



THE BOSTON CONSULTING GROUP

コラテラル・ダメージ

バリュエーション・アドバンテージ：
景気後退下の投資家の企業への期待
(BCG 投資家調査より)

2009年6月

ボストン コンサルティング グループ
Jeff Kotzen、Eric Olsen、Frank Plaschke

目次

	<u>頁</u>
1. はじめに	2
2. 様変わりした投資家の優先順位	5
3. 新しい株式市場セグメンテーション	9
4. 最も有効なキャッシュの使い方	11
5. 投資家の期待をマネジメントするために不可欠なこと	13
6. 優位性確立への道すじ	14

コラテラル・ダメージ

バリュエーション・アドバンテージ：景気後退下の投資家の企業への期待

(BCG 投資家調査より)

「コラテラル・ダメージ」シリーズではこれまで、今回の資本市場および市場経済の危機の背景について概説するとともに、企業がこの危機を乗り越え、さらには競争優位性を高めるためにとるべき打ち手を提起してきた。¹

本レポートでは、BCG が 2009 年第 1 四半期に行った、160 人の機関投資家と株式アナリストを対象としたアンケートとインタビューを基に、投資家は企業がどのように景気後退に対応することを求めているのか、について考察した。

1. はじめに

世界的金融危機に直面し、企業の経営幹部の主な関心は今、当然のことながら社内に向いている。キャッシュフローを最大化させるための経費削減やリストラクチャリング、またバランスシートを強化し、資金の流動性を保つなど、財務面に破綻をきたさないための措置に力を注いでいる企業が多いだろう。だがこの過程で、株主である投資家の見方—彼らが何を優先するのか、あるいは、彼らの考え方が企業価値にどのような影響を及ぼすのか—に思いを巡らせる経営幹部は比較的少ない。

実際、(米国を例にとれば)1932 年の大恐慌に次ぐ史上 2 番目の 6 ヶ月下落率を経験し、なお非常に不安定な状態が続く株式市場の現況を鑑み、投資家の見方の妥当性に疑いを抱き始めた経営幹部も多い。それどころか、株主価値経営の原則自体に疑問を呈する経営者も出てきている。毎年のように市場予想を上回る四半期利益を稼いだことで有名な、GE のジャックウェルチ (元会長・CEO) ですら、現在では「株主価値は世界で最もばかげた考えだ」と語っている。²

BCG では長きにわたり、企業は、持続可能な競争優位性を有し、かつ、経営資源を適切に各事業に配分できてはじめて、長期的に平均以上の株主利益率を達成できると考えてきた。そして、四半期利益を過

¹ 「コラテラル・ダメージ」シリーズ、および関連出版物は、弊社ホームページでご覧いただけます。

<http://www.bcg.co.jp/keieitopics/collateraldamage.html>

² Francesco Guerrera, “Welch condemns share price focus” Financial Times, 2009 年 3 月 12 日

度に重視するあまり株主利益を損なうことに異を唱え、長期的な視点を持つよう一貫して訴えてきた。³

だが、BCG は景気後退期においても投資家の考え方を無視してはならないと信じている。バブル経済期以上に彼らの意見が重要だからだ。なぜか。一つには、外部から資金調達することが難しい時期においては、株主である投資家はより重要なステークホルダーとなるからである。しかしさらに重要なのは、さしあたりの財務上の安全を確保するため社内に傾注するあまり、より大きな、長期的な事業機会を逸してしまう危険性があるためである。

「コラテラル・ダメージ」シリーズVol.5⁴で我々は、景気後退期は産業構造の変革をもたらし、競争優位性を追求する攻防を通じて、新しい勝者と敗者を生み出す可能性があることを指摘した。成熟産業は企業統合のプレッシャーに直面する。過酷な経済状況のなかで、非効率なビジネスモデルしか持たない企業は淘汰される。一方、景気後退を活用して競争力を高める企業が産業の新しいリーダーとして浮上する。つまり、景気後退期は競合企業間の小さな差異を、ゲームのルールを変える可能性をはらむほど大きな、競争優位性を創出する能力の優劣へと変換する土壌となり得る。

なかでも大きなインパクトを持つ差異として、我々が「バリュエーション・アドバンテージ」と呼ぶ能力、つまり企業が PER や EV/EBITDA 倍率などのバリュエーションマルチプルをコントロールする力、がある。バリュエーションマルチプルは、(その絶対水準や、過去の最高値・最安値の水準に関わらず)比較対象となる競合企業群の水準に大きく左右される。このバリュエーション・アドバンテージを備えた企業は、高く評価されている自社の株式価値をベースに、外部資本の導入も有利に進められるだろう。また、自社の株式の買収通貨としての価値も上昇するため、景気後退が深刻化して多くの業界で再編が進む局面、また多くの企業の財務脆弱性が露呈し、価値ある資産を割安に獲得する機会が拡大する局面において、「喰われる側」ではなく「喰う側」に位置することができる。投資家の見方と、彼らが経営陣の課題をどの程度支持するのか、ということが重要となってくるのはこういった理由からである。

経営幹部の意思決定への投資家の反応も、バリュエーション・アドバンテージを有するか否か、にかかってくる。それは必ずしも、投資家が求めることをしなければならない、というわけではない。時には、戦略的な理由から株式市場に「否」と言う必要もあるだろう。それでもなお、少なくとも経営幹部は、その戦略的意思決定が、自社の株式に対する投資家の期待値にどのような影響を与えるかを予測し、積極的でオープンな投資家とのコミュニケーションで、自社の戦略の背景にある論拠を伝える必要がある。

BCG ではこのような問題意識から、欧米の様々な機関投資家、株式アナリストを対象に、景気後退に企業がどのように対応すべきと考えているか、について調査を行った(コラム「BCG 投資家調査」参照)。結果は企業を励ますものであり、近年の好況期の投資家の志向がとりもなおさず投資家の見方だと思い込んで

³ BCGの10年間にわたる株主価値に関する考え方については、Value Creators Report をご参照ください。
http://www.bcg.com/impact_expertise/publications/files/2008_Value_Creators_Missing_Link_Sep_2008.pdf

⁴ 「コラテラル・ダメージ」シリーズ Vol.5 “Confronting the new realities of a World in Crisis”, 2009年3月

