

## ボストン コンサルティング グループ

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

アムステルダム	マイアミ
アテネ	ミラノ
アトランタ	モンテレー
オークランド	モスクワ
バンコク	ムンバイ
バルセロナ	ミュンヘン
北 京	名古屋
ベルリン	ニューデリー
ボストン	ニューヨーク
ブリュッセル	オスロ
ブダペスト	パリ
ブエノスアイレス	ブラハ
シカゴ	ローマ
ケルン	サンフランシスコ
コペンハーゲン	サンティアゴ
ダラス	サンパウロ
デュッセルドルフ	ソウル
フランクフルト	上 海
ハンブルグ	シンガポール
ヘルシンキ	ストックホルム
香 港	シュツットガルト
ヒューストン	シドニー
ジャカルタ	台 北
クアラルンプール	東 京
リスボン	トロント
ロンドン	ウィーン
ロサンゼルス	ワルシャワ
マドリッド	ワシントン
メルボルン	チューリッヒ
メキシコシティ	

●評価ギャップを解消する

●配当政策の再考



## **C O N T E N T S**

●評価ギャップを解消する ————— 3

●配当政策の再考 ————— 8



## バリューマネジメントの進化

日本でも株式市場に本来の市場原理が働くようになり、企業に対する投資家の評価やリターンへの要求が厳しくなっている。そして、企業パフォーマンスを測るモノサシは、「売上」や「利益」から「企業価値」へと進化しつつある。企業価値向上ニーズが日本よりも先に顕在化した欧米では、日常の打ち手（例えば在庫回転率向上）と企業価値向上（具体的には株主投資収益率）を結びつけて経営を考える、「バリューマネジメント」という手法が開発され、広く利用されている。ここ20年来、多くの企業が「バリューマネジメント」を活用して、企業価値を増加させる最も大きな要因である「ファンダメンタルズ」（企業の基礎的な経済価値）の向上を実現してきた。

ボストン コンサルティング グループ（BCG）でも世界各地の多くの企業でのプロジェクト経験や社内での研究を通して、バリューマネジメントの考え方や手法を進化させてきた\*。最近では、ファンダメンタルズの向上に加え、本来の価値を実際の市場での評価に反映させるうえで重要となる要因も含めた、統合的価値創造戦略を追求している。この統合的価値創造戦略の中核となるのは、伝統的バリューマネジメントと同様、ファンダメンタルズを高めることであり、そのために最も重要な要素は、「収益性を維持した成長」である。しかし、企業の本来的な価値を市場価値として反映させるためには、これだけでは十分とは言えない。BCGの最近の研究によれば、ここ

での重要な打ち手となりうるのが、「バリュエーション・マルチプルを有効に使う」と、「フリー・キャッシュフローを活用するうえでの優先順位の再考」である。

今号では、バリューマネジメントの新たな側面としてその重要性が認識されつつある、このふたつの施策に焦点を当てた論考をご紹介します。

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 ディレクター

菅野 寛

---

\*BCGのバリューマネジメントの考え方と手法については、下記の出版物をご参照頂ければ幸いです。

- 水越 豊、「BCG戦略コンセプト 競争優位の原理」『第2章 株主価値』、ダイヤモンド社
- 展望Vol. 145 「企業価値ベースの競争戦略」  
<http://www.bcg.co.jp/publications/tenbo/2002.html>
- BCG Report "The Next Frontier - Building an Integrated Strategy for Value Creation: The 2004 Value Creators Report" (英文)  
日本語抄訳「BCGバリュ・クリエーターズ・レポート2004 ― 統合的価値創造戦略の構築」  
<http://www.bcg.co.jp/publications/globalreport/2004.html#1202>

## 評価ギャップを解消する

公開企業のCEOは皆、投資家と社内組織の間で板ばさみになりかねない立場にある。投資家は、自分たちの取るリスクに対して得られるリターンを最大化しようとし、彼らの企業への要求はますます厳しくなっている。一方、社内組織は、そんな投資家からほとんど隔絶された状態で、たいてい業界内の制約や競合状況、企業文化といった前提の下で達成できることに専念している。この両者の関係をうまくマネージして、自社組織の活動が資本市場での成功に結びつくよう舵取りすることは、常にCEOにとっての大きな課題のひとつである。

