

事業投資時代のポートフォリオ構築

松本 哲 秋月将太郎 金 惺潤 向井 肇



CONTENTS

- I 事業投資時代の到来と日本の現状
- II 日本企業におけるポートフォリオ管理の現状
- III 事業投資時代におけるポートフォリオ戦略のフレームワークの提案
- IV 日本企業に求められるこれからの事業ポートフォリオ管理

要約

- 1 多くの日本企業がリストラから成長戦略へと舵を切り、リストラ時代に断行した選択と集中の経営をより先鋭化させ、長期の投資収益を期待する傾向が鮮明になりつつある。これまでにない規模の巨大投資は、事業ユニット単位の収益管理の枠を超えるため、全社の収益を不確実にする可能性があり、新たなマネジメントが求められる。
- 2 先進的な総合商社や製造企業は、リスク・リターン指標を用いた事業ポートフォリオの再構築に取り組んでいる。しかし、資本コストを差し引いた利益やリスク・リターンを中心とした過去の業績評価指標を将来の投資優先順位の判断基準に活用したり、リスクの全社的な比較評価が難しいために統一した指標を作り切れていなかったりと、問題を抱えながら模索しているのが実情である。
- 3 ポートフォリオ戦略のフレームワークとして、単年当たり平均的に獲得できる利益を現在価値化した「Annual NPV」を提案する。この指標は、投資の回収期間やリスクファクターが異なる複数の事業を比較評価するのに有効である。
- 4 事業ポートフォリオを構築する際には、戦略の壁、定量指標の壁、組織風土の壁、定着の壁という4つの壁がある。筆者らは、単なるポートフォリオのフレームワーク設計にとどまらず、市場性、競合性やリスク対応力をもとにビジョンや戦略の議論をトップダウンで進め、さらに現場の価値観や仕事感などの組織風土を考慮してポートフォリオの構築と浸透を図ることが重要と考える。

I 事業投資時代の到来と日本の現状

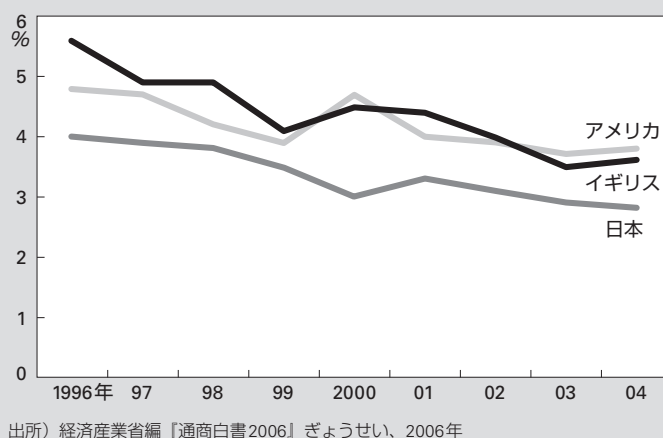
日本経済が、原材料を輸入、加工して輸出する工業立国から、1990年代に内需拡大へ舵を切って久しい。21世紀に入り、グローバルに活動する日本の製造業は、海外の生産・販売拠点に直接投資を進めており、海外への収益依存度が急速に拡大している。また、総合商社の事業は、加工貿易や物流マージンによる収益構造から、事業投資による配当収益や金融収益を得る構造に変貌しつつある。

代表的な例として、東芝によるアメリカのウエスチングハウスの買収や、セブン&アイ・ホールディングスによるミレニアムリテイリングの統合などがあげられる。これらの巨大投資は、事業ユニット単位の収益管理の枠を超え、全社の収益を不安定にするため、従来と異なるマネジメントが求められる。

経済産業省編『通商白書2006』は、「少子高齢化で貯蓄率が減少し、将来の経済黒字が減っていく中で、当面は貯蓄率の高さを利用して、成長が期待できるアジアを中心に投資を実現し、その収益で国富を増やす『投資立国』となる」ことを提唱している。ここでいう投資収益としては、従来の海外への加工品の輸出に伴う貿易収支に加え、製造業や流通業をはじめグローバルな拠点展開を進める海外子会社や海外事業会社への資本参加から得る連結収益がある。同様に、海外のインフラ（社会資本）などへの直接投資に伴う金融収益も含まれる。

しかし、グローバルな拠点展開を進めている日本企業の直接投資収益は、2005年度で約2兆7000億円にとどまっている。日本企業の

図1 日米英の対外資産収益率の推移



投資収益率は漸減傾向にあり、アメリカやイギリスのそれよりも低い（図1）。

日本が真の意味で投資立国になるには、巨額の外貨準備の運用という公的資金主導の海外投資だけでなく、民間による高い投資利回りとそれをコントロールする機能が問われているといえよう。すなわち、21世紀の日本企業においては、長期あるいはライフサイクルにわたる収益管理とリスク管理が最も重要な経営課題となる。

II 日本企業におけるポートフォリオ管理の現状

1 ポートフォリオ経営重視の背景

企業の資金調達が銀行による融資や株式持ち合いに依存していた時代には、負債の金利を支払ったうえで利益を残すことが至上命題であった。そのため、事業を評価する指標として経常利益が重視された。バブル期には企業がその拡大を目指し、資金を調達しては野放図に非コア事業や不動産への投資を行った。その結果、膨大な額の不良債権を生むに

至ったことは周知の事実である。

そのような失敗の歴史を踏まえて、多くの企業が導入したのが、資本の有効活用を目的とした収益（リターン）とリスクの定量評価や、それを活用したポートフォリオ管理である。

2 代表的なポートフォリオ管理の取り組み

ここでは、リスク・リターン評価やポートフォリオ管理に関する近年の潮流と代表的な事例を紹介する。

（1）経済的付加価値によるリターン評価

1990年代以降、代表的なリターンの評価指標として、資本の効率的活用を目指したROE（株主資本利益率）やROA（総資産利益率）が盛んに用いられるようになった。また近年では、アメリカのスターン・アンド・スチュアート社の登録商標であるEVAなどに代表される、収益から資本コストを差し引いた経済的付加価値を評価する指標が、多くの企業で導入されている。

