

BCG バリュー・クリエーターズ・レポート2004 統合的価値創造戦略の構築」 抄訳

(原題 : *The Next Frontier - Building an Integrated Strategy for Value Creation
The 2004 Value Creators Report*)

平均 TSR は 2003 年には 2 桁の伸びを見せたが、2004 年に入ってから、何とかプラスを維持する程度にとどまっている。現在、世界の株式市場は、経済トレンドや業界トレンドより個々の企業のパフォーマンスがリターンを左右する、いわば目利き市場の只中にある。

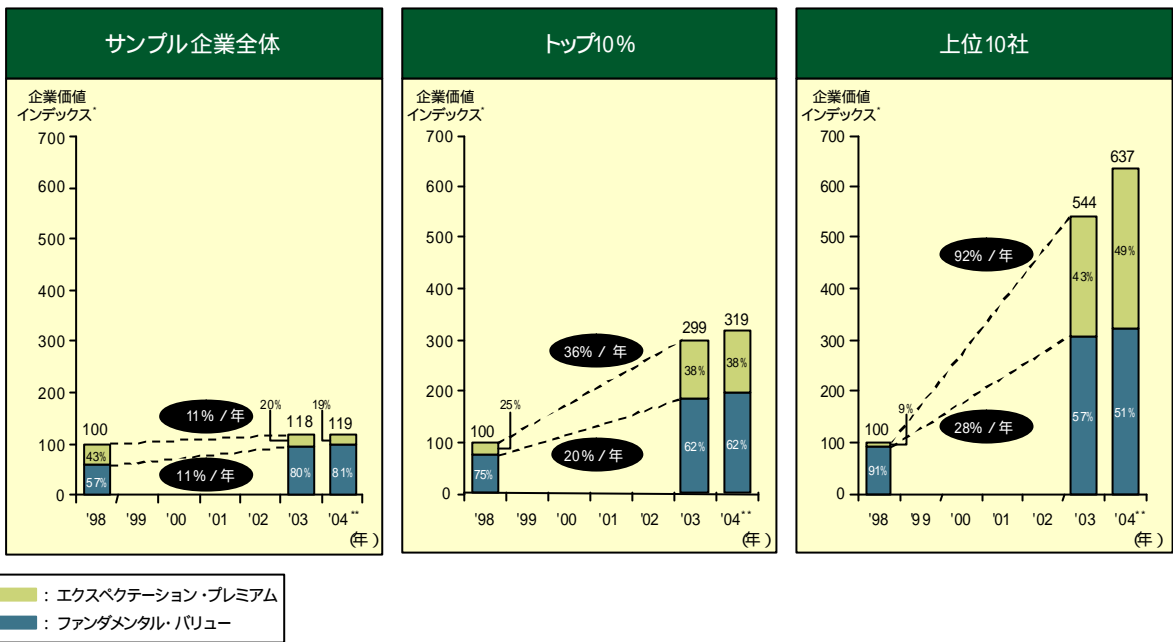
このような環境下で企業価値を増大させるには厳しい課題を克服する必要があるが、別の見方をすれば、個々の企業のパフォーマンスに、より関心が向けられているということは、経営陣が自らの手で自社の価値を向上できるチャンスでもある。投資家はこれまで以上に長期的マネジメント能力に重きを置いているのだ。

「BCG Value Creators」シリーズの 6 号目に当たる本レポートでは、これらの課題や機会を従来より広い視点から考察している。世界の 12 業界の約 600 社にのぼる企業の 5 年間のパフォーマンスを分析し、秀逸なパフォーマンスの源泉を特定するとともに、企業が何に注力すればより高い TSR を達成できるかを提示した。

- 世界の資本市場は、2003 年に大きな回復をみせたにもかかわらず、2000 年のピーク時の水準を取り戻せていない。モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル (MSCI) のワールド・インデックスによると、1999 年より 2003 年までの年平均 TSR はマイナス 0.9 と、精彩を欠く。
- 昨年のレポートで指摘した「ファンダメンタルズ回帰」のトレンドは継続しており、1999 年から 2003 年までの間に、調査対象 596 社の平均ではファンダメンタル・バリュー (企業の基礎的な経済価値) は 11% 増加、トップ 10% のそれは 20%、トップ 10 の企業にいたっては 28% もの増大を達成した。
- 資本市場の足を引っ張ったのは、下落し続けるエクスペクテーション・プレミアム (市場価値とファンダメンタルズの差) である。2000 年にかつてない水準を達成した後、急速にゼロに近づいている。
- エクスペクテーション・プレミアムが全体としては縮小してきた一方、トップ・パフォーマーのそれは増大してきた。平均的な企業とトップ・パフォーマーとのエクスペクテーション・プレミアムの乖離は、トップパフォーマーがファンダメンタル・バリューを平均以上に増大させてきたことと同時に、投資家の目利き能力が向上してきていることの証左でもある。

(図表 1、2-a、2-b 参照)

