）6.4%と上位3番目に高い一方で、**ROICスプレッドは▲1.3%と17業種中15位にとどまった**とされています。つまり、自動車業界は投下資本利益率そのものは比較的高いものの、投資家の要求リターン（水準の高いWACC）にもさらされているため、価値創造にはまだ課題があるということです。逆に、例えばインフラ・公共事業系の業種などはROICはそれほど高くなくともWACCが低いためスプレッドがプラスになっている、というケースも考えられます。要は「**リターンを上げる力**」と「**期待リターンの高さ（リスク）**」の両面から企業評価がなされるため、経営者は自社の業態に見合った資本コストを把握し、その上でROIC目標を設定する必要があります。

なお、2023年度に**ROICスプレッドが5%以上と大きくプラスだった企業群**（前述の高ROICスプレッド企業群）は、日本企業全体のスプレッド改善を牽引しました²。これら企業は、もともと収益力が高く資本効率に優れていたところに加え、近年さらに事業ポートフォリオの見直しや財務改革を進め、一段と価値創造力を高めています。ただし、一部には業績好調により株価が急騰し**PER（株価収益率）が過熱気味**となっているケースもあり、投資家はその点注意が必要だとの指摘もあります⁸。高いROICスプレッドを維持するには継続的な稼ぐ力強化と適切な資本管理が欠かせません。

資本コストを意識した事業ポートフォリオ改革

ROICスプレッドを向上させる方法は2つしかありません。【1】ROIC（投下資本利益率）を高めるか、【2】WACC（資本コスト）を下げるか、です。WACCを大きく下げるのは金利や市場リスクの影響もあり企業単独では難しい面があります（例えば事業の安定性向上や適切な負債活用によってある程度コントロール可能ですが、大幅な低減には限界があります）。したがって多くの企業は**ROICを上げる努力**、換言すれば「**収益性の低い事業・資産にメスを入れる**」ことでスプレッド改善を図ろうとしています⁹。

高ROICスプレッド企業 vs. 低ROICスプレッド企業の差異

KPMGジャパンが行ったCFOアンケート結果の分析によると、ROICスプレッド上位（5%以上）の企業ほど**不採算事業の整理が進んでいる**ことが明らかになりました。一方、ROICスプレッドがマイナスの企業では、まだ低収益事業を抱え続けているケースが多く見られます。具体的には、高スプレッド企業の40%が「収益性の低い事業は持っていないか、すでに撤退済み」と回答したのに対し、低スプレッド企業で同様に答えた割合は約10%強に過ぎません。これは、多くの低スプレッド企業が**利益を生まない事業や装置産業的な過剰資産を抱えている**ことを示唆します。

また、「事業撤退の判断基準やプロセスを定めているか」という問いに対しても、低スプレッド企業ほど「基準やプロセスが未整備」と答える割合が高く、マイナス組の企業では約4割に達しました。逆に高スプレッド企業では撤退基準が明確にある企業が多く含まれていました。ここから分かるのは、**資本コスト意識の定着度**が企業間で差があるという点です。高スプレッド企業では経営陣が「資本を投下する以上、最低限これだけのリターン（WACC）を稼がねばならない」という意識が浸透しており、期待水準に満たない事業は容赦なく見直すというカルチャーが醸成されているのでしょう。一方、低スプレッド企業では「赤字でなければ現状維持」「撤退すると売上・シェアが減るからできない」といった旧来型の発想が根強く、**撤退の意思決定が先送り**されがちです。その結果、限られた経営資源が低効率事業にとどまり、新規成長分野への投資が遅れる悪循環に陥る恐れがあります。

事業撤退・売却プロセスの重要性

不採算事業からの撤退は容易ではありません。社員の雇用や取引先との関係、撤退に伴う損失計上など、短期的な痛みを伴うためです。日本企業の場合、歴史的に**雇用維持や取引関係の継続を重視**する企業文化が強く、「なかなか事業を畳めない」ケースが多いと言われてきました¹⁰。しかしグローバル競争が激化し資本