### 伝統的バリューマネジメントの効用と限界

CEOがこの難題に取り組むのを助けるツールとして開発され使われてきたのが、バリューマネジメントである。バリューマネジメントを活用すれば、本質的価値の向上をよりの確に捉えることが可能な新しい指標を使って、経営幹部が自社のファンダメンタルズ（企業の基礎的な経済価値）改善に集中することができると考えられてきた。また、資本市場は合理的で、企業の本質的価値が向上すればおのずと株価が上昇し、投資家に報いることができるはずだとみなされてきた。

しかし実際は、完全にその通りになったわけではなかった。確かにバリューマネジメントの活用により、多くの企業が社内の意思決定を行ううえで本質的価値の向上に焦点を合わせることができるようになった。多くの場合、バリューマネジメントの手法を使って、企業は使用資本の管理をより効果的に行なえるようになるとともに、追加投資の意思決定においても、より明確に価値創出に焦点を合わせられるようになった。

ところが、企業の本質的価値を向上させることと、その本質的価値が市場価値に反映されるかどうかは、全く別の問題であることが多い。近年私たちが学んだことのひとつは、投資家の期待というものがいかに企業価値に影響するかということだ<sup>1</sup>。従来のバリューマネジメントでは、企業の本質的価値と、現実の市場における企業価値とのギャップをほとんど問題にしていなかった。だが、この問題に対処する手法を編み出している企業もある。

### バリュエーション・マルチプルの因数分解

企業が、株主にとっての投資収益性を表すトータル・シェアホルダー・リターン（TSR）<sup>2</sup>を向上させる方法は2つある。ひとつは、企業の本質的価値を示す基本指標を改善させることである。これには、1株当たり利益（PER）などの本質的価値を測る伝統的指標に加えて、フリー・キャッシュフロー、EVA、キャッシュフローROI（CFROI）などのより高度な評価指標を活用する。

TSRを向上させるもうひとつの方法は、これらの基本指標に対する実際の市場の評価・見方を改善させることである。この市場の評価・見方は、バリュエーション・マルチプル（株価収益率（PER）等を用いることが多い）により計測することができる。企業のマルチプルは、その時点で投資家が現在の業績と将来の成長ポテンシャルの両方をどのように見ているかを表したものである。マルチプルは多くの要因の影響を受ける。例を挙げれば、企業の資本コスト、事業の相対的なリスクの水準、フリー・キャッシュフローの源泉と用途、売上げ成長の見通し、財務方針、経営陣のビジョンと信頼性、ポートフォリオ戦略など、枚挙にいとまがない。

ところが、従来のバリューマネジメントでは、マルチプルの重要性をあまり考慮していない。その結果、ほとんどの経営幹部は、あたかも自社のマルチプルは自らのコントロール範囲外であるかのように経営を行ってきた。

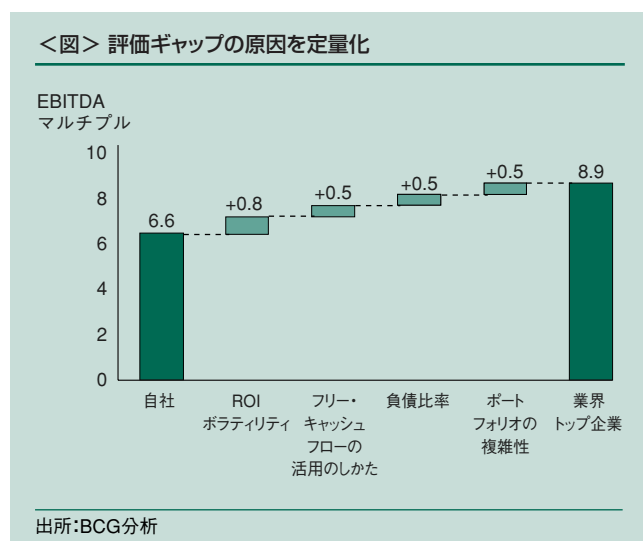
<sup>1</sup> 企業価値は「ファンダメンタルズ」（企業の基礎的な経済価値）と「エクスペクテーション・プレミアム」（将来の成長に対する市場の期待と、経営陣の経営能力に対する市場の信託を反映する部分）という2つの要素により形成されると考えられる。詳しくは、「展望」Vol. 145『企業価値ベースの競争戦略』をご参照ください。