（2）リスクの定量評価

従来は、多くの企業がカンと経験に頼ったリスク管理を行っていた。リスクの洗い出しを行っている企業も、頻度と影響度を定性的に評価して対策の優先順位付けを行うにとどまっていた。

しかし、先進企業では近年、リスクの定量評価と高度な管理の仕組みの構築に取り組み始めている。各企業の事業特性に応じて種々の取り組みが行われているが、代表的な取り組み例としては、次のものがあげられる。

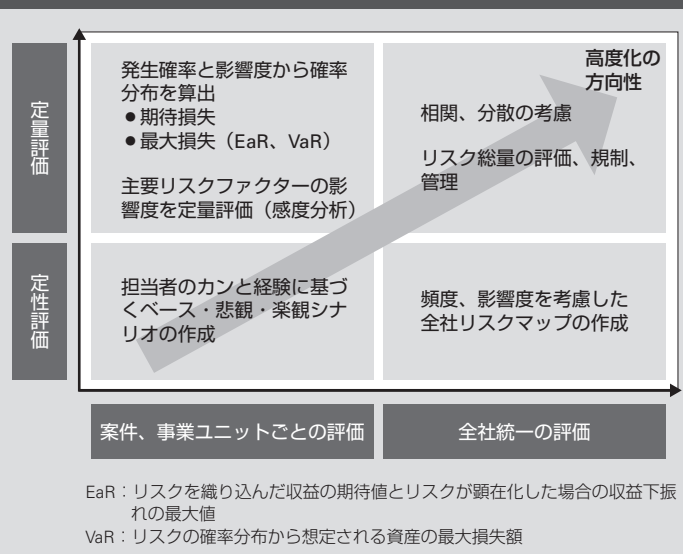
銀行や総合商社など巨額の資産を持つ業界が導入しているのが、資産の最大損失を管理する手法である。リスクの確率分布から想定される資産の最大損失額（VaR）を定量評価し、リスクが顕在化した場合でも債務超過に陥ることがないように、自己資本以下に抑制するという考え方である（図2）。

また、業績が市況に左右されやすい業界の先進企業は、事業計画を立てる際に、リスクを考慮に入れて収益を算出している。具体的には、収益に影響を及ぼすリスクファクターごとの発生確率と影響の大きさを設定し、乱数を用いたモンテカルロ・シミュレーションを行う。これによって、リスクを織り込んだ収益の期待値とリスクが顕在化した場合の収益下振れの最大値（EaR）を算出することができ、それを事業計画に反映している。

（3）リスク・リターン指標を用いたポートフォリオ管理

このようなリスク指標、リターン指標を用いて、先進企業は事業ポートフォリオの再構築に取り組んでいる。特に、近年多くの企業で見られるのが、経済的付加価値やリスク・

図2 進化するリスク評価・管理手法



リターンなどで評価する「資本効率性」と、市場の成長性や自社の強みなどで評価する「戦略性」を軸としたポートフォリオ管理手法である。この2つの軸のマップ上に事業ユニットをプロットして、不良ユニットの廃止と優良ユニットへの集中投資の判断・意思決定を行っている。

(4) 総合商社A社の事例

総合商社A社では、経済的付加価値で事業ユニットを評価している（A社の場合、経済的付加価値＝連結純利益－リスクアセット×資本コスト）。戦略性など他の要素も考慮するが、基本的に経済的付加価値が一定の基準値以上であることを事業継続の条件としている。その結果、過去数年で、赤字事業、赤字子会社を縮小・清算し、収益の急回復を実現した。

また、リスクアセットの期待損失、最大損失を評価するに当たって、リスクファクター間、事業ユニット間の相関を考慮して係数を掛け合わせることで、より精緻なポートフォリオ管理を実現することを目指している。

(5) 製造業B社の事例

製造業B社では、事業の中期計画の実現に伴うリスクと、個別の投資案件に伴うリスクの双方を評価している。いずれの場合も、収益に大きな影響を及ぼす主要要素を抽出し、その発生確率と影響度から、収益計画値への影響の大きさを算出する。その算出結果に応じて投資の判断、事業ユニットの取捨選択を行うことで、最適な事業ポートフォリオを構築することを志向している。

こうしたリスクやリターンの評価、ポートフォリオ管理の実施を通して、多くの日本企業が事業の選択と集中を進め、実際に業績の急回復を遂げてきた。しかし、事業投資時代に求められるポートフォリオ管理としては、いくつかの問題点があると考えられる。次節でその具体的な内容を述べる。

