



KPMG FAS Newsletter

Driver

Vol.01 June 2018

| Close-up |

M&A 価値創造のセオリー^(上)

- － 1 未知なる潜在市場への戦略的多角化のアプローチ
- － 2 「デジタル革命」時代の事業戦略とその実行力
- － 3 価値創造のためのバリエーション：PAVとABV

kpmg.com/jp/fas

01

Contents

KPMG FAS Newsletter “Driver”
Vol.01 June 2018

02

News & Trends

注目のニュース&トレンド情報

Close-up

04

M&A

価値創造のセオリー (上)

06

Close-up 1

未知なる潜在市場への戦略的多角化のアプローチ

文 = 梶川 慎也 / シニアマネジャー

10

Close-up 2

「デジタル革命」時代の事業戦略とその実行力

文 = 池田 晴彦 / シニアマネジャー

14

Close-up 3

価値創造のためのバリュエーション：PAVとABV

文 = 石井 利明 / 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

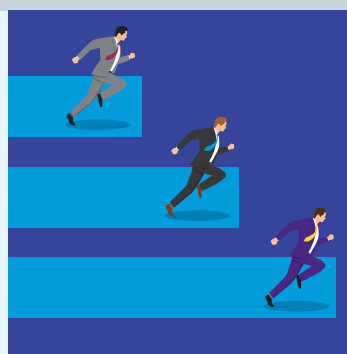
お問い合わせ

News & Trends

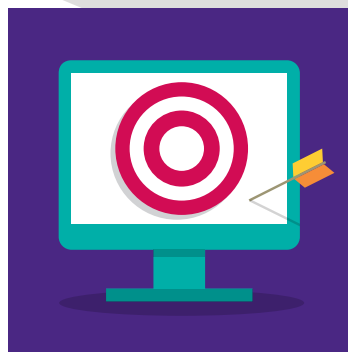
注目のニュース&トレンド情報



米司法省の訴え棄却
日本企業に新たな選択肢



企業再編の促進へ向けた
産業競争力強化法等の改正案



SNS全盛時代の
ネット広告戦略



台頭するプラットフォームと
その背景

2017 年 11 月、米司法省のカルテル訴訟で日本企業が初めて無罪を勝ち取った。これまで司法省に摘発された日本企業の多くは、高額な制裁金の支払いに加え、役員が1〜2年間服役する「司法取引」という選択肢しかなかった。今回の無罪評決の要因として特筆すべきは、代理した法律事務所が入念に組み

立てた訴訟運営の妙、なかでも裁判所へ提出する証拠文書の翻訳作業である。陪審員の見解を左右する重要な社内用語や業界用語については機械的に訳さず、細かいニュアンスや含みまで徹底的に時間をかけて訳していったという。米当局にカルテル行為を摘発された裁判で無罪を勝ち取るということは、

制裁金がゼロになるだけでなく、市場における会社のインテグリティを守り、更には今後数年にも及ぶ集団訴訟のリスクを実質排除できる等、様々な恩恵がもたらされる。日本企業にとって、堂々と「裁判で無罪を勝ち取る」という途を新たに確立した意味は大きい。

今春、産業競争力強化法等の一部改正案が衆参両院において可決、成立し、早ければ今夏にも施行の可能性がある。同法は、「産業の新陳代謝」を一つの柱にしており、ベンチャー投資による技術革新の促進や、事業再編の促進による収益性・生産性の向上、先端設備投資の促進を謳っている。

現行法は、自社株式を対価とするM&Aで許容される会社法の特例措置をTOBに限定しているが、改正案は、対象を相対取引まで広げており、手元資金がなくても自社株式を利用することで非上場企業も含めた再編が可能になる。なお、税制面でも株主側の譲渡損益に係る課税の繰延べ措置が検討されて

いる。この他にも事業再編の促進を意図した、スクイズアウトやスピノフに係る手続き面の要件緩和が織込まれている。また、高まる中小企業の事業承継ニーズに対応するべく、既存の税制優遇や許認可承継の特例措置等の適用対象拡大が検討されている。

インターネット広告費は、テレビCMのそれに迫ろうとしている勢いだが、昨年ひとつの出来事があった。P&Gとユニリーバがインターネット広告を大幅に削減したのだ。規模としては数百億円の削減だ。「ふさわしくないサイトに広告が表示され、ブランド毀損の懸念がある」ことが理由とも言われるが、注

目すべき点は両社とも「効果のある広告と、それ以外」を見切った上で削減を実行した点だ。これはインターネットに限らず広告全般の費用対効果が的確に把握できているからこそその意思決定だが、両社のように広告の費用対効果を把握できている会社は非常に少ない。広告を含むマーケティング

では、適切なターゲットに、適切なメッセージを届けることが重要だ。マス広告の方が「効く」商品もあれば、一人ひとりの関心に合わせたメッセージが「効く」ものもある。まず、広告の費用対効果の可視化に取り組む必要性は高い。

近年、プラットフォーム構築の動きが活発化している。トヨタは2018年1月、モビリティサービスプラットフォーム“e-Palette”を発表した。e-Paletteでは、車両／生活者データを活用して、例えば最適経路による交通サービスや、自宅前に自動運転で来訪する車両上で希望商品を試着できるサービス等が提供

可能になる。プラットフォーム構築は建機や航空機などの業界でも進行中であるが、IoT進展によりデータ収集の対象が拡大したことが背景にある。しかし、こうした取組みは単一企業では完結しない。データは蓄積されるほど解析精度が高まり付加価値が創出されるため、量の確保に向けた“仲間づくり”と、

一部IT企業が集中して雇用するデータサイエンティストの確保が課題となる。トヨタはUberやAmazonとの提携でデータ量を、マイクロソフトとのJVでデータ分析のケイパビリティ確保を企図しているが、今後各プラットフォームが提携を含む広義のM&Aをいかに活用していくかに注目である。

M&A

価値創造のセオリー (上)

グローバル市場での生き残りをかけて、大型のM&Aに打って出る日本企業が増えている。顧客への新しい価値の提案やテクノロジーを活用したより優れたバリューチェーンの構築等、企業は不断の価値創造を行う。

企業が価値創造をするためにM&Aを如何に活用すべきか。M&Aを経営の革新と確実な価値創造に繋げるために、理解しておくべき論点を整理する。

06

Close-up 1

未知なる潜在市場への戦略的多角化のアプローチ

文 = 梶川 慎也／シニアマネジャー

10

Close-up 2

「デジタル革命」時代の事業戦略とその実行力

文 = 池田 晴彦／シニアマネジャー

14

Close-up 3

価値創造のためのバリュエーション：PAVとABV

文 = 石井 利明／パートナー



執筆者紹介

Toshiaki Ishii

石井 利明／パートナー（写真右）

株式会社KPMG FAS 執行役員パートナー
2001年にKPMGに入社後、一貫してM&Aアドバイザリー業務に従事。2015年より現職。M&Aにおける取引価格の第三者評価等のバリュエーション業務に加え、PPAや減損テスト等の会計目的のバリュエーションにおいても豊富な経験を有している。

