

成長投資に ポートフォリオ・アプローチを活用する

《日本の読者の皆様へ》

日本経済の飛躍に向けて、企業の「稼ぐ力」をさらに強化する必要性が問われています。それには、株主資本利益率(ROE)や株主総利回り(TSR)向上に焦点を合わせ、投資家との活発な対話を行うことが不可欠です。

投資家から企業への問いかけは、「資源配分の優先順位付けが、体系的・規律的に行われているか」「成長事業へ戦略的な集中投資がなされているか」「不採算事業からの撤退が意思決定されているか」といった内容が主流です。

言いかえれば、「事業ポートフォリオ・マネジメントが実践されているか」という問いに他なりません。

日本的といわれる経営体質や意思決定構造から脱却し、「稼ぐ力」をさらに強化するために、自社の成長ビジョン／戦略に相応しい「事業ポートフォリオ・マネジメントの枠組み整備」と「規律ある実行体制の確立」とが、今、強く求められているのです。

パートナー&マネージング・ディレクター
岩上 順一

最高経営責任者(CEO)や最高財務責任者(CFO)が自社の成長を加速させるために使えるもっとも強力なツールのひとつに、事業ポートフォリオへの資本配分がある。よりオペレーションに近いほかの成長レバーと異なり、資本配分についての意思決定の本質は戦略であり、将来の価値創出を左右する長期的なアセットベースを決定づけるものだ。適切に行えば、企業の望む成長を実現する上で、きわめて有効な手段になりうる。

だが、それほど重要であるにもかかわらず、多くの企業で資本配分は著しく場当たりの行われている。クライアントのお手伝いをするなかで、私たちは効果の薄いやり方をしている例に数多く遭遇する。

- **「民主的な」資本配分** 過去の業績や将来の成長見通しにかかわらず、すべての事業部門にほぼ公平に投資を分散させる。
- **「規模に応じた」資本配分** 事業部門の大きさに応じて資本を配分する。ポートフォリオ内の最大の事業部門は、成長ポテンシャルがもっとも低いということが少なくないにもかかわらず、一番多くのキャッシュを得る。
- **「前例にならった」資本配分** 将来の事業の可能性ではなく、過去の社内慣行に従い、前年と同様に投資予算を配分する。

だが、もっと良いやり方がある。私たちの調査とこれまでの経験から、価値創出においてもっとも優れた企業の資本配分には2つの特徴があることがわかった¹。第1に、自社のポートフォリオ内の事業部門に資本を振り分ける際に、各事業部門の特徴に合わせて異なる基準を設けている。第2に、戦略上の優先順位を資本配分や財務計画、具体的

な成長プロジェクトと連動させ、トップが主体的に自社の投資ポートフォリオを運用することで、戦略を実行可能なアクションのレベルに具体化している。このアプローチは4つのステップから成る。

事業部門間で成長に優先順位をつける

どんな事業でもたいていある程度は成長するものだが、すべての事業部門が企業の成長エンジンになれるわけではない。したがって第1のステップは、企業全体の成長ポートフォリオや戦略において、各事業部門が異なる役割を果たしていることと理解することである。

たとえば、規模が大きく利益も出ているが、成熟していて今後の成長の可能性はみこめない事業があるとする。このような「金のなる木」には資金を投入するべきではなく、むしろ他の事業の成長のための資金の出し手とするべきだ。また、成長の可能性はあっても、持続可能な競合優位性がない、あるいはとぼしい事業があるとする。このような事業は、成長のタイミングの前に問題を解決しないと、成長によって、かえって企業価値を毀損するはめになる。さらに、長期的には大きな成長の可能性があっても、事業としてあまりに小さく、短期的にはまだ企業全体の成長に十分な貢献ができない事業もあるだろう。企業の主要な成長エンジンとなりえるのは、規模も収益性も成長スピードも十分な事業だけであり、こうした事業にこそ最大の成長投資を行うべきである。