3 現状のポートフォリオ管理の問題点

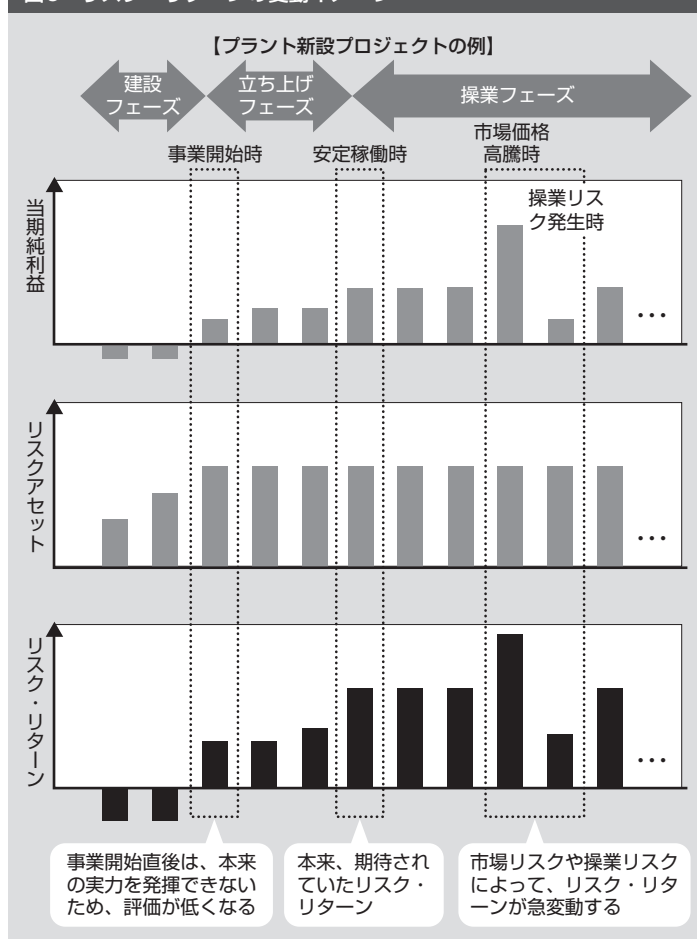
(1) 投資判断基準に関する問題

総合商社をはじめさまざまな企業が、資本コストを勘案した経済的付加価値、あるいはリスク・リターンを中心とした業績管理を行っている。また、この短期の業績管理指標を投資の優先順位付けの判断基準に用いているケースが多いが、これには大きな問題が潜んでいると考えられる。

プラントを新設するプロジェクトを例にあげよう。まず、投資段階ではプラントの建設コストだけがかかり、利益は計上されないため、リスク・リターンはマイナス値である。プラント立ち上げ直後も、本来の収益力を発揮できない場合、依然としてリスク・リターン値は低い。その後は、市場において製品価格が乱高下する際や、操業リスクが発生する際などに、リスク・リターン値が大きく変動する。特に価格変動リスクは大きく、プラントの例でいえば石油化学プラント、鉄鋼プラント、発電所などがこのリスクを持つ。

次ページの図3に示すように、リスク・リターンは事業の進行状況、一過性の事象に大きく影響を受けるため、経営者は期ごとに「一喜一憂」しなくてはならない。ある年度に高い評価を得た事業が、翌年には最低の評

図3 リスク・リターンの変動イメージ



価に陥ることもある。本来、中長期的観点で成長や撤退を検討すべき投資事業を、リスク・リターンのように変動が激しい断面の収益管理指標で評価することは難しい。

また、リスク・リターンを投資の判断基準とすることは、資源開発プロジェクトなどに代表される、投資から利益計上まで時間を要する事業を一律に敬遠してしまう「経営の近視眼化」の懸念もある。技術や需要のシーズを長い目線でインキュベーションしようという社内の活力も削ぎかねない。

本来、リスク・リターンは過去の実績を評価するものであり、これを将来の投資判断基

準に用いるのは、簡単にいえば「これまで儲かってきた事業にはお金を注ぎ込もう」という発想に過ぎない。

(2) リスク管理に関する問題

リスク管理の最大の問題点は、リスクの評価手法が全社で統一されていないため、事業ユニット間の比較評価ができないということである。事業の収益に影響を及ぼすPL（損益計算書）リスクの評価を行っている企業でも、投資案件ごとに、担当者がその特性に応じた項目を主観的に評価するケースがほとんどである。実際には、融資する金融機関を納得させるためだけのリスク評価が行われることもある。その結果、投資決定後の当該案件のリスク管理に十分に活用できない、投資案件間あるいは事業ユニット間での比較評価ができないといった問題が発生している。

一部の企業では、 β 値（リスクプレミアム率）を事業ユニットごとに設定することでこうした問題に対応しているが、 β 値を活用することへのコンセンサス形成など、運用には大きな困難が伴うのが実情である。

(3) ポートフォリオ管理のフレームワークに関する問題

リストラを進めていた過去10年余りは、前述したように、多くの企業が選択と集中の経営に邁進し、ポートフォリオ管理の焦点も「負け犬事業」のあぶり出しにあった。このような状況下で開発されたフレームワークの多くは、拡大すべき事業と縮小・撤退すべき事業とを鮮明に分けることに関しては有効だが、拡大すべき事業の中でどの事業を優先するかを議論することは目的としていない。し

たがって、複数の有望な事業に限られた経営資源をどのように配分するか、という意思決定を行うには適しておらず、事業投資時代には新たなフレームワークが求められる。

このように、現在多くの企業が用いているポートフォリオ管理やリスク管理のフレームワークには問題が山積している。次章では、こうした問題を解決するフレームワークの提案を行う。

Ⅲ 事業投資時代におけるポートフォリオ戦略のフレームワークの提案

「複数の有望な事業領域にどのように投資を配分するか」という命題を解かなくてはならない事業投資時代には、リスク・リターンマップによって定量的に投資対効果を議論することが効果的と思われる。リスク・リターンマップは古くから存在する手法だが、以下の特長を持つ点で有効である。

- 定量指標を採用することで、説明力、説得力の高い結論が得られる。

- 複数のポートフォリオマップを立案し比較したうえで、意思決定を行うプロセスを実現できる。

- 各ポートフォリオマップが持つメリット・デメリットを可視化できるため、コミュニケーションを促進しやすい。

つまり、定量的に評価された複数の投資案を比較、意思決定するうえで優れた手法といえる（図4）。本章では、事業投資時代に合致するリスク・リターンマップの構築方法、投資対効果の評価方法を提案する。

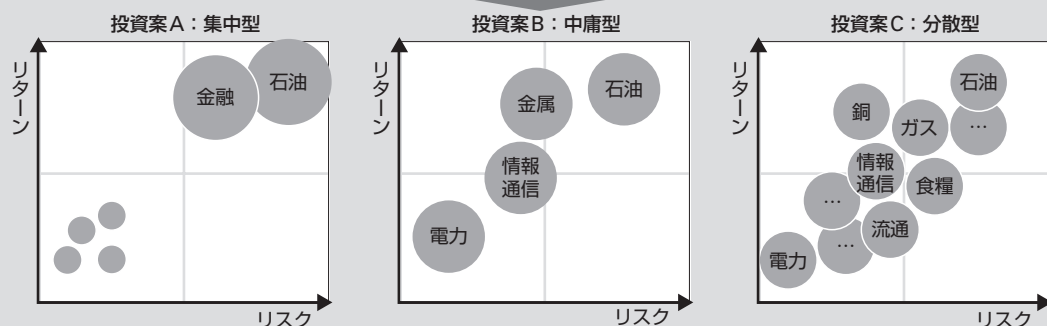
1 リターン評価方法

第Ⅱ章で述べたように、投資の評価指標は事業のライフサイクル全体をカバーすべきであり、一過性の事象に大きく影響されてはならない。また、事業投資時代には一つの企業がビジネスモデル、ライフサイクルが異なる複数の事業をマネジメントするため、さまざまな事業モデルに共通して適用できるリターン指標が求められる。