中央大学法学部法律学科卒業、公認会計士。

✉ toshiaki.ishii@jp.kpmg.com

Haruhiko Ikeda

池田 晴彦／シニアマネジャー（写真中央）

株式会社KPMG FAS ストラテジーグループ
2015年に入社後、製造業全般及び自動車産業を中心にM&Aアドバイザリー業務、企業戦略策定業務に従事。KPMG入社以前は外資系コンサルティング会社にて戦略策定から実行までの一貫した支援を実施。IT分野の構想立案・導入までの幅広い経験を有する。

筑波大学第一学群自然科学類数学専攻卒業、同大学院理工学研究科修士課程修了。

✉ haruhiko.h.ikeda@jp.kpmg.com

Shinya Kajikawa

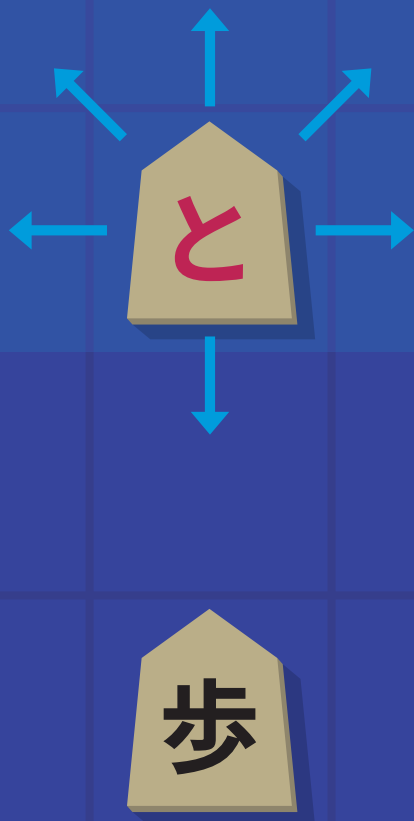
梶川 慎也／シニアマネジャー（写真左）

株式会社KPMG FAS ストラテジーグループ
大手旅客会社を経て、KPMGに入社。リストラクチャリング業務に従事後、2014年から現在のグローバルストラテジーグループに参画。コンシューマ&リテールチームメンバー。

早稲田大学政治経済学部経済学科卒業、一橋大学大学院国際企業戦略研究科修士修了。

✉ shinya.kajikawa@jp.kpmg.com





Close-up 1

未知なる潜在市場への 戦略的多角化のアプローチ

文 = 梶川 慎也 / シニアマネジャー

企業の成長戦略として、新たな成長分野に事業領域を拡大する「多角化」がある。2000年代以降、日本企業の多角化展開は減少傾向にある。背景として、「失われた20年」という言葉に代表される投資マインドの萎縮に加えて、そもそも多角化が企業の成長戦略として有効に機能せず、失敗に終わるケースが多かったことが挙げられる。

しかしながら、明確なビジョンのもと、戦略的な多角化アプローチを実施することにより、成功しているケースも存在する。本稿では、こうした戦略的多角化のアプローチについて考えてみたい。

萎縮したマインドによる多角化への躊躇

日本企業約2.3万社を対象とした財務省財務総合政策研究所の調査※によれば、複数の業種分類に跨って企業活動が認識される多角化企業は、1990年代まで増加していたが、2000年代前半から減少し、その後も停滞傾向が続いている。その要因として、「失われた20年」の低成長状況において、企業が「選択と集中」を進めたことが挙げられよう。

この間、企業の経営層は、選択と集中に

基づく合理化に係る経験は積んだものの、多角化を含めた成長を生むイノベーション投資に関しては比較的经验が少ないという向きも多いと思われる。また、過去において、多角化が成長戦略として機能しなかったケースもあり、それが多角化を躊躇させる要因となっていることも指摘できる。とりわけ、バブル期の日本企業に散見された、不動産価値の上昇の取り込みを狙った戦略なき多角化が失敗に終わったことは、誰しも記憶している通りである。

※ 川上淳之、2017、「多角化企業と生産性」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」平成29年第2号（通巻第130号）2017年3月

戦略的多角化のアプローチ

企業が多角化する目的は、成長の追求、リスク分散、範囲の経済性などが挙げられるが、多角化しさえすれば、これらの目的が達成されるわけではない。

明確なビジョンがないまま多角化を進めた場合、事業ドメインや経営資源の分散が生じ、失敗に終わることも多い。コングロマリット・ディスカウント(多角化企業の企業価値が、個別の事業価値の総和に比べて低く市場に評価されること)という事象は、多角化に負の側面があることを示している。

一方で明確なビジョンのもとに、戦略的多角化のアプローチを採用している企業もある。IoT技術の進展に伴い、オープンプラットフォームとして事業領域の拡大を続けるコマツや、確固たる経営理念をもとに自己投資産業として多角化を進めるRIZAPグループが挙げられる。

IoT オープンプラットフォームとして 事業領域拡大を続けるコマツ

コマツは、IoT技術の進展に伴う事業拡大により、建機製造業から脱皮し、建設現場

全体のIoTオープンプラットフォーム事業を構築するといった戦略的な多角化を行っている。

コマツは建設機械等の製造販売を本業とする、グローバルでも有数のエクセレントカンパニーである。2000年代初めに、利用機器稼働遠隔管理システムKOMTRAXを標準装備し、建機に組み込んだGPSや各種センサーによって建機の稼働時間や稼働状況に係るデータを収集分析し、省エネ運転支援サービスや建機部品の摩耗を予測した上での効率的な修理・点検サービスの提供を開始した。

これはIoTデータ活用の先駆的事例であり、事業領域を建機の売り切り事業から、建機のライフサイクル全体のサポートまで拡大させたものである。

また同社は、2015年には、建機のみならず、建設現場全体のオペレーションを最適化するスマートコンストラクションというソリューション事業の展開を開始している。

これは、測量、計画、施工、検査といった建設現場全体の工程を最適化するものである。具体的には、建設現場の地形をドローンで3次元測量し、測量データと設計仕様をもとに3次元の施工計画を作成し、自動制御のICT建機で施行計画に沿って工事を実施し、建機稼働データや工事の進捗等を

自動的に専用のプラットフォームであるKomConnectにインテリジェンス化することで、KomConnect上でのデータによる一元的な進捗管理や検査を可能にした仕組みである。

この過程でコマツは、2015年にロボット等を開発するZMP社や、ドローン開発および測量データ解析を行う米スカイキャッチ社に出資。2017年には鉱山で稼働する機械類の稼働に係る最適化システムを提供する豪マインウェア社を買収、建設現場におけるAI導入では米エヌビディア社との協業も開始した。これらの出資、買収、協業は、自前主義と決別し、世界中の新しいリソースを積極的に取り入れ、自社だけで実現できないソリューション提供を迅速に展開するオープンイノベーションの発想に基づいている。

更にコマツは、2017年10月から、NTTドコモ、SAPジャパン、オプティムとの4社による合併事業として、建設現場に関するIoTオープンプラットフォームLANDLOGの提供を開始した。これはコマツのプラットフォーム戦略を大きく転換するものである。

LANDLOGにおいては、IoT一次データ収集と二次データ活用が、コマツの競合他社も含めた第三者に広く開放されている。即ち、インターフェイスを公開することで、

誰でもLANDLOGを通じて建設現場の地形や建機等に関するIoTデータを入力、収集でき、また誰でもLANDLOGが解析、加工した二次データを利用したアプリケーションを開発することが可能となっている。