いる人々にとっては意外なものかもしれない。この調査から次の3つのポイントが顕著に浮かび上がった。

- ◆ 回答した投資家は、企業が2009年の利益予想を達成できるか否か、に固執してはいなかった。近年には見られないほど、彼らは企業が長期的な戦略に注力することを許容し、足元数四半期の利益予想より、長期的な競争優位性を築くための、明確で説得力のある戦略を重要視している。
- ◆ さらに彼らは、この景気後退が、競争力を高め、時には一足飛びに競合他社の上に立つ「またとないチャンス」となる企業もあると確信している。確かにバランスシートが脆弱で当面の資金調達に問題がある企業は、生き残りに注力するほかに打つ手は少ない。しかし強固なバランスシートを持ち、資金面でも問題のない企業は景気後退を活用すべきである、と投資家は考えている。また彼らは、企業がどのような施策を打ち、キャッシュをどう使うべきか、についても確固たる考えを持っている。回答者の多くは、こういった優良企業が十分な攻めの姿勢になっていないことを危惧している。
- ◆ 最後に、回答した投資家は、投資先企業との積極的な対話を求め、またこの景気後退の企業への影響についての透明性をもっと高めることを希望している。彼らは、長期的な景気後退の中でも利益をあげていける明確な戦略がある限り、短期的なバッドニュースについては特別こだわらないとしている。投資家はまた、企業の投資家との対話やコミュニケーションには、特に改善が必要だとしている。

要は、投資家たちは「危機を無駄にするな」と企業の背中を押している。景気後退期をただ生き抜くだけでなく、長期的に競争力を高めるバネとして活用するよう求めているのだ。彼らは、説得力のある戦略でそれを行う企業にはバリュエーション・アドバンテージを認める心構えでいる。

<BCG 投資家調査>

BCG では、株主価値向上のための戦略策定プロジェクトを支援することも多いため、欧米の市場関係者との幅広いネットワークを構築している。今年1月、我々は運用資産600億USドル以上の機関投資家、および株式アナリストの計500人にインターネット調査を行い、景気後退に対し企業がどう対応すべきか、について尋ね、135人から回答を得た(回答率27%)。さらに25人に対し詳細なインタビューを行った。合計で160人から回答を得た。

我々は市場関係者の見方を総合的に見るとどうなるか、ということに興味をもったが、それは、彼らが未来を占う水晶玉を持っているからではない。むしろ、過去6ヶ月の企業価値大暴落というとてつもない大波を経験した、まさしく最初の人々の見方が、これからそれに対応しなければならない企業にとって有益であろうと考えたからだ。これから数年は、これらの観点にそって実際の投資行動をする投資家もいるだろう。彼らの姿勢や信念は、公開企業の経営幹部がこの困難な時期に生き残るため、さらには成長するための戦略を構築するうえで、非常に有益なアドバイスとなるはずである。

2. 様変わりした投資家の優先順位

BCG の投資家調査は、今回の景気後退により投資家の見方や優先順位が大きく様変わりしたことを示している。過去 20 年の世界経済の急成長の間は、多くの投資家は足元の業績に注目してきた。なかでも特に、売上と EPS (一株当たり利益) の成長率に関しては短期志向が顕著だった。これらの指標の堅調な伸びがバリュエーション・マルチプルや、TSR (配当とキャピタルゲインの累積) の上昇ポテンシャルを示すと信じられ、特に重要視されていたからである。また、バリュエーション・マルチプルは歴史的な高水準にあったため、企業が業績予想を達成できない兆しが少しでも現れると、株は売られマルチプルは急落する、という現象が多く見られた。

しかし、この景気後退を受け、投資家はこの短期的志向から、長期的視点で企業経営を行おうとする経営幹部を支持する方向へと舵を切ったようだ。投資家は今、企業が長期的な競争優位性を創出するために必要な施策に注力することを容認している。もちろん、コスト削減と厳格な経営管理が、すべての企業にとって、特に財務の弱い企業にとって、重要なことには変わりはない。だが、投資家たちは、財務の安全性を担保する措置を講じる必要がある企業でも、ただ業績予想を達成するために「家具に火をつける」こと、つまりコストを削減しすぎて将来の成長の芽を摘んでしまうようなことは避けるべきだと強く主張した。

たとえば、72%の回答者が、たとえ足元数四半期の EPS が低迷するとしても、長期的投資を行い競争上のポジションを強化している企業を支持する、と答えている。我々がインタビューした投資家の一人はこう表現している。「今の環境は、市場シェアを上げ維持するには絶好の時期だ。何と云っても、2009 年は誰も株にまっとうな値をつけられないだろうから」。また、こうコメントした投資家もいた。「株価が数ヶ月低迷したとしても、将来の成長の種を失うよりましだ」。

実際、投資家は 2009 年はゲームのルールが根本的に変わるような動きのある年だと確信し、企業がリスクを負いすぎることより、競争優位性のある企業に積極性が足りないのではないかと危惧している。84%の回答者は「現在の景気後退局面が『またとないチャンス』となる企業もある」と考えており、40%近くの回答者が、そのような企業にもっと積極性を持ってほしいと考えている。「現在の環境は、自社の力を結集し、また戦略的ポジションや経営資源を活用して市場での地位を向上させるための好機だと認識している企業はそれほどない」とコメントした投資家もいた。

この方向転換は、一つには、投資家たちが数年先を見据えていることで説明がつく。彼らは全体として、2009 年の株式市場についてはきわめて弱気な見方をしている。我々が調査を行った 2009 年の第 1 四半期において彼らは、まだマーケットは底を打っておらず、米国においては 5-15%程度、他の地域ではさらなる下落の余地があるとの見解を持っていた。逆説的ではあるが、多くの投資家たちは、市場の短期的な先行きに対し悲観的であるがために、企業の足元の業績に対して寛容になっている。短期的に利益がどの程度、そしてどれくらいの期間、下落するかということと、企業の長期的な生存可能性の関係は今の時点では全く不明瞭なのだ。

投資家たちは 2009 年のパフォーマンス低下についてはある程度織込み済みであり、2010 年もしくはその先を見ている。そして、その先の未来については、彼らはより楽観的である。62%の回答者が景気後退は米国では2010年内、欧州では2011年内のどこかのタイミングで収束し、株式市場の好転はそれより6～12ヶ月先行すると考えている。「経済環境が今年中に回復しなかったとしても、株価は景気回復を見込んで反発すると思う」と回答者の一人は答えている。しかしながら、株式市場が近いうちに以前の高水準を回復すると見ているわけではなく、回答者の 52%は以前の水準に戻るのは 2013 年～2015 年と考えており、21%はさらに長くかかると見ている(コラム「マーケットを占う」参照)。

