

株式会社 ボストン コンサルティング グループ

THE BOSTON CONSULTING GROUP

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

展望
PERSPECTIVES

企業価値ベースの 競争戦略

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 イスタンブール 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
マドリード メルボルン メキシコシティ ミラノ モンテレー
モスクワ ムンバイ ミュンヘン ニューデリー ニューヨーク
オスロ パリ ローマ サンフランシスコ サンパウロ ソウル
上海 シンガポール ストックホルム シュツットガルト
シドニー 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

日本企業にとっての企業価値経営 の戦略的意義

多くの日本企業は、高度成長期からその後のバブル崩壊までの間、企業の将来に対する株主の高い成長期待を背景とした時価総額の上昇により、成長のために必要な投資を有利な資金調達で賄うことができた。しかし、その後の株価の低迷は、有利子負債への依存度を高め、企業の資金調達コストの上昇や機動的な調達力の低下を招いたばかりでなく、株価の低い割安企業は、TOB（敵対的買収）のターゲットにさらされるリスクを生み出している。ソニーのような企業においてさえ、常に被買収のリスクを意識している。

健全かつ戦略的な株価形成を実現するための企業価値経営は、将来の成長に向けた競争優位の資金調達力を獲得するためにも、敵対的なM&Aからの自己防衛のためにも、日本企業においても不可欠な競争戦略の要素になっているが、必ずしもうまくマネージできていないのが現状であろう。本号では、戦略的な企業価値形成に焦点を当てて、企業としての有利な競争戦略の基盤を作っていくためのヒントをご紹介します。

企業の株価は、①企業の現状のキャッシュフロー創出力によりもたらされる企業価値分である「ファンダメンタルズ」と、②将来の成長に対する市場の「期待」と、マネジメントの実行力に対する市場の信認によりもたらされる企業価値分である「エクスペクテーション・プレミアム」の2つの要素で形成される（図1参照）。日本企業のエクスペクテーション・プレミアムを見ると、バブル消滅後においても、同業種でも企業間で大きな差が生まれている。

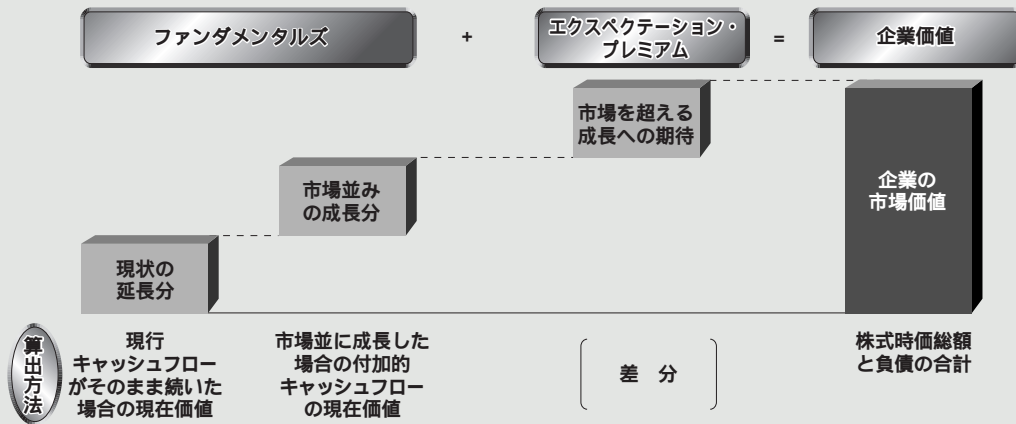
例をあげれば枚挙にいとまがないが、たとえば、同じコンビニエンスストアでもセブン・イレブンの株価に占めるエクスペクテーション・プレミアム分は50%を超えるが、他の企業ではゼロに近い。また、

百貨店業界の中でエクスペクテーション・プレミアムを維持しているのは丸井ぐらいで、老舗百貨店のほとんどのエクスペクテーション・プレミアムはマイナスで、企業価値を破壊している状況である。

