



Sustainable Value Insight

# ROIC経営 実践編

～事業ポートフォリオの組換えと  
企業価値向上

2022年9月

有限責任 あずさ監査法人

株式会社 KPMG FAS



# プログラム

セッション 1	<h2>ROIC経営の実践 ー事業ポートフォリオ評価がいま重要視されている理由</h2> <p>解説者：土屋 大輔</p> <p>有限責任 あずさ監査法人 サステナビリティ・トランスフォーメーション事業部 マネージング・ディレクター</p>	約15分
セッション 2	<h2>事業ポートフォリオ評価のフレームワーク</h2> <p>解説者：土屋 大輔</p> <p>有限責任 あずさ監査法人 サステナビリティ・トランスフォーメーション事業部 マネージング・ディレクター</p>	約60分
セッション 3	<h2>コングロマリット・プレミアムの創出</h2> <p>解説者：岡本 准</p> <p>株式会社 KPMG FAS パートナー</p>	約40分



セッション

1

# ROIC経営の実践

－ 事業ポートフォリオ評価がいま重要視されている理由

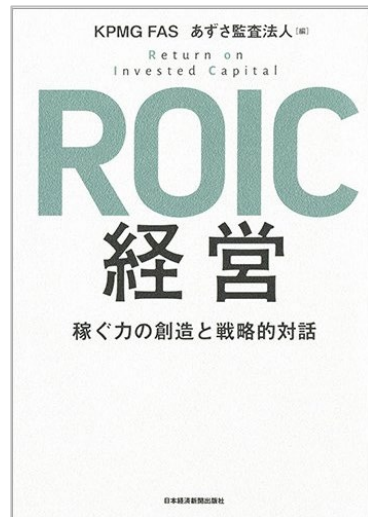
解説者

有限責任 あずさ監査法人 サステナビリティ・トランスフォーメーション事業部  
マネージング・ディレクター 土屋 大輔



<p><b>Name</b></p>	<p><b>土屋 大輔 Daisuke Tsuchiya</b></p>
<p><b>Position</b></p>	<p>有限責任 あずさ監査法人 サステナビリティ・トランスフォーメーション事業部 KPMGあずさサステナビリティ株式会社 アドバイザリー事業部 マネージング・ディレクター</p>
<p><b>Education and qualifications</b></p>	<p>大手都市銀行、大手IR・SRコンサルティング会社取締役IR・SRコンサルティング本部長を経て、2015年よりKPMGにてCFO×ESG領域に関するアドバイザリーを実施。ROIC経営の導入や財務戦略の策定に加えて、PEファンドの投資対象先へのESG DDやESGバリューアップを手掛ける。</p> <p>著書1：『ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話』（日本経済新聞出版社、2017年） 著書2：日本バイアウト研究所（編）『プライベート・エクイティとESG』（きんざい、2021年）</p> <p>資本コスト・財務戦略・ESGに関する執筆やセミナーの実施多数。 公益社団法人 経済同友会 資本効率の最適化委員会ワーキンググループメンバー（2016年～2017年） KPMGジャパン サステナブルバリューサービス・ジャパン コアメンバー</p>
<p><b>Experience</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>ROIC経営導入・事業ポートフォリオ評価支援</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ROICの導入や投資評価フレームワークの導入支援</li> <li>- 事業別WACCの算定や事業ポートフォリオ評価のフレームワークの策定支援</li> </ul> </li> <li>■ <b>最適資本構成・資本政策策定支援</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 事業戦略を踏まえた最適資本構成の方針策定とDebt Capacityや株主還元余力の算定支援</li> <li>- 最適資本構成・キャッシュフローアロケーションを踏まえた財務フレームワークの策定支援</li> </ul> </li> <li>■ <b>ESG DD・ESGバリューアップ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- PEファンド投資先のESG DDの支援</li> <li>- PEファンドの投資先に対するESGバリューアップの支援</li> </ul> </li> </ul>

# ROIC経営の実践としての「事業ポートフォリオの組換えと企業価値向上」



2017年11月出版

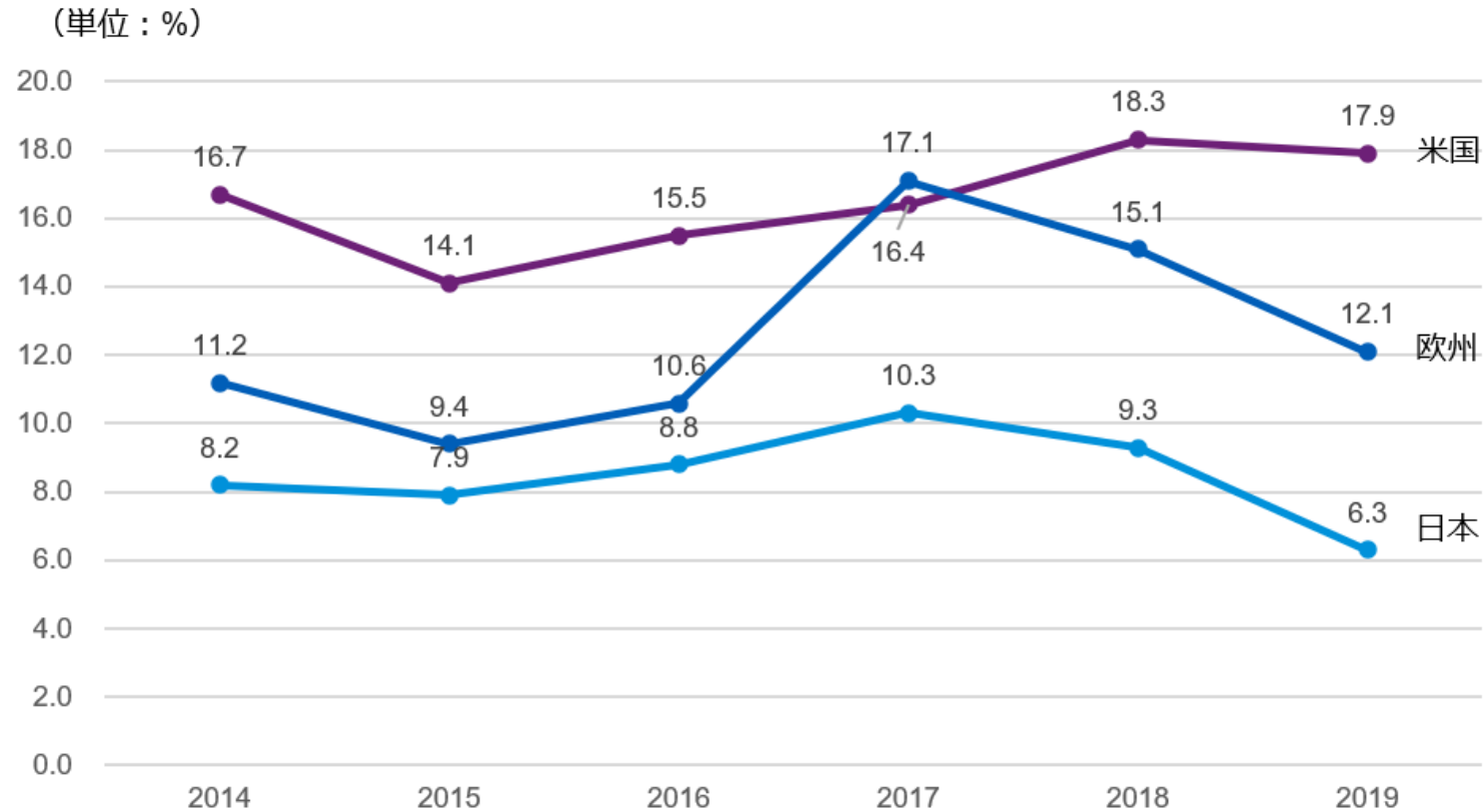


2022年9月出版

## 内容

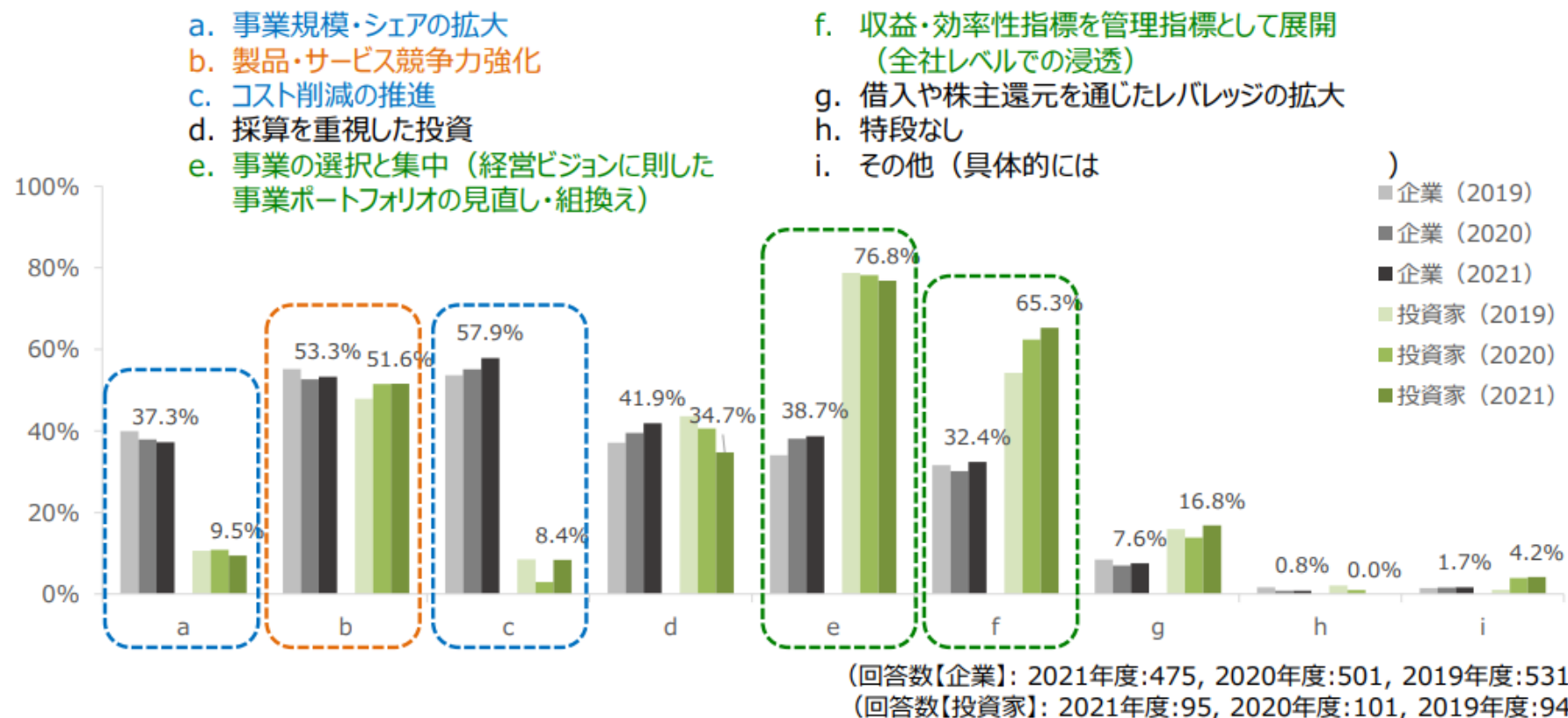
- 第1章 事業ポートフォリオの組換えが求められる背景
- 第2章 事業ポートフォリオの評価方法
- 第3章 事業ポートフォリオの組換え
- 第4章 事業ポートフォリオ評価と投資余力の把握
- 第5章 事業ポートフォリオ評価と投資判断プロセス
- 第6章 事業ポートフォリオの経営管理体制
- 第7章 事業間シナジーの創出手順

# 日本の企業のROEは依然として欧米企業と比較して低位に推移する状況が続いている



Source : 経済産業省、第1回 サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会「事務局説明資料」(2021年5月)を基にKPMGが作成  
[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/sustainable\\_sx/pdf/001\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/sustainable_sx/pdf/001_05_00.pdf)  
日本はTOPIX500、米国S&P500、欧州は Bloomberg Europe 500より金融セクター銘柄を除いて集計されている。

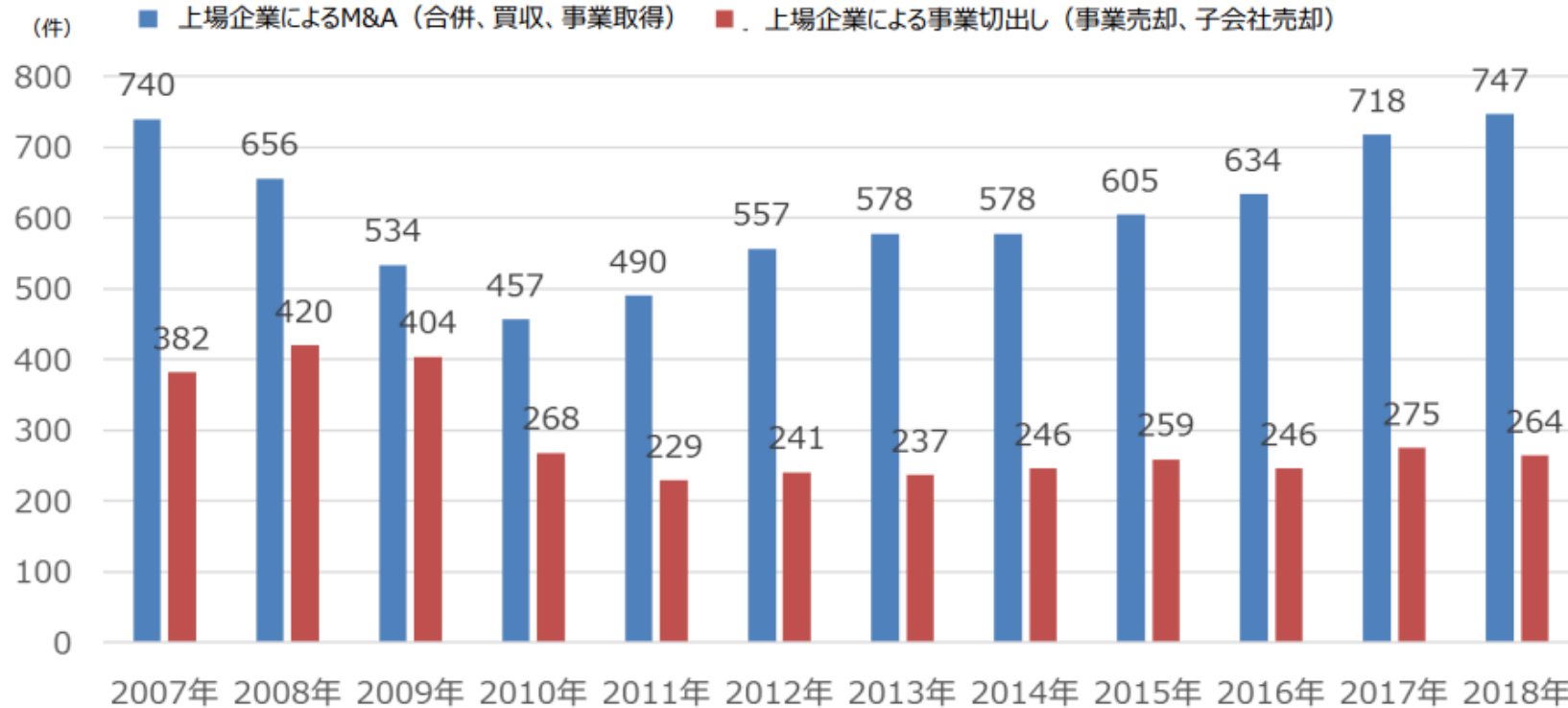
# 資本効率向上のために期待する取組みとして「事業ポートフォリオの見直し」の必要性が指摘されている



Source : 生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」2022年4月15日  
[https://www.seiho.or.jp/info/news/2022/pdf/20220415\\_4-5.pdf](https://www.seiho.or.jp/info/news/2022/pdf/20220415_4-5.pdf)

# 上場企業による買収は年々増加傾向にあるにもかかわらず、売却は横這いで推移している

国内上場企業の事業再編（クロスボーダーを含む）の類型別の推移



(注) 公表日ベース。

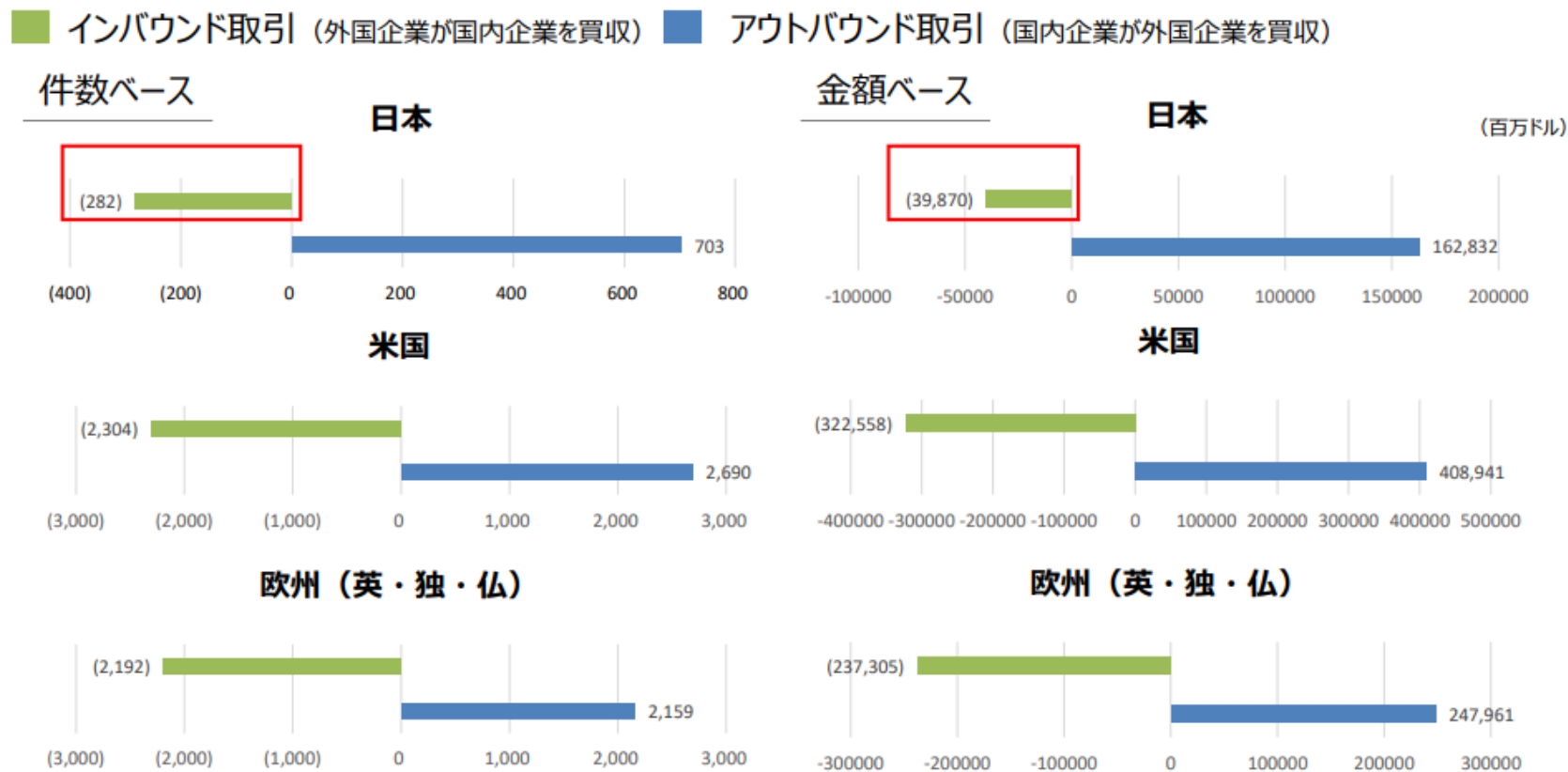
日本企業とは日本資本が原則として50%超の法人をいう（レコフデータベースより）。