方向転換のもう一つの要因は、今日の弱気相場において、投資家の投資スタイルが変化したことである。概して、機関投資家はそれぞれに特色のある投資スタイルを取り、成長、リスク、キャッシュの使途、等における選好性も様々である。たとえば好況期には、企業の株主のうち、成長株投資家やGARP投資家⁵など、成長性に注目する投資家群と、割安銘柄に投資する”バリュー”投資家群のどちらが大勢を占めるのが重要であった。なぜなら、これらの様々タイプの投資家は企業価値評価の軸も異なり、選ぶ企業のタイプや産業も様々だからである。

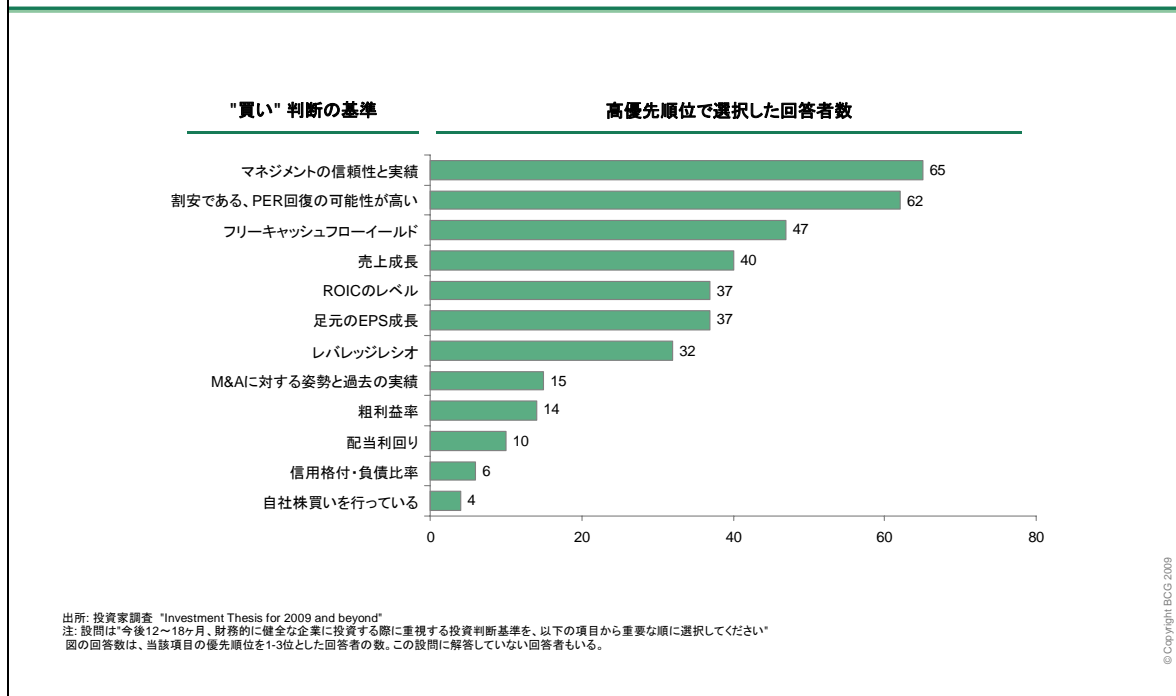
我々の調査が何らかの兆しを示しているとする、現在、より多くの投資家が“バリュー”志向に傾いているということである。36%の回答者が過去と比べ「より“バリュー”志向となった」と答えているのに対し、「より“成長”志向となった」と答えている回答者はわずか4%である。投資スタイルを修正した、と答えている回答者の 10 人に9人が“バリュー”投資に転換している。

このバリュー志向へのシフト(将来の利益の方向性が不明瞭な現状を鑑みれば合点がいくことである)により、投資家はバランスシートや資本の流動性、キャッシュの状況に焦点を置くようになった。インタビューに答えた一人の投資家は、「今はキャッシュフローしか見ていない」と、もう一人は、「キャッシュフローに注意を払っている。特にキャッシュフローの安全性に」とコメントしている。

この流れと整合して、投資家の投資行動もまた、特定セクターへの投資から個別銘柄投資への動きを強めている。60%近くの回答者が、今後しばらく株式市場は個別銘柄に対する調査をもとに銘柄推奨を行う「ストックピッカー」だけが勝てる市場となると確信している。投資家は、潤沢なキャッシュフローを稼ぎ出し、優秀な経営幹部に率いられていながら割安に評価されている銘柄を選択して投資しなければならない市場である。「今、投資機会は、個別銘柄を一つ一つ積み上げていくところにある」と語る投資家もいる。現時点で重要な投資基準を 3 つ挙げてくださいという設問で最も多くの投資家が選択したのは、「経営幹部の信頼度と実績」、「割安である、PER 回復の可能性が高い」、「フリーキャッシュフロー・イールド」であった。(図表1参照)

⁵ Growth at Reasonable Priceの略で、株価が市場実勢と比較して割安、そして成長率が市場平均を上回る銘柄に投資する。純粋な成長株投資家より保守的な投資スタイルを持つ

図表1. 投資家の"バリュー"志向へのシフトが進む



バリュエーション・マルチプルが長期的な平均水準より低い値まで急激に低下している現在にあつて、PER 回復の可能性を強調するのはなぜか、もう少し説明する必要があるだろう。景気後退以前の、平均的にマルチプルが高かった時期には、企業のマルチプルが著しく改善することは考えにくかったため、投資家はこれを TSR 上昇の大きな要因とは見ていなかった。だが、マルチプルが大きく低下した現在、この回復が相対的に TSR 上昇の大きなドライバーとなりうる。実に、60%の回答者が PER の改善が今後 3 年の TSR 伸長にとって非常に重要、もしくは重要な要素であると答えている。ある投資家は次のように語る。「企業は利益をあげられないかもしれない。しかし、株価は変化率の改善に反応するだろう。皆、最悪は脱し、株価は動き始めていると気づいている」。

