



KPMG FAS Newsletter

Driver

Vol.10 April 2022

|Close-up|

レジリエンス経営

ー不確実な時代を生き抜くカー

- ー 1 事業戦略としてのサプライチェーンとレジリエンス
- ー 2 サードパーティリスク管理によるレジリエンス経営
- ー 3 ESG/Digitalトレンドを踏まえた事業ポートフォリオ変革

home.kpmg/jp/fas

10

KPMG FAS Newsletter

Driver

10





Contents

KPMG FAS Newsletter “Driver”
Vol.10 April 2022

02 – News & Trends / 注目のニュース&トレンド情報

Close-up

04 – レジリエンス経営 – 不確実な時代を生き抜くカー

06 – Close-up 1 事業戦略としてのサプライチェーンとレジリエンス
文 = 稲垣 雅久/パートナー

10 – Close-up 2 サードパーティリスク管理によるレジリエンス経営
文 = 萩原 卓見/パートナー

14 – Close-up 3 ESG/Digitalトレンドを踏まえた事業ポートフォリオ変革
文 = 岡本 准/パートナー

18 – Market Check! / セクター別EV/EBITDA倍率トレンド

20 – Publications & Reports / 出版物紹介

21 – Contacts / お問い合わせ



CASE時代における サイバーセキュリティ管理の重要性

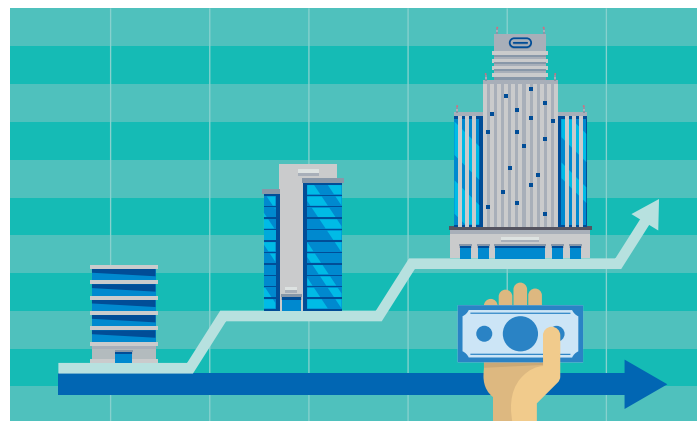
自動車がインターネットに接続され(Connected)、自動化され(Autonomous)、他者と共有され(Shared and Services)、電動化される(Electric)時代が到来しようとしている。しかし、攻撃者による自動車制御プログラムの改変やネットワーク経由の不正運転操作等で、個人の安全や生命が脅かされる可能性がある。今後、サイバーセキュリティはより重要となる。

こうした背景のもと、2020年に制定された国際基準であるWP29(自動車基準調和世界フォーラム)の「UN規則」においては、車両のライフサイクルやサプライチェーン全体に対して、継続的なサイバーセキュリティを運営および改善する「サイバーセキュリティマネジメントシステム(CSMS)」の確立を自動車メーカーに要求している。日本でも2022年より順次義務付けられることから、既存のサイバーセキュリティ管理の見直しが急務となっている。

時価発行新株予約権信託 (信託型ストックオプション)

「信託」を活用したストックオプション(SO)の導入事例が多くなってきた。SOは、将来的に一定の金額(権利行使価格)で新株の交付を受けられる権利であり、権利行使価格を上回る水準まで株価が上昇すればキャピタルゲインが得られる仕組みである。

「信託型ストックオプション」では、信託契約を活用して予め受託者に一括してSOを割り当てることにより、SOの権利行使価格を割当時点の時価に固定し、付与されるタイミングによって得られる利益に差が生じる不平等をなくすことにより、インセンティブプランとしての効果を高められる。また、信託型SOは信託設定時に有償にて対価を支払うため、受益者が交付を受けた時に改めて対価を支払う必要がなく、さらに権利行使時ではなく株式売却時にのみ課税される形となるため、税務面でも受益者の使い勝手が良い。経営者や従業員を企業価値向上に向けて意識付けるマネジメントツールの一つとして益々SOの活用が活発化しそうだ。





改めて、次世代の決済テクノロジーの重要性

ロシアによるウクライナ侵攻が深刻化している。「欧州の一部の国や地域の問題が、アジアの商流・資金流全般にも大きな影響を与える」という構造が浮き彫りになり、ロシアと取引関係があるかの迅速な把握と、代替取引の検討が最重要課題となった。EC、仮想通貨、海外送金など、あらゆる決済手段において誰と取引したかをチェックするインフラが重要であることが再認識されたが、監視コストはユーザー負担である。

そこで、次世代の決済テクノロジーの一つであるBlock Chainトレードファイナンスが注目されている。今まではコスト削減視点で活用されてきたが、取引分析、不正取引のモニタリングの機能に期待がよせられている。今後、社会課題を解決する欠かせない技術になり、リプレースや技術開発がさらに進む可能性が高い。世界の7割は単純独裁政権または選挙による独裁政権であり、「自由貿易圏」においてテクノロジーがどう立ち向かうか、改めて注目していきたい。

宇宙ビジネス最前線：地球を凝視

宇宙ビジネスは、輸送と観測の2つの形態が進展している。輸送ビジネスはスペースX、ブルーオリジン、ヴァージン・ギャラクティックなど海外勢が強い。日本では堀江貴文氏率いるインターステラテクノロジズと、IHIエアロスペース・清水建設・キャノン電子といった航空宇宙分野の伝統企業連合のスペースワンが参入しようとしている。

観測ビジネスは、小型軽量化が進みSARという電波を活用した撮像技術により多数の衛星で高頻度観測する「地球観測衛星コンステレーション」の構築が始まっている。これは、地表分布は勿論、地下水や地下鉱物の分布も把握できるもので、田畑の観測データから栽培作物の生育状況を監視する事業や、ショッピングモールの駐車台数の推移から景気動向や株価を予測する事業が登場している。日本からはシンスペクティブとQPS研究所が参入している。宇宙から地球を凝視し、見えなかったものを見る事業の登場が期待される。





Close-up

レジリエンス経営

—不確実な時代を生き抜くカー

P06 Close-up 1

事業戦略としてのサプライチェーンとレジリエンス

文＝稲垣 雅久／パートナー

P10 Close-up 2

サードパーティリスク管理によるレジリエンス経営

文＝萩原 卓見／パートナー

P14 Close-up 3

ESG/Digitalトレンドを踏まえた事業ポートフォリオ変革

文＝岡本 准／パートナー

+

+

+

我々のライフスタイルを完全に変えてしまったコロナ・パンデミック、ロシアによるウクライナ侵攻に代表される地政学リスク、地球規模での長期的な対応が求められるESG課題など、現在の日本企業にはさまざまな課題や不確実性に対して、レジリエンス（回復力）を備えた経営が求められている。そのためには、経済面だけではなく、政治、社会の動静を広くとらえた上で、漏れのないリスク察知と課題対応力の向上を目指す必要がある。今回は、注目が集まる「サプライチェーン」、「サードパーティリスク」、「事業ポートフォリオ管理」の3つの領域を特集する。



執筆者紹介

Masahisa Inagaki

稲垣 雅久 / パートナー



KPMGジャパン SCALE※リーダー
(※ Supply Chain Advisory Leadership)

