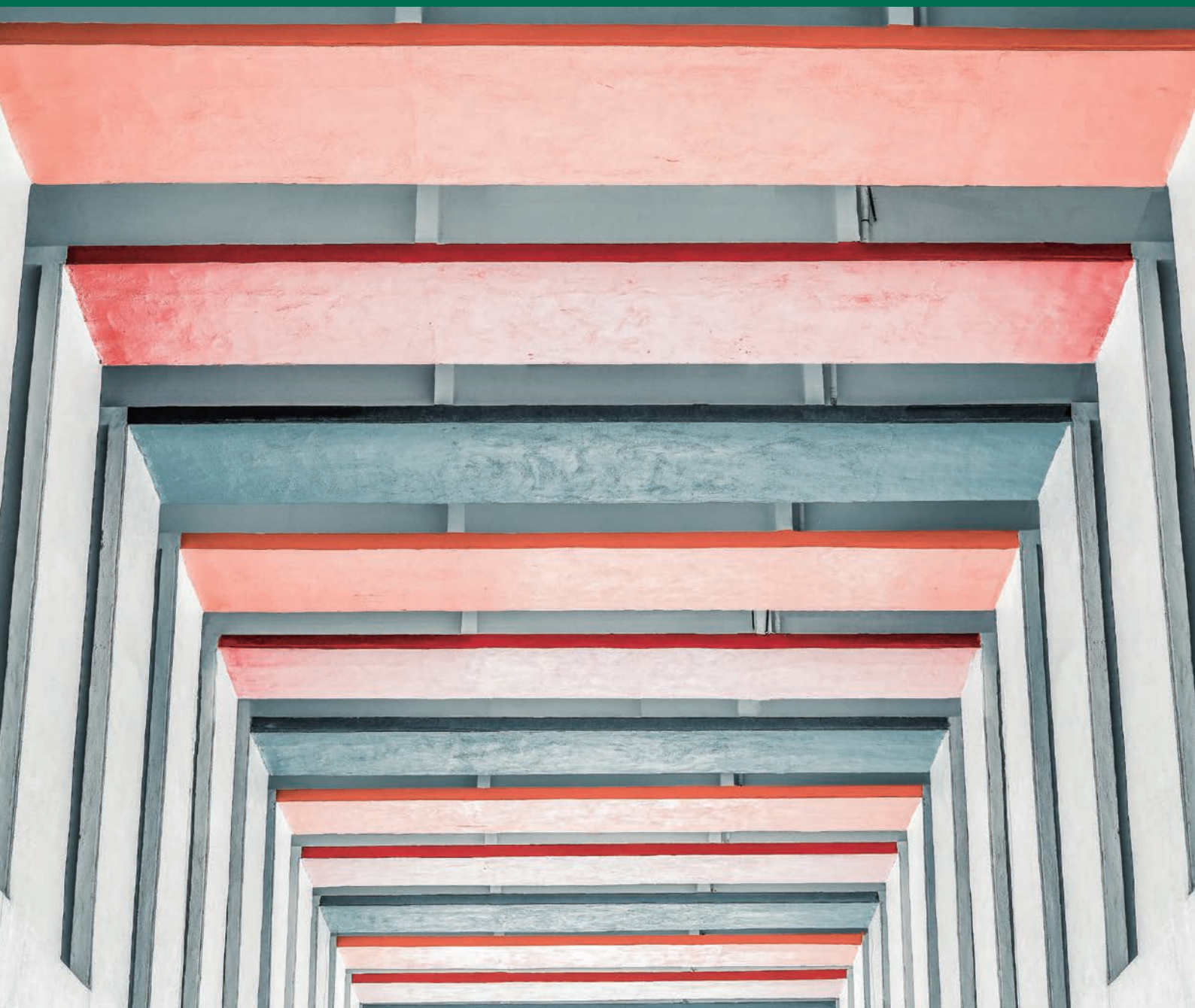




株主価値創造をめぐる10の学び

——バリュークリエイターズ・レポート発刊20周年に寄せて



ボストン コンサルティング グループ (BCG)

BCGは、世界をリードする経営コンサルティングファームとして、政府・民間企業・非営利団体など、さまざまな業種・マーケットにおいて、カスタムメイドのアプローチ、企業・市場に対する深い洞察、クライアントとの緊密な協働により、クライアントが持続的競争優位を築き、組織能力(ケイパビリティ)を高め、継続的に優れた業績をあげられるよう支援を行っています。