市場の目も厳しくなる中で、「将来性の低い事業にいつまでも固執すれば企業全体が沈む」という認識が広まりつつあります。そこで近年は、**客観的な撤退基準**を設けて機械的に意思決定できるようにする企業が増えています。

典型的な基準の一つが「**ROIC < WACCが一定期間続いたら撤退検討**」というものです。例えば**麒麟ホールディングス**では、自社グループ全体のWACCを約6%と算出した上で、ほとんどの事業で資本コストを上回るROICを確保することを目標にしています。しかし現実には一部ROICがWACC未満の事業も存在するため、それらについては再建計画を策定させ、**改善が難しければ事業売却・撤退も選択肢に入れて検討する**と表明しています⁴。実際、麒麟は過去にも豪州飲料事業の売却（2019年）やブラジル子会社の撤退（2017年）など大きな決断をしており、近年では不採算が続いた中国飲料合併事業からの撤退（2023年）も発表しました。こうした「**ベストオーナーへ事業を託す**」判断は、雇用維持やブランド存続にも配慮しつつ自社の資本効率を高める手段として注目されています。

また、通信の**KDDI**は社内に明文化された撤退プロセスを構築した例として興味深いです。同社は取締役会レベルで「**資本コスト基準を下回る事業の売却・撤退を検討するプロセス**」を運用しており、各事業部門が自ら過去4年間の投資案件の成果をレビューして報告する仕組みを毎年設けています³。このように**定期的に事業ポートフォリオを棚卸し**し、資本効率の観点から継続の可否をチェックすることは、有望事業への経営資源の集中や、不要資産の圧縮による財務改善に寄与します。KDDIは近年、非中核事業の整理や持ち合い株の削減などにも取り組んでおり、その結果が評価されて東証の選定する「JPXプライム150指数」にも組み入れられています³。

資本効率改革の具体例：KDDI・麒麟・花王のケーススタディ

上記で触れた企業以外にも、多くの日本企業がROIC改善や資本コスト経営に向けた具体策を講じています。ここでは記事中で言及されていた**KDDI**、**麒麟HD**、**花王**の3社を中心に、その取り組み内容をもう少し詳しく見てみます。

・**KDDI（通信）**：KDDIは中期経営戦略の中で「事業ポートフォリオの最適化」と「資本コストを意識した経営」を掲げています。同社のコーポレートガバナンス報告書によれば、取締役会において自社の資本コスト基準（おおむね株主資本コスト7%前後と推測）を下回る事業について売却・撤退を検討するプロセスを明確化しています。その一環として事業ごとの投資回収状況を年1回チェックし、必要ならば経営陣が方向性を議論する場を設けています³。実際の施策としては、連結子会社だったKDDIまとめてオフィスの一部事業売却（2021年）や、保有資産の見直しなどが報じられています。また政策保有株式（持ち合い株）の削減にも積極的で、**資本コストに見合わない株式保有は速やかに処分する方針**を取っています¹¹¹²。これらにより同社のROE・ROICは安定的にWACCを上回る水準を維持しており、PBRも直近では1.5倍前後と高い評価を得ています。KDDIの例は、大企業が**明文化されたルールで低効率事業の定期見直し**を実践している好例と言えるでしょう。

・**麒麟ホールディングス（食品・飲料）**：麒麟HDでは、グループ各事業のROICを個別に算出し、**事業ごとのWACCを上回ることを事業継続の基本条件**としています¹³。これは製造業の中でも先進的な考え方で、事業ごとにリスクや資本コストが異なることを踏まえた経営管理です。たとえば収益性の低下している事業には立て直し計画を課し、それでも改善しなければ売却・撤退も厭わない方針を明確にしています⁴。近年の具体策としては、2019年にオーストラリアの飲料子会社を米社に売却し資本効率を改善、同時に得た資金でアジアのヘルスサイエンス企業買収に充当するなど**ポートフォリオ入れ替え**を行いました。また長年苦戦していたブラジルのビール事業から2017年に撤退しています。記事中では**茶カテキン飲料「ヘルシア」**（特定保健用食品飲料のブランド）を2024年8月に花王から譲り受けた例が挙げられていましたが、これは麒麟にとって成長分野である健康飲料領域を強化する施策であると同時に、花王にとっては低収益だった当該事業を切り離す構造改革の一環でした⁵。麒麟は他にもノンコア事業だったチルド飲料合併からの撤退（日本たばこ産業との合併解

