

## ボストン コンサルティング グループ

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

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

●事業売却 成功の要件

●リスク評価を組み入れた  
ポートフォリオ管理

## Opportunities for Action

2006 WINTER



## **C O N T E N T S**

●事業売却 成功の要件 ————— 1

●リスク評価を組み入れたポートフォリオ管理 —— 7



## 事業売却 成功の要件

主要先進国で経済成長が加速する中、自社のポートフォリオを中長期的視点で体系的に見直す企業が増えている。その結果、事業売却が企業戦略の最重要課題のひとつとして急浮上しつつある。一時期減少していたM&Aデールの数も増加し始めたが、収益増加や低金利という背景とともに、多くの事業を有する大企業が事業ポートフォリオ再構築に乗り出したこともその一因だろう。企業・事業再生を目的としたプライベートエクイティ・ファンドの動きが活発化していることも、この傾向に拍車をかけている。

事業売却の機は熟しているといえそうだが、企業はそれに日和見的に便乗すべきではない。事業売却の意思決定は、常に明確な戦略的根拠と健全な価値創出の原則に基づいて行われなければならない。そして、いったん売却の決定を下したら、経営幹部は慎重に事業売却のプロセスをマネージする必要がある。ゲームのルールは変化している。買手候補の数は以前よりずっと多く、デールはスピードアップしているうえに複雑化している。さらに、IT（情報通信技術）がデューデリジェンスのあり方を根本的に変えた。このような状況の変化によって、企業は、通常M&Aで行うような厳密かつ体系的なアプローチを、事業売却にも取り入れなければならなくなっている。特に、買手候補がその買収によりどのように価値を創出できるかについて、売手が綿密なシナリオをつくることができればそれだけ、売手にとって最適な価格で交渉を進められる確率が高くなる。

### いつ事業売却すべきか？

多くの企業は事業売却に対してあまりにも受け身の姿勢で臨んでいる。事業売却など一切しようとせず、その事業が資本市場で価値を生み出す可能性

が全くなくなってしまうまで手放さないか、あるいは、株価の短期的な動向に便乗しようと日和見的に事業売却に手をつける。日和見的対応が全く悪いというわけではないが、まず、次の3つの重要な問いを自問してみる方が事業売却で成功する確率は高い。

### 1. 懸案の事業は価値を創出し続ける見込みがあるか

第一段階は、その事業の価値創出を導く要因は何か、そして今後も価値を創出し続ける可能性はどれくらいあるかを理解することである。これは、単にその事業が収益をあげているかどうかというだけの問題ではない。事業が苦境に陥るまで待つよりは、収益性はなお高いが成長はおおむね止まりつつあるというあたりで事業を売却する方が、理にかなっていることが多い。一方で、低成長の事業部門でも、その競争上のポジションが強力で安定しており、企業全体の価値創出に大きく貢献するほどフリーキャッシュフローを生み出しているのであれば、手放さない方が賢明な場合もある。ポートフォリオ上の他事業との適合性や、経営上重要な組織能力など、財務以外の面で価値創出に寄与する場合も同様だ。いずれにしても、経営幹部が事業の価値創出ロジックを明確に理解していればそれだけ、その事業の将来の価値創出可能性を予測し、適切なタイミングで売却することが可能になる。

### 2. その事業は自社ポートフォリオの戦略的方向性に適合しているか？

今後も価値を創出し続ける事業であっても、事業売却する方が妥当な場合もある。たとえば、企業の戦略転換に伴い、その事業が企業の新たな方向性において、もはや中心的役割を果たさないとした場合がそれにあたる。そのような場合は積極的かつ戦略的に事業売却を行えば、事業ポートフォリオを新たな戦略により適合したものへと変換することができる。

オランダVNUの最近の動きはその好例だ。1990年代初め、同社は主にオランダとベルギーで、一般向け雑誌・新聞や、業界誌（紙）、書籍を印刷・出版している企業だった。同社の事業の多くは収益をあげており、全体としても業界平均をやや上回る株主利益率を創出していた。だが、真の成長の機会是一般読者ではなく企業向けに、しかもオランダとベルギーという限られ