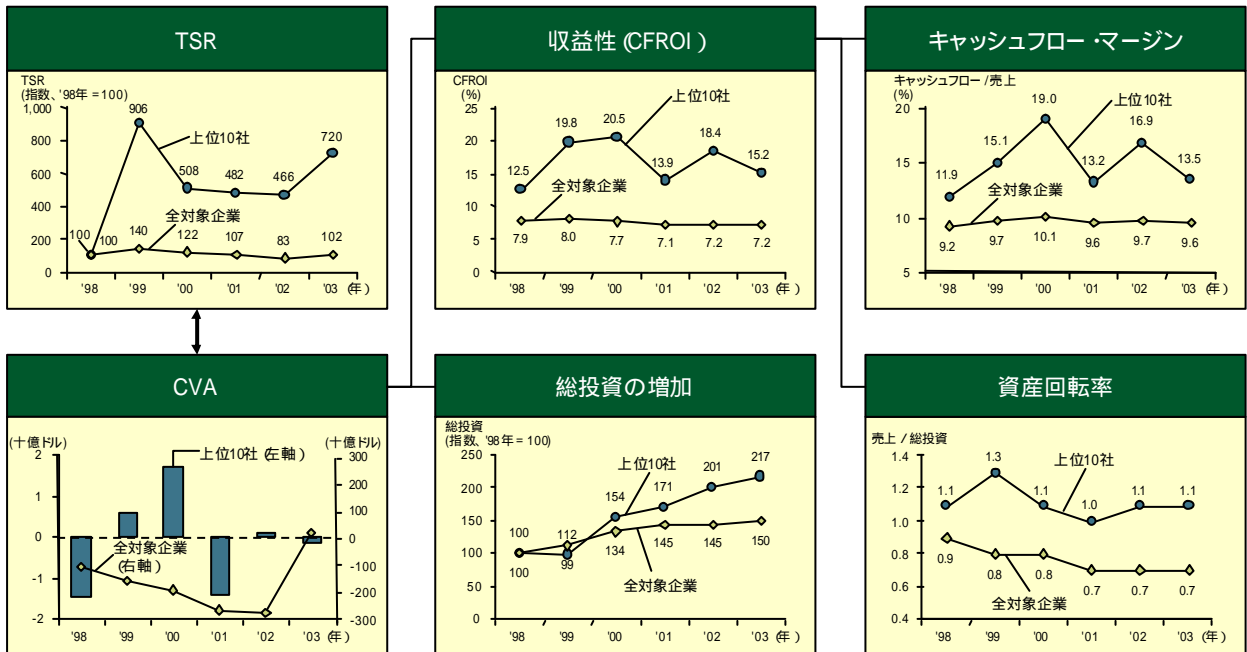
図表1：ファンダメンタル・バリューとエクスペクテーション・プレミアムの推移



* 時価総額 + ネット負債、1998年の数値を100とする
 ** 時価総額は2004年10月13日時点。ファンダメンタル・バリューは直近12ヶ月の平均
 出所： トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