消)など、**選択と集中を進めた結果、グループ全体のROICは2023年度8.0%まで向上し**（WACC約6%に対し十分プラス）、財務体質と株主還元余力も強化されています¹⁴。

- ・**花王（日用品）**：花王はここ数年、構造改革に踏み切っている伝統的メーカーの一つです。国内日用品市場でトップクラスの同社も近年は業績伸び悩み、2023年12月期まで5期連続で最終減益という苦しい状況でした¹⁵。そこで経営改革として**低収益事業・ブランドの整理**に動いています。記事にあった**ベビー用紙おむつの中国生産撤退**は象徴的な例です。中国では現地メーカーや他国資本との競争が激しく、花王は2012年から進出したものの収益が悪化。2023年8月、約600億円の構造改革費用を計上して現地生産からの撤退を決断しました¹¹⁶。以降、中国で「メリーズ」ブランドのおむつは日本からの輸出で供給する形に切り替えています¹⁷。さらに、先述した「ヘルシア」ブランドの譲渡も2024年に実行されました。これらは花王が社内で定めたガイドライン（おそらく「**事業ポートフォリオ見直し基準**」のようなもの）に基づくものと思われます。加えて化粧品ブランドの統廃合なども進めており、資本の有効活用と収益性向上を目指しています。花王のROIC自体は公表ベースでは5〜6%台と言われ決して高くはありませんが、これら構造改革効果で中期的にWACC（水準は推定5%前後）超えを実現することが期待されています。花王の例は、一見安定企業でもグローバルで戦うには**大胆な撤退・選択が不可避**であること、そしてそれを進めるには経営陣の強い意思と明確な基準が重要であることを示しています。

東証要請による資本効率改革の加速

2023年の東証からの要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は、日本企業に大きなインパクトを与えました。具体的には、**PBR（株価純資産倍率）が1倍割れの常態にある企業**に対し、自社の資本コストや株価水準を踏まえた経営改善策を開示するよう促したものです。これは実質的に「このままでは市場評価が低いまだ。資本効率を上げる努力を示さない」というメッセージであり、多くの上場企業がこれを真剣に受け止めました。

その結果、2023年以降に開催された各社の株主総会や決算発表では、「当社の資本コストは〇%であり、ROE（あるいはROIC）〇%を目標に掲げます」「低PBRを解消するため自己株式取得や事業構造改革に取り組みます」といった表明が相次ぎました。東証によれば、**プライム市場の企業の92%（2023年7月末時点）が何らかの対応策を開示した**とのこと⁶。こうした企業の取り組みに市場も敏感に反応し、実際2023年の日本株市場では**PBR1倍割れ銘柄の株価が軒並み上昇**する現象が見られました。つまり、「資本コスト経営」に舵を切った企業に対して投資マネーが流入し、株価が適正水準に修正される動きが広がったのです。

一方で、専門家や機関投資家からは「**宣言するだけでなく実行と成果が重要**」との指摘が出ています⁷¹⁸。東証要請から2年近くが経過し、そろそろ各社の実際の変化を検証するフェーズに入っています。例えば、不要な資産を売却して得た資金をちゃんと成長投資に振り向けているか、ROE・ROICが実際に改善しているか、といった点です¹⁹。投資家との対話においても「トップは資本コストの重要性を理解したようだが、**大胆な意思決定（不採算事業の整理など）がまだ足りない**。引き続き踏み込んだ施策の実行を促していく必要がある」という厳しい声も紹介されています⁷。社外からの圧力に加え、社内でも役員報酬への業績・株価リンク強化など、経営陣に行動を促す仕組みづくりも課題と言えるでしょう²⁰。