た地域市場ではなく世界に向けて情報を提供することにあると、同社の経営幹部は確信していた。そこで1993年より、同社は戦略的方向性を大きく転換し、従来の印刷事業、新聞事業、一般誌事業を売却した。そして世界的に著名なテレビ視聴率調査会社であるニールセン・メディア・リサーチなど数々の新しい事業を買収し、市場調査や企業向けの情報提供といった新分野を精力的に拡大していった。その結果、今日VNUは売上40億ドルという世界有数の市場調査会社となり、売上の大部分を海外で得ているほか、戦略転換前の3倍近い株主利益率を創出している。

### 3. 自社でその事業の潜在価値を最大限に引き出すことができるか、あるいは他にその事業の価値をもっと高められる企業があるか？

事業が企業戦略に適合しているように思われても、事業売却を行う方が適切な場合もある。事業の価値創出の可能性だけを分析すればよいというわけではない。事業を保持する潜在的メリットを、潜在コストと照らし合わせて評価する必要がある。たとえば、限られた経営資源をその事業に充てる場合の、他事業に充てる場合と比較した機会費用（逸失利益）。さらには、他社がその事業を経営すると仮定した場合の、規模の拡大やシナジー効果、フォーカスした経営によって創出しうる潜在価値などと比較して、自社の事業計画を定期的に評価し直すべきである。

#### ■ 能動的なプロセス管理で価値を創る

事業売却の意思決定をしたら、次に事業売却のプロセスを慎重に管理する必要がある。事業売却は複雑で一刻を争う作業だ。たとえば、最近ある企業が事業を売却した際、200社以上の買手候補から、秘密保持契約の締結に至った95社、正式な入札に参加した25社、さらに個別交渉に臨んだ10社を絞り込んで最終的な買手を決定したが、その間わずか8ヶ月だった。同社はこの事業売却プロセス管理のために専任のプロジェクト・マネジメント・オフィス（PMO）を設置した。そしてPMOは、デューデリジェンス段階で入札企業が示した4,000以上の質問について追跡記録し、回答するための専用のデータベースを構築した。

事業売却プロセスをマネージするにあたって不可欠の第一歩は、買手候補にとって明快かつ説得力のある戦略的根拠を構築することである。プライベートエクイティの関与が拡大した結果、買手候補の幅が大きく広がっただけでなく、事業の売却方法も様変わりしてきている。事業売却の新たなプレーヤーであるプライベートエクイティ企業は、ディールの実行に精通している。こうしたプレーヤーが関与することにより、事業売却のプロセスは大幅に迅速化されると同時に透明性も高められ、高度な金融技術も活用されるようになった。だが一方で、プライベートエクイティ企業は、従来のような関連業界の買い手企業であれば普通に持っているような、深い業界知識は持ちあわせていないことが多い。

これらの両面の特徴から、デューデリジェンスはより詳細かつ積極的に行われるようになった。売手企業は自社と業界に関する包括的な情報を、以前よりはるかに多く提供しなければならないだけでなく、次の2つのポイントを検討しなければならない。

- ・新事業は、買手企業が戦略上、財務上の目標を達成するのにどのように役立つか
- ・なぜその事業が買手企業のポートフォリオに適合するのか

優れた企業価値創造ロジックをつくり上げるには、そのディールで買手企業の株主にとっての価値が増加するのか、希釈されるのかを判断するだけでは不十分だ。売手企業はそのような財務面の検討に加え、今後予想される業界・競合動向から見て、事業買収が有益である理由を明らかにしなければならない。さらに、作成したシナリオは、事業売却プロセスの各段階で必要となるあらゆる資料に反映させる必要がある。たとえば、売却の意図を最初に発表する簡単なリリースから、買手企業候補に提供するきわめて詳細な情報をまとめた機密資料、経営幹部によるプレゼンテーション、Q&A、電子データ・ルームに収録する資料など、さまざまな資料がある。

売却される事業が買手候補のポートフォリオにどのように適合するかを詳細に理解することは、売手側が説得力のある戦略的根拠を構築するのに役立つだけではない。そうすることで経営幹部は、交渉における入札価格の上限をこれまでよりはるかに正確に見積もることができる。さらに、その事業を

