



ポートフォリオ刷新と 事業売却の重要性

PwC、ディールズリーダー からの手紙



ポートフォリオ戦略、事業売却、価値創造に関する考察を皆様に紹介できることを嬉しく思います。成功するリーダーは、事業ポートフォリオを賢くマネジメントすることが株主にリターンをもたらすために重要であることを理解しています。多くの経営者は、企業買収には積極的ですが、事業売却は敬遠したり、着手する前に立ち止まったりすることが多いようです。なぜでしょうか？そして、この消極的な姿勢は問題でしょうか？

私たちの考察は、意思決定プロセスの背後にある心理と、事業売却によって生み出される価値を分析することで、この疑問に答えています。経営者が事業売却を思いとどまる背景には、さまざまな要因が絡んでいます。本考察では、ポートフォリオに関する意思決定や、事業売却のスピードと効果に影響を与える内外の幅広い影響要因を精査しています。これにより得られた知見は、単なる見解にとどまらず、精緻な統計の結果でもあります。

技術的、経済的に進化する環境において、ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性を理解することは、かつてないほど重要です。事業をより強固なものにするには、よく考えられた果敢な行動と、事業を他のオーナーに譲るレッテルを克服することが必要です。そうして初めて、事業を若返らせ、資本を有効活用し、株主価値を向上させることができるのです。

コリン・ウィトマー
ディールズリーダー
PwC米国

マイク・ニランド
ダイベスティチャー・リーダー
PwC米国

ジョン・D・ポッター
ディールズ・クライアント&
マーケット・リーダー
PwC米国

目次

はじめに	5
意思決定の旅路、ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性	5
私たちの考察の違い	6
事業売却のレッテルの克服	6
フィットシグナルの評価	9
フィット（適合）・フィックス（修復）・フリー（解放）の誤謬	10
事業売却による価値創造の構成要素	11
事業売却の決定に作用する慣性	11
勝利の方程式	12
慣性の理解	14
意思決定への影響	15
個人のバイアス	19
ポートフォリオレビューの要素	23
バリュートラップ	26
事業売却を企業のDNAの一部として根付かせる	28
結論	29
謝辞	29
リサーチ方法	30
PwCによるご支援	31

主な発見事項

事業売却は、価値創造のために十分に活用されていない

2018年から2022年にかけて、S&P500の企業は、事業を売却するよりも4.4倍多くの買収をしたことが、PwCの分析で明らかになりました。この結果は、過去5年間の3.7倍よりも増加しています。

この調査では、事業売却を十分に活用できていると考えている回答者は約40%に過ぎず、約25%は事業売却に消極的、または全く考慮していないと回答しています。多くの人が、事業売却は失敗の証であると述べています。

そのような懐疑論者はもう一度考えてみる必要があります。買収と売却の両方を行った企業は、取引後の数年間、業界指数を上回るパフォーマンスを発揮しています。過去10年間に売却を発表した企業の、発表日前後の株価上昇率の中央値は、業界指数を3.8%上回りました。また、これらの企業のうち上位25%は、業界指数と比較して2桁の株価上昇（10.4%以上）を達成しました。

このような上昇は何に起因するのでしょうか？ 事業売却により、売り手は戦略にフィットした事業に時間とリソースを集中することができ、売却された事業は新しいオーナーのもとで成長する機会を得ることができるのです。

勝利の方程式

TSR（株主総利回り）が高い企業は、事業売却が企業のDNAとして根付いており、ポートフォリオレビューに積極的で、スピード感をもって実行しています。私たちはこれを「勝利の方程式」と呼んでいます。

これら3つの属性を全て備えている場合、TSRがプラスになる確率は99.5%となります。しかし、2,500人以上の回答者のうち、勝利の方程式を備えている企業は、わずか13.8%に過ぎませんでした。

- 包括的かつ確立したポートフォリオレビューのプロセスを有していると答えた回答者は、わずか39%でした。
- 企業の取締役会がポートフォリオレビューを積極的に行っている場合、売却を検討する可能性が3.5倍になります。
- 自社に適合しない事業の早期発見に向けた、積極的なポートフォリオ指針をもつ企業は、通常の上場企業よりも、株主に5倍のリターンをもたらす可能性が示されています。
- 企業の売却戦略の一環として再投資計画がある場合、売却を行う可能性は65%高くなります。
- 事業売却ではなく、事業を建て直そうとする試みは、しばしば見込み違いな結果を招きます。事業売却ではなく、事業部門の建て直しを試みた経営者のうち57%が、その事業部門の業績が悪化したか、あるいは変わらなかったと回答しています。
- 調査によると、スピード感を持って行動することで、TSRがプラスになる可能性が高まることが明らかになっています。例えば、発表からクロージングまでの期間が12カ月未満の場合、中央値にある売り手は同業他社よりも大きな超過収益を得ています。
- 事業売却に対して前向きな姿勢であれば、事業売却を検討する可能性が2.5倍になります。
- 調査回答者の75%以上が、実行プロセスにおいて大きな遅れを経験したと回答しています。

作用する慣性

売却による価値創造は、「フィットシグナル」をいかに認識し、行動するかにかかっています。それは、企業が、自社の事業部門、製品、ブランドが、今後の戦略には適合しない可能性を認識する時です。

感情やバイアスは、慣性を生む重要な要因です。感情やバイアスは、目に見えないため、特定や対処が困難ですが、しばしば目に見える財務上の変数よりも大きな影響力を持つことがあります。

売却時にバリュートラップを回避することは、ディール価値を維持するための重要なポイントです。

はじめに

意思決定の旅路、ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性

企業は進化し、リーダーは正しい道を歩む旅を続けています。企業が拡大、縮小、その他の再編を通じて、自社の事業構造を定義するポートフォリオマネジメントは非常に重要です。

広範な調査と分析の結果、バリュートラップをうまく回避しながら、早期に売却を決断した企業ほど、より大きなTSRを生む傾向にあることがわかりました。企業にとって、TSRのわずかな上昇でさえも大きな価値につながります。しかし、多くの企業の意思決定者は事業売却に消極的であり、むしろ最初に事業を建て直したいと考えていることもわかりました。

企業が効率的に事業を再編し、長期的な成長を促進するという観点からは、多くのポートフォリオレビューは、あまりにも頻度が低く、有効ではなく、不十分です。ポートフォリオレビューに際しては、内外のビジネス環境に注意を払うことが必要です。また、リーダーが過去の決断を見直し、未来を創る決断に立ち向かう勇気が必要です。効果的な資本と資源の配分を行うには、長期的な戦略的成長を望みながら、短期的には痛みをマネジメントするバランスが必要です。

成功のカギは、「フィットシグナル」をいかに認識し、行動するかにあります。これは、企業が自社の事業部門、製品、ブランドのいずれかが、今後の戦略に適合しない可能性を認識することです。企業は、成長の可能性を見極めることに多くの時間とリソースを割く一方、売却のフィットシグナルを見逃すことがよくあります。フィットシグナルは、聴力検査でヘッドフォンから流れるソフトトーンに似ています。しかし、入念にポートフォリオを見直し、注意を払う企業は、大きな音でなくても、そのシグナルを認識し、行動に移すことができます。

多くの経営者には、事業売却は失敗を認める、不名誉なものだという固定観念があります。そのため事業売却を行わず、その事業部門にさらに投資し、建て直しを図ることを選択します。それに比べ、新しい道を切り開くために素早く行動し、事業を解放（売却）するリーダーは、株主に対してより大きな価値を提供することができます。

売却の決断には客観性と勇気が必要ですが、企業は4つの重要なアクションを取ることで、より力強い未来に向けて注力することができるようになります。

- 中核戦略に照らして、積極的かつ一貫してポートフォリオを評価する
- スピードがリターンを向上させることを理解し、タイムリーな意思決定を行う
- 事業売却を企業のDNAとして根付かせる
- 事業売却や意思決定の背景にある慣性の影響をコントロールする

確かに、好調な事業を継続し、不調な事業を建て直すために投資することは、最適な判断かもしれませんが。しかし、ある事業が中核戦略に合致しなくなった場合には、迅速に売却に踏み切ることで、株主価値を高めることが重要です。