図表 2-a : 全対象企業とトップ10企業の価値創造

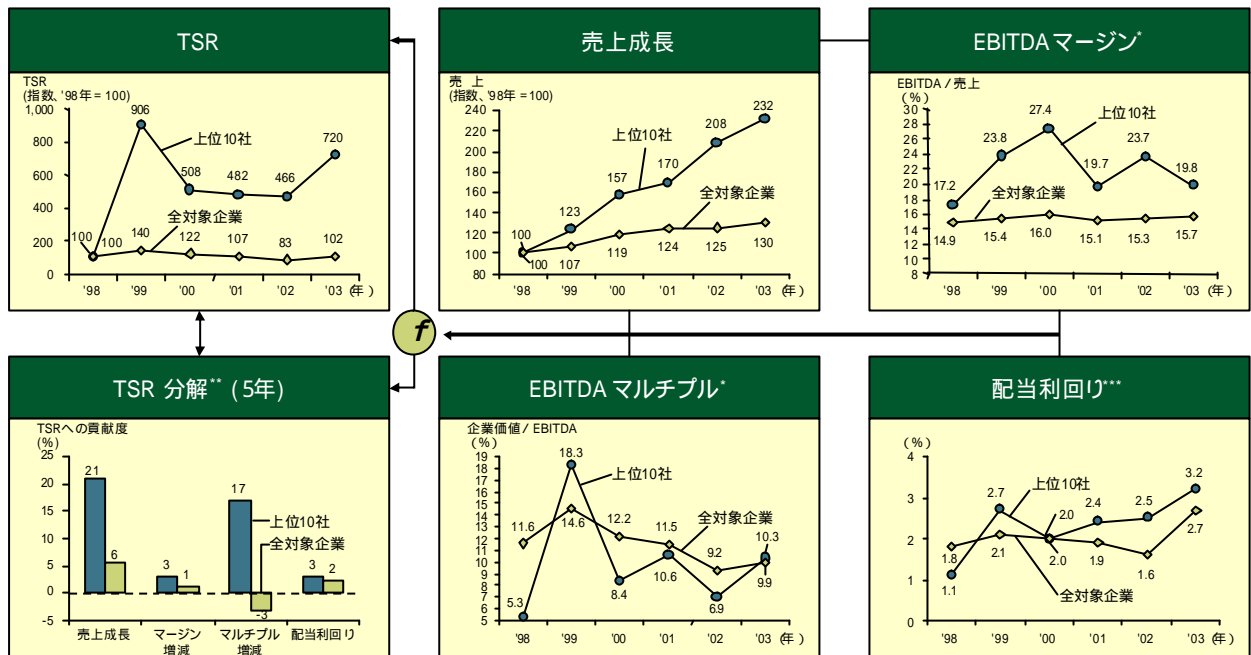
(1) 経営者の視点



出所： トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

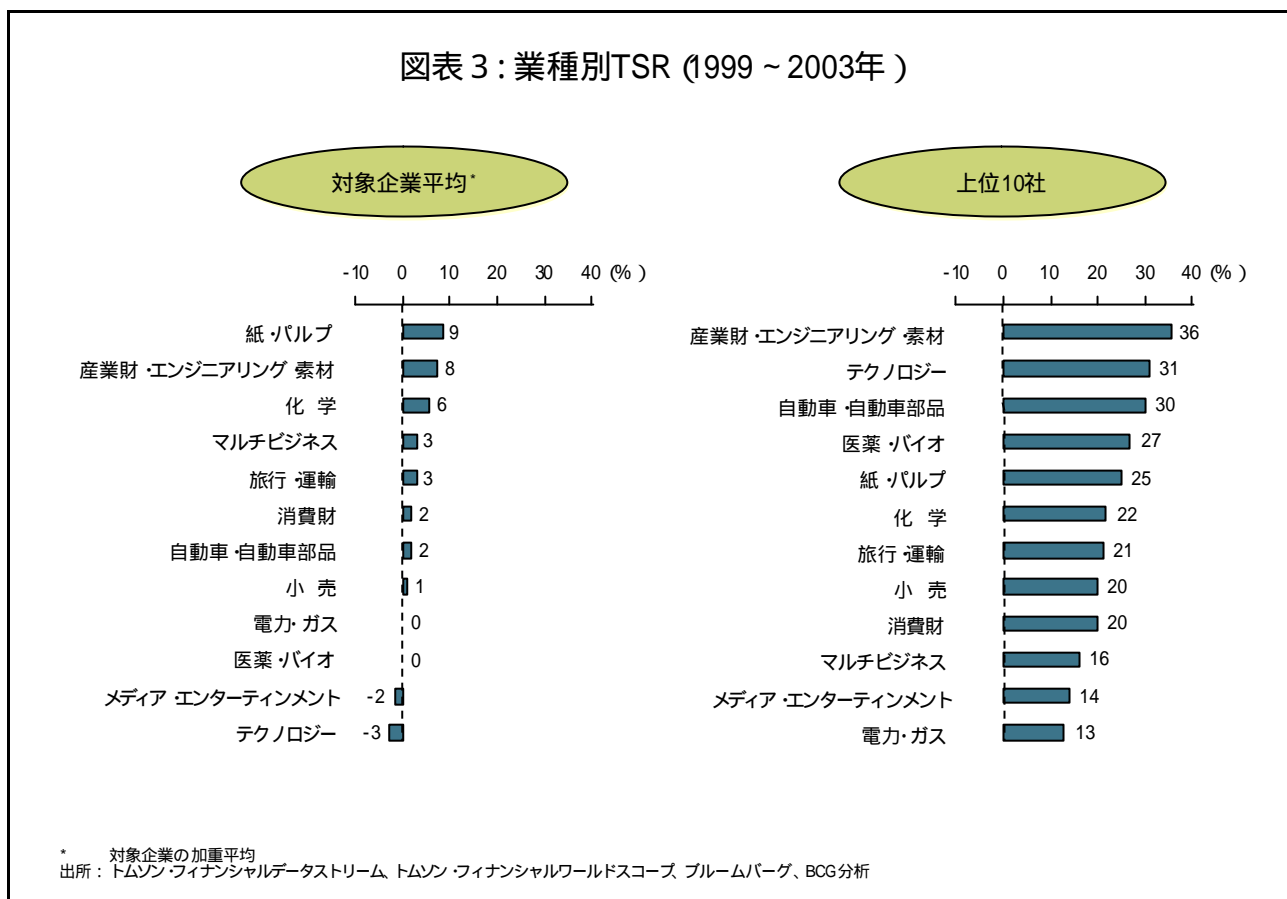
図表 2-b : 全対象企業とトップ10企業の価値創造

(2) 投資家の視点



* 対象企業の合算
 ** 株数増減、ネット負債の増減という要素は示していない
 *** 対象企業の平均
 出所：トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

- 業界別平均 TSR で見ると、ハイテク通信、製薬などの高成長産業のエクスペクテーション・プレミアムの縮小により、全般的に伝統的オールドエコノミー産業が上位にきている。たとえば、紙パルプ業界はサンプリングを行った 12 業種のうちでもっとも高い、9 パーセントの年平均 TSR (過去 5 年間) を記録している (図表 3 参照)



- 債務返済、配当などの形で投資家へのフリー・キャッシュフローの還元が、TSRを決める要因として重要性を増してきている。BCGが行った、100 以上の機関投資家を対象とした調査によると、彼らは以前より直接的なキャッシュの分配を重視していることがわかった。
- 将来を見通すと、今後の年平均 TSR は、80 年代や 90 年代の異常な高騰 (年平均約 16%) と、過去 5 年のマイナス基調の中ほどあたりに落ち着きそうである。アナリストの予測に基づくと、この先 10 年の平均 TSR は 7 ~ 9% と SP500 の超長期平均 10% を割り込み、一桁成長にとどまると推測される。

「目利き投資家たち」と「一桁成長」を特徴とする市場で、経営幹部は TSR を上昇させるために可能なレバーをすべて活用することを迫られる。これにはまた、以前よりダイナミックで多角的な取り組みも必要となる。そのために必要なアプローチを、BCG では「統合的価値創造戦略」と呼んでいる。これには次の 3 つの要素がある。

ファンダメンタルズの向上

伝統的なバリューマネジメントと同様、ファンダメンタル・バリューを高めることが、この「統合的価値創造戦略」の中核をなす。そして、ファンダメンタル・バリューを押し上げるあらゆる要素のなかでも、「収益性を維持した成長」こそが最も重要である。TSRの2/3から3/4の部分はこの「収益性を維持した成長」で説明できると、BCGでは推定している。コスト削減の時代を乗り越え、成長エンジンの再構築という課題に立ち向かっている経営陣も多い現在、この点に注目することは時宜にかなっている。

バリュエーション・マルチプルを有効に使う

企業は長期的視点でファンダメンタル・バリュー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、に精通している必要がある。

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、大きな促進要因となった「制約となった」する。

本レポートでは、バリュエーション・マルチプルを有効に使うための新しい手法を紹介している。これにより経営幹部はバリュエーション・マルチプルのドライバーが何であるか経験的に理解し、各種施策がマルチプルに与えるインパクトを予測することができる。そしてやがては、一定の範囲内ではあるが、マルチプルをコントロールできるようにすらなれると考える。

フリー・キャッシュフロー活用上の優先順位

自社の生み出したフリー・キャッシュフローの用途は、経営幹部にとって最も重要な戦略的意思決定である。どのような割合で内部投資に充て、買収資金を蓄え、投資家への還元に向け振り向けるべきか。投資家への還元にしても、負債を返済する、配当を支払う、自社株買いを行うなどの選択肢がある。

市場自体の成長が小幅にとどまり、投資家への直接的なキャッシュの還元がTSRを決める重要な要素となってきた現在の環境においては、経営幹部は今一度キャッシュフローの用途を考え直すべきであろう。

「バリュー・クリエイターズ・レポート2004 統合的価値創造戦略の構築」では、統合的な価値創造戦略を構築するうえでの課題と、統合的価値創造戦略構築によるメリットに着目し、以下の内容について解説している。

- トップ・パフォーマー・ランキング(グローバル、地域別、業界別)とその成功要因
- 「統合的価値創造戦略」の3つの要素と、それに基づくバリューマネジメントの考え方の進化
- 企業価値を高めるドライバー間のトレードオフをマネージするための新しい手法
- 「統合的価値創造戦略」構築への5つのステップ

