



PBR1倍割れ東証要請への対応 – ROIC経営を通じた経営改革力の向上

第4回： キャッシュフローアロケーション としての投資枠設定と投資評価

2023年 11月

KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン

有限責任 あずさ監査法人

サステナブルバリュー統轄事業部

サステナビリティトランスフォーメーション

マネージング・ディレクター 土屋 大輔



本質的な課題に向き合い「ROIC経営」を推進する上でのポイントを連続シリーズで解説いたします

第1回： ROIC経営を通じた経営改革力の向上 – いま何が必要か

第2回： 事業ポートフォリオを評価しその組換えを後押しする仕組みを構築する
「事業ポートフォリオに関する基本的方針」

第3回： 事業を財務で支えるための指針・株主還元方針を策定する
「資本政策としての最適資本構成と株主還元方針」

第4回： 経営資源配分の方針を設定し投資を加速する仕組みを構築する
「キャッシュフローアロケーションとしての投資枠設定と投資評価」

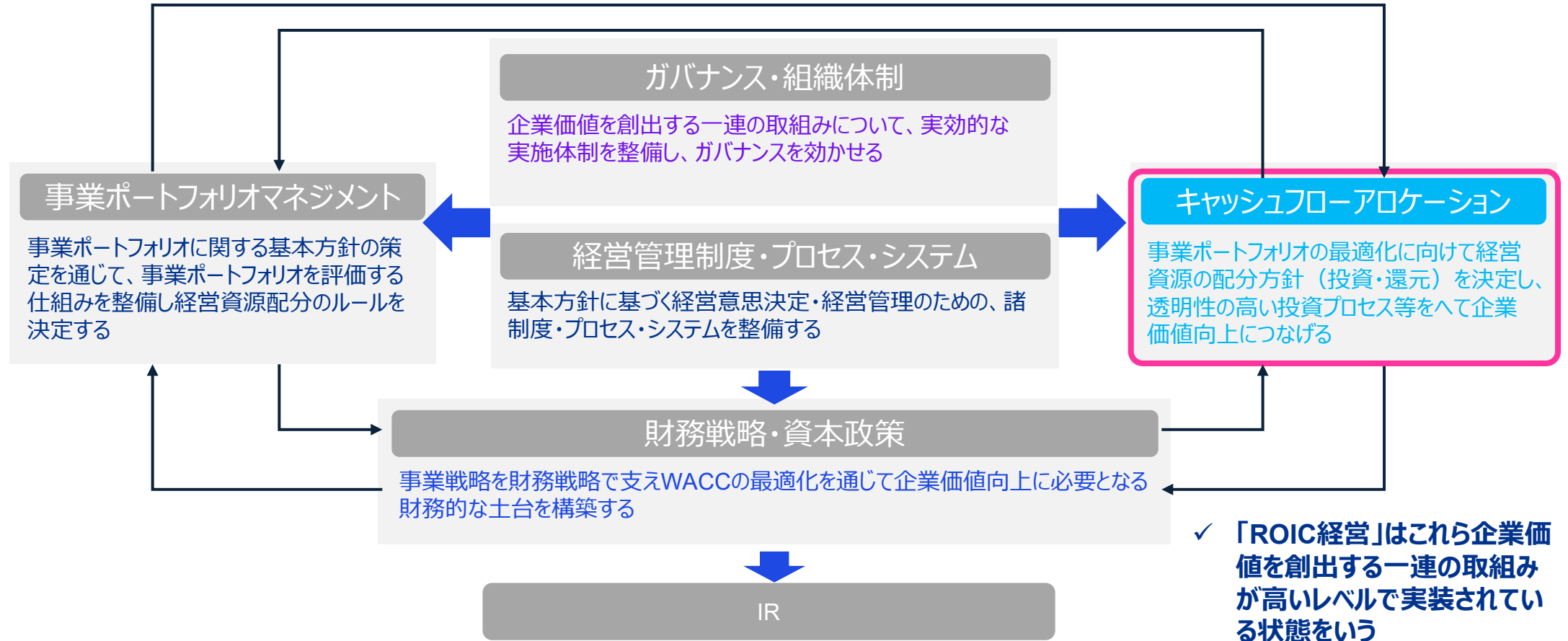
第5回： 事業ポートフォリオの組換えを実践する
「経産省『企業買収における行動指針』のポイント」