(出典) レコフデータベースより経済産業省が作成。

Source : 経済産業省「第1回事業再編研究会」2020年1月31日 [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo\\_saihen/pdf/001\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/001_05_00.pdf)



# 欧米企業はインバウンド・アウトバウンドのM&Aをバランスよく展開している一方で、日本企業はアウトバウンドM&Aに取引が偏っている

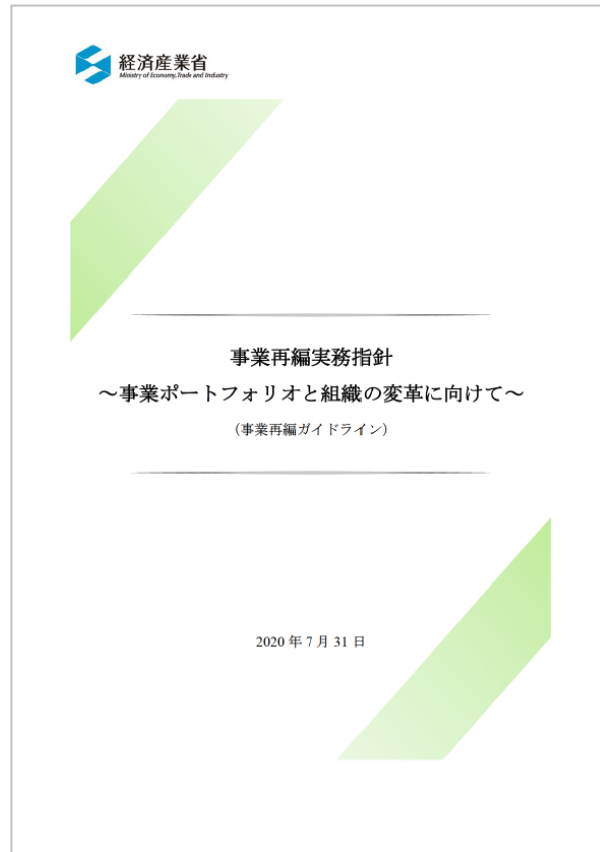


(注) 公表日ベース。

(出典) リフィニティブデータベースをもとに経済産業省作成。

Source : 経済産業省「第1回事業再編研究会」2020年1月31日 [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo\\_saihen/pdf/001\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/001_05_00.pdf)

# 日本企業のリターンが低位である理由のひとつに事業の新陳代謝が進んでいないという点が指摘されており、事業再編実務指針にて事業ポートフォリオマネジメントの必要性が強調された



- 日本企業のリターンが向上していないことや日本において事業の新陳代謝が進んでいないとの指摘を踏まえ、経済産業省は事業再編研究会を2020年1月に発足させた。
- 2020年7月31日付で「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）」が発行された。

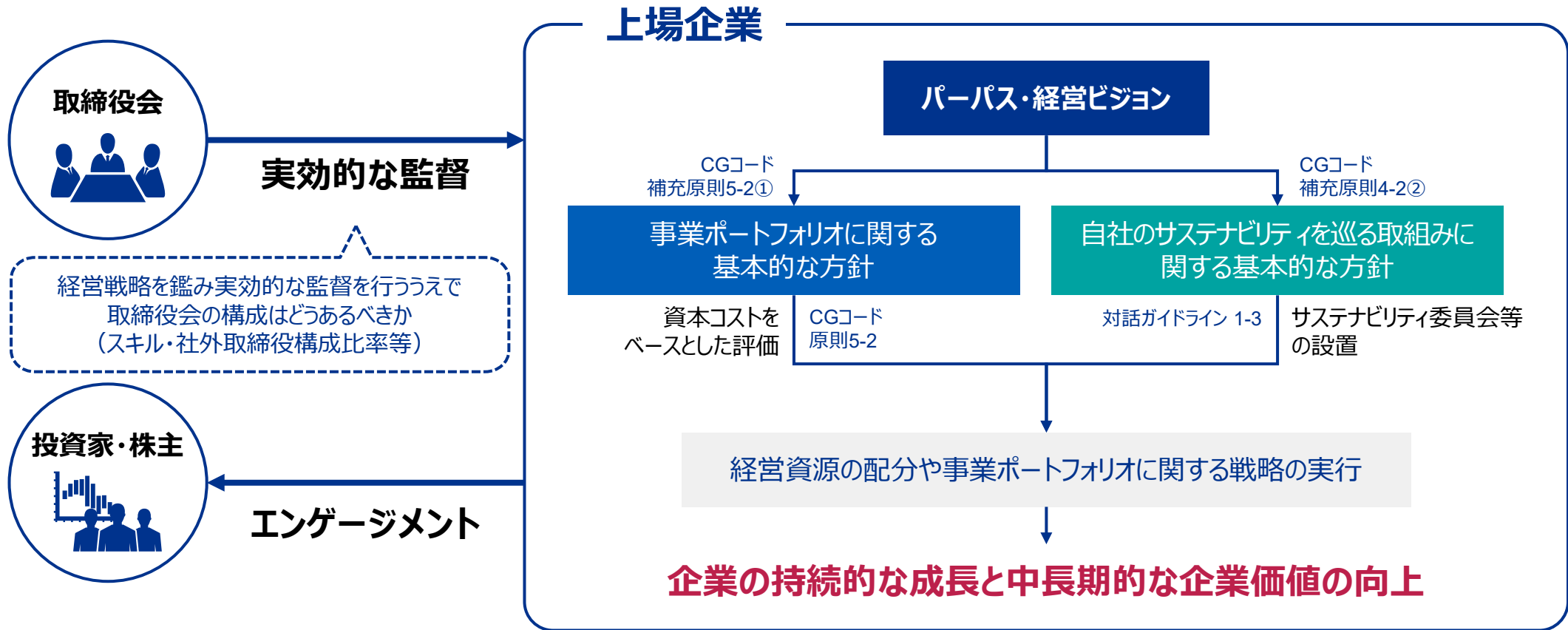
## 事業ポートフォリオマネジメントの基本は

- ① 企業理念・価値基準に基づき、
- ② ビジネスモデルを明確化し、経営戦略を策定した上で、
- ③ 事業ポートフォリオを定期的に見直す仕組みを構築し、これを適切に運用することである。

事業再編ガイドラインからの抜粋

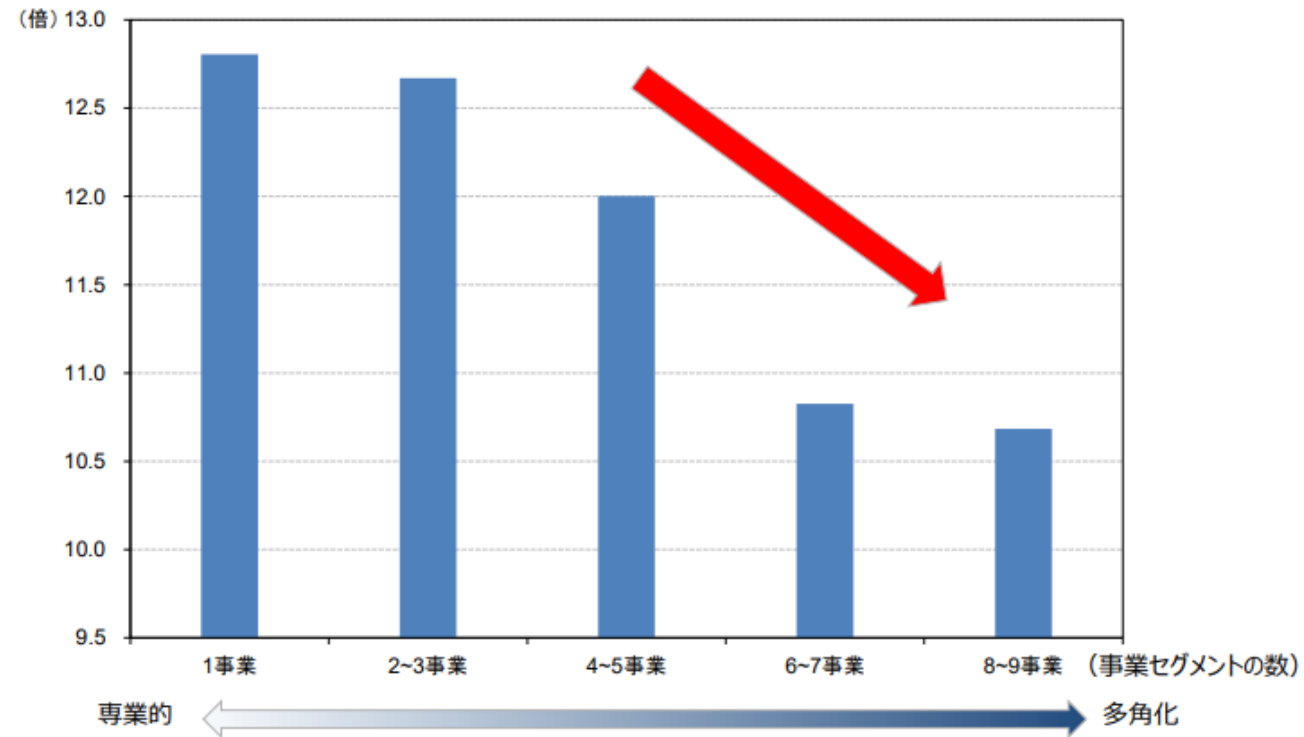
Source : 経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」2020年7月31日  
<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731003/20200731003-1.pdf>

2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードは、取締役会による実効的な監督を基とした事業ポートフォリオ・サステナビリティの一体的な推進を通じた、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を求めている



# 事業セグメント数が多くなればなるほどPERは低下し、コングロマリット・ディスカウントが発生しやすい傾向が見られる

事業セグメント数ごとの平均PER（12ヵ月先予想）



(注) 対象はTOPIX1000、予想はQUICK コンセンサス（無い場合は東洋経済予想）。  
PER：株価/1株当たり当期純利益  
(出所) S M B C日興証券作成。

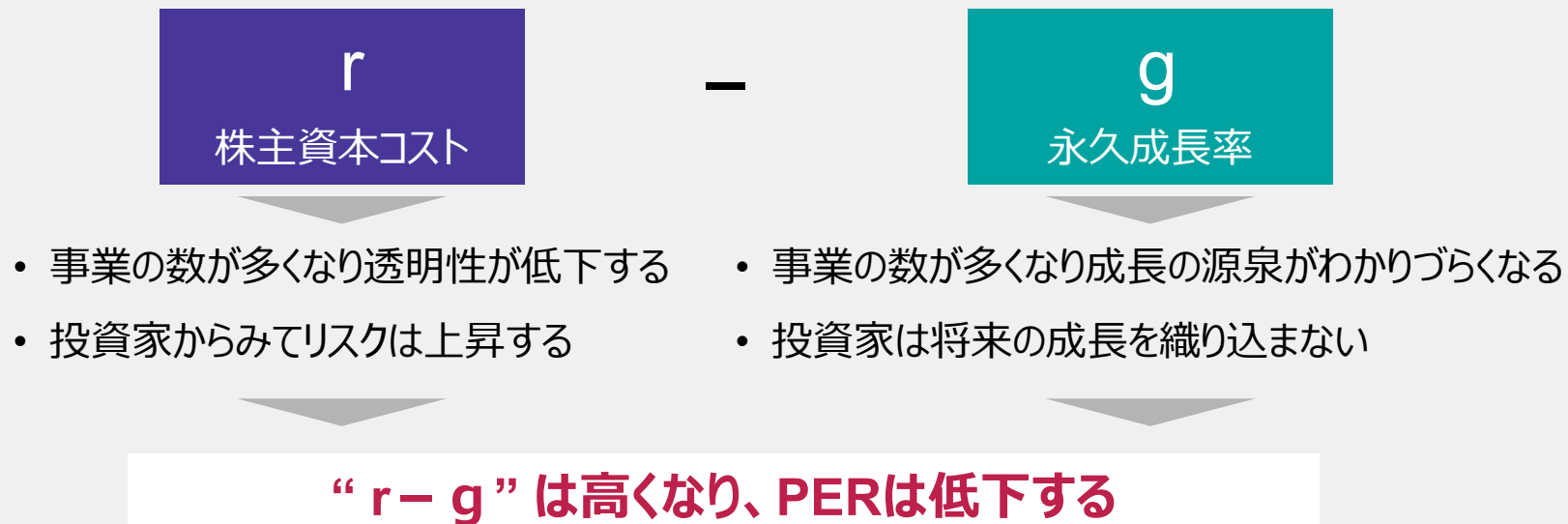
Source：経済産業省「第1回事業再編研究会」2020年1月31日 [https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001\\_05\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyosaihen/pdf/001_05_00.pdf)

多数の事業を抱える日本企業はコングロマリット・ディスカウントが発生している可能性が高い。コングロマリット・ディスカウントの発生要因は“r”の上昇と“g”の低下で説明できる

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{EPS}} \rightarrow \frac{1}{\text{PER}} \rightarrow r - g$$

- ファイナンス理論上PERの逆数は“r - g”
- PERが高いほど“r - g”は低くなる（PERが低いほど“r - g”は高くなる）

### コングロマリット・ディスカウントの要因



日本企業の事業ポートフォリオを巡る問題点を解決するうえで、続くセッションではその評価のフレームワークとコングロマリット・プレミアム（シナジー）の創出方法について解説する

セッション

2

事業ポートフォリオ評価のフレームワーク

セッション

3

コングロマリット・プレミアムの創出



セッション

2

# 事業ポートフォリオ評価のフレームワーク

解説者

---

有限責任 あずさ監査法人 サステナビリティ・トランスフォーメーション事業部  
マネージング・ディレクター 土屋 大輔

# 本セッションで取り上げる内容

1

事業ポートフォリオに関する基本方針

2

事業ポートフォリオ評価の評価軸

- 経済性評価
- 事業性評価
- ESG評価
- 社会的インパクト評価

3

事業ポートフォリオの評価プロセスと留意点

- 財務フレームワークと投資枠
- 運用プロセスと撤退基準
- 事業ポートフォリオ評価の運営体制





# 1. 事業ポートフォリオに関する基本方針

# 事業ポートフォリオに関する基本方針はコーポレートガバナンス・コードにおいて所与のものとして求められている

## CGC 補充原則

5-2 ① 上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、**取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況**について分かりやすく示すべきである。

なお、事業ポートフォリオに関する基本方針が何を指すかは事業再編ガイドラインに記載がある。

### (事業ポートフォリオに関する基本方針の決定と監督)

- 複数の事業を有する会社において、**事業ポートフォリオに関する基本方針<sup>110</sup>**は、「経営の基本方針」の重要な要素であると考えられることから、会社法上、以下のとおり、会社の機関設計にかかわらず、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定は、取締役会の重要な役割であると解される。
- また、取締役会で決定された事業ポートフォリオに関する基本方針に基づき経営陣が行う職務の執行に対する監督<sup>111</sup>についても、取締役会の重要な役割であると解される。

会社の経営には、子会社の株式を保有し子会社の経営管理を行うことも含まれることから、「事業ポートフォリオに関する基本方針」とは、子会社を含めた企業集団（グループ）の事業ポートフォリオに関する基本方針を指す。具体的には、企業集団（グループ）として、どのような事業を有し、各事業にどのように経営資源の配分を行うかに関する基本方針をいい、事業ポートフォリオ（具体的な構成）の在り方に限らず、事業ポートフォリオマネジメントのための社内の実施体制の整備や事業評価の仕組みの在り方も含む。

Source : 経済産業省「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）」2020年7月31日  
<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731003/20200731003-1.pdf>

# 事業ポートフォリオに関する基本方針は「事業の構成」と「評価の仕組み」の2つの観点をカバーする必要がある

## 01 事業の構成

企業グループとしてどのような事業を有するのか／  
どのような事業構成を目指していくのか（どう経営資源を配分していくのか）。

## 02 評価の仕組み

事業ポートフォリオ評価の仕組みや社内の実施体制はどうなっているのか。



中長期的な企業価値向上に向けて事業の現在地を正しく評価し、メリハリの効いた投資判断ができる仕組みが必要  
= 事業ポートフォリオ評価のフレームワーク



## 2. 事業ポートフォリオ評価の評価軸

事業ポートフォリオを評価の主目的は投資を強化する領域と撤退する領域の峻別であるが、日本企業は「各事業の位置付けの見える化」から始めるケースが多い

事業ポートフォリオ・マネジメントによって何を達成したいか（何を管理・評価したいか）によってその評価軸が変わってくる

事業ポートフォリオ管理・評価によって達成したい目的

- ①投資を強化すべき事業の抽出
- ②改善を要する、もしくは撤退の検討をすべき事業の抽出
- ③各事業の位置付けの見える化
- ④各事業の将来のプロット（将来当該事業をどの領域にもっていききたいか）



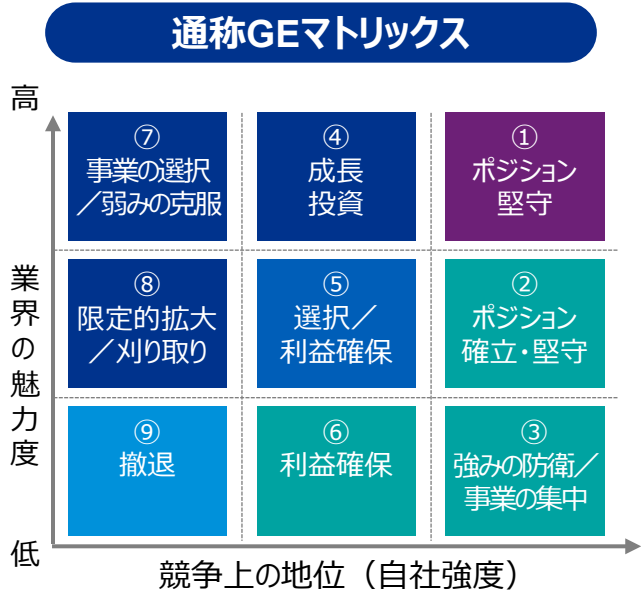
- 事業ポートフォリオ管理の本来的な目的でいえば、「①投資を強化すべき事業の抽出」および「②改善を要する、もしくは撤退の検討をすべき事業の抽出」が中心となる（特に欧米企業は「選択と集中」が事業ポートフォリオ管理の主目的）。
- 「集中と選択」の判断軸のひとつは資本コストを上回っているか。よって、ROIC、ROIC Spread、EVAを評価軸として使用するケースが多い。
- 日本企業はそもそもPLでしか各事業の位置付けを把握できていないので、①②よりも前に「③各事業の位置付けの見える化」から開始するケースが多い。

# 事業ポートフォリオ評価には代表的な3つの型が存在する



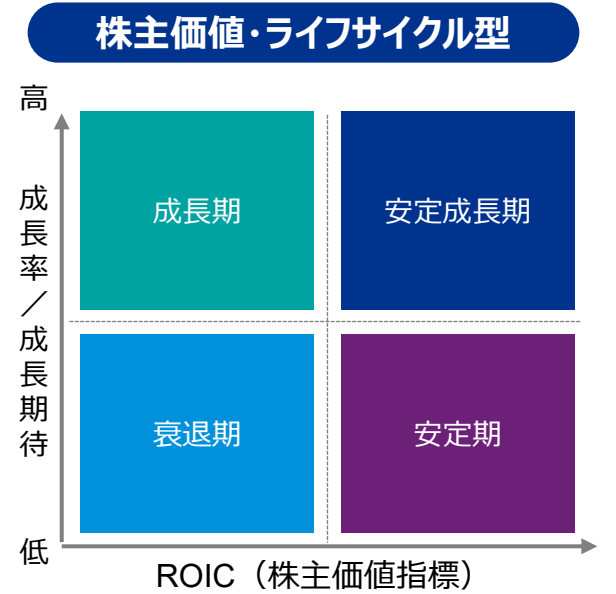
- 評価基準がわかりやすく、算定も容易
- 指標を集約しているため、負け犬事業の責任者の納得性が低い
- 企業価値（株主価値）の視点は明示的には入っていない

事業視点が強い



- 企業の価値観に基づく評価基準を設定できる
- データ取得と評点が難しい（定性的な判断が入る余地が大きい）
- この考え方を応用して企業価値（株主価値）の視点を取り入れるケースもある