このような要件を満たすリターン指標として、筆者らは「各事業が単年当たり平均的に

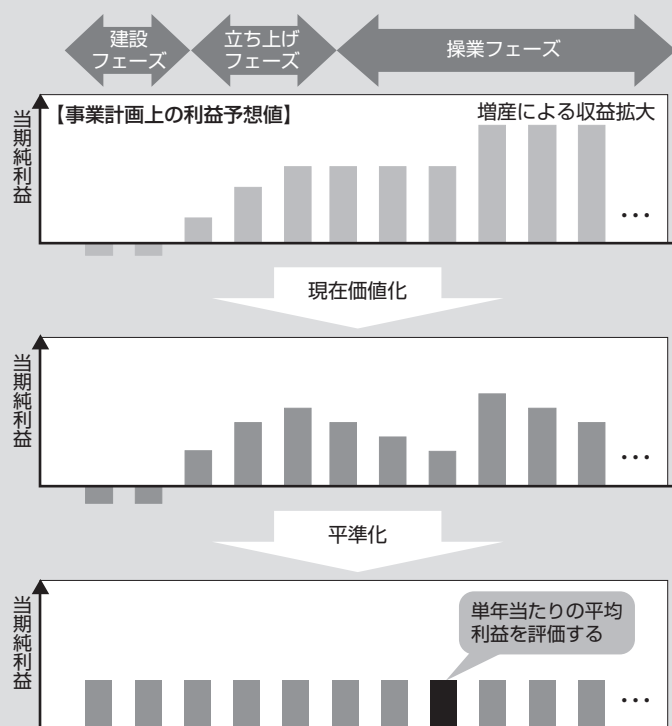
図4 リスク・リターンマップによるポートフォリオの評価

たとえば、5000億円投資し、年間1000億円の純利益を実現することを経営目標とする場合、それを実現するリスク・リターンマップの解は複数存在する



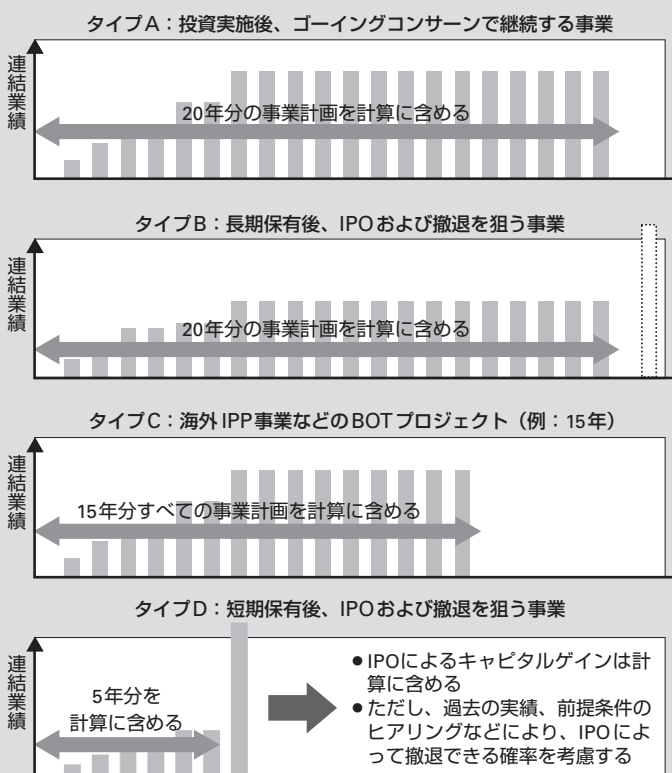
- どのポートフォリオを選択するかは、企業ごとの経営目標、事業環境、戦略、風土によって異なるが、重要なのは、複数の投資案を評価・比較したうえで、意思決定を行うことである
- 多くの企業において、この複数案の比較評価プロセスが驚くほど軽視されている

図5 Annual-NPVの算出プロセス



注) Annual-NPV：単年当たり平均的に獲得できる利益の現在価値

図6 Annual-NPVの適用範囲



注) BOT：建設・運営・譲渡、IPO：新規株式公開、IPP：独立系発電事業者

どの程度利益を獲得できるか」をリターン指標として評価すべきだと考える。

基本的には、NPV（正味現在価値）やIRR（内部収益率）の算出と同様に、将来の事業計画上の利益予想値を評価する。利益予想値を算出するうえでは、図5に示すように、まず各年の利益予想値を現在価値に変換する。次に、各年の利益予想値の不確実性を、価格変動リスクなどによる収益の変動も考慮したうえで平準化する（詳細は後述）。この操作によって得られる利益は、「当該事業が平均的に獲得できる利益の現在価値」ということができる。

NPVではなく単年の利益を評価する意味は、事業期間の長い事業が有利に評価されてしまう問題点を是正することにある（事業期間全体の利益を現在価値化したものを合計するとNPVが得られる）。提案する指標は単年当たりのNPVを捉えたものであり、以下これを「Annual-NPV」と称する。