添付

全世界大型企業トップ10

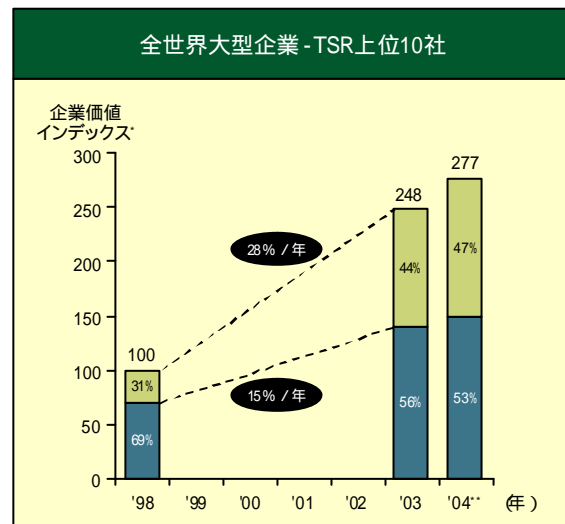
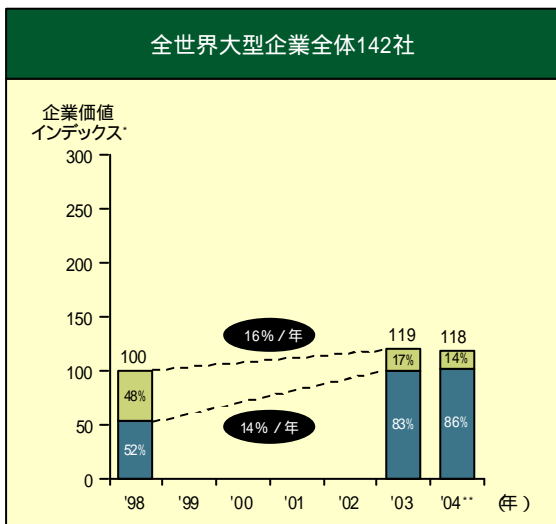
アジアパシフィック企業トップ10

添付 - 1 : 全世界 大型企業 TSRトップ10

順位	企業	国籍	業種	TSR ²⁾	時価総額 ³⁾ (十億\$)	TSRの因数分解 ¹⁾						TSR 2004 ⁴⁾	EP ⁵⁾
						売上 成長	マージン 増減	EBITDA マルチプル 増減	配当 利益率	株数 増減	ネット負債 増減		
1	クアルコム	米国	テクノロジー	53.0%	43.148	4%	32%	18%	0%	-6%	5%	53.5%	65%
2	サムスン電子	韓国	テクノロジー	44.2%	61.926	21%	-3%	10%	3%	-3%	15%	-0.1%	41%
3	フォレスト・ラボラトリーズ	米国	医薬	36.0%	22.596	37%	21%	-19%	0%	-3%	0%	-24.2%	6%
4	日産自動車	日本	自動車	29.8%	51.632	1%	12%	0%	1%	-10%	26%	0.7%	14%
5	E-ベイ	米国	消費財	26.3%	41.737	69%	10%	-48%	0%	-7%	0%	45.1%	83%
6	シスコ	米国	消費財	23.6%	24.093	12%	4%	4%	2%	1%	1%	-18.0%	50%
7	ボストン サイエンティフィック	米国	医薬	22.4%	30.112	10%	1%	9%	0%	-1%	3%	2.6%	63%
8	3M	米国	マルチビジネス	21.7%	66.579	4%	3%	9%	3%	1%	2%	-5.6%	52%
9	リオ ティント	英国	産業材	21.7%	29.385	6%	11%	0%	5%	0%	0%	2.0%	45%
10	BHP ビリトン	オーストラリア	産業材	21.1%	34.482	-6%	25%	22%	3%	-21%	-2%	24.9%	37%

- 1) 5年平均TSRの内訳(%とい)形で、各要素の貢献度合いを示す
 2) 1999年～2003年の5年間の年平均TSR
 3) 2003年12月31日現在
 4) 2004年10月13日現在
 5) 2003年の時価総額のうち、エクスペクテーション・プレミアムの占める割合、%
 注: n = 世界の時価総額200億ドル超の企業142社
 出所: トムソン・フィナンシャルデータストリーム、BCG分析

添付 - 2 : ファンダメンタル・バリューとエクスペクテーション・プレミアムの推移 大型企業

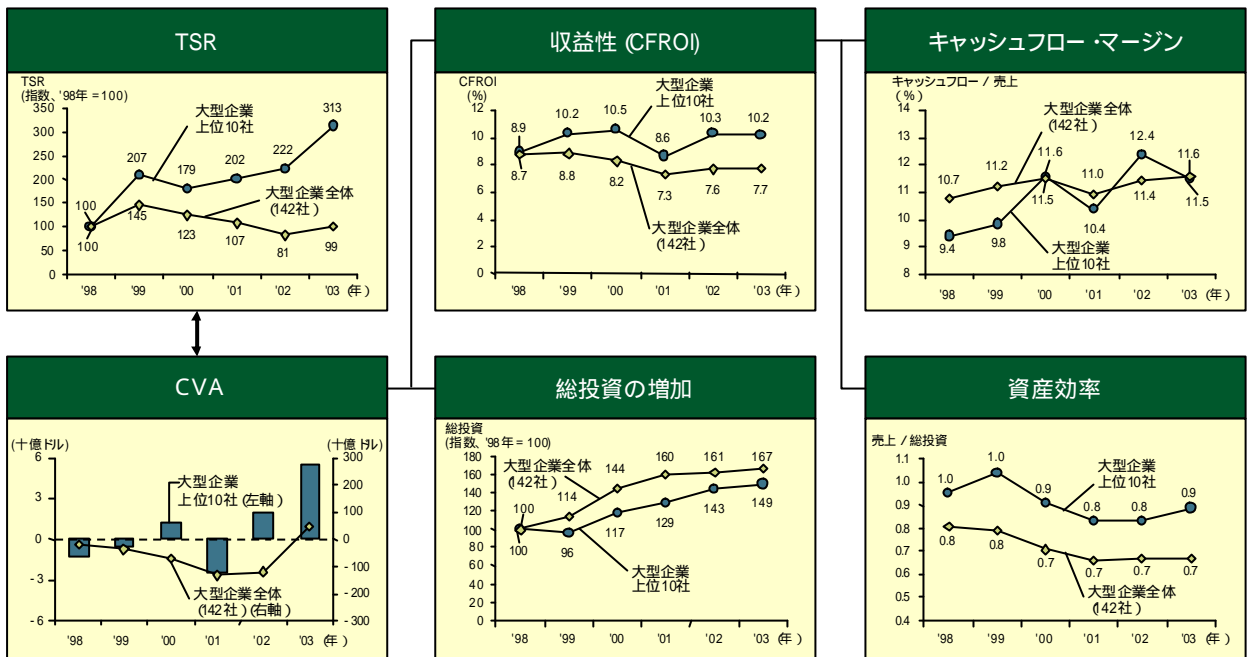


■ : エクスペクテーション・プレミアム
 ■ : ファンダメンタル・バリュー

* 時価総額 + ネット負債、1998年の数値を100とする
 ** 時価総額は2004年10月13日時点。ファンダメンタル・バリューは直近12ヶ月の平均
 出所: トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコース、ブルームバーグ、BCG分析