事業視点が強い



- 事業の位置付けをライフサイクルに当てはめて考えることができる
- 資本効率と戦略的視点が担保されている
- 資本効率指標は率指標なので、創出している企業価値の規模感の視点を入れるためにEVAを併用するのがよい

財務視点が強い

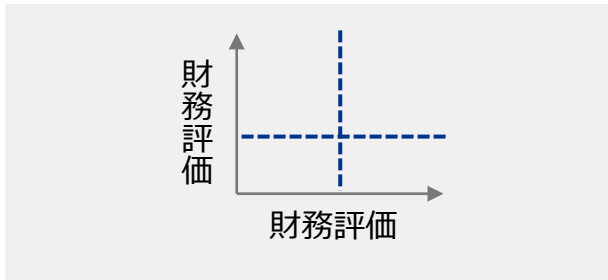
# 事業ポートフォリオの評価方法として「1面評価」「2面評価」の2つのアプローチがある

財務評価

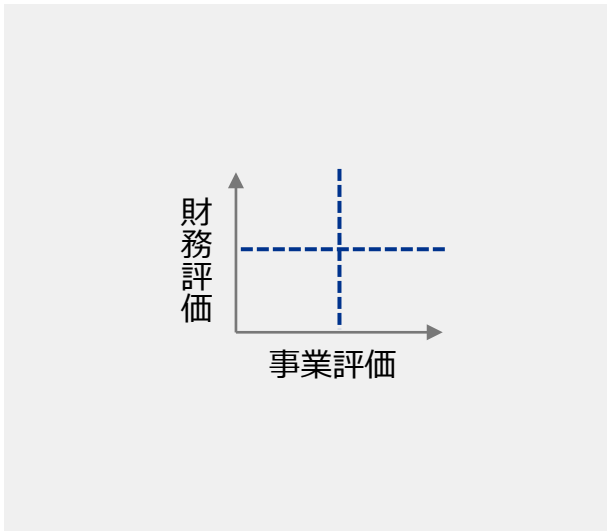
事業評価

## 1面評価

アプローチ①  
財務評価  
1面型

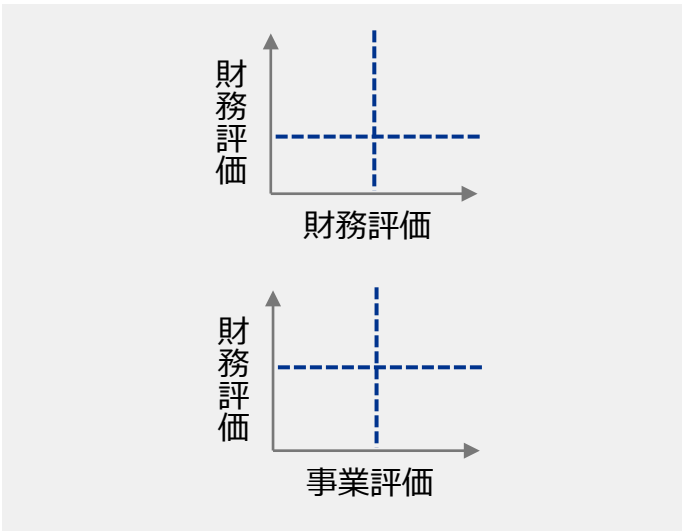


アプローチ②  
財務+事業評価  
1面型



## 2面評価

アプローチ③  
財務+事業評価  
2面型



メリット

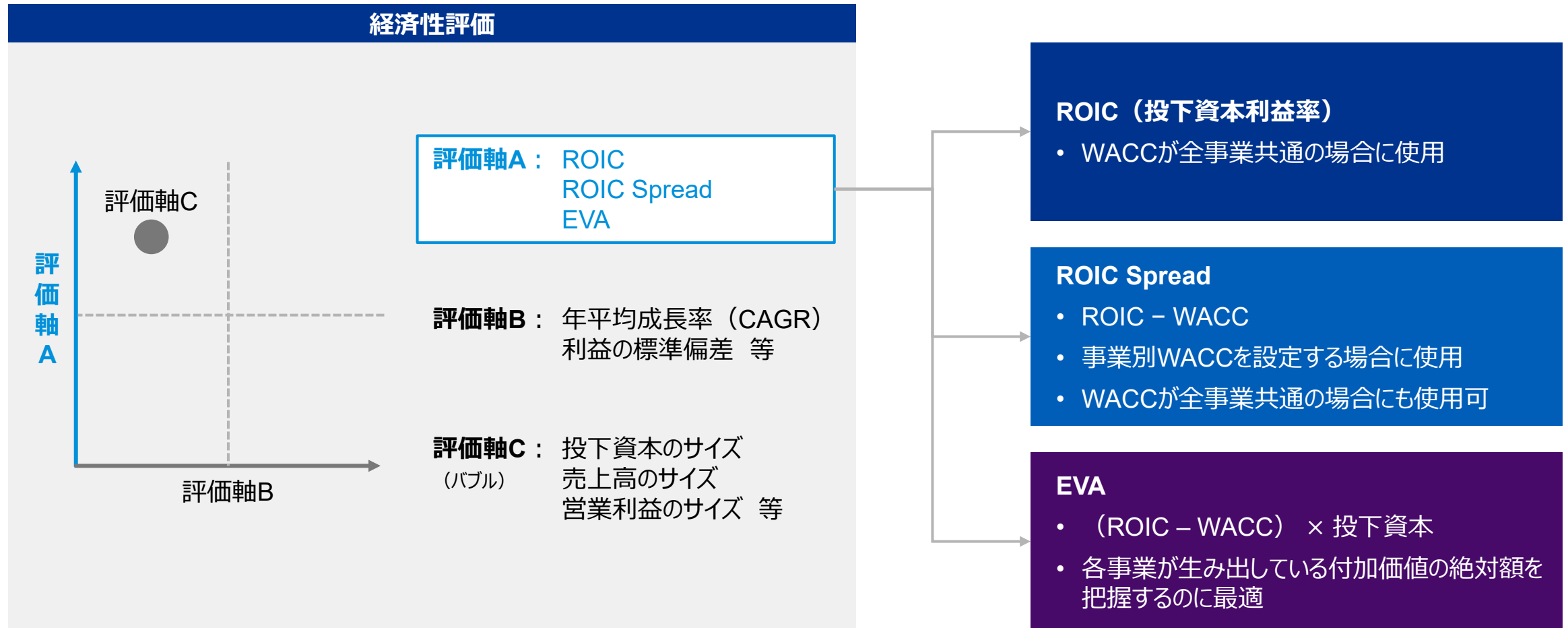
デメリット

- 作成と管理が比較的容易
- 評価視点が限られる

- 評価の視点が広がる
- 作成の難度が上昇する

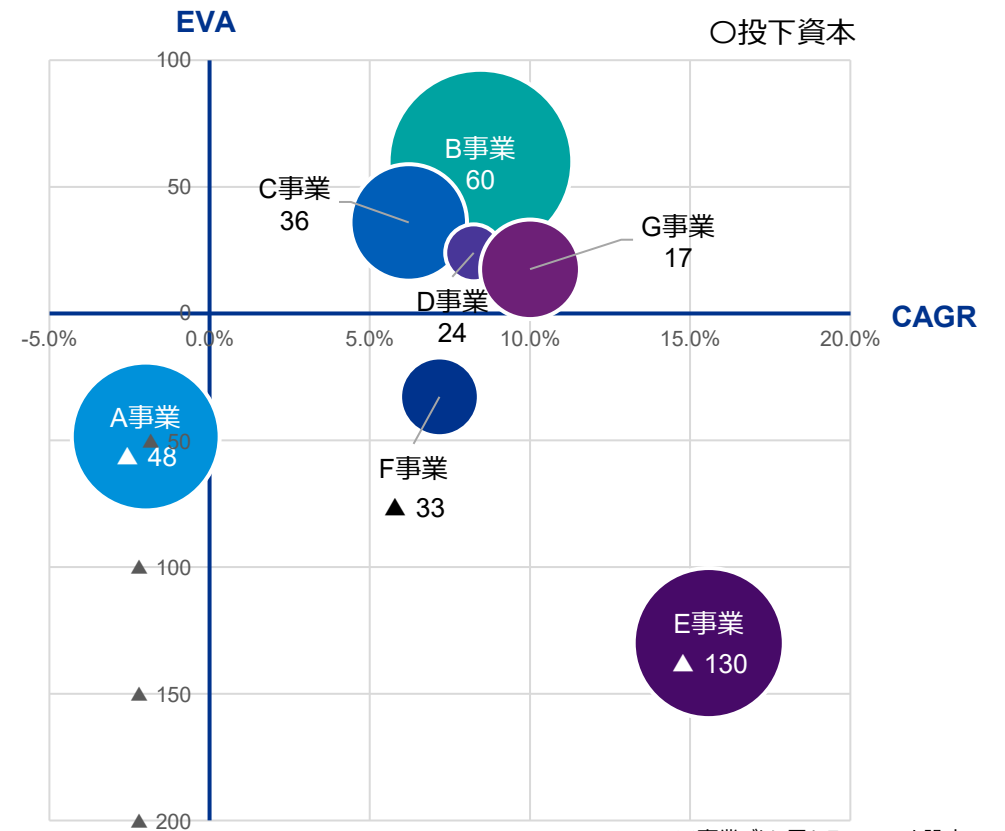
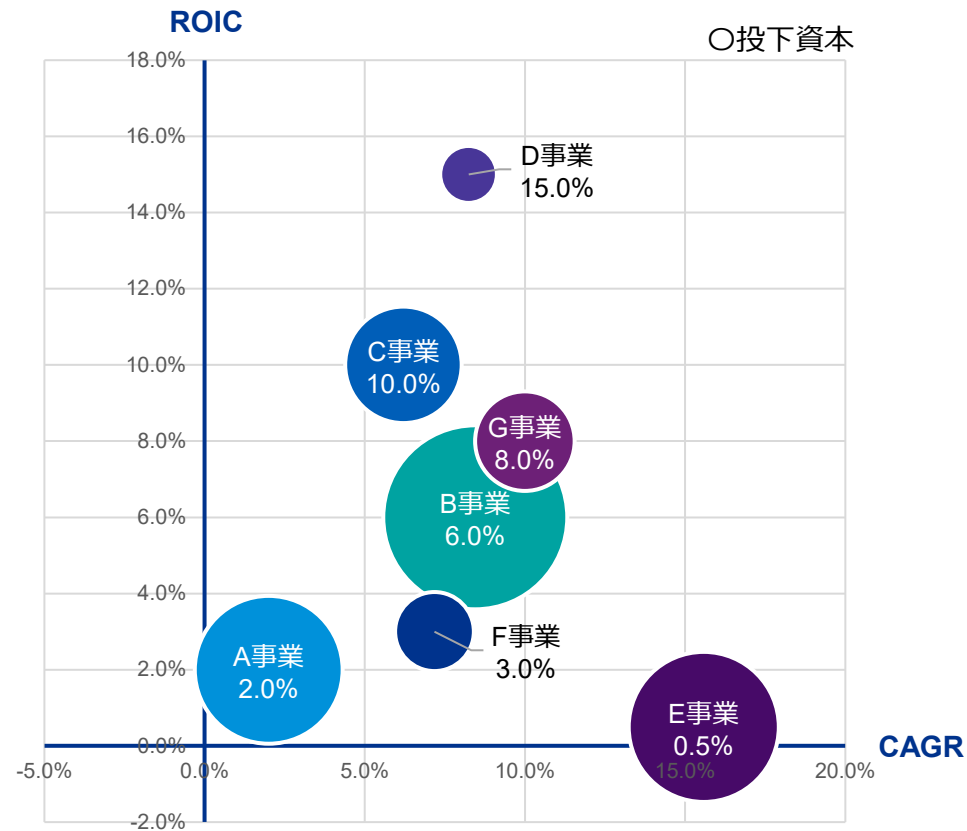
- 財務と事業を分けて議論しやすい
- 財務と事業評価の象限が異なる場合の取扱いの判断が難しい

経済性評価には「企業価値視点」を入れる必要があり、ROIC、ROIC Spread、EVAのいずれかを活用するのは必須である





高ROIC = 高EVAとは限らない。事業ポートフォリオ評価において企業価値への貢献度合いを見える化するのであればEVAを使用するのがよい

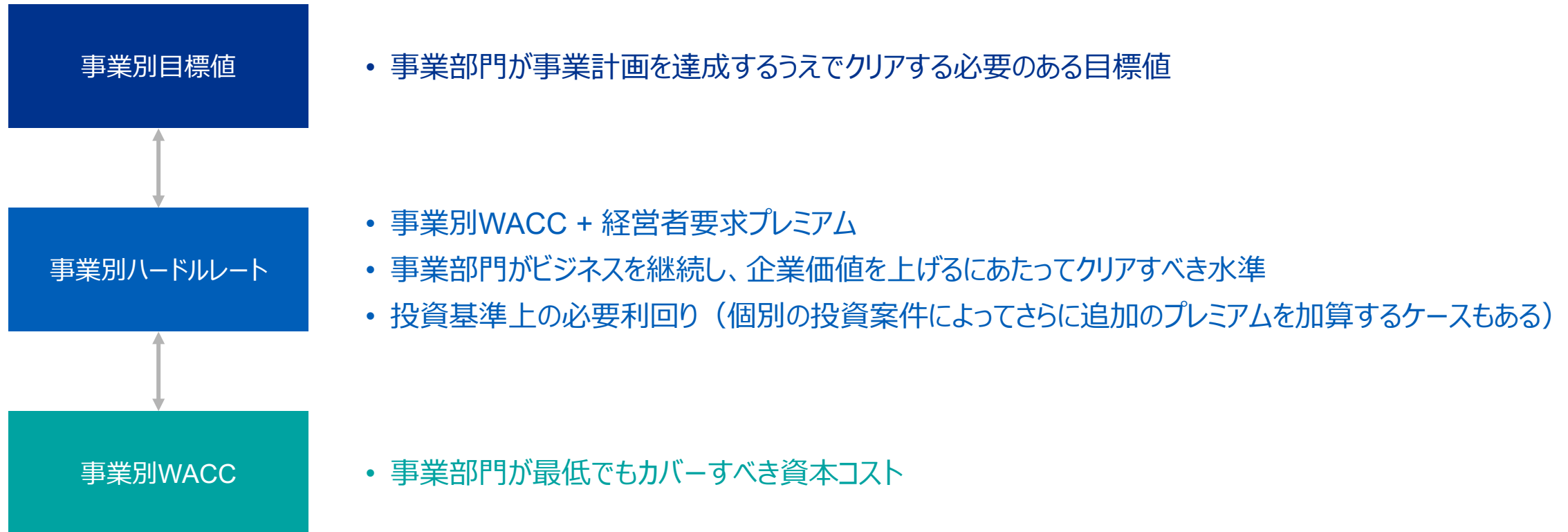


※事業ごとに異なるWACCを設定

**B事業はROICは中程度でもEVAは最も高く、企業価値を牽引**

「WACC」と「ハードルレート」は別物である。WACCにプレミアムを乗せたものがハードルレートであり、事業ポートフォリオ評価においてどちらを閾値に使用するかを決定する必要がある

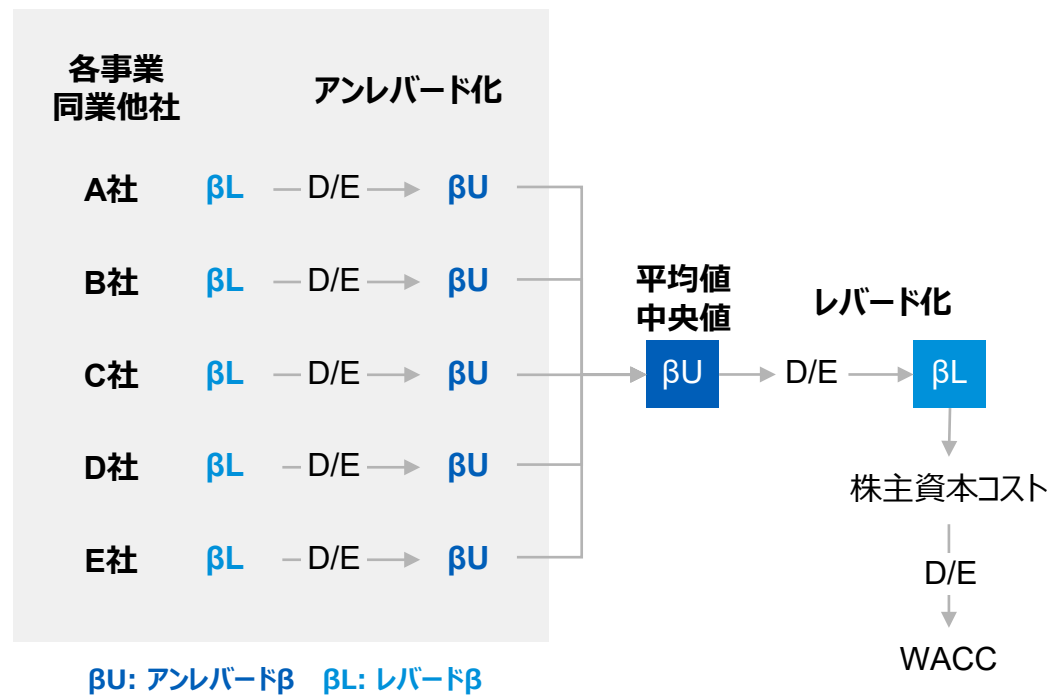
### WACCとハードルレートの関係



# 事業別WACCの代表的な設定方法としてアンレバードβ・事業別D/Eレシオを活用したもの等があるが、絶対的な解はないため多角的に検証する必要がある

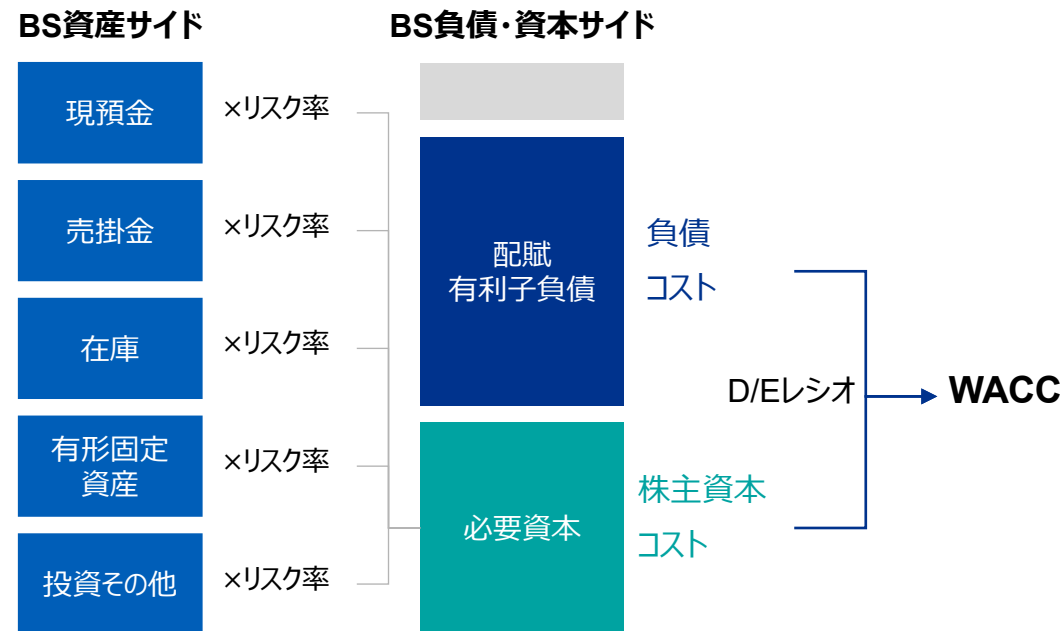
## ①アンレバードβによる事業別WACCの算出

- アンレバードβを起点としたファイナンス理論に基づく最もオーソドックスな事業別WACCの算出方法により、各事業のWACCを算出する。



## ②事業別D/Eレシオによる事業別WACCの算出

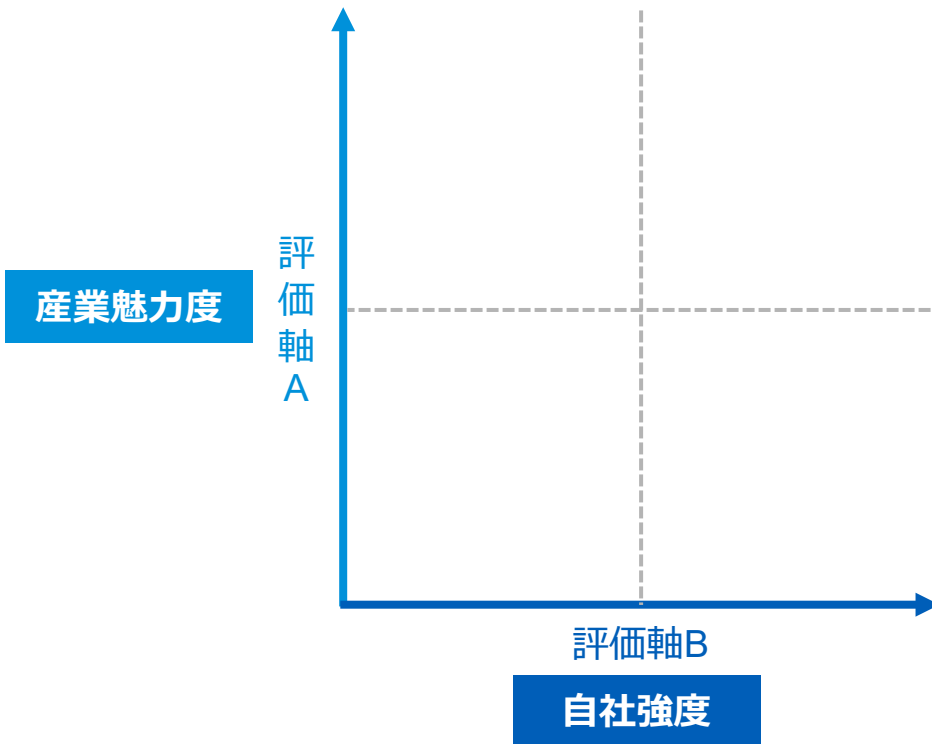
- 事業リスクは最適なD/EレシオをもってBS上支えるという考え方から、事業ごとにD/Eレシオを算出したうえで、事業別WACCを算出する。



