

寄稿⑨

統合報告書を読み解くヒント<第2弾>

～ 貴社のみが持つ バリア は一体なんですか？～

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

宮川 壽夫

■完全市場という前提が意味すること

前稿では統合報告書のメッセージとして将来キャッシュフロー拡大のシナリオが重要だという話をしたが、本稿ではそのシナリオの策定について引き続き考えたいと思う。が、例によって大きな前提を共有しておきたい。それは企業価値の拡大を実現することはそもそもむずかしいという衝撃的な前提だ。

第一弾でお話したように企業価値の概念は完全（競争）市場の想定から議論が始まる。完全市場とはすなわち税金もなく、取引コストもなく、すべての人が公平に情報を入手でき、あらゆる契約が完全に履行されることが前提となっている。完全市場のパラレルワールドでは投資家はすべての情報を利用することが可能なので、企業が将来獲得するキャッシュフローが正確に予想され、適正な資本コストで割り引かれたものが現在の株価に一致する。企業はただ資本コストに応じて資金を調達して資本コストに応じたキャッシュを獲得するのみだ。稼ぐキャッシュは資本コストを上回ることもなければ、下回ることもなく、投資家の期待通りになる。完全市場を前提とすれば、企業が資本コストを超えるキャッシュを獲得することはあり得ない。「企業価値の拡大を目指す」などと巷ではよく言われるが、完全競争が実現する世界では企業固有の特徴（固有リスク）はすべて投資家のポートフォリオの中で相殺されるため、一社だけが価値を生むこと自体が不可能だ。

■企業価値の拡大はそこそこ不可能に近い？

完全市場は架空の世界だから現実とは異なる、と

多くの人が思っているのだが、実は株式市場は世の中にあるさまざまな市場の中では相対的にはかなり完全市場に近いと言われている。もちろん税金や取引費用は存在するものの売買金額に比べれば極端に大きいものではない。厳密な意味での情報の非対称性は存在しているが、企業による情報開示はかなり高いレベルにまで達している。取引の公正を担保するための制度整備も現実の株式市場を完全市場に近づけるために貢献している。少なくとも情報の非対称性に乗じて一人だけ利を得ようとすることは現在の先進国の株式市場では難しい。全体として最適な資産ポートフォリオに近いものが形成されている可能性を考えれば、完全市場という仮定はあながち荒唐無稽な世界の話とはいえない。厳密な完全競争は実現していなくても、「そこそこ完全市場に近い」と考えることの方がむしろ自然だとも言える。

完全市場においては一社だけが企業価値を拡大することは不可能だとすれば、「そこそこ完全市場に近い」現実において企業価値の拡大は「そこそこ不可能に近い」ということになる。少なくとも日本企業がみんなで一緒に企業価値拡大を果たそう、なんてことはあり得ない。一社一社にとって、それは相当に難しいと考えておかなければならない。企業価値の拡大は経営者が普段通りの生活を送っていたら実現不可能な話なのだ。これまで通りのわかりきったこと、株主が期待している通りの経営を続けている限り、獲得するキャッシュが資本コストを超えることはない。経営者にとってはなかなか厳し

いお知らせとなる。ただでさえ先行きが不透明な環境の中なのに、経営者は現在の投資家の予想を上回る期待に応えることができない限り企業価値を生んだことにはならないということを意味している。

■ 企業価値拡大の源泉は差別化のみにある

前稿でお話したとおり資本コストはその事業が持つリスクによって設定されているので、一社だけが企業価値を拡大するためには同じ産業の中で他社と同じことをやっているのではなく他社との違いを顕在化させなければならない。他社との差異が明らかになったとき企業は完全市場の均衡から抜け出し、価値を生むことになる。戦略論では差別化の源泉として大きく二つの視点が考えられてきた。とてもわかりやすい表現を用いるならば、第一に他社がやっていないことをやる、第二に他社が持っていないものを持つ、のいずれか二つだ。前者をポジショニング論と呼び、マイケル・ポーターがその大家だ。後者を資源論と呼び、これはジェイ・バーニーが唱えたものだ。貴社の戦略シナリオはどちらの視点から描かれるだろうか。

もしも貴社が企業価値を拡大するとしたら他社との何らかの差異がその源泉となっている。それは一体なんですか？ 漠然としているなら次のような手順で分析すればいい。まず、顧客はなるべく安く買いたいし、企業はなるべく高く売りたい。貴社が顧客の言い値でモノを売ってしまうと企業の価値が拡大することはない。貴社が提供する商品・サービスのみに顧客が何らかの価値を見出すから、顧客はしかるべきお金を出してそれを買ってくれる。つまり貴社は顧客に対してしかるべきお金を支払わせるための他社とは異なる競争力を持っているはずだ。この競争力のことを顧客に対する「バリア」とか「障壁」と呼ぶことが

ある。顧客の言い値でモノを提供する完全市場の世界に顧客を向かわせないためのバリアというわけだ。バリアは顧客に対するものだけではない。競合他社に対するバリアが存在する。貴社の顧客が他社の商品を買ってしまうと貴社は価値を生むことができない。もし貴社が価値を生んでいるなら、それは顧客が他社の商品・サービスではなく、貴社が提供する商品・サービスを選ぶ理由があるからだ。つまり競合他社を顧客のもとに到達させないためのバリアを貴社だけが持っているはずなのだ。それは一体なんですか？ この質問に答える必要がある。

■ どのリスクを取ってどこに投資するのか、 貴社だけに通用するシナリオ

競合他社は次々と現れる。貴社の業界に新たに入って来ようとする新規参入者もいるだろうし、貴社が提供している商品・サービスに取って代わる代替品を開発して貴社の顧客を満足させようとする企業も現れる。新規参入者を排除するためのバリア、代替品を顧客に提供させないためのバリアを持っていないと貴社は価値を拡大することができない。サプライヤーに対して強力なバリアを持つ企業も存在する。原材料を供給してくれる業者は貴社に原材料を高い値で売りたいが、貴社が彼らの言い値で原材料を買ってしまうと価値を拡大することができない。貴社がサプライヤーにそうさせないバリアはなんだろうか。どのような工夫をするとサプライヤーに対するバリアを作ることができるだろうか。

以上はマイケル・ポーターの5フォースの視点（競合関係、顧客、サプライヤー、新規参入、代替品）を用いてバリアを例示したが、もちろん5フォースにこだわる必要はない。製品やサービスを創り出して顧客に提供するプロセスの中に通常

バリアは存在している。バリアはその企業だけが持つ人的・物的の経営資源かもしれないし、その企業のみが占めるポジションや何らかの方法論かもしれない。それはあいまいなものでもなければ些細なものでもない。バリアが完全市場の前提を覆し、企業価値を拡大することになる。そのバリアが今後も有効か、なぜ有効か、もし有効である

なら今後バリアに対して何らかのリスクを取り、投資を行うことが必要となる。どこにどういうリスクを負い、どこにどういう投資をするのか、それは貴社のみが持つシナリオであるはずだ。統合報告書ではいつもそれを読み取りたいと思っている。

※最終回となる第三弾は6月15日掲載予定です

宮川 壽夫（みやがわ ひさお）

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

筑波大学大学院博士後期課程修了。博士（経営学）。専門はコーポレートファイナンス理論の実証研究。野村證券、米国トムソンフィナンシャルを経て2010年より大阪市立大学（現大阪公立大学）に専任。主な著書に『企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路』2016年（中央経済社）『配当政策とコーポレートガバナンス～株主所有権の限界』2013年（中央経済社）他論文多数。