割安に評価されている銘柄には大幅な見直しが入るはず、と楽観的な見方をする投資家の挙げるもう一つの理由は、彼らが 2008 年後半の 30~40% の急激な株価の下落は、経済のファンダメンタルズではなく、短期的な資本市場のダイナミズムによるものと考えているからである。2008 年後半、株式からの大規模な、少なくとも 5500 億ドル規模の、“資本逃避”が起き、投資家は投資信託やヘッジファンドから資本を引き上げ、ファンドマネジャーたちは株式への資産配分を減少させた。回答者たちは、この流出額の約 3 分の 1 はファンダメンタルズというよりは、(恐怖による不合理な判断を含む)この資本市場のダイナミズムに起因しているものだ、と推計している。「ファンダメンタルズはそれほど悲惨な状況ではない。大幅に割安評価されている企業が存在することは疑う余地もない」と、ある投資家は語っている。

ゴールドマンサックスが、この見方を裏付ける定量分析をおこなっている。この分析によると、バリュエー

ション・マルチプルの分散度合いは、史上最も低レベルとなっている。言い換えると、市場の大規模な株の売却以前には、強いファンダメンタルズに支えられ高く評価されていた企業のほうが、ファンダメンタルズが弱く低い評価を受けていた企業に比べ、相対的に大きく値を下げたことを示唆している。仮に 2008 年後半にキャッシュに流入した資本の相当額が株式市場に還流するタイミングがあれば、割安に評価されている企業は、平均以上に恩恵を受けるであろう。これが、ゴールドマンサックスが現下のマーケットを「構造的勝者の株を比較的安値で手に入れ、構造的弱者の株を比較的高値で売却できる機会」と表現している理由である。⁶

我々の調査結果を見る限り、回答者たちはこの見方を共有していると思われる。彼らは短期的な利益に賭けているのではなく、キャッシュフローとバランスシートの強固さ、そして現在のマーケットでどの程度彼らが割安評価されているのか(PER が大幅に反発する可能性があるのか)、経営幹部が景気後退を利用して長期的に競争上の地位を向上させられるか、ということに賭けているのだ。

<マーケットを占う>

株式市場における世界同時不況のインパクトを測る人々には、2 つの流派がある。「やや楽観的」な人々と、「過度に悲観的」な人々である。

「やや楽観的」な人々も、今回の不況は深刻なものだと認めている。だが、これは通常の景気循環であり、意外に早期に回復するものと考えている。結果として、彼らは強気というわけではないが、株式には(特に他のアセットクラスと比較すると)割安感があり、現下の市場下落には価値創出のチャンスがあると信じている。さらに、株式市場が回復すれば、続いて実体経済も回復すると考えている。

「やや楽観的」な人々は、社債と国債の利回り格差は大恐慌の 1930 年代と同程度の倒産・債務不履行のレベルを織り込んで拡大し、社債の価値はある意味妥当な水準まで低下しているのに対し、株式については、英米で平均配当利回りが 1950 年代以降ではじめて国債の利回りを上回るほどの割安な水準であり、相対的に魅力的となっている点を指摘する。ロンバード・ストリート・リサーチによると、米国株式市場が現在の水準より低かった月は、過去 140 年のうち、26 ヶ月しかない(1920~21 年、1932 年、1942 年、1982 年)。さらに、世界経済が弱含む中で、資本市場が上昇する局面があることも挙げている(20 世紀の米国市場で、上昇率が最も高かった時期は世界大恐慌最中の 1933 年と 1935 年である)。¹

「過度に悲観的」な人々は、対照的に、今回の景気後退を構造的なものだと捉え、住宅バブルの崩壊、世界金融危機、高すぎる消費者・企業負債のレベルなどが重なった、最悪の事態だとしている。その結果、彼らは株式市場の、一世代に一度あるかないかというような大調整の始まりに過ぎないと考え、「(エリオット波動理論の)グランド・スーパーサイクル弱気市場」もしくは「マルチプル縮小の氷河期」などと評している。² S&P500 は 500 ポイント(2008 年の最高値から 70% の下落)まで下落すると予測する人もいる。彼らは 1990 年代に 38000 円だった日経平均が、19 年後の現在は 9000 円以下となっている、日本のありのま

⁶ “Capitalising (or recapitalizing) on bifurcating models” Goldman Sachs Investment Research, 2009 年 1 月 21 日

まの数字をあげ、警告している。

我々は、企業は悲観論者のシナリオに備え準備をしたほうが得策であると考えている。だが、本稿が示すとおり、回答した市場関係者たちは楽観論側にいる。さて、どちらが正しいのか。我々は市場側には賭けない。また、企業にもそうしないよう勧めるだろう。バリュエーション・マルチプルや TSR が長期平均の水準に戻るかどうかは、GDP 成長率や、企業の収益性、配当・キャピタルゲインに対して新しい税制が導入された場合の影響、など予測の難しい要因により左右される。楽観論者と悲観論者の間の議論が早期に結着することもないだろう。企業はどちらのシナリオにも対応できるよう備えておくに越したことはない

¹ データはエコノミストの匿名金融コラム”Buttonwood”からの引用

http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2009/03/despair_springs_eternal_1.cfm

² Robert Prechter, “More Evidence of a Grand supercycle Turn”, The Elliot Theorist, 2008年11月、Albert Edwards, ”What next?” Global Strategy Weekly, Societe Generale Cross Asset Research, 2008年9月18日

3. 新しい株式市場セグメンテーション

もちろん、すべての企業が選ばれる企業の基準に当てはまるわけではない。今回の景気後退は、株式市場に新しいセグメンテーションを出現させた。我々は3つのファンダメンタルズ要素を強調した単純なモデルで、このセグメンテーションを図示してみた。

- ◆ 財務強度： バランスシートの健全さ、十分な手元流動性、資金調達リスクの低さ、キャッシュフローの安定性
- ◆ 事業の安定性： 事業ポートフォリオの景気後退への抵抗力
- ◆ バリュエーション強度： 現状のバリュエーション・マルチプルの高さ、バリュエーション・アドバンテージを築けるポジションにあるか

