



『スパークス 日本株長期投資のすすめ』

スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

第78号(2010年8月27日)

「ビジネスと参入障壁」

私どもにとって、投資対象となる魅力的なビジネスとは、即ち参入障壁に守られたビジネスのことを指します。では参入障壁に守られたビジネスと、そうでないビジネスとの違いはどこに現れるのでしょうか。

ここでひとつの例を挙げてみます。メーカー企業Aは売上100億円、純利益10億円、総資産40億円を持っています。総資産は全て株主資本で賄われていることとし、資本を払い込んだ投資家の期待リターン(=資本コスト)は年率10%とします。純利益10億円は今後も一定で、そのすべてが株主還元可能なものとする、この会社の理論上の価値は純利益10億円/10%=100億円となります。

このビジネスは新規参入者にとって非常に魅力的に映ります。元手わずか40億円で100億円の価値を持つ企業をつくることのできるからです。別の見方をすれば、投下資本に対して年率25%のリターン(ROE25%)をあげるビジネスともいえます。もしこの企業に株式市場で150億円の時価総額がつけられていたとしたら、新規参入者にとってはさらに魅力的なものとなるわけです。

通常の経済システム(資本主義経済)下では、このような場合、新規参入者の増加により競争激化がおきます。競争の初期段階では、売上が他社に一部奪われたり、販売価格の引き下げを余儀無くされ、例えばA社の利益水準は10億円から8億円に減少してしまった場合、A社にとっては大きな痛手ですが、それでも、このビジネスの価値は80億円(純利益8億円/10%)、投下資本に対するリターンも20%と、投資家の期待リターンからすると、かなり高い水準を維持しています。そのため、同社の事業を真似して新たに市場に入ってくるライバル会社が後を絶たない状況となります。

競争激化は最終的にA社の利益が4億円に縮小するまで続くこととなります。この水準(ビジネスの価値40億円、投下資本に対するリターン10%)を下回ると、投資家の期待リターンである10%を上回ることはもはやできなくなるからです。つまり資産価値に見合う水準までビジネスの価値が下がり続け、新規参入者にとって旨みがなくなった時点で、理論的には競争が終わります(純資産価値を割れている株価が最も多くみられるのは、投資家の期待リターンに満たない低い利益しかあげられない企業のケースです)。以上が参入障壁の守られていないビジネスの特徴です。

しかしここで、もし仮にA社が他社には真似できないような非常に競争力の高い事業を手掛けていたとしたらどうでしょう。新規参入が容易でないため、A社は競合からの脅威に晒されることなく、25%という非常に高い投下資本に対するリターンを享受し続けることができます。いわゆる超過利潤を得ることができている状態です。これが、参入障壁にしっかりと守られたビジネスの姿です。

私どもが考える、超過利潤を得ることが可能な参入障壁に守られた状態というのはいくつかタイプがあります。もっとも簡単な例は「ブランド」です。長年愛用している定番の日用品などは、その使い心地や安心感からあえて他社製品に切り替えようとする人は少ないでしょう。これは企業にとって大変な強みとなります。また高級品の世界でも自動車のメルセデス・ベンツや、ファッションにおけるプラダなどは良い例だと思います。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

『スパークス 日本株長期投資のすすめ』



スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

第78号(2010年8月27日)

顧客にとって、サービスの切り替えが面倒だったり、そのための費用が高くつくようなケース（高いスイッチングコスト）も参入障壁となります。例えばずっと体調を診てもらっている、かかりつけの医者を持ち替えるのは大変難しい選択です。ビジネスの世界における例としては、工業用ガスやソフトウェアが挙げられます。工業用ガスは通常、ユーザー企業の工場敷地内に供給ステーションを建設しなくてはならないため、競合他社の工業用ガスに切り替えるには、既存設備の撤去費用などコストがかかってしまいます。またソフトウェアのスイッチングコストも一般的には新規導入コストや、使用する社員向け研修コストなど膨大な費用がかかってしまうので、利用する顧客企業は慎重に考えます。

地理的要素も有利に働くケースがあります。特定の地域でライフラインのように必要とされている独占的な鉄道サービスがある場合は、新たに線路を敷いて参入するというのは大変なインフラコストがかかる（線路が敷けるような立地条件すら残されていないかも知れません）ため、新規プレーヤーはなかなか入れません。また都心のど真ん中にオフィスビルを持つ企業も、テナント誘致に非常に有利でしょう。地理的な強みは、資金力だけでは競合他社が追いつけない競争優位性となることしばしばあります。

政府などから特別に認可されていたり、特許に守られた事業も超過利潤を得ることが可能なビジネスの典型例といえます。かつての電力会社、テレビ局、薬品会社などがこれに該当します。オークションなどのマーケットプレイスを展開する企業のように、最初に時間やコストをかけて「儲かる仕組み」を競合に先駆けて作り上げてしまったビジネスも魅力的だと思います。

最後に誰でも簡単に作ることができるようなコモディティ製品の世界でも、非常に高い市場シェアを背景に、スケールメリットを活かした圧倒的低コストで消費者に提供できる企業であれば、同業他社に追随させることなくビジネスを展開できます。ウォルマートが小売業として世界一になった理由のひとつはこれです。利益率の格差があまりに大きい場合、弱小企業は業界最大手の値下げ圧力を受けると、赤字に転落して生き残ることができません。

このように参入障壁の高いビジネスには様々な要因があり、投資家としてそれらを見出す能力が重要です。勿論、世の中に完璧な参入障壁というのはありません。しかし、できる限り高い参入障壁に守られ、超過利潤を長期にわたって獲得できるようなビジネスを、今後も私も発掘していきたいと考えます。

(注) 本コラムは、マネックス証券Web-Site「マネックスラウンジ」の「マネックスメール」に掲載されている「スパークス・アセット・マネジメントの『SPARX Way』」をもとにスパークスが作成したものであります。また、上記は株式投資に関して理解を深めていただくためのものであり、特定の有価証券を推奨しているものではありません。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。