1963年米国ボストンに創設、1966年に世界第2の拠点として東京に、2003年には名古屋に中部・関西オフィスを設立しました。現在世界50カ国の90以上の都市に拠点を展開しています。

<https://www.bcg.com/ja-jp/default.aspx>



株主価値創造をめぐる10の学び

——バリュークリエイターズ・レポート発刊20周年に寄せて

Gerry Hansell
Jeff Kotzen
Eric Olsen
Alexander Roos
Eric Wick
Ed Newman
Hady Farag
Martin Link

2019年3月

株主価値創造をめぐる10の学び

——バリュークリエーターズ・レポート発刊20周年に寄せて

1602年に世界初の株式会社、オランダ東インド会社が設立されたとき、「交易」は「資本主義」へと進化を遂げた。経営陣と株主の間のはじめての争いはその後ほどなく勃発した。1622年に、不満を抱いた株主が透明性、ガバナンス、資本の分配に関する意見の不一致をあげて支配権を要求する訴えを起こしたのだ。その後の4世紀を通じ、株主と経営陣が長期的な株主価値の創造とその他の無数のマネジメント上の課題との間の綱引きをめぐり争い続けることになる。

ボストン コンサルティング グループ (BCG) は創設者ブルース・ヘンダーソンが50年以上前に道を開いて以来、企業に対し価値創造にかかわる助言を行ってきた。実際、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメントや、エクスペリアンス・カーブ、キャッシュ・トラップなど、BCGのイノベーションの多くは、競争優位性と資本配分をどう相互作用させて株主価値を向上させるかを探る初期の研究に端を発するものだ。

そして1999年、BCGは最初のバリュークリエーターズ・レポートを発行した。過去5年間に企業が生み出した株主価値を基準に価値創造に優れた企業をランキングするとともに、勝者からの学びを提示した論考だ。以来、私たちはデータベースを拡充し、方法論を見直し、毎年継続的に研究を深めるとともに、株主価値創造についての考え方を発表してきた。20回目にあたるこの論考では、これまで蓄積してきた経験のなかから、株主価値創造に対する考え方のエッセンスを10の学びとして抽出した。そのなかには、マネジメント上の典型的な失敗につながる考え方への警鐘も含まれている。

1. 株主価値の向上は必須ではあるが、唯一の目標ではない。 株主価値という概念は、多くの議論を呼ぶ。企業の唯一無二の目標だという人もいれば、誤った目標だという人もいる。そしてその2つの意見を両極端とする無数の異なる視点がある。

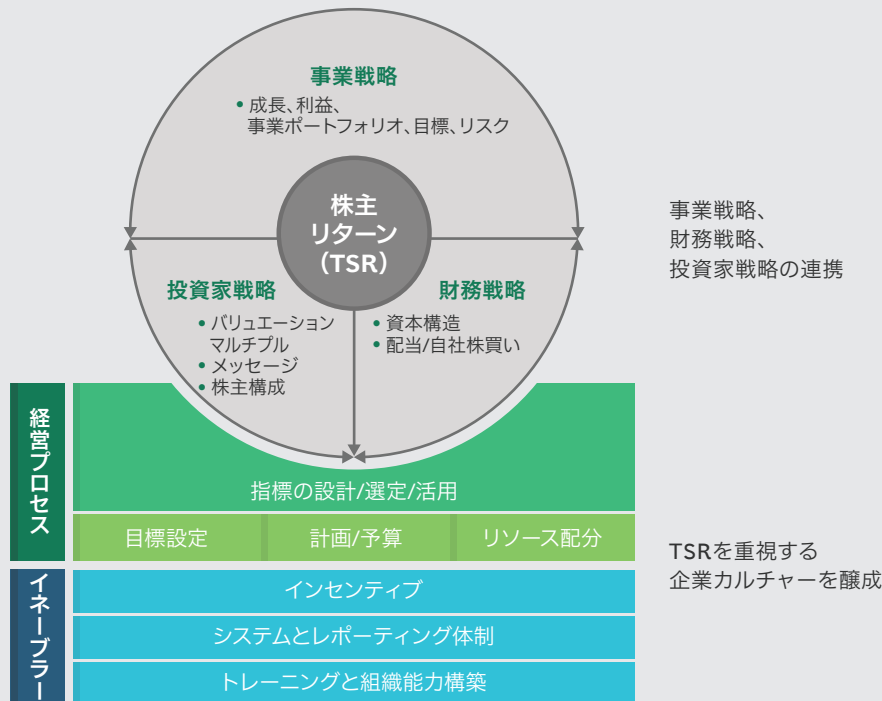
この議論は2つの理由からあまり意味がない。まず、企業には株主がいる。株主には権利があり、その手法を洗練させて、たとえばアクティビズムなどの手法で権利を行使しようとするのは当然だ。さらに、経営陣は投資家の支援が得られなければ、非財務的な目標を含む重要な経営課題についてのコントロールを失ってしまう。