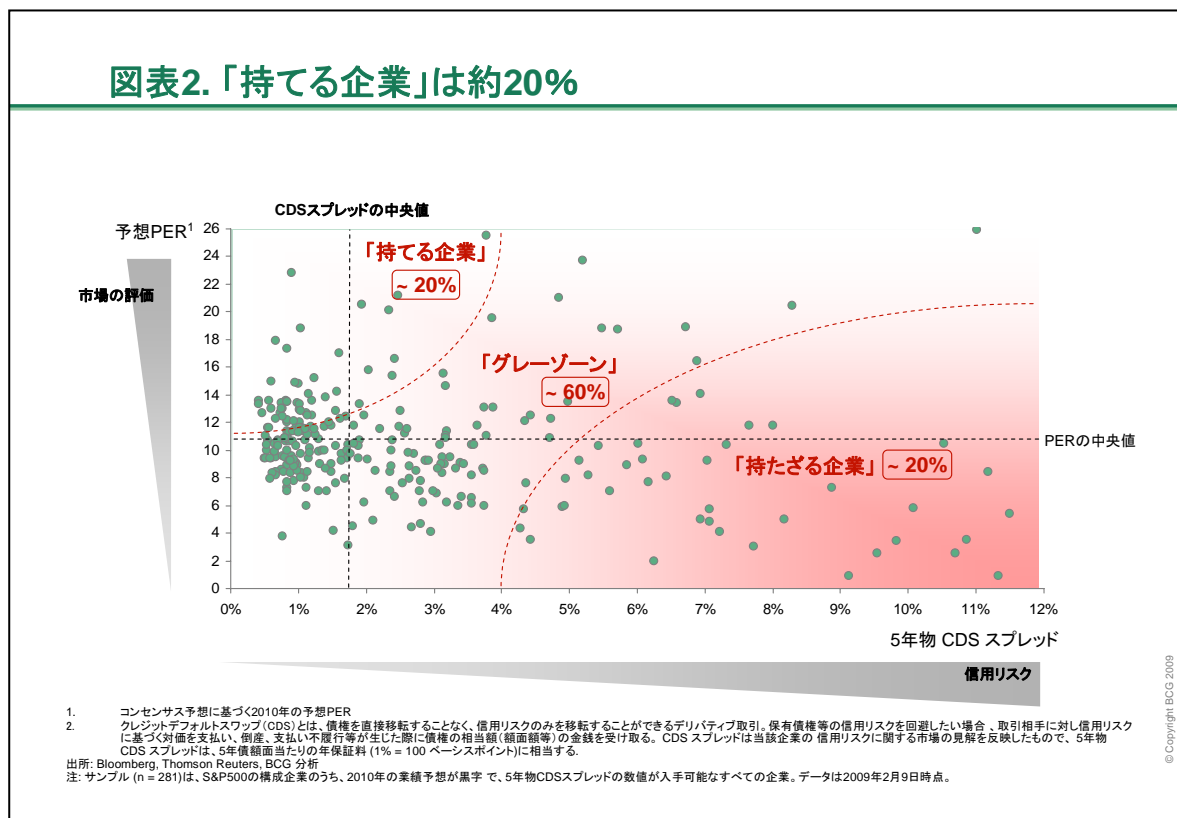
これら3つの要素の乏しい企業を「持たざる企業」と呼ぶこととする。「持たざる企業」が第一にやらなければならないことは、当面財務面に破綻をきたさないための措置を取ること、つまり、思い切ったコスト削減、リストラクチャリング、厳格なキャッシュ管理、などである。しかしもちろん、これはゲームの盤上に留まるための最小限の掛け金にすぎない。こういった企業は、長期的に弱者となるかもしれない(すでに弱者であるかもしれない)という可能性を直視しなければならない。市場から退場することが唯一のオプションである企業もあるだろう。

対照的に、3つの要素を持ち合わせている企業を「持てる企業」と呼ぶこととする。これらの企業は、将来のより高い地位を目指し果敢に攻めることができるポジションにある。さらに、すでにバリュエーション・アドバンテージを持っているか、獲得できそうなポジションにもあり(競合企業群に比較して高いバリュエーション・マルチプルで買われている)、長期的戦略目標を達成するための好循環を生み出している。「持てる企業」のやるべきことは、長期的競争優位を確立するための明確な長期戦略を策定し、その戦略を実行する

ための、説得力のある計画を立てることである。

最後に、中間の、「グレーゾーン」に位置する企業も多い。強みのある要素もあるが、反面弱い要素もある企業群だ。たとえば、健全なバランスシートを持ち、ある程度景気後退に耐えうる事業ポートフォリオを持っているが、なんらかの原因でバリュエーション・マルチプルが競合企業に比べて低い企業などがこれにあてはまる。また、バランスシートや相対的バリュエーション・マルチプルは悪くないが、景気後退が経営幹部の予想以上に深刻化・長期化したときに大きな打撃を受けるリスクがある企業も然りである。これら企業は、より強い企業から自らの身を守るために、「持てる企業」になるために、どのような手を打つべきかを見つけ出すと同時に、過剰なリスクに自らを曝さぬよう注意しなければならない。

さて、これら 3 つのグループの相対的なサイズはどれくらいであろうか。大体の目安として、我々は S&P500 の構成企業の一部を、5 年間のクレジット・デフォルト・スワップ・スプレッド(CDS スプレッド、倒産リスクを測る指標)と 2010 年の市場コンセンサス予想 PER を軸に分析した。この分析では、20%は「持てる企業」、20%は「持たざる企業」で、残りの 60%が「グレーゾーン」と分類された(図表 2 参照)。もちろん、これは概算に過ぎない。ただ、調査回答者にこの割合について尋ねたところ、彼らの推測も 25-25-50 と、これと近い値であった。いずれにせよ、どんな企業にも重要なことは、競合他社と比較した自社のポジションである。よって、個別企業のポジションを確定するためには、業界、または競合他社と比較して分析を行うことが不可欠である。