第6回： 経営管理制度・プロセスを構築する
「ROIC経営の実践」

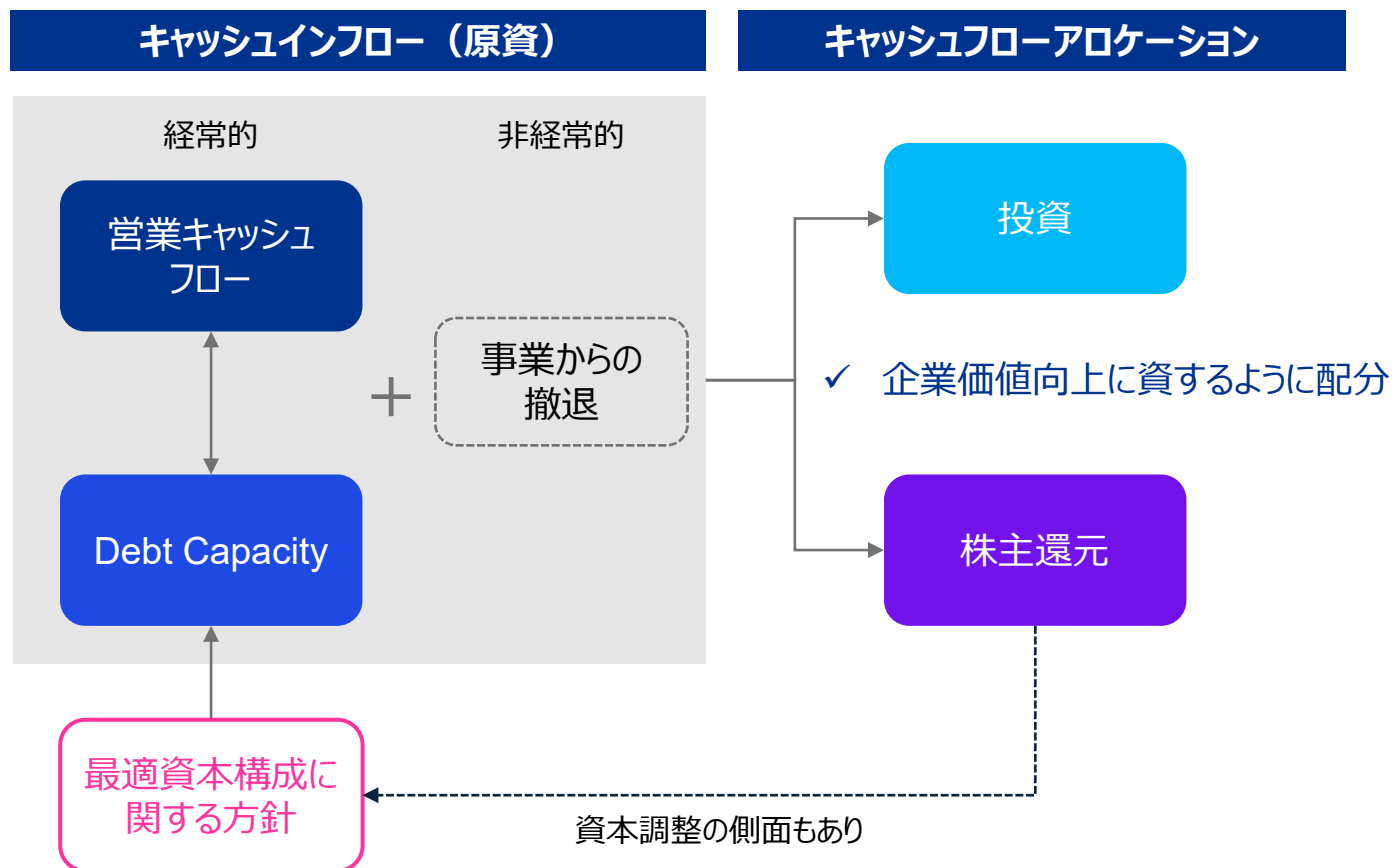
第7回： 経営改革の一連の取組みにガバナンスを効かせる
「ROIC経営における取締役会の役割」