次に、この2つの考え方は多くの人が考えるほどかけ離れてはいない。企業の存在意義（パーパス）に主軸を置いた持続可能な戦略は、株主にとっても価値があることを示す証拠が増えてきている。環境・持続可能性・ガバナンス（ESG）関連のデータに関するBCGの調査からは、ESGなどの非財務指標が優れた企業は、財務的な業績も高く、バリュエーションも有意に高水準であることが分かっている¹。

言い換えれば、素晴らしい会社であることと、素晴らしい株の発行体であることはまったく矛盾しないということだ。

1. BCGレポート「Total Societal Impact: A New Lens for Strategy (2017年10月)」をご参照ください。

図表1 | BCGの統合TSR(株主総利回り)マネジメントモデル



2. 投資評価指標だけではこの目標を達成できない。
 ここでは、ビジネススクールでは習わない2つのポイントにふれておきたい。

まず、価値創造は正のNPV（正味現在価値）を生む投資活動のみから得られるというセオリーはほとんどの株式公開企業では役に立たない。投資家は基本的に企業の株式を基本的な事業の展望と、考え得る再投資機会の魅力度により判断している。つまりそれらはすでに現在の株価に織り込まれている。公開企業のリーダーが立ち向かうべき「本当の意味での価値創造」という仕事は、投資家の予想を上回る利益を生む投資を行うことであり、既存の投資から期待される利益増を上回る利益増を達成することである。ふくらむ期待をさらに凌駕する成果を出していくことが重要となるのだ。これは容易なことではない。だからこそ、投資評価指標のみに頼った意思決定により達成することはほとんど不可能だ。

次に、強力で持続可能な価値創造を実現するやり方は多岐にわたる。バリューマネジメントにかかわる厳格な原則を、目標設定、計画策定、資本配分、リスク評価、パ

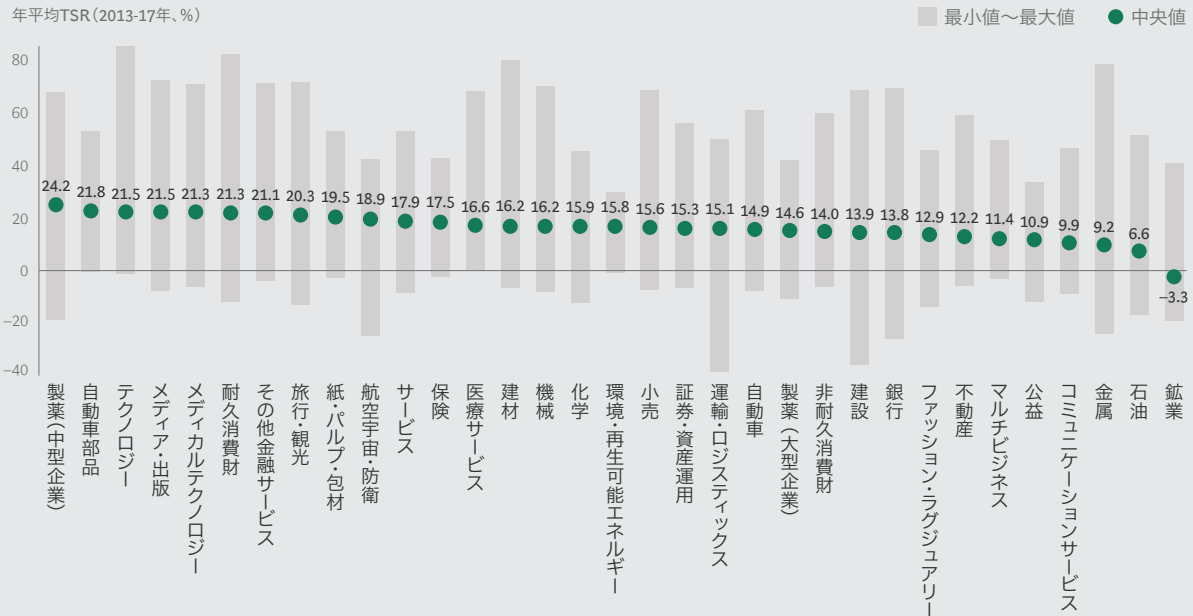
フォーマンスレビュー、報酬やインセンティブといった組織の仕組みとプロセスにしっかりと埋め込むことが、指標を正しくとらえることと同様に重要となるのだ（図表1）。株主価値創造においては、ハード（業績）とソフト（文化）の両面の課題に総合的に取り組む必要がある²。

