

Volume 4

事業ポートフォリオ組替えによる企業価値最大化

株式会社 KPMG FAS

パートナー 石井 利明

アベノミクスによる経済再生への期待が高まる中、金融政策、財政政策に続く第三の矢である「成長戦略」の実現が、日本企業にとっての大きな課題となっています。一方、「失われた20年」を経る中で、自社の事業構造に歪みが生じてしまっている日本企業も少なくありません。本稿においては、「企業価値」「事業ポートフォリオ」という考え方をを用いて、企業の事業再構築のあり方について検討していきたいと思います。

なお、本文中の意見に関する部分は筆者の私見である点につきご了承ください。



いしあき
石井 利明

株式会社 KPMG FAS
パートナー

【ポイント】

- 企業が継続的に発展していくためには、安定的な企業価値の向上、つまり「価値創造」をいかに行っていくかが重要となる。
- 価値創造は、以下の方策により実現される。
①適正資本配分、②投資効率の向上、③事業リスクの低減
- 価値創造の実現には、自社の事業構造全体の見直し・再構築が不可欠であり、そのためには事業ポートフォリオ戦略の検討が有用である。
- 事業ポートフォリオ戦略の意義は、以下の点に見出せる。
①全社最適の視点、②ゼロベース思考、③明確な判断基準
- 事業ポートフォリオ戦略による企業価値向上施策には以下の方法がある。
①ノンコア事業からの撤退・売却、②事業間シナジー効果の追求、③価値創造事業の M&A

I 事業転換期における日本企業の課題

2012年12月末に発足した第二次安倍内閣が掲げる一連の経済政策、いわゆる「アベノミクス」が大きな契機となり、日本の株式市場は今、大きな転換点を迎えています。「失われた20年」と言われ長らく低迷を続けていた株式相場は、日経平均株価が2012年11月以降12週連続で上昇する等大きな復調を見せ、2013年5月23日の取引時間中には15,942円まで上昇し、2007年12月以来となる16,000円に迫る水準となりました。

アベノミクスの「三本の矢」と呼ばれる経済政策のうち、「大胆な金融政策」と「機動的な財政政策」については、アナウンスメント効果も含め、円高是正・株価上昇という形で一定の成果を見ましたが、アベノミクスが日本の経済再生という形で本格的な景気回復を達成していくためには、第三の矢である「成長戦略」の実現が不可欠であり、今まさにその可否が市場関係者等に注視されている状況にあります。

一方、現状を見るに、過去20年間、日本企業のROA (Return

On Assets：総資産利益率) は、欧米企業と比較した場合に相対的に低いという状態が続いており、2008年のいわゆるリーマンショック時には、欧米企業のROAが低下する形で一時的にその差は縮まったものの、2009年以降はその格差がまた元に戻りつつあります。また、リーマンショックを契機に大きく落ち込んだ日本企業のPBR (Price Book-Value Ratio：株価純資産倍率) の水準についても、2013年の株式相場の上昇により一定の改善は見られたものの、なお依然としてPBRが1倍を超えられない (つまり、株価よりも1株当たり純資産額の方が大きい) 状態が続いているケースも少なくありません。

多くの日本企業は、1990年代のバブル崩壊以降、「リストラ」や「選択と集中」というキーワードのもと、多くの事業資産の整理を進めてきました。縮小均衡型の経営施策は「出血 (赤字) を止める」という意味では即効性がありますが、その結果が、将来の成長力や収益基盤に「経営上の歪み」を生み、新たな挑戦が必要となる現在のこの転換期において大きな足かせになっている、といった場合もあるのではないのでしょうか。

【リストラを優先したことによる経営上の歪み】

- ・ 資金余剰
- ・ 経営の短視眼化
- ・ 特定事業への過度な集中
- ・ 事業間シナジーの断絶
- ・ 非正規雇用増加等による人材配置、人材育成上の問題、等