私たちの考察の違い

調査は、多くの場合、過去データかサーベイデータに依拠します。本考察は、仮説を検証し、統計的な結論を導くために、定量的・定性的調査と独自の分析・モデリングを組み合わせ、さらに踏み込んでいます。ポートフォリオレビューのプロセスは学術的には考察されておらず、これまで実証的に検証されていないものでした。本考察では、TSRに加え、行動科学にも踏み込み、構造的な要因とともに感情的・認知的な要因を分析しています。

PwCの調査内容は以下のとおりです：

戦略、ポートフォリオレビュー、事業売却のプロセスについて有意義な知識を持つシニアリーダー2,566人を対象に調査を行い、調査結果について厳密な統計的モデリングを行った。

経営幹部および取締役会メンバーとして意思決定に責任を持つ29名に対し詳細なインタビューを行った。

経営者の行動を研究してきた大学教授とコラボレーションし、新たな調査質問項目へのアドバイス、インタビュー、統計的モデリングの支援を受けた。

会社や事業部門レベルの過去の財務データやディールデータを幅広く分析した。

事業売却のレッテルの克服

多くの経営者は、買収には積極的ですが、事業売却に消極的だったり、躊躇したりしています。回答者のうち、事業売却を受け入れていると答えたのはわずか5分の2であり、約4分の1は事業売却や、事業売却を検討することに消極的と答えています。また、過去のデータを分析すると、企業は買収と比較して売却を受け入れることに消極的であることが分かります。

バイアスの克服

S&P500社における売却事業数と買収事業数の対比

	売却	買収
2013-2017	2	7
2018-2022	2	9

出所：2023年1月時点のS&P Capital IQデータ

企業は事業を売却するよりもスピーディに買収しますが、2020-22年に両方を行った企業は、**中央値で9.1%のリターンを得ました。**

売却は、価値創造に向けた企業戦略において、より重要な位置を占めるべきです。過去10年間で、売却を行った中央値にあたる企業は、発表日前後に市場調整後の株価が上昇し、上位4分の1の企業で**10.4%の上昇**を記録しました。さらに、発表時にプラスのリターンを得た企業について、その後12カ月間追跡したところ、12カ月後には株価が同業他社を上回っていました。

事業売却はどのように価値を創造してきたか



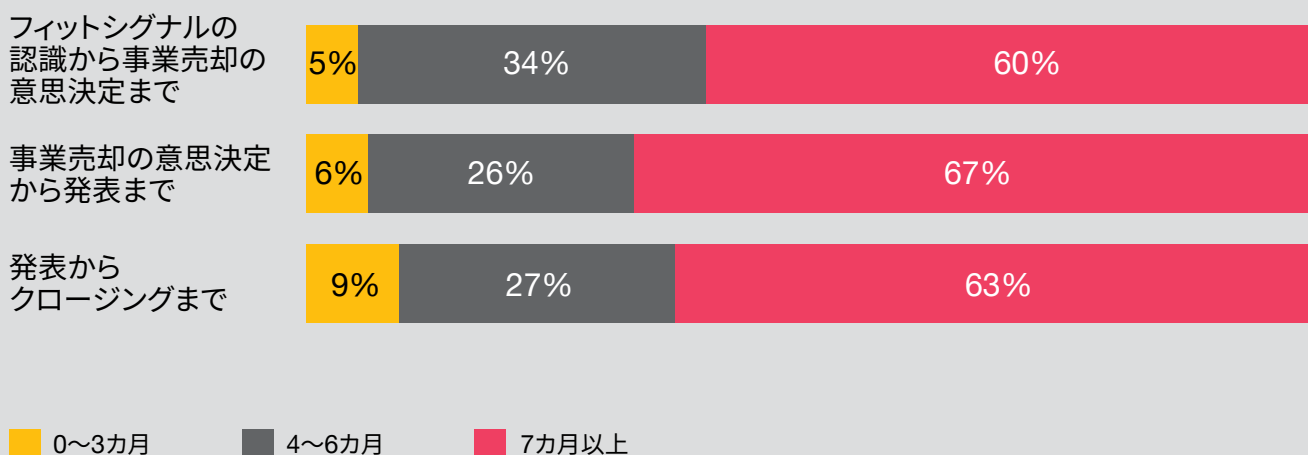
注) 米国の主要証券取引所で取引されている上場企業(金融サービス企業を除く)で、2011年12月31日から2022年10月31日の間に1億米ドル以上の売却を実行し、それが時価総額の10%以上にあたる企業。業界指数に対する市場調整済。

出所：IQ2011年12月31日から2022年10月31日までの間に行われた297件の取引に関するCapital IQのデータについてのPwC分析。

売却に消極的であることだけが問題ではありません。売却の鍵穴にキーを入れただけでは、迅速な実行やTSRの向上は保証されません。売却は価値創造に役立つにもかかわらず、10社に3社は、売却を決定してから取引を発表するまでに1年以上を要しています。私たちの経験では、TSRを低下させるリスクがあるため、この期間は長過ぎると考えます。また、営業利益率、売上高、事業部門が大きい企業ほど、この期間が長いことも分かりました。4分の1強の企業がクロージングまでに1年以上を要しており、これも営業利益率、売上高、事業部門が大きいほど長くなっています。

売却に要した期間

過去3年間に行われた最大の売却について、売却期間をフェーズ別に回答してもらいました。



*四捨五入のため、必ずしも合計は100%になりません。

出所：ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性、2023年版

アンケート質問内容：

- 貴社が事業部門の売却の必要性を認識してから、実際に売却を決定するまでの期間はどれほどでしたか？ 回答数:2,505
- 事業売却の決定（最終的な取引の実行有無にかかわらず、経営者が事業部門の売却を判断した時点）から発表日（取引が公表された日）までのおおよその期間はどれほどでしたか？ 回答数:2,505
- 発表日（取引が公表された日）から取引が完了した日（売買契約が成立し所有権が移転した日、スピノフの場合はディストリビューションデイト）までのおおよその期間はどれほどでしたか？ 回答数:2,466

フィットシグナルの評価

フィットとは何を意味し、どのように評価すればよいのでしょうか。まず、事業に関する重要な質問をすることから始めましょう。もし、これらの条件のいずれにも当てはまらない場合、あなたは最適なオーナーではないかもしれません。

重要な質問

説明／具体例

他のポートフォリオとの売上、コストシナジーは、適切な資本収益性を生み出すのに十分か？

これは、おそらく最も簡単な答えでしょう。例えば、製造や流通経路、営業スタッフなどを共有しているかどうか。例えば、スナック菓子のブランドを持つ飲料メーカーを考えてみましょう。両方の製品ラインで、小売店を訪問する営業チームを共通化すれば、両方の製品を同時に受注することができます。

資本収益性を改善できるにもかかわらず、事業部門や親会社に活用されていない機能があるか？

販売網や流通経路は大きく異なっても、多くのケースにおいて、親会社が事業の成功に役立つ能力を保有している場合があります。これは、多様な事業ポートフォリオを持つ消費財メーカーにおいて、親会社が、個々の事業よりも強力なマーケティングを行えるケースが挙げられます。産業機械メーカーもその1つです。優れた品質とコスト構造を実現する、競争力のある経営手腕を持っているかもしれません。

親会社は、差別化された結果をもたらすトップクラスの知見を保有しているか？

業界知見は、ポートフォリオにおける事業部門の位置づけを盤石にします。例えば、政府との契約を理解することは、州政府や連邦政府を主要顧客とする多様なポートフォリオ企業を所有することを可能にします。また、大手石油会社は、世界のエネルギー市場のダイナミクスを理解しているため、ニッチなプレーヤーに対して優位に立つことができます、という例もあります。