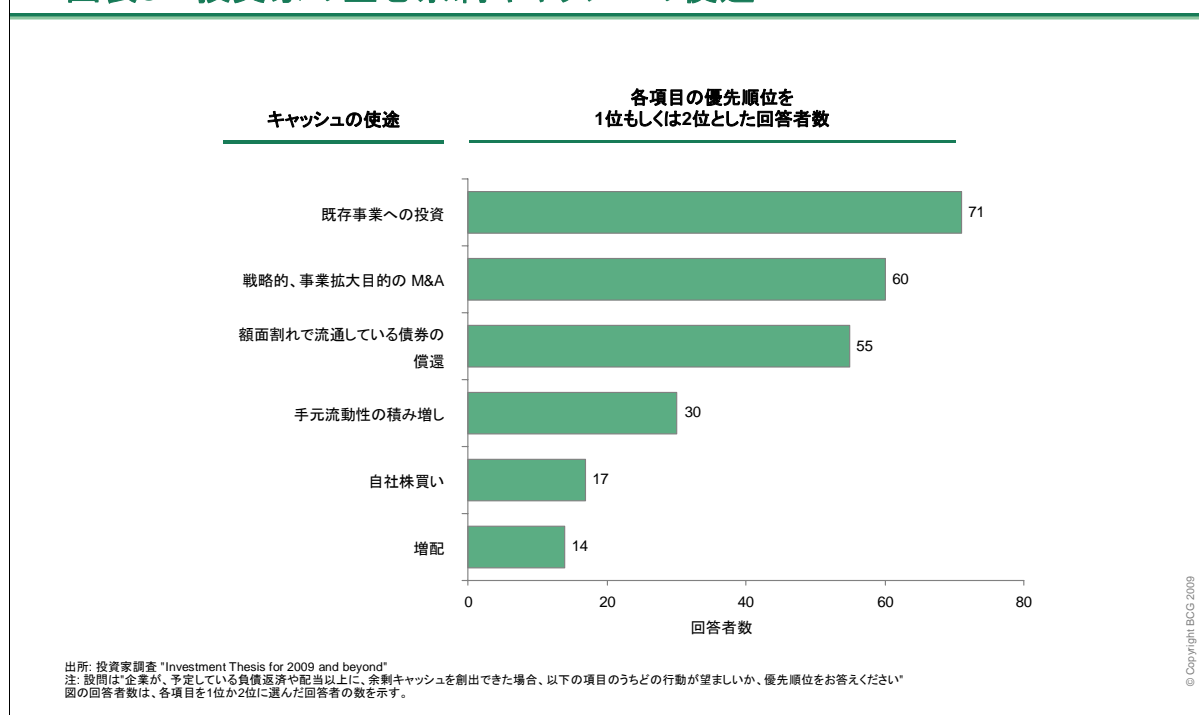


4. 最も有効なキャッシュの使い方

さて、「持てる企業」は、財務の優位性を活用して業界の中間集団を抜け出すために、どのような手を打つべきか。回答者たちは確固とした見解を持っている。ほとんどの回答者が1番、もしくは2番目に重要とした最優先事項は既存事業への投資である(図表3参照)。ある投資家は次のように語る。「成長してほしい。営業の第一線に投資し、弱体化した競合企業があれば追い込むことだ」。

M&Aが、僅差で2番目につけた。ただし回答者は、支払いすぎによくよく注意を払ったうえで、と釘をさしている。特に現在、売り手と買い手の間の想定買収金額のギャップがまだ存在しているためだ。ただ多くは、買収することで明確な事業機会が生まれる場合にはためらうことはないと感じている。投資家の一人は語る。「企業は10回に8回は、長く待ちすぎて、結局、予算の3倍の金額を支払うことになる。景況の悪いときにその状況を利用していれば…。今こそ競争に参加し、何かを手に入れるべき時だ」。この見解は、景気後退期に行われたM&Aは成功する可能性が高く、好況期に行われた案件に比較し、高い長期リターンをあげる、というBCGの調査結果にも一致する⁷。

図表3. 投資家の望む余剰キャッシュの使途



⁷ “Return of the strategist: Creating value with M&A in downturns”, BCG report, May 2008 参照。第2章の日本語訳・再編集版はOpportunities for Action2008年夏号でご覧いただけます。
http://www.bcg.co.jp/publications/ofa/2008/ofa24_08summer.pdf

また、買収側が高いバリュエーションで評価されている場合には、株式を買収の対価として利用することに問題を感じない、との考えを示している投資家もいる。63%の回答者は全くさしつかえない、もしくは、さしつかえないと答えている。「多くの経営者は自社の株式を通貨として考えており、そしてその価値が半減したと考えている」ある投資家は言う。「経営幹部は自社の株式の通貨としての価値を理解していない」。また、「買おうとしているものが安ければ、株式を利用することに問題はない。相対的評価額という意味で計算があうのなら、私は気にしない」という投資家もいた。投資家の間で取引手法としての株式交換の許容度が上がっているのは、景気後退下の借入れコストの上昇や、借入れが難しくなったこと、また企業に対しキャッシュを厳しく管理してほしいとの意向の現れであろう。

もっとも、負債をコントロールできていない企業は、このどちらの打ち手もとるべきではないだろう。額面割れで取引されている債券の償還が3番目に挙げられているのはそのせいである。グレーゾーンに位置する企業は、財務の健全性を確保し、流動性リスクを避けるため、どうやってバランスシートを強化すべきか決めなければならない。

最後に、図が示すとおり、キャッシュを配当の形で投資家に還元することや、自己株式取得の優先順位は最も低い。「キャッシュはバランスシートに残して、備えたほうがいい」というのが、典型的な答えであった。その見方は、景気後退で多くの企業の財務の脆弱性が露呈したことを考えるとよくわかる。しかし、詳しいインタビュー（および、最近のコンサルティング・プロジェクトや過去の調査など）からは、少々違った背景が見えてくる。

たとえ景気回復が始まっても、GDP 成長率が落ち込み、利益率が下がり、負債の圧縮でレバレッジも低下する結果 ROE も低下するという状況では、市場平均 TSR も低下するのは自明の理だ。回答者たちに、これからの年平均 TSR はどれくらいになると予想するか、と聞いてみると、50%の回答者は7~9%程度と答えた。これは長期平均 TSR の10%より低い。16%はさらに低くなると予想している。この、低 TSR の状況下では配当の TSR に対する貢献が相対的に重要になってくる。「配当で保障される利回りにより、その株は非常に魅力的に映る」とインタビューに答えた投資家の一人はコメントした。

さらに、我々のコンサルティング・プロジェクトや過去の調査から、配当は直接的にTSRに寄与するだけでなく、バリュエーション・マルチプルにプラスのインパクトを与えることで、間接的にTSR上昇に効いてくることがわかっている⁸。それは、見識ある投資家は、配当は経営幹部が自社の業績の持続可能性について強い確信を持っていることを示すサインだと認識しているためである。確かに、「健全な配当は企業の強さを示す最強のサイン。『持てる企業』がキャッシュを配分するもっともよい方法だ。」とまで言う投資家もいた。

景気後退は配当の、この「サイン」としての機能をより高めているようだ。たとえば、S&P500 の構成企業のうち、2008年9月以降に（言い換えれば、株式市場からの大規模な資金流出後に）実質増配を行った20

⁸ “Missing Link: Focusing Corporate Strategy on Value Creation, The 2008 Value Creators Report”, September 2008, pp.24-26.

