

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

投資家の顔が見えているか

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

投資家の顔が見えているか

相次ぐ企業会計やガバナンスを巡るスキャンダルにより懐疑心を強めた投資家は、経営幹部の動きを今までより厳格に監視していこうとしている。企業は、投資家とより強い信頼の絆を構築していかなければならない。

伝統的なIR（インベスター・リレーションズ）だけでは、この課題を克服することはできない。今日多くの大企業で行われているIRは、本社スタッフによる“プッシュ・マーケティング”が中心で、CEOのスピーチや企業から発信する投資家向け情報により構成されている。開示すべき財務情報や、経営陣が市場にこういう見方をしてほしいと願う切り口での企業の見通しなどが、一方通行で伝達される。どうやって企業価値を増加させるかについての、深い洞察に基づいた真の対話が行われることはめったにない。

しかし、もっと良いやり方がある。すなわち、投資家の視点や要請に応えるような形で企業戦略をきちんとコミュニケーションし、継続的に企業の戦略と株

主のベクトルを合わせていくための一連のプロセスを構築することである。そのためには以下にあげる4つの基本ステップが必要となる。

ステップ1：投資家のセグメンテーション

顧客セグメンテーションが事業戦略の重要な構成要素であるのと同様、投資家のセグメンテーションは、投資家戦略の基盤である。投資家のタイプによって、成長や収益性、キャッシュフローの改善・増加、リスク等に対する要請は異なる。最初のステップは、中核をなす投資家のセグメンテーションを行い、彼らがなぜ自社に投資することを選んだかについて、事実に基づいた理解を深めることである。

このステップをきちんと行っている企業は非常に少ない。多くの企業は、自社株を保有する投資家のタイプについて、ごく一般的な見方しかしておらず、投資家の投資基準を誤解していることが多い。企業幹部は、自社の株価が本来の価値に比べて低すぎると考えることはあるが、わざわざ評価ギャップが生じる原因を定量的に分析したり、投資家がどんな理由で自社をそのように評価しているのかを解明したりすることはめったにない。

詳細な投資家セグメンテーションを行なうには、

株主となっている機関投資家のタイプ別分類や、投資家タイプごとの期待要件をはじめとした、系統的かつ継続的な事実情報の収集が必要となる。支配的な投資家セグメントはどんなタイプなのか—積極的成長志向の投資家か、逆バリ投資家か、あるいは、この両極端の間のどんなスタイルの人たちか？ 現在の株主の狙いと、企業戦略や業績展望との適合性はどうか？ それらの投資家は、自社の業績を評価するうえで、どんな企業群を比較対象としているのか？（実は、自社が伝統的に同業他社と認識している企業群とは異なる場合が多い。）

自社の中核投資家にとって何が最も重要なのかを企業幹部が理解していないと、企業価値を創造するどころか破壊する施策をうってしまう危険性がある。強力なブランドを有し、堅実に収益性の伴った成長を長年続けてきたA社でも、危うくこのようなことが起こりそうになった。A社の経営陣は、どうしたら自社が投資家の期待に応えられるのか心配し、既に異常に高くなっている株価収益率（P/E Ratio）を維持するには、もっと急成長を遂げなければならぬと思いついていた。

A社は従来M&A等によるのではない自前の成長を続けてきたが、A社の経営陣はこの思い込みの下、

新たな買収や大規模な国際的拡大を検討していた。ところが、中核投資家が望んでいるのはこのような大きな戦略的賭けではないことに彼らは気付いた。この企業に投資している機関投資家の殆どは、「グループ（GARP、growth at a reasonable price）」と呼ばれる、“収益成長力が高く、かつ理論値より割安な銘柄に好んで投資するスタイル”をとる投資家だったのだ。彼らは主に、安定性—すなわち、低リスクで、平均を上回る収益成長を持続できる株—を求めている。彼らが望んでいたのは、既存の主戦域を守りそこでの成長を実現するための積極的な再投資であり、莫大な投資による買収やリスクの大きい国際的拡大ではなかった。A社の当初の計画は、主要投資家を自社から遊離させ、企業価値を破壊するリスクをはらんでいたのだ。

ステップ2：投資家との対話と深層理解

顧客志向の企業は、顧客の見方を理解しようと懸命に努めている。マーケットリサーチやフォーカスグループ・インタビューだけに頼るのではなく、顧客の生の声を聞き、彼らの潜在ニーズを探り出そうと、実際の顧客と直接接している。

同様に、投資家志向の企業は、投資家とのコミュ

ニケーションを、株価上昇のための誇大宣伝活動などとは考えていない。資本市場の見方を反映するのに、アナリストだけに頼ったりもしない。そうではなく、こういう企業は、現在の株主、及び、自社に投資してくれる可能性のある潜在投資家に対して、直接かつオープンに、継続的な対話を行っている。CEOやIR担当者のみならず、経営幹部が投資家の投資姿勢や期待する要件を理解するために自ら時間を使っている。ローテーションでライン・マネジャーをIR担当部門に異動させている企業もある。投資家に直接接することにより、マネジャーが自分の担当する事業部門に戻った後も、より投資家に近い考え方をするようになるからである。