事業は期待どおりのパフォーマンスを発揮しているか、資本配分の優先順位は企業全体の方針と一致しているか？

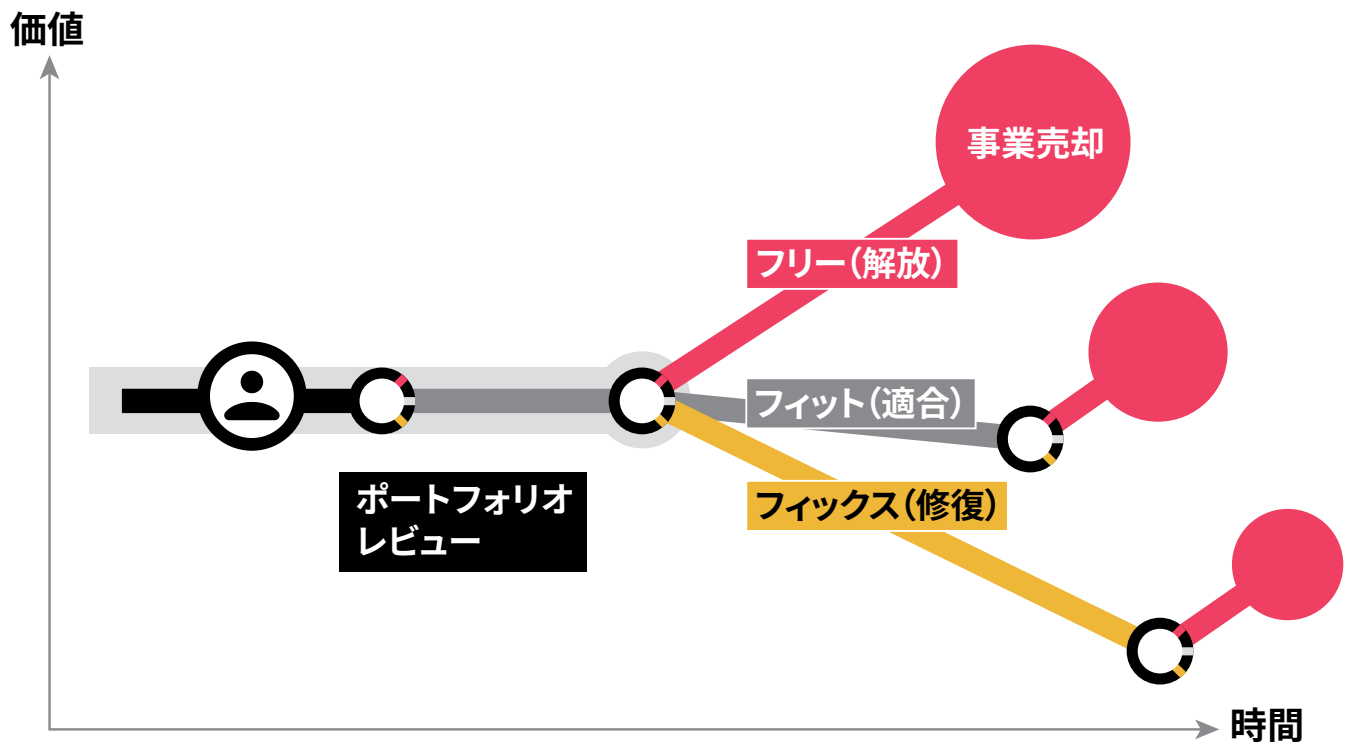
親会社が、事業価値を高める可能性のある特定のスキルを保有し、行動しているか、という問いもあります。多くの場合、これらが満たされていても、親会社が必要な資本を提供することができない、あるいは提供する意思がないために、事業の業績が低迷していることがあります。また、業績改善を試みても、他の施策に充てればもっと価値を生み出せるはずの時間と資源を浪費することもあります。ポートフォリオの見直しは、目的と企業戦略の実現に近づくための定量的な基準に基づいて行われるべきです。

その事業は、企業全体の戦略やビジョンに合致しているか？

企業の保有しているポートフォリオが企業戦略をどれだけ実現できているかを知ることは非常に重要です。経営者は事業部門による会社全体への価値貢献と、両者のシナジーを考慮する必要があります。このようなフィットシグナルは、事業部門が戦略的な目標を、どのようにサポートしているかを示唆しています。

フィット（適合）・フィックス（修復）・フリー（解放）の誤謬

事業部門が適合しなくなった場合、正しい判断は、それを解放する（売却する）ことです。現状を維持し、適合しているかのように事業を継続すること、貴重な資源を投入して修復を試みることは、価値を破壊することにつながります。それに比べ、フィットしていないことを認識し、素早く新しい道を切り拓くリーダーは、株主により多くの価値を提供することができます。



事業部門の売却ではなく、修復を試みた企業の**57%**が、事業部門の価値が減少した、あるいは変わらなかったと回答しています。

中核事業と適合しない事業部門の扱いは、戦略的な問題です。戦略的な問題は、戦術的な改善策では十分に対処できません。事業売却に消極的な企業は、多くの場合、事業部門の財務状況が悪化するまで、適合性に問題があることを認識しません。問題を認識した後でも、経営者は、事業部門を売却する代わりに、状況をコントロールし、問題を解決できると、誤った状況判断をしてしまうことがあります。

このような経営者は、長年放置し、業績の悪化を招き、業績回復の試みが失敗した後に事業部門を売却するなど、後手にまわった対応を行うことが多いようです。戦略的な計画がないまま、遅れてその場しのぎの取引をすることは、価値の毀損につながります。

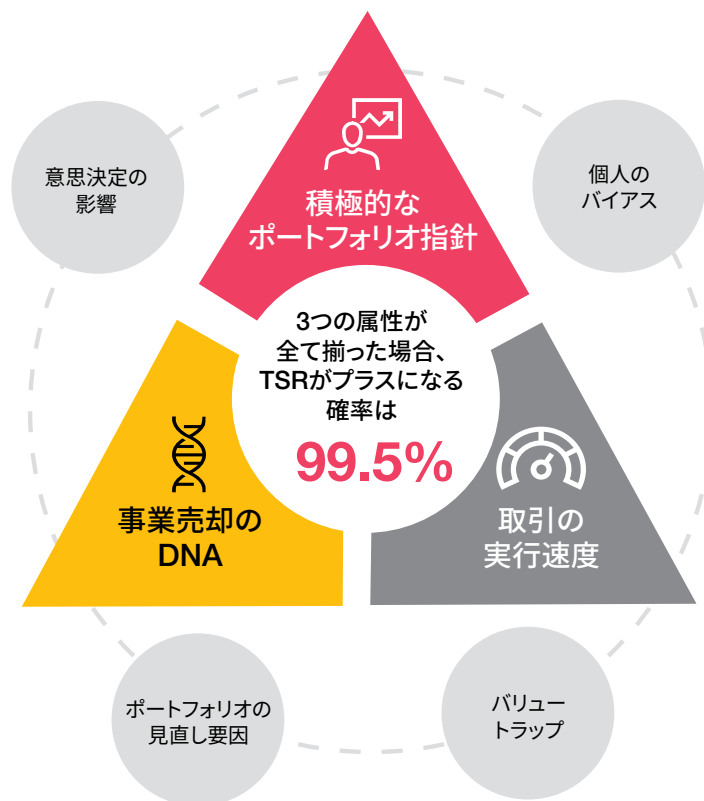
事業売却による 価値創出の構成要素

事業売却の決定に作用する慣性

多くの力が組み合わさり、事業売却を阻害し、価値創造に有効に使えるはずの貴重な時間を浪費しています。企業環境、意思決定の文脈は、ポートフォリオの決定や、売却のスピード・効果に影響を与える可能性があります。事業売却に対する慣性による影響（基本的には、事業売却に対する消極性や躊躇）には、合理的な側面と経済学者が「限定合理性」と呼ぶ側面の両方があります。

合理的な慣性には、売却に伴うもつれ、税金の考慮、その他のコストが含まれます。限定合理性とは、認知の限界があり、全知全能ではない意思決定者が行った、完全に合理的とは言い切れない意思決定のことを指します。これには、感情や認知バイアスも含まれます。例えば、ポートフォリオに対する組織の姿勢は、意思決定プロセスや経営者がフィットシグナルを認識する能力に影響を与えます。また、経営者個人も制約要因に影響されます。最後に、バリュートラップに対処しない場合、高い確率で株主価値を毀損します。





勝利の方程式の3つの要素が全て揃っていると答えた回答者は、**わずか13.8%**でした。

積極的なポートフォリオ指針

積極的なポートフォリオ指針を持つことにより、株主にプラスのリターンをもたらす可能性が**2.5倍になります**。上場企業の場合、プラスリターンの可能性は5倍になります。