社の競合企業群に対する相対 TSR は、その公表後 5 日目には平均3%上昇している。また、20%以上の大幅な実質増配を行った企業の相対 TSR は 6.3%上昇している。一方、減配を行った企業はバリュエーション・マルチプルが低下している。よって、配当の優先順位は成長のための投資や戦略的 M&A に比べると低いかもしれないが、企業が経営者の成長への自信を示すために配当政策を活用すべきかどうかは、熟慮すべきである。

しかしながら、自己株式取得に関しては、企業は注意深くならねばなるまい。現下の低い株価水準を見ると、自己株式取得は非常に魅力的な打ち手に映るであろうし(「現在 45%の企業は、資本の再取得価格より低水準で取引されている」と語る投資家もいた)、もし市場が反転したら高いリターンを上げることができるが、とくに戦略的だとはいえない。そして、我々の調査では、配当と異なり、自己株式取得はバリュエーションに良い影響を与えない(それどころか、我々の調査ではマルチプルを低下させることすらあった)。よって、必要な長期的投資を制限されており、経営幹部が自社の株価は近いうちに見直され値が上がる確信しているときにのみ、企業は自己株式取得を打ち手として考えるべきだ。ただし、そのような場合でも、より戦略的なキャッシュの使い方があるはずだ。

5. 投資家の期待をマネジメントするために不可欠なこと

最後に、我々の調査は、企業は景気後退を活用するのと同様、投資家の信頼と支持を得、それを維持することに取り組み、注意深く投資家の期待値をマネジメントすべきだと示唆している。最も重要な投資判断基準が、「経営幹部の信頼性と実績」であったのを思い出してほしい。「経営幹部の信頼性が高ければ高いほど、企業の戦略的な自由度も上がる」と語る投資家もいる。

回答者たちはまた、透明で明確な投資家コミュニケーションと、企業価値創出のための説得力のある長期経営計画に重きを置く企業を求めている。「最高の戦略は、良いものも悪いものも、すべてを明らかにし、対話を始めることだ」と、ある投資家はコメントする。もし企業が業績予想の修正をせざるを得ないのであれば、すべての潜在的な問題を包み隠さず伝え、経営幹部が計画している投資によりこの先どのような優位性が生まれるのか、納得のいく論証をすることである。約半数(46%)の回答者が、このような透明なコミュニケーションが不十分であると答えている。また、71%もの回答者が、企業のインベスター・リレーションズ(IR)のパフォーマンスは、この二年間「向上していない」(51%)、あるいは「悪化している」(20%)と答えている。

最後になるが、重要なこととして、回答者たちは企業戦略、財務政策、そして、投資家へのアプローチとコミュニケーションの三つの側面の整合を強く求めている。だが、これができている企業は平均すると、彼らが投資している企業の 25%に満たないと考えている。「企業戦略についてきちんと話をしてくれない経営幹部もいる」と語る回答者もいた。別の回答者は、「企業戦略・財務戦略・投資家戦略、この 3 つの戦略を整合させることは今日最も重要な課題の一つだが、それを行っている会社はそう多くない」と語っている。

6. 優位性確立への道すじ

この投資家調査とインタビューは、BCG が最近の顧客とのコンサルティング・プロジェクトの中で耳にしたことを裏付けている。景気後退期にも高い株主価値を実現するチャンスは少なくない。ただ、価値創出に取り掛かる企業は変革を行う必要がある。過去 20 年、多くの経営幹部は損益計算書の数字を伸ばすこと、堅実に市場のコンセンサス予想と同程度、またはそれを上回る利益をあげること(時には簡単にできる借入れを行って)に傾注することに慣れてきた。つまり、企業は四半期 EPS 予想と、どちらかといえば静的な仮定に基づいた年間事業計画に照らして経営されてきた。

だが、今国際資本市場と実体経済を覆っている衝撃は、企業経営における優先順位をがらりと変えた。投資家は明らかに、優位なポジションにある企業に対しては、単に不確実性をマネジメントするだけではなく、それを活用することを、特に、危機を利用して経営資源の再配置とリストラクチャリングを行い、競争優位を築くことを求めている。⁹

以下に、そのための 4 つの基本プロセスを挙げる。

リスクの規模を見極める 「コラテラル・ダメージ」シリーズの中で言及してきたように、最初のステップは、景気後退にともなうあらゆるリスクを特定し、積極的に管理することである。もし現在までにこれを行っていないとすると、すでに後手にまわっている。

たとえば、事業計画を一つだけ立ててそれに向け経営するのではなく、景気後退のシナリオをいくつか想定し(緩やかな景気後退、やや深刻な景気悪化、本格的長期不況…など)、それぞれの場合の事業への影響度合いを定量化する。多くの企業がこの方法を試みるなかで、最もよくある誤りは(我々の経験上)、現在の危機による様々な指標の下振れの可能性を過小評価してしまうことである。もし売上が 20% 減少し、価格が 5% 低下したら業績にはどのような影響があるだろうか。

ただ数字を作るだけでは十分ではない。特定のシナリオが実際に展開し始めたとき、その前兆となる事象を特定し、実際の動きがある前に財務への影響を最小化し、その競合企業へのインパクトを利用する計画をたてておくことも不可欠である。

もちろん、競合へのインパクトは、自社だけでなく競合他社の分もシナリオ分析を行わなければわからない。競合企業群はそれぞれ独特の強み・弱みを持っている。自社の強み・弱みは競合にどのように対峙しているだろう。自社の強みは、競合他社の弱みを利用するためにどう使えばよいのだろう。

⁹ 詳細は David Rhodes, Daniel Stelter 著、“Seize Advantage in Downturn”, Harvard Business Review, Feb. 2009 を参照。

キャッシュフローとバランスシートに焦点をあわせる 今日企業は、何をおいてもキャッシュフローを改善させ健全なバランスシートを持つことに注力する必要がある。これは、損益計算書上の売上や利益を最重要視し、四半期 EPS の目標や、順調な利益成長を過度に懸念しなくてもよいということだ。現下の情勢では、株価への悪影響を恐れ、利益予想の下方修正を渋る経営幹部もいるだろう。しかし、我々の調査とインタビューでは、市場のコンセンサス予想に織り込まれているか否かに関わらず、投資家たちは EPS の短期的下落をすでに予測している。彼らの現在の着眼点は、キャッシュを注意深く管理しているかどうか、なのである。