3. 中期的なTSRを最重要指標とすべき。 「価値創造」の名のもとに行われる、よくある誤った行動について理解するためには、2つのポイントが重要となる。株主にとっての最終的なパフォーマンスを測る指標はTSR（Total Shareholder Return、株主総利回り）のみであること、そしてTSRと100%相関する指標はTSRだけだということだ³。3年間から5年間のTSRを基準にすることで、戦略が実行され、投資効果が表れるまでの時間軸全体を通じてのパフォーマンスを捕捉することが可能になる。

2. BCG論考「VF Corporation's TSR-Led Transformation (2013年9月)」をご参照ください。

3. BCG論考「Value Creation and Corporate Reinvention (2017年12月)」をご参照ください。

図表2 | 業種別年平均TSR(2013~2017年)



注：製業(中型企業)は時価総額50億ドルから180億ドル、製業(大型企業)は同180億ドル以上の企業。n=2,425
出所：S&P Capital IQ、企業IR資料、BCG バリュースサイエンスセンター、BCG分析

何か他の指標でTSRを代替しようとする、企業は方向を誤ることが多い。たとえばEPS(1株当たり当期利益)を主な指標とした場合、経営層はR&D(研究開発)などの重要な投資の削減、行き過ぎた設備投資、十分に練られていないM&Aやタイミングの悪い自社株買いなど、EPS成長を「買う」行動に出る可能性がある。対照的に、TSRはバランスが取れ、ファンダメンタルバリューに影響を与える重要な要素がすべて織り込まれた指標だ。たとえば、売上成長(事業への再投資による)、利益の拡大(コスト管理やプライシング改善による)、キャッシュフロー(成長のための再投資や、債務返済、配当、自社株買いなどに充当できる)などがこの要素にあたる。TSRにはまた、将来への投資、最適な資本配分、リスクエクスポージャーの削減など、マルチプルを左右する経営陣の行動がどう投資家の期待に影響を与えるか、ということも織り込まれている。

中期的なTSRは、ゲームの点数を適切に数える唯一の指標であると言える。アメリカ証券取引委員会が複数期間の開示を求める唯一の指標がTSRであり、アメリカの大手議決権行使助言会社インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ(ISS)の主要なパフォーマ

ンス評価指標もTSRである理由はここにある。この2つの組織は、世界中の企業の業績発表とガバナンスに大きな影響を与えている。

4. 株主価値向上への道はあらゆる企業に開かれている。 思うようにパフォーマンスをあげられない時、経営陣は、自社の不振は業界全体の構造要因やマクロ経済環境によるものであり、なすすべはないと考えがちだ。だが、あらゆる業界・業種において、そして景気サイクルのどのような局面でも他企業から頭一つ抜けるパフォーマンスをあげる勝者がいることは見過ごされている。

企業の「スタート位置」が重要なことはたしかだが、スタート位置がどうあれ、株主価値向上への道はすべての企業に開かれている。2018年のバリュークリエイターズ・ランキングの上位に名を連ねた企業は、例年通り株式市場全体、および自社が属する業種のパフォーマンスをゆうに凌駕した(巻末コラム「2018年版 バリュースサイエンスセンター・ランキング」参照)。それぞれの業種の上位10位までの企業のTSRの中央値は業種平均TSRを9%ポイント(保険)から32%ポイント(メディア・出版および金属)上回っている(図表2)。

ここからの学びは、自社の属する業種全体のパフォーマンスが平均以下であってもそれは言い訳にはならないということだ。TSRは絶対的な指標であると同時に相対的な指標でもある。業界がプレッシャーを受けていても、上昇気流に乗っていても、すべての企業に競合企業をアウトパフォームするチャンスがある。業種平均のパフォーマンスが他業種や市場全体に比べてどれほど悪くても、どの業種の企業にも優れた株主価値を実現するチャンスがあるのだ⁴。