日本企業において今なすべきことは、構造改革により、ファンダメンタルズを高めることはもちろんのこと、適正なエクスペクテーション・プレミアムを実現し、競争優位な資金調達を身に付けるため、市場が納得し信頼できる成長戦略やプランの具体化を効果的にコミュニケーションしていくことである。

ボストン コンサルティング グループ
ヴァイスプレジデント 杉田 浩章

図1 企業価値構造の分析方法



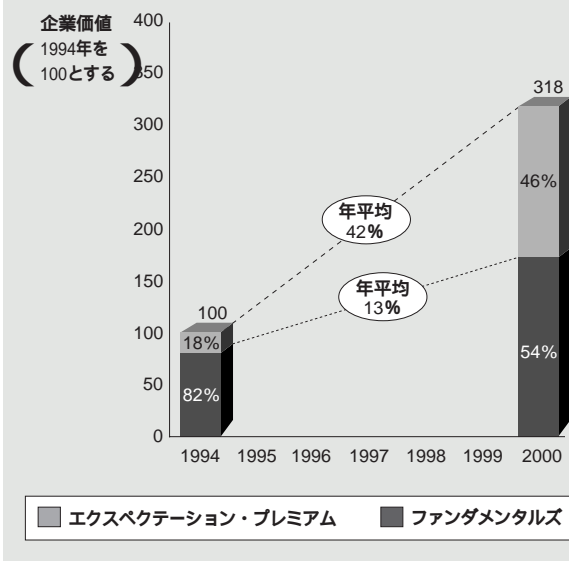
企業価値ベースの競争戦略

企業価値経営という言葉は今やすっかり定着した感があるが、「投資家の信頼のものさし」という点で実はもう一段進化しつつある。

ボストン コンサルティング グループ (BCG) の最近の調査では、1994年から2000年の間に、企業のファンダメンタルズ (基本的な財務パフォーマンス) に基づく企業価値は年平均13%成長した。一方、企業の実際の株価と、ファンダメンタルズの評価の差である「エクスペクテーション・プレミアム」は、年平均42%上昇し、時価総額のほぼ半分以上を占めるに至った。(図2参照)

もちろんその後エクスペクテーション・プレミアムはかなり減少し、その結果時価総額は1998年と同レベルまで戻っているが、バブルがはじけた後も、投資家の「期待」が、株価や競争優位性構築のための戦略オプションの幅に及ぼす影響は、依然として大きいことは間違いない。昨今の経済の下降傾向にもかかわらず、投資家の「期待」に当る部分は、全時価総額の約3分の1を占めている。実

図2 エクスペクテーション・プレミアムの増加
(1994~2000)



出所: BCG分析

注: 時価総額150億ドル以上の287社合計
企業価値 = 時価総額 + 負債

際、過去一年間にエクスペクテーション・プレミアムが上昇した業界もある。投資家がハイテク株から手を引き、医薬や消費財のような業界に安全地帯を探し求めているからである。

エクスペクテーション・プレミアムが減少した業界でさえ、投資家の「期待」は重要な役割を果たしている。競争優位性という面からみて本当に重要

なのは、競合他社に対する自社のプレミアムの相対的な強さである。企業の相対的ポジションによって、競争上優位に立つ施策を打てることもあれば、逆に制約を受けることもあり、戦略オプションの幅が変わってくる。

最も重要なことは、企業のエクスペクテーション・プレミアムはマネージできるという点である。経営者がコントロールできないドライバーもあるが、多くはコントロールできる。エクスペクテーション・プレミアムをうまく活用すれば、競合優位の新たな源泉を創造することができるのである。