たとえば、集中キャッシュマネジメント・システムを作り、キャッシュフローを(事業の安定性にもよるが)週次、もしくは月次でトラックする企業もあるだろう。もう一つ重要なのは、顧客をそのリスク度合いで分類し、信用格付を割り付け識別して、取引先リスクを管理することである。キャッシュフローを増大させる打ち手ならいくつもある。たとえば、運転資金を削減したり、設備投資のうち“Nice to Have”の(実施したほうがいいが、今すぐでなくても支障がない)案件は延期する、非中核事業資産や利益を生まない資産を売却する、等である。そのうえで、事業計画やキャッシュフロー創出に関わる主要指標や報酬の再設計、強固なバランスシートの維持を考えることが必要となってくる。

景気後退を活用する 同時に、どんな企業も業界全体の展望や動向のなかで、自らの競争上の地位を向上させる戦略的な打ち手を見極めねばならない。今こそ、困難で骨の折れる課題に取り組む好機である。やれば事業を合理化できるとわかってはいるものの、あまりに遠大で、過去にその対処に関して議論の分かれた問題があるだろう。以下に、よく検討すべき取り組みのいくつかを挙げておく。

- ◆ 単にコスト削減を行うだけでなく、コスト構造を根本的に変革する方策はあるか—たとえば、サプライチェーンの再構築を早めることによる調達コストや製造コストの低減など。
 - ◆ マーケットシェアを上げることができるか—たとえば、革新的な価格戦略の導入、営業生産性の改善や顧客サービスの向上への投資、新商品の開発など。
 - ◆ M&A で業界再編を推進したり、競合他社の財務の弱さを利用して、競売にかけられている価値ある資産を割安に取得できる状況にあるか。
 - ◆ 財務的な取り組みはどうか—たとえば、適度な増配は投資家に経営幹部の自社の業績に対する自信を示し、相対的バリュエーションを改善できる可能性がある。
 - ◆ バリュエーション・アドバンテージを確立でき、自社の株式を通貨として利用できるようになれば、業界の最高の人材を引き寄せることも、戦略的 M&A に利用することもできる。
- もちろん、すべての企業がこれらの機会を生かす自由を持っているわけではない。いまだ資金流動性や

過度の負債という大きな課題に直面している「持たざる企業」は、ただ生き残るために財務問題にかかりきりになってしまっているであろう。「グレーゾーン」の企業は、チャンスと、考えられるリスクとのトレードオフを熟慮すべきである。「持てる企業」は最も積極的に攻めに出られる状況にある。しかし彼らも、現在の投資家層の支持を勝ち取るか、新しい層の投資家をひきつけるか、どちらの方法でこの機会を活かすのか、考えなければならないだろう。

企業戦略、財務戦略、投資家戦略を整合させる 投資家が環境変化に対応して自らの優先順位を再形成したのと同様に、企業も、投資家の心を捉え彼らの期待をマネジメントするためには、自社の戦略を練り直さなければならない。まずは、企業戦略と、財務戦略、そして投資家戦略が、お互い矛盾なく整合しているか、を確認することから始めよう。この整合性がとれていないと、企業の長期戦略が財務的にみると実現不可能であったり、投資家がそれに十分な価値を認めない、という事態に至る可能性がある。

「持てる企業」であれ「持たざる企業」であれ「グレーゾーン」の企業であれ、企業戦略・財務戦略・投資家戦略を整合しようとする企業は、以下の4つの問いに答える必要がある。

- ◆ どの投資が(成長のための投資であれ、競争優位構築のための投資であれ)、自社の戦略の核となる要素なのか。そして中長期的に投資家に魅力的な利益をもたらすのか。
- ◆ 資金の用途はついているか(成長・競争優位構築のための投資、また設備の更新、投資家へのキャッシュ還元等のため)。目安となる資本負債比率や信用格付けを前提とした、投資利益率は十分か。
- ◆ 自社の企業戦略を十分に評価してくれる妥当な投資家ベースを持っているか。他のタイプの投資家層に鞍替えしたほうがよいのか。
- ◆ これらの問いへの答えが、他の問いへの答えとそれぞれ関連しているか。

もちろん、これだけでは企業戦略・財務戦略・投資家戦略を整合させるうえで十分ではない。もし投資家たちが整合性を認め、説得力があると感じてくれなければ、それは彼らの価値判断を混乱させ、経営幹部の信頼を蝕む危険性がある。

今日では、かつて以上に投資家たちとのコミュニケーションにおいて何に重点を置くか、そしてその質が重視されている。不確実な環境では、経営幹部の信頼性と明確な戦略意図が投資家にとって特に重要となる。不況期をどのように乗り切るか、率直に、主体的に示すべきである。売上や利益率のドライバーに関して十分な情報を開示したうえで、最悪のシナリオについて重点的に説明すべきである。これにより投資家は、起こりうる結果を確認できることはもちろん、経営幹部が最悪の事態に備え徹底的にシミュレーションをしていることがわかり、安心する。この投資家の安心感こそがバリュエーションを好転させる鍵となる。

経営幹部はまた、この経済危機の間に、長期的に競争上の地位を向上させることができる、戦略や組織

能力も必ず強調しなければならない。投資家が最も嫌がることは、説得力のある戦略的な理由が背後にない、唐突な発表で驚かされることである。整合性のとれた企業戦略、財務戦略、そして投資家戦略があれば、どんな行動にも説得力を持たせることができるはずだ。

我々の調査が示唆するとおり、投資家は企業に対する従前の見方を変える柔軟さを持ち合わせている。そして、ただ四半期利益に一喜一憂するのではなく、利益、キャッシュフロー、そしてバランスシートの健全性を仔細に検討するつもりでもいる。優れた企業は彼らと戦うのではなく、彼らとともに取り組む。それができたとき、経営幹部は株主と自分たちの目的は共通しており、決して二律背反ではないと気づくだろう。

Jeff Kotzen	BCG ニューヨーク事務所 シニア・パートナー&マネージング・ディレクター BCG Value Creation Strategy のアメリカ地区リーダー
Eric Olsen	BCG シカゴ事務所 シニア・パートナー&マネージング・ディレクター BCG Value Creation Strategy のグローバル・リーダー
Frank Plaschke	BCG ミュンヘン事務所 パートナー&マネージング・ディレクター BCG Value Creation Strategy のヨーロッパ地区リーダー