獲得することで最大の価値を創出しそうな候補、つまり最も高い価格をつけそうな候補を見極めるのにも役立つ。

最近、化学事業を売却したヨーロッパのコングロマリットはその好例だ。インベストメントバンクが同事業部門の価値を評価して、買手候補として5社を提案した。しかし、同社がそれぞれの買手候補について詳細な事業分析を行ったところ、その中の1社は、理論上、さらに高額を提示する可能性が高いことがわかった。売却予定の事業は、その買手候補が所有する米国の化学事業と特に適合性が高かったのである。また、化学事業のバリュエーション・マルチプルがヨーロッパより米国の株式市場でやや高いという単純な事実からいっても、この候補は他候補に比べ相対的に高い価値をこのディールから創出できそうであった。そこで売手側であるコングロマリットは、この情報を交渉に利用し、売却価額を引き上げることに成功した。

売却事業について確固たるシナリオを構築し、事業売却プロセスを系統的にマネージするメリットは他にもある。これにより、たとえ最終的な親会社がどこになろうと、売却部門のライン・マネジャーは、売却をやむなく受け入れる犠牲者ではなく、深い業界知識を持ち、事業の将来の成功に貢献できる幹部として、売却後もその事業部門で活躍できる可能性が高まるのだ。

\* \* \*

事業売却に対しては、一時的な出来事にとらえるのではなく、企業戦略上重要な組織能力として、積極かつ戦略的アプローチで意思決定し、個々のプロセスを綿密かつ慎重にマネージしていく必要がある。将来の成功に向けてフォーカスを定め、リソースを確保することが必須であるとき、経営幹部は何度もこの組織能力を活用することになるだろう。

キース・クールズ  
アレクサンダー・ルーズ  
ダニエル・ステルター

## 原題：The Right Way to Divest

キース・クールズ

BCGアムステルダム事務所 エグゼクティブ・アドバイザー  
アレクサンダー・ルーズ

BCGベルリン事務所 プロジェクト・マネジャー  
ダニエル・ステルター

BCGベルリン事務所 シニア・ヴァイス・プレジデント ディレクター

## リスク評価を組み入れた ポートフォリオ管理

どんな企業でも、ポートフォリオにはリスクと不確実性が内在するものである。事業ごとに価値創出の潜在的可能性が異なるのと同様に、リスクの種類やその及ぼしうる影響もさまざま。優れたポートフォリオ戦略を構築するには、各資産の潜在価値の違いや、戦略との整合性だけでなく、それらの価値にともなう不確実性やリスクも評価しなければならない。

「リスクとリターンは相関関係にある」という考え方は、50年以上にわたって現代ポートフォリオ理論の要であり、投資家や金融機関が金融資産ポートフォリオの価値とリスクを管理するうえで甚大な影響を与えてきた。ところが、比較的わずかな例外を除けば、企業が事業ポートフォリオの実物資産をマネージする際には、この考え方はほとんど取り入れられてこなかった。

不確実性やリスクをただ無視し続けている企業もある。そういった企業は、価値を創出する要因やキャッシュフローが重大な不確実性を伴っているにもかかわらず、各事業の潜在価値の評価に当って、幅（範囲）で見ずにただワン・ポイントで見ている。一方、ほんのいくつかのシナリオ（たとえば、最悪のケース、最良のケース、基本的なケース）を想定して、結果が及ぶ範囲を予測している企業もある。なかには不確実性のアップサイドとダウンサイドの両方を定量化している企業もあるが、それもごく一部の資産や案件に限って行なっているにすぎない。リスク評価を大いに重視し、特定の機能——たいていは財務部門であろう——の責務としている企業もないわけではないが、そのようなリスク評価はポートフォリオ戦略の策定後に行われるのが通常だ。ポートフォリオ戦略策定プロセスそのものに不確実性とリスクの徹底的な評価を組み込んでいる企業は実に稀だ。