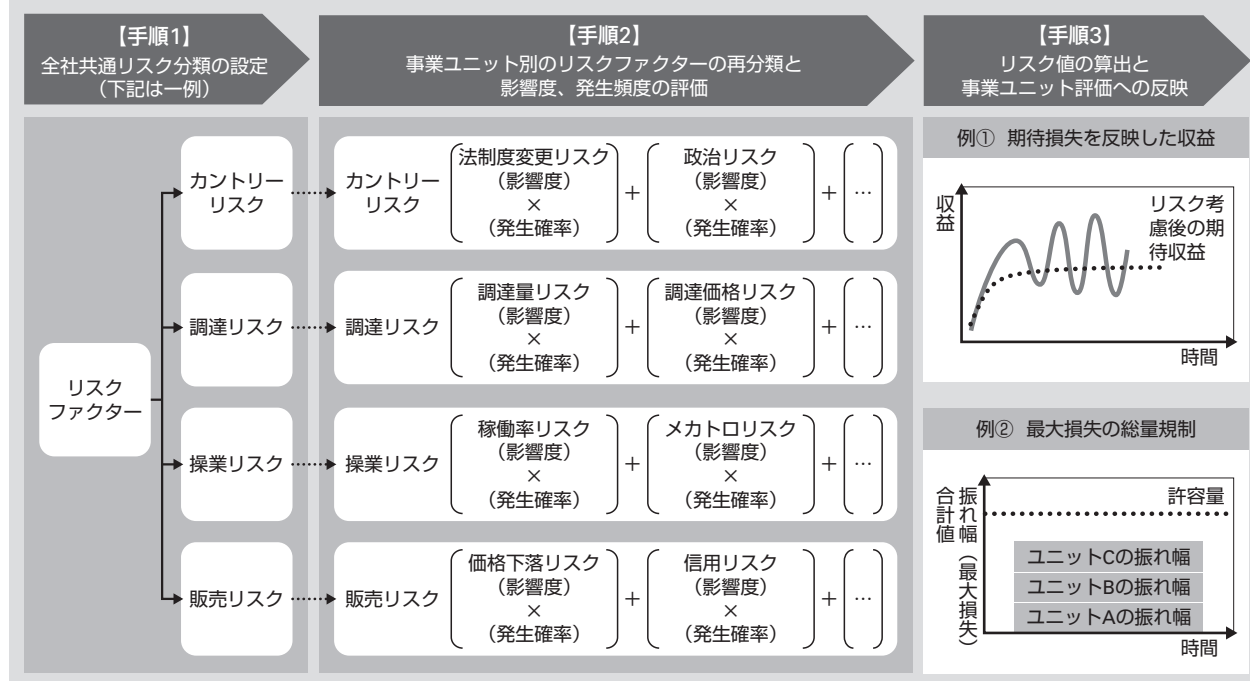
Annual-NPVを用いれば、EVA、ROE、RAROC（リスク調整後資本収益率）といった従来の指標では解決できない、利益計上が遅い事業を不当に低く評価してしまう問題を解決できる。また、NPVと異なり、ライフサイクルの長さが異なる事業を比較することも可能である。

さらに、Annual-NPVは図6に示すような多様なビジネスモデルに適用することが可能であり汎用性が高いため、ポートフォリオの評価指標に求められる要件を満たすものといえる。

2 リスク評価

巨大なリスクを負うことでリターンを獲得

図7 リスク評価の手順



する事業投資時代には、多くの企業がこれまでにない新たなリスクファクターに直面する。このため、従来にも増して広範囲、高精度のリスク評価が求められる。また、リスク評価もリターン評価と同様、多様な事業ユニットを公平に比較評価できる“共通ものさし”でなければならない。さらに、定量的で経済価値に換算できることが最も望ましい。

ここでは、これらの条件を満たす手法として、リスク評価の全社統一フレームワークを作成することを提案する。図7に具体的な内容と手順を示す。

(手順1) 全社共通リスク分類の設定

まず、評価すべきリスクの分類と項目を定義した、全社で共通して活用できるフレームワークを作成する。BS（貸借対照表）リスクだけでなく、これまであまり考慮されてこ

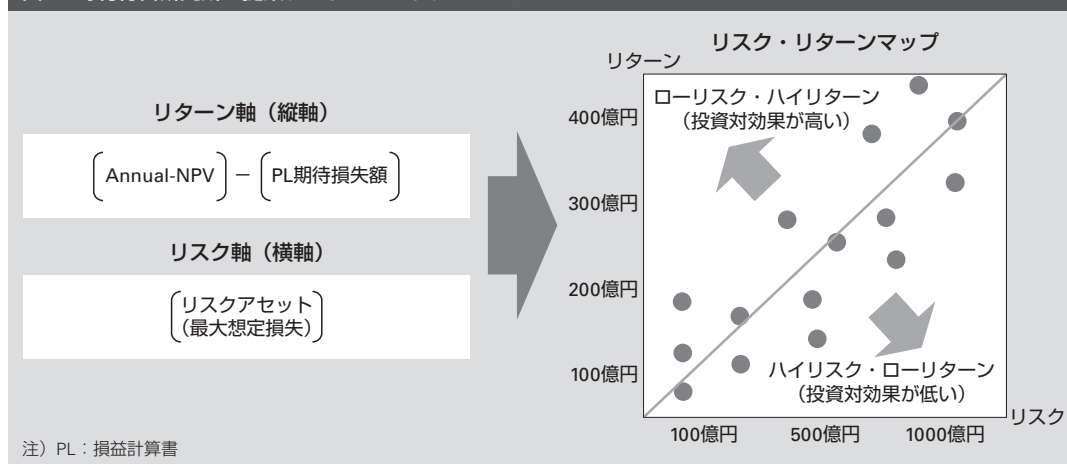
なかった、操業リスクや販売リスクといったPLに影響を及ぼすリスクを評価項目に含める。

こうしたPLリスクを評価することで、ローリスク・ローリターン型かハイリスク・ハイリターン型かといった事業ユニットごとの特性を把握したうえで、ポートフォリオ管理の議論を行うことが可能になる。

(手順2) リスクファクターの洗い出しと 影響度、発生頻度の設定

上記で設定したフレームワークに沿って、事業ユニットごとに主要なリスクファクターを洗い出し、その発生確率と影響度を設定する。為替や原油価格、経済成長率など事業ユニット間で共有の項目については、全社統一の確率分布を設定する。一般的に定量評価が困難なリスクファクターが数多く存在する