✉ masahisa.inagaki@jp.kpmg.com

事業変革の専門家として、事業会社、PEファンド、金融機関に対し、業界再編、事業再生、またM&Aにおける事業・オペレーションのDDから買収後のバリューアップ・シナジー創出まで豊富な経験を有する。欧米市場における法人・拠点統廃合や統括会社設立を含む、製造・流通業におけるサプライチェーンをテーマとしたクロスボーダー案件の支援も多数。

東京大学 工学部卒業

Takumi Hagiwara

萩原 卓見 / パートナー



✉ takumi.hagiwara@jp.kpmg.com

金融機関を中心に様々な企業に対して、不正リスク管理体制、外国公務員への贈収賄防止管理体制、マネロン・テロ資金供与防止体制等の社内体制の整備・構築の支援、M&A時のコンプライアンスDDや、サプライチェーンDD等のサービスを提供している。前職では、事務リスク管理業務、コンプライアンス業務、営業企画およびオペレーション体制構築業務に従事。

慶応義塾大学 法学部卒業

Jun Okamoto

岡本 准 / パートナー



KPMGジャパン 製造セクター統轄パートナー

✉ jun.okamoto@jp.kpmg.com

事業ポートフォリオ再構築、新規事業展開・R&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が専門。製造業では、重電、精密機器、半導体・半導体製造装置、エレクトロニクス領域を中心にOperational technology (OT) とInformation technology (IT) の融合によるプロダクトサービスシステム (PSS) の実現に従事。

和歌山大学 経済学部卒業

ウェールズ大学 経営大学院 経営管理学修士課程修了

東京工業大学 環境・社会理工学院 技術経営専門職学位課程修了



Close-up 1

事業戦略としての サプライチェーンと レジリエンス

文 = 稲垣 雅久／パートナー

- ＋ ロシアのウクライナ侵攻によって、地政学リスクが顕在化すると、企業のサプライチェーンに甚大な影響を及ぼすことを思い知らされた。日ロ関係、米中対立やASEAN諸国の動向等日本固有の地政学リスクを本気で考える時代の到来である。加えて、経営に対する多様な要請や、刻々と変化する各国の税制・規制、これらに対応するためのサプライチェーンのレジリエンスが今まさに求められている。
- ＋ 昨今、他国企業のサプライチェーンを見習う傾向の強かった日本企業だが、自らの事業戦略としてサプライチェーンを考え、よりスピーディーに取り組む必要がある。

地政学リスクを本気で考える時代

ロシアと西側諸国の間に位置し、ロシアとの領土問題をかかえながらも、エネルギー資源の供給元としては頼らざるをえない国。ウクライナのことだと思われる方が多いだろうが、これは日本のことでもある。もちろん米国と同盟関係にある日本をウクライナと同列でとらえるのは乱暴な議論ではある。一方で日本は中国と米国の間にも位置し、米中関係の影響から無縁ではいられない。さらに経済面で関係の深いASEAN諸国は、親中国か脱中国かの選択を迫られている。既に自立の道を歩み始めたシンガポール、タイ。一方で中国との関係強化から利益を得ようとしているカンボジア、ラオス、スリランカ。「ASEAN諸国」というひとくくりの議論は、もはや通用しない。

欧米の後追いではなく、日本固有の地政学リスクを本気で考え、日本企業自らの安全を考えないといけない状況に突入したことは明らかである。

サプライチェーンに求められる「レジリエンス」の検討にあたって

もちろん、サプライチェーンに影響を与えるドライバーは地政学リスクだけではない(右図)。経営に対する多様な要請、そして刻々と

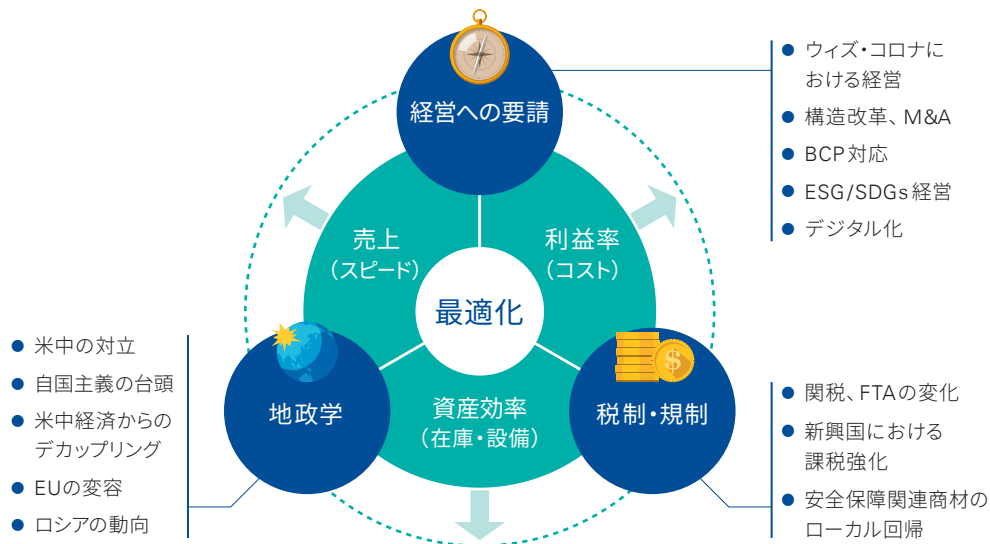
変化する各国・地域における税制・規制。今やこれらが絡みあいながら企業のサプライチェーンに影響を与え、リスクの多様化や課題の複雑化を引き起こしている。サプライチェーン分断のリスクは格段に高まり、原材料、燃料、物流費、人件費の高騰によるコスト増は加速、人権や環境問題をはじめとする企業責任の拡大に伴いマネジメント負荷は増大の一途をたどっている。

この状況に適応するためのサプライチェーンの「レジリエンス」を検討するにあたっては、第一にいくつかの大きなパラダイムシフトが起きていることを認識すべきである。これま

では経済合理性を優先しグローバル一気通貫のサプライチェーンを構築することが「良し」とされてきた。ところが今や、グローバルからローカル、ボーダーレスからボーダーフル、全体最適から局地最適、そして効率性から持続性へとパラダイムが転換し、これまでのサプライチェーンの前提が大きく覆されてしまったのである。

そしてもう一点、これまで企業はBCP(事業継続計画)の検討を通じてサプライチェーンのレジリエンス強化に努めてきた。特に東日本大震災や海外拠点における自然災害などの危機の直後には、経営トップからの大号令の

サプライチェーンに影響を与えるドライバー



下でBCP対策に取り組んできた企業は多い。しかし従来どおりのBCPの検討では、これからの時代、十分なレジリエンスを確保できない可能性が高い。従来のBCPは「世界は元に戻る」ことを前提とし、危機からの復旧を目指した。これに対して現在の状況は一時的な現象ではない。すなわち「元に戻らない」ことを前提として、急場しのぎではないサプライチェーンの再編に臨むことが重要である。

取りうるオプション

ではこのような環境下で、企業のサプライチェーンはどこに向かうべきなのだろうか。

① 移管：拠点の見直し

ロシアのウクライナ侵攻によって、多くの企業がウクライナから他国へ拠点移管を進めている。日本企業も他国企業と同等のスピード感で取り組んでいるように思われる。一方「脱中国（中国一極集中からの脱却）」もホットピックのひとつ。中国は企業の進出に対しては大歓迎だが、撤退・縮小となると非常に手間と時間がかかる。最近、日本企業からの中国撤退・縮小の相談が増えてきたが、台湾ハイテク企業などは、中国製造拠点の中国企業への売却をすでに進めている。このスピード感の違いに日本企業の対応への不安を感じている。