経営改革力を高めるためには、企業価値を創出する一連の取組みについて 経営管理制度・プロセスを構築し、ガバナンスを効かせる必要がある

【企業価値を創出する一連の取組みの全体像】



キャッシュフローアロケーションは営業キャッシュフローと調達余力を使った投資と株主還元の配分方針を指す



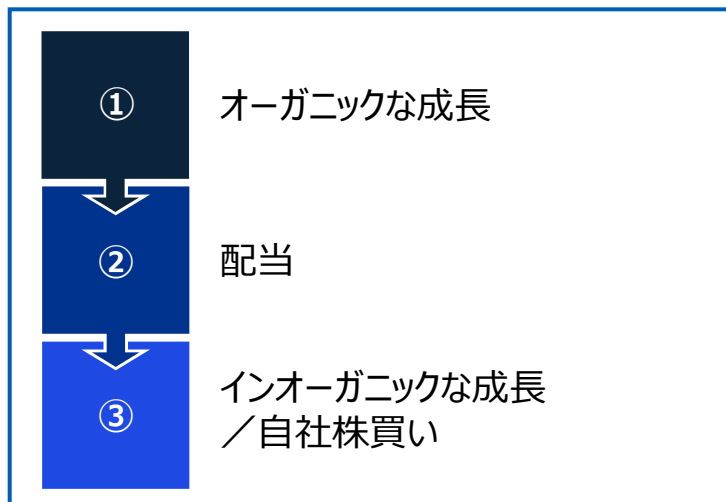
- キャッシュフローアロケーションは「**キャピタルアロケーション**」と呼称するケースもある。
- キャッシュフローアロケーションは単年度ではなく、複数年度（中計期間など）で策定する。
- 投資も株主還元を現金支出を伴う。**キャッシュフローベース**で、キャッシュインフローとそのアロケーションに関する方針を策定する必要がある。（利益≠キャッシュ）
- キャッシュフローは**企業価値向上に最も寄与する形で配分（アロケート）**されなければならない。
- キャッシュフローからの株主還元（特に自社株買い）は最適資本構成を実現する上での**資本調整の側面**もある。
- キャッシュインフローの**Debt Capacity**は**最適資本構成の方針によって決まる**。

アロケーションの優先順位は事業戦略は企業の成長ステージによって異なる

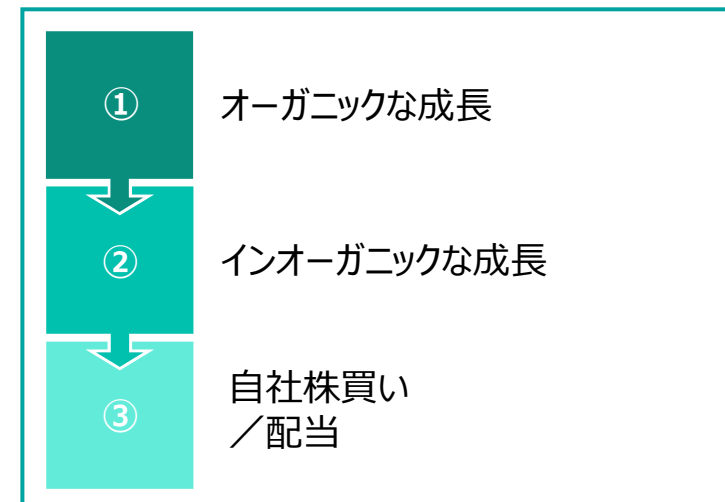
- キャッシュフロー（営業キャッシュフロー＋Debt Capacity）のアロケーション方針（優先順位）は成熟企業と新興企業やライフサイクル上成長ステージにある企業とでは異なる。
- 事業戦略や企業の成長ステージを踏まえて意思をもって方針を立案する必要がある。