図8 野村総合研究所が提案するリスク・リターンマップ



が、正規分布や三角分布など簡易な設定を置き、時間を経て実績値を増やすことにより精緻化する方法で対応する。

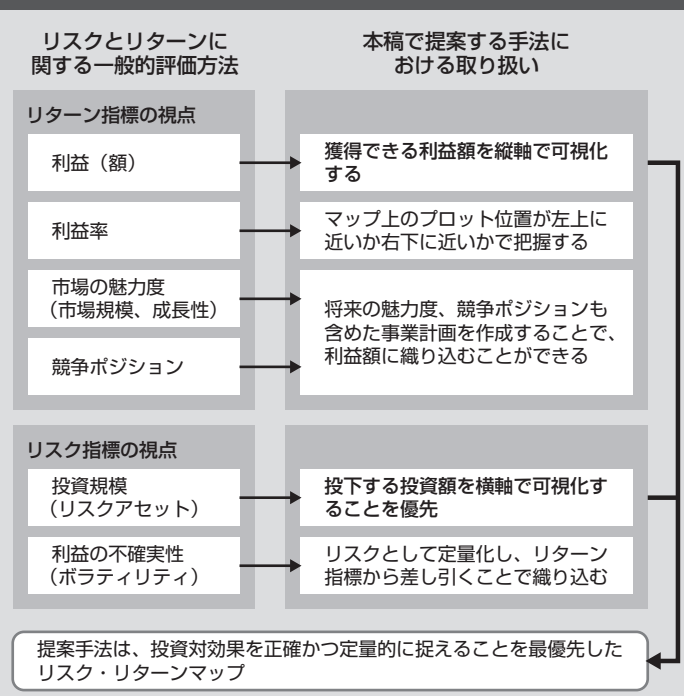
（手順3）リスク算出と事業ユニット評価への反映

前項で設定した数値から事業ユニットごとに、PLリスクとBSリスクの期待損失、最大

損失を算出し、それぞれを事業ユニットのリスク評価値やポートフォリオの制約条件とする。

ここで、PLリスクに関しては、期待損失値（期待損失）をリターン指標から差し引くことで評価に反映する方法や、全事業ユニットの最大損失の合計値を一定値以下とする制約を設ける方法などが考えられる。企業ごとに異なるが、収益が原油価格など投機的リスクに大きく影響される企業の場合、後者の方法が合致しやすい。本稿で推奨する方法については次節で紹介する。

図9 リスクとリターンに関する一般的評価方法と提案手法との比較



3 リスク・リターンマップ

以上に述べたリターン評価方法、リスク評価方法を総合したリスク・リターンマップは図8のようになる。

リスク・リターンマップのリスク軸（横軸）には利益の不確実性（ボラティリティ）を採用するフレームワークも多く見られる。本稿では事業投資時代のポートフォリオ構築という観点から、リスクアセットをリスク軸に設定する手法がより適切であると考えられる。

これは、投資の意思決定においては愚直なまでに投資対効果を議論すべきであり、リスクアセットは必要不可欠な要素だからである。市場リスク、オペレーションリスク、信用リスクなどによってもたらされる利益の不確実性の概念は、PL期待損失としてリターン観点に加える形で盛り込むことを提案したい。

リスク評価に関しては、 β 値を考慮すべきかどうかと迷う企業が多いが、提案する手法は β 値よりも客観的に事業分野固有のPLリスクを評価できるため、現場の感覚に根ざしており納得性が高い。なお、リスク・リターンに関する一般的なケースと本稿における提案手法との対比は図9のとおりである。

IV 日本企業に求められるこれからの事業ポートフォリオ管理

1 ポートフォリオ構築と定着の難しさ

ポートフォリオの議論は資源配分を論じるため、元来、組織内に論争を起こす可能性をはらんでいる。ポートフォリオ戦略を推進しようとする企業においては、以下の4つ壁に直面することが多い。

(1) 戦略の壁

まず、将来の成長戦略があいまいなままでは、将来の事業ポートフォリオを構築することはできない。ここでは、自社の強み、成長性、収益性に関して、侃々諤々の議論が必要である。また、将来どうなりたいか、どうありたいかというトップの意向もきわめて重要となる。

次に、戦略の精度の壁がある。市場や競合の動向は、現場が熟知しているはずだが、描かれるシナリオは主観的、楽観的なものになりがちである。コーポレート部門（本社部門）が正確かつ客観的に事業内容を把握し、相対的な優先順位をつけるための手法が必要である。

さらに、新規事業とポートフォリオ戦略の融合の壁を乗り越えなくてはならない。事業ポートフォリオの選択基準を杓子定規に適用すると、黎明期にある新規事業は冷遇されやすい。事業のライフサイクル上のステージを見極めたうえで、事業ポートフォリオ戦略を構築する必要がある。

(2) 定量指標の壁

異なる事業特性を持つ事業ユニットに共通の評価指標を設定することは、本質的に難しい。指標によって得をする事業ユニットと損をする事業ユニットが発生するからである。このため共通指標をそろえようとすると、相当に軋轢が発生する可能性が高い。一つの共通指標に統一しようとすると無理があり、複数の指標を組み合わせて運用することが多いのも実態である。

次に、共通指標のデータを整備するために、データ処理が追いつかないケースも多い。特にリスク指標については、発生確率や発生頻度の定量化の際、前提条件やその根拠の議論に終始しやすい。アカデミックな議論に埋没することは避けるべきであり、最初のステップはスコア化で十分なことが多い。

(3) 組織風土の壁

現場のやる気を重視するボトムアップ型企

業の場合、トップダウンによる選択と集中はなじみにくい。

そもそも、社員一人ひとりの戦略意識や、風通しのいいコミュニケーションが企業活力の源泉である場合、トップダウンの押し付けはナンセンスである。筆者らの経験では、現場主義の企業風土を持つ会社が事業ポートフォリオの構築をトップダウンで進める場合、進め方を相当工夫する必要がある。

(4) 定着の壁

ポートフォリオ管理は1回きりの業務サイクルではない。多くは、年次、半期に事業ポートフォリオをチェックし、検証サイクルを回していくことが望ましい。その際、多くの企業において、ポートフォリオのデータを定期的に収集、分析する体制を整備することまでは手が回らず、新たな業務が定着しにくい。