<sup>2</sup> 配当と株価の値上がりの総利回りで、株主にとっての投資収益性を示す。TSR=（キャピタルゲイン+配当金の合計）÷基準時の株価

だが、それは誤りである。確かにマルチプルの絶対値の水準はマクロ経済や業界全体の要因に影響されるが、業界内の競合他社に対する相対マルチプルを左右する要因を分析し、相対的な評価を中長期的に高めていくという意味であれば、経営幹部にできることは山ほどある。

産業財企業A社の例は、従来のバリューマネジメントの限界と、それを乗り越えるために経営幹部に何ができるか、の2点をよく表している。本質的価値から見れば、A社の業績は素晴らしいものだった。同社の使用総資本利益率（ROCE）は、ライバル企業を常に上回っていた。ところがその一方で、マルチプルはライバルより25%も低かったのである。この評価ギャップは、どのように生じたのだろうか？

A社の経営陣は、自社とライバル企業の財務特性を分析するとともに、回帰分析を用いて業界全体のマルチプルを決定する要因を抽出した。その結果、評価ギャップの基となった4つの主要因を特定し、定量化することができたのである（図参照）。要因の1つ目として、A社の高いROCEは、平均を上回るボラティリティを伴っていることが分かった。A社の株主の中で優勢を占めるバリュー投資家（本来の価値から見て割安と判断される株に投



資する投資家）は、このために同社株への投資を相対的にリスクが高いと見なし、評価を下げていたのである。

2つ目の要因として、ライバル企業は、フリー・キャッシュフローの活用のしかたが、A社よりはるかに巧みだった。ライバル企業に比べ、A社は20%も速いペースで資産の置き換えを行っていた。その結果、ROCEが高いにもかかわらず、投資家は十分その恩恵に浴することができなかったのである（配当として株主に還元する形であれ、収益性のある成長のためにより多くのキャッシュを再投資する形であれ）。

3つ目の要因として、A社は負債比率がライバル企業よりもはるかに高く、そのためにボラティリティが増幅され、デフォルトリスクも増加していた。

そして4つ目として、多角化のせいでA社のポートフォリオが極めて複雑になっていたことが、投資家が同社株をさらに低く評価する要因になっていた。

相対マルチプルが低い真の原因を認識した経営陣は、主な問題に取り組むために、一連の打ち手を策定した。まず、ポートフォリオを再構築し、フォーカスを明確にするとともに、ボラティリティを最小限に抑えた。そのために、利益率は高くても相対的にリスクの高い事業は縮小するか撤退するという犠牲もはらった。また、これらの事業部門の売却によって得た利益を負債の支払いに充てた。そして、資本配分のプロセスを見直し、投資サイクルと減価償却期間を長くした。その結果、6ヶ月もたたないうちに対策の成果が見え始め、評価ギャップは縮まり、時価総額が20億ドルも上昇した。

\* \* \*

A社の例は、企業が従来のバリューマネジメントの限界から一步踏み出すための示唆に満ちている。企業は長期的視点でファンダメンタルズを高めることに焦点をおきつつ、短・中期的には、資本市場が自社の価値をどのように評価するかを十分考慮する必要がある。投資家の期待は、同業他社と比較したバリュエーション・マルチプルに反映されるものだが、これが企業の価値創造戦略を有効に機能させるうえで、大きな促進要因になることもあれば

制約となることもある。A社のような新たなアプローチを導入することによって、マルチプルを左右する要因は何かを経験的に理解し、さまざまな打ち手が市場での評価に与える影響を予測できるようになるのである。

エリック・E・オルセン

### 原題：New Directions in Value Management

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

## 配当政策の再考

多くの経営幹部は配当政策を経営課題としてさほど重要視していないが、それは誤りである。1980年代から90年代にかけて長く続いた強気市場では、特殊事情が重なった結果、配当なんて時代遅れという風潮が生まれた。しかし、状況は大きく変わり、現在の経済情勢では、配当は平均を上回る株主価値を創出するうえでとりわけ重要な要素となっている。

これは、何もすべての企業が配当利回りを上げるべきだという意味ではない。そもそも配当を支払うべきだという主張でもない。そうではなく、どんな企業も配当方針を再考すべきだということだ。最終的に増配を行うか否かは別にして、配当方針を再検討することは、企業幹部間の戦略的議論の質を大幅に向上させることにつながる。

