

## エンゲージメント投資先を招待し「ROIC 経営再考」の勉強会を開催

株式会社あおぞら銀行（代表取締役社長兼最高経営責任者(CEO)：大見 秀人、本店：東京都千代田区）は関係会社である、あすかコーポレートアドバイザー株式会社（代表取締役 CEO：田中喜博、本店：東京都港区）と「あすか勉強会“令和コーポレートファイナンス三大トピックス”の本質を考える」の第3回目を開催いたしました。

両社のエンゲージメント投資先の財務担当や IR 担当の方を中心に約 70 名に参加いただき、「ROIC 経営再考」をテーマに現在の株式市場が直面している問題を 1 時間半に渡り取り上げました。再度、資本コスト概念について整理するとともに、ROIC 経営についても企業価値の視点から、理論モデルを説明しました。また、日本企業の ROIC の水準や長期的変化、理論モデルでの示唆と現実の整合性の分析などを通じて、理論と実証の両面から経営における ROIC への向き合い方について議論しました。

あおぞら銀行は 2021 年からエンゲージメント投資を開始しており、対話を通じて投資先の企業価値向上に貢献すべく、資本政策の提案、IR 資料の改善、企業の認知度向上など、多方面でのサポートを継続しています。本勉強会もその一環です。次回 1 月の勉強会は SWCC 株式会社様より代表取締役 CEO 社長執行役員 長谷川隆代様をお招きし、同社の変革のプロセスや ROIC 経営の実業への実装についてお話頂く予定です。

### 【勉強会概要】

講 師	濱田 功（あすかコーポレートアドバイザー チーフストラテジスト） 糸川 友信（同 ディレクター）
テ ー マ	ROIC 経営再考
開 催 日	2024 年 11 月 27 日（水）
開 催 場 所	あおぞら銀行本店 12F ホール A

### 【勉強会の議題】

- 前回までのまとめ：資本コストと PBR
  - 株主資本コストと ROE との関係
  - PBR 議論の誤解
- ROIC と企業価値
  - 企業価値・事業価値と ROIC
  - 投資家の予想形成：ROIC（実績）から事業価値（将来）への変換
  - 事業ポートフォリオ・多角化に対する株式市場の評価
  - ROIC 経営の真の価値
- データ分析
  - 日本企業の ROIC の水準と推移
  - ROIC 水準毎の企業数構成
  - バリュートライバー式の構成要素と時価総額増減の関係
  - ケース紹介

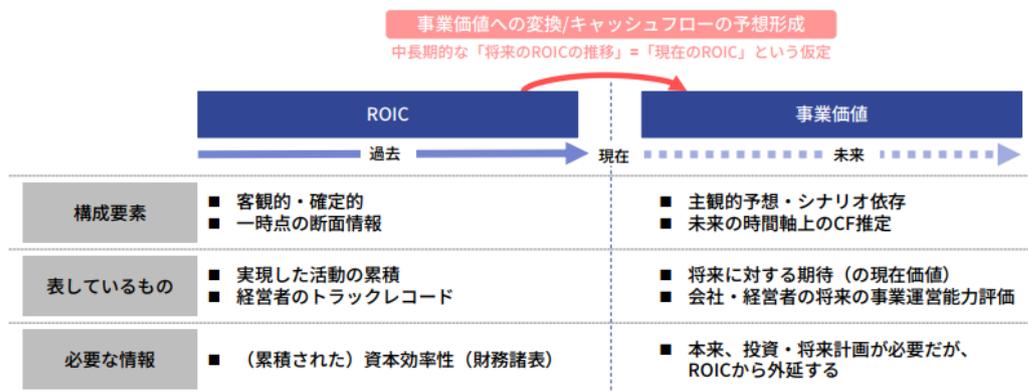
## ROIC経営の真価：ROICは目標ではなく企業価値を上げるためのツール

- ROICを上げれば企業価値が上がるというものではない
  - ROICのパリュードライバー式もまた、モデルにすぎない
    - ROEと株主資本コストの直接比較が仮定のもとで結びついているように、ROICとWACCの比較も強い仮定のもとであることに注意
  - 但し、「自己資本が配当を産むわけではない」のに対して、「投下資本がCFを産む」というのは、業種によっては、現実に近い
- ROICにもROEと同様に、結果指標として投資効率をモニタリングするための指標
  - 「儲かる投資」を実行しているならば、短期的にROICが下がる局面があったとしても、やがてROICに反映されてくるはず
- B/Sを意識する経営への転換を企業の階層を問わずに浸透させることができるのが、「ROIC経営」の真価
  - 事業単位の評価指標
    - 事業部単位でB/Sまで含んだCF中心の考え方、それを含めて「儲かる」事業なのかどうかを認識できる
  - 現場にCF中心の考え方を浸透させることができる
    - いわゆるROICツリーのような概念を浸透させることにより、現場意識の改革、結果として、CF中心の考え方（CCCなど）を浸透させることができる
- ROIC向上は経営者の実行力（現場への浸透力）の問題だが、ICの増加（成長投資の意思決定）は経営者の決断力の問題であり、それを支援するツールは無い

23

## 投資家の予想形成：ROIC（実績）から事業価値（将来）への座標変換

- 前述したように、企業価値創造の上で重視すべきは「現在のROIC」ではなく、「将来のCF（FCF）の期待」
- 一方、将来のCF予想はパラメータが多く予想の幅が広く如何様にもシナリオが作れてしまう
- その為、投資家は中長期的な「将来のROICの推移」が安定的に「現在のROIC」と同じであるという大胆な仮定を置いて事業価値を推測している
  - ROIC分子の「利益」と「CF」は別物でありながら、この仮定を置くことにより結びつける事ができる



16

## バリュードライバー式の構成要素と時価総額増減の関係

- 事業資産やROIC、成長性（売上高成長）と企業価値の関係性には、バリュードライバー式で示唆されるものと同様の傾向がみられる

時価総額の増減率<sup>1</sup>（2015年度-2024年度（LTM）、年率）



- 投下資本、ROIC、成長性（売上高）いずれも上昇している場合、高い水準での投資・回収が済み、時価総額は大きく上昇  
 ✓ 時価総額の上昇は高ROIC群の方が高い
- 反面、事業資産、ROIC、売上高いずれも低下する場合には、時価総額は低下する傾向
- 投下資本が低下したが、ROIC、成長性（売上高）が上昇した場合は、ビジネスモデル変革や事業構造改革等が市場に評価された可能性
- ROIC採用企業は、特に低ROIC群で、非導入企業に比べて時価総額が上昇している傾向がある  
 ✓ 低ROIC群では、ROIC改善への取組み自体がプラス評価されている？

<sup>1</sup> 各企業の2015年度決算期末時点から2024年10月末時点（LTM）の増減を集計。市場全体の長期的傾向を分析する目的であるため2015年度の決算期の差による計算期間の差は容認した  
<sup>2</sup> 2015年以降に発行された有価証券報告書「ROIC」の文言が検索される企業  
 データ出所：Speeda

（報道関係のお問い合わせ先：コーポレートコミュニケーション部 広報室 神保 03-6752-1217）