キャッシュフローアロケーションの例

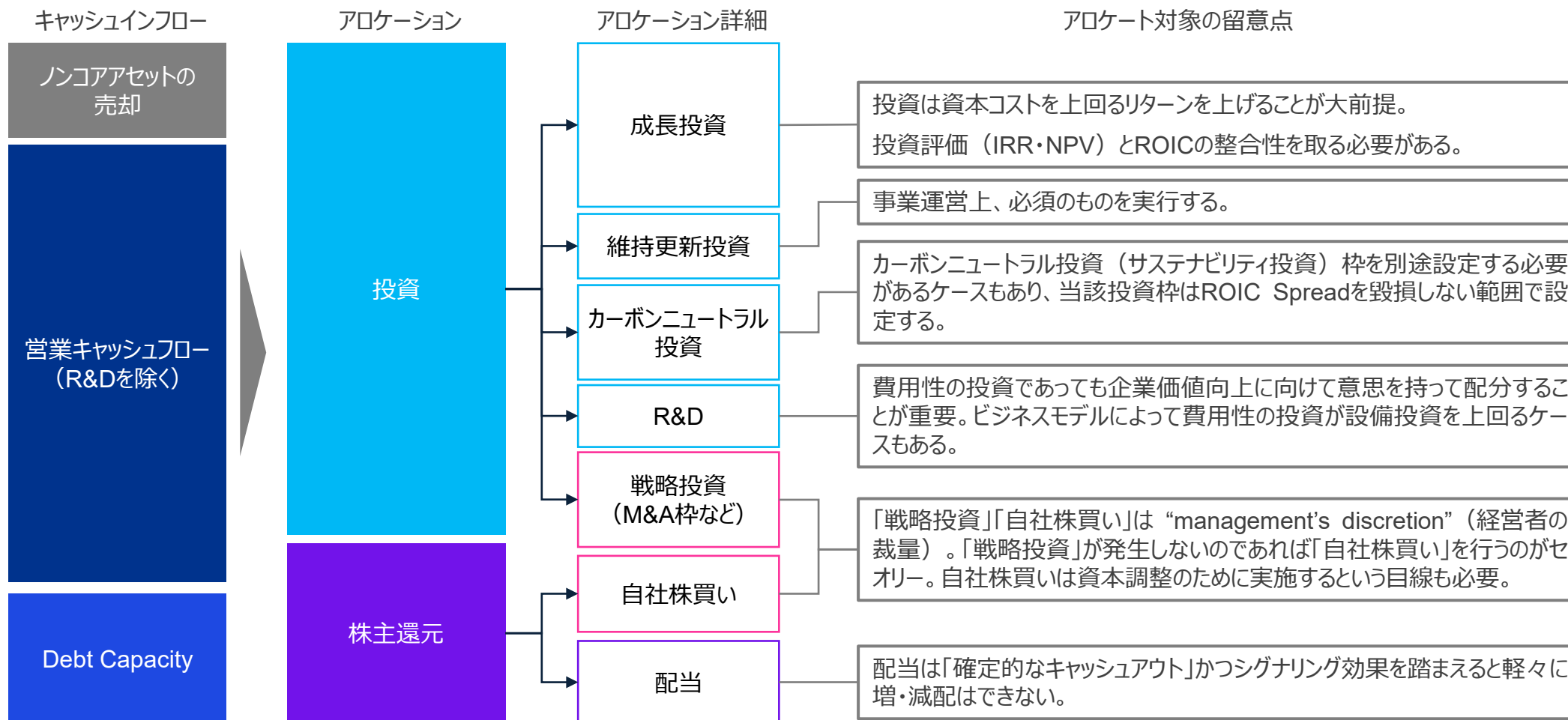
【成熟企業】



【新興企業／成長ステージ】

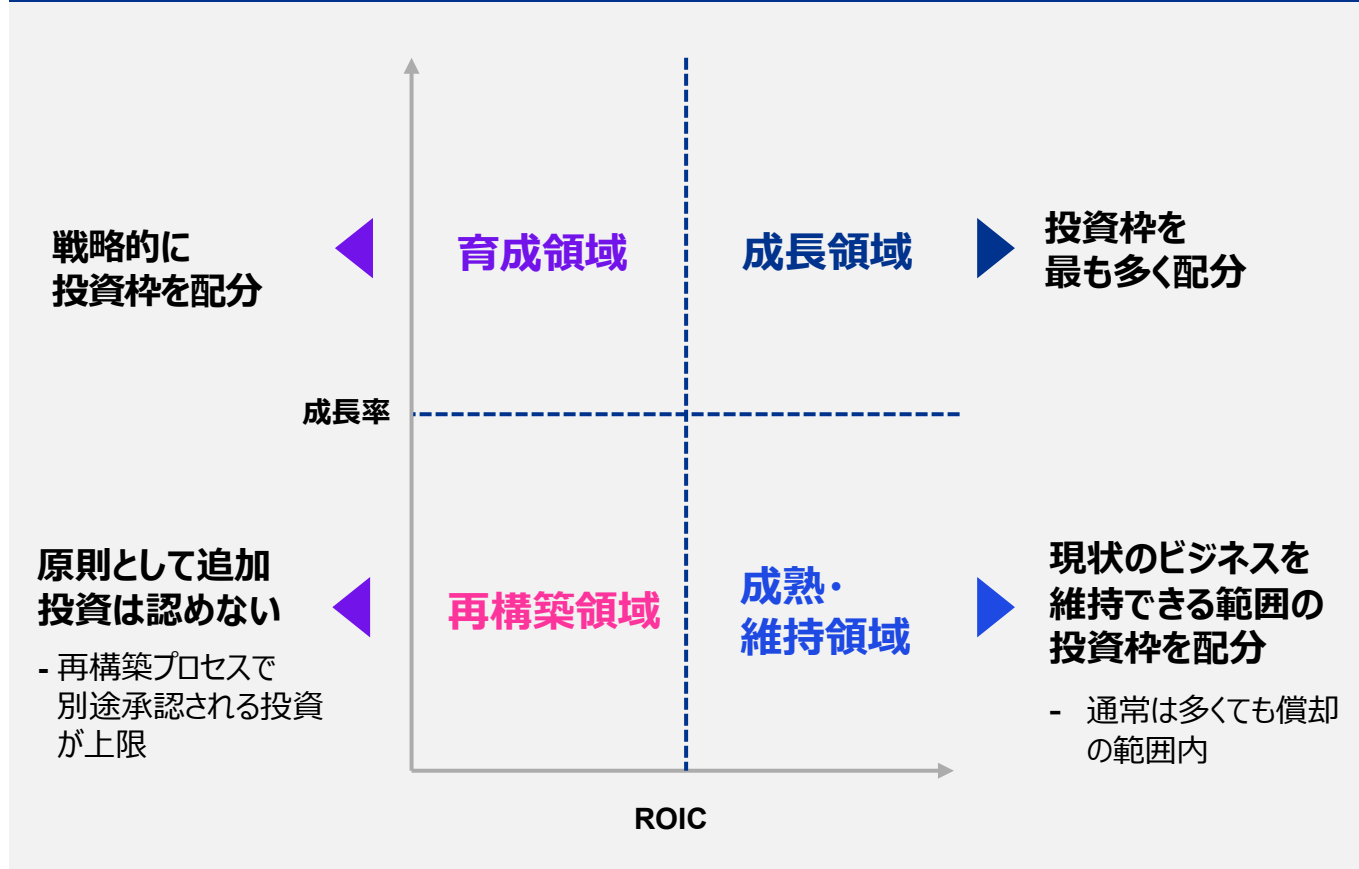


キャッシュフローアロケーションの方針はアロケート対象の留意点を踏まえつつ、企業価値に最も資する形で策定する必要がある。



成長投資は事業ポートフォリオ評価の結果を踏まえて配分方針を定める必要があるが、投資枠は事業ポートフォリオ評価の結果だけで決まるわけではない

事業ポートフォリオの象限別投資配分方針の考え方



- 事業ポートフォリオ評価を実施するだけでは**投資の優先順位をつけることはできても、投資枠の設定**には至らない。
- 事業毎の投資枠は、**事業の規模や投資戦略／計画、想定されるリターンを踏まえたうえで個々に決定する**必要がある。
- 優先順位と投資枠の設定に当たっては、**事業ポートフォリオ評価と投資パイプラインの可視化を組み合わせる**の有効。

事業ポートフォリオ評価の実施と合わせて、投資パイプラインを可視化することで、優先的にアロケートすべき投資案件と投資枠について合意を形成する

アプローチ例



事業ポートフォリオ評価の実施と合わせて、投資パイプラインリストを作成し、投資案件を詳細に分類（期待リターンがWACCを充足することが前提）

- A：中計期間中の実施確度が高い（50%以上）
- B：中計期間中の実施確度が低い（50%未満）
- C：中計期間中に実施しない



事業ポートフォリオ評価

①更新投資（必須）	更新必須 800			
②成長	(a)	A 300	(b)	B 500
③育成		A 200		B 200 C 1,000
④成熟・維持				B 600 C 100
⑤更新投資（任意）				
戦略投資・ その他投資枠				
⑥構造改革				