② 多重化：2つのSCM

（例：中国向けと非中国向け）

こちらは欧米系のグローバルハイテク企業に見られる動きである。マーケットを中国と中国以外に分けてそれぞれ向けに別々のサプライチェーンを構築するケース。中国向けの製品供給は中国企業もしくは中国企業とのJVを活用し、これまで育成してきた中国内のサプライヤーも継続して活用。調達からデリバリーまでを中国国内で完結させることを目指す。一方で中国以外のマーケットに向けては、中国外に製造拠点を設けてそこから製品を供給。「中国製」のリスクを遮断する仕組みである。

③ 域内完結化（地産地消化）

JETROが本年2月に在ASEAN現地法人を中心に行ったアンケート調査によると、物流の混雑・輸送費高騰の解消時期について、2023年以降と回答したのが27.3%。見通しは立たない・わからないがあわせて44.9%にも達している。さらに各国の貿易政策、補助金等の優遇措置、その背景にある先端技術の囲い込み政策を鑑みると、これまでのグローバル一気通貫から地産地消型へのシフトは大きな流れになると考えられる。このオプションを選択する場合、サプライチェーン以外の検討も重要となる。例えば、地域統括会社

の位置づけ。従来のグローバル一気通貫型サプライチェーンにおける地域統括会社は、事業ラインの上ではなくエリアという別軸での役割を担うことが多かった。地産地消化においては、事業責任をはじめ多くの責任を負うことになり、ガバナンス形態が全く別物となる可能性が高い。

④ ビジネストランスフォーメーション

（事業変容・転換）

製造業のビジネスモデルの変革は、「製造業のサービス化」「モノ売りからコト売りへ」等、ここ数年大きく取り上げられてきた。企業の付加価値がどこにあるかを見極めた結果としての上記標語であるが、この議論を突き詰めると、「作らない・運ばない・売らない」すなわち製造業からの脱却を目指すオプションも考えられる。企業の付加価値が技術特許やブランドにある場合、製造業からライセンスビジネスへの転換もありえるだろう。

そのためには

① ステアリング機能の設置

従来のサプライチェーンの構築は、まず企画部隊が戦略を立案し、それを受けてオペレーションやITを司る実行・実装部隊が3年、場合によっては5年程度をかけて業務・

組織・IT等の仕組みを作り、グローバルにロールアウト。この間企画部隊は構想通りに事が進んでいるか・効果が出ているかのモニタリングを担当。これが一般的であった。

ところが前述のようにサプライチェーンを規定するドライバーが複雑かつ常に変化していく状況下においては、自らの戦略が正しいかを常にモニターしながら、舵取りをする(ステアリング)機能が非常に重要となる。各ドライバーがどのように推移するか複数のシナリオを用意し、最も可能性が高いシナリオに対するメインの戦略と代替シナリオに対するバックアッププランを策定。いずれのプランに対しても多面的かつ高度なトレードオフをどう調整するかCXOレベルが集結しての議論と、CEOとしての決断。実行・実装部隊に引き渡したあとも、シナリオをモニターしながら、戦略とバックアッププランを常に見直し、必要に応じてメインとバックアップを入れ替える。従来との大きな違いは、企画部隊が恒常的に機能し、かつそれがCEOレベルで動くという点にある。

2 ディールの活用

これまで述べたように、現在の状況は一過性のものではなく、企業に必要な対応も抜本的、構造レベルでの改革が求められる。自前での改革を目指すだけでなく、売却・買収・出資・アライアンス等のディールを通じた

他力の活用も考慮することが必須である。この10年でディールの活用方法は大きく変わってきた。かつては既存商圏の延長・拡大を目指した買収・出資が中心だったが、事業ポートフォリオの入れ替えというマーケットからのプレッシャーが強まる中で、事業売却が一般的となり、ESG/SDGsが叫ばれるようになってからは環境系技術の取り込みが加速した。そして今や地政学リスクを回避するための技術、例えばレアアースの使用をおさえる技術や希ガスの製造技術などを取り込むためのディールが次の大きなウェーブとなる可能性は高い。

事業戦略としてのサプライチェーン

従来の経営は、まず事業戦略を策定し、それを前提にサプライチェーン戦略を策定するという手順であった。地政学リスクへの対応をはじめ、構造改革や事業再編、M&A、ESG/SDGs、サイバーリスク管理、デジタル化など、今まさに経営に要請されているものがダイレクトにサプライチェーンに影響を与える時代。事業モデルそのものを変えることすら必要かもしれない。

サプライチェーンを事業戦略としてとらえ、CEOアジェンダの位置づけで検討することが、サプライチェーンのレジリエンスの強化にとっての要諦なのである。



サードパーティ リスク管理による レジリエンス経営

文＝萩原 卓見／パートナー

＋　　　　　　＋　　　　　　＋

企業のサードパーティリスク管理の重要性が高まっている。サードパーティの役割や機能は、ますます重要になってきており、多くの企業ではサードパーティ抜きには業務が成り立たない。サードパーティとの連携は、外部委託に限らず様々であり、また管理すべきリスク領域も多岐にわたることから、サードパーティリスクの管理は一筋縄ではいかない。サードパーティのディスラプションが自社の業務停止を引き起こす事象も発生する中、企業がサードパーティリスク管理にどのように取り組むべきか考察する。



拡大していく管理対象やリスクに対応できるか？

ここ数年、金融機関のように顧客情報の管理に慎重な企業においても、クラウドを利用し、API (Application Programming Interface) 等を通じてフィンテック企業等と連携するケースが増えている。金融機関に限らず、AI 等を含むデジタル技術の進展は、特定の分野に強みを持つスタートアップ企業等との連携や、それらが提供するサービスへの依存を強めた。こうした連携は、必ずしも業務委託という形式ではなく、ジョイントベンチャーの設立や業務提携・協力、製品・サービス等の購買等、様々である。

これらにより、顧客への新たな商品の提供、コストの低減、あるいはサービス提供の迅速化等のメリットが享受できるようになった。その反面、サードパーティに起因したインシデントによって損害を受けるケースも出てきている。例えば、システム運用の委託先によるソフトウェアの更新ミスで、グループ傘下の複数の銀行に大規模なシステム障害が生じた外資系の銀行グループでは、正常化までに数ヶ月を要してしまった。また、他の事業者との連携において生じたセキュリティの隙をつかれて顧客資金の不正流出につながってしまった金融機関の事案や、委託先の社員により顧客情報が売却された事業会社

の事案等、サードパーティにおけるインシデントが、自社の本業や風評に深刻な影響を与えている。取引先の不正やミスによる損害だけでなく、取引先がサイバー攻撃の被害者となったことで自社の事業やサービスを停止せざるを得なくなった事案も起きており、取引先の脆弱なリスク管理体制も自社業務に影響を与えることがある。

これらの事例でも明らかだが、企業が留意すべきリスク領域は様々あり、法規制や事業環境の変化、社会からの要請によっても更に広がり得る。近年、ESG、SDGsに関する社会の要請が急速に高まっており、強制労働や劣悪な労働環境等の人権問題、贈賄等の腐敗、気候変動・環境破壊等の問題に懸念がある企業との直接・間接取引には注意が必要だ。強制労働が疑われる地域や企業により製造された原料の使用、あるいはその疑いがある企業がサプライチェーンの変更を余儀なくされたり、批判されたりし、ウクライナ危機の発生後にロシア事業から撤退を表明したにも関わらずロシア産の資源の調達を続けたことで、批判を受けた企業もある。