市場価値のダイナミクス

企業の株価は、二つの要素の働きにより形成される。一つは、その企業のファンダメンタルズであり、もう一つは投資家の「期待」である。前者は、その企業が有する各事業の現在価値（収益、資産効率、リスクに基づく）と、将来想定される事業価値の増加を反映する。しかしながら、企業の実際の株価は、ファンダメンタルズの分析から推定できる水準を上回ったり下回ったりする 경우가多い。この差がエクスペクテーション・プレミアムであり、その企業の現在の事業から推定される価

値を超えて、将来価値への投資家の「期待」を反映する。すなわち、「投資家の信頼のものさし」と言うことができる。（図1参照）

エクスペクテーション・プレミアムには、経営者のコントロールが及ぶ範囲外の要素により導かれる部分もある。GDP成長率のようなマクロ経済のトレンドが、市場全体や特定業界の全企業にわたってプレミアムを押し上げたり引き下げたりすることもある。ある特定業界に対する投資家の熱狂や、場合によっては誇大宣伝により、エクスペクテーション・プレミアムが天井まで上昇することもある。1990年代のインターネット株ブームはその典型例である。

しかし、エクスペクテーション・プレミアムのドライバーには、このようなコントロールできない要素以上に、経営者がきちんとマネージできる部分が多い。さらに、その企業が属する業界全般と比較した相対的なエクスペクテーション・プレミアムがどれくらいになるかは、経営者がマネージできる要素により左右される。継続して「期待」に応える業績をあげる、市場リーダーのポジションを確立する、強力なブランドを築く、付加価値の高い知的財産を蓄積する、コーポレート・ガバ

ナンスのベストプラクティスとなる仕組みを設ける。こういった取組みは、市場での経営者への信頼につながり、エクスペクテーション・プレミアムの強力なドライバーとなる。

エクスペクテーション・プレミアムの戦略的活用

同業他社と比較した相対プレミアムにより、その企業がとりうる戦略オプションの幅が変わってくる。エクスペクテーション・プレミアムを有効に活用するために、次の4点について検討する必要がある。

1. 隠れた価値を開放する

ファンダメンタルズが比較的堅調であるにもかかわらず、プレミアムが平均を下回っているというライラする状況に直面している伝統的企業も多い。当該業界の構造的特性（たとえば、資本集約的構造や、事業の景気循環的特性）により、個別企業のプレミアムが不可避の制約を受ける場合もあるかもしれない。それでもやはり、新たな価値を産み出す隠れた源泉を開放するために経営者ができることがたくさんある場合が多い。

優れたファンダメンタルズをもちながら、株価が競合企業を下回っていたある企業の例をみてみ

よう。この企業のエクスペクテーション・プレミアムが低い理由は何であったか。詳細に調べてみると、ROI変動率が異常に高いことと、総資本に対する負債比率が高いこと（最近立て続けに行われた買収の産物だった）を、投資家は嫌っていた。経営幹部の推定によると、これらの価値破壊要因にきちんと対処すれば、事業の基本業績がそのままでも、20億ドル以上の企業価値向上が図れることがわかった。そこで、この企業は、リターンの低い市況産業的事業を売却し（これによりROI変動率が低減）、その収益を負債返済にあてた。結果として、株価は25%上昇し、競合他社の株価を15%も上回った。

2. プレミアムを買収の通貨として活用する

1990年代のM&Aブームの最中には、自社の高いプレミアムを、ファンダメンタルズが堅調な割に過小評価されているプレミアムの低い事業を買収するための通貨として活用した企業が多い。2000年のAOLによるタイムワナー買収は典型的な例である。今日では、景気後退のためこのような機会はもう終わったと考えている経営幹部が多いが、それは間違いである。実際、業界によっては、時価総額がたいへん低くなったために、同業他社よ

りも高いプレミアムを維持している企業にとっては非常に魅力的なディールが可能なケースもある。買収は、マーケットシェアを増大させマーケットリーダーになるために有効な手段であり、それが実現できれば、業界内の相対プレミアムをさらに高めることができる。