添付 - 3 : 大型企業の価値創造の要因分析

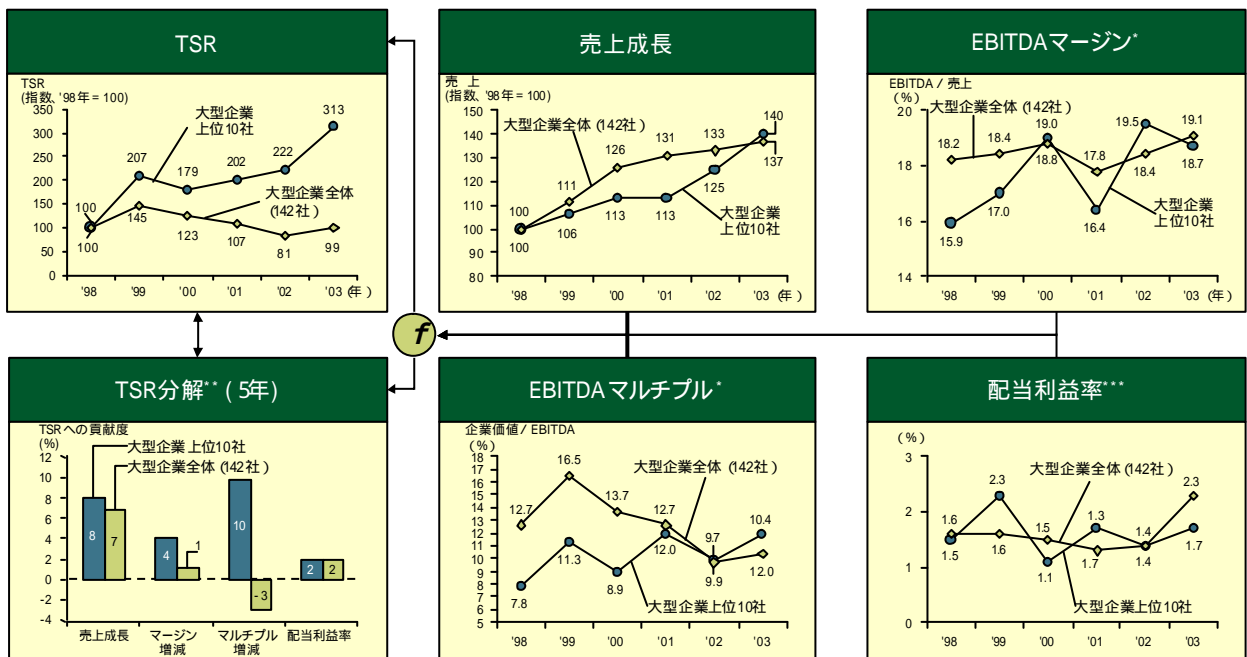
(1) 経営者の視点



出所：トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

添付 - 4 : 大型企業の価値創造の要因分析

(2) 投資家の視点



* 対象企業の合算
 ** 株数増減、ネット負債の増減という要素は示していない
 *** 対象企業の平均

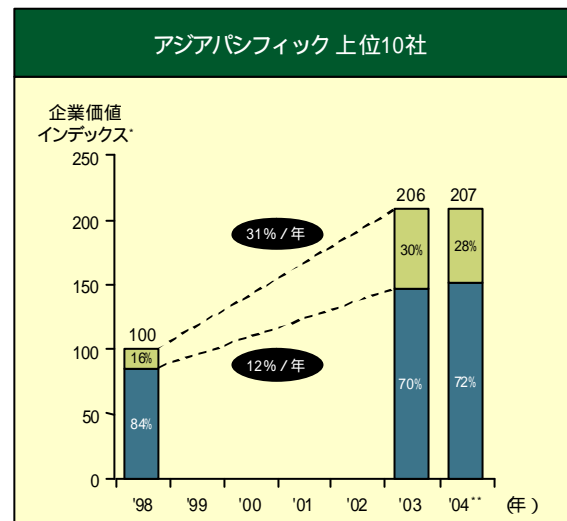
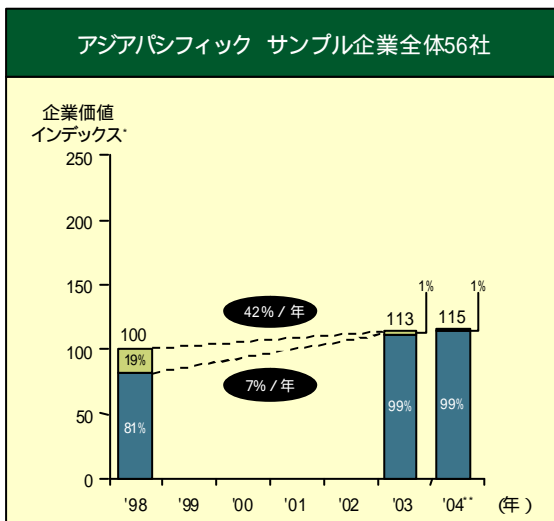
出所：トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

添付 - 1 : アジア・パシフィック企業 TSR トップ10

順位	企業	国籍	業種	TSR ²⁾ (%)	時価 総額 ³⁾ (十億 \$)	TSRの因数分解 ¹⁾						TSR 2004 ⁴⁾	EP ⁵⁾ 2004/10
						売上 成長	マージン 増減	EBITDA マルチプル 増減	配当 利益率	株数 増減	ネット負債 増減		
1	サムソン電子	韓国	テクノロジー	44.2%	61.926	21%	-3%	10%	3%	-3%	15%	-0.1%	41%
2	リライアンスインダストリー	インド	化学	38.6%	17.537	35%	-6%	9%	3%	-8%	6%	-5.0%	40%
3	日産自動車	日本	自動車	29.8%	51.632	1%	12%	0%	1%	-10%	26%	0.7%	14%
4	SKテレコム	韓国	テクノロジー	28.2%	13.742	24%	3%	1%	1%	-2%	1%	-8.8%	12%
5	ポスコ	韓国	産業財	24.1%	12.171	6%	4%	-3%	4%	3%	10%	13.4%	-15%
6	BHP ピリトン	オーストラリア	産業財	21.1%	34.482	-6%	25%	22%	3%	-21%	-2%	24.9%	37%
7	台湾セミコンダクター	台湾	テクノロジー	18.6%	37.907	30%	1%	-9%	0%	-5%	2%	-22.5%	59%
8	キヤノン	日本	テクノロジー	16.4%	41.035	3%	6%	2%	1%	0%	5%	7.1%	3%
9	リコー	日本	テクノロジー	16.0%	14.701	5%	2%	-3%	1%	-1%	6%	4.3%	31%
10	東京エレクトロン	日本	テクノロジー	13.9%	13.718	0%	-17%	30%	0%	0%	0%	-30.6%	64%