5. 「成長」は株主価値創造の王道だが、ただ1つの道というわけではない。 利益を伴う売上成長は、長期的な株主価値向上においてもっとも強力なドライバーである。5~10年の期間で見たトップパーフォーマーを対象にした分析では、平均して価値創造の50%から70%が売上成長によるものだった。経営層が成長だけが重要だと結論づけてしまうのも無理はない。

それでも、この見方は2つの理由で誤りだ。まず、近視眼的な成長の追求は株主価値を毀損するもっともよくある要因の一つである⁵。攻めの成長はハイリスク、ハイリターンへの賭けであり、「悪い」成長はしばしば長期的なTSRの低迷を招く。10%、もしくはそれ以上の成長を継続的に実現させていたにもかかわらず、TSRが平均以下、あるいはマイナスに陥った会社の例は枚挙にいとまがない。多くの場合、その理由はうまくいかないM&Aや、利益を犠牲にした売上成長、タイミングの悪い投資、あるいは自社の競争優位性が活かせない隣接分野への投資などである。

次に、株主価値創造で上位4分の1に入る企業は利益率の向上、キャッシュリターン、マルチプルの上昇等、いくつかの要素を複合的に達成している例が多い。2017年に発表した、20年という長期スパンでのバリュエーターズ・ランキングには2社のタバコメーカーがランクインしている。この2社は、縮小する市場、規制の厳格化、ブランドイメージの大幅な低下という逆境の中で、1997年から2017年の20年間でそれぞれ17%、22%の年平均TSRを実現している。株主価値創造における上位企業への道は一つではない。

6. キャッシュフローは過小評価、あるいは誤解されている。 成長が株主価値向上においてトップクラスにもボトムクラスにもつながるルートである一方で、企業が生む株主へのリターンの大半を占めるのはキャッシュである。実際、1926年以降のS&P500指数の構成企業を対象に調べてみると、TSRの40%は配当の形で株主に還元されたキャッシュによりもたらされていた。自社株買いの効果を勘案すればこの割合はさらに上昇するだろう。さらに、キャッシュの創出は事業の成長の主要ドライバーでもある。オーガニックまたはM&Aを通じた長期的な再投資率の大きさは、創出されるキャッシュの規模で決まるためである。

「キャッシュフロー・イズ・キング」はシンプルな真実だが、あまり知られていないことがある。それは、投資家は株主に還元されるキャッシュをすべて同等に評価してはいないということだ。実際、自社株買い、配当、債務返済がバリュエーションに与える副次的影響は大きい。15年来、私たちは出版物のなかで特に重要なのは配当であると論じてきた。配当金を引き上げることで、バリュエーションマルチプルは上昇し、その結果、適切な環境にある場合は、自社株買いよりはるかに高いTSRを実現できる⁶。

7. 経営層がコミットできればM&Aはパワフルなツールとなる。 ほとんどのディールは株主価値を毀損する、とよく言われるように、M&Aには悪評がつきまとう。M&Aの50%以上が単に価値を買い手から売り手へと移転するだけの取引であることは事実だ。だが、M&Aについてはあまり知られていない側面がある。長期的な株主価値創造に優れた企業の多くは相当数のM&Aに取り組んでいるということだ⁷。M&Aが大規模な資本を再投資

4. BCG論考「How Top Value Creators Outpace the Market——for Decades (2017年7月)」をご参照ください。

5. BCGレポート「Threading the Needle: Value Creation in a Low-Growth Economy, the 2010 BCG Value Creators Report (2010年9月)」をご参照ください。

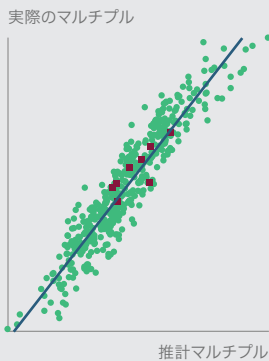
6. BCG論考「Thinking Differently About Dividends (2003年5月)」をご参照ください。