※事業別WACCの算出方法は上記①②以外にさまざまな応用手法が存在する。

事業性評価は、経済性評価では拾いきれない潜在ポテンシャルをもつ事業や財務結果は良いが先行きの見通しが明るくない事業等を客観的に浮き彫りにすることで、財務のみで評価する潜在リスクをカバーできる

事業性評価



**評価軸A :** 市場成長率  
市場規模  
市場のボラティリティ 等

**評価軸B :** 市場シェア  
相対シェア  
市場ポジション  
相対利益率 等

Or / and  
ESG評価

事業性評価には「産業魅力度」および「自社強度」といった多様な視点を  
織り込むことが可能である

評価軸

01 産業魅力度



02 自社強度

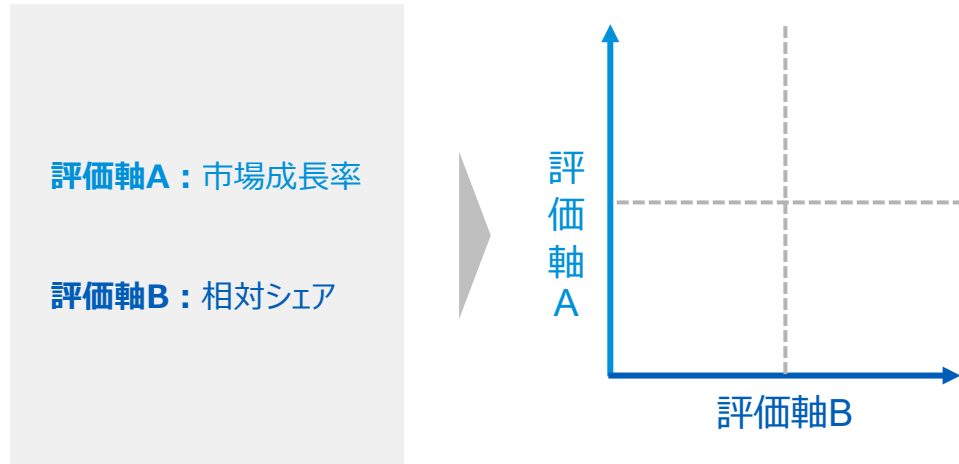
評価項目（例）

- 市場規模・成長性
  - 業界内の競合
  - 参入障壁
  - 製品の代替脅威
  - サプライヤーの交渉力
  - 顧客の交渉力 等
- 
- 市場シェア（過去、現在、将来）
  - 競争優位性
  - 業績推移（利益率、利益成長、CF、ROIC Spr）
  - 減損発生状況 等

事業性評価には「標準評価アプローチ」と「多面評価アプローチ」がある。  
多面評価アプローチは複数の要素を織り込むことが可能である一方で、  
評価が複雑になりすぎたり恣意性が入る余地が大きくなる

標準評価アプローチ（1軸 = 1要素で評価）

評価要素を2つに限定

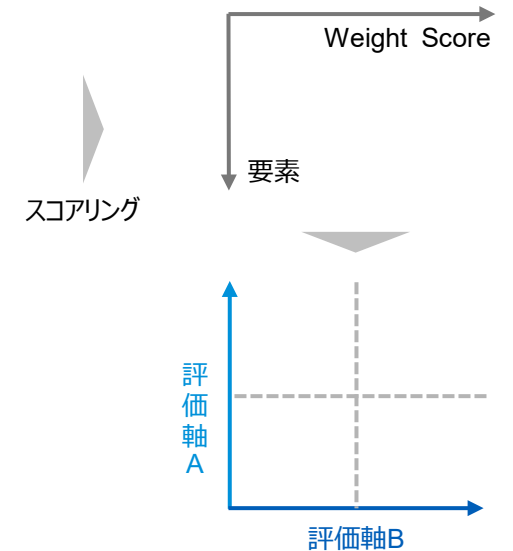


- 評価要素が絞られるため評価がシンプルでわかりやすい。
- 客観的に取れるデータを活用すればさらに有効である。

多面評価アプローチ（1軸 = 複数要素で評価）

評価要素を複数設定

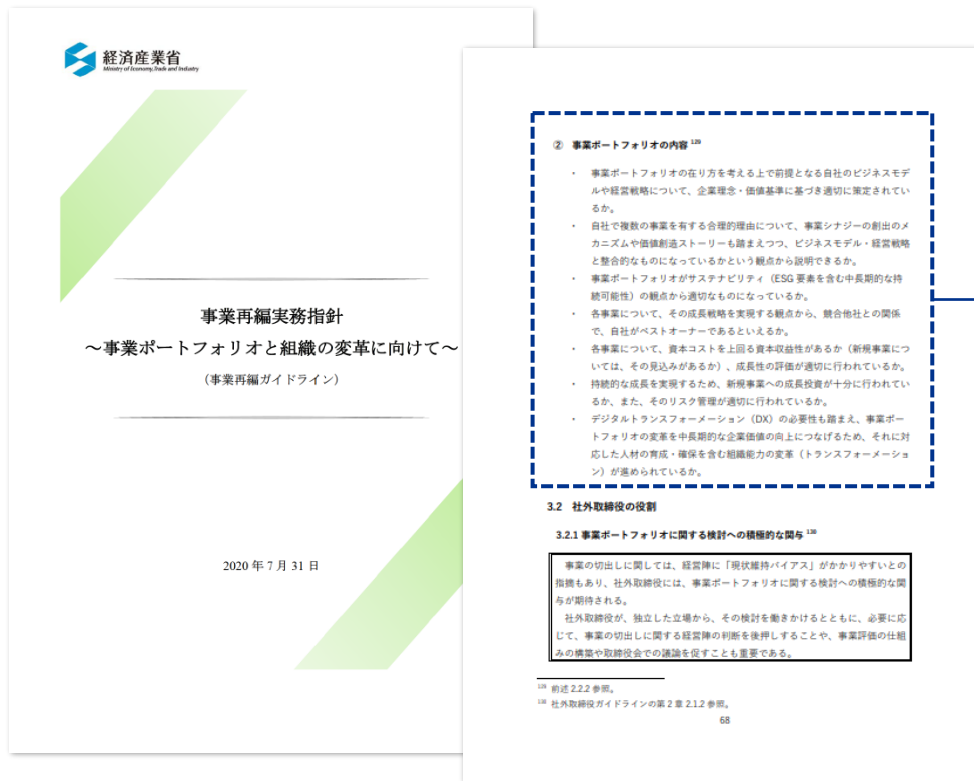
- 評価軸A : 市場成長率  
市場規模  
市場のボラティリティ
- 評価軸B : 相対シェア  
市場ポジション  
相対利益率



- 市場と自社の競争優位性を複数の視点から見ることで、精度の高い分析が可能であるがスコアリングの過程で恣意性が入る余地が大きく、評価の前提条件に留意する必要がある。

# 「事業再編ガイドライン」は事業ポートフォリオの構築においてESG要素を含む中長期的な持続可能性の視点を盛り込むことの必要性について言及している

## 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)

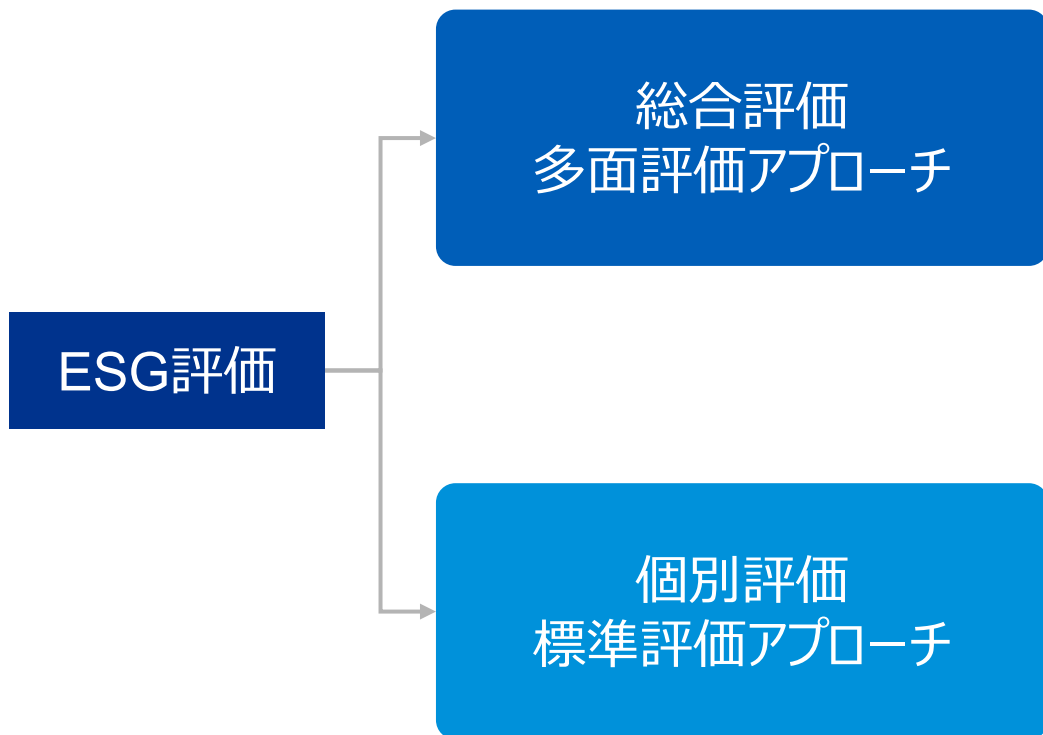


### ② 事業ポートフォリオの内容

- 事業ポートフォリオの在り方を考える上で前提となる自社のビジネスモデルや経営戦略について、企業理念・価値基準に基づき適切に策定されているか。
- 自社で複数の事業を有する合理的理由について、事業シナジーの創出のメカニズムや価値創造ストーリーも踏まえつつ、ビジネスモデル・経営戦略と統合的なものになっているかという観点から説明できるか。
- 事業ポートフォリオがサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の観点から適切なものになっているか。**
- 各事業について、その成長戦略を実現する観点から、競合他社との関係で、自社がベストオーナーであるといえるか。
- 各事業について、資本コストを上回る資本収益性があるか（新規事業については、その見込みがあるか）、成長性の評価が適切に行われているか。**
- 持続的な成長を実現するため、新規事業への成長投資が十分に行われているか、また、そのリスク管理が適切に行われているか。
- デジタルトランスフォーメーション（DX）の必要性も踏まえ、事業ポートフォリオの変革を中長期的な企業価値の向上につなげるため、それに対応した人材の育成・確保を含む組織能力の変革（トランスフォーメーション）が進められているか。

Source : 経済産業省「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）」2020年7月31日  
<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731003/20200731003-1.pdf>

# ESG評価も事業性評価と同様に総合的に評価するパターン（多面評価アプローチ）と個別のテーマに絞って評価するパターン（標準評価アプローチ）が存在する



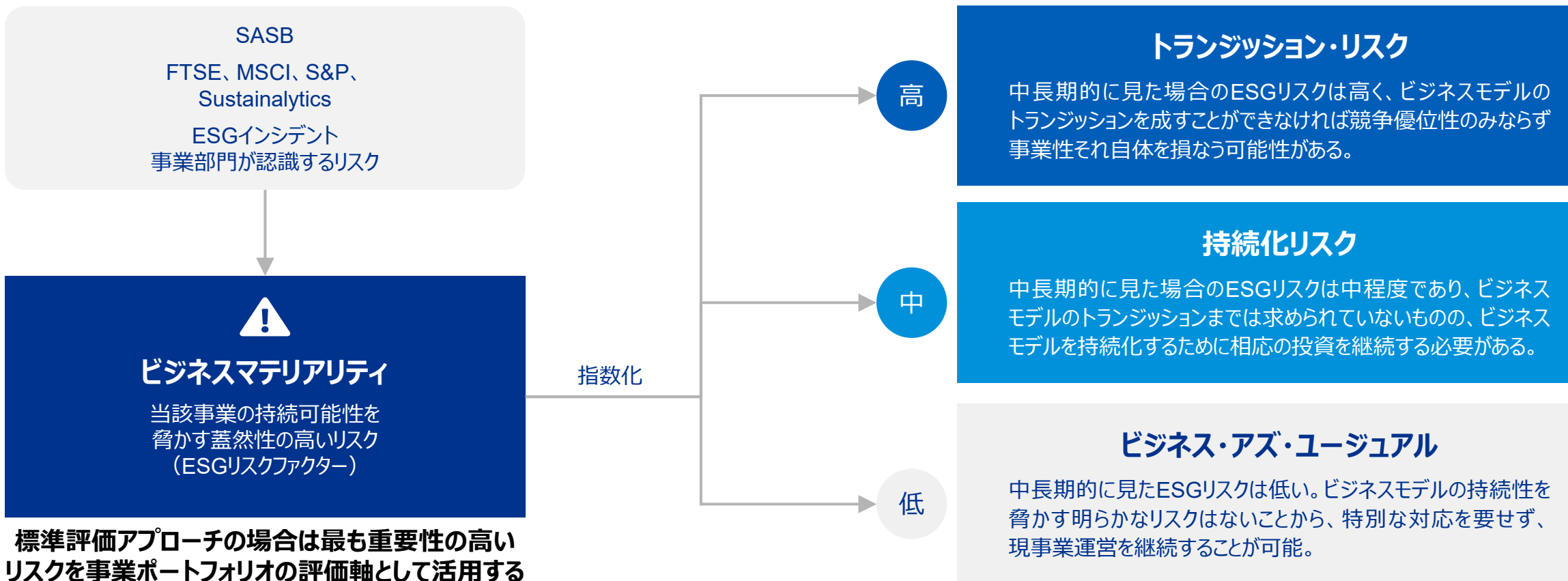
- ビジネスマテリアリティを特定したうえで、ESGリスクを総合指数として算出する。
- ESGを総合的に評価できる一方で、指数化にあたって前提条件を設ける必要があり、恣意性が入りやすい。

- ビジネスマテリアリティのうち、最も重要なESGテーマに限定して評価する（GHG排出量等）。
- 最も重要なESGテーマに限定する分、評価はしやすくなる一方で、他のESGリスクをカバーできない可能性がある。



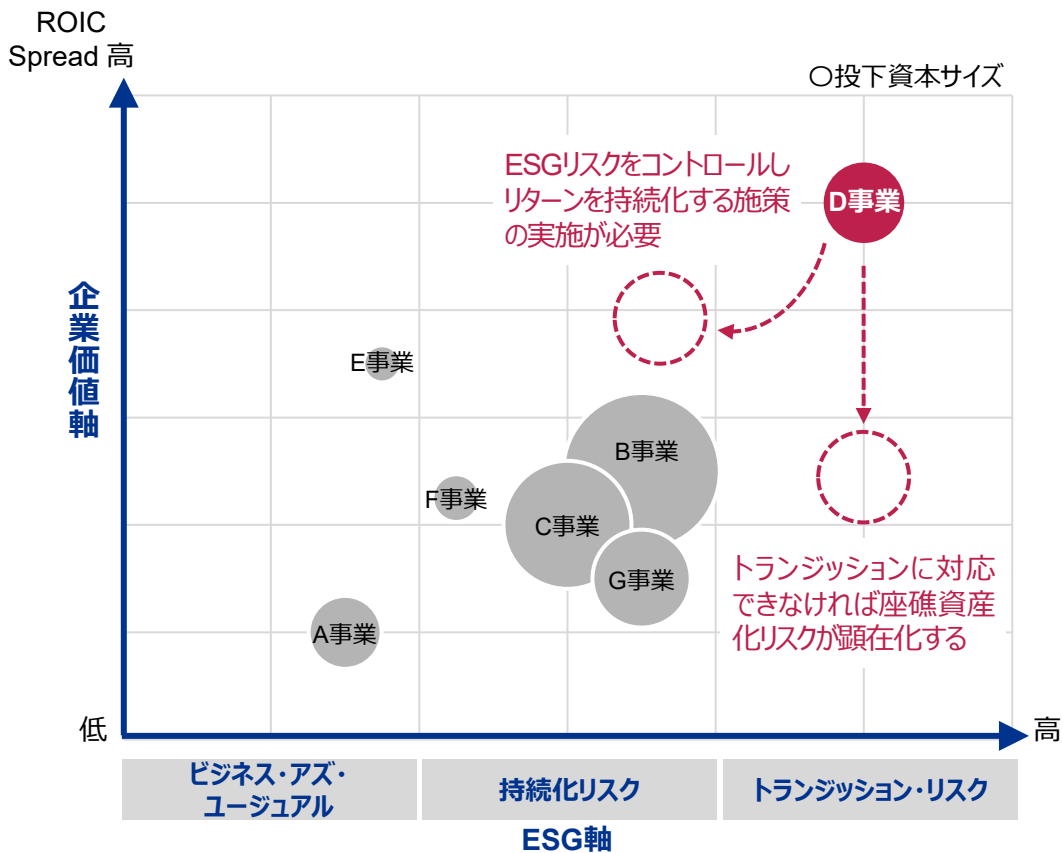
# ESGは事業ごとのビジネスマテリアリティをまずは特定する必要がある。 多面評価アプローチの場合は指数化が必要になる