コマツがLANDLOGによるオープンプラットフォームとしての事業を開始したのは、大量のデータ蓄積が重要なIoTデータビジネスにおいて、自社専用のプラットフォームによる囲い込みを行うのではなく、競合他社も利用可能なエコシステムとしてのオープンプラットフォームを構築することが有用だと判断したものと考えられる。

ここで注目すべきは、コマツがIoTデータそれ自体の価値に着目し、これをビジネスと

して利用することも視野に入れていることである。即ち、LANDLOGにおいて同社は、自らの建機に関わる建設工事かどうかにかかわらず、プラットフォーム事業者として、利用者から利用料を収受したり、LANDLOGに蓄積される一次データをもとにAI等を用いて解析した二次データを作成し、これを第三者に提供して対価を得ることも可能である。

ここにおいてコマツは、従来の事業領域である建機の製造販売から離れて、純粋にIoTプラットフォームという新しい事業領域に新たに足を踏み入れようとしている。こうしたコマツの動きは、IoTの発展がもたらした新たなタイプの多角化、即ち戦略的多角化のモデルと言うことができる。

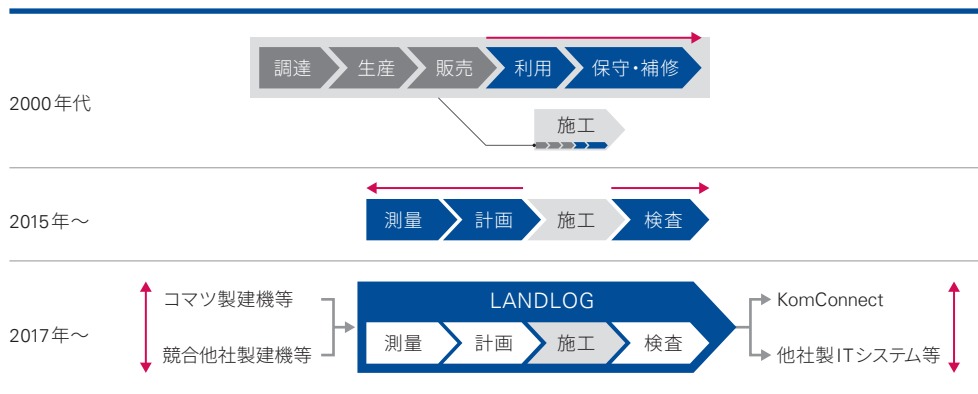
明確なビジョンをもとに多角化を進める RIZAPグループ

経営理念「私たちは『人は変わる。』を証明する。」を標榜し、事業ドメインを「自己投資産業」と規定し、ボディメイク事業で培ったブランド力を利用しながら、様々な事業分野に多角化を進めているのがRIZAPグループである。

同社の2018年3月期における事業セグメントは、美容健康関連事業、アパレル関連事業、住関連ライフスタイル事業、エンタテインメント事業と幅広い。

特に「結果にコミットする」というテレビCMで有名なボディメイク事業は、同社が自己投資産業であることを強烈に印象付けるものであり、このイメージは、企業内部に留まらず、広告宣伝を通じて広く消費者に浸透している。そして、ボディメイク事業で培った“RIZAP”ブランドを生かして、ゴルフ、英会話、料理教室事業などをスタートさせている。

4つの事業ドメインで多角化展開するRIZAPグループは、積極的なM&Aがそのグループ生成要因としてある。2018年3月期のIR資料では、M&A案件として、4つの事業セグメントに亘り24社が記載されている。



Note：バリューチェーンにおいて青色を付けたアクティビティが、従前から拡張された機能を示す。赤矢印は、機能拡張の方向性を示す。

Source：コマツHR、日経ビジネス、週刊ダイヤモンド、『アフターマーケット戦略』（白桃書房）よりKPMG分析

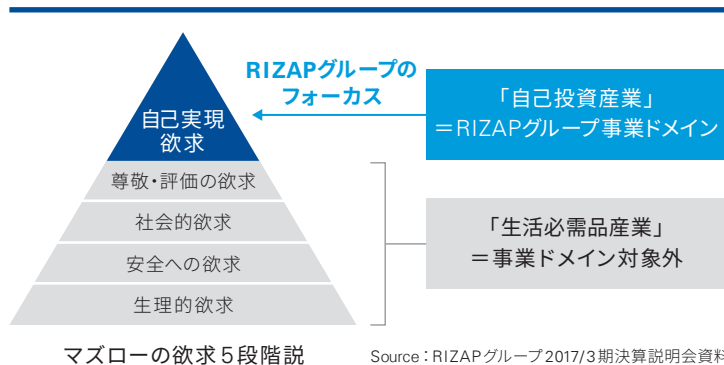
同社はM&Aの判断において、対象企業が自己投資産業としての位置付けにあり、シナジー効果が見込めるかといった観点で判断し、買収してもシナジーが見込めなければ売却するといった機動的な対応をしている。

RIZAPグループの斬新な点は、“RIZAP”ブランドを生かすことにより、さまざまな「自己投資産業」に多角化を行う点にある。人間の自己実現欲求は際限が無く、その分野も無限に存在し、かつ、地域や年齢を問わない。従い、一度確立した「結果にコミットする」というブランド資産を梃子に戦略的多角化を図ることは極めて合理的となる。

更に、同社は、顧客の自己実現の支援を通じて取得する顧客ニーズやデータを、他の事業セグメントに活かし、シナジー創出を企図している。例えば、ボディメイクに成功した顧客に対し、その顧客のサイズや趣味に合う洋服を推奨するといった自己実現の支援である。

価値創造の連鎖をもたらす戦略的多角化

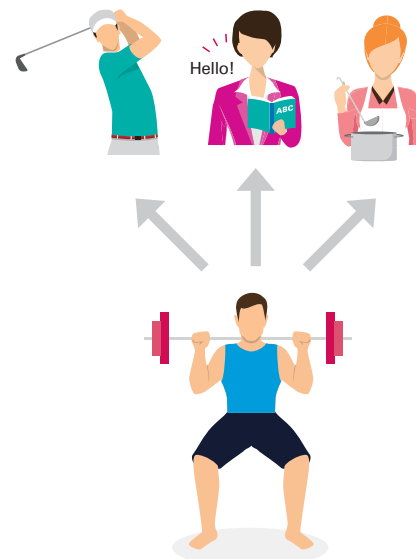
コマツとRIZAPグループ両社に共通することは、既存の事業範囲を越えて、成長が見込まれる潜在市場に対し、自らの強みを生かした戦略的かつ透徹したビジョンを