個々の事業部門が自社のポートフォリオ内で果たす役割を判断するには、3つの相互補完的な視点から、それぞれを評価することが重要である。第1の視点は、「市場」の動きに注目するものだ。その事業部門の扱う市場や顧客セグメント、地域は成長しているだろうか。成長しているのであれば、自社の事業は成長が可能なポジションにあるか。これは、BCGのプロダクト・ポートフォリオ・マトリクスに類似した視点である。

第2の視点は、自社事業の「財務」状態に注目するものだ。長期間にわたる高い株主総利回り(TSR)の推進力となるのは成長だが、成長している企業が必ずしも企業価値を向上させているわけではないというのが成長のパラドックスである。したがって経営幹部は、この事業の成長は価値創出につながるのか、それとも、利益率が損なわれたり、リスク

要因が増えたりすることを通じて、自社の市場価値を損なうことにならないか、自問する必要がある。

最後に第3の視点として、自社の成長戦略の優先順位を決める際に、経営幹部は各事業部門の見通しを「オーナー」の視点から評価しなければならない。自社はこの事業を成長に導く最高のオーナーだろうか。この事業はポートフォリオ内の他の事業とシナジーを發揮できるだろうか。言い換えれば、この事業が成長することで、ポートフォリオ全体のパフォーマンスを個々の事業のパフォーマンスの合計より大きくできるのだろうか。

この最後の視点は、事業部門を単体として考えるだけでは十分でないことを明確に示している。むしろ、事業の戦略的役割は、ポートフォリオ全体の状況に照らして考えるべきなのだ。ポートフォリオのバランスは取れているか。たとえば短期的に成長が見込める事業と長期的な成長が予想できる事業の間のバランスはどうか。資本が限られるなかで、価値を生み出す成長を実現するために資金が必要な事業に対し、十分なキャッシュを生み、供給できる事業があるか。

企業がこうした視点からの投資評価を行っていないケースは驚くほど多いが、投資評価を行った場合の結果もまた驚くべきものだ。私たちが先ごろお手伝いしたヨーロッパの大手化学企業の成長戦略策定プロジェクトにおいて、同社の経営幹部にこの3つの切り口で各事業への投資を評価してもらった。結果は彼らの予想とは正反対で、同社の「成長」事業部門への投資比率(資産に対する投資の割合)は、非成長事業部門への投資比率よりはるかに低かった。

それぞれの事業部門の役割を具体的なアクションに落とし込む

ポートフォリオ内の事業部門それぞれについて戦略的役割を定義することと、主要業績評価指標(KPI)や業績目標、投資予算、そして最終的には詳細な事業・財務計画の策定を通じて、これらの役割をアクションに落とし込むことは、まったく別物である(詳細は、弊社レポート“*The Art of Planning*”(2011年4月)をご覧ください)。後者でも状況に応じたアプローチが必要となる。

たとえばKPIについて考えてみよう。多くの企業は通常、一貫性や公平性という観点から、ポートフォリオ内の各事業部門を同一のKPIを使って管理する。だが、たくさんの資金を生み出すが今後の成長の見通しは厳しい、規模の大きい成熟事業と、売上ははるかに小さいが、成長見通しの高い事業とを同じ基準で評価すべきではない。前者では、有望な成長事業に資金提供することが主な役割のひとつであるため、キャッシュフローマージンがKPIになる。しかし後者では、売上成長率のほうがはるかに重要である。

先述の化学企業では、経営幹部が自社の事業ポートフォリオを体系的に分類した後、次のステップとして、投資を真の成長機会に集中させるための一連のルールを決めた。このルールでは、「金のなる木」にあたる事業部門は営業キャッシュフローの50%までしか部門内で再投資できない。同時に、行き詰まり、立て直しが必要な事業部門は、2年以内に回収できるプロジェクトにしか投資できない。これらのルールによって捻出された資金により、同社はポートフォリオの成長エンジンに投資できるようになった。

成長投資をタイプごとに評価する

こうした包括的なルールをより詳細な財務計画や予算に落とし込む場合には、成長投資をタイプごとに異なる方法で評価することも必要になる。企業は通常、成長プロジェクトはすべて正味現在価値で評価することが多い。しかしこのやり方では、定義が明確で、現在の延長線にあるような短期投資に重点が置かれすぎ、戦略的に重要な長期投資（その正味現在価値が不明か、または計算が難しいもの）を犠牲にしかねない。