私たちの経験と調査によると、ポートフォリオレビューのプロセスの質および徹底度合いには大きなばらつきがあります。積極的なポートフォリオレビューとは、財務および非財務データ、現在および将来の競争環境の分析などを通じて徹底的な分析を行うものです。このプロセスを経ることで、フィットしない事業や解放（売却）すべき事業をより早く認識することができます。

意思決定プロセスが包括的であればあるほど、売却を検討し、実行する可能性は高くなります。検討と実行は、企業が成長するにつれてさらに重要になってきます。売上高が10億米ドルを超える企業の場合、小規模な企業よりも売却に対して消極的であることが、この調査から分かります。

事業売却のDNA

回答者の多くが、自社が戦略的意思決定の一環として事業売却を積極的に考えていない、と回答したことは驚くべきことではありません。また、比較的中立的な意見（通常、マイナスの財務パフォーマンスに対処するために事業売却を行う）から、事業売却を検討することさえ完全に拒否する意見まで、さまざまな見解が示されました。

企業のDNAは、企業の発展、機能、成長軌道を統合的に描く設計図です。事業売却の検討がなされないと、問題が長引き、成長のリスクとなる可能性があります。

事業売却を検討・決定する意欲がある（最終的に取引を実行したかどうかは別として）など、事業売却のDNAを持つ企業が示す特徴が明らかになりました。企業のDNAに影響を与える特徴として、徹底したポートフォリオ分析、姿勢、再投資計画の有無、取締役会の関与などの要素が挙げられます。

年に何度も売却を検討している（売却のDNAを持つ）企業は、実際に売却を完了したときに**TSRがプラスになる可能性が高くなります**。

また、事業売却に前向きな姿勢を持つ企業は、事業売却に消極的な企業よりも、意思決定プロセスにおいて事業売却を検討し、最終的に決定する可能性が、**2.5倍近くも高くなります**。

最後に、再投資計画は、売却戦略の重要な要素です。初期段階において、再投資計画が重要な要素であった場合、少なくとも、1年に1回は売却の決定を行う可能性が**65%高くなります**。事業売却のDNAを持つ企業は、より大きな株主リターンを実現する可能性を高めることができます。

実行速度

事業部門がフィットしていないと認識してから売却を完了するまで、スピード感を持って行動することが、TSRに良い影響を与えることが示されています。フィットシグナルの識別から売却の発表までの時間が短いほど、TSRがプラスになる可能性が高くなります。売り手が売却する事業の財務情報を開示しているケースは非常に限られていますが、利益が弱含んだ部門の売却を迅速に発表する売り手は、発表後により大きな株主価値を創造する傾向にあることが示されています。

発表までの年数	3カ月間の相対的TSRの中央値
0*	2.4%
1	-0.1%
2	-1.6%
3	-2.8%
4	-4.7%
5	-9.3%

*発表年

出所：ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性、2023年版

発表後、より早く取引を完了させることは、同業他社に対して超過収益をもたらします。例えば、発表からクロージングまでの期間が12カ月未満の場合、中央値の売り手は同業他社に比べて大きな超過収益を上げており、クロージングまでの期間が**6カ月未満の場合はさらに大きな超過収益を上げています**。一方、発表からクロージングまでの期間が12カ月を超える場合は、中央値の売り手は同業他社を下回る結果となりました。

分離プロセスにおけるバリュートラップを回避することは、ディール価値を維持するための鍵となります。調査では、実行に関連する遅延が**75~80%**の頻度で発生していることが分かりました。適切なディール範囲の定義、売却プロセスと人材の管理、機能依存コストの削減は、価値を損なうのではなく、価値を生み出す売却を可能にします。また、自明のことかもしれませんが、売却のスキルと経験を有するチームを持つことは、優位性をもたらします。

慣性の理解

何が経営者を売却に消極的にさせ、企業を停滞させているのでしょうか。感情やバイアスは、戦略的な意思決定を遅らせる最も厄介な要因です。感情やバイアスは目に見えないため、特定や対処が難しいのですが、目に見える財務上の変数よりも大きな影響力を持つことが多いのです。売却プロセスにおける認知上の落とし穴をよりよく理解することで、ディールを実行する際の慣性による障害に対処することができます。

定性的なインタビューと定量的な調査から、効果的なポートフォリオレビューと売却判断のタイミングに影響を与える特定の慣性要因を識別しました。



文脈は重要です。いくつかの要因は他の要因よりも大きな影響力を持ちますが、慣性の力は、組織がタイムリーに最適な意思決定を行い、ポートフォリオの刷新を通じて価値を高める能力に直接影響することを証明しています。慣性の力を全て排除することはできませんが、その影響力を理解し、克服するための戦略を採用することで、これらの力を克服することができます。

取り組み姿勢が結果を左右する

事業売却に対して前向きな姿勢を持つ企業ほど、事業売却を検討し、最終的に決定する確率が約2.5倍高くなることが分かりました。事業売却の意思決定スピードにおいて、取り組み姿勢が重要な役割を担います。私たちの定性調査では、こうした取り組み姿勢は、「積極的」「消極的」といういずれか2つの性格として表れることが分かりました。消極的な事業売却者は、非戦略的な事業部門への対処を先送りする傾向にあり、通常、価値が低下した後には事業を売却します。

回答者のうち、自社が事業売却を受け入れていると回答したのは、わずか5分の2でした。これらの回答者は、事業売却は日常的な戦略的意思決定プロセスの一部であると述べています。あるソフトウェア企業の幹部は、戦略オプションの常套手段として事業売却を位置づけています。

ある保険会社の幹部は、事業売却が企業文化に根付いていることに言及しました。“継続的なポートフォリオ管理と資本配分は、企業カルチャーとして完全に受け入れられているものです”。

消極的な売却者の姿勢は、ためらいから積極的な抵抗までさまざまです。あるメディア企業の幹部は、CEOが戦略として事業売却を活用することに熱心でないことを指摘し、「事業売却で大成功を収めることはできないだろう」と述べました。また、別のメディア企業の幹部とソフトウェア企業の幹部は、事業売却を戦略の「最後の手段」と表現しています。

メディア企業の幹部は、
「私たちは事業売却について
非常に理路整然と理解している。
そして何よりもまず、売却は
受け入れられ、理解され、当然の
ことであり、特に気にすること
ではない」と述べています。

規模の問題

大企業（売上高50億米ドル以上）が年に1回売却を検討する可能性は、中小企業（売上高50億米ドル未満）と比較すると38%低いことが分かります。**企業規模が大きくなるにつれ、事業売却の決定には通常時間がかかり、TSRにマイナスの影響を与える可能性があります。**大企業は通常、意思決定に際してより多くの投資を行います、その投資はスピードと効率に影響を与えます。官僚主義が強まればボトルネックになり、意思決定者が増え、説明責任が欠如することが障害になり得ます。

インタビューによると、経営者は規模が重要であると考えており、それが事業売却の意思決定に影響を与える可能性があります。

マネジメントインセンティブ

経営者へのインタビューから、経営者のインセンティブが事業売却の意思決定プロセスに影響を及ぼしていることが分かりました。インセンティブや報酬プログラムが、企業業績という、狭い視点に縛られていることが、あまりにも多いのです。今日では、収益や成長の指標から、1株当たり利益（EPS）やTSRなどのリターンの指標まで、多くの選択肢が使われています。

興味深いことに、投下資本利益（ROIC）と営業利益が経営幹部のインセンティブに影響を与えるほど、企業は事業売却を行いにくなるようです。経営者が収益性を損なうことを恐れて、売却を避けるケースもあります。「多くの企業がそうであるように、経営者はトップラインとボトムラインを成長させることで報酬を得る」と、ある消費財メーカーの幹部は述べています。

「大企業のCEOなら、もっと大きな企業のCEOになりたいと思うものだ。小さな企業のCEOになるためにCEOになる人はいない」と、あるハイテク企業の幹部は述べています。

「企業規模を小さくすることは避けたい。投資家の投資意欲や関心という点にも影響があるからだ」と、ある産業系製造業の幹部は述べています。

「自分が信頼している企業が縮小によって良くなることは、本当に辛いことだ」と、ある産業エンジニアリング企業の幹部は述べています。



インタビューにおいて、多くの経営幹部が、予算の削減（またはその不足）が、事業売却の意思決定プロセスを遅延させていると答えました。ある医療機器メーカーの幹部は、「現在の方針では、製品ラインを切り離す場合でも、その分の予算が減額されない。そのため、次年度の予算の穴埋めをしなければならず、これが大きな阻害要因となっている」と述べています。