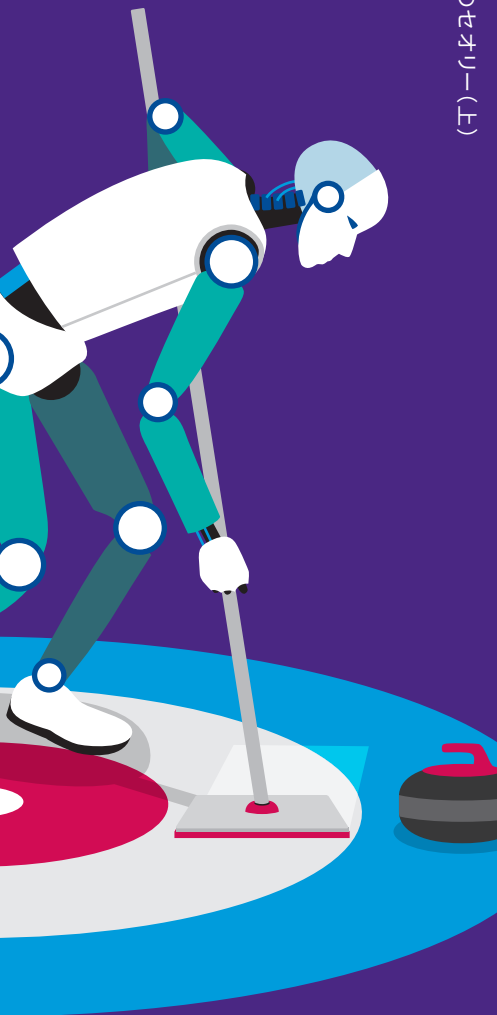


持って多角化を実施していることである。コマツは今後爆発的な成長が見込まれるIoT市場に対し、KOMTRAXから得たIoTの先駆的経験を活かして多角化を進め、RIZAPグループは古くて新しい自己投資産業市場に向けて、ブランド資産を梃子に多角化に乗り出している。その際の手段として、機動的に対応すべく、M&A、JV、提携、オープンイノベーションといった外部資源獲得に係る多様な手法を用いて多角化展開を実現している。これは未知なる潜在市場に向けての、企業家精神に根差した戦略的多角化のアプローチといえよう。

.....

(参考)コマツ、NTTドコモ、LANDLOG、RIZAPグループ等、各社ホームページ/文部科学省、平成29年度版、「科学技術白書」/その他書籍、報道記事等





Close-up 2

「デジタル革命」時代の 事業戦略とその実行力

文 = 池田 晴彦／シニアマネジャー

あらゆるものがインターネットでつながるIoT (Internet of Things)や、人工知能(AI)技術の実用化により、100年に1度と言われる「デジタル革命」が始まろうとしている。ビジネスのあり方を根本から変えてしまうデジタル化の大波に、企業は如何に立ち向かうべきか。変化の時代に付加価値を創造する事業戦略と、その実現のためのM&Aの活用について解説する。

デジタル化の進展は確実に ビジネスを大きく変える

インターネットやクラウド技術の発達と低コスト化、スマートフォンに代表される携帯機器の普及、コンピュータの処理能力の向上や記憶容量の拡大、無線通信の帯域拡大といった情報通信技術(ICT)の発達により、あらゆるものがデジタルネットワークに接続され、従来の情報伝達や商習慣などのあり方を大きく変えようとしている。

特に、あらゆる「モノ」をインターネットで結び、AIで「モノ」を制御する「デジタル革命」は一つの生態系として機能し始め、これまでの業界構造を大きく変えようとしている。自動車業界では、IoTとAIにより構成される自動運転時代を見据えて、既に「デジタル革命」が進行している。自動車業界に限らず、デジタル化の進展に伴う環境変化への対応は、あらゆる業種の会社にとってトップマネジメントの関心領域となっている。

自動車業界における新時代を見据えた ビジネスモデル転換の動き

2018年1月のCES（コンシューマー・エレクトロニクス・ショー）でトヨタ自動車が発表した「e-Palette」が世界的に話題になったことは記憶に新しい。自動車メーカー各社は来たる自動運転時代を見据え、これまでの自動車生産・販売というビジネスモデルから、自らがモビリティ基盤を運営するプラットフォームサービス（モビリティサービス）を提供するビジネスモデルへの転換を進めている。

また、2018年のCESでは、米国のフォードが都市内のあらゆる交通情報をインターネットで結び、最適な交通経路を提案する「Transit Mobility Cloud」を発表している。直近で同社は、米国におけるセダン販売を廃止して、モビリティサービスに注力すると表明しているほか、ドイツのフォルクスワーゲングループやダイムラーも自動運転時代を見据え、自らモビリティサービスを提供するコンセプトを打ち出している。

これら3社を中心とする欧米の主要プレイヤーは、コンセプトの実現に向けてベンチャー投資やM&Aの専担部署を立ち上げ、ICTプレイヤー等との提携や買収を積極的に

進めている。

一方で、フォルクスワーゲンなどは、人口動態やエネルギー・資源情勢などの社会環境、ICTなどの技術動向、経済動向や規制動向といった多角的な観点から20年先に起こり得る未来の青写真（シナリオ）を描き出し、そのシナリオをもとに必要となる要素技術を自社で開発、もしくは提携・買収により獲得するという意思決定を行っている。

このようにIoTとAIで構成される自動運転時代を見据えて、自動車業界ではビジネスモデルの大転換が始まっている。こうした動きは今後、金融や運輸サービス、小売といったあらゆる産業において起こると考えられる。

こうした中で、「デジタル革命」に立ち向かうという受動的な立ち位置ではなく、起こす側になる、といった能動的な視点も重要となる。そのためには、次に示す2つの取り組みが必要となる。

シナリオプランニングによる 事業戦略の再定義

「デジタル革命」に能動的に関与するためには、IoTとAIを中心としたデジタル技術に

よって起こり得る未来の青写真を描き出し、生じうるイベントに対処するための準備策を講じる「シナリオプランニング」の手法が有効である。シナリオプランニングはもとも米軍の戦略立案の手法として開発されたものだが、その後、石油メジャーのシェルが活用し、オイルショックを乗り切ったことでその存在が有名になった。現在では、前述のフォルクスワーゲンの他、自動車部品業界でメガサプライヤーと呼ばれるボッシュ、コンチネンタル、またGEやシーメンスといった、時流を適確に読み、事業領域を再定義してきた世界的企業の間で用いられている。

シナリオプランニングにおいて特にポイントとなるのは、事業環境を構成している事象（人口動態の変化や都市化の進展、環境・規制の厳格化、ICTの進展、新興国の経済成長などのメガトレンド）とそれらの因果関係を把握し、その事象の構造的なパターンを認識した上で、起こり得る未来の幅を描き出すという作業である。

事業環境を構成する事象は大きく社会、技術、経済、政策・規制の観点があり、その中でも特に自社のビジネスに影響を及ぼす要素を中心に把握することが重要である。例えば、自動車産業であれば、若年層の

クルマ 離れやシェアリングエコノミーの進展(社会)、環境・安全規制の厳格化(政策・規制)、電動化／自動運転技術の進展(技術)といった要素が重要な要素となる。小売業界であれば、先進国における少子高齢化に伴う消費性向の変化(社会)、新興国の経済成長に伴う中間所得層の増大(経済)などが重要な要素になってくる。

いずれにしても注目すべき事象は業界により異なることから、幅広い視点で事象をとらえる必要がある。それらの因果関係を認識した上で、自社のビジネスに特に影響が大きく、変化を引き起こすチェンジドライバーを識別し、様々な情報とともにそれぞれの変化の度合いを推定することが必要となる。