多面評価アプローチを活用する場合にはESGリスクを指数化し分類する



# ESGリスクを事業ポートフォリオの評価軸とすることで企業価値とESGリスクの関係性が視覚化できる

## 事業ポートフォリオの評価軸のひとつとしてESG軸を設定したケース（例）

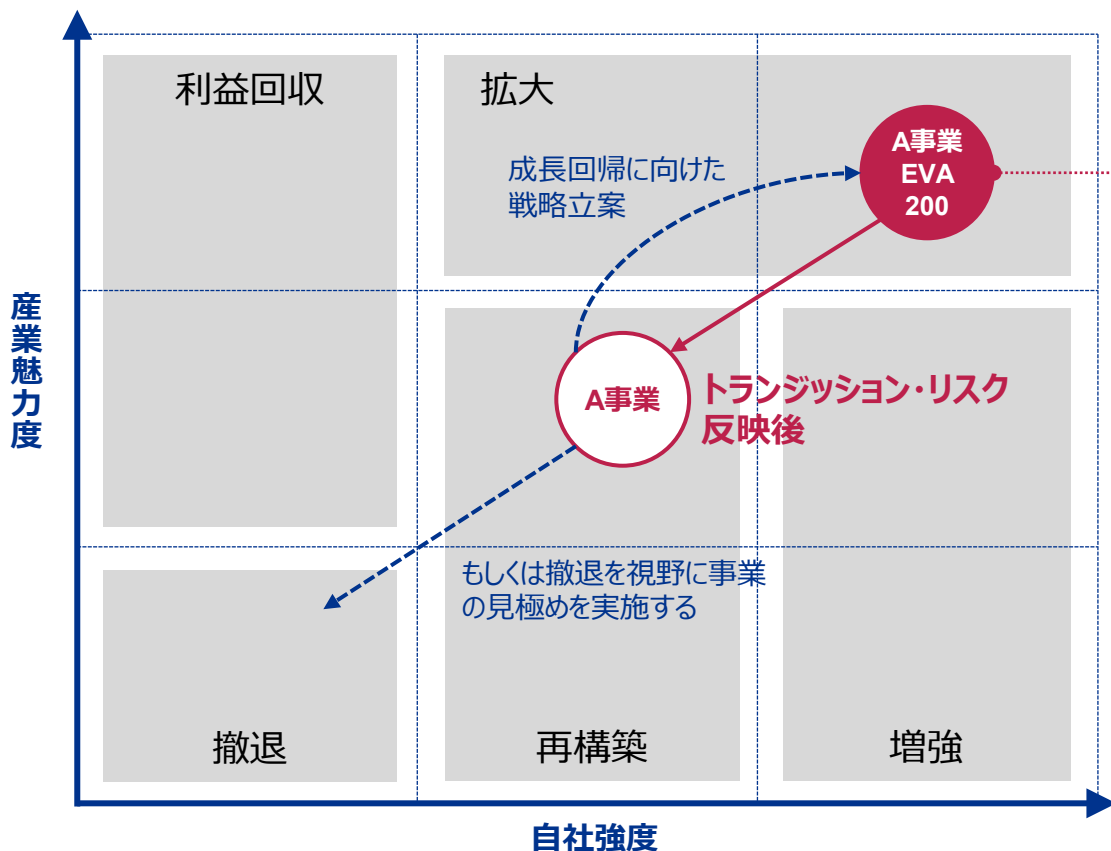


- 財務評価はROIC SpreadやEVA等といった企業価値軸を用いた評価方法（一般的にはROIC Spread×成長率等 定量評価軸を掛け合わせて評価する）。
- 企業価値評価軸とESG軸を掛け合わせることで、リターンとESGリスクを踏まえた事業の位置付けを視覚化できる。

評価アプローチは「標準評価アプローチ」「多面評価アプローチ」のいずれでも可能

# 多面評価アプローチにてESGリスクを評価した場合、事業性評価の一環としてESGリスクが各事業にどのような影響を及ぼすかを視覚化することができる

事業ポートフォリオの事業性評価にESGリスクを反映させるケース（例）



- A事業の場合、ESGリスクが高い＝トランジション・リスクを抱えており、事業のポジショニングは大きく下がる可能性がある。
- A事業は成長回帰に向けて、どのようにトランジションを成していくのかを事業戦略として検討していく必要がある（もしくは追加投資はせず、撤退を視野に事業の見極めを行う）。

- ◆ 事業性評価は「産業魅力度」×「自社強度」を指数化した評価方法。
- ◆ 事業性評価にESGリスクを織り込み再指数化することによって、ESGリスクが事業の位置付けに及ぼす影響を視覚化できる。

# 事業ポートフォリオ評価におけるESG軸は標準評価アプローチの方が評価の透明性が確保しやすい。昨今の情勢を踏まえると炭素リスクの評価は必須である

## ESG評価の一般的な特徴

- GHG排出量や取水・排水量など、定量的なデータが得られるのはEの領域が多い。
- S領域は連結全体で横串を刺して取り組んでいる（あるいは取組みを進めようとしている）トピックスが多く、事業単独で評価するのに適さないものも多い（責任ある調達やサプライチェーン等）。
- G領域もS領域同様に連結全体で取組みを進めているトピックスが大部分を占めている（企業行動規範、腐敗防止等）。また、コーポレートガバナンスは事業別評価にそもそも適さない。
- E・S・Gの各領域から抽出されるデータ等は相互に打ち消し合う性質のものではない（GHG排出量の削減に取り組んでいるからといって人権リスクが軽減されるわけではない）。

## ESG評価軸についての考察

- ◆ 事業ポートフォリオ評価に使用するためにはすべての事業について客観的かつ定期的なデータが取得可能である必要がある。それを踏まえるとE領域は他の領域と比較して事業ポートフォリオ評価に織り込みやすい。
- ◆ ESGは性質が異なるものが混在しているため、標準評価アプローチの方が評価の透明性を確保しやすいケースがある。
- ◆ 昨今の情勢を踏まえると炭素リスクは避けて通れないため、事業ポートフォリオ評価に炭素リスクへの対応状況を反映するのが望ましい。

# 「ICP調整後ROIC」を活用することで炭素リスク考慮後のリターンを事業ポートフォリオ評価に反映することができる

$$\text{ICP調整後 ROIC} = \frac{\text{営業利益} - \text{ICP}^*}{\text{投下資本}}$$

\*ICP インターナルカーボンプライシング

- CO<sub>2</sub>排出量を事業ごとに区分できれば、事業ごとにICP調整後ROICを算出し、炭素排出のインパクトを事業ポートフォリオ評価に反映することが可能とある。

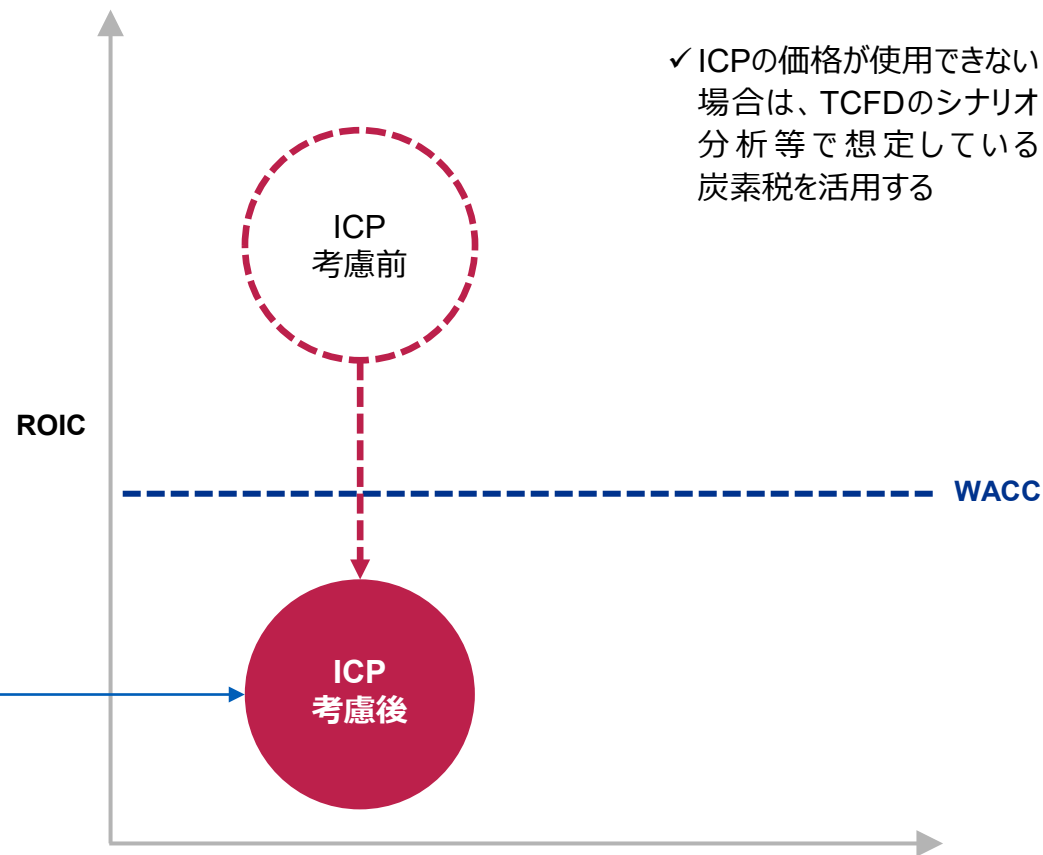
拠点ごとに Scope1・2を算出

事業ごとにScope1・2を区分

ICPの価格を乗じることにより事業別のICPインパクトを把握

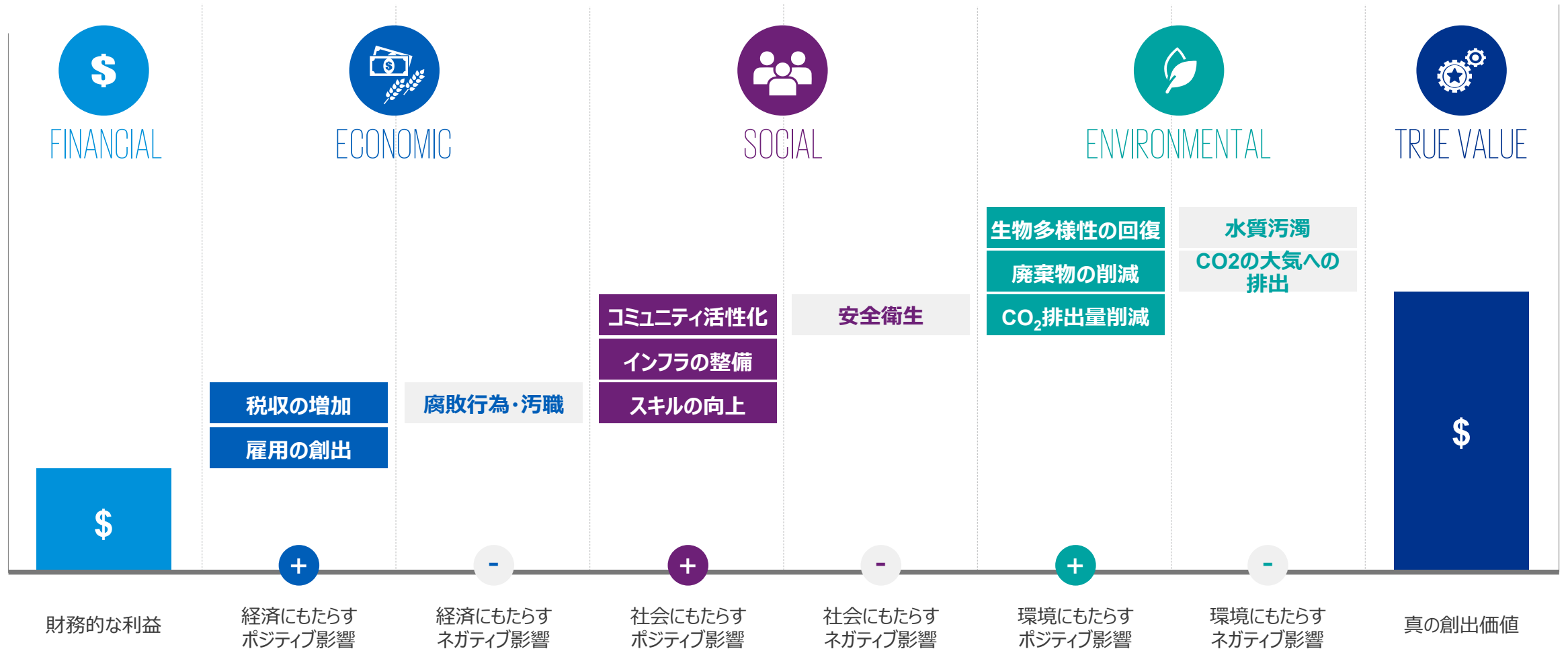
ICP考慮後ROICを算出

## ICP調整後ROICを活用した事業ポートフォリオ評価



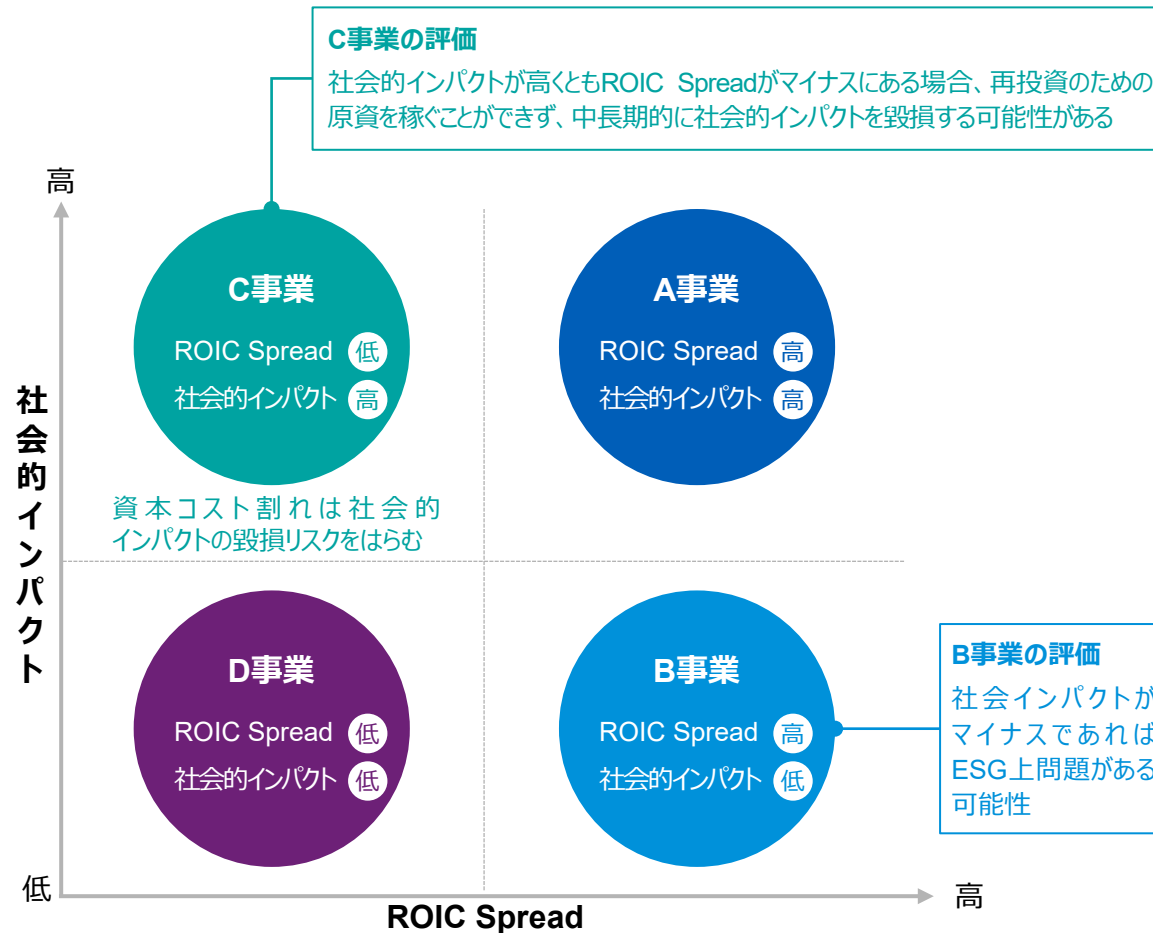
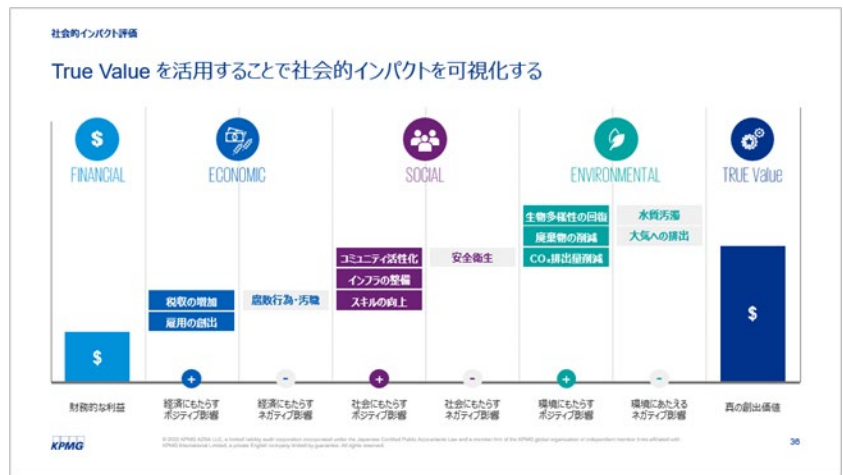
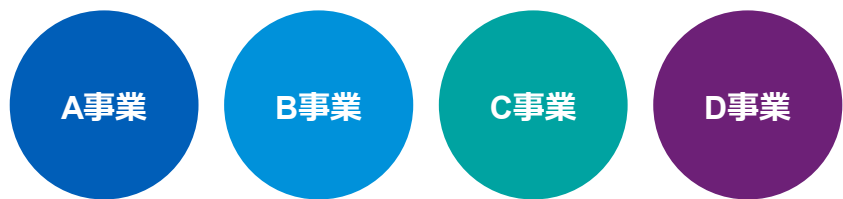
✓ ICPの価格が使用できない場合は、TCFDのシナリオ分析等で想定している炭素税を活用する