「われわれは真剣に企業規模を縮小することは検討していない。しかし、人件費が増え、リターンが低下すれば、その影響は避けられない。別の場所を見つける努力をするよりも、全てのコストを吸収する何かを持つほうがよい。組織的あるいは財務的な再編は、個人的にも報酬に打撃を受ける、精神的に厳しい仕事だ」と工業製品メーカーの幹部は述べています。

強いポジショニング

今回の調査では、売却を決定した企業の半数以上が、売却決定時に平均年間成長率（CAGR）が5%以上、3分の1が、営業利益率が11%以上であったことが分かりました。事業売却は時に予断を伴いますが、今回の調査結果は、多くの企業が強い立場で事業売却を選択しており、**必ずしも事業売却が機能不全のシグナルではないことを示しています**。ある化学企業の幹部は、「良い時に事業売却を決断することは重要だ。強制されていない時に。市場がある事業に対してより良い価格を付けた時、決断する時間が十分にある時だ」と述べています。また、調査によると、営業利益率の高い時に売却する企業は、TSRがプラスになる可能性が高いことが示されています。

業歴、祖業、創業者の影響

全体として、業歴の長い企業ほど、売却を決定する可能性が低く、またポートフォリオの見直しプロセスにも時間がかかるという調査結果が出ています。製造業のある役員は、「私たちが保有する事業は、歴史に根ざしたものであることが多い」と述べています。

あるメディア企業の幹部は、あるリーダーが事業売却に難色を示したことを思い出しました。「君はリーダーであるポジションから立ち去ろうとしている」と彼は言ったのです。「彼は、自分の良く知る従業員に対して責任があり、間違いなく、感情が決断に影響を与えたのだ」

ある製造業の幹部は、
「事業に感情的な愛着があると、
事業を売却することは、
あきらめるように感じられる
ものだ。子どもは一人でも
あきらめたくはないだろう？」
と述べています。

また創業者の影響力は、会社の意思決定プロセスにおいて特に困難なものとなる可能性があります。事業部門が創業者と関連している場合、売却の必要性を認識してから売却を決定するまでに長い時間がかかる可能性が高くなります。私たちの調査によると、売却されようとしている事業が創業者と関連している場合、売却の意思決定に6カ月以上かかる可能性が**66%**あります。また、私たちの調査と経験によれば、売却の決定が長引くとTSRが低下することになります。

ある通信会社の幹部は、その1事業部門が会社のアイデンティティと非常に強く関係していることを指摘し、創業者の関与が売却の決断を遅らせたと言いました。「企業経営に関与し、事業売却を長く待ちすぎた創業家のメンバーがいる。彼らは、過去の事業や遺産に惚れ込んで、火傷を負ったのだ」と彼は語りました。

事業売却の経験

経験に勝るものはありません。調査によると、連続して事業を売却する企業は、より事業売却を検討し、最終的に実行する可能性が高くなります。そして、彼らのTSRは**98%**の確率で上昇します。

過去の買収

私たちの調査によると、ある事業部門が過去の買収に関わっている場合、その事業を売却する可能性は低くなるのが分かっています。

経験則によれば、シニアリーダーはしばしば、自分が指揮したディールに政治的な利害関係、あるいはプライドを抱いていることがあるようです。ある医療テクノロジー企業の幹部は、「認識の観点から言えば、対象がオーガニックに成長した事業、当初の目的に対してうまくいかなかった買収事業のいずれであっても、事業売却は、事業が成功せず、失敗したことを認めるようなものだ」と述べています。

「機能の絡み合い」と「機能依存」のコストが意思決定に影響

ある消費財メーカーの幹部は、「当社には、完全な世界なら数年前に売却しているはずの特定の資産がある。しかし、その特殊性や製造場所、その他諸々の理由で、私たちには多くの余分な費用が発生しており、まだ解決できていない」と述べています。

意思決定プロセスを進める際に、「機能の絡み合い」と「機能依存」のコストの認識が大きな役割を果たします。回答者の40%近くが、事業部門間のシナジー効果を意思決定プロセスにおける重要な要因として挙げています。さらに、3分の1近くが、経営者が事業部門を切り離すのは難しいと回答しており、これは、フィットシグナルから売却を決定するまでの時間に大きく影響しました。

このデータでは、検討対象の事業部門が過去の買収に関連している場合、企業が売却する可能性が**71%減少**することが示されています。

回答者の**50%以上**が、事業売却の難しさが、売却しないことを決定する重要な要因であると回答しています。

税務の影響

この調査では、**回答者の62%が、事業売却の意思決定プロセスを遅らせるのに、税務上の問題が影響していると報告しています**。多くの事業売却シナリオにおいて、事業分離取引にかかる税務コストが、想定取引の経済性に影響を与える場合があります。税額影響が非常に大きくなる場合もありますが、一方で、影響を低減できる場合もあります。税制適格の事業分離・スピノフ制度の適用、繰越欠損金との相殺、譲渡対価の各譲渡対象資産や各国・地域への適切な配分などにより、想定取引の税務上の影響を改善できる場合があります。また、譲渡対象資産の保有期間や税務当局への事前照会の適用が、取引のタイミングに影響することもあります。例えば、事業分離取引にかかる税務コストが、時間の経過や有利な事前照会の結果によって大幅に削減できる場合が考えられます。

個人のバイアス



人間には生存のために組み込まれたバイアスがありますが、バイアスという言葉には、道徳的な失敗を想起させるような否定的な意味合いが含まれています。バイアスは本質的に良いものでも悪いものでもありませんが、行動を動機付ける上で重要な役割を果たします。ビジネスの意思決定は文字どおり生存のための選択ではないかもしれませんが、意思決定者の思考過程を邪魔するような合理性もしくは限定合理性の影響を受けています。例えば、バイアスは、機能の絡み合いや税金などの非感情的な要因と同様に、企業の意思決定における慣性、つまり事業売却への消極性につながる場合があります。意思決定に際して、バイアス、感情、認知的要因（過信、現状維持バイアス、確証バイアスなど）の存在を認識することは重要です。これらの要因は、意思決定の適時性や客観性に影響を与え、長期的な株主価値と短期的な安心や快適さをトレードオフの関係にさせてしまいます。

経営者は合理的な意思決定者でありたいと願っています。経営者は、データやプロセスを活用して、構造的に評価し、意思決定を行います。しかし、直感やバイアスが意思決定に影響し、合理的で最適な株主価値のための決定とはしばしば相反してしまいます。私たちの調査では、企業の成果に直接影響を与える非常に明確な事例を特定しました。これらは、意思決定プロセスの道標を示し、自分に影響を及ぼしうる情報に目を向けることの重要性を理解させます。自分のバイアスを意識することで、より意図的に意思決定を行うことができるようになります。

過信

過信があると、経営者は非中核事業の業績を改善できると信じてしまうことがあります。フィットシグナルを認識し、厳格な意思決定プロセスを実施したにもかかわらず、経営者はしばしば、自分たちなら事態を好転させられるという信念に基づいて事業を建て直そうとします。私たちの回帰分析によると、経営者の過信と傲慢さが、売却の決断を遅らせることにつながっていることが分かりました。これは、ROICの低い事業に追加資本を投入し、避けられない売却を遅らせ、株主価値をさらに低下させる可能性があります。

あるメディア企業の幹部は、「問題の1つは、一定の期間が経てば経営者や執行者が事態を好転させることができる、という過大な楽観主義だ」と述べています。「毎年、私たちは戦略を立てる。毎年、ビジネスを好転させる5〜10個の大きな目標を掲げている」。

「事業を改善することができないと認める企業は、おそらくほとんどないだろう。ほとんどの企業は、問題のある事業をあまりにも長く放置する傾向があると思う」と、ある医療テクノロジー企業の幹部は述べています。