### なぜ再び配当が注目されているのか

近年の強気市場では、配当という形で現金を株主に還元する慣習をやめるのは簡単だった。米国では、税法による配当への二重課税がこの傾向に拍車をかけた。また、企業幹部へのストックオプションの拡大につれ、余剰キャッシュを配当として株主に還元するより、株式の買戻しに充てる（それによってオプションの価値を上げる）ほうが好まれるようになったという背景もある。

資本市場の動向も、企業が配当を抑制する方向に働いた。トータル・シェアホルダー・リターン（TSR）<sup>1</sup>平均が10%台後半で推移する状況では、配当利回りがたとえ3~4%だったとしても、平均を上回るTSRを上げるのにそ

<sup>1</sup> 配当と株価の値上がりの総利回りで、株主にとっての投資収益性を示す。TSR＝（キャピタルゲイン+配当金の合計）÷基準時の株価

れほど役に立たなかったのである。また、バリュエーション・マルチプルが高く、なおも上昇し続けている市場の状況を見て、多くの企業は、配当という形でキャッシュを還元することは実質的に株主へのリターンを下げることになると考えた。そして何よりも逆風になったのは、株主が成長だけに価値を置いているような状況においては、配当が、まるで企業が成長戦略を描けず、事業に再投資して投資家を惹きつける方法を見つけれないことを自ら認めた証のようにみなされたことである。

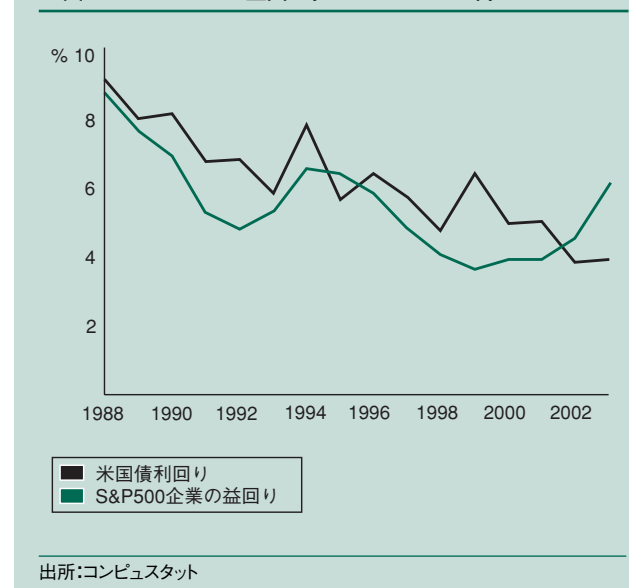
しかし、時代は大きく変わった。税法上の配当の扱いがどうであろうと、次に挙げる3つの事実を考えれば、配当がはるかに重要な意味を持つようになったことがわかる。

第1に、1980年代から90年代によく見られたような、配当利回りが低くキャピタルゲインが高い状況は、実は例外的なものだったことがはっきりしてきた。実際、過去の投資収益の半分近くは配当利回りによってもたらされたものなのだ。例えば、過去70年をざっと通して見ると、米国株式市場の年平均TSRは約10%で、そのうち4%が配当利回りに由来する。今後も長期的に見て平均TSRが10%前後になるとすれば、配当利回りのTSRへの貢献度は、80~90年代よりはるかに大きくなるはずである。

第2に、バリュエーションや金利、また成長への期待が低下するにつれて、利回りと成長の間のトレードオフが大きく変わってきた。企業が1株当たり利益（EPS）を100%配当として支払った場合の配当利回りに当る「益回り」（earnings yield、1株当り純利益÷株価、PERの逆数）に何が起こっているかを考えてみるとよい。2002年以降、S&P 500企業の益回りは米国長期国債の利回りを上回り、上昇を続けているが、これに匹敵するようなパフォーマンスはここ何年も見られなかった（図1参照）。

第3に、近年、会計やガバナンスにまつわるスキャンダルが多発したことにより、投資家の信頼が大きく揺らいでいる。その点、配当はEPSのような会計上のものさしとは違い、現金で支払われるため、ごまかしがきかない。配当は、株主価値に対する経営陣のコミットメントと実際のパフォーマンスを明白に示すメッセージなのである。

<図1> S&P500 益回り(1998~2003年)