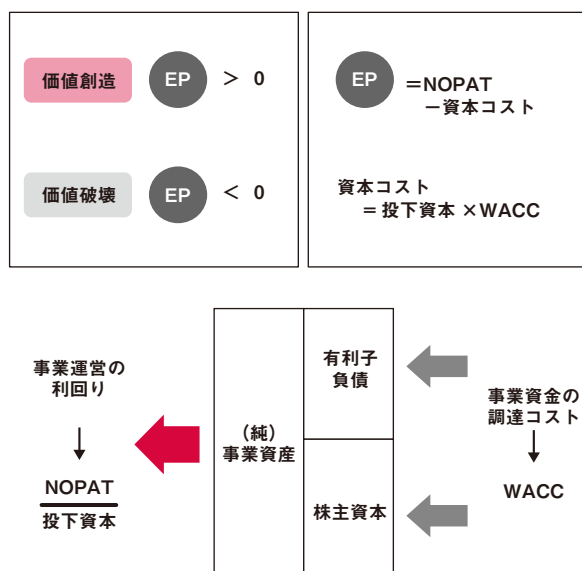
一連の経済政策により、日本企業を取り巻く経済環境は最悪の時期を脱しつつあります。政府による継続的な政策の実行も重要ではありますが、これからは、それ以上に、企業自身が新たな成長戦略を描き、それを基に事業経営を軌道に乗せていくことが日本経済再生に向けての重要な鍵となってくるものと考えます。そのためには、企業が市場における自社の競争力の源泉を改めて見直すことで“経営上の歪み”を克服し、事業の再構築を通じて、自社の成長力、収益性を再獲得していくという努力、取組みを行っていくことが重要となります。

Ⅱ 企業価値

1. 価値創造と価値破壊

それでは、企業の「成長力」や「収益性」といった指標はどのように定義・測定されるべきでしょうか。企業が継続的な発展を続けていくためには、単に、成長力は「対前年比で売上が伸びている」だけでは不十分であり、また、収益性についても

図表1 EP(経済利益)の考え方



※ EP : Economic Profit(経済利益)
NOPAT: Net Operating Profit After Tax(税引き後事業利益)
WACC: Weighted Average Cost of Capital(加重平均資本コスト)

「営業利益が出ている」だけでは同様に不十分です。

株式会社は、株主から株主資本を拠出され、それを原資として事業活動を行います。よって、株式会社である企業が継続的に発展していくためには、投資者である株主が満足する投資利回りが確保できるだけの株主還元(配当等)を維持していくこと、およびその株主還元ができるだけの利益水準を維持していくことが重要となります。たとえ営業利益が計上されていても、それが十分な株主還元ができる水準になれば、投資者の期待に応えられない企業として長期的には衰退していくことになります。また、対前年比で売上が伸びている状況でも、同様に、投資利回りの改善につながらない成長は長期的には株主から見放される結果になるでしょう。

このように、株式市場や株主期待に着目して測定を行う利益指標にEP(Economic Profit: 経済利益)という概念があります。EPは、税引き後事業利益から資本コストを控除して計算します(図表1参照)が、これはまさに「投資者が期待する投資利回り以上の税引き後利益を稼ぐ力があるかどうか」を計算した指標であり、よく、EPが正の場合を、企業価値を創出している状態として「価値創造」と言い、EPが負の場合を「価値破壊」と呼びます。

2. 企業価値指標の有用性

EPのような企業価値指標を経営判断に用いることのメリットには以下のようなものが挙げられます。

(1) 可視化

企業価値の向上に寄与しているかどうかを、直接的かつ客観的に把握することができるようになり、事業全体の構造を、価値創造/価値破壊の観点から、包括的に把握することに役立ちます。

(2) 時価概念

企業価値の測定を定期的に行うことによって、事業の「時価」を把握することが可能となります。EPであれば、毎年EPを算定することにより、価値創造の推移をリアルタイムに管理することが可能です。

(3) 実務的汎用性

企業価値は、①M&Aの実務、②会計実務(“のれん”の減損テスト等)において広く採用されている考え方であり、実務上の親和性が高く、また業績評価や投資基準・撤退基準の設定に活用する等、応用の範囲が広い点も特徴となります。

3. 価値創造のための経営施策

では、事業から安定的なEPを生み出せる力を獲得する、言い換えれば、継続的な「価値創造」が可能な形に事業を組み

立てるためには、どのような経営施策の実行が求められるのでしょうか。EPは、その計算式を整理すると、①ROIC (Return On Invested Capital：投下資本利益率)、②WACC (Weighted Average Cost of Capital：加重平均資本コスト)、③投下資本の3つの構成要素に分解されます。

$$\begin{aligned} \text{EP} &= \text{NOPAT} - \text{投下資本} \times \text{WACC} \\ &= \left\{ \frac{\text{NOPAT}}{\text{投下資本}} - \text{WACC} \right\} \times \text{投下資本} \\ &\quad \parallel \\ &\quad \text{ROIC} \end{aligned}$$

