

ボストン コンサルティング グループ

THE BOSTON CONSULTING GROUP

東京事務所

東京都千代田区紀尾井町4-1 ニューオータニガーデンコート〒102-0094

Tel.03-5211-0300 Fax.03-5211-0333

名古屋事務所

愛知県名古屋市中村区名駅1-1-4 JRセントラルタワーズ〒450-6036

Tel.052-533-3466 Fax.052-533-3468

展望
PERSPECTIVES

ポートフォリオ戦略： 悪循環から抜け出すステップ

THE BOSTON CONSULTING GROUP

アムステルダム アテネ アトランタ オークランド バンコク
バルセロナ 北京 ベルリン ボストン ブリュッセル
ブダペスト ブエノスアイレス シカゴ ケルン
コペンハーゲン ダラス デトロイト デュッセルドルフ
フランクフルト ハンブルグ ヘルシンキ 香港 ヒューストン
ジャカルタ クアラルンプール リスボン ロンドン
ロサンゼルス マドリッド メルボルン メキシコシティ
マイアミ ミラノ モンテレー モスクワ ムンバイ
ミュンヘン 名古屋 ニューデリー ニューヨーク オスロ
パリ プラハ ローマ サンフランシスコ サンティアゴ
サンパウロ ソウル 上海 シンガポール スtockホルム
シュツットガルト シドニー 台北 東京 トロント
ウィーン ワルシャワ ワシントン チューリッヒ

ポートフォリオ戦略： 悪循環から抜け出すステップ

資本市場の短期的プレッシャーから、経営幹部は、当初計画やアナリストの四半期予想を上回る業績の達成や、売上増加といった「量の拡大」への誘惑に負けそうになるものだ。しかし、持続的に企業価値を向上させるには、競合優位性、(投下資本に対する)リターン、成長という3つの視点から、業績向上につながるポートフォリオ選択をしっかりと行う必要がある。この3つの順序が重要だ。優位性を失えばリターンが落ち込む。適正なリターンが得られないまま成長すれば、価値を損なう結果になる。こうした原則は意外なほど単純に聞こえるが、他社の物真似のような戦略に安易に資金投入したり、リターンの低いポジションにあるままで事業の成長を目指したりすれば、年々膨大な株主価値を失うことになる。

ディスカウントとプレミアムの分かれ目

図1は、投資家が資本収益率（ROC）の異なる事業をどう評価しているかを比較したものだ。縦軸は、

各社に対する投資家の期待を反映する指標であるバリュエーション・マルチプルを示している。ここでは株価純資産倍率（PBR）を用いた。横軸に、各社の収益性を示す指標として、税引き後利益の総投下資本に対する割合（ROI）（のれん代を除く）の5年平均をとった。この図からは、ROIとバリュエーション・マルチプルの間に正の相関関係があることがわかる。高リターン事業に1ドルのキャッシュを再投資すると、簿価1ドルの新たな資本に加え、2～3ドルの正味現在価値が発生することが多い。逆に、低リターン事業に再投資した場合はたいてい元手を割り込むことになる。

図の左側をよく見ると、1ドルにつき75セントしかリターンを生み出さない事業を表す点がある。こうした事業のROIは8%未満（大体資本コストと同等かそれ以下）であり、バリュエーション・マルチプルは0.7倍から0.9倍の範囲に集中している。ROIが左から右へと増加するにつれ、バリュエーション・マルチプルはわずかながら着実に上昇している。

これら図の左側にある事業は通常、収益性が低く資産集約型で、競争優位性はほとんどない。市場は、こうしたリターンの低い企業に対しては、利益ではなく資産で評価する。傾向線がほぼ平坦なのは、バ