現状維持バイアス

人間は最善の利益であったとしても、変化に抵抗することがよくあり、経営者も例外ではありません。現状維持バイアス（現状を維持することを好む）は、経営者が、フィットシグナルを無視するなどして、戦略的变化を起こすことに消極的であることを示しています。事業への資本投入を増やさないのであれば、売却という最適な決断を下すよりも、このままでいるほうが安全だと思うかもしれませんし、価値の向上や資本の再配分よりも損失回避が優先されます。2022年のPwCディール・エクステンジで、行動経済学の専門家であるキャス・サンステインは、「保守主義は非常に賢明な場合もあるが、破滅的ではないものの、より良いものに比べて劣っている行動方針を維持するバイアスにつながることもある。そして、現状維持バイアスは、組織がしばしば、見直したほうがよいパターンに陥る理由を正当化する」と述べています。

経営者へのインタビューでは、そのような実例を見つけることができました。ある産業系企業の経営者はこう述べています。

「売ることになったとしても、2、3年は待ってみよう。建て直すのだ。財務状況を改善し、今の時点で売れる価格よりも良い値段で売ろう。それが、彼らの意思決定や時間の経過を左右する要因の1つであり、少なくとも私の中では、最大の要因かもしれない」




ある製造業の幹部は、現状維持バイアスの例について、次のように語っています。「この状況を乗り切るために、何かイノベーションを起こしたり、コスト削減をしたりすることはできないか？　そこで、社内でいろいろと試して、ビジネスを建て直そうとする。そして、そのような損失を十分に積み重ねた後、（年単位での損失である必要がありますが）その間にたまたま勝利があったとしても、再び損失が拡大するのだ」

確証バイアス

特に経営者が正式なポートフォリオレビューのプロセスを設けている場合、新しい情報は不都合をもたらすことがあります。確証バイアスは、経営の思考プロセスに影響を及ぼし、意思決定を加速化する新しい情報を見つけ出すことを制限します。神経科学者で作家のポー・ロトは、自身が行ったアイトラッキングの研究で、確証バイアスの強さを識別しました。「あなたは、実際、すでに真実だと思っていることを確認するために情報を探すだろう。それにチャレンジすることは、あなたのストレスを増加させるからだ」

「もし私が、あなたは間違っていると示すデータをあなたに見せ、あなたのアイデンティティがそれに結びついているとしたら、あなたは実際、すでに信じていることをより強く信じる可能性が高いだろう。あなたには証拠がなく、私があるあなたを信じさせただけなのだ。そして、一度信念に傾倒してしまうと、その人の見方を変えることはできない」



事業部門のフィットシグナルを解析する際に、このようなことが起こり得ることは容易に想像がつきます。その事業部門が非常に会社に適合していると考える経営幹部は、売上の拡大に集中し、マージンの継続的な減少を無視するかもしれません。

後悔と、名声の喪失

経営者が自覚しているかどうかにかかわらず、感情が意思決定において重要な役割を果たすことは明らかです。私たちのインタビューでは、感情的な要素が2番目に多く、「後悔」と「名声の喪失」という2つの顕著なテーマが浮かび上がりました。

後悔と、名声の喪失は、どちらも特に強力な動機付け要因です。経営者が特定の事業部門やチームメンバーに感情的な愛着を持つと、事業分離の決断には後悔が伴うことを予期されます。また、事業部門の売却は、これまでの経営判断が誤りであったことを暗黙のうちに認めたと解釈されることもあります。

あるヘルスケアサービス会社の幹部は、後悔を理論的に示す例を挙げています。

「20年かけて築き上げたものを、今さら売り払おうというのか。当事者意識や愛着は絶対にあり、同時に恐怖心もあるだ」と幹部は述べています。

新しいオーナーはより良くフィットし、事業により多くの関心と資源を提供することができても、経営幹部は事業売却に難色を示すことがあります。ある工業製品メーカーの幹部は、「一部にそのビジネス判断を見通せない人がいる」と言います。「将来に向けて事業を継続させるために必要なことよりも、自分の感情で動いてしまうのです」

名声の喪失—社内外のステークホルダーによって、事業売却が経営者の恥であると認識される場合—も重要な感情的考慮事項です。大きいことは良いことだと思われがちで、収益、従業員数、規模を削減することは、後退とみなされることが多いのです。



人間の本性を克服する

では、このような影響があることを理解した上で、人間の本性を克服するために経営者は何をすればいいのでしょうか。現状維持バイアスは、売却を検討することへの抵抗感を高めると考えられます。公式に持続的なポートフォリオレビューのプロセスを設計することで、経営者が事業部門の適合性を定期的に検討するように仕向けることができます。

確証バイアスは、ポートフォリオレビューの質を低下させるかもしれません。事業売却に関連するコストと事業売却のリターンを比較するコストベネフィット分析を、レビュープロセスに織り込む方法を検討しましょう。レガシー企業を維持する場合と売却して中核戦略に再投資する場合のTSRを比較することで、確証バイアスを緩和することができます。

さらに、取締役会は、資本配分と再投資の選択肢を常設の議題とすることで、売却益による価値創造の門戸を開くことができます。このように、感情やバイアスをコントロールしながら、資本をより有効活用することに集中できるのです。



経営者は、意思決定に影響を与える慣性の側面と個人の感情的な要素の両方をコントロールする必要があります。調査では、意思決定に最も影響を与えるプロセスの要素として、形式、包括性、ポートフォリオレビューにおける取締役会のガバナンスの役割、そして、売却の意思決定に影響を与える再投資計画などが挙げられました。

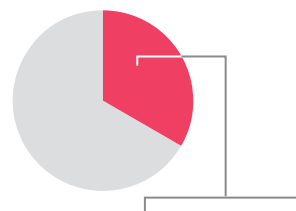
形式（頻度）

企業は、ポートフォリオレビューや年次の経営計画サイクルの一環として、フィットシグナルを認識することが多くあります。回答者のほぼ全員が、公式なポートフォリオレビューを実施していると回答しています。しかし、公式なレビューの徹底度（その頻度や標準化、あるいはその欠如を含む）は、かなり差があります。

レビュープロセスは、まれに行われるアドホック分析のような非公式なプロセスから、四半期またはそれ以上の頻度で更新される、年次計画に基づく徹底的で標準化された公式のプロセスまで、さまざまです。

あるメディア企業の幹部は、「私たちには、公式なポートフォリオレビューのプロセスがありません」と言います。「成長を目的とするプロセスは有しているが、売却面では、どの事業を売却するかという定期的な見直しはしていません」

また、事業売却に消極的な企業は、事業売却に積極的な企業に比べて、ポートフォリオレビューのプロセスがあまり公式なものではありませんでした。



回答者の**3分の1**強が、標準化された公式なポートフォリオレビューのプロセスを有していると回答

ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性、2023年版

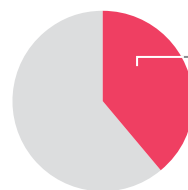




包括性

企業は、ポートフォリオレビューにおいて、さまざまなデータソースを分析します。しかし、過去の財務データだけに頼っていることが多すぎます。確固たるポートフォリオレビューには、過去の財務情報と非財務情報の両方を組み合わせた分析データ、および潜在的な近接市場を含む現在と将来の競争環境の分析が含まれます。

データの包括性と意思決定には関係性があります。分析の包括性が高いほど、企業が売却を検討し決定する可能性が高くなるという傾向が見られます。



強固で包括的なポートフォリオ
レビューのプロセスがあると
答えた回答者は、
わずか39%でした。

ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性、2023年版

分析の包括性の程度が意思決定に影響する

事業売却の検討にあたって

ポートフォリオレビューのための包括的な分析アプローチを持っている企業は、売却を検討する可能性が45%高くなります。

事業売却の決定にあたって

売上高が10億米ドルを超える企業では、強固で多面的なアプローチでポートフォリオレビューを行う場合、最終的に売却を決定する可能性が60%高くなります。

また、売上高が10億米ドルを超える企業では、より包括的なレビュープロセスを実施すると、意思決定プロセスが長くなる傾向があるという興味深い結果も出ています（「多ければ良いというものではない」ことを示唆しています）。企業は、ポートフォリオレビューのプロセスを注意深く設計すれば、分析による停滞を避け、恩恵を受けることができるでしょう。

取締役会によるガバナンス

調査によると、88%の回答者が、少なくとも年1回は取締役会がポートフォリオ戦略のレビューに関与していると回答していますが、その頻度は、臨時のものから毎年1回のものまで幅があります。