おわりに：次のステージへ

日本企業のROICとROICスプレッドは、この数年で大きく改善しつつあります。**資本効率経営への意識改革**は確実に進み、少なくとも数値上は「合格ライン」に迫る企業が増えてきました。しかし、本当に企業価値を高め持続的成長を実現していくには、**更なる踏み込み**が求められます。KPMGの土屋氏が指摘するように、まだまだ**資本コストを織り込んだ事業撤退基準を持つ企業は少数**です⁷。言い換えれば、多くの企業は「何となく採算が悪い事業がある」ことは把握していても、「いつどの段階でそれをやめるか」というルールまでは決めていないわけです。

今後は、今回のニッケイ記事が述べるように「結果を示せるか」が焦点になります。つまり、有言実行で実際にROICスプレッドをプラスに転じさせ、PBRも安定的に1倍以上となる企業がどれだけ増えるかです。幸い、機関投資家からも「資本配分政策やROE目標を掲げる企業が増えたのは評価する。ただ重要なのはROEやROICが実際に改善することだ」という建設的な意見が出ています²¹。投資家との対話を通じてベストプラクティスが共有され、成功事例が増えれば、日本企業全体の評価も一段と高まるでしょう。

日本企業の経営はいま、大きな転換期にあります。「稼ぐ力」と「資本の使い方」の両面から企業価値向上を図る動きが本格化しており、その核心にROICとROICスプレッドの考え方があります。企業がこの指標を単なる数字遊びで終わらせず、**投資判断・事業戦略の羅針盤**として活用できるかが問われています。低成長・低金利時代が長かった日本ですが、だからこそ資本効率を高める余地も大きいはずで。今後さらにROICスプレッドが全体としてプラス圏に定着し、多くの企業が胸を張って「我が社は資本コスト以上のリターンを生み出しています」と言えるよう、引き続き企業努力とガバナンス改革が求められるでしょう。

参考資料・出典： 日本経済新聞（2025年8月28日付記事）、KPMGジャパンのインサイト資料、各社統合報告書・プレスリリース、東証の発表資料、ロイター通信記事など ¹ ³ ⁴ ⁵ ⁶ ⁷。

¹ ¹⁶ 再送花王が下方修正、構造改革費用600億円 紙おむつの中国生産終了 | ロイター
<https://jp.reuters.com/article/business/600-idUSKBN2ZE0DV/>

² ⁶ ⁹ 「計算してツリーを作るだけ」からの脱却を～なぜ「ROIC経営」が上手くいかないのか～ - KPMG
ジャパン
<https://kpmg.com/jp/ja/home/insights/2024/10/202410-roic-management.html>

³ ¹¹ ¹² kddi.com
https://www.kddi.com/extlib/files/corporate/csr/csr_management/governance/pdf/co_governance.pdf

⁴ ¹³ CFOメッセージ | 財務・業績情報 | KIRIN - キリンホールディングス株式会社
https://www.kirinholdings.com/jp/investors/finance/message_from_cfo/

⁵ ヘルシア - Wikipedia
<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%83%98%E3%83%AB%E3%82%B7%E3%82%A2>

⁷ ¹⁸ ¹⁹ ²⁰ ²¹ jpx.co.jp
<https://www.jpx.co.jp/english/equities/follow-up/b5b4pj000004yqcc-att/sjcobq000001p9m7.pdf>

⁸ 企業価値高める「ROICスプレッド」ランキング | 会社四季報オンライン
<https://shikiho.toyokeizai.net/news/0/326410>

¹⁰ 【カカココム】高ROE43.4%をブレイクダウンして「総合力」を ...
<https://diamond.jp/articles/-/325236>

¹⁴ [PDF] キリングループのビジネス - Kirin Holdings
https://www.kirinholdings.com/jp/investors/files/pdf/kirinreport2024_02.pdf

¹⁵ 花王の構造改革③【ヘルシア譲渡】キリンの思惑についても考察
https://note.com/joyous_sayyou/n/n3ddf44f1a3a0

¹⁷ 花王、中国でベビー用紙おむつ生産終了 - NNA ASIA
<https://www.nna.jp/news/2551126>