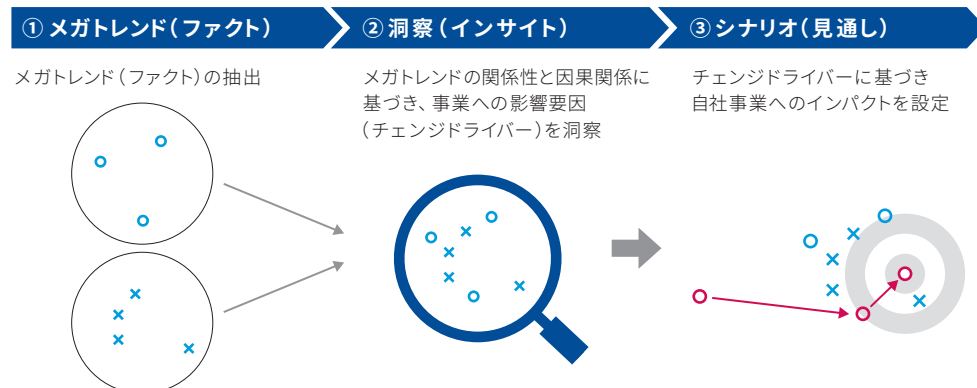
この一連の作業には継続的な情報収集を必要とし、それなりの負荷を要することから、シナリオプランニングを採用している企業では専担組織を設置することが常である。オイルショックを乗り切ったシェルはシナリオプランニングチームを設置し、40年にわたって組織的にシナリオプランニングを活用、進化させ続けている。また、フォルクスワーゲンも社内に「フューチャリサーチ部」という専担組織を設置し、エコノミスト、心理学者、社会学者、生物学者などの専門人材を抱え、多面的な分析を行う体制を整えている。

昨今ではICTがビジネスに与える影響も大きくなっているため、GEやシーメンス、ボッシュといったIoTに注力している企業は、

こうした知見を有した専門家をシナリオプランニングチームに配置し、環境の変化に対していかにICTを活用するかを検討するようになってきている。

日本国内でも近年、シナリオプランニングに関する注目がふたたび高まっているが、専担組織を設置して取り組んでいる企業は少ない。環境変化の激しい現代において、その時流を適確に捕捉し、柔軟に対応するためにも、日本企業においてもシナリオプランニング専担組織を設置し、外部専門家も活用しながら、当該組織を継続的に活用し、進化させていく取り組みが求められる。特に、デジタル革命においてはICTをいかにビジネスに活用していくかが企業戦略立案上、重要な取り組みになってくることから、シナリオプランニングを行う上では、この技術分野に精通する人材の配置が極めて重要になる。

シナリオプランニングのポイント



M&Aを活用し、 不足するケイパビリティを補完

GEやシーメンス、フォルクスワーゲンやボッシュ、コンチネンタルといった事業領域を柔軟に再定義する企業では、M&Aの専担組織が、自社の事業戦略の実現に必要なケイパ

ビリティをもつ対象企業を探索、特定し、日々情報の収集と分析を行っている。これらの企業は、対象企業が属する業界特有の事業環境や重要な成功要因のほか、対象企業そのものの競争力の源泉についても分析を行う。同時に、対象企業のバリュエーションに必要となるビジネスごとの重要業績評価指標 (KPI) について詳細に分析し、投資のタイミングについての判断を定期的に行っている。

事業成長にM&Aを有効活用している企業は、投資対象の選定段階で3~10年程度の時間をかけ、投資後のビジネスプランを含めて緻密な検討を行っている。場合によっては、将来の投資を見据えて業務提携を行い、協関係を築きながら投資に向けた情報収集・分析を行うケースも存在する。IoTとAIによってもたらされる環境変化に能動的に取り組むためには、ICT プレイヤーやスタートアップが有するケイパビリティの取り込みが必要不可欠となることから、常日頃から情報収集を行う体勢を構築することが極めて重要である。その際、コーポレート・ベンチャー・キャピタル (CVC) の活用などは一考に値する。

なお、日本においてもM&A専担組織を設けている企業は存在するが、投資先候補の事業環境や重要な成功要因、競争力の源泉と

いった情報まで掘り下げて分析を行い、投資判断に繋げているケースは少ないように感じる。

デジタル化の時代に自ら変革を起こし、成長を目指すには

デジタル化の時代に自ら変革を起こし、成長を目指すには、メガトレンドから起こり得る未来の幅を描き出し、それに備えて必要な対策を講じることが必要不可欠である。その際にはこれまでの成功モデルから脱却し、事業領域を再定義するということも必要である。また、デジタル化に対応するためには自前主義にこだわらず、テクノロジーに精通するスタートアップなどの外部リソースの取り込みを模索することにも必要になる。「デジタル革命」に能動的に関与し、イノベーションを起こすためにも、今一度自社の事業領域を再定義し、M&Aを活用するなど、必要なケイパビリティ、特にICTに関するケイパビリティを補完する。こうした取り組みを行うための体制の整備が、今の日本企業にとって喫緊の課題と考える。

.....

(参考) GE、シーメンス、フォルクスワーゲン、ポッシュ、コンチネンタル等、各社ホームページ/経済産業省、平成30年3月「我が国企業による海外M&A研究会」報告書/その他書籍、報道記事等





Close-up 3

価値創造のためのバリュエーション ： PAVとABV

文 = 石井 利明／パートナー

企業のM&A実務のレベル向上に伴い、価格交渉の際にディスカунテッド・キャッシュフロー（DCF）法等のバリュエーション手法を活用することも広く浸透してきている。M&Aにおいてバリュエーションは、対象企業の適正な「価値の測定」を行う上で重要な役割を果たすが、実際にはバリュエーションの活用範囲はそれよりもはるかに広い。M&A経験豊富な企業は、バリュエーションをM&Aを通じた「価値の創造」に積極的に活用しているのである。そのアプローチと活用上のポイントについて解説する。

バリュエーションの果たすべき役割

DCF法は、対象企業のキャッシュフロー創出能力に基づき企業価値の分析を行う手法であり、多くのバリュエーション手法の中でも最も理論的な手法の一つと言われている。M&A実務においても、近年、多くの企業が投資意思決定の根拠としてDCF法を活用するようになってきているが、実際にはあまり有効に機能していないケースも見受けられる。

DCF法はインカム・アプローチでの評価手法であり、その分析においては対象企業の将来収益についての見積りが必要となる。企業の将来収益予想が分析の基礎にある以上、当事者の思惑によって将来収益が恣意的に歪められやすく、ひどい場合には、DCF法が単に「合意したい取引価格が計算されるように辻褃の合う事業計画を逆算して作成する道具」になってしまっていることすらある。対象企業の適正な価値の測定が目的のはずのバリュエーションが、結果ありきの分析

となってしまうのは、本末転倒である。バリュエーションを単なる計算ツールとして位置付けてしまうと、結果だけに焦点が当てられ、そのプロセスが正しい加減になってしまいやすい。バリュエーションにおいて重要なのは「結果」ではなく、むしろ価値測定に至るまでの「プロセス」にある。すなわち、バリュエーションの「プロセス」は単なる計算過程ではなく、M&Aにおける重要な戦略立案プロセスであり、リスクコントロール・プロセスなのである。バリュエーションは、M&Aを通じた価値創造のための強力なコミュニケーション・ツールとして活用することができる。そのポイントはリスクとアクティビティという2つの視点にある。



リスクへの対処：PAV

将来キャッシュフローの予測を行う場合、どれほど精緻な予測を試みたとしても当事者のコントロールが及ばない不確実な事象が残存する。コモディティの市況価格や為替レート等が代表的であるが、それ以外でも競合製品による価格下落や新技術の市場浸透速度等もコントロールが難しい不確実な事象である。これらのリスクに対してバリュエーションはどのように取り組むべきだろうか。