本調査では、取締役会がポートフォリオ戦略のレビューに関与することが、企業の事業売却の検討にとっても良い影響を与えることが明らかになっています。また、取締役会の関与は、実行プロセスを加速させます。

取締役会が大きな影響力を持つ場合

事業売却を検討中（事業売却が企業のDNAとして根付いている）

決定スピード

発表までのスピード

年に数回、取締役会でポートフォリオレビューを行う企業は、年に1回以下しか行わない企業に比べて、売却を検討する可能性が3.5倍になることが分かりました。

取締役会が年に1回以上ポートフォリオレビューを行う場合、売却の決定が6カ月未満となる確率が21%増加します。

取締役会が売却の意思決定に積極的に関与、マネジメントを行う場合、取締役会の関与が限定的な場合に比べ、売却の発表が6カ月未満となる確率が17%高くなります。

ある医療テクノロジー企業の幹部は、取締役会について次のように語っています。「彼らがプロセスに関与することで、最終的に決議される前に、彼らのフィードバックは非常に真剣に検討されました。つまり、取締役会は、結論を導く上で非常に大きな影響力を持ったのです」

再投資計画

フィットしていない事業部門は、戦略的に投資されれば、より長期的な価値を生み出す資本と資源を浪費してしまいます。事業売却は、より戦略的で資本収益率の高いイニシアティブに再投資できる資本を捻出します。

ポートフォリオレビューの一環として、再投資の計画をしっかりと立てている企業は、より高い確率で、少なくとも年1回、売却を決定します。売却を実行した企業の60%近くが、初期の売却決定時において、再投資計画を立てていたと報告しています。また、取締役会の積極的な関与がその有用性を示したのもこの点です。取締役会が意思決定プロセスに関与している場合、再投資計画は初期的な売却戦略と密接に関連しています。

私たちの経験によれば、再投資計画の欠如により、企業が売却の決定を躊躇することがあります。合理的な代替案がない場合、経営者は現状維持バイアスに陥りやすく、事業を売却するのではなく、適合させたり、修復したりしたいという衝動に駆られます。ある製造業の幹部が取り上げた例では、企業アナリストは、通常、再投資計画が発表されない場合、資金の使途に注目すると指摘しています。「成長性と投資家からの見え方を両立させる必要がある」と、経営幹部は言及しています。「事業を売却したからといって、その資金で何をするのか明確なストーリーを持っていると、投資家があなたを評価してくれるとは限らない」

再投資が事業売却の重要な理由であった場合、企業が少なくとも年に1回は売却を決定する可能性が、65%高くなることが示されています。



バリュートラップ



約30%の企業が、売却を決定してから取引の発表までに1年以上かかっています。そのうちの25%以上の企業は、取引を完了するまでに1年以上かかっています。

事業売却の決定がなされると、いよいよ実行に移されます。企業はスケジュールを立て、組織に広範な影響を与える一連の分離活動を始めましょう。実行が遅れるとTSRが低下し、ディールバリューの低下にもつながるため、私たちの経験からは、この時期は事業売却のプロセスにおいて、最も重要な時期の1つとみなしています。

調査によると、事業売却の決定から発表までの期間が短いほど、TSRがプラスになる可能性が高いことが分かっています。しかし、**回答者の75%以上が、事業売却の実行プロセスにおいて大きな遅れを経験したと報告しています。**

株主、取締役、アナリスト、そして買い手候補は、発表された取引実行日にクロージングすることを期待しています。しかし、クロージングの遅延はよくあることです。本調査では、事業売却が決定してからクロージングするまでの期間における遅延という共通テーマについて理解することを試みました。

以下は、調査で明らかになった、また当社の経験とも一致する、取引実行プロセスにおいて大きな遅延要因です。経営者は、これらのバリュートラップを常に意識し、遅延を回避し、最適な価値でディールを完了させるために、可能な限り適切な緩和策を講じる必要があります。

契約締結を遅らせた要因	実行時に大きな遅延をもたらした要因	事業分離プロセスにおいて改善が必要と認識された上位の分野
競合する企業の取り組み	税務・法人のストラクチャリング	セパレーション・マネジメント・オフィス（ガバナンスとプロジェクト管理など）
価格に対する期待ギャップ	機能依存コストの管理	機能依存コストの削減と分離元企業の改善
社内における、分離ノウハウの欠如	ビジネスプロセスとシステムの分離	ビジネスプロセスとシステムの分離
買い手の特定と契約交渉	カーブアウト財務諸表の監査	契約の分離

出所：ポートフォリオ刷新と事業売却の重要性、2023年版

バリュートラップはコントロールし、軽減することができます。事業分離の経験は、結果に対する差別化要因であることが証明されています。そのためのチームには、経験豊富な社内リソースと、実行リスクを軽減し、市場へのアプローチを加速化する適切な外部アドバイザーの両方が必要です。



事業売却を企業のDNAの一部として根付かせる

売却のための適切なプロセス、マインドセット、インフラを構築するには時間がかかります。組織は、既存の事業売却にかかわる慣例を克服し、思考プロセスを変えなければなりません。そのプロセスを遅らせることは、非中核資産を保有し続けることでコストを発生させ、株主価値を希薄化させます。事業売却を最後の手段と考えるのではなく、インオーガニックの成長と同じように、戦略的な計画の一部に組み込むべきです。以下は、企業が事業売却をDNAの一部として根付かせるための提言です。



定期的に、客観的かつ入念なポートフォリオレビューを実施します。これは継続的なプロセスであり、年次の戦略計画活動の重要な要素であるべきです。客観性を確保するために、バイアス（偏見）を特定し、5つのフィットシグナルを把握するための質問を毎サイクル問い直します。そして、先進企業は、定期的にポートフォリオレビューの結果を取締役会と共有し、資本や資源配分の議論を行っていることを忘れないでください。



共通の価値基準を確立します。従来のポートフォリオレビューの多くは、組織全体に対する事業の売上と収益の貢献度を評価します。売却を検討する場合は、売上の伸び、収益性、必要資本を考慮した将来のキャッシュフローを評価することが重要です。将来を見据え、共通の価値基準を持つことで、株主価値に直結するパフォーマンスを客観的に評価することができます。これに対し、従来の指標では、ある時点を反映するだけで、株主価値の視点が欠落してしまうことも少なくありません。ポートフォリオを評価する際には、各事業部門が貢献した、あるいは失った本質的な価値を考慮することが重要です。



売却のレッテルを克服します。売却は、トップの姿勢から始まります。本調査で「壊れたものを延々と直そうとする」一般的な理由として挙げられた、短期的な規模の問題や、割り当てられた予算は、長期的な価値創造の妨げになりません。経営幹部は、特定の事業やセグメントの業績のみに基づいてインセンティブを受け取るのではなく、全体の株主価値を創造することで報酬を得るべきです。



フィットシグナルを特定するのに役立つ、強固な分析手法を確立します。企業はしばしば、経営情報システムやデータが不足しており、事業で何が起きているかをよく理解していません。詳細なレベルで何が起きているのか理解できないまま、事業部門の業績を評価することは困難です。



各事業に適した指標を見極めます。企業は、非常に多様な事業に対して同じ業績評価指標を適用することがよくあります。しかし、全ての事業が同じ物差しで評価されるべきではありません。例えば、急成長している事業の経営者は売上の伸びを重視すべきですが、低成長の事業では収益性とマージンを重視すべきです。成功する企業は、タイムリーに業績を測定するためのシステムやデータだけでなく、適切な測定基準も持っています。



フィットシグナルが特定されたら、迅速に行動するためのプロセスを確立します。決断力のある企業は、遅い企業よりも多くの価値を得る傾向があります。売却プロセスには多くのバリュートラップがあり、企業の取り組みが速いほど、より良いものとなります。

結論

事業売却は、経営者の価値創造のために重要な要素です。経営者は、自社が理想的なオーナーでない事業から撤退することで、時間と資本をより効果的に配分することができます。ポートフォリオレビューに積極的に取り組み、事業売却のDNAを持つことは、勝利の方程式の重要な構成要素です。また、ポートフォリオレビューと実行の両プロセスにおいて、スピードも重要な要素です。遅れの原因を理解することで、経営者はより迅速に行動することができ、価値を創造し、企業を戦略的成功に導くことができます。