ポートフォリオ戦略において価値とリスクを統合的に考えていない企業は、大きな機会を逃している。私たちの経験によれば、金融資産のリスクを評価し管理する技術や指標は、いくら手を加えれば、幅広い業種で実物資産にも応用できる。ただし、そのためには企業ポートフォリオの価値を決定論的ではなく、確率論的なやり方で評価する必要がある。また、リスクの主要因や、ポートフォリオ全体の変動性を決定付ける相互作用や相殺作用を解明し定量化するには、体系的なプロセスを明確に定義しておく必要がある。こういった取り組みにより、企業ポートフォリオ・マネジメントを従来よりはるかに包括的で現実にも即したアプローチへと、根本的に変革していくことができる。

### 事業のリスク評価の工夫

多くの企業は、自社の事業において価値を生み出す主たる要因が何かを明確に把握している。価値とリスクを統合的に評価するアプローチの出発点は、それらの価値創出要因と結果として生じるキャッシュフローが、それぞれ内在するリスクを反映してどの程度不確実なのかを詳細に把握し、価値創出要因の実態をより深く理解することである。

なぜこのようなアプローチを系統的に実行している企業は少ないのだろうか？ さまざまな価値創出要因に影響する不確実性を確実に定量化するのは不可能だ、とたいていの経営幹部はまず反論するだろう。だが、それは誤りだ。近年では多くの組織が、軍事活動や沿岸警備隊の捜索救助活動、石油発掘などのさまざまな場面で、不確定要素を評価し定量化する創造的な手法を編み出している。それらの技法はほとんどすべての業種に応用できるものだ。

例えば、特定の地域での石油やガスの探査が成功する確率や、新しい抗がん剤の臨床試験に必要な時間などについて、「専門家の意見」により綿密な加重分析に基づく推定が得られる。全国に光ファイバーケーブルを敷設するのに必要な資本コストや、保険業界が将来、壊滅的な損失を被る潜在的可能性などの可変性を見積もるには、「過去のデータからの予測」が役立つ。沖合油田における未発掘油層の分布範囲、新製品やサービスがヒット

する可能性、ソフトウェア業界で新製品の開発にかかるリードタイムなど、推定するのが困難なものを定量化するのに、「グループの意見」は驚くほど効果的な指針になることがある<sup>1</sup>。また、光ファイバーネットワークにおいて可能な最大チャネル数、半導体生産における最高実質歩留まりなどの変数を決定するのに、一部の既知の「物理的および論理的限界」を用いることができる。

十分に注意して複数のデータソースを選択し、相互補完的な各種アプローチ（たとえば、単純な加重平均、ベイズ推論、非線形回帰分析など）でそれらのデータを分析加工していけば、極めて不確実性が高いと認識されている変数でも、納得のいく見積もりを出すことが可能である。

企業は資産や施策に影響を及ぼす不確実性の要因を定量化できれば、想定される財務的価値を、ワン・ポイントではなく、予想される結果の幅（範囲、分布）で示すことができる。そのうえでモンテカルロ分析などの現代的な統計手法を用いれば、正味現在価値（NPV）のような伝統的な価値評価指標を算出して確率論的な分布として示すことが可能になる。また、投資家が直面するリスクとリターンとのトレードオフを表す指標や、さまざまな想定結果による変動の範囲を表す指標を用いて、価値とリスクを同時に定量化することができる。例えば、VAR（Value at Risk、想定最大損失額）は、事業において想定される価値の分布を測定する指標だが、ダウンサイドリスクを評価するのに向いている。ROVAR（Return on Value at Risk、VARに対するリターン）は、VARに対するNPVの割合であり、ダウンサイドリスクと比較して事業が創出する価値がどれくらいあるかを測定する標準的な指標になっている。そして単純な標準偏差を用いれば、ダウンサイドとアップサイドの両方について全体的な変動性を示すことができる。

しかし、一つひとつのキャッシュフローの流れについて価値とリスクを見積もり、それらを単純に合計するだけでは十分ではない。ポートフォリオの

<sup>1</sup> 「グループの意見」は多くの場合、不正確で信頼性が低いと軽視される。しかし、最近の研究によると、適切に構成、分析されたグループの意見は専門家の意見より優れた結果をもたらすことがあるという結果が出ている。James Surowiecki著The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies, and Nations (Doubleday, 2004) 参照。