つまり、EPは①ROICを改善し、②WACCを引き下げ、③投下資本のバランスを調整する（適正資本配分）、のいずれか（あるいはその組み合わせ）を行うことで大きくすることが可能です。本稿では、これらの施策の実行を「事業ポートフォリオ戦略」の視点から検討していきます。

Ⅲ 事業ポートフォリオ

1. 事業ポートフォリオ戦略とは

事業ポートフォリオ戦略とは、自社が展開している事業群の構成、組み合わせを最適化することで、事業全体のパフォーマンスを向上させることを企図した経営方針およびそれらを実行する経営施策を言います。企業価値創造を目指す場合、事業ポートフォリオ戦略に求められる要件は、①適正資本配分《投下資本》、②投資効率の向上《ROIC》、③事業リスクの低減《WACC》のいずれかの効果が期待できるものとなります。

2. 事業ポートフォリオ戦略の類型

よく知られている事業ポートフォリオ戦略には以下のようなものがあります。

(1) BCGマトリックス

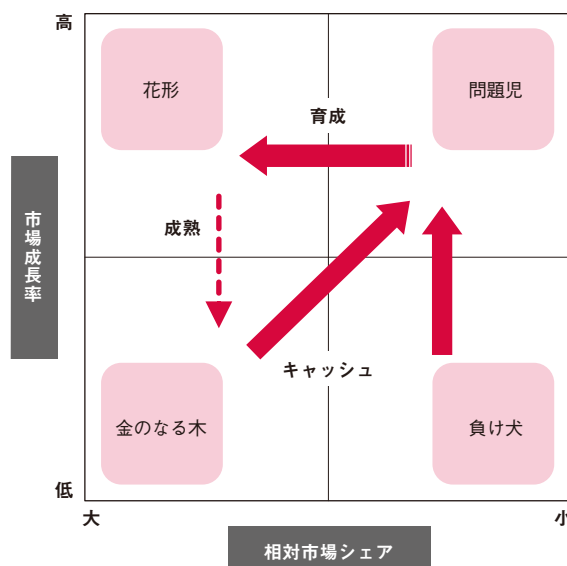
図表2は、BCGマトリックスとして知られているモデルで、ボストン・コンサルティング・グループが1970年代に提唱したモデルです。「市場成長率」と「相対市場シェア」を評価軸として事業をマッピングし、それぞれの事業のライフサイクルに合わせて「経営資源の最適配分」（特に、キャッシュフロー・マネジメント）を効率的に行うことを目的としたポートフォリオ戦略です。

(2) GEマトリックス

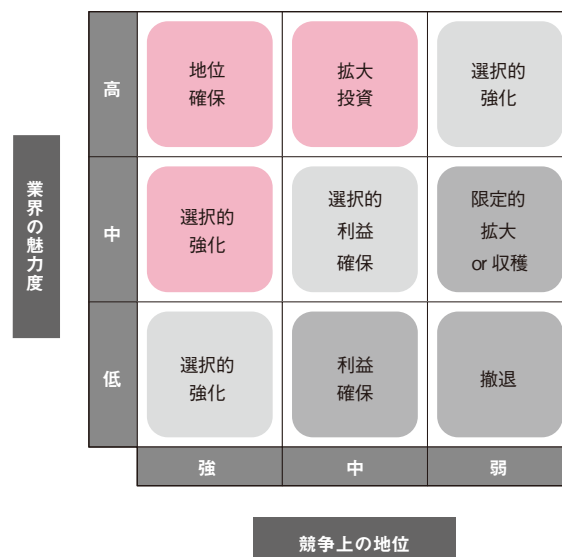
BCGマトリックスはわかりやすく、事業のプロットも容易ではあるのですが、事業評価が単純化されすぎており、また事