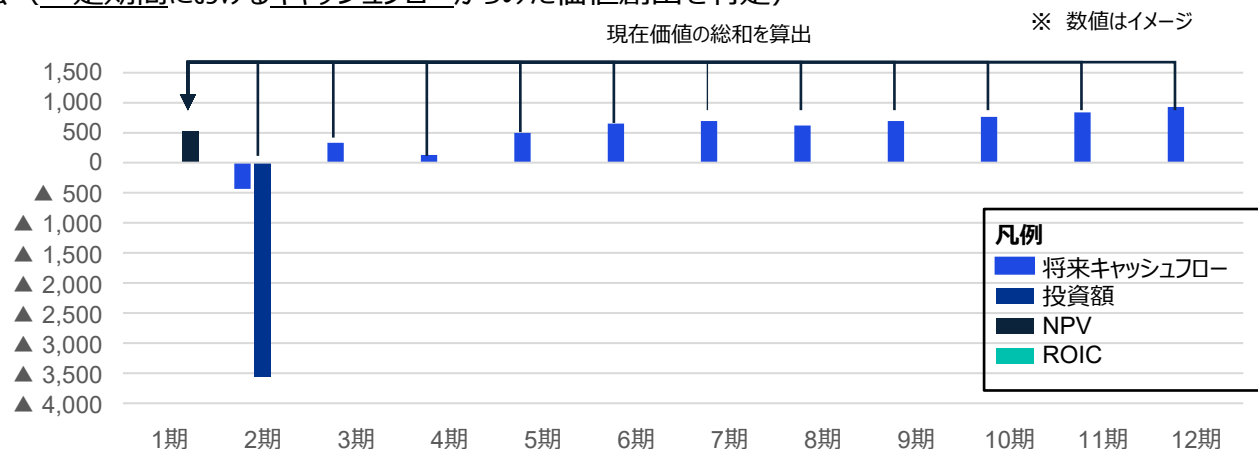
更新必須 : 800
 A案件 : 500
 B案件②③ : 700
 B案件④ : 600

← 総投資枠 : 2,000
 キャッシュフローアロケーション上の制約

- ✓ 更新投資（必須）に充当したうえで、(a)⇒(b)の順に投資枠に充当する
- ✓ B案件②③までは総投資枠に収まるがB案件④は総投資枠超過につき投資できない
- ✓ C案件はそもそも集計対象としない

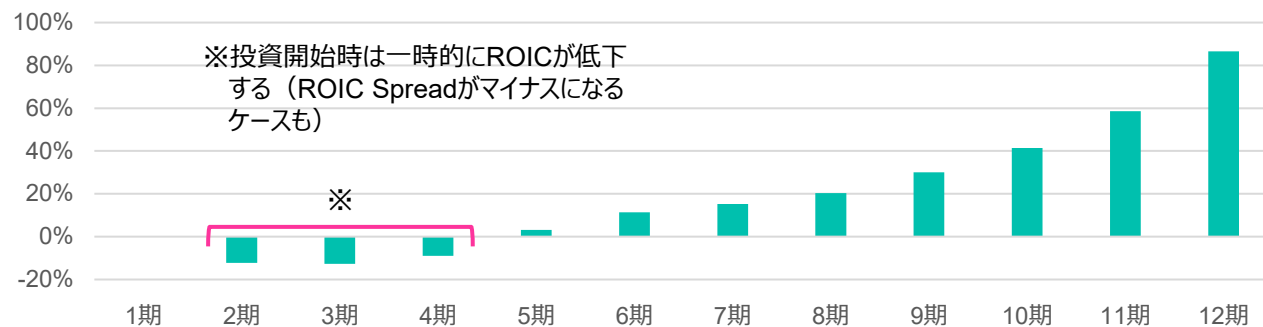
投資評価（NPV・IRR）とROICは整合性を取る必要がある

■ NPV法（一定期間におけるキャッシュフローからみた価値創出を判定）



- 投資評価はキャッシュフローベースかつ割引現在価値を加味して評価するのに対して、ROICは会計上の利益を使用し、かつ、年度毎の評価である。
- NPVはプラス、あるいはIRRがハードルレートを上回っていたとしても、**投資の初期段階においてはROIC Spreadがマイナス**となるケースも想定される。

■ ROIC（毎期の投下資本に対する収益性を会計上の利益を用いて判定）



- ✓ 投資評価上、妥当であるとしてもROIC Spreadのマイナスが続く以上、企業価値の毀損は免れない。
- ✓ 投資評価において、「ROIC Spreadが〇期以内にプラス」といった基準を別途設ける必要がある。



KPMGサステナブルバリューサービス・ジャパン

有限責任 あずさ監査法人

サステナブルバリュー統轄事業部

サステナビリティトランスフォーメーション

✉ jp-fmaz-tyo-ktk-sv@jp.kpmg.com



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でき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。

© 2023 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.

Document Classification: KPMG Public