なかで、ある部分のリスクが他の部分のリスクと相関関係や相殺関係にあるというような、要素間の体系的な結びつきも多く見られるからだ。例えば、貴金属採鉱業においては、金の価格はプラチナや銀といった他の金属の価格にある程度までは追従する傾向がある。また、北海原油の価格はWTIに連動している。このような相関関係を理解していなければ、ポートフォリオにおけるリスクの程度の判断を大きく誤る恐れがある。

これらの相関関係も、同様に推定・分析することができる。何と何が最も密接な関係にあるかは、事業を取り巻く個々の状況、業種、企業によって異なる。例えば、レストラン業界において全般的な消費者支出の傾向が各ブランドの売上に及ぼす影響は、その価格帯によって異なる。また、建材業界では、新築用資材の需要は金利と密接な関係がありそうだが、増改築用資材の需要はあまり高い関連性はなさそうだ。そのような関係が十分に理解できていれば、結果として、ポートフォリオ全体の価値創出の可能性とリスクに対する見方ははるかに現実的なものになるだろう。

## ■ 価値とリスクの統合的評価

価値とリスクを統合的に評価することにより、決定的な洞察が得られる。例えばある企業は、アナリストへの収益予想の情報提供に使っていた、あるオペレーション指標は、ポートフォリオ全体で達成される確率が30%しかないことがわかり、愕然とした。同社は推定がいかに不確かなものであったかを認識し、やり方を変えた。

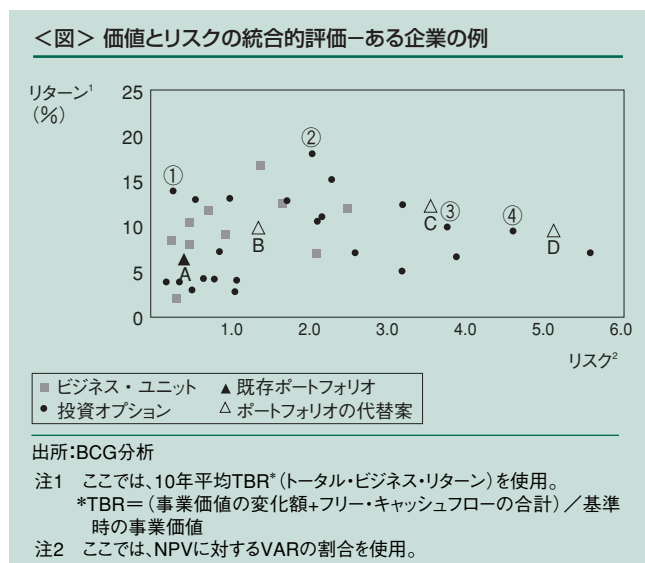
また別の企業では、新たにポートフォリオに加えた複数の成長プロジェクトは、他のプロジェクトに比べてリスク・リターン・プロファイルが著しく劣っていることを発見した。それらのプロジェクトをそのまま続行すれば、ポートフォリオ全体のVARが企業価値の10%から30%へと増加することが判明した。VARが増加すること自体が良いとか悪いという話ではないが、この発見によって同社は土台となる戦略の再検討を強いられた。その結果、新しいプロジェクトにより創出される見込みの価値増加分がリスクの増加に見合うものではなかったため、同社はリスクの高い長期的投資のいくつかを延期し、リスク・リターン・プロファイルがより魅力的な投資を優先順位の上

位に据えて、ポートフォリオを再設計することにした。

最終目標は、価値とリスクという視点でポートフォリオ全体を統合的に評価することである。そうすることで企業は、さまざまな資産や事業をリスクとリターンという一貫した基準に基づいて比較できるようになる。そして、このような評価手法は、資本をはじめとする資源配分や、成長に向けた打ち手、新製品開発、M&Aなどの意思決定を行う上で強力なツールとなる。

図に示した例では、四角い点がそれぞれある企業の既存事業ユニットを、丸い点は将来の投資オプションを示している。黒い三角 (A) は既存ポートフォリオのリスク・リターン・プロファイルを、3つの白い三角 (B、C、D) はそれぞれ、既存事業ユニットと将来の投資オプションの組み合わせによるポートフォリオの代替案を表している<sup>2</sup>。