7. BCGレポート「From Buying Growth to Building Value: Increasing Returns with M&A (2015年10月)」をご参照ください。

図表3 | マルチプルの分析により長期的な企業のバリュエーション変化のドライバーを明らかに

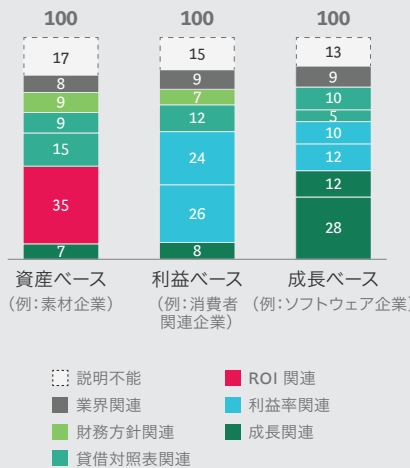
アプローチ:

同一業種の企業を対象に
長期的なマルチプルを回帰分析



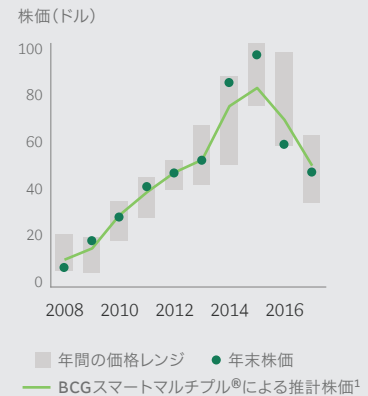
インサイト:

バリュエーション決定のカギとなる
ドライバーを特定



適用:

バリュエーションに対する説明力が高い
モデルにより、戦略的意思決定が可能



注: 端数処理により合計が100%にならないことがある。
1: BCGスマートマルチプル®は回帰分析により事業のファンダメンタルズと同一業種内、もしくは競合企業との比較による相対的バリュエーションの相関を割り出す手法
出所: BCG分析

する数少ない手段の一つであることを考えれば、これは驚くべきことではない。さらに、ターゲット企業の選択・交渉、そして実行のプロセスを適切に行うことで、M&Aは大きなリターンを生み出す⁸。

M&A巧者をM&A巧者たらしめている要素は明確だ。こうした企業では、経営陣がM&Aに深くコミットし、事業の運営と同様のアプローチで進めているのだ。つまり、経験値を上げ、時間をかけて熟達し、組織能力を高めていく。M&A巧者は3つの主要分野に重点的に投資をしている⁹。まず、自社がM&Aを通じてどのように価値を創出していけばよいか突き詰めて考え、その結果をM&A活動の指針とする。次に、経営層がM&Aのプロセスに深く関与するとともに、組織のあらゆるレベルのマネジャーにターゲット候補企業と接点を持ち、関係を構築することを促す。さらに、M&Aに関する明確な運用原則を慎重に策定し、きちんと実行する。この原則は官僚的になりすぎず、しかし規律にのっとってM&Aのプロセスと人材を管理する方法を定めている。

8. バリュエーションマルチプルはもはやブラックボックスではない。 経営層は、バリュエーションマルチプルはでたらめに上昇したり低下したりするもので、企業側ではコントロールできない、また、移り気な投資家は投資先企業の事業を本当には理解していない、と考えがちだ。だが、私たちはこのような意見には反対だ。マルチプルは将来の利益とリスクに関する広範な情報を織り込んでいるため、短期的に見るとランダムに動いているように見える。だが実際にはその動きはランダムでもなければ、コントロールできないわけでもない。私たちは20年以上かけて、自社の株式が市場でどのように売買され、投資家がどの財務KPI (主要業績評価指標) を事業がうまくいっている (もしくはうまくいっていない) サインとして見ているのかを企業が理解するための分析ツール (図表3) を

8. BCG論考「The Real Deal on M&A, Synergies, and Value (2016年11月)」をご参照ください。

9. BCG論考「M&Aによる成長の扉を開く——M&A巧者からの学び (2015年5月)」をご参照ください。

開発してきた。このツールにより、バリュエーションのカギとなるドライバー、ひいては、事業への戦略的な示唆を明らかにできる。

投資家が特定の指標を重視している例は無数にある。多くの産業において投資家は粗利率に着目している。テクノロジー企業などで事業がコモディティ化していないか、アパレル産業などではブランド力が低下していないかを粗利率で判断しているのだ。金融機関の評価では、実質的な株主資本に重きを置く投資家が多い。また、配当増に注目する投資家も多い。企業の将来の利益に対する自信と、経営層が言葉ではなく行動で証明しようとする姿勢のサインとして受け取っているのだ。