事実に基づくデータを見ると、配当が果たす役割の重要性がよく分かるはずだ。近年、配当を大幅に上げた企業は、結果的に株価を上昇させている。2001年の初頭から、S&P 500企業の多くが20%以上の増配を行っている。平均するとそれらの企業の株価は、増配発表後の10日間にわたり、市場平均を2.7%上回るパフォーマンスを示した<sup>2</sup>。2.7%というと少なく感じられるかもしれないが、一企業あたりで見ると、それは数千ドルから数億ドル相当もの価値創出を意味し、通常の間年投資収益の約5分の1にあたる。

また最近の実証的研究を見れば、配当性向が高くても企業の成長の妨げにならないことは明白である。むしろ、配当性向の高い企業は、そうでない企業よりも、長期的に見てはるかに大きく収益を伸ばしている。

2 ここにあげられたデータは、本稿初出当時（2003年4月）までの状況に基づいている。

### ■ いつ配当を増やすべきか

では、ここまで述べてきたような状況から、すべての企業が増配を実施すべきだといえるのだろうか？ 必ずしもそうではない。ある企業が配当を増やすべきか、あるいは、そもそも配当を支払うべきかどうかは、その企業の状況次第である。企業が増配を特に真剣に考えなければならないのは、次の4つのケースである。

#### 1) 低収益あるいは低成長の事業ポートフォリオになっている場合

配当を支払わずに収益を再投資することは、すなわち事業資金に用いる自己資本を株主から自動的に調達するということだ。しかし再投資により、成長率や収益率の低い事業の拡大に資本が充てられるのであれば、株主はキャッシュを配当という形で受け取る方をはるかに好ましく思うだろう。

#### 2) バリュースタイル投資家（本来の価値から見て割安と判断される株に投資する投資家）や利回り重視の投資家、個人投資家が主な株主あるいは望ましい株主である場合

このような投資家にとっては、パフォーマンス目標として、配当利回りが株主価値の増加よりもはるかに重要である場合が多い。このような投資家が中心的株主である場合、あるいは企業の財務戦略上、このような投資家を惹きつけることが重要な場合、配当はTSR向上のために不可欠の要素となる。

#### 3) 企業が常にプラスのフリー・キャッシュフローを創出している場合

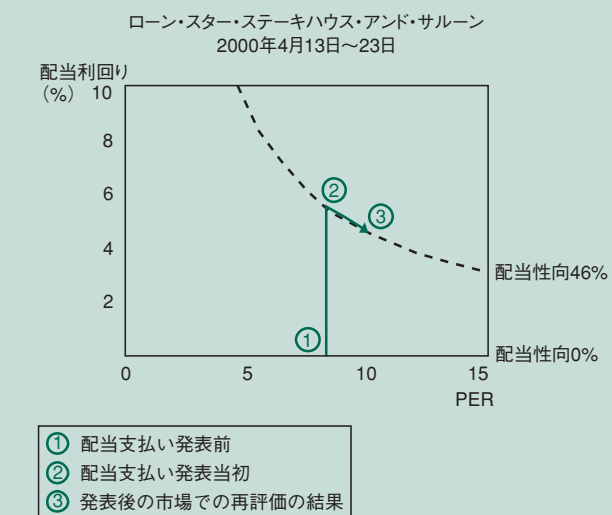
言うまでもないことだが、増配の決定は、企業が長期的にそのコミットメントを継続できるのでない限り、すべきではない。配当を支払うには、安定し、かつ十分なフリー・キャッシュフローが必要となる。配当がキャッシュ収入によって賄えない場合、結局は負債や自己資本を増やして調達されることになり、投資家に誤ったシグナルを送ってしまうことになる。逆に、余剰キャッシュフローを配当という形で株主に還元せず、有価証券として預けられたままにしておく場合も、誤ったシグナルを送ることになる。

#### 4) 企業の株価収益率（PER）が低い場合

多くの人は、PERが高ければ、高い収益成長が期待できると考える。しかしPERが低い場合、多くは収益成長とは関係なく、投資家が企業のその時点での収益に対して投資を控えていることを示している。投資家は、収益の質や持続可能性、あるいはハイリスクやローリターンプロジェクトに収益を再投資する価値について懸念している可能性がある。収益から配当という形で株主に支払う分を増やすことで、経営陣は自社の収益が本物で持続可能なものだと確信しているというメッセージを送ることができる。そして投資家は、配当利回りによって収益を再評価せざるを得なくなるのだ。