- 1) 5年平均TSRの内訳 (%という形で、各要素の貢献度合いを示す)
 2) 1999年～2003年の5年間の年平均TSR
 3) 2003年12月31日現在
 4) 2004年10月13日現在
 5) 2003年の時価総額のうち、エクスペクテーション・プレミアムの占める割合、%
 注： n = アジア・パシフィック地域の時価総額100億ドル超の企業56社
 出所： トムソン・フィナンシャルデータストリーム、BCG分析

添付 - 2 : ファンダメンタル・バリューとエクスペクテーション・プレミアムの推移 アジアパシフィック企業

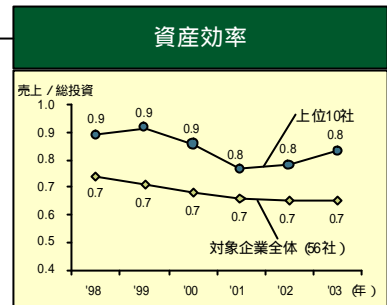
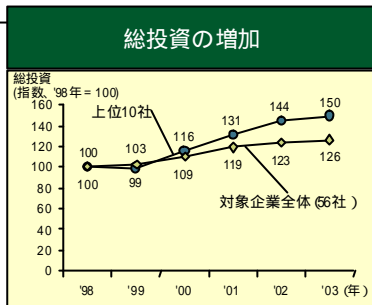
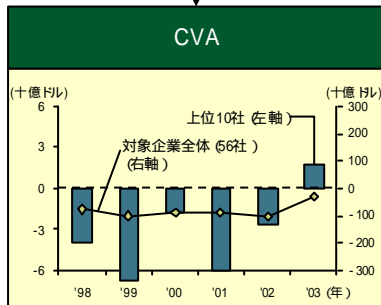
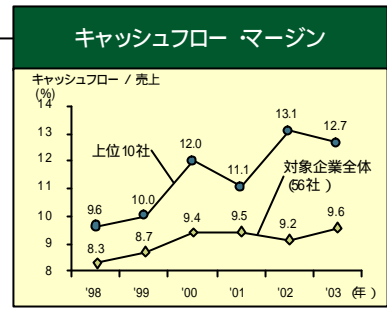
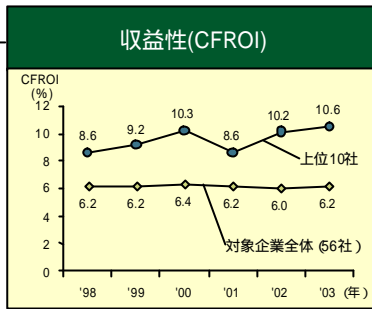
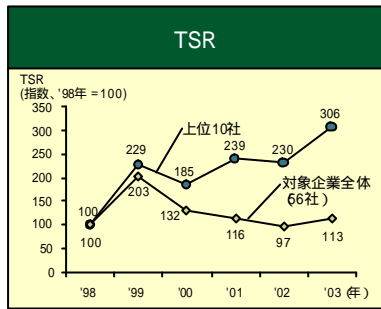


■ : エクスペクテーション・プレミアム
 ■ : ファンダメンタルバリュー

* 時価総額 + ネット負債、1998年の数値を100とする
 ** 時価総額は2004年10月13日時点。ファンダメンタルバリューは直近12ヶ月の平均
 出所： トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコープ、ブルームバーグ、BCG分析

添付 - 3: アジアパシフィック企業の価値創造の要因分析

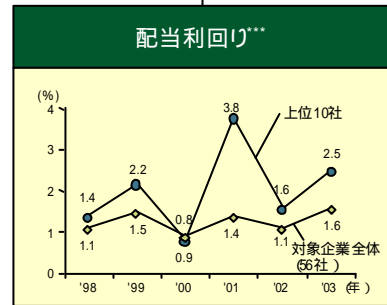
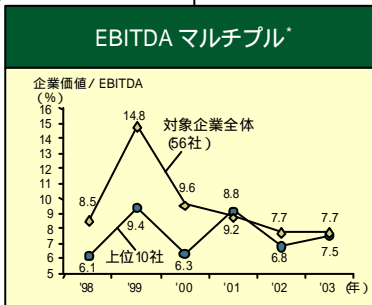
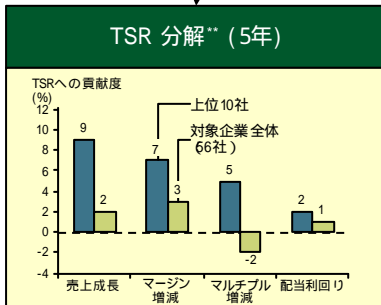
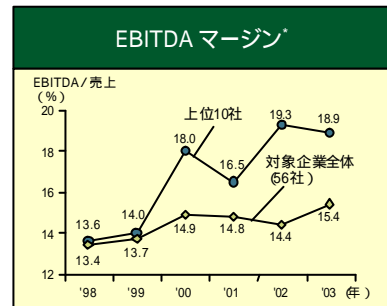
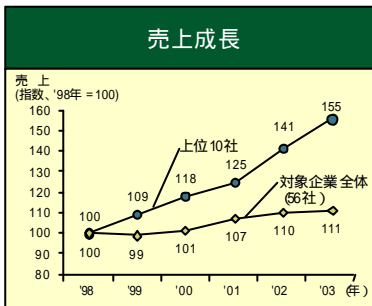
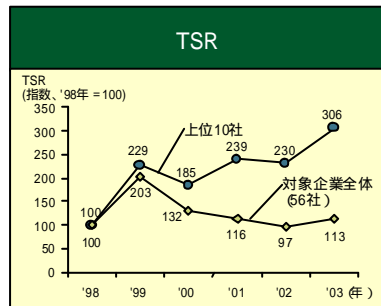
(1) 経営者の視点