3. 株価のソフトランディングを図る

相対的に高いプレミアムを有する企業は、市場が沈滞すると、株価が不釣り合いなほど大きく下落する傾向がある。こういった企業に業績低下の兆候が現れ始めると、株価は投資家に猛烈に叩かれるようになる。したがって、多くの高プレミアム企業が直面する最大の課題の一つは、エクスペクション・プレミアムをファンダメンタルな企業価値へと変換し、うまく株価のソフトランディングを図ることである。

たとえばある企業は、非常に高いプレミアムがついており、株価に既に織り込まれた「期待」を満たすためには、5年以上にわたり相当な利益増加を実現させなければならない状況にあった。しかし不幸にも、既存の経営計画では、必要な水準のほぼ半分しか達成できないと予想された。どうやって、この企業価値ギャップを埋めればよいのだろうか。

この企業は、経営幹部の企業価値ギャップについての認識が大きなきっかけとなって、市場に課された財務目標を達成するために、膨大な研究開発資源を特定のターゲットに集中配分したり、買収や新事業ベンチャーの戦略を構築したりしていた。市場の高い「期待」をファンダメンタルな事業価値で担保できるようになるのが速ければ速いほど、株価の崩壊を回避できる確率が高くなる。

4. プレミアムの低下を克服する

プレミアムがファンダメンタルな企業価値に転換されるのであれ、株価が打撃を被り下落するのであれ、時間の経過とともに、エクスペクション・プレミアムはゼロへと近づいてゆきがちである。しかしながら、GEのように、平均を上回るプレミアムを長期にわたり持続できる企業も、まれにはあるが存在する。こういう企業は、金融市場の信頼を喚起し持続させる強力な経営能力を築くことで、プレミアムの低減を克服している。彼らは、一貫してファンダメンタルな業績を「期待」に応える水準に高め、マーケットリーダーのポジションを確立し、強力なブランドのような無形資産を築き、投資家に対して高い透明性をもって接している。

このような企業は、ファンダメンタルな事業価値と投資家の「期待」とのダイナミックな関係を充分理解しており、確固たる競争優位を築くためにエクスペクテーション・プレミアムを積極的に活用している。その結果、好不況にかかわらず企業価値創造の好循環を持続できるのである。

ダニエル・ステルター
マーク・ジョイナー

原題：The Continuing Relevance of Investor Expectations

ダニエル・ステルター

ボストン コンサルティング グループ (BCG)
ベルリン事務所 ヴァイスプレジデント、
BCG Corporate Development Practice Group
(企業進化に関する研究専門委員会) 欧州地域代表

マーク・ジョイナー

BCGニューヨーク事務所 シニア・ヴァイスプレジ
デント、BCG Corporate Development Practice Group
(企業進化に関する研究専門委員会) リーダー

2002年8月発行

既刊「展望」

- Vol. 130 ヒットを生む発想
- Vol. 131 妥協からの脱皮 成長への突破口
- Vol. 132 例外に潜む事業機会
- Vol. 133 デコンストラクションの衝撃
ネットワークが生み出す新たな経済原理
- Vol. 134 収益ドライバー
未開拓の収益改善領域に光を当てる
- Vol. 135 販促コストのブラックボックスを開ける
「収益ドライバー」による営業革新
- Vol. 136 パリチェーンのデコンストラクション
- Vol. 137 デコンストラクション下での戦い方(1)
オーケストレーター
- Vol. 138 デコンストラクション下での戦い方(2)
顧客ナビゲーション
- Vol. 139 Eコマース
既存企業に勝機あり
- Vol. 140 第二世代Eコマース
- 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

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、情報サービス部長 満喜(電話：
03-5211-0436)迄お問い合わせ下さい。

「展望」の宛先変更及びバックナンバーのお問い合わせ等は、
秘書室 星野(電話：03-5211-0337 FAX：03-5211-0400)迄
ご連絡ください。