では、管理すべきサードパーティが提携先や調達先等へも広がり、対応すべきリスク領域も広がる中で、企業はどのようにサードパーティリスクに対応すべきなのか。

求められるサードパーティリスク管理態勢

多くの企業では、例えば、外部委託先管理、調達先・取引先管理といった部分的なサードパーティの管理の枠組み、プライバシー・情報管理、贈収賄防止、マネロン・テロ資金供与防止といったリスク管理の枠組み、新商品審査、業務提携といった特定イベントに係るリスク管理の枠組みといった中で、サードパーティリスクをバラバラに管理していることが通常ではないだろうか。

こうしたアプローチの場合、各リスク所管部が、それぞれの目線で受入基準や手続を設定しており、結果的に、手続やチェックの重複、審査内容や深度のバラツキ等、網羅性や効率性に問題が生じやすい。広がる管理領域に対応するには、現行の管理の枠組みの下で管理要員を増加させることによって解決するのではなく、現行の体制をより効率的な体制に移行していく必要がある。そのためには、サードパーティ管理の方針や各部門の役割・責任を明確化し、統一的な枠組みの中で組織横断的に管理する、効率的で効果的な態勢(サードパーティリスク管理態勢：以下「TPRM」。次ページ図参照)が求められる。管理を効率的に行うためには、リスクベースの対応が鍵となる。つまり、サードパーティが関与する業務・サービスの重要性、

自社の顧客との接点、知財や顧客データへのアクセス、規制要件の有無等を勘案し、サードパーティの重要性やリスクが高いサードパーティには、深度のあるデューデリジェンスをオンボーディング時や定期的に行い、サードパーティの残存リスクに見合った低減策を導入することが必要だ。こうしたリスクベースの対応に加えて、TPRM全体のワークフローや、継続的な不芳情報等の収集・分析を自動化するテクノロジーを活用し、

マニュアル作業を減らしていくことも有効な解決策となる。

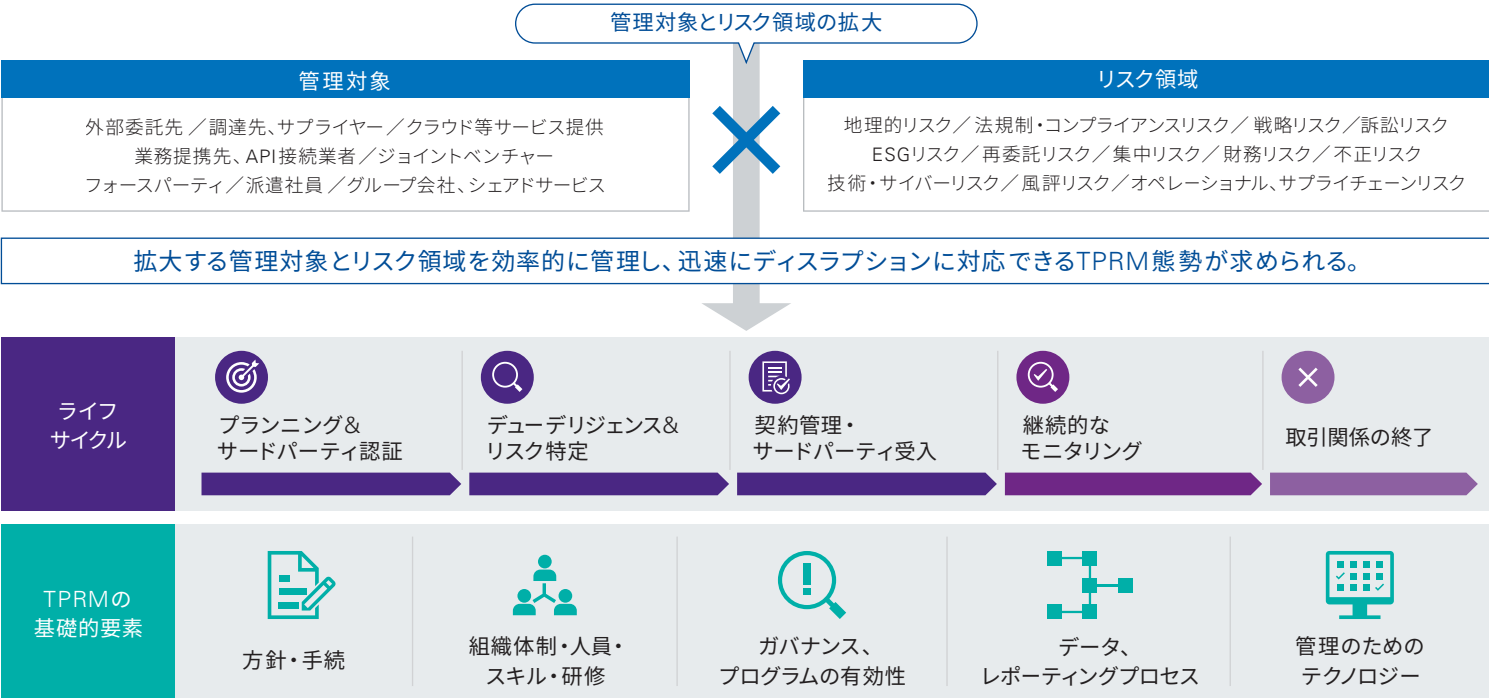
必要となる集中リスクへの備え

様々なリスク領域への対応が求められるのは前述のとおりだが、KPMGが実施したサーベイでは、企業がTPRMの取組みで重視する領域は「ESG」「テクノロジー・イノベーション」「サイバー」「事業継続」という

結果になった。特に、事業継続については、77%もの回答者が、TPRMがより重要な役割を果たすべき領域であると回答している。

事業継続のために考慮しなければならないのが「集中リスク」である。集中リスクとは、業務が特定の部門・担当者、委託先、場所、システム等に集中することで、それらに障害があった場合に、事業全体が機能しなくなるリスクを言う。集中リスクは様々なレイヤーにおいて生じ得る。例えば、多くの金融機関が

求められるサードパーティリスク管理態勢



同じサードパーティを起用しているような場合には、当該サードパーティの業務停止が金融市場全体の機能を停止させてしまうといったものである。実際に、海外ではIT事業者1社による業務上のミスが多数の銀行のサービス提供の停止を招いた事例もある。また、企業内の様々なビジネスラインでの委託等がサードパーティ1社に集中し、当該業者の業務停止が企業全体の活動を停止させるといったものや、より身近な例では、委託先等における重要な業務がスキルのある1人の担当者に依存し、当該担当者の不在が企業の業務停止に繋がることもある。

集中リスクへの対応の第一歩は、バリューチェーンにおけるサードパーティを棚卸し、「人材」「テクノロジー」「プロセス」「情報」「施設・装備」等をマッピングすることである。特に、重要度の高い商品・サービス、業務等における集中リスクを把握し、集中するポイントでディスラプションが発生した場合の対応（代替先への委託やインハウス化等）の可能性を検討し、準備をしておくこととなる。

サードパーティの活用による業務継続

サードパーティの起用は、当該サードパーティのディスラプションが自社の事業停止につながるリスクとなる一方で、事業環境の変化等によって生じたディスラプションに対応

するための解決策ともなり得る。例えば、コロナ禍でのクラウド・サービスの利用は、オンサイトでの保守・運用作業から自社職員を解放し、継続的な業務を可能とした。リモート環境に対応したコミュニケーションツール等を提供するテクノロジー企業との取引を迅速に開始した企業は、円滑に業務を継続できた。