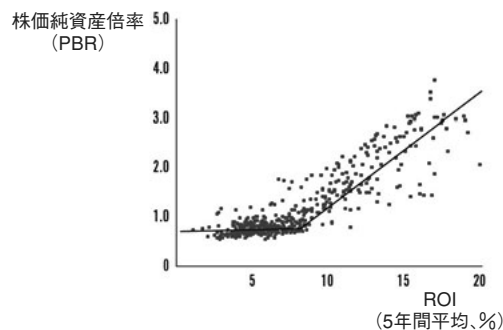
リュエーションと当期利益の関係が比較的薄いことを示している。こうした企業は常に資産の簿価よりも低く評価される。なぜなら、資産を維持するために資本を再投資しても資本コストの元が取れないからだ。言い換えれば、再投資をしても帳簿上の1ドルにつき75セントくらいの価値にしかならない。

一方、ROIが資本コストを上回る企業に対しては、投資家の見方が変わってくる。図の傾向線が急に上向きになっているのは、ROIとバリュエーション・マルチプルの相関が高くなったことを示す。この相関の背景には、競争優位性がある。高いROIは

<図1>

ROIパフォーマンスは投資家の評価の重要な要素

米国の消費財および産業財企業（1985～2003年）の例



出所:Compustat, BCG分析

強力な競合優位性を反映している。端的に言えば、投資家は優位性のある資産には進んでプレミアムを払う。

ところが、このようにROIの高い事業でも、バリュエーション・マルチプルがそう高くない場合もあるようだ。もう一度図を見ると、ROIの上昇とともにバリュエーション・マルチプルの縦方向のばらつきが増える傾向にあることがわかる。これは競合優位性だけでは説明がつかない。ここにはもうひとつ、「成長」という重要な変数が存在するのである。ROIが高く、かつ高い成長ポテンシャルを持つ事業は傾向線よりも上に位置し、ROIが高くても成長ポテンシャルの低い事業は傾向線の下にある。

ポートフォリオの3分類と典型的な打ち手

では、以上のことが企業のポートフォリオ・マネジメントにどんな意味を持つのだろうか。

第一に、経営幹部はポートフォリオの選択について、単にプロジェクト・レベルではなく、事業レベルの枠組みで見たうえで意思決定しなければならない。これは当たり前と思われるかもしれないが、実際は、「優良」そうなプロジェクトなら何にでも資金を投入したり、あるいはすべての部門に共通の業

績目標（売上増や市場シェア、営業利益率の向上など）を設定したりするボトムアップ型のプロセスのせいで、多くの企業が価値を破壊している。低リターン事業のマネジャーは、予測されるリターンが高いプロジェクトに投資を積み増しするものの、それによって事業全体を魅力的なレベルにまで引き上げることは達成できずにいる、というパターンを繰り返している。

事業ポートフォリオの構成をどうするかという選択は、過去のリターンを機械的に検証しただけで魔法のように明らかになるわけではない。しかし、そこにはシンプルな経済性の原理が働く。すなわち、ROIが低い状態が続いているのは競争力に問題があるからだという事実を認識し、打ち手を講じない限り、そうした事業に投資しても、今後も1ドルの再投資につき75セントのリターンしか得られない。こうした価値破壊型の投資は、社内のROIが高い別の事業からのキャッシュ・フローでまかなわれたり補助されたりすることが多い。このような相互補助は企業価値を損ない、いわゆるコングロマリット・ディスカウントの原因となる。コングロマリット・ディスカウントと呼ばれてはいるが、そうしたディスカウントは、コングロマリットに限らず、リターン

の高い事業と低い事業の両方に平等に再投資を行っている企業ならどこでも発生する可能性がある。単一の業態のレストラン・チェーンや小売業など、一つの事業に専念している企業であっても、ROIが高い既存優良店からの利益を、収益性の低い新店舗の開店資金に充てたりしていると、コングロマリット・ディスカウントを招きかねない。