出所: トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコップ、ブルームバーグ、BCG分析

添付 - 4: アジアパシフィック企業の価値創造の要因分析

(2) 投資家の視点



* 対象企業の合算
** 株数増減、ネット負債の増減とい要素は示していない
*** 対象企業の平均

出所: トムソン・フィナンシャルデータストリーム、トムソン・フィナンシャルワールドスコップ、ブルームバーグ、BCG分析

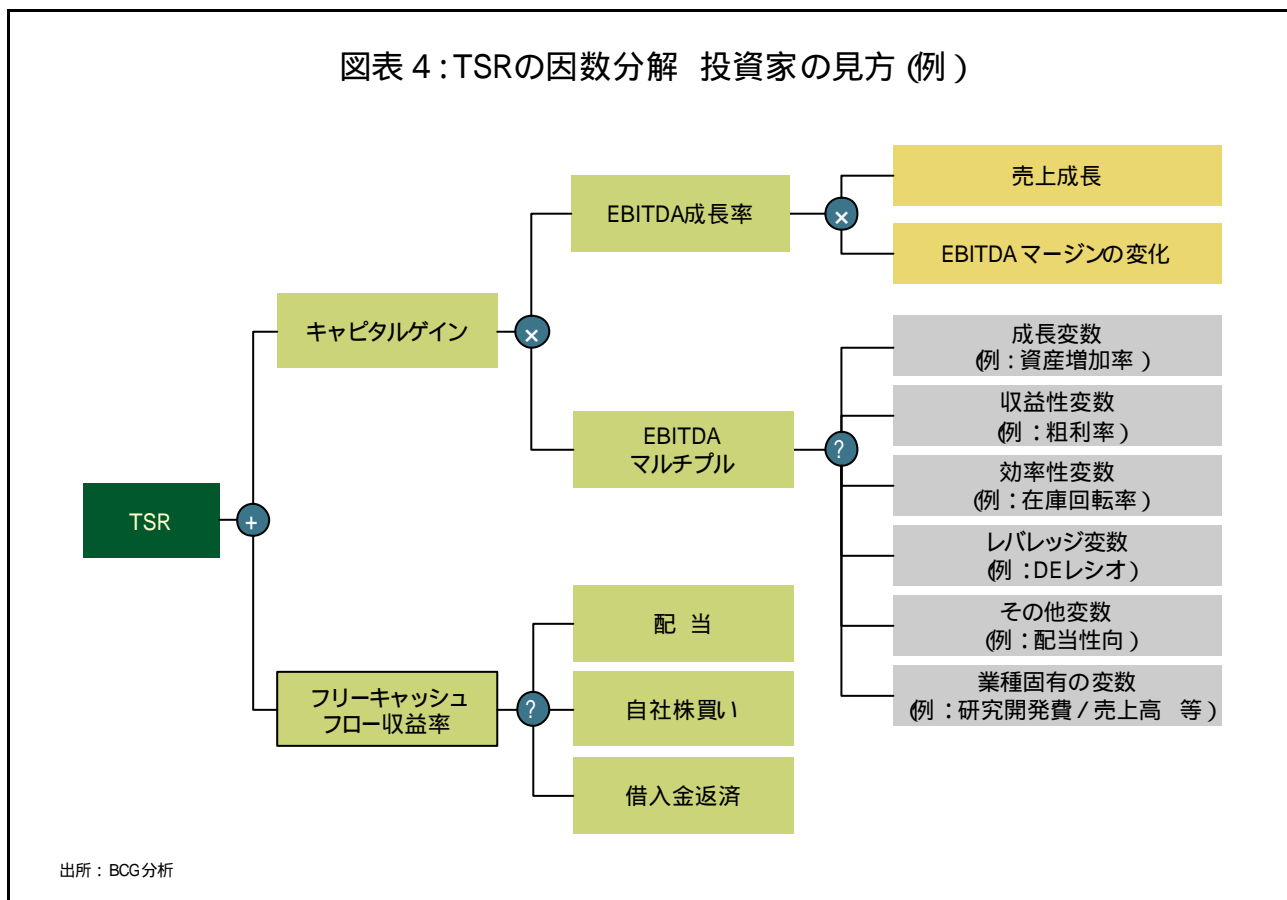
TSR パフォーマンスの要因分析について

経営者も投資家も、平均を上回る TSR の達成を企業価値創造の最終目標と考えている点は同じだが、この両者は通常、TSR パフォーマンスの要因について異なる切り口で分析している。

企業サイドでは、過去 20 年間、多くの企業は TSR を上昇させる近道はファンダメンタル・バリューの向上だと考え、CFROI に代表されるキャッシュベース指標の改善に注力してきた。これらのキャッシュベース指標には 2 つのメリットがある。1 つは、キャッシュベース指標により、長期的な TSR パフォーマンスの要であるファンダメンタル・バリューの源泉を追跡できることだ。もう 1 つは、キャッシュベース指標を使って、TSR 目標を、経営陣が実際にマネージ可能なオペレーション指標に翻訳・分解できることだ。このため、BCG でも長くこの分析をレポートの中心にすてきた。前掲の図表 2-a は、この従来手法により全対象企業の TSR パフォーマンスを分析したものである。

この従来手法に加え、近年 BCG では、投資家サイドの企業に対する期待や予測を反映した「エクスペクテーション・プレミアム」という考え方を導入し、ファンダメンタル・バリューだけでは説明しきれない要因についても解明できるよう、分析体系に改良を加えてきた。