TPRMの課題の一つとして、サードパーティの受入れにかかる時間の長さが挙げられる。サードパーティの管理がサイロ的な対応になっている場合は、より顕著になる。コロナのようなディスラプション下では、迅速な意思決定ができないと、折角条件を満たす代替先やソリューションを見つけても、社内手続を終えたころには、他社に先回りされ、代替先等を利用できない状況にもなりかねない。実際、米国同時テロ後のニューヨークでは、代替オフィスの確保が早い者勝ちという状況にもなった。こうした状況を回避するためにも、効率的なTPRMが重要なのである。

変わりゆく事業環境下でのレジリエンス経営にはTPRMの高度化が必要

足元では、地政学リスクへの対応の必要性が急激に高まっているが、一定のリスクが想定される国・地域に展開している日本企

業も多い。一部では、供給網の見直しの必要性も叫ばれているが、これは供給網以外のサードパーティであっても同様である。サードパーティの業務上の役割や重要性が増している中、レジリエンス経営には、サードパーティリスクの把握が重要であり、それを支えるTPRMの構築は不可避である。現状の管理体制を見直し、より効率的で効果的なTPRMへの移行を進めていくことが企業には求められている。





Close-up 3

ESG/Digital トレンドを踏まえた 事業ポートフォリオ変革

文 = 岡本 准 / パートナー

- + ここ20年、日本企業は事業の多角化を進めてきたが、その結果、収益性が低下するというケースが多発し、日本企業の事業ポートフォリオマネジメントは失敗に近い状況にある。こうした事態を打破するには、事業ポートフォリオの変革、いわゆるPX（ポートフォリオ・トランスフォーメーション）が不可欠である。PXには、ROICの活用と、DX（デジタルトランスフォーメーション）の実践からなる取り組みが有効であり、現在はESGの観点からPXも求められる。日本企業はどのようにPXに取り組むべきなのか、PX元年の到来を期待して、考察したい。
- +

日本企業の事業ポートフォリオの 現状と課題

2020年に経産省が主催した「第1回事業再編研究会」資料の「日米企業の規模・多角化度別の営業利益率（2000-2012年平均）」では、米国企業は、規模と多角化度が上がるにつれて営業利益率が増加する一方、日本企業は逆に減少するという結果になっている。冒頭の結論は、米国企業において立証され、日本企業においては反証されており、日本企業はコングロマリット・ディスカウントが如実に表れた形となっている。

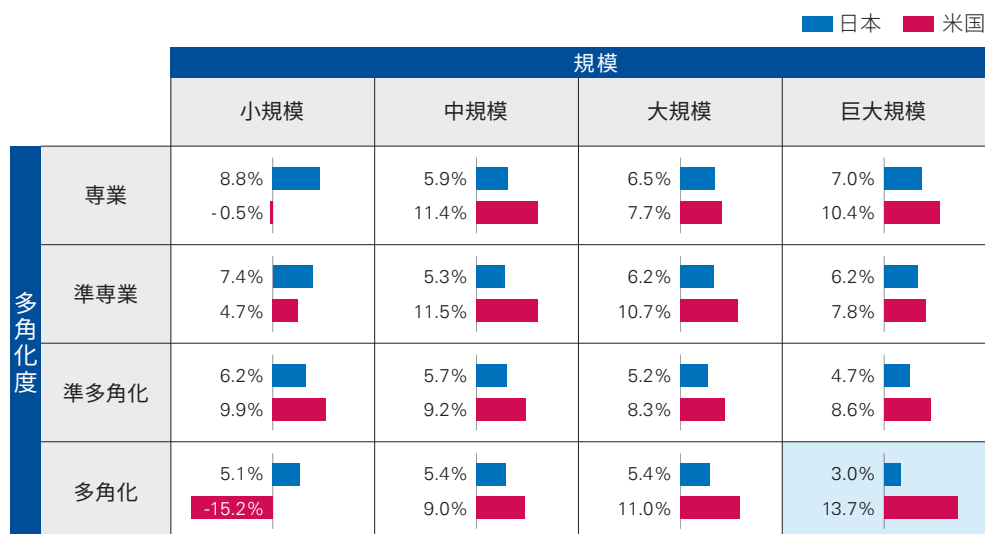
この研究会では、「事業セグメント数とPER（株価収益率）の関係」についても分析しており、「東証1部の主要企業では、事業セグメントの数が多いほどPERが低くなる傾向」であり、「不採算事業を切り離し、中核事業に経営資源を集中することが企業価値向上につながる」と分析している。

しかしながら、事業再編実務方針の「参考資料1.1.1：上場企業の事業再編の推移」によれば、上場企業の事業買収数が2010年から2018年で457件から747件と増加しているが、事業・子会社の売却は同時期で268件から264件と横ばいとなっているところを見ると、

事業買収を進めるものの、切り離しは行われていない。また、「第1回事業再編研究会」資料の「上場企業1社あたりの事業切出し件数（2018年）」を見ても、日本企業が0.06件に対し、米国企業は0.18件となっており3倍の差がある。つまり、後半10年間に、多くの日本企業が多角化を加速させる一方で、不採算事業の切り離しは行われていない状況であり、まさに日本企業の事業ポートフォリオマネジメントはこの点において失敗していると言えるのではないだろうか。

また、昨今のトレンドとして、デジタル技術の台頭、ESGの加速化、地政学リスクといった課題が挙げられ、事業ポートフォリオはこうした潮流を踏まえてマネジメントする必要があり、難易度はより一層上がっている。特にESGは、事業再編ガイドラインでも、サステナビリティの観点から事業ポートフォリオ評価にも織り込むことが求められている。

日米企業の規模・多角化度別の営業利益率（2000-2012年平均）



Source: 経産省「第1回事業再編研究会 — 未来投資会議関連資料」

事業ポートフォリオ変革(PX)は、 待ったなし

日本企業の多くは、「不採算事業を抱えながら、事業多角化を続けている」という問題を抱えているのは前述の通りである。ここで、「不採算事業」とはPLの赤字であることは当然だが、黒字であれば採算事業として評価していいのだろうか？ 少なくとも上場

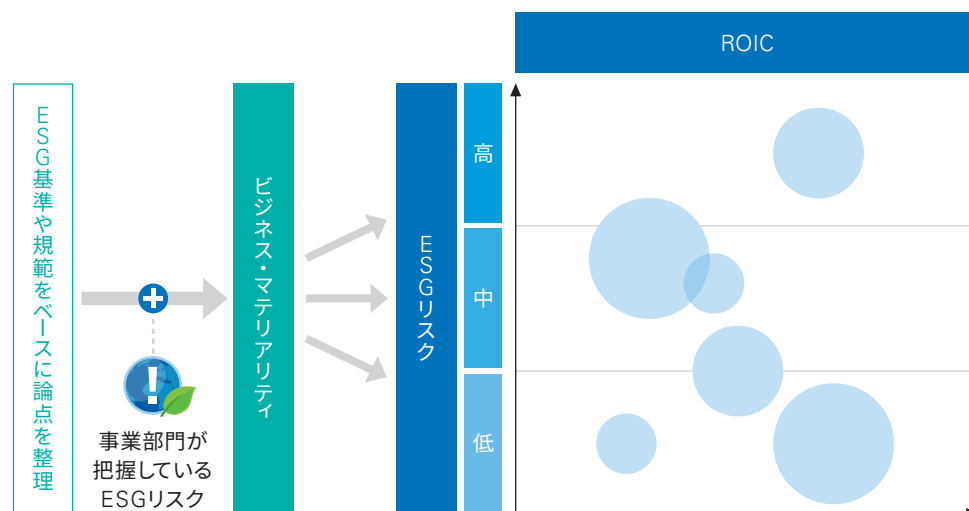
企業における答えはNoだ。(詳しくは弊社「ROIC経営」に記載しているが、)当該事業に求められる資本コストを下回るROICを定常的に計上している場合、競争上必要な投資利回りを稼げていないことを意味しており、そうした事業は資本コスト考慮後の“不採算事業”として扱うべきである。