レベル1：最頻値に基づく分析

最もシンプルなアプローチは、不確実事象について最も発生確率の高いと考えられる水準を想定して財務予測を行い、その単一のキャッシュフロー見積りに基づき分析を行う方法である。しかし、これでは事実上、リスクに対して無防備であることと同じである。

レベル2：シナリオベースの分析

そこで多くの企業において、将来の不確実事象によるリスクを分析する方法としてシナリオ分析が用いられている。シナリオ

分析は、将来の事業環境変化を考慮した複数の財務予測シナリオを設定し、それらの予測シナリオ別に事業価値を算定した上で、各予測シナリオの発生確率に応じた期待値によって投資判断を行う方法である。

レベル3：確率的シミュレーションによる分析

さらに、不確実事象の発生確率分布が合理的に予測でき、かつそれらの不確実事象が業績に与えるインパクトを財務予測としてモデル化できるのであれば、確率的シミュレーションを用いて事業価値の分析を行うことが可能となる。

バリュエーションにおいて、将来の不確実事象による事業価値変動の影響を分析するアプローチはProbabilistic Approach in Valuation (PAV)と呼ばれる。PAVは、対象企業のリスクに応じた価格交渉を行う上でももちろん有用であるが、それ以上に、リスクを最小化して企業価値の保全を図る施策の効果分析において強力な武器となる。段階的な資本投下やヘッジ効果のある取引／製品ミックスの構築は企業価値の下振れリスクを低下させるが、PAVを活用すれば、そういった施策の影響を具体的な企業価値の

変動として分析することができる。また、株式譲渡契約におけるアーンアウト(条件付対価)条項やプットオプション等の取引条件は、将来の不確実な事象の発生によるリスクを軽減させるが、これらもPAVを通じて定量的な分析が可能となる。

アクティビティのモデル化：ABV

DCF法の基礎となる将来収益予想には、対象会社から提供される中期経営計画等の数値が用いられることが多い。インカム・アプローチによる価値分析において将来収益予想の内容・精度は決定的に重要であるが、

残念ながらその重要性が十分に認識されているとは言い難い。時には、売上や営業利益の目標数値のみしか作成されておらず、その実現に向けての戦略や施策が全く分からないまま価値算定を行っている場合すらある。バリュエーションにおける将来収益予想はどのように作成されるべきであろうか。

レベル1：企業全体（単一の計画）

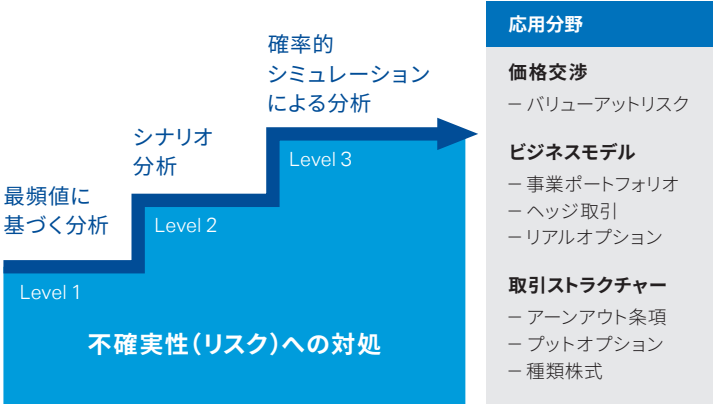
最もシンプルなケースは、将来収益予想を、企業全体を単一の集計単位として作成する場合である。単一製品の製造のみを行っている等、対象企業がシンプルな事業構造の場合はこれで十分かもしれないが、複数の

事業／製品を提供している企業グループの場合、これでは何が企業価値に寄与しているのか全く理解できない。

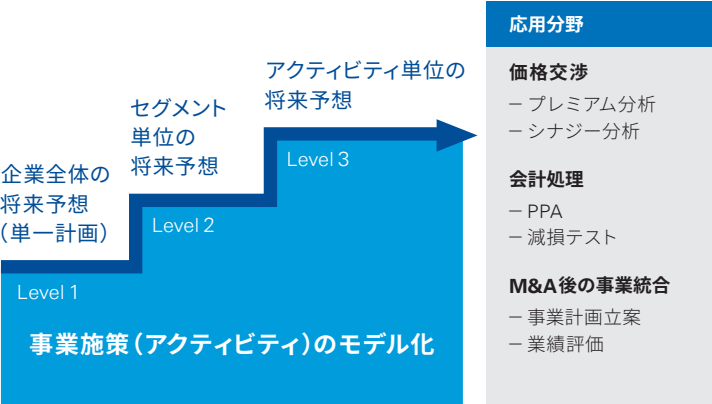
レベル2：製品／顧客等のセグメント単位

将来収益予想が企業の製品単位・顧客単位等のセグメント別に積み上げられて作成されている場合には、どの事業・製品が全体の企業価値に寄与しているか理解しやすい。セグメント単位でのバリュエーションは、企業価値の創造に向けて注力すべき分野を明らかにし、M&A後の戦略方針を立案する上で重要な指針となる。

PAV Probabilistic Approach in Valuation



ABV Activity Based Valuation



レベル3: KPIと連動したアクティビティ単位

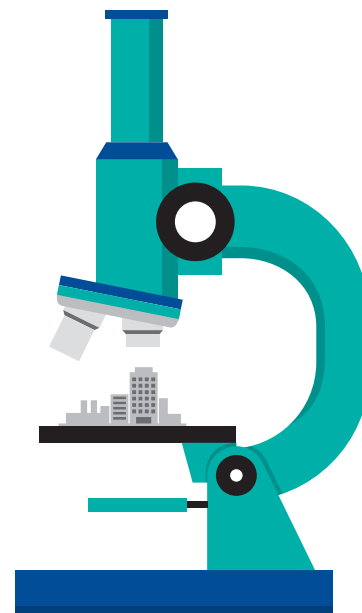
さらに、将来収益予想を、事業上の重要業績評価指標(KPI)と関連づけることができれば、個々の施策(アクティビティ)がどのように企業価値創造につながっていくのか検証することが可能となる。

バリュエーションにおいて、個々の施策と企業価値の関係をモデル化するアプローチはActivity-Based Valuation(ABV)と呼ばれる。ABVは、企業価値を構成する要素を視覚化し、企業価値の創造のための道筋を示すことで、投資の意思決定における合意形成を図りやすくする。また、M&A後の事業統合においても、関係者を動機付け、統率の取れた施策推進を行っていく上で大いに役立つ。加えて、企業結合時の会計処理として取得資産の時価評価(PPA)が求められるが、企業が保有する重要な無形資産(例えば、技術ノウハウや優良顧客との取引関係)の時価についてもABVを活用して分析を行うことができる。KPIを継続的に管理していくことで、事業価値の増減に基づき会計上の減損テストや、管理者の業績評価に活用することも可能である。

成功するM&Aの条件

M&Aにおいて対象企業を安く買うことは、投資の成功のための重要な要素ではあるが、それだけが成功を決定づけるものではない。いくら低い価格で買収できたとしても、M&A後の業績悪化により、結果として投資の減損に迫られるような事態になる可能性は常にある。逆説的な言い方になるが、バリュエーションにおいて計算された価値の高低はあまり重要ではない。分析を通じて、企業の価値の成り立ちや内在するリスクを明らかにし、価値創造のための事業戦略や事業施策を方向付けることこそが重要なのである。

以前、あるPEファンドの代表が「我々は勝てる投資しかない。」という話をしてくれたことがある。非常に示唆に富んだ言葉だと思う。そのファンドは低リスクの投資案件のみを厳選しているのでもなければ、非常に安い価格で企業を買い叩いているわけでもない。投資の検討期間に、投資対象企業のリスクを徹底的に洗い出し、企業価値を向上させる方策を考え抜いた上で投資意思決定をしている、という意味だ。こういう投資姿勢こそ大いに見習うべきである。



Market Check!