バリュエーションのドライバーは、利益率と成長のどちらを重視するのか、フリーキャッシュフローを債務返済に回すか投資に回すかなど、多くの経営上のトレードオフを考える上で、豊かで精緻なツールを提供する。実際、アメリカの消費財企業チャーチ&ドワイトや同じくアパレル企業のVFなどの企業の成功の理由のひとつは、事業のファンダメンタルズとバリュエーションマルチプルがどう相互作用するかを深く理解して、戦略的意思決定に役立てたことだ¹⁰。

9. 投資機会の全体像や、投資にかかわる情報の非対称性は、収益モデルの精密さよりはるかに重要である。

経営層が収益モデルに細かく正確にデータをインプットするために時間とエネルギーを無駄にしていることがあまりにも多い。この現象のもっとも典型的な例が、加重平均資本コスト(WACC)をめぐる無益な衝突である(パークシャー・ハサウェイ副会長であるチャーリー・マンガーは、かつて「資本コストについての知的な議論を聞いたことがない」と言っていた。彼は正しい)。経営層がやるべきことは、投資提案を次善と思われる資本の用途と比較して評価することだ。資本コストの前提が(合理的な範囲内で)変わることによって投資の魅力が低下するようなら、投資すべきではない案件である可能性がある。

さらに重要なのは、モデルのテクニカルな正確さに過度にこだわることで、投資意思決定のより重要な要素、たとえば予測の信頼性と予測をめぐる情報の非対称性、

収益をキャッシュフローから切り離す会計原則が適用されているかどうかなどの検討に時間や労力を割けなくなってしまうことだ。経営層の時間と労力は、カギとなる前提の妥当性を見極めたり、評価のためのアプローチを比較したり(キャッシュと財務指標など)、その投資により広がる可能性のあるさまざまな競争シナリオを検討することに費やされるべきだ¹¹。

10. 投資家を顧客のように扱い、継続的に報いる。

顧客がなぜ自社の製品を買うのかを分析する時と同じくらいの時間や労力をかけて、自社の株主がなぜ株を保有しているのかを探る企業は比較的良好だろう。だが、これは誤りだ。

一部の顧客は他の顧客よりも多くの価値をもたらすため、すべての顧客に同じサービスを提供するのは合理的ではない。同様に、企業にとって望ましい投資家と、そうではない投資家がいる。投資家はそれぞれ投資プロセスや、資産配分の特徴、KPIや売買のトリガーが異なる。また、中長期的な戦略をサポートする意向は投資家ごとにばらついている。特に戦略が成果につながるまでに時間がかかるようなときはなおさらだ。経営層にとって賢明なやりかたは、自社にとって「適切な」投資家を特定し、追い求めることだ。

そのためには、従来型のインベスター・リレーションズ(IR)の典型的なアプローチを超えた活動をする必要がある。株主価値を起点に考えるリーダーシップチームは、株主価値をどう向上させていくべきかについて、経験豊かな投資家と誠実に対話をする機会を積極的に求める。そうした機会を生かすことで、ファンドマネジャーやアナリストの経験から得られた洞察を武器に、社内の旧弊に挑むことができる。

10. BCGレポート「Improving the Odds: Strategies for Superior Value Creation, the 2012 BCG Value Creators Report (2012年9月)」をご参照ください。

11. BCGレポート「Risky Business: Value Creation in a Volatile Economy, 2011 BCG Value Creators Report (2011年9月)」をご参照ください。

経営層はまた、長期視点で忍耐強く支援してくれる投資家のサポートを得るには、自分たちにとって不都合な事実を明るみに出すなどの代償が必要であることを正しく理解する必要がある。業績が上向きの時もそれほどよくない時も、投資家は市場の主要なトレンドや成功に向けた戦略、業績を上振れさせる要素、そして利益を得るまでのロードマップや、計画の進捗をどうトラックするか、といった点について、経営層が率直に語ることを求めている。そして失敗した時には企業が失敗を通じて何を学んだかを知りたいと考えている。また、実績のある取締役会や正しい評価に基づく役員報酬などが担保された強固なガバナンス体制がますます求められるようになってきている¹²。

これらの取り組みには、経営層が時間や労力を投入する必要があるが、やるだけの価値はある。うまく設計された戦略を実現するには、その戦略をよく理解し、サポートしてくれる投資家が重要な役割を果たすことを私たちは何度も目撃してきた。