このような配当による力学を劇的に示した例がある。2000年初め、米国のレストランチェーン、ローン・スター・ステーキハウス・アンド・サルーンは配当を支払っておらず、PERは8.5倍だった（図2参照）。同年4月13日、同社は、今後収益の半分近くを配当として支払うと発表。その結果、5.4%と

<図2> PERと配当利回りの関係



出所:ローン・スター・ステーキハウス・アンド・サルーン財務報告書、  
コンピュスタット、BCG分析

なった同社の配当利回りに魅力を感じた投資家が株を買い始め、株価は押し上げられていった。その後の10日間で多くの投資家がローンスタール株に投資したため、PERは18%上がって10倍になり、配当利回りは4.6%となった。配当を支払うというシンプルな財務戦略の変更により、ローンスタールのPERは上昇し、TSRは23%も向上したのである。

### ■ 戦略的議論の質の向上

配当方針の見直しには、実は、このような株価上昇効果よりもさらに大きな効用がある。その最大の効用は、配当方針の再検討が、経営陣の戦略的議論の質を格段に充実させるきっかけになることである。再検討の結果、最終的に配当方針を変更しないと決めた企業であっても、同様の効果が得られる。

配当の支払いを増やそうとすると、「キャッシュは会社のもの」、「EPSの上昇こそ成功への唯一の道」というような、深く染み付いた時代遅れの前提を問直すことになる。これにより経営幹部は、将来のEPSの上昇をめざしてキャッシュフローを再投資するという選択肢と、キャッシュフローを配当の支払いに充てるという選択肢のそれぞれのメリットを比較検討し、それぞれがPERに及ぼす影響を理解する必要に迫られる。

また、このような論議を通して経営陣は、どんな層が中心的な株主になっており、彼らが配当や成長、リスクに対してどのような嗜好を持っているのかを考慮せざるを得なくなる。経営陣は自社に対する野心を、現実的で利益を伴う成長に結びつけ、投資家にとっての優先事項とも合致させるという課題を担うことになる。そして、配当方針の決定にあたっては、企業内部における再投資の機会と、現金を株主に還元する義務との間に健全な競争が生まれる。その結果、現在キャッシュをまったく生み出しておらず、これからしばらくはその状態が続くと思われる事業部門が浮き彫りにされることになる。

さらに、配当の支払いにはフリー・キャッシュフローが必要になることから、中長期計画や事業計画の策定、予算編成、目標設定、インセンティブ制度に、好ましいプレッシャーがかかるようになる。配当を支払うとい

う確固としたコミットメントがあれば、予算編成や目標設定にゲームや交渉が入り込む余地は少なくなる。リスクや不慮の事態についても、より明確に想定し、うまく対処しなければならなくなる。インセンティブも、フリー・キャッシュフローを創出したたり効果的に活用したりした場合に明確に報いるような仕組みにすれば、組織が企業価値を創出する力をそれまで以上に引き出すことができるだろう。一般的に言って、拘束力のある長期のコミットメントではない株の買戻しに比べ、配当を支払うほうが、組織に株主価値志向の規律を植えつけるうえではるかに有効である。

もちろん、増配の決定を安易に下すべきではない。なぜなら、それは重大なコミットメントを意味するからだ。企業は増配について、自社の事業の見通し、経済情勢、オペレーション・モデルのボラティリティなどを考え合わせ、コミットメントを持続できるかどうかを評価した上で決定すべきなのである。

一歩前に進むためには、戦略的議論に単純な質問を一つ加えてみるとよい。それは、「今、あるいは今後3~5年の間に配当の支払いを大幅に増やした場合、その結果として自社の経営課題や価値創出にどのような変化が生じるか」というものである。この質問を基に具体的な企業戦略シナリオをつくり、その他のシナリオと比較してみるとよい。このように追求していくことで、経営幹部はより包括的に実態を把握し、それまでの議論ではおそらく出てこなかったか、あるいは真剣に検討されなかったような洞察や創造的な選択肢を生み出せるようになる。昨今のビジネス環境の大きな変化のなかで、配当を新たな角度から再検討する機会を、どんな企業も軽んじてはならない。

ゲリー・ハンセル

エリック・E・オルセン

原題：Thinking Differently About Dividends

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

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](mailto:bcgtokyo@bcg.co.jp)