第二に、経営幹部はポートフォリオ内の事業をセグメンテーションし、業績面のいくつかの重要事項のなかから、その事業の特性や状況に即した目標を定める必要がある。図のなかで各企業は一つひとつの点で示されているが、実際は競争上のポジションや経済性が異なるさまざまな事業のポジションを集約した結果がその点となっている。社内のあらゆる事業に一律の業績目標を設定すれば、それぞれの事業がスタート地点からして異なるにもかかわらず、どの事業も価値創出上の優先課題が同一であるかのように扱うことになる。実際には事業により優先課題は異なる。「成長のために投資」、「リターン向上に専念」、「事業への投資をとりやめる」、といった選択肢のうち、何がその事業の優先課題かを判断するためには、各事業の同業企業群に見られる長期的なリターンのパターンを、事実に基づいて検証する

ところから始めなければならない。

- ・その業界は長期的に見て、魅力的なリターンを生み出しているか。言い換えれば、ROIは資本コストを上回っているか。
- ・どの企業のリターンが高いか。その企業の競合優位性の源泉は何か。その優位性は相対的なコスト、価格（および価格構成）、あるいは相対的な資産集約度に表れているか。
- ・自社の各事業やその傘下の各事業ユニットの業績は、ROIレベルや安定性という面で、業界トップと比較してどうか。

このようにポートフォリオ内の事業をセグメンテーションすることで、通常、事業を「リターンが低い事業」、「リターンが高い事業」、「リターンが不安定な事業」の3つのグループに分けることができる。

1.リターンが低い事業

長期間にわたってリターンが低く、競合優位性がほとんどない事業については、精査してその根本にある原因を見極め、オーナーの視点で見直す必要がある。市場平均に比べてリターンの低い株に投資し

て将来利益をあげることをめざす「バリュー株」投資家は、(成長ではなく) リストラクチャリングを求めるものだ。

- ・その業界に構造上の問題(例えば、業界内の全ての企業でリターンが落ち込んでいるなど)がある場合、業界全体のリターンを高めるための再編・統合は可能か(売り手、買い手のいずれになるにしても)。
- ・戦略の方向性が誤っている場合、顧客価値と利益を生み出すセグメントや活動が何かを特定することはできるか。また、資源配分を見直してそれらの活動にフォーカスし、他のセグメントや活動は縮小・撤退することは可能か。
- ・戦略の実行面に問題がある場合、問題の分野にどれほど迅速に取り組み、計画とのギャップを埋めることができるか。
- ・いずれの場合も、その事業を売却した場合のリターンと、事業を維持して軌道修正した場合の価値、リスク、およびその実現可能性とを比較するとどうなるか。

2.リターンが高い事業

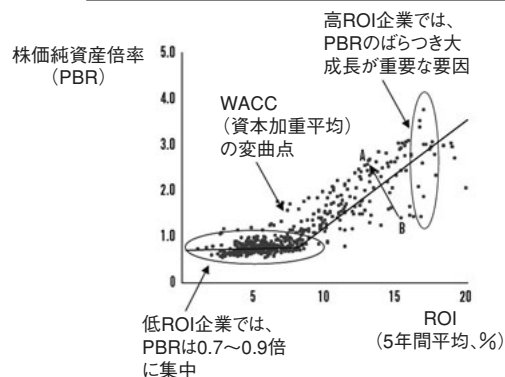
持続的に高いリターンをあげ、強力な競争優位を構築している事業にとって、第一の優先課題は成長である。逆説的だが、このような強固なポジションからスタートすると、ポートフォリオ・マネジメント上の選択にさらに一段の注意が必要になることがある。