2 NRI 流アプローチの特徴

最後に、野村総合研究所（NRI）がこれまでのポートフォリオ構築に関するコンサルテ

ィングで培ったノウハウを紹介しながら、前述の4つの壁の乗り越え方、日本企業が対応すべき今後の課題について触れたい。

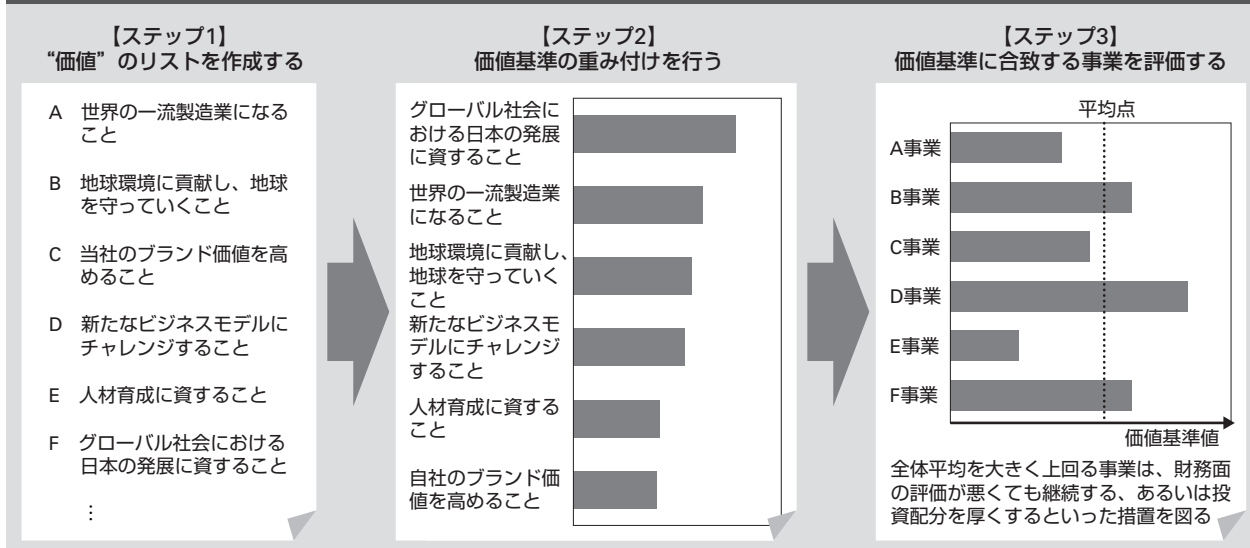
(1) 中期経営目標やビジョンと連動したポートフォリオ構築

まず、将来のポートフォリオと中期の経営目標とが整合しているかをチェックしながら、ポートフォリオ戦略を立案する必要がある。ある企業のコンサルティングでは、そもそもコーポレートビジョンが明確でないため、ありたい姿や事業領域とポートフォリオとを比較検討するプロセスも重要なポイントとなった。筆者らは、各事業ユニットとコーポレートの間に立ち、各事業ユニットが立案する強みや成長性、収益性を客観的に評価し、侃々諤々の議論をすることもある。

(2) 価値基準評価の導入によるインセンティブの獲得

ボトムアップ型企業の場合、社員のインセンティブを重視したアプローチが重要なことは前述した。肝心なのは、社員が「何を大切

図10 価値基準分析のステップ



にしているか」「仕事の価値観は何か」である。その会社のDNA（遺伝子）として染み付いた行動指針は簡単には変えられないし、個人の価値観と密着した仕事感はそもそも変わるものではない。

筆者らは、AHP（階層分析法）という数理的手法を活用して、現場の価値基準を念頭に置いたポートフォリオの構築を支援している。手法の概要を述べると、まず、アンケート調査によって経営者や従業員から事業活動を通じて実現したいこと（価値）を引き出し、重み付けを行って価値基準を決定する。次に、各事業が個々の価値の実現に対してどの程度寄与するかを、別のアンケート調査によって定量的に把握し評価する。このプロセスを通して、経営者、従業員の総意として手掛けたい事業を抽出し、そうした事業には投資配分を多めにする、財務の評価が悪くても事業を継続するといった「調整」を行う（図10）。

（3）事業ユニットのライフサイクル管理の導入

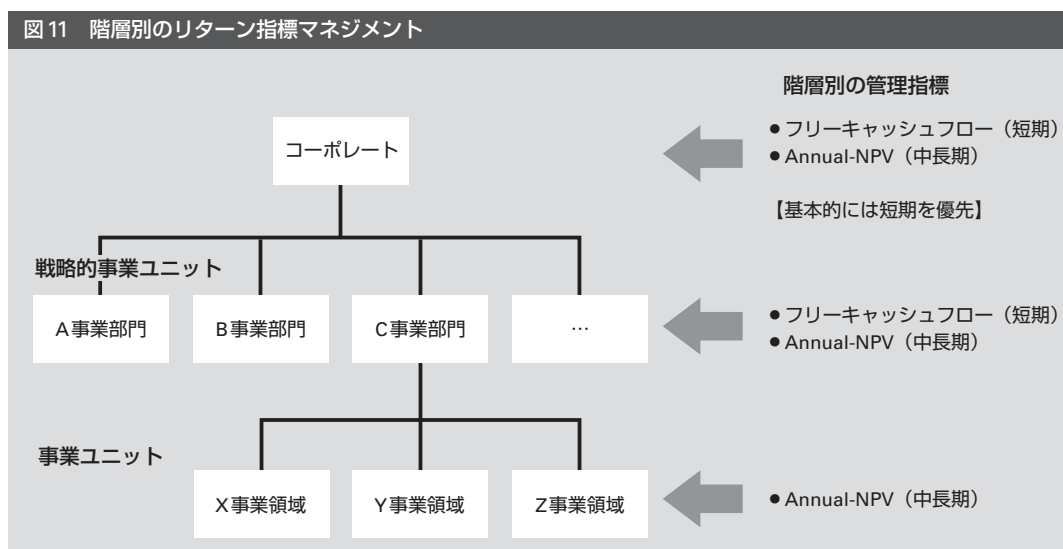
リスク・リターンマップでは選択と集中の

議論を行うだけでなく、事業ユニットのライフサイクルを考慮し、ポートフォリオ管理を考えるべきである。黎明期の新規事業はハイリスク・ローリターンであることが一般的である。また、ある事業分野のパイオニアとなることで、「先行者優位」を確立することが重要なテーマもある。ポートフォリオ戦略は、これらを育成する仕組みを内包すべきである。