業間の関連性が考慮しにくい、という批判がありました。これらの欠点を補う形で開発されたモデルとしてゼネラル・エレクトリック社とマッキンゼー&カンパニー社が開発したGEマトリックス（図表3）があります。GEマトリックスは、BCGマトリックスの「市場成長率」の代わりに「業界の魅力度」、「相対的市場シェア」の代わりに「競争上の地位」という指標を用います。「業界の魅力度」や「競争上の地位」という指標は、検討している市場や自社の状況により企業ごとに異なり、市場の安定性や競合状況、規制環境等の定性評価も含まれる複合的な指標として設定されます。評価軸を工夫し、包括的な指標とすることで、単純化による意思決定の誤りを最小化し、また、事業環境の分析や自社競争力の分析を通じて、自社の戦略方針を多面的に立案できる点が優れています。GEマトリックス

図表2 BCGマトリックス



図表3 GEマトリックス



は、具体的な施策検討を通じた「投資効率の向上」を図りやすいモデルと言えます。

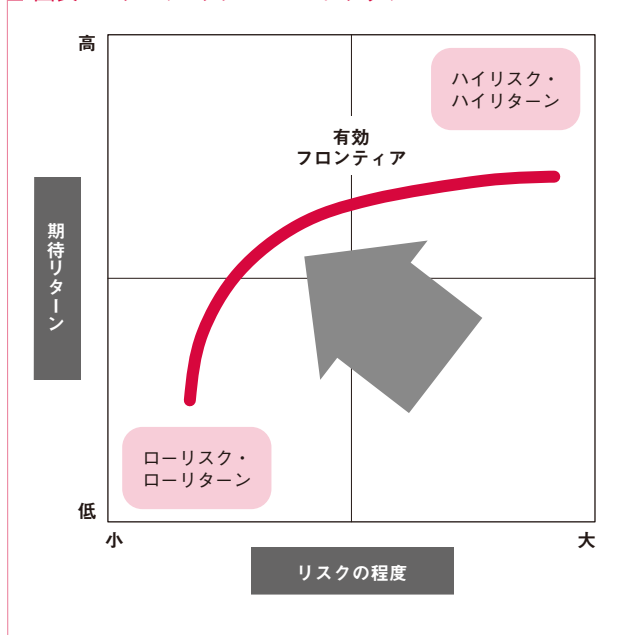
(3) リスク・リターンマトリックス

また、金融ポートフォリオ理論を事業戦略に当てはめたモデルもあります（図表4参照）。リスク・リターンマトリックスでは、評価軸として「期待リターン」と「リスクの程度」が使われ、自社の事業それぞれのリスクをポートフォリオとして管理することで、事業全体としてのリスクとリターンのバランスを図ることを企図したものに なっています。このモデルでは、事業間の補完関係（成長ステージの補完、景気・需要動向の補完、等）についても反映することができるため、環境変化への対応力強化を通じた「事業リスクの低減」に効果的であると言えます。

事業ポートフォリオの評価軸には、ここまで類型として取り上げたものに限らず様々なものが考えられます。事業のマッピングにあたっては、自社が今取り組むべき最優先の事業課題が明確化でき、また、それを乗り越えていくために必要となる経営施策が導き出せるよう、十分に議論を尽くし自社なりの評価軸を工夫し設定することが重要です。

企業価値最大化を目指して事業ポートフォリオ戦略を考える場合には、事業評価を行う指標のうち1つは企業価値の概念を反映したものとすることが有用です。これには、前述のEP（経済利益）や、EPOC（ $EP \div \text{投下資本}$ ）等の指標が挙げられます。

図表4 リスク・リターン マトリックス



3. 企業価値向上施策の検討

企業価値向上を図るために個々の事業を改善・強化を行っていくことはもちろん重要ですが、事業ポートフォリオ戦略においては、個々の事業の枠を超えて事業全体のパフォーマンス向上のために、「事業再構築」を重視して施策を検討していくことに特徴があります。事業再構築、つまり事業ポートフォリオの組替えにより企業価値を向上させるための具体的な方策には次のようなものが考えられます。

(1) ノンコア事業からの撤退・売却

単純に、価値破壊の状況にある（EPがマイナスである）事業から撤退あるいは売却すれば事業全体のEPOCが向上することから、短期間に企業価値向上を図る必要がある場合には重視される方法です。ただし、事業撤退・売却を安易に行うことは、中長期的にはかえって企業の競争力を弱めてしまう可能性があるため、その判断は慎重に行うことが必要です。事業撤退・売却の判断にあたっては、EPの状況等に合わせて、以下の要素を合わせて検討することが重要となります。