# TRUE VALUE を活用することで社会的インパクトを可視化する



# 事業ポートフォリオの評価軸に社会的インパクトの視点を取り入れ、ROIC Spread と社会的インパクトが両立するかを評価することができる

## 事業ごとに社会点インパクト (True Value) を算出

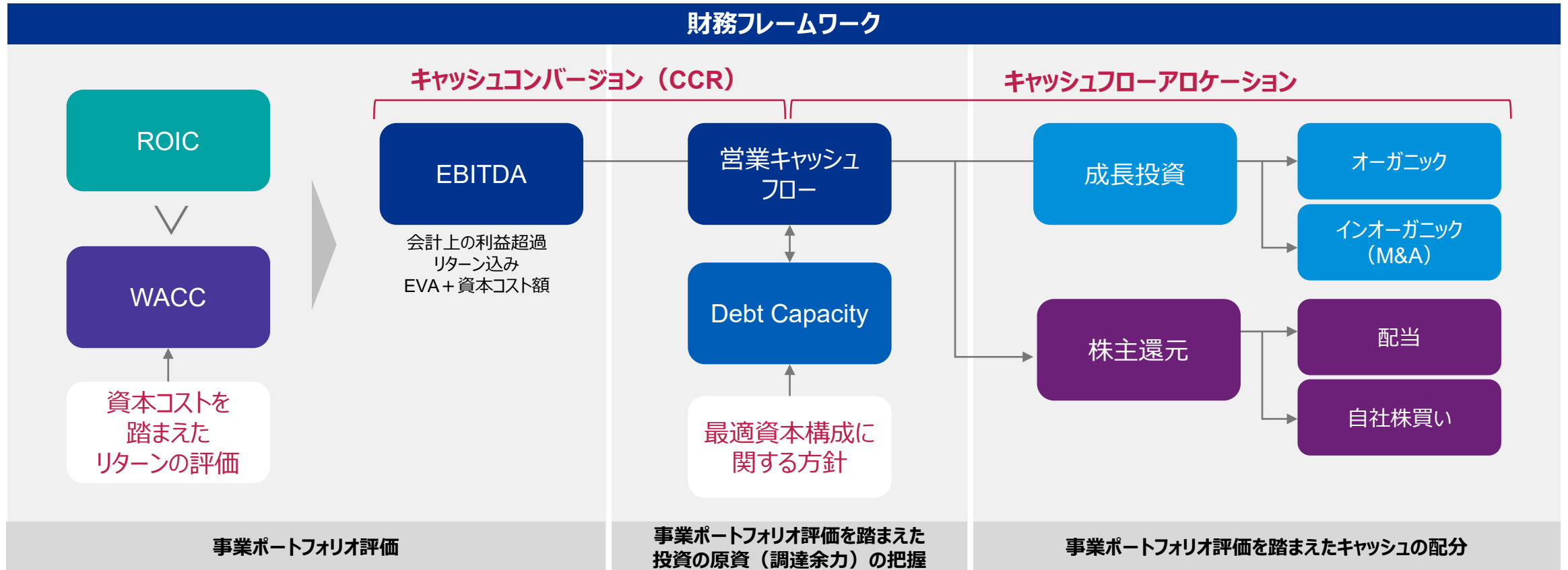




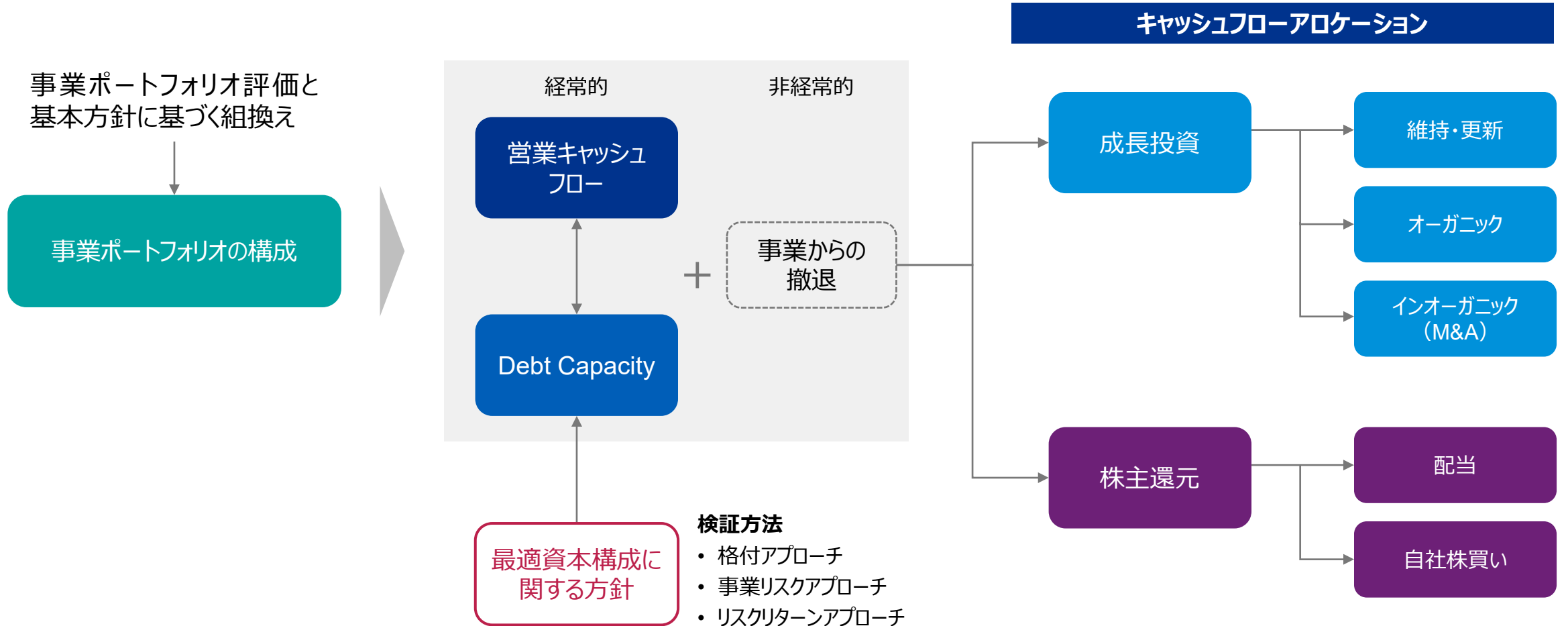
### 3. 事業ポートフォリオの評価プロセスと留意点



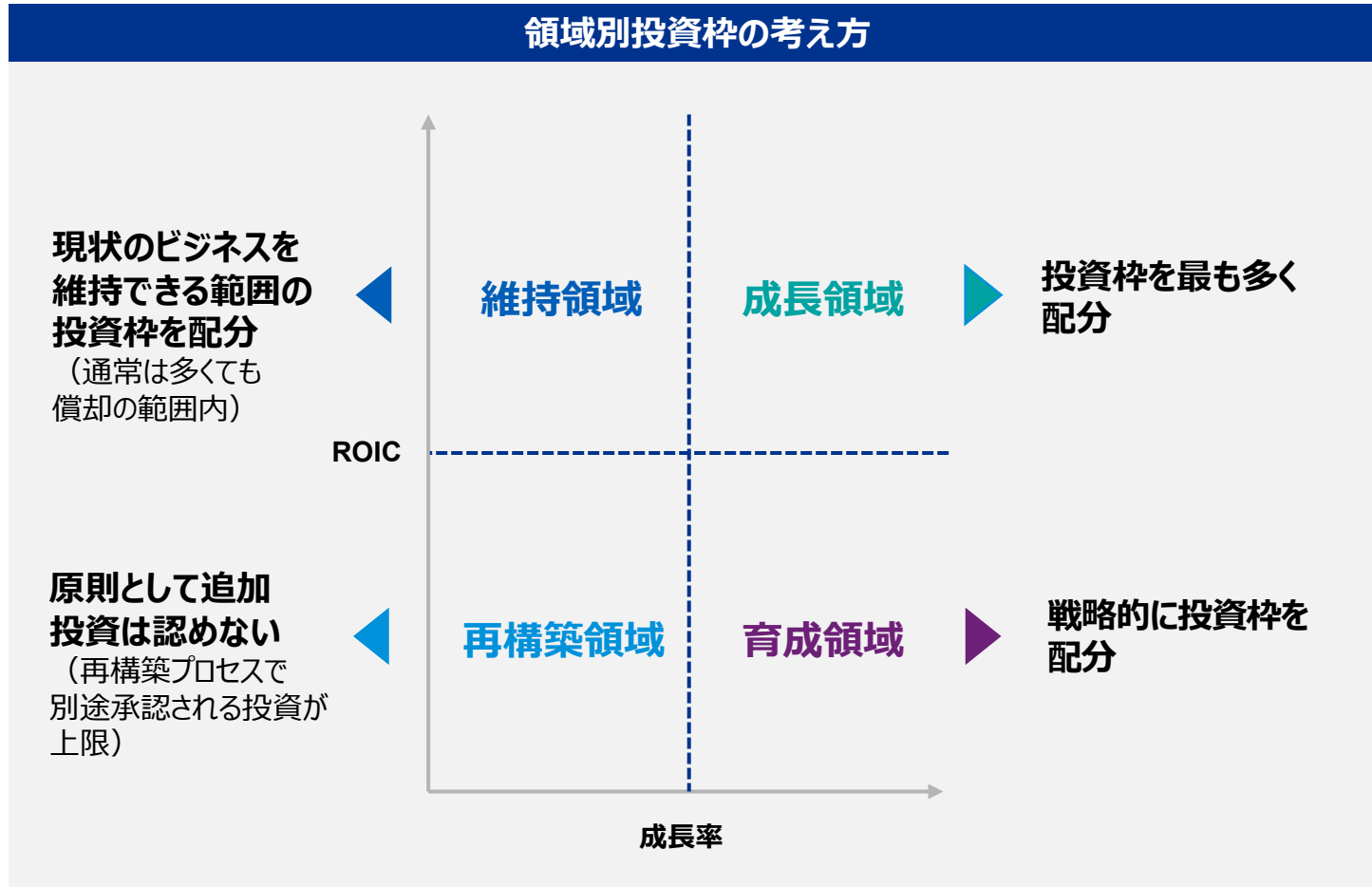
財務フレームワークは「資本コストを踏まえたリターンの評価（キャッシュリターン）」  
 「キャッシュコンバージョン」「最適資本構成」「キャッシュフローアロケーション」を一体的に  
 捉えた財務の枠組みであり、事業ポートフォリオ評価と密接に関連する



# 事業ポートフォリオの組換えにあたってはそれを支える最適資本構成の方針と 事業ポートフォリオ評価と連動したキャッシュフローアロケーションが必要

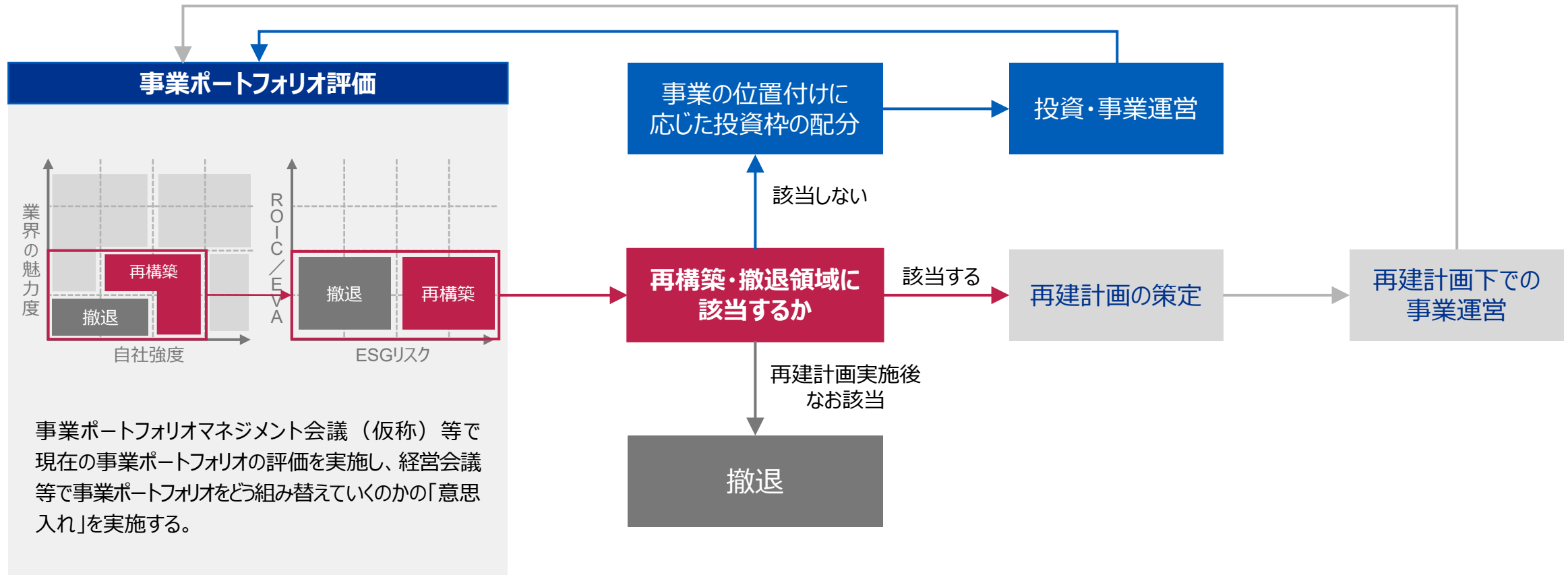


# 事業ポートフォリオの領域別に投資枠の方針を念頭に個々の事業について PL・BS計画の策定が必要



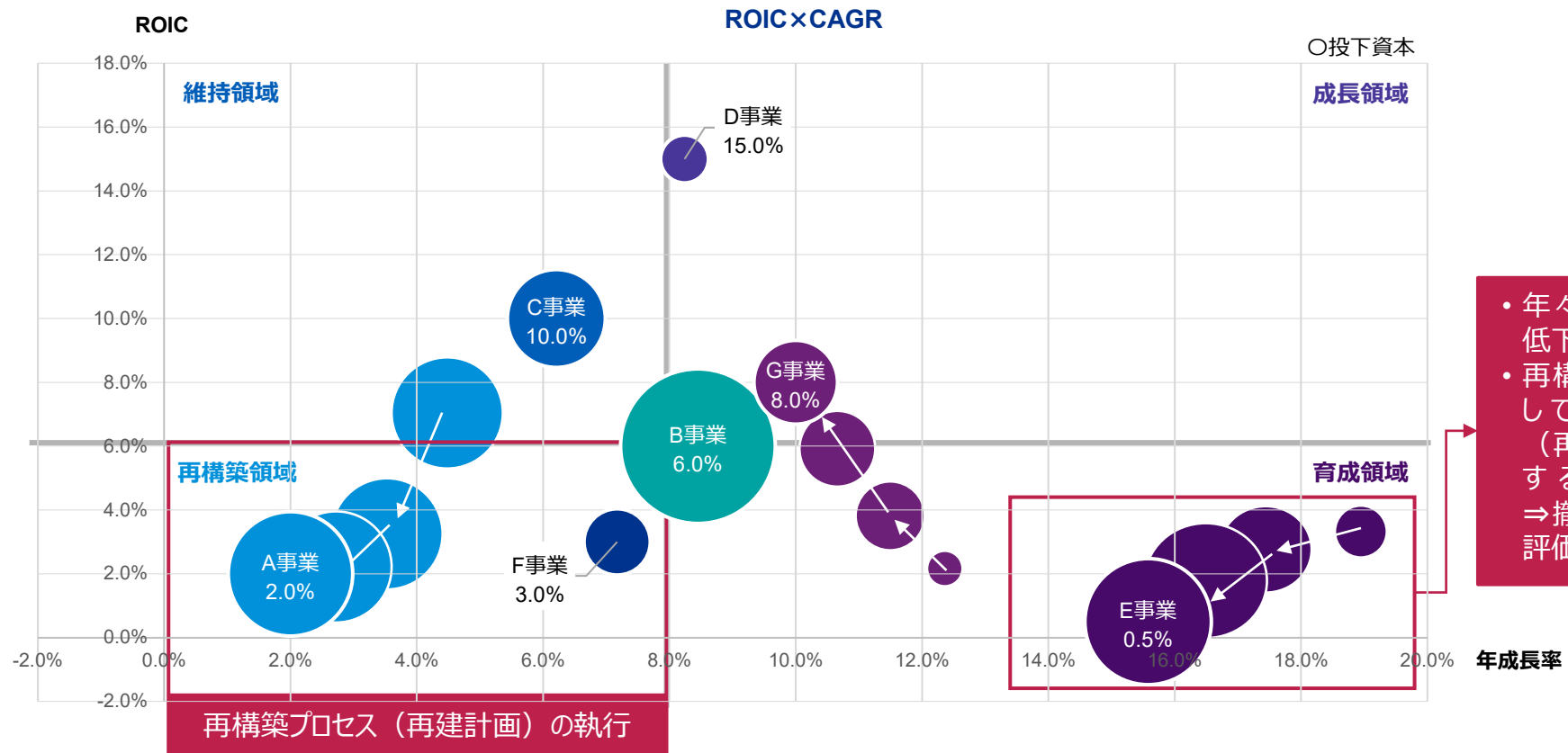
- 領域別投資枠はその方針の決定には適しているが、投資枠（額）それ自体を領域別に決めることができるわけではない。（領域によって事業の規模や数、投資戦略が異なるため）
- どの事業にどれだけ投資を行い、どれだけのリターンを見込むのかは事業ごとに個別に検討する必要がある。
- 領域別投資枠の考え方を念頭に事業戦略を立案するとともに、事業別にPL・BS計画（予算）を作成すべきである。
- 投資額はキャッシュフローアロケーションの「成長投資」の枠内に収める必要がある。

# 事業性評価・財務評価・ESG評価を総合的に加味した事業ポートフォリオの評価・運用プロセスを事業ポートフォリオマネジメント会議等を活用して推進していく必要がある



事業ポートフォリオは静態的に捉えるのではなく、過去～計画の推移を含めて動的に捉えたうえで評価し、かつ、撤退基準との整合性を図る必要がある

WACC 6%・CAGR 8%で象限を区分したケース



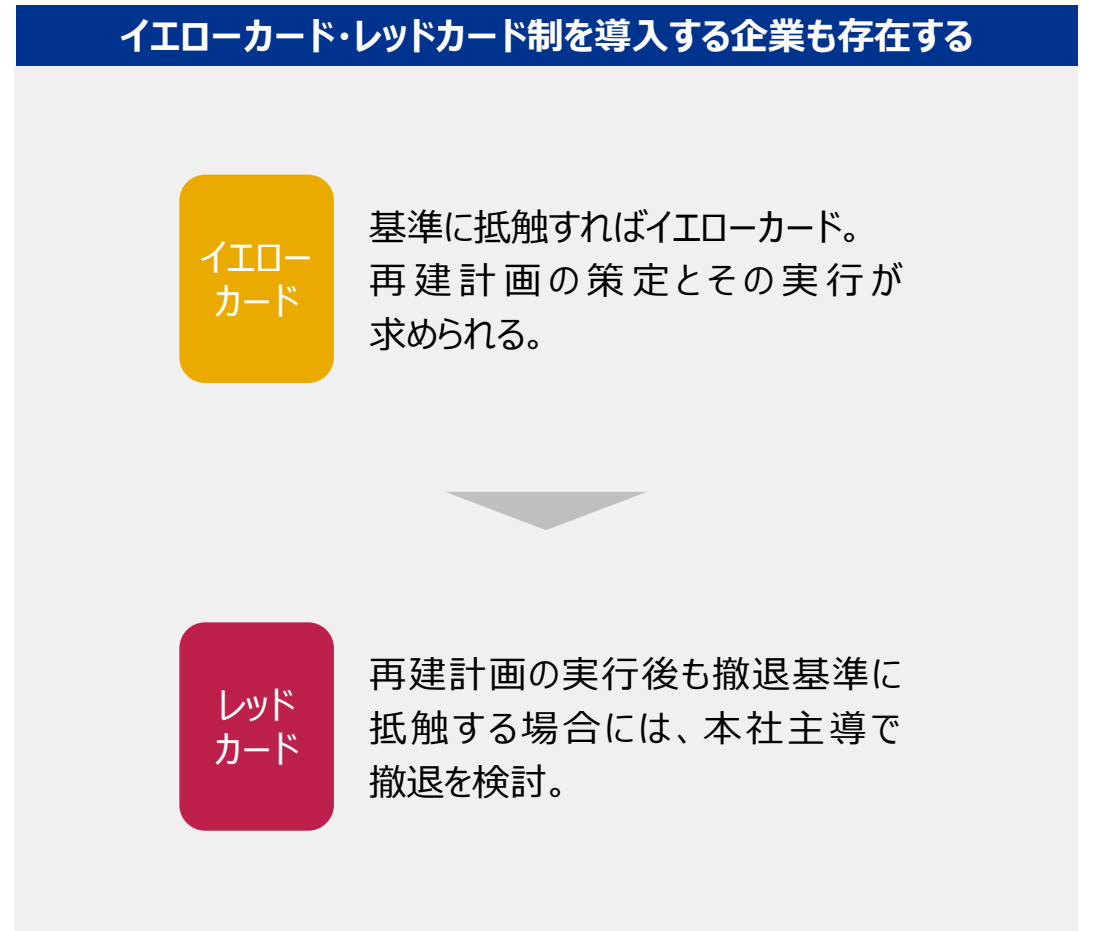
- 年々成長率とROICは低下。
- 再構築を要する事業として再構築プロセス（再建プラン）を執行する必要がある。  
⇒ 撤退基準と連動した評価が必要

撤退基準に抵触する時点ではすでに「時遅し」となっている可能性もある。定期的に事業ポートフォリオ評価を実施することで撤退基準に抵触する予兆をつかむことも重要

撤退基準の視点（例）	
視点（例）	基準（例）
PL	3か年赤字
資本コスト	3期連続でEVAマイナス or ROIC Spreadマイナス
キャッシュフロー	投資回収率が3期連続で計画対比50%未満
将来性視点	市場成長率マイナス、シェア下落

**撤退基準とは別に合わせて検討すべき論点**

- ① 撤退方法
- ② 撤退に付随するコストの考え方・評価方法（撤退コストを踏まえるとそもそも撤退が妥当か、という評価の論点）
- ③ 撤退に伴う共通費の再配賦と事業別評価の方法 等