一言で成長投資といっても、ひとくくりにはできない。基礎研究や技術プラットフォームへの投資、製品開発や製品改良への投資など、投資にはさまざまなタイプがあり、財務への影響や資金回収、リスクがどの程度予想できるのか、などの点で、いずれも異なる特性がある。単純な製品改良であれば、今後1～2年間の売上予測で評価するのは理にかなっている。

しかし、同じ基準を、新たな技術プラットフォームの開発のような短期的な売上がまったく予想できない（もしくはゼロの）長期プロジェクトに適用するのは適切ではない。こうした投資は、そのプラットフォームが長い時間をかけて可能にする戦略オプションの可能性によって評価したほうがよい。

成長投資の種類に応じて優先順位をつける場合の基本原則は、「同類」を比較することだ。まずは、成長投資をタイプに応じていくつかのグループに分ける。自社の戦略上の優先順位に照らして、基礎研究、製品開発、そして製品改良にどれだけ投資すべきだろうか。本社部門はまず成長投資をグループ化し、それぞれについてグローバルの予算を設定する。そのうえでそれぞれの投資タイプに適した基準に基づいて、グループ内で投資の優先順位をつければよい。

投資ポートフォリオを積極的に運用する

最後に、いったん資本配分を決めたら、本社部門は、プロジェクトを着実に進め、最大限の柔軟性を確保するために、投資ポートフォリオを長期にわたり主体的に運用しなければならない。もっとも良い方法は、戦略、財務、オペレーション、R&D（研究開発）など、主要部門の代表者からなる部門横断的な投資委員会を設立することだ。この委員会の主な任務は、投資ポートフォリオ全体を継続して評価し、自社の戦略面からの成長の優先順位に沿うようにすることである。

さらに、成長への投資は資金だけの話ではない。人材も必要だ。投資委員会はプロジェクトの迅速な実行を担保し、障害や妨害を取り除くため、経営幹部の意識や才能ある人材を重要な成長プロジェクトに振り向けなければならない。委員会に参加する幹部には、ベンチャー投資家的思考が必要になる。すなわち、アイデアやプロジェクトそのものだけでなく、チームに投資するということだ。これを効果的に行うには、委員会と事業部門、人材マネジメント部門の間の緊密な協力が必要となる。

もっとも重要なポイントは、投資委員会が定期的にプロジェクトの実行をモニターし、追加投資を承認しなければならないということだ。

一番良い方法は、予算に計上した資本の中から、それぞれの局面で中期的な業績基準を達成した場合にだけ段階的に支出される「ステージゲート」を設けることだ。このアプローチは成長投資にとって特に重要である。利益が確定できるかどうか確実でないことが多く、市場の状況も急変する可能性があるため、成長プロジェクトは細かく調整する必要がある。定期的なモニタリングと頻繁な調整によってダウンサイドリスクを抑制できるため、リスクをとることがビジネスとして理にかなう場合には、より多くのリスクを取れるようになる。

以上の4つのステップに従うことで、経営幹部は自社の全体的な成長軌道を大幅に改善できる。上述の化学会社は、全体の投資額を増やすことなく、業界内で下から20%に属していた成長率を、平均を優に上回る水準まで改善させた。成長の実現がますます難しくなるなかで、こうした成果が実現できれば、リーダーにとってもっとも望ましいことであろう。

¹ Ulrich Pidun 他による“Corporate Portfolio Management: Theory and Practice,” *Journal of Applied Corporate Finance* 23, no.1 (Winter 2011): 63-76ページをご参照ください。

Sebastian Stange

BCG ミュンヘン・オフィス プロジェクト・リーダー

Ulrich Pidun

BCG フランクフルト・オフィス ディレクター

Jeffrey Kotzen

BCG ニュージャージー・オフィス シニア・パートナー & マネージング・ディレクター

Alexander Roos

BCG ベルリン・オフィス シニア・パートナー & マネージング・ディレクター

コーポレート・ディベロップメント・プラクティスのグローバル・リーダー

原題: *Taking a Portfolio Approach to Growth Investments*