米国企業との違いは、不採算事業のスピノフが不十分であることにあるが、そのためには黒字でも不採算事業である、ということ定量的に評価する必要があり、事業ポートフォリオマネジメントにおいては、各事業のROICと資本コストで比較するROICスプレッドを算定する必要がある。全社のROICスプレッドは、2014年に公表されたいわゆる「伊藤レポート」の影響もあり、多くの企業で算定されているものの、事業別WACCはおろか事業別ROICの算定ですらまだまだ少数にとどまるというのが筆者の実感値である。事業別ROICは管理会計の整備、特に配賦基準が明確化されれば比較的容易に算定できる。事業別WACCはやや難易度が高く、アンレバードβ、事業別D/Eレシオ、ROICからの標準偏差といった算定方法がある。確かに事業別WACCの算定過程において同業他社をベンチマークとするケースが一般的であるが、同じ尺度で比較しづらい側面があるため、十分な納得感が得られない、というのは一定程度理解できる。しかし、それが事業別

WACCを算定しない理由にはならないだろう。事業ポートフォリオマネジメントにおいて、こうした事業価値ベースの評価に取り組んでいないことが問題の本質ではないだろうか。

ESGやサステナビリティに対する意識が高まる中、事業ポートフォリオはESGを意識したPXが求められる時代である。では、ESGの観点を事業ポートフォリオにどのように反映すればいいだろうか。ESGの評価軸を反映するためには、各事業にとってのマテリアリティ(重要課題)を特定する必要がある。代表的な方法としては、ESG基準や規範をベースに論点を整理し、事業部門が把握しているESGリスクを加味してマテリアリティを特定する方法がある。

マテリアリティを特定する方法がある。マテリアリティが特定されたら、次に、背景にあるリスクの発生可能性や財務への影響度などに基づいて、事業をESGリスクの程度に応じて高・中・低といった形で分類する。こうして設定されたリスク度合いとROICを組み合わせ、ESGリスクとリターンの関係性から事業ポートフォリオを評価するといったアプローチである。このアプローチはESGリスクを重視したものだが、事業ポートフォリオ評価にESGを組み込む別の手法としては、事業性評価に反映させる手法もある。このようにPXは、ROICをベースにESGファクターも加味して遂行していくことが求められる。



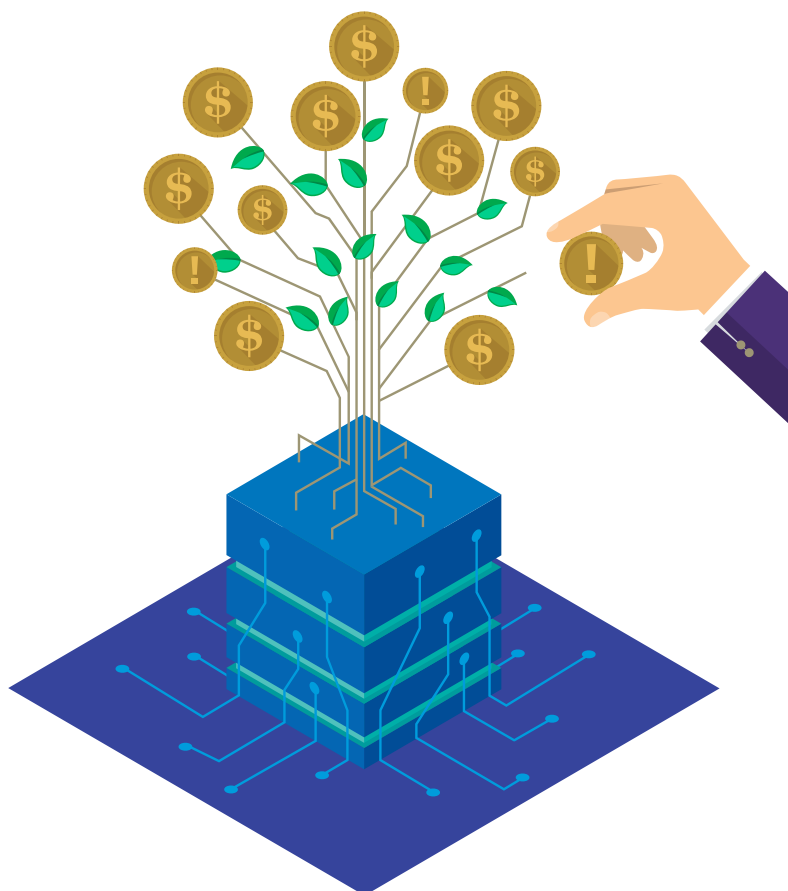
PXを加速するDX

日本企業のPXは、不採算事業のスピノフが喫緊の課題であることは前述したとおりであるが、中核事業のバリューアップも並行して進めることが重要である。中核事業のバリューアップで必須となっているのが、日本語としても定着しつつあるデジタルトランスフォーメーション(DX)である。サブスクやSaaSと呼ばれる業態は、DXの典型である。モノとして提供していた製品・商品にデジタル技術を活用し、機能・体験として提供する形態に中核事業をDXしていくことでバリューアップが可能となる。なぜなら、こうしたDXは収益構造も大きく変えるからである。売上構造はリカーリングと呼ばれる定常収益となり長期安定化が進む。費用構造は固定費中心となり、損益分岐点を超えると収益性が飛躍的に伸びる。こうした収益構造であるSaaSモデルの一般的な営業利益率は20%を超える。現在の日本企業で20%を超える営業利益率を実現している中核事業は極めて少ないことを考えると、DXはPXの有効な手段であることがわかるだろう。

従来型のモノ提供型の事業のDXに有効な手法に、PSS (Product Service System) がある。PSSは利用価値に焦点を当て、製品から派生する機能を提供するコンセプトである。

PSSは利用価値を起点とすることから、顧客の使用状況を継続的にモニタリングすることで提供価値が向上する特性がある。デジタルセンシングにより使用状況を把握し、使用状況に応じた機能をデジタル技術で最適制御することで価値提供する。よって、DXとの親和性が極めて高い。

日本企業のPXはいわば「宝の山」だ。ROICによる不採算事業のスピノフとDXによる中核事業のバリューアップにより、二重の価値向上が図れる余地が十分にある。真に問われているのはこうしたPXを決断する経営者の覚悟であろう。