投資家の見方について理解を深めることにより、その企業が直面する戦略的トレードオフに対して貴重な洞察や示唆が得られるというメリットもある。投資家は、経営幹部が把握していない情報や展望を持っていることが多い。彼らは、さまざまな類似企業の経営陣と、定期的に面談している。卓越した投資家は、何が投資家の投資評価を左右する要因になっているかを説明する強力なモデルを開発している。公平開示規則（注：米SECが2000年10月に米国企業に対し施行した、特定のアナリストや機関投資家に

のみ選択的に重要情報を提供することを禁止した規則)により、企業がアナリストや機関投資家に対して公表できる情報の深さに制限を受ける場合もあろう。しかし、投資家に効果的な質問を投げかけ、彼らの答に注意深く耳を傾けることを妨げる法律はない。

グローバル消費財企業B社では、CEOが中核投資家と密なディスカッションを続けるなかで、投資家の一部からB社の欧州ビジネスの存続可能性について、極めてネガティブな意見が出された。B社は欧州事業を拡大しようと計画していたが、投資家は、その計画は修正が必要、というよりむしろ、事業売却すべきだと考えていたのだ。投資家のこのような見方は、経営陣が追究していた戦略について、社内で建設的に見直すきっかけとなった。経営陣も、方針変更を失敗とみなすのではなく、投資家と同じような考え方をするようになっていった。その結果、優位性を築き、企業価値を高めるため、中核事業に経営資源を再配分し始めたのである。

ステップ3：投資家志向のビジネス・システムの構築

先進的な顧客志向企業では、商品・サービスをめぐる顧客の一連の体験を通して、その企業独自の付

加価値を顧客に届けることで、ブランドを築きあげている。そして、顧客とのどんな接点においても常にこのような体験を実現できるようビジネス・システムを整備している。これと同じように、株主が本当は何を高く評価しているのかがわかったら、企業が次に着手すべきことは、株主の期待に応える業績を達成し、投資家の失望を回避し信頼性を築くコミュニケーションを行なっていくための仕組みを構築することである。

個々のビジネス・ユニットのレベルまで、より透明性の高い財務情報の開示が不可欠なことは明らかだ。しかし、これは必要条件ではあるが、十分条件ではない。投資家は、一株当たり利益だけに注目するのではなく、利益がどのように産みだされるのかを、ますます関心をもって見るようになっていく。企業は、競合優位の源泉や、オペレーションの経済性、ポートフォリオ戦略などについての詳細も含めて、価値創造に対する説得力あるロジックを明確に表明しなければならない。例えば、事業価値の増減を導くドライバーは何か？、オペレーション上の指標のうち、株主価値をもう一段向上させるのに最も寄与しそうなものは何か？、経営幹部はどんな基準でフリーキャッシュフローを配分しているか？、といっ

たことである。

この企業価値創造ロジックは、最終的に、企業のマネジメント・プロセスに反映されなければならない。事業計画は、達成されさえすれば投資家の期待を裏切らないですむように、投資家層にとっての優先事項にきちんと対応したものになっていなければならない。管理システムは、投資家にとって重要な戦略・オペレーション両面のマイルストーン（進捗の評価・見直しをするタイミング）をおさえて、進行が遅れたり計画から外れそうになった場合には、ラインマネジャーがタイミングよく適正な打ち手をとれるよう、早めの警告シグナルを出せるようになっていなければならない。さらに、ビジネスユニットのマネジャーも含めた幹部の報酬は、中核投資家セグメントにとって最も重要な要素に関わるパフォーマンスに応じて決められるべきである。

ここでの重要な課題は、企業業績と投資家が期待する目標とを合致させることはもちろん、様々な社内システムをも整合させることである。ある企業では、事業計画上では5%の成長を目標としていたが、営業担当者の報酬システムでは9%増でインセンティブが出るようになっていた。一方、株価に織り込まれた市場の期待は、14%の成長率を求めている。

こんな状況は避けなければならない。このようになぜかがあると、株価の大混乱をもたらす予想外の事態に陥りやすい。

ステップ4：最適な投資家基盤への転換

もちろん、企業の長期戦略上求められる要件と現在の投資家のニーズの間に摩擦が生じる場合もあるだろう。企業は、投資家基盤についての理解を深めれば、この種の食い違いがあることを見出し、その原因を分析して、投資家基盤を企業戦略上最も有益なものへと転換していく準備を進めることができる。収益性の高い顧客セグメントがあるのと同様、企業にとって魅力的な投資家層というものがある。それが、時間軸（例：長期的視野、安定志向）、投資目的（例：過去のポートフォリオよりも将来の方向性に合致している）、相互依存関係（例：インサイダー、社員、提携パートナー）といったどんな理由によるものであれ。このような戦略的方向性に合致した投資家を開拓し育てていけば、株主基盤を長期戦略を支えるものへと転換することができ、短期に株を売買する投資家の動きに伴う不必要な乱高下を減らすことができるのである。

* * *

このようなステップを通じて“投資家の顔が見える”関係を構築すれば、投資家の期待目標を、より効果的に企業戦略策定の要素へと因数分解していくことができる。その結果、戦略と株主の間により緊密な連携が生まれ、優れた価値創造が実現できる。長期的に見ると、これこそが投資家の信頼を回復する唯一かつ真の解決策となるのである。

ゲリー・ハンセル

エリック・E・オルセン

原題： Treating Investors Like Customers

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

エリック・E・オルセン：

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

2005年11月発行

既刊「展望」

- Vol. 141 Eコマース企業の組織設計
- 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）

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/>

弊社グループでは、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