セクター別
EV/EBITDA倍率トレンド

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。

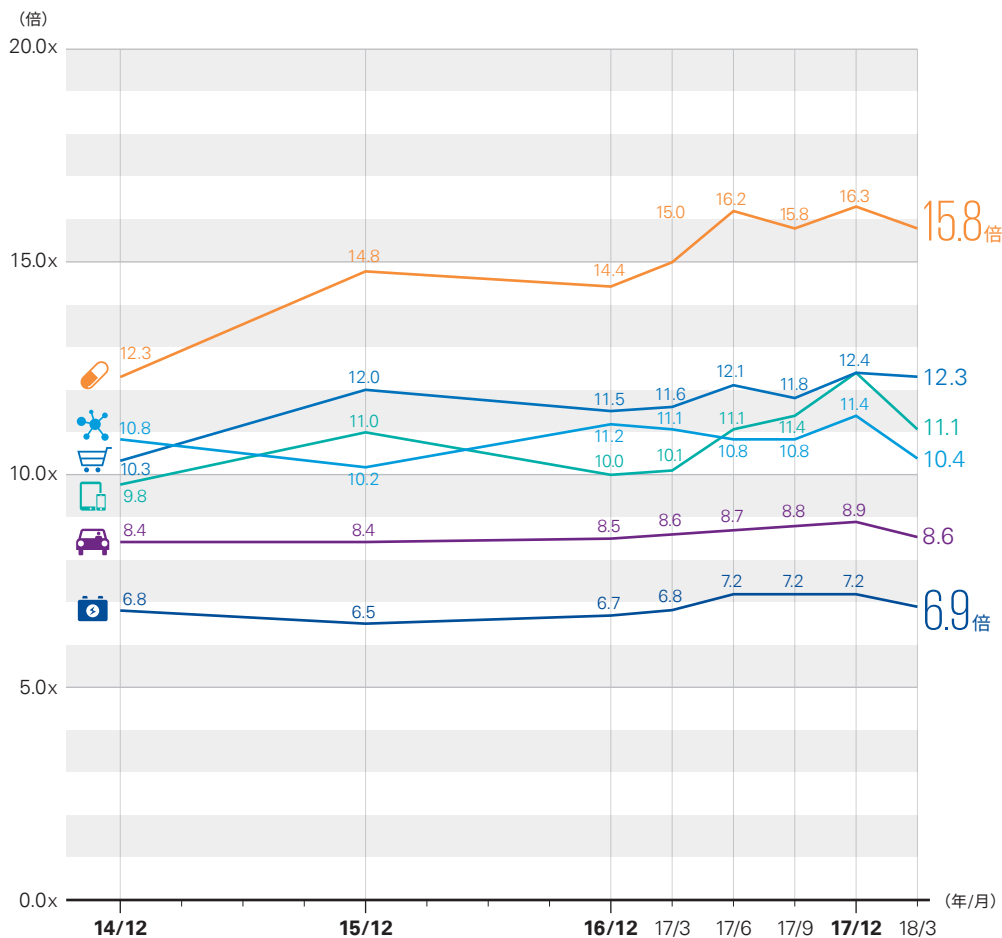
● 算出方法

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

EV/EBITDA倍率推移チャート:日本

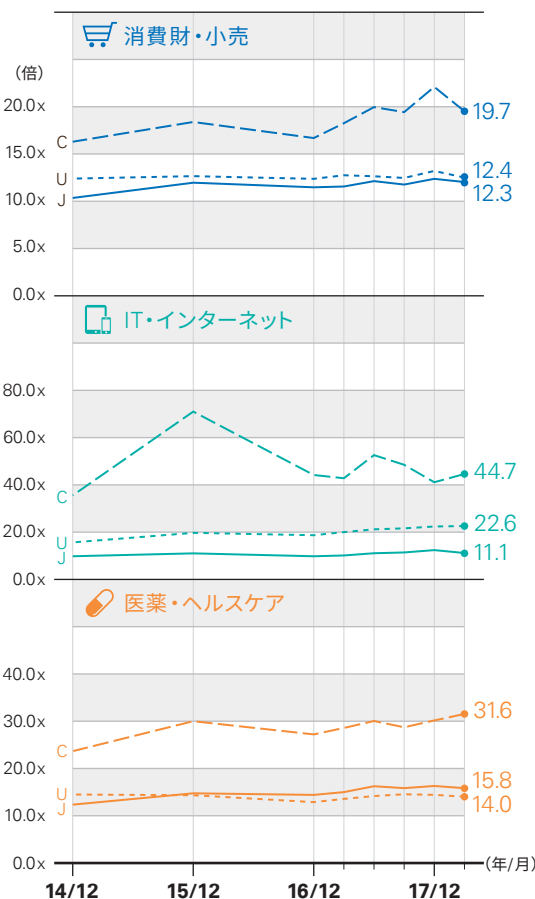
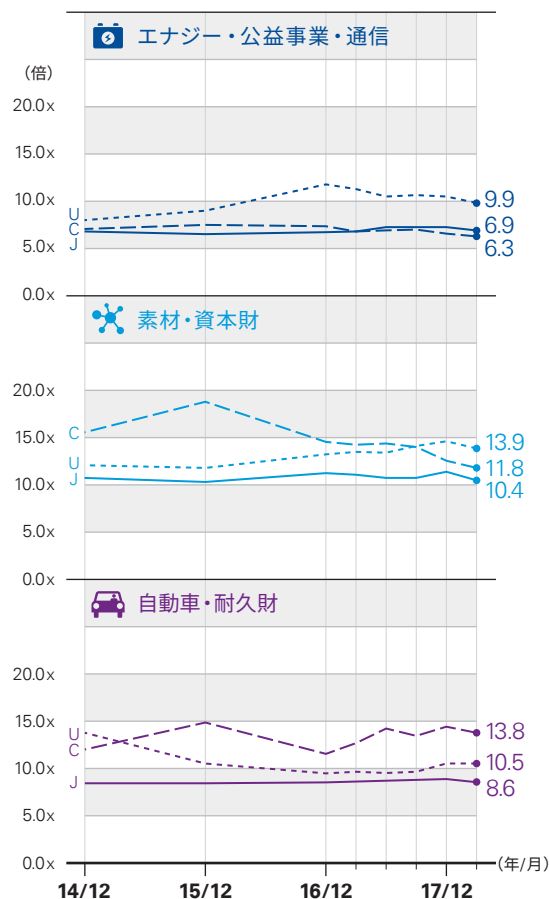