M&A市場を計る

マーケット・マルチプル動向

ハード中心からソフト中心のセクターまで、6セクターをピックアップして、日米中の主要市場のマーケット・マルチプル定点観測データを提供します。

M&Aは企業の成長戦略を実現していく上で重要なツールであり、日本企業による国内M&A、クロスボーダーM&Aは共に増加を続けています。

自社の属するセクターのみならず近年加速するクロスセクターのM&Aに関する参考情報としてもお役立てください。

EV/EBITDA倍率：

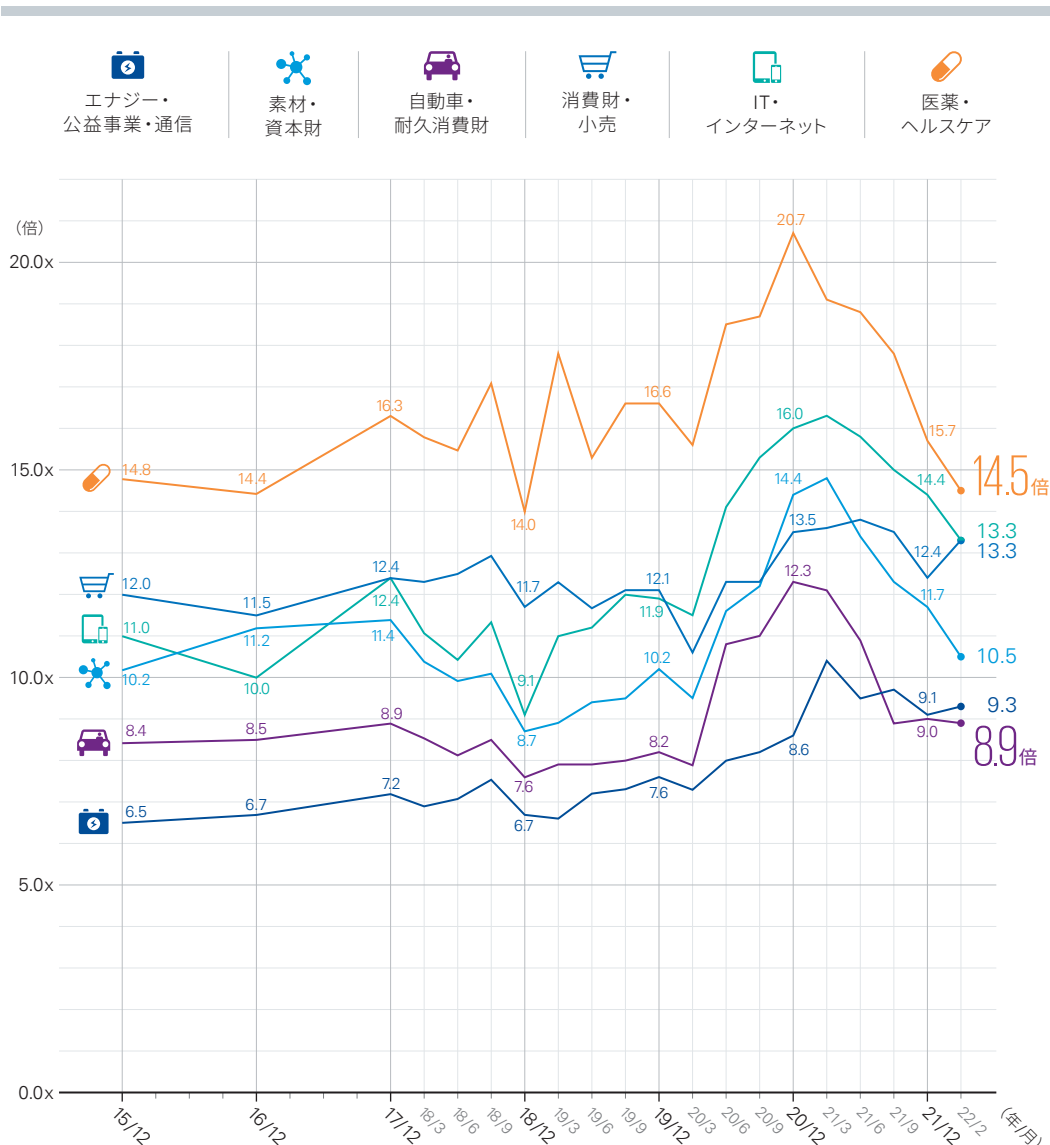
EV(企業価値)がEBITDA(利払前税引前償却前利益)の何倍かを示す指標

※本分析では、EVを時価総額+有利子負債総額で算出。EBITDAは直近12カ月の値。



EV/EBITDA倍率推移チャート

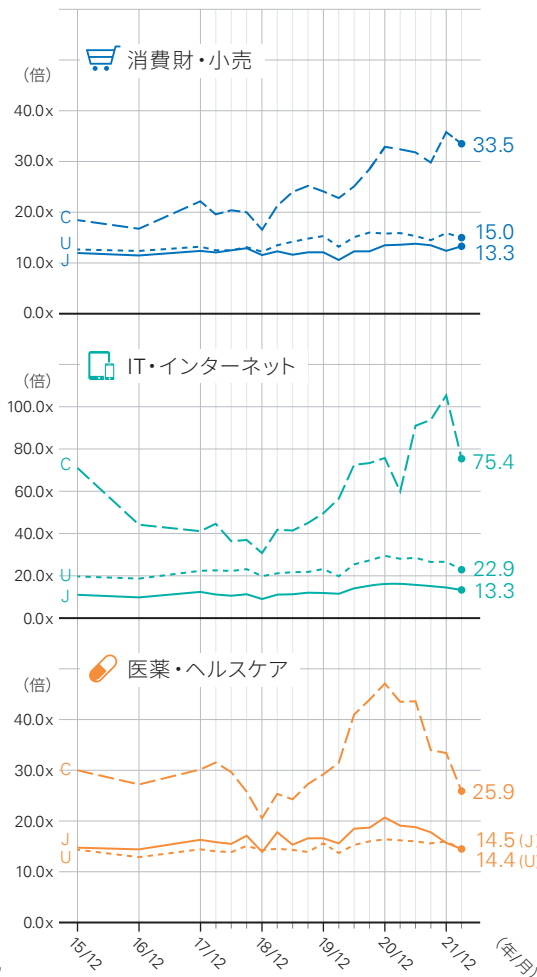
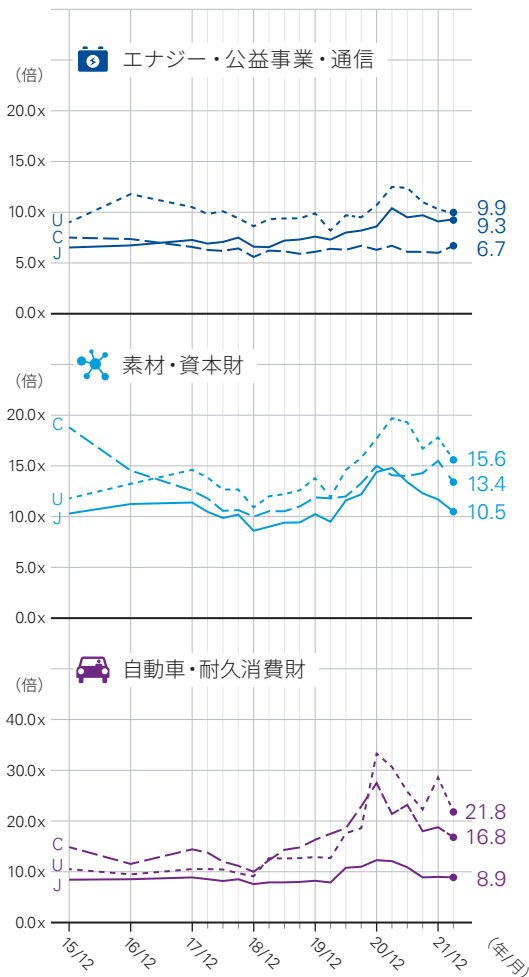
(日本)