【事業撤退・売却の判断にあたっての検討要素】

- ・ 自社の競争基盤（技術、ブランド、人材、顧客関係等）との関連性
- ・ 補完関係の喪失等の他事業への影響
- ・ 事業の成長ステージ（将来的な事業成長の可能性）
- ・ 撤退コスト

事業撤退や売却は、新しく事業投資を行うよりも判断が難しく、また、顧客・取引先への責任、従業員雇用の問題等、その実行においても多くの困難が生じやすい取り組みです。そのため、低成長・低収益の状態が長く続いている事業であっても赤字でなければ放置されたままになっている、という場合も多いのではないのでしょうか。事業ポートフォリオ戦略を検討することの意義の1つは、こういった判断や実行が難しい施策に対しても、その必要性や効果を等しく経営施策の議論の俎上に載せることができる点にあります。

(2) 事業間シナジー効果の追求

事業ポートフォリオを構成する個々の事業は、まったく独立して事業運営を行っているわけではなく、多くの場合、相互に関連性を有しています。ある製品分野のサプライチェーンの川上分野（開発/製造等）と川下分野（販売/サービス等）といった場合もあれば、顧客や調達先が共通である場合もあります。まったく別の事業を行っている事業間でも、管理部門が共通である場合や人材交流がある場合、資金繰り上の補完関係や景気変動に対する補完関係がある場合等も、やはり相互に関連性があると言えます。このような事業間相互の関係性に着目し、相乗（シナジー）効果を追求することで全体の企業価値を

向上させる方法は、事業ポートフォリオ戦略の実行において中核的な施策となります。

事業シナジーとして思い付きやすいのは、間接部門を共通化しコスト削減を図る「コストシナジー」ですが、企業価値を最大化していくためには、継続的な事業成長が図れるような「収益シナジー」をいかに実現するかの方がより重要となります。収益シナジーを実現していくためには、自社の競争力の源泉となる資産（技術、人、ノウハウ、ブランド、顧客関係等）に対して重点的に資源配分を行うことが必要となりますが、事業ポートフォリオの分析は、限りある経営資源を必要とする事業分野に効率的に配分する上で有用なツールとなります（図表5参照）。

(3) 価値創造事業のM&A

自社の事業ポートフォリオの再構築を検討する場合、既存事業が有する経営資源だけでは十分なシナジー効果が期待できない場合もあります。そのような場合には、価値創造に寄与するような事業を買収する等のM&Aについても、事業ポートフォリオ戦略の選択肢の1つとして検討することが必要です。

では、「価値創造に寄与できる」M&Aというのは、どのようなものを指すのでしょうか。M&Aを実行する場合には、通常、買収事業に対する対価（初期投資額）が必要となりますので、買収事業のEPあるいはEPOCが単純に正であるだけでは十分ではありません。初期投資額も考慮した上で、事業投資から得られる収益が投資者の期待リターンを上回ることが必要となります。これらを表す指標としては、NPV（Net Present Value：正味現在価値）やIRR（Internal Rate of Return：内部収益率）といった指標があります（図表6参照）。

基本的には、M&Aを行う事業のNPVが正（あるいはIRRがWACCの水準以上）である場合には、事業ポートフォリオ全体の企業価値は向上することになります。ただし、投資の意思決定を行う際には、事業投資先のNPVやIRRを考慮するだけでなく、M&Aが既存事業に与える影響についても同時に検討することが重要です。M&Aの実行により、比較的簡単に上記の事業間シナジーが発揮される場合は問題ありませんが、事業投資先を既存事業に統合する際にシステム投資等の大きなコストが発生する場合、シナジーの発現までにかかなりの時間を要する場合、事業投資先と既存事業との間に製品の代替関係がある等のディスシナジーがある場合には注意が必要となります。