## 「事業ポートフォリオ会議」や「投資パイプライン会議」を新たに設定する企業も出始めている

### 事業ポートフォリオ会議 (事業ポートフォリオマネジメント会議)

- 経営会議とは別の会議体として設定することで、「ノイズ」を排除し、事業ポートフォリオ評価に専念する体制を構築する。
- 自社の事業ポートフォリオの棚卸を実施し、各事業の位置付けの再評価、長期経営方針との整合性を確認する。
- 事業環境の動向や変化について報告する。
- 「再構築」にラベリングされた再建計画に関する進捗状況などを確認する。
- 全社の投資余力の状況を確認する。

### 投資パイプライン会議 (投資パイプライン管理委員会)

- 全事業部門の投資パイプラインを集約し経営が投資案件を俯瞰する。
- 事業ポートフォリオの方針に則り、パイプラインのうち優先的に投資すべき案件について確認する。

※企業によって会議体の呼称はさまざまです。

# 事業ポートフォリオ会議・投資パイプライン会議は取締役会や経営会議との役割分担を十分に考慮してその位置付けを明確化する必要がある





## まとめ – 事業ポートフォリオ評価のフレームワーク構築に向けて

- 事業ポートフォリオに関する基本的な方針を策定し・運用していくためには、自社の事業ポートフォリオの現状を正しく評価する必要がある。
- 事業ポートフォリオの評価方法には多様な組み合わせがあるが、自社の事業を評価するうえでも最も適切な評価軸を選ぶ必要がある。企業の目的が中長期的かつ持続的な企業価値向上である以上、ROIC SpreadやEVAの視点は不可欠である。
- 事業ポートフォリオがESGの観点から最適化されているかを評価するためにESGの評価軸を検討する必要がある。一方で、ESGは多様な論点を含んでおり、ビジネスマテリアリティの観点が重要になる。昨今の社会的な要請も踏まえ、炭素リスクは最低でもカバーする必要性がある。
- 事業ポートフォリオ評価をベースとして投資と撤退をバランスよく推進する必要がある。そのための仕組みとして、事業ポートフォリオ会議や投資パイプライン会議の設置も検討に値する。



セッション

3

# コングロマリット・プレミアムの創出

解説者

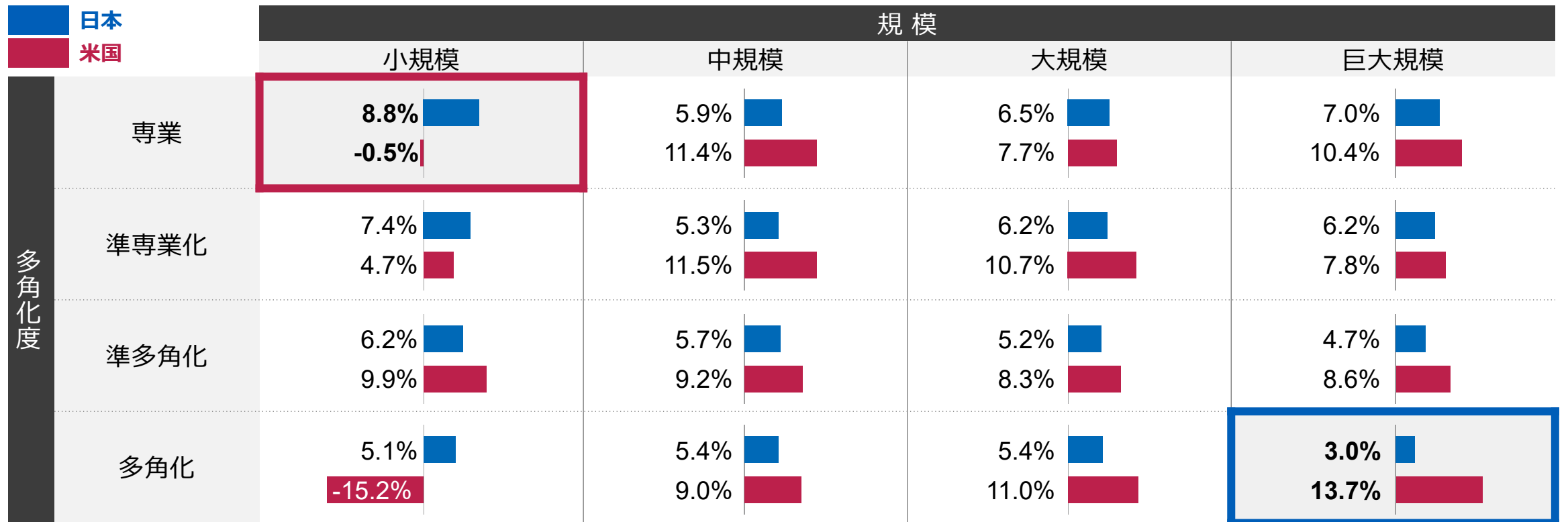
株式会社 KPMG FAS  
パートナー 岡本 准



Name	<b>岡本 准 Jun Okamoto</b>
Position	KPMGジャパン 製造業セクター統轄パートナー 株式会社 KPMG FAS Strategy group 執行役員パートナー
Education and qualifications	<p>事業ポートフォリオ再構築、新規事業展開・R&amp;D投資最適化、スタートアップ投資戦略、イノベーションマネジメントといった経営変革案件を専門とし、当該テーマにおける15年以上の経験を有する</p> <p>著書1：中央経済社（18年10月）『実践CVC』（共著）                  著書2：中央経済社（19年11月）『続・事業再編とバイアウト』（共著）                  著書3：中央経済社（21年2月）『実装CVC』（共著）</p> <p>けいはんなリサーチコンプレックス「KGAP + Batch5 - 7」メンター                  早稲田大学総合研究機構イノベーション・ファイナンス国際研究所招聘研究員</p> <p>和歌山大学 経済学部卒                  University of Wales Trinity Saint David, MBA                  東京工業大学 環境・社会理工学院 技術経営修士課程修了, MOT</p>
Experience	<p>■イノベーションマネジメント支援</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 大手産業機械メーカーのスタートアップ連携に関わる戦略リターン構想と実行基盤構築支援</li> <li>- 大手エレクトロニクスメーカーのCVC運営基盤構築支援</li> </ul> <p>■成長戦略策定支援</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- グローバル重電メーカーパワー半導体部材のオープン&amp;クローズ戦略策定支援</li> <li>- 半導体製造装置メーカー要素技術転用に関わる新規事業戦略策定支援</li> </ul> <p>■専門領域</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 製造業（エレクトロニクス、半導体、精密機器、重電）</li> <li>- Corporate Venture Capital</li> </ul>

# 日本企業は規模と多角度が高まるほど収益性が下がるコングロマリット・ディスカウント。 米国企業は真逆の傾向のコングロマリット・プレミアム

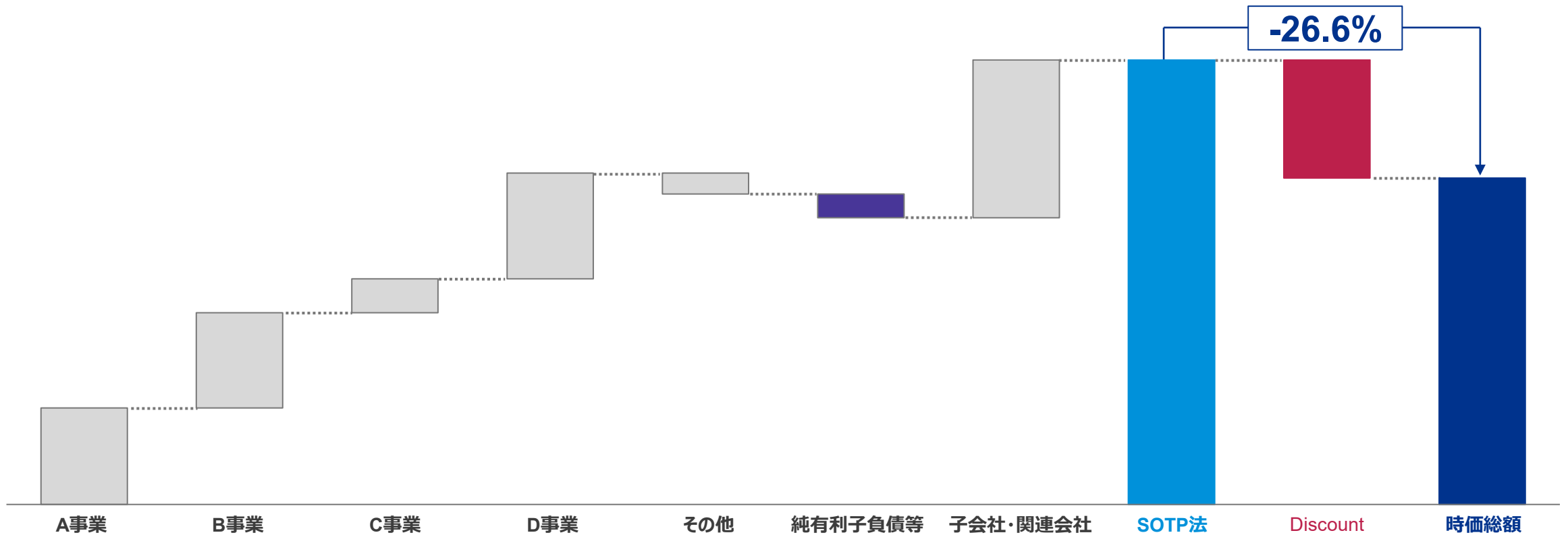
日米企業の規模・多角化度別の営業利益率（2000-2012年平均）



Source : 経済産業省「第1回事業再編研究会 - 未来投資会議関連資料」  
[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo\\_saihen/pdf/001\\_04\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jigyo_saihen/pdf/001_04_00.pdf)

製造業X社は、SOTP法（Sum of the parts）と時価総額を比較すると、約27%のDiscount Gapがあり、コングロマリット・ディスカウントとなっている

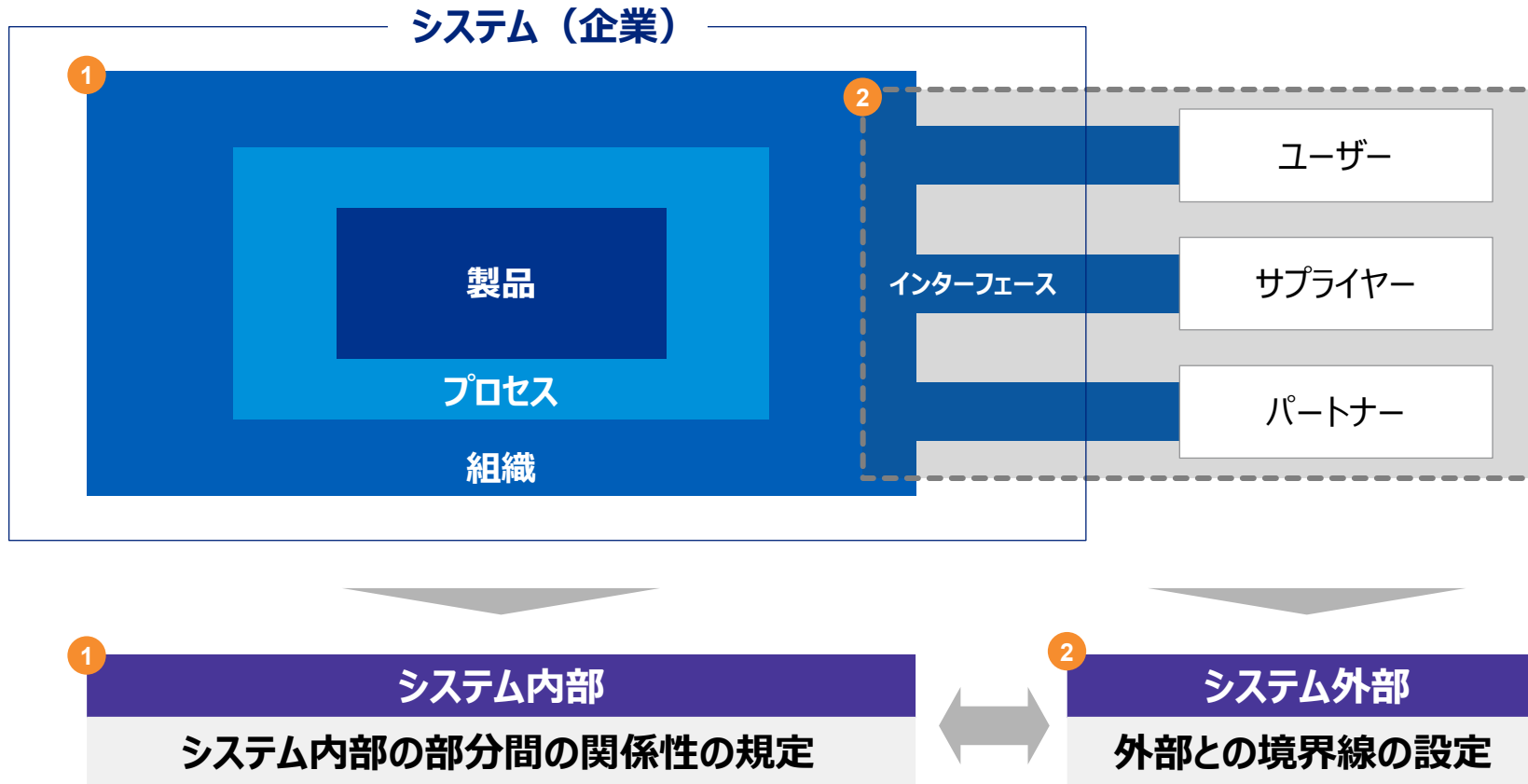
製造業X社のSOTP法による企業価値と時価総額



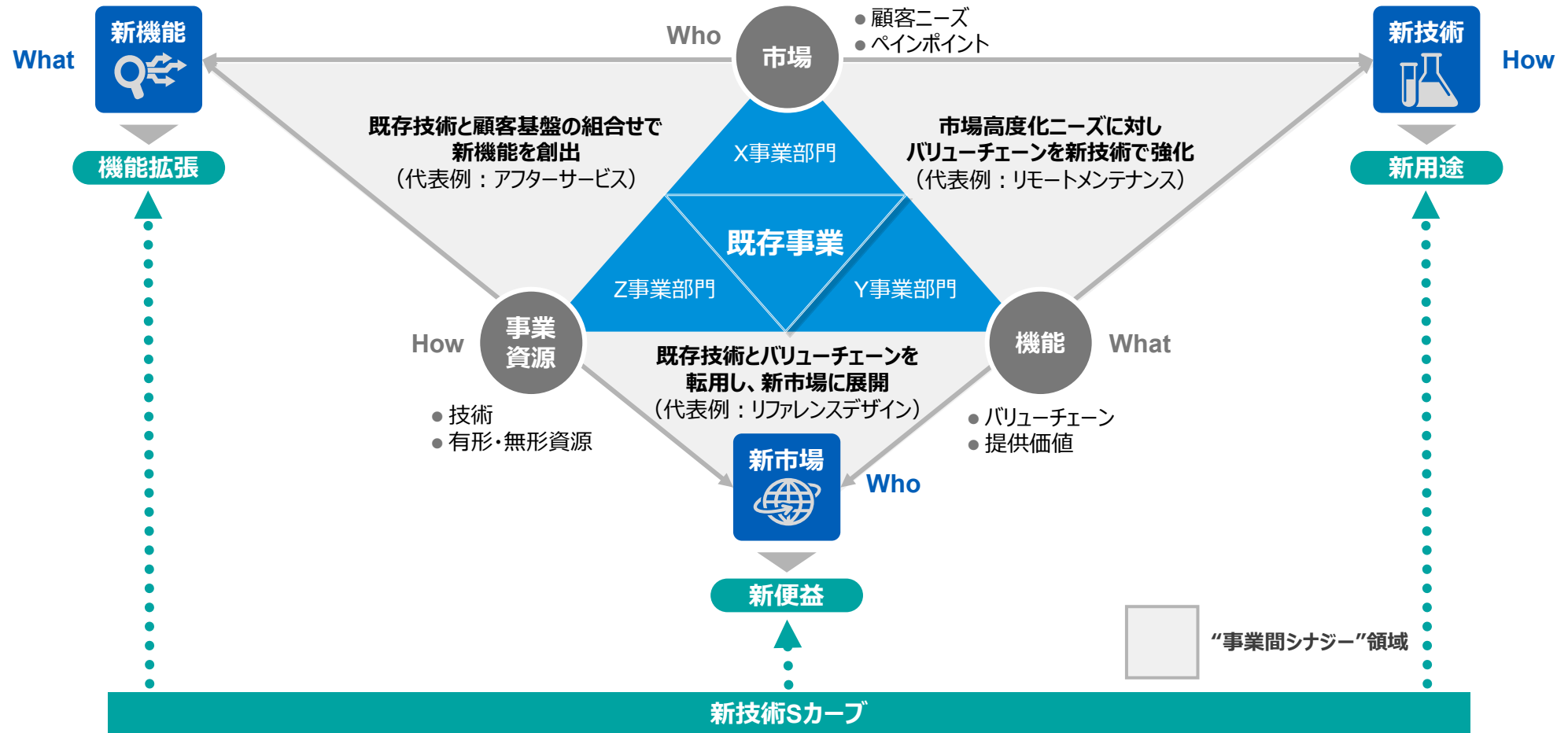
Source : 製造業X社の公開情報、Capital IQを基にKPMG作成

# アーキテクチャとは、システム設計を考える際のシステム内部と外部の関係性 (組合せ方／連結方法) に注目した設計思想

## アーキテクチャの定義



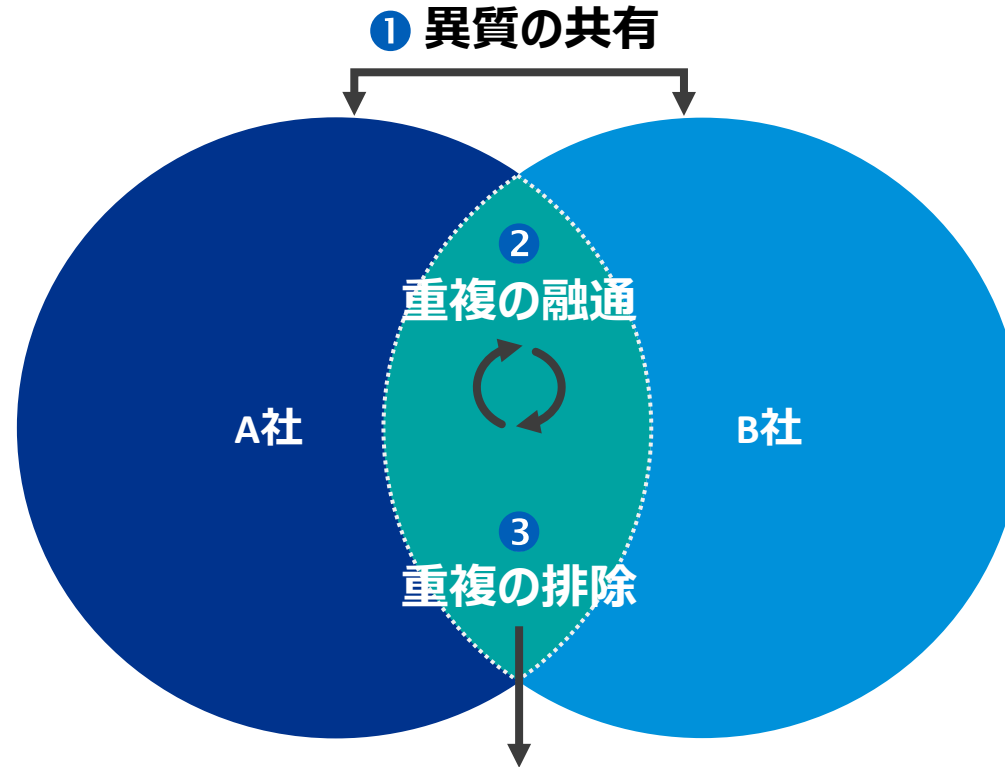
# 事業構成要素の「新結合」から導出される「新便益」「新用途」「拡張機能」を実現する事業間シナジー領域を事業アーキテクチャとして設計