セクター別 各国比較EV/EBITDA倍率推移チャート (日本・米国・中国)

Japan ——— USA - - - - - China - - - - -



直近での株式市場の低迷を受け、日米中とも企業価値倍率の低下傾向が続いている。

原油価格の高騰もあり、日本・中国の「エネルギー・公益事業・通信」セクター倍率は堅調だが、他セクターは全般的に弱含み。

ウクライナ情勢等、経済の先行きが不透明な中、リスクマネーの供給が滞った場合、企業価値倍率の一層の低下も想定される。

● 分析対象銘柄数：

＜区分＞	日本	米国	中国
エナジー・公共事業・通信	20	54	14
素材・資本財	111	94	74
自動車・耐久消費財	33	13	18
消費財・小売	62	50	27
IT・インターネット	27	43	8
医薬・ヘルスケア	28	65	36

● 算出方法：日米中の代表的な株価指数（JPX日経400:S&P500:CSI300）の構成銘柄について、GICS（世界産業分類基準）をもとにKPMGで定義した6セクター「エナジー・公益事業・通信」、「素材・資本財」、「自動車・耐久消費財」、「消費財・小売」、「IT・インターネット」、「医薬・ヘルスケア」に分類し、経年のEV/EBITDA倍率をチャート化しています。

● データ出所：Capital IQ、Bloomberg

Publications & Reports

出版物紹介



動き出すデータドリブン組織のつくりかた Tableau Blueprintに学ぶ実践的アプローチ



本書では、データを活用するための意識・文化をいかに企業に浸透させ、データドリブンな組織に変革していくかについて、Tableau社の公表する「Blueprint」を一つの軸として活用しながら解説する内容となっております。現役で「データドリブン組織づくり」を推進する著者陣がそれぞれの現場でどのように変革を進めているのか、具体的な事例も交えながら実務家の目線で解説しています。

編著者：複数名による共著

(KPMG FASにて一部の執筆を担当)

出版社：株式会社日本能率協会マネジメントセンター

発行日：2022年3月／定価：2,200円(税込)



プライベート・エクイティとESG



日本においてESGに関する議論が進展するなかで、プライベート・エクイティ・ファンドの投資活動におけるESG要素の考慮について論じた本邦初の専門書です。日本のバイアウト・ファンドの投資先企業におけるESGの推進事例も紹介。また、非上場の中堅・中小企業にもESGへの対応が求められていくなかで、さらなる発展を目指した今後の展望について考察しています。

編著者：日本バイアウト研究所

(KPMG FASにて一部の執筆を担当)

出版社：株式会社きんざい

発行日：2021年12月／定価：3,960円(税込)

★ その他 おすすめの書籍と注目のレポート ★



KPMG FAS 書籍

出版物の詳しい情報につきましては、KPMG ホームページをご覧ください。(ご注文の際は、直接出版社までお問い合わせください)

🖥️ home.kpmg/jp/publication

— 実装CVC 技術経営から戦略・財務リターンまで	中央経済社(2021年1月刊行)
— 実践CVC 戦略策定から設立・投資評価まで	中央経済社(2018年10月刊行)
— ASEAN企業地図第2版	翔泳社(2019年1月刊行)
— M&Aがわかる	日本経済新聞出版社(2018年6月刊行)
— 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11月刊行)
— 図解でわかる企業価値評価のすべて	日本実業出版社(2011年4月刊行)



KPMG 調査レポート

レポートを入手希望の方は、KPMG ホームページをご覧ください。かKPMG FASマーケティングまでお問い合わせください。

🖥️ home.kpmg/jp

✉️ fasmktg@jp.kpmg.com

New	消費財・小売業界のインフレーション：一時的？それとも持続的？	(2022年3月発行)
New	サードパーティリスク管理の展望2022	(2022年2月発行)
New	グローバル・オートモーティブ・エグゼクティブ・サーベイ2021	(2022年2月発行)
New	Net Zero Readiness Index 2021	(日本語抄訳版／2022年2月発行)
New	サイバーセキュリティサーベイ2022	(2022年1月発行)
New	KPMG ジャパン CFOサーベイ2021	(2021年12月発行)

代表取締役パートナー

	知野 雅彦	
	岡田 光	
	松下 修	

サービスライン

コーポレートファイナンス	田中 恒一郎	koichiro.tanaka@jp.kpmg.com
	澄川 徹	toru.sumikawa@jp.kpmg.com
インテグレーション・セパレーション	小高 正裕	masahiro.kotaka@jp.kpmg.com
リストラクチャリング	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
ストラテジー	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
トランザクション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
フォレンジック	高岡 俊文	toshifumi.takaoka@jp.kpmg.com
	西崙 宏之	hiroyuki.nishijima@jp.kpmg.com

セクター担当

自動車	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
消費財・小売	伊藤 勇次	yuji.ito@jp.kpmg.com
エネルギー・化学	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
金融	加藤 健一郎	kenichiro.kato@jp.kpmg.com
ヘルスケア・ライフサイエンス	阿久根 直智	naotomo.akune@jp.kpmg.com
製造	岡本 准	jun.okamoto@jp.kpmg.com
商社	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
	岩崎 拓弥	takuya.iwasaki@jp.kpmg.com
不動産・インフラ・物流・ホスピタリティ	加藤 淳哉	junya.kato@jp.kpmg.com
	栗原 隆	takashi.t.kurihara@jp.kpmg.com
テクノロジー・メディア・通信	森谷 健	takeshi.moriya@jp.kpmg.com
プライベートエクイティ	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
	清水石 覚	kirk.shimizuishi@jp.kpmg.com

注力分野担当

地方創生	阿部 薫	kaoru.abe@jp.kpmg.com
プライベートエンタープライズ	澄川 徹	toru.sumikawa@jp.kpmg.com
ESG	吉野 恭平	kyohei.yoshino@jp.kpmg.com
北米地域	吉野 眞一	shinichi.yoshino1@kpmg.com
ASEAN地域	西崙 宏之	hiroyuki.nishijima@jp.kpmg.com
インド	山口 文義	fumiyoshi.yamaguchi@jp.kpmg.com

KPMG FAS Newsletter Driver 10

Information

次号予告

 次号は2022年8月発行予定です。(年3回発行)

最新号、バックナンバーは
KPMGのホームページよりご覧になれます。

 home.kpmg/jp/driver

※乱丁落丁の場合はお取り替えいたします。

発行日：2022年4月

発行所：株式会社 KPMG FAS

東京事務所

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL：03-3548-5770

大阪事務所

〒541-0048

大阪府大阪市中央区瓦町3丁目6番5号

銀泉備後町ビル

TEL：06-6222-2330

名古屋事務所

〒450-6426

愛知県名古屋市中村区名駅3丁目28番12号

大名古屋ビルヂング

TEL：052-589-0520

福岡事務所

〒810-0001

福岡県福岡市中央区天神1丁目12番14号

紙与渡辺ビル

TEL：092-741-9904

[発行]

株式会社 KPMG FAS

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL : 03-3548-5770

home.kpmg/jp/fas

送付のお申込み・送付先変更・停止について

本ニュースレター送付のお申込み・送付先変更・停止につきましては、以下のメールアドレスにご連絡ください。



fasmktg@jp.kpmg.com

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

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及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 FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Companies Act 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.