図表5 シナジー効果の例

種類	具体的内容（例）
事業シナジー	【両社のバリューチェーン上の活動共有による効果】 - 売上増加《収益シナジー》 - 販売チャネルの相互利用 - クロスセリング - ブランドの共同使用 - コスト削減《コストシナジー》 - 重複機能（管理部門 / 物流部門 / 情報システム）の削減 - 製造技術・ノウハウの移転 - 共同調達による原材料費の削減、仕入先の選別 - 販売拠点の統廃合、営業人員の削減、等
財務シナジー	【財務面での改善効果】 - 買収企業の税金節約（のれんの償却、繰越欠損金の活用） - 被買収企業の外部調達金利の低減、調達余力の増加

図表6 NPVとIRR

NPV

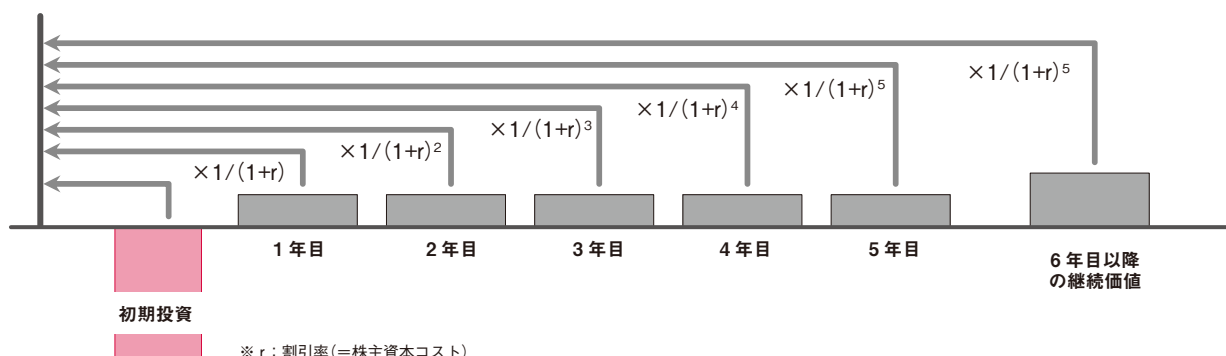
Net Present Value
正味現在価値

- 投資対象事業が生み出すキャッシュフローの現在価値の総和
- 割引率を資本コストとする場合、NPV>0であれば価値創造

IRR

Internal Rate of Return
内部収益率

- 投資対象事業のNPVが0となる場合の割引率
- IRR>資本コストであれば価値創造



4. 事業ポートフォリオ戦略の意義

自社の継続的な成長力・収益性を再獲得する、あるいは自社の企業価値の最大化を図るということを目標とする場合、事業ポートフォリオの考え方を活用することは以下の点において非常に有意義です。

(1) 全体最適の視点

事業ポートフォリオ戦略の根本は「最適資源配分」にあります。そのために、必然的に、特定の事業や部門の利害のみに捉われない全体最適の視点から事業施策を判断することになります。

(2) ゼロベース思考

事業ポートフォリオ戦略の実行における選択肢は、単なる事業強化策のみならず、事業縮小・撤退、新規事業展開、アライアンス等、多岐にわたります。これまでの事業運営の延長線上でのみ施策を検討するのではなく、ゼロベースの発想で施策の検討を行うことになります。

(3) 明確な判断基準

事業ポートフォリオ戦略の立案にあたっては、一定の評価基準に従い事業評価を行うことになります。自社の事業課題に合致した評価軸を設定することによって、これまでの事業の歴史や思い入れに過度に引きずられない合理的な戦略判断が可能となります。

Ⅳ おわりに

企業の経営管理指標に企業価値の概念を取り入れることや、戦略方針の立案に事業ポートフォリオの考え方を活用することは、これまでも多くの企業が取り組んできた内容であり、それ自体は決して目新しいものではありません。重要な点は、日本企業を取り巻くこの大きな事業の転換期において、「自社事業の再評価」や「事業構造の再構築」といった課題の重要性が増してきており、そのために「企業価値」や「事業ポートフォリオ」という考え方が、経営意思決定のクオリティを高める上で役立つ局面が多くなってきているという点にあります。これまでの事業運営から一歩離れて、改めて「事業ポートフォリオの組替えによる企業価値最大化」の方策について、一度考えてみてはいかがでしょうか。

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡くださいますようお願いいたします。

株式会社 KPMG FAS
パートナー 石井 利明
TEL: 03-5218-6714
toshiaki.ishii@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.or.jp



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。

© 2014 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants 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. Printed in Japan.

© 2014 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA 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. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.