● 6業種ごとの主な構成銘柄

区分	産業分類
エナジー・公益事業・通信	エネルギー設備・サービス/石油・ガス・消耗燃料/電気通信、無線サービス、独立発電事業/電力、ガス、水道/総合公益事業
素材・資本財	化学、機械、半導体、航空宇宙・防衛/金属・鉱業/紙製品・林産品、容器・包装/建設、土木、電気設備、建設資材/商社・流通業、コングロマリット
自動車・耐久消費財	自動車部品/自動車/家庭用耐久財
消費財・小売	小売・販売/飲料/食品/タバコ/家庭用品、パーソナル用品
IT・インターネット	インターネット販売/カタログ販売/インターネットソフトウェア・サービス/情報技術サービス/ソフトウェア
医薬・ヘルスケア	ヘルスケア関連/バイオテクノロジー/医薬品/ライフサイエンス・ツール サービス

構成銘柄数(2018/3期)

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



エネルギー・公益事業・通信

素材・資本財

自動車・耐久財

消費財・小売

IT・インターネット

医薬・ヘルスケア

Japan

USA

China

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。

代表的な企業(2018/3期時点、時価総額上位5社)

日本	アメリカ	中国
NTTドコモ / NTT / ソフトバンク / KDDI / 国際石油開発帝石	Exxon Mobil / AT&T / Chevron / Verizon Communications / Schlumberger	PetroChina / China Petroleum & Chemical / China Shenhua Energy / China Yangtze Power / China United Network Communications
ファナック / 日本電産 / 信越化学工業 / 三菱商事 / 三菱電機	Intel / The Boeing / DowDuPont / NVIDIA / 3M	CRRC / China State Construction Engineering / Baoshan Iron & Steel / China Communications Construction / Anhui Conch Cement
トヨタ自動車 / ソニー / ホンダ / デンソー / 日産自動車	General Motors / Ford Motor / Aptiv / Lennar / Mohawk Industries	SAIC Motor / Midea Group / Gree Electric Appliances / BYD / Qingdao Haier
日本水産 / JT / ファーストリテーリング / セブン&I HD / 花王	Walmart / The Home Depot / The Procter & Gamble / The Coca-Cola / PepsiCo	Kweichow Moutai / Wuliangye Yibin / Inner Mongolia Yili Industrial Group / Jiangsu Yanghe Brewery Joint-Stock / Suning.com
ヤフー / NTTデータ / NEXON / 富士通 / 楽天	Alphabet / Microsoft / Amazon.com / Facebook / Visa	IFLYTEK / East Money Information / Giant Network / Yonyou Network Technology / Aisino
武田製薬 / アステラス製薬 / 中外製薬 / 大塚HD / 第一三共	Johnson & Johnson / Pfizer / UnitedHealth Group / AbbVie / Merck	Jiangsu Hengrui Medicine / Kangmei Pharmaceutical / Shanghai Fosun Pharmaceutical (Group) / Yunnan Baiyao Group / Shanghai RAAS Blood Products
277	324	174

Publications & Reports 出版物紹介



★ おすすめの一冊

📖 Publication

M&Aと組織再編のすべて

アメリカのビジネススクールで定評のある教科書“Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities”(第7版)の日本語訳。企業買収、企業組織再編に関するすべてのテーマが詳細に解説されています。

著者 : Donald M. DePamphilis
訳 : 株式会社 KPMG FAS
出版社 : 一般社団法人金融財政事情研究会
発行日 : 2017年3月30日
定価 : 10,000円(税別)



★ おすすめの一冊

📖 Publication

ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話

本書は、企業価値向上に必要な「資本生産性の向上」と「資本コストの低減」をメインテーマとし、稼ぐ力を表すKPIとして注目されているROICを活用した「ROIC経営」について取り上げています。

編著者 : KPMG FAS 荒木 昇・あずさ監査法人 土屋 大輔
出版社 : 日本経済新聞出版社
発行日 : 2017年11月16日
定価 : 2,000円(税別)

★ その他 おすすめの書籍と注目のレポート



Publications

KPMG FAS 書籍

New

「M&Aがわかる」

日本経済新聞出版社 日経文庫／2018年6月刊行予定

—

「日本のLBOファイナンス」

きんざい／2017年12月刊行(部分執筆)

—

「実践 企業・事業再生ハンドブック」

日本経済新聞出版社／2015年4月刊行

—

「欧米・新興国・日本16カ国50社のグローバル市場参入戦略」

東洋経済新報社／2013年11月刊行(監訳)

—

「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



Reports

KPMG 調査レポート

New

「KPMGグローバルCEO調査2018」

2018年5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2018」

どの業界にも次がある - 次世代製品、サービス、そしてコンテンツ」
2018年5月発行

New

「Me, my life, my wallet - 進化する消費者の先を読む」

2018年4月発行

—

「Fraud Survey - 日本企業の不正に関する実態調査」

2016年10月発行

—

「M&A Survey」

M&Aによる価値創造およびそのキーファクターに関する調査」
2015年5月発行

📖 出版物のさらに詳しい情報につきましては、ホームページ【www.kpmg.com/jp/publication】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。

📄 レポートを入手希望の方は、KPMGホームページ【www.kpmg.com/jp】をご覧ください。KPMG FAS宛【fasmktg@jp.kpmg.com】にお問い合わせください。

Contacts お問い合わせ

代表取締役パートナー

	知野 雅彦	masahiko.chino@jp.kpmg.com
	大信田 博之	hiroyuki.oshida@jp.kpmg.com

サービスライン

コーポレートファイナンス	岡田 光	hikaru.okada@jp.kpmg.com
PMI アドバイザリー	中尾 哲也	tetsuya.nakao@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
ディールストラテジー	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
トランザクション	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com
フォレンジック	高岡 俊文	toshifumi.takaoka@jp.kpmg.com

セクター担当

自動車・自動車部品	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
化学	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
ビジネスサービス	南谷 有紀	yuki.minamiya@jp.kpmg.com
消費財・リテール	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
エネルギー	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
金融サービス	加藤 健一郎	kenichiro.kato@jp.kpmg.com
製造業	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com
ヘルスケア・ライフサイエンス	大割 慶一	keiichi.ohwari@jp.kpmg.com
ホテル・レジャー	栗原 隆	takashi.t.kurihara@jp.kpmg.com
不動産・インフラ	加藤 淳哉	junya.kato@jp.kpmg.com
テレコム・メディア・テクノロジー	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

注力分野担当

コーポレートベンチャーキャピタル	岩崎 拓弥	takuya.iwasaki@jp.kpmg.com
ビジネスロジック&テクノロジー	伊藤 久博	hisahiro.ito@jp.kpmg.com
デジタルトランスフォーメーション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
地方創生	阿部 薫	kaoru.abe@jp.kpmg.com
海外事業バリューアップ	吉野 真一	shinichiyoshino1@kpmg.com

Information

次号予告

📖 次号は2018年10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。

🌐 www.kpmg.com/jp/driver

本ニュースレター送付のお申込み・変更・停止につきましては、
以下にご連絡ください。

✉ fasmktg@jp.kpmg.com

※乱丁落丁の場合はお取り替えいたします。

KPMG FAS Newsletter “Driver” Vol.01

発行日：2018年6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

www.kpmg.com/jp/fas

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

www.kpmg.com/jp/fas

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し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。

© 2018 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.