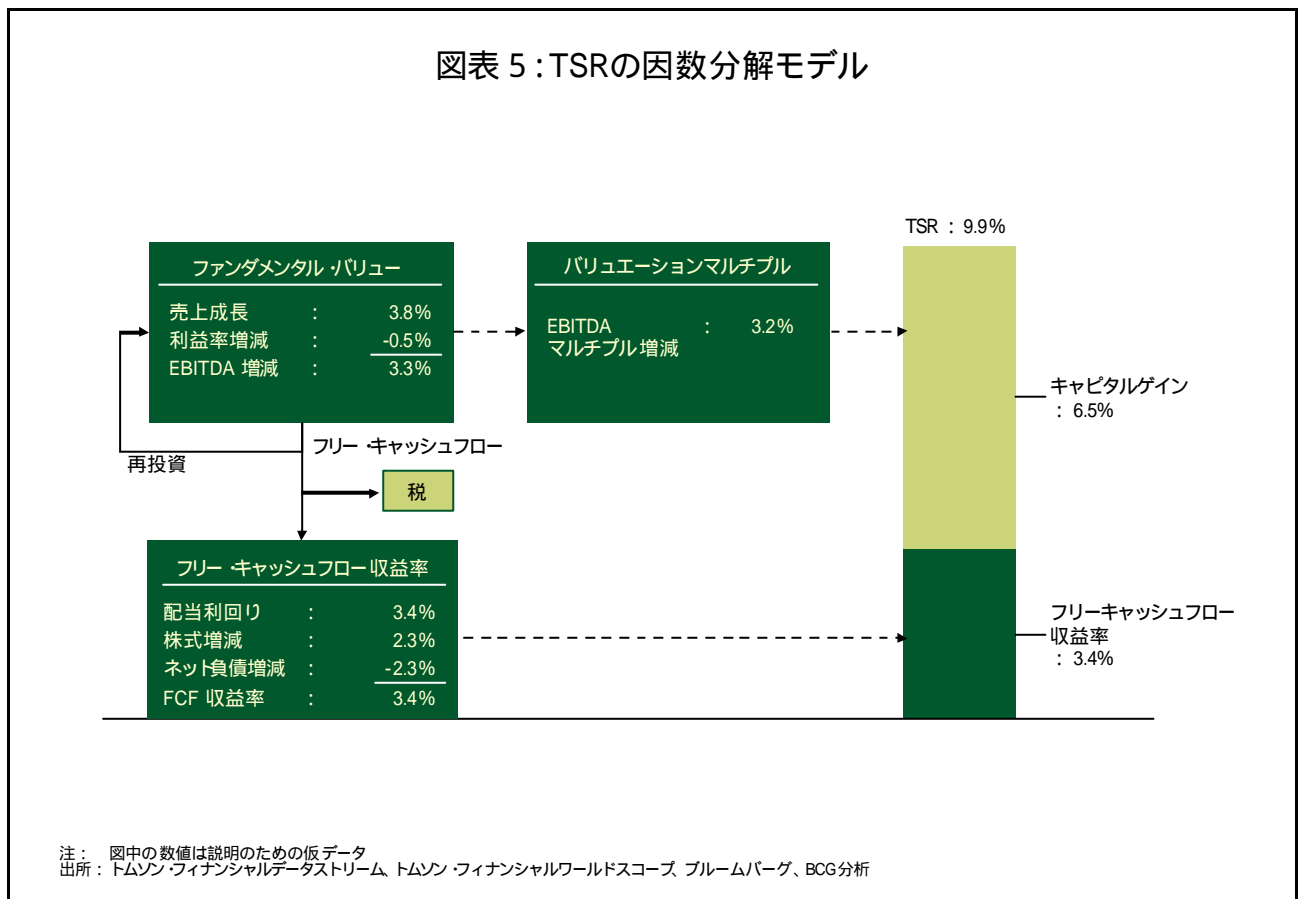
投資家サイドからの株価の見方は、将来予測、同業他社に比較して妥当なマルチプルレベル、フリー・キャッシュフローがいかに還元されるか・等さまざまな要素を織り込んだものである。投資家はこれを、売上成長・利益、PER、配当利回り等、幅広い指標を駆使して分析する。このような投資家サイドの見方の一例を示したのが図表 4 である。



従来のファンダメンタル・バリューに基づく見方と、投資家の見方、この2つの見方を併用すれば、企業価値をより立体的に把握することができる。この投資家の見方に基づいて TSR パフォーマンスを分析するために、BCG では次の2つの手法を開発し、『バリュー・クリエイターズ 2004』の分析に採用した。

● 「TSR decomposition profile」(TSR 構成要因の因数分解)：

TSR パフォーマンスの要因を、投資家にとって一般的な6つの財務指標に分解してモデル化し(図表5参照) このモデルに基づき、6つの要素がそれぞれ対象5年間の年平均 TSR にどれくらい貢献したかという内訳を分析。6つの財務指標とは、売上成長率、EBITDA¹ 損益率の増減、EBITDA マルチプルの増減、配当利回り、発行済み株式数の増減率、負債総額の増減率で、おおまかに言うと、
 企業が企業のファンダメンタル・バリュー向上の指標、バリュエーション・マルチプルの指標であり、
 は投資家へのフリー・キャッシュフローの還元形態を示す。この分析により、対象期間に企業価値を向上させるうえで、どの要素が最も重要であったかを理解することができる。全対象企業の TSR パフォーマンスをこの手法で分析した結果が前掲の図表 2-b である。



● Comparative multiple analysis (相対マルチプルの分析)：

エクスペクテーション・プレミアムはバリュエーション・マルチプルに反映されるが、企業のバリュエーション・マルチプルの業界他社との差がどんな要因によってもたらされたかを、回帰分析を使って解明する手法を

¹ Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization、金利 税金 償却前利益

開発した。この分析により論理的に高い確度で、自社のマルチプル増減の要因を定量化し、戦略的選択肢のそれぞれが、業界他社と比較した相対マルチプルにどんな影響をおよぼすかを予測することが可能になる。

調査の概要

世界の上場企業 596 社について、1999 年～2003 年の 5 年間の企業価値創造を、TSR (Total Shareholder Return)を指標として分析した。世界、地域別 (アメリカ、欧州、アジアパシフィック)、業界別のランキングを作成するとともに、トップ・パフォーマーの成功の要因を考察し、企業幹部への示唆を抽出した。

- TSR とは
 - 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。

$$\text{TSR} = \frac{\text{キャピタルゲイン} + \text{配当金の合計}}{\text{基準時の株価}}$$

- 対象企業
 - 以下の基準で選択した企業 596 社を、本レポートのほとんどの分析の対象としている
 - トムソン・フィナンシャル・ワールドスコープの 5,000 社のデータから、まず、調査対象の 5 年間に上場していない期間がある企業、発行済み株式の 25%未満しか株式市場に流通していない企業を除いた。
 - 金融のような、他業界と比較するには分析方法上問題がある業界の企業は除いた²。
 - 残った企業を 12 業界に分類し、業界ごとに時価総額の基準を設け、基準値未満の企業は除いた。
 - 「大型企業ランキング」時価総額 200 億米ドル超の企業を「大型企業」とし、対象企業のうちこれに該当する 142 社についてトップ 10 ランキングを作成するとともに、これら 10 社についての分析を行った。
- 以上

² 金融機関の価値創造についての分析は、BCG Report “Path to Value Creation: Global Corporate Banking 2003” (2003 年 11 月)で詳述している。