# 事業間シナジーは、事業間リソースの「異質の共有」「重複の融通」「重複の排除」という3つの組合せで実現される

## 異質の共有

- 地理的共有
  - － 営業拠点・営業所
  - － 市場ノウハウ
- 製品・技術共有
  - － システム納入
  - － 新製品開拓
- 顧客共有
  - － クロスセル
- バリューチェーン共有
  - － 垂直統合／囲い込み
  - － ターンキーサービス
- ポートフォリオリスクの低減、平準化



## 重複の融通

- リソースの相互融通による平準化
  - － 営業スタッフ融通
  - － 顧客基盤融通
- 共同での新製品開拓による商品力の向上
- 投資資金折半によるリスク低減

## 重複の排除

- 規模の経済によるコスト削減
  - － 間接部門経費
- 情報範囲拡大によるコスト削減
  - － 購入コスト



# KPMGでは、シナジーマップとして事業間シナジーを事業プロセスごとに分類している

## KPMGシナジーマップに基づく事業間シナジー一覧

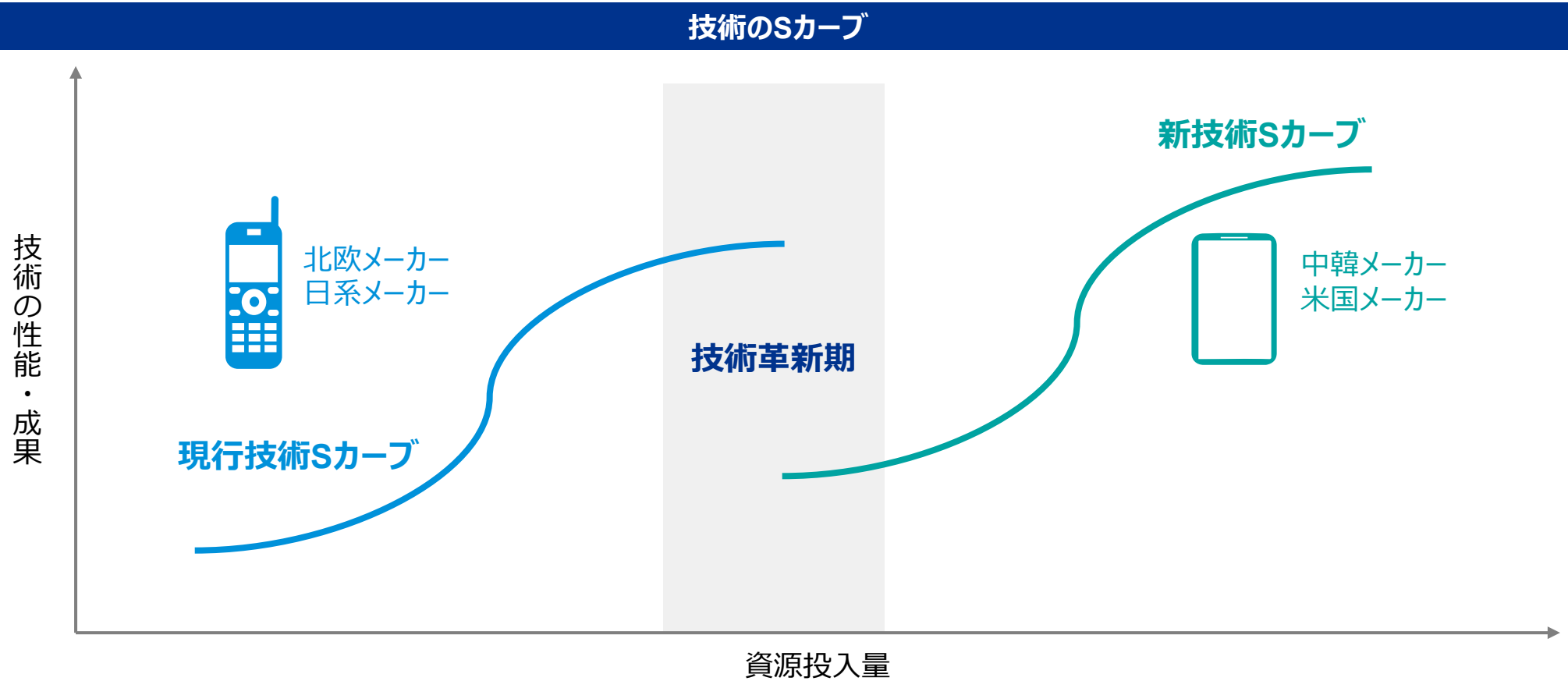
	研究開発・マーケティング	調達	生産・品質管理	営業	管理		
異質の共有	事業分野の拡充 (D)	低コスト物流の利用 (A)		クロスセル (C)	低費用委託業務の利用 (A)		
	隙間（ニッチ）分野の拡充 (D)	低コスト保管業務の利用 (A)	生産・品質管理技術活用 (B)	チャネルコスト（値引・リベート）低減 (A)	ガバナンスモデルの利用 (C)		
	技術ポートフォリオの刷新 (D)		生産ノウハウ（JIT等）活用 (D)				
	多面的技術評価 (D)						
重複の融通	基盤技術の深耕・拡充 (D)	原材料・仕掛品融通 (D)	生産キャパシティー融通 (D)	最適売価設定 (B)	SS化・アウトソーシング (B)		
	知財情報の互換促進 (D)		センターフィー最適価格設定 (B)	営業人員戦略配置 (D)	ITキャパシティー融通 (D)		
	設計仕様の共通化 (C)	部品共通化（SKU削減） (D)	部品・モジュール仕様共通化 (C)				
	高付加価値モジュール化 (C)		業務プロセス共通化 (C)				
		物流混載化 (D)					
重複の排除	研究開発施設統合 (D)	保管・物流施設統合・再配置 (D)		営業拠点・コールセンター統合 (D)	本社・管理センター統合 (D)		
	重複研究テーマの統合 (D)	サプライヤー集約 (D)	サプライヤー集約 (B)	生産設備統合・再配置 (D)	代理店集約 (D)	代理店集約 (B)	制度・ルール統合 (D)
	リサーチ業務統合 (D)	発注窓口一元化 (D)		生産・品質管理業務統合 (D)	営業管理ツール・手法統合 (C)	ITインフラ統合 (C)	ITインフラ統合 (D)
		調達業務統合 (D)		営業業務統合 (D)	重複投資案件の統合 (D)	管理業務統合 (D)	

片寄 最適

単価	(A)	(B)
数量	(C)	(D)

売上  
コスト  
キャッシュ

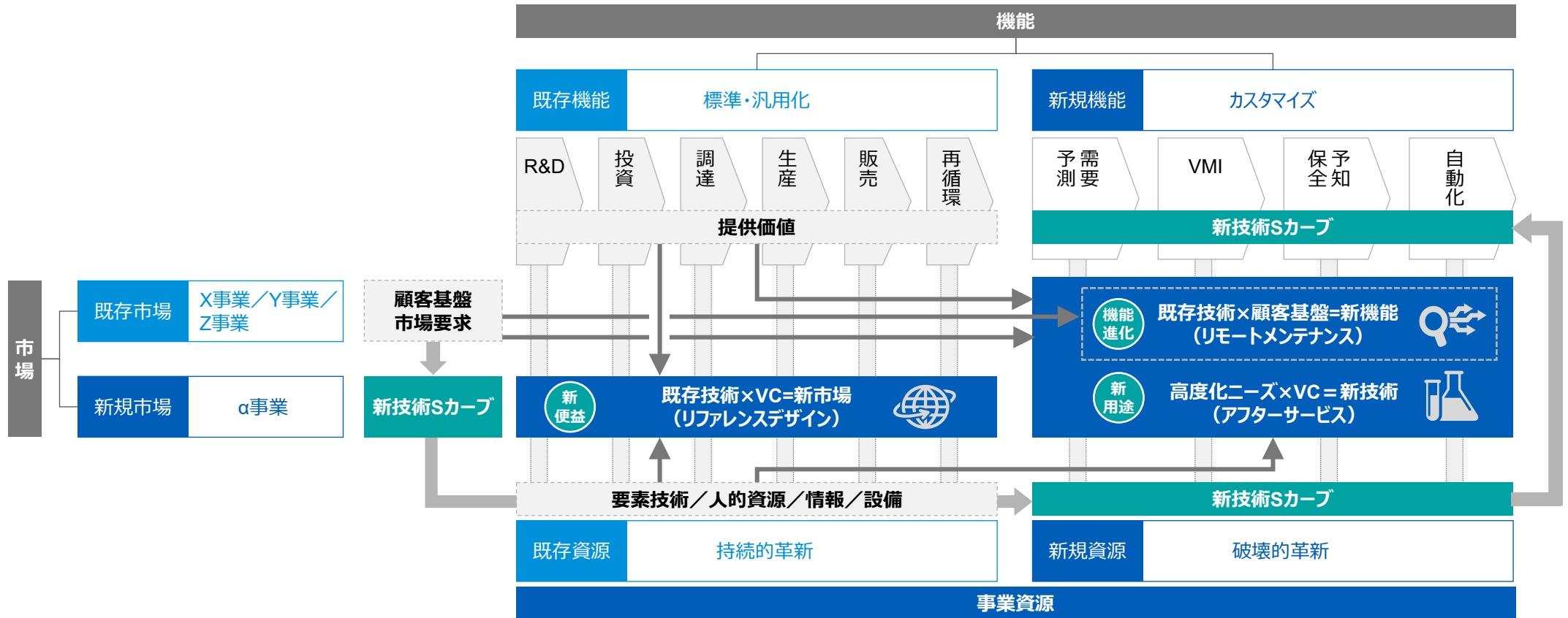
技術性能は、Sカーブを描くと理論付けられており、新技術の初期段階は既存技術性能を下回る点が、技術革新の難しさを示している



Source : Foster, Richard (1986) Innovation: Attacker's Advantages, Summit Books.

# 事業間シナジーは、既存市場・機能・資源を把握のうえ、各要素の「新結合」からイノベーション（創新）となるソリューションを設計する

## 事業間シナジーの設計



# 新市場と新技術を創出する事業間シナジーは、事業資源の「新結合」となるため、各事業の強みである事業資源を配置することで検討する

		生産				販売			人材		技術		
		VRI	VRI	V	VR	VR	V	VRI	VRI	VR	VR	VRIO	VR
生産	VRIO		優位					優位	優位			優位	
	V												
販売	VRI	優位	優位					優位	優位				
	VR												
	V												
人材	VRIO	優位	優位									優位	
	VRIO	優位	優位					優位				優位	
	VR												
技術	VRI	優位	優位					優位	優位				
	VRI	優位	優位					優位	優位				
	VRIO	優位	優位					優位	優位			優位	

ジョブ型人事制度による  
モジュール型プロジェクト  
の連続立ち上げ

製販一体の標化  
によるECM革新

VC拡張によるターンキー  
サービス展開

**事業資源の評価観点**

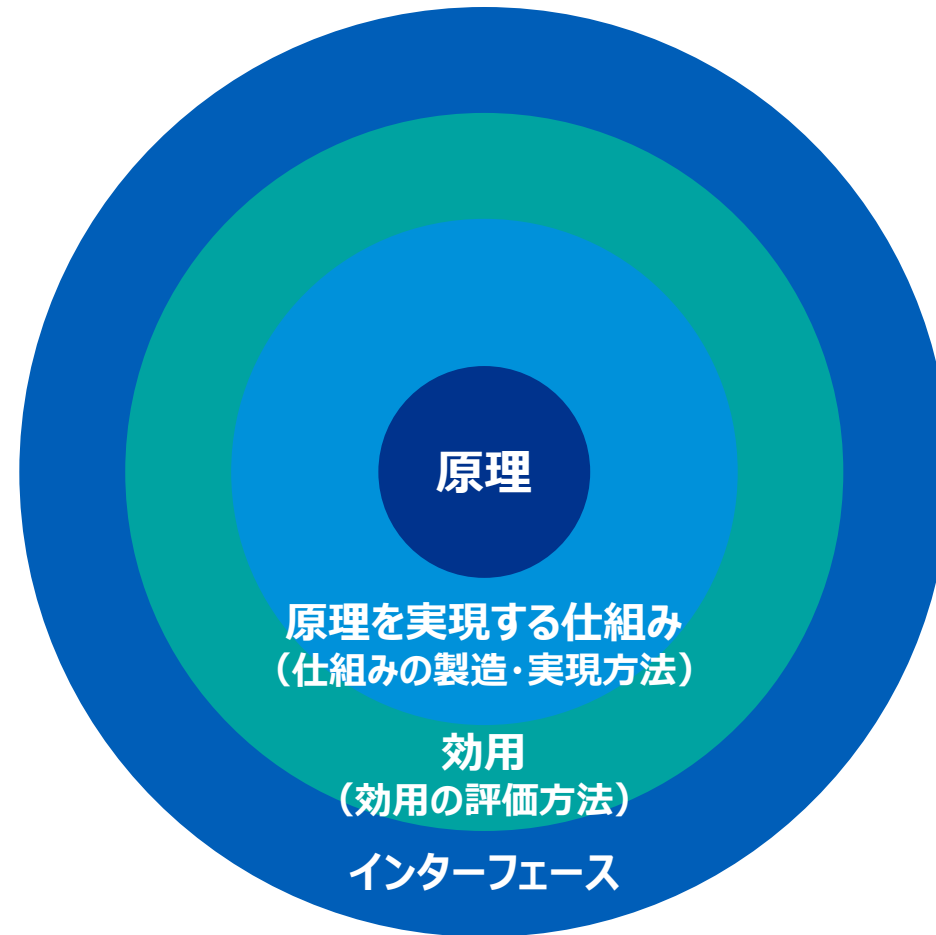
- 経済価値  
Value
- 希少性  
Rareness
- 模倣困難性  
Imitability
- 組織性  
Organization

# 標準化とは技術を単純化・共通化し、インターフェースを実現すること



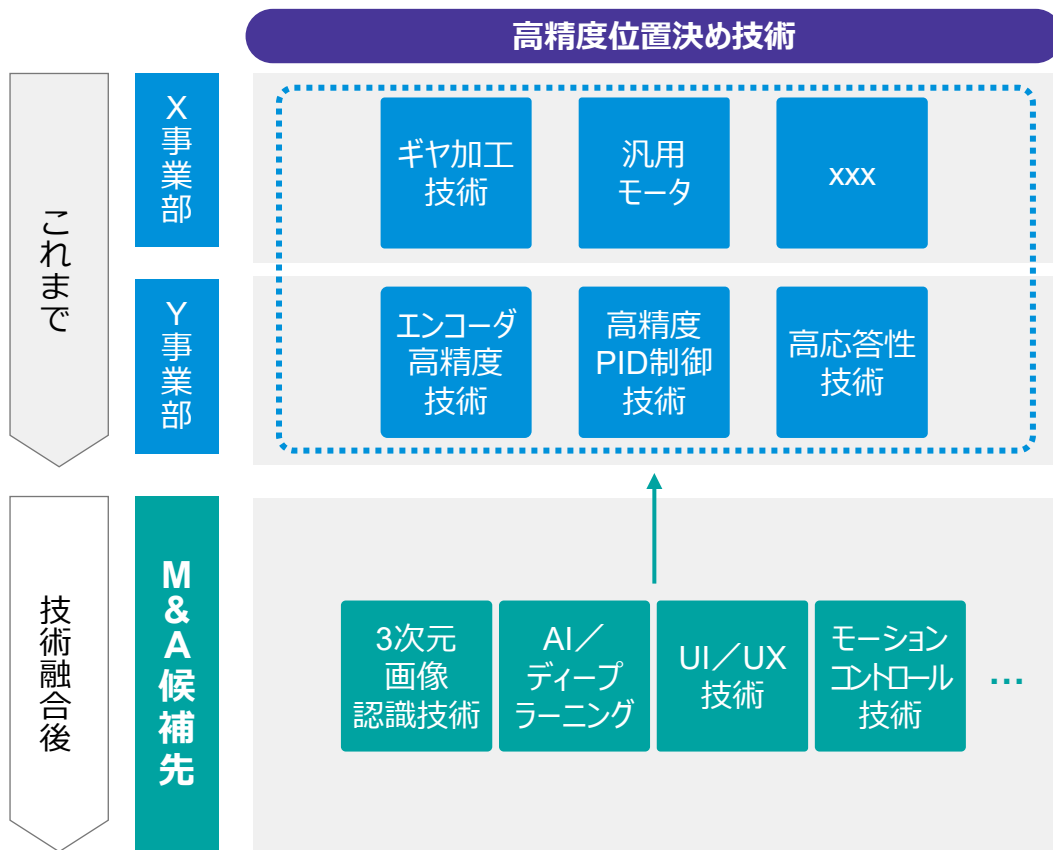
- 簡単に作れるので、「安価に入手できる」
- 品質が同じなので、「交換・代替できる」
- 作り方、使い方が同じなので「誰でも扱え、管理できる」
- 比較方法が同じなので、「比べて選択できる」

技術の構成要素は、  
「原理」「原理を実現する仕組み」「効用」「インターフェース」の四階層から成る

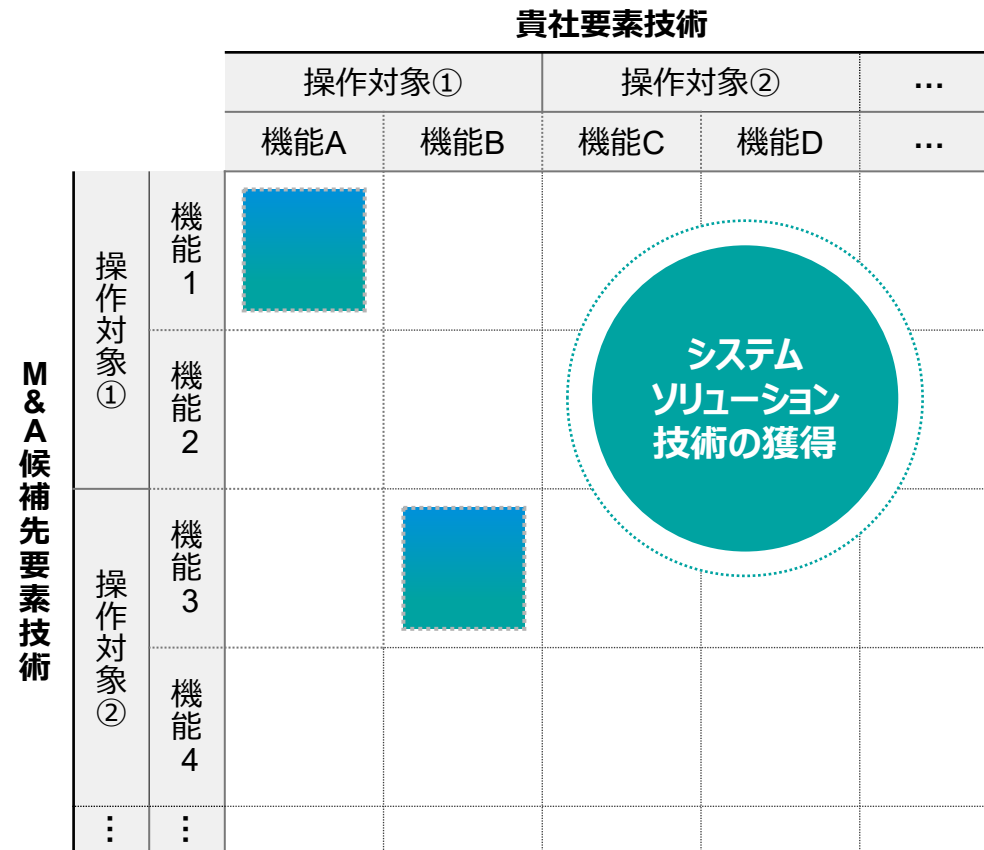


# 各部門の要素技術に基づいて、M&A候補先との技術シナジーを検証し、ソリューションとして具現化

## 技術融合によるシナジー創出イメージ（例示）



## 機能マッピングによるソリューション具現化





本セミナーに関するお問い合わせは、以下までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人

アドバイザリー統轄事業部 マーケティング事務局

✉ [info-aas@jp.kpmg.com](mailto:info-aas@jp.kpmg.com)

本資料は、本セミナーのために作成されたものであり、その他の如何なる目的を持つものではありません。  
本資料の内容の無断転記・転載はご遠慮ください。また貴社内限りの利用としてください。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点およびそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2022 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.