* * *

17世紀初頭から、市場の様相は幾度となく変化してきた。実際、バリュークリエイターズ・レポートはその20年の歴史のなかで、ドットコムバブルの膨張と崩壊、2000年代中盤および2010年代中盤の好景気、2008年に始まる金融危機などさまざまな変化を見てきた。だが、もっとも大きく変わったのはビジネス自体の性質である。

バリューマネジメントの考え方は、資本集約的な企業が経済を支配していた時代に発展してきた。そのために、価値創造は主にバランスシートに計上された物理的

な資産から増分リターンを絞り出すことを意味していた。だが近年、IT、製薬、プロフェッショナルサービス、医療関連テクノロジーなどで、新たな事業領域を切り拓く「発明型」ビジネスが急速に勃興してきた。こうしたビジネスを営む企業にとって価値創造とは主に、売上を成長させ、PLを通じた投資からの収益を生み出すことにほかならない¹³。

この新しいビジネスモデルが広がることにより、多くの場合旧来のバリューマネジメントの有効性は低下していくと解釈できる。2019年のバリュークリエイターズ・レポートでは、技術の進化により経済、そしてその中で価値を生むための経営上の原則が変化するにつれて、経営陣が直面する新たな課題について検討することになるだろう。だが、価値を創造する上での道しるべとしてTSRを活用することや、経験の中で構築した時代を超えた価値創造の原則は、これまで以上に重要である。ゲームはまた変わるかもしれないが、そのルールと勝利の法則が変わることはない。

原題： *Ten Lessons from 20 Years of Value Creation Insights* (2018年11月)

12. BCG論考「Winning Moves in the Age of Shareholder Activism (2015年8月)」をご覧ください。

13. BCG論考「Value Patterns: The Concept (2012年5月)」を参照ください。

2018年版 バリュークリエーターズ・ランキング

長期的に優れたパフォーマンスをあげるという意味では、BCGバリュークリエーターズ・ランキングの上位企業はまさにその技を磨き上げてきた企業だと言える。BCGは過去20年にわたり、株主にとっての最終的なリターンを表すTSRをベースとした企業ランキングを作成してきた。ここに、2018年版のハイライトを紹介する。また、オンライン版には今回初めて**インタラクティブランキング**を掲載しているので、あわせてご参照いただきたい。

2013年から2017年までの5年間のTSRを基準とした2018年の大企業ランキング（時価総額上位200社が対象）は、ソニー（6位）、キーエンス（7位）を含め、トップ10社のうち9社、トップ20社のうち13社をテクノロジー、メディア関連企業が占め、テクノロジー、メディア関連企業が独占する結果となった（図表4）。画像処理半導体（GPU）のトップ企業であるNVIDIA（アメリカ）が1位、動画配信大手のNetflix（アメリカ）が2位、通信用半導体大手のBroadcom（シンガポール）が3位、ネットサービス大手のTencent Holdings（騰訊控股、中国）が4位にそれぞれランクインした。この4社はいずれも昨年のランキングでも4位以内に入っていた。5位はIPO後5年が経過し、今回初めてランキングの対象となったFacebook（アメリカ）だった。他の業種では、航空宇宙・防衛、医療サービス業種の企業が上位20位までのうちそれぞれ5社ずつがランクインした。

上位10社までの企業の2013年から2017年までの5年間の年平均TSRは最大で76%、最低でも35%で、平均は49%に上った。今回、V字回復を果たした企業がランクインする例が少なかったことを考えると目覚ましい結果といえる。2017年のランキング上位10社の5年間の年平均TSRは30%から66%の範囲で、平均値は41%だった。ちなみに、全調査対象企業約2,400社のTSRの中央値は15.6%であり、長期的な平均値である約10%を上回った。

時価総額上位200社を対象とした大企業ランキングにおける上位10社のうち5社、上位20社のうち14社はアメリカの企業だが、これには対象企業のほぼ半数がアメリカに本拠を置いていることも大きく影響している。全調査企業約2,400社を対象としたランキングではアジア企業のパフォーマンスが高く、上位10社のうち7社、上位100社のうち60社以上を占めている。

5ページの図表2は33の業種ごとに2013~2017年の5年間の年平均TSRの中央値を比較したものだ。1位の「製薬（時価総額50億ドルから180億ドルの中型企業）」、2位の「自動車部品」は昨年と変わらず、「テクノロジー」が昨年13位から3位、「メディア・出版」は昨年7位から4位に順位を上昇させた。「耐久消費財」および「メディカルテクノロジー」は2017年と同様堅調なパフォーマンスを見せ、「旅行・観光」