謝辞

本レポートは、PwC米国のDeals Practiceのリーダーシップチーム、Liz Crego、Abhijeet Shekdar、Mauricio Jaramilloの協力の下、Michael PortnoyとTroy Schneiderの研究チームによって作成されました。

また、Curt Moldenhauerをはじめとするアカデミックアドバイザーに感謝します。

率直に自分の経験を語り、調査に含まれる調査コンセプトや分析に貢献してくださったクライアントに感謝します。

本調査に貢献してくれた同僚のNatali Dobbs、Christy Conklin、Sonu Balwaniに感謝します。

リサーチ方法

定量的、定性的な要素を組み合わせた複合的なリサーチ手法を採用しました。

- 取締役、CFO、コーポレート・ディベロップメント・エグゼクティブなど、企業的意思決定者29名へのインタビューを行いました。
- 2022年7月と8月に企業的意思決定者2,566名を対象としたオンライン調査を行いました。回答者は全員、売上高1億米ドル以上の企業で、少なくとも2つの事業部門を持つ企業です。なお本調査では、金融サービス部門と政府部門は除外しています。調査結果は、統計分析し、主要な結論を導きました。
- 調査データの回帰分析では、事業売却に対するセンチメント、市場環境、企業プロフィールの特徴、売却の実行、タイミング、事業成果などを測定する約175の個別の調査項目に対する回答を分析しました。売却の実行、タイミング、結果の要因について推定するため、ロジスティック回帰モデリングの主要な手法を活用し、重要な予測因子を特定し、これらの要因が売却の活動に与える影響の大きさを測定しました。
- 第三者データベンダーを利用し、価値創造を検証するために過去の事業売却の履歴分析を行いました。

PwCによる支援

経営者は、各事業部門、製品、ブランドの業績が企業戦略にどのように合致しているかを判断するために、常に事業を評価する必要があります。

PwCのディールストラテジストは、企業戦略の立案、ポートフォリオ評価の支援、非戦略資産の売却、不採算資産のパフォーマンス改善など、お客様の価値創造を支援します。お客様の戦略が最終的に事業の売却である場合、PwCの比類なき分離アプローチは、複雑さを軽減し、最大限の価値を引き出します。PwCのHuman-led、Tech-Poweredアプローチは、データから導き出されるインサイトを活用し、リスクと機会をディールのスピードに則して検出します。これにより、社内の混乱を大幅に軽減し、貴社と貴社の株主の価値を最大化する、より良い意思決定を行うことができます。

ストラテジー

ポートフォリオの評価とディール戦略：現在のポートフォリオは、自社の戦略にどのように適合し、株主価値全体に貢献しているのでしょうか？ 価値を最大化するためにどこへ投資し、成果を刈り取り、または売却すべきかを理解するためにポートフォリオを継続的に評価していますか？ PwCのディールスペシャリストは、データ駆動型の手法を組み合わせることで客観的な評価を行い、貴社のポートフォリオ戦略を支援します。

分離実行

セパレーション・マネジメント・オフィス：ワークストリーム横断で適切なモメンタムを事前に構築することは重要です。PwCは、ディールチームと経営幹部をサポートする中で、全社の売却に向けた活動の調整と依存関係の管理を支援可能です。私たちのセパレーション・マネジメント・オフィスは、プロジェクトを管理するだけではありません。戦略的な視点と規律ある実行管理を組み合わせ、リアルタイムでデータに即した意思決定を行えるテクノロジーを活用しながら、目標と整合した、価値創造を推進します。

タックスストラクチャリング：企業戦略や法的規制の要件を理解することは、法的に有効で税効率の高い取引を設計・実行する上で非常に重要です。PwCは、コンプライアンスの複雑さを克服しながら、最適なタックスストラクチャーの構築を支援します。

ビジネスデリジェンス：経営者は、買い手が独自のデリジェンスを行う前に、買い手の視点から売却案件を分析し、価値に影響を与える可能性のあるリスクや機会を特定する必要があります。事業のバリュードライバーをよりの確に特定し、収益の質、スタンダードアロンコスト、その他の事業詳細を分析する方法を学びます。

分離実行（続き）

GAAPカーブアウト財務諸表：カーブアウト財務諸表は、通常、規制上の目的および／または資金調達のために必要とされ、利害関係者は、この情報をディールの財務の基礎とします。要求されない場合でも、ディールの財務が財務諸表と結びついていれば、買い手と売り手はより確信を持つことができます。バラバラなデータソースを分析し、絡み合ったビジネスを切り出すことは、より複雑なものとなります。しかし、PwCはこのプロセスを自動化し、実行リスクを軽減、事業の混乱を抑制するための独自のテクノロジーを有しています。

分離計画：お客様の中核となる分離チームと協力し、Day1前後の分離ポイントを網羅した詳細な計画を作成します。これにより、Day1の重要なリスクとアクション、およびスタンドアロン化のために必要な能力を構築するための主要ステップを管理できます。お客様のニーズに合わせた構造的な実施アプローチを提供し、分離の効果的な管理を可能にします。

人材と組織設計：誰が従来の企業に残り、誰が売却対象企業に移籍するのでしょうか？ 混乱する売却プロセスを通じて生産性を維持するにはどうすればよいのでしょうか？ 当社の人事スペシャリストは、透明性のあるコミュニケーションによって、この移行を可能な限りスムーズに進めることができます。

テクノロジーのロードマップ：ITは、多くの事業売却において最も複雑な分野です。PwCは、大規模かつ複雑な事業売却を実行した経験を持つ、ITカーブアウト専門家からなるワールドクラスのグローバルチームを構築しています。PwCのチームは、アプリケーション、インフラ、組織／オペレーションモデル、サイバー、クラウドなど、業界とITの両方に関する専門知識を有しています。私たちは、コスト削減、一時コストの最小化、クローキングの迅速化、TSAの削減、ディールバリューの向上を可能にする次世代ITアーキテクチャのフレームワークを保有しています。

トランジション・サービス・アグリーメント (TSAs)：売り手と売却対象事業のどちらかがクローズ後に必要とする移行サービスを特定することは、出口戦略の成功のために極めて重要です。当社の豊富な経験に基づき、TSAの削減を含む分離戦略に関する付加価値ある知見を提供します。

トランスフォーメーション

機能依存コストの削減とトランスフォーメーション：私たちのFit-For-Growthアプローチは、企業が価値を生み出す方法の根本的な見直しを支援することで、持続的な価値を実現することに注力しています。私たちは、コスト管理、能力開発、組織や文化の進化について貴社が戦略的な選択を行い、変革的な業績向上を推進することを支援します。

オペレーション・トランスフォーメーション：PwCは、不採算事業を「修復」することを決定した場合、オペレーション戦略、システム、プロセスを再構築し、変革を推進することを支援します。

マネージドサービス：PwCのマネージドサービスは、企業全体の戦略的なビジネスオペレーションを実現します。戦略的なビジネスオペレーションをPwCに移行することで、組織の優先事項に注力することを可能にします。

執筆者

John • D • Potter

Deals Clients & Markets Leader,
PwC米国
john.d.potter@pwc.com

Michael Niland PwC US

Divestitures Services Leader
PwC米国
michael.p.niland@pwc.com

Elizabeth Crego

Deals Partner,
PwC米国
elizabeth.crego@pwc.com

Abhijeet Shekdar

Deals Partner,
PwC米国
abhijeet.k.shekdar@pwc.com

詳しくはこちら

us_deals_practice@us.info.pwc.com

pwc.com/us/deals



お問い合わせ先

PwC Japanグループ

www.pwc.com/jp/ja/contact.html



PwCアドバイザリー合同会社



鈴木 慎介
パートナー



鈴木 崇寛
パートナー



香川 彰
パートナー

www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約11,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。PwCは、社会における信頼を構築し、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界151カ国に及ぶグローバルネットワークに約364,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は www.pwc.com をご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2023年3月に発行した『The power of portfolio renewal and the value in divestitures』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/corporate-divestiture-study.html>

日本語版発刊年月：2024年1月 管理番号：I202305-01

©2024 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.