図に示された通り、ポートフォリオの各要素は、期待されるリターンだけでなく、それらのリターンの達成に伴うリスクにおいても大いに異なっている。



<sup>2</sup>もちろん、各投資オプション、各事業、各ポートフォリオの絶対的な規模も重要な側面である。本論の目的上、ここでは規模の大きさを図に含めていないが、ポートフォリオ分析を行う場合には必須の要素である。

る。例えば、成長プロジェクトの①と②は、リスクとリターンのトレードオフから見れば、③や④に比べてはるかに魅力的である。さらに、プロジェクト④は③に比べてリスクが極めて大きいにもかかわらず、期待されるリターンはそれに見合うほど大きくはない。したがって、③や④は、他に説得力のある論理的根拠（ポートフォリオの戦略目標あるいは多角化目標に関連したロジック）がない限り、①や②の代替案として妥当ではない。個々の事業および各事業の相対的なリスク・リターン・プロファイルについても同様の考察ができる。

ポートフォリオのレベルでいうと、この企業の既存ポートフォリオAは、代替案に比べてリスクの程度が低く抑えられている。明らかに、この企業はさらにリスクを取ることで、より大きいリターンを得ることができる。例えば、代替案Bを採用すれば、リスクが相当増加するが、年平均リターンもかなり上昇する。これとは対照的に、代替案CとDは、AやB案に比べてリスクが大幅に高くなるにもかかわらず、それに相応したリターンをもたらすものではない。ここでもまた、説得力のある戦略的ロジックの裏付けがなければ、C案およびD案への移行を正当化することは難しい。しかし、このような価値とリスクを統合的に評価する観点がなければ、経営陣は最も高いリターンが見込めるC案を最も魅力的なオプションだと思いかねない。

もちろん、ポートフォリオを価値とリスクの視点から統合的に評価するだけで、どんな選択をすべきかについてすべてわかるわけではない。経営陣は各資産と戦略との整合性や、リスクとリターンに対する株主の意向をはじめとして、個々の状況に係る諸要因をあわせて考慮する必要がある。しかし、私たちの経験によれば、複雑に見える個々のオプションを一式、定量化された共通のリスク・リターン・マトリックス上で示すことができれば、経営陣の適正な議論の材料を提供することができる。このような分析を基に、たとえば次のような議論が可能となる。

- ・ある成長プロジェクトを推進するうえでの多大な不確実性とリスクは、同プロジェクトにより創造される価値を上回るのではないか？
- ・リスクと比較して大きなリターンが期待できるプロジェクトへの資源配分は、適正な優先順位で行なわれているか？

- ・すでにわかっている具体的要因を前提として、不確実性やリスク以外の部分は魅力的なオプションについて、どうすれば不確実性やリスクを小さくすることができるか？
- ・自社の取締役会と株主のリスク許容範囲は、価値創出と成長に対する要求や目標、そのための打ち手の方向性に合致しているか？
- ・自社にとって最適な価値創出とリスクのバランスを実現するために、ポートフォリオ構築上どのような打ち手が必要か？

\* \* \*

価値とリスクを統合的に評価する手法を導入することで、多様な事業間での価値とリスクの比較が、ポートフォリオ・マネジメントの標準的ステップとして組み込まれるようになる。その結果、ポートフォリオ全体に関わる重要なトレードオフをマネージし、より適切な情報に基づいて意思決定し、リスクについてきわめて重要な議論を行い、リスクを減らすための打ち手をとることが可能になる。価値とリスクの統合的評価は、現代の企業ポートフォリオ戦略をもう一段進化させる、新たな波になるのではないだろうか。

バル・バラゴバル  
ギー・ギリールランド

---

### 原題：Integrating Value and Risk in Portfolio Strategy

バル・バラゴバル  
BCGヒューストン事務所 ヴァイス・プレジデント ディレクター  
ギー・ギリールランド  
BCGグラス事務所 プロジェクト・マネジャー

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 (電話：03-5211-0386)  
(FAX：03-5211-7149)

電 子 メ ー ル [bcgtokyo@bcg.co.jp](mailto:bcgtokyo@bcg.co.jp)