- ・簡単な選択肢は、中核事業を強化し、相対的な市場シェアを維持または拡大するような成長機会を擁する高リターンの事業に投資することだ。幸運

<図2>

高リターン企業は低リターン企業とは異なる課題に直面

米国の消費財および産業財企業(1985~2003年)の例



出所:Compustat, BCG分析

にもそんな機会が見つかるなら、という話だが。

- ・ もっと一般的だがより難しい課題としてあげられるのが、高リターンではあるが近い将来に成長の可能性がほとんどない事業（図2の右側、かつ傾向線の下にある事業）を拡大させるための投資に対する評価である。うまくいっているが成熟した事業を成長させるには、新たなビジネス・モデルへの飛躍や、隣接市場への参入が必要となるが、こういった分野では、企業の既存の組織能力や優位性の主要因が、あまり、あるいはまったく通用しないことが多い。しかし、隣接市場と中核事業に現実的な経済的シナジーがあれば、そうした追加投資が大規模な新規事業を生み出し、継続して成長率を高め、格付けの再引き上げにつなげることができる（図2のB→A）。
- ・ どちらの場合も、M&A（合併・買収）の活用により成長を大幅に加速することができる。しかし、そのためには、ディールは適正な価格で行い、M&A後に相当のシナジー効果を実現できるよう、厳格な規律をもって取り組む必要がある。時価（に経営支配権の分を上乗せした価格）を支払って資産を手に入れたら、ROI方程式は再設定する必要がある。

3.リターンが不安定な事業

リターンが（周期的なだけでなく）不安定な事業の場合、以下のいずれかの状況が考えられる。

- ・ 主に競合状況や技術面での変化による混乱のため、業界が一時的に不安定になっている。こうした場合には、将来の展望、すなわち、「誰が」、「なぜ」勝つ可能性が高いかを、クリエイティブに考えることがとりわけ有益である。
- ・ 競合優位性（およびリターン）を生み出す源泉が、本質的に短命または不安定な場合。こうした事業はふつう、上場企業のポートフォリオで重要なポジションを占める事業候補としてはあまり望ましくない。

* * *

ポートフォリオ戦略は、持続的な株主価値向上を導く強力な原動力になる。しかし経営幹部は、単に業務執行に注力するだけでなく、積極的に目標設定や資本の投下先の選り分けを行い、競合優位と高いリターンを生み出す戦略を見つけて資金を投入する一方で、競争力の低い事業については軌道修正した

り投資をとりやめたりする必要がある。優位性の伴わない成長は規模を拡大させるだけで、価値を生み出さない。もちろん、計画を上回る業績をあげたり、四半期の目標を達成したりするだけでは、とても十分とは言えないのである。

ゲリー・ハンセル

原題： Advantage, Returns, and Growth - in That Order

ゲリー・ハンセル：

BCGシカゴ事務所 シニア・ヴァイス・プレジデント
ディレクター

2006年2月発行

既刊「展望」

- Vol. 142 「攻め」と「守り」
- Vol. 143 埋もれた資産を探し出せ
- Vol. 144 不透明な時代のリーダーシップ
- Vol. 145 企業価値ベースの競争戦略
- Vol. 146 チェンジモンスター
- Vol. 147 リーダー就任：最初の100日間
- Vol. 148 デフレの定石：3+1
- Vol. 149 ローマ帝国の興亡に学ぶ：再創造と衰退の岐路
- Vol. 150 今また戦略の時代
- Vol. 151 キャッシュを生むR&D・商品開発：
イノベーション・トゥ・キャッシュ（ITC）
- Vol. 152 「ニューラグジュアリー」型ブランドの創造
ワンランクアップの新商品開発・需要創造のカギ
- Vol. 153 新視点での調達戦略—ネットワークと情報
- Vol. 154 ベン・ホーガン 完璧を求めて
- Vol. 155 成果主義を超えて
- Vol. 156 営業現場を変える：SFE（営業生産性向上）
- Vol. 157 投資家の顔が見えているか

バックナンバーは、弊社ホームページでご覧いただけます。
<http://www.bcg.co.jp/>

弊グループでは、企業経営に関する様々なテーマについて
コンサルティングサービスを提供しております。
ご関心をお持ちの方は、下記までお問合せください。

秘 書 室 久須美^{キスミ}（電話：03-5211-0386）
（FAX：03-5211-7149）

電 子 メ ー ル bcgtokyo@bcg.co.jp