（4）リターン評価のPDCAサイクルの構築

本稿で提案したAnnual-NPVは、短期的な財務への貢献度というよりも、ライフサイクル全体を通して、いかに事業の収益力があるかを捉えるものである。実際の経営においては、期ごとに業績を達成していく必要があり、Annual-NPVの管理のみではうまくいかない。一方、毎期の業績やフリーキャッシュフローの獲得に注力すると、将来の成長ドライバーを育成することができない。

このジレンマを打開するには、図11に示すように、複数の事業を管轄する戦略的事业ユニットの階層が、短期と中長期の2つの視点



を持つことが肝要と考える。

末端で活動する個々の事業ユニットは原則的にAnnual-NPVを管理指標とし、ライフサイクル全体を通して収益力が高い事業の発掘に注力する。個々の事業ユニットは手掛ける事業領域が狭いため、短期と中長期の両方のマネジメントを委ねることは得策でない。一方、大手上場企業ともなると、全社を管轄するコーポレート部門は、個別の事業を綿密に評価し、投資の優先順位付けをすることができない場合が多い。

これに対し、中間の戦略的事業ユニットは、管轄範囲内で事業ポートフォリオを作ることでも可能であり、個別の事業について現場感を持って評価することもできる。短期と中長期の両視点を持って投資の優先順位付けを行う担い手である戦略的事業ユニットを機能させる方策が重要である。

また、Annual-NPVの評価に際しては、NPVやIRRと同様に、投資時点で作成される事業計画の精度がきわめて重要になる。ところが、多くの企業では事業ユニットにより作成される事業計画が楽観的、主観的な「絵に描いた餅」になっていることが多い。

事業ユニットが画餅の事業計画を作ることがないように、おのずと信頼性の高い事業計画が作成されるPDCA（計画・実行・評価・改善）の仕組みを作る必要がある。

具体策として、過去の事業計画をレビューし、本部ごとに計画値と実態との乖離度を定量化して、乖離度が大きい本部の事業計画は下方修正がなされるような罰則ルールを設計する方法がある。これによって、事業ユニットは現実的な事業計画を作成するようになり、将来のポートフォリオの精度が高まる。

（５）リスク対応力を向上させる PDCAサイクルの構築

本稿で提案したリスク管理手法で障害となるのは、リスクファクターの定量評価の困難さである。実際に筆者らがコンサルティングを行った企業でも、リスクに関する定量的なデータを取得している企業はほとんどない。

企業全体のリスク対応力を高めるためには、事後にリスク発現の有無とその規模を評価する制度を整備し、原単位の設定を随時更新するPDCAの仕組みを構築することが肝要となる。

リスク管理の体制をコーポレートと事業部のどちらに置くかも非常に重要な判断となる。従来であれば、事業ユニット間で共通する為替リスクや信用リスクなどはコーポレートが管理し、事業ユニット固有のリスクは事業部が管理してきた。

しかし、全社統合リスク管理のためには、コーポレートが上述のPDCAの仕組みに沿って、事業ユニット固有のリスクについても管理・監視し、その結果を事業部と共有することが望ましい。この活動によって、公平で透明性の高い事業ユニット評価や、コーポレート・事業部間の理解の醸成が期待される。

（６）“割り切り”と継続的ブラッシュアップ

ポートフォリオ構築の現場では、定量データの収集やマップの作成に相当の労力を要する。また、マップ作成後の全社横断的な理解醸成も一筋縄にはいかない。

ポートフォリオ構築を担当する部門は、評価方法の精巧化にこだわりすぎず、全体の方向感をつかむことに注力すべきである。最後

は、経営層の“割り切り”が重要となる。そして、策定したポートフォリオ戦略を継続的にブラッシュアップし続ける努力が実を結ぶ。

NRIのコンサルティングプロジェクトでは、事業部の客観的な評価と相対化に力点を置いている。また、プロジェクト後にルーチン業務として運用できるよう、一連のプロセスの手順化を支援している。

参考文献

- 1 小林啓孝・加藤芳男・小松原宰明・辺見和晃・山田方敏編著『リスク・リターンの経営手法——ケースでみる定量的評価・計画の実践』中央経済社、2006年
- 2 渡辺茂『ROE（株主資本利益率）革命——新時代の企業財務戦略』東洋経済新報社、1994年
- 3 Stephen A. Ross、Randolph W. Westerfield、Jeffrey F. Jaffe『コーポレートファイナンスの原理』大野薫訳、金融財政事情研究会、2004年
- 4 青井倫一・竹谷仁宏編著『企業のリスクマネジメント』慶應義塾大学出版会、2005年

著者

松本 哲（まつもとさとる）

事業戦略コンサルティング一部グループマネージャー、上級コンサルタント

専門はエネルギー分野・製造業を中心とした企業戦略、事業戦略立案

秋月将太郎（あきづきしょうたろう）

事業戦略コンサルティング一部上級コンサルタント

専門は交通・不動産分野を中心とした事業戦略立案、計量的アプローチを取り入れた戦略立案

金 惺潤（きんせいじゅん）

事業戦略コンサルティング一部副主任コンサルタント

専門はエネルギー分野を中心とした事業戦略、マーケティング戦略立案

向井 肇（むかいはじめ）

技術・産業コンサルティング一部副主任コンサルタント

専門は精密機器、情報通信、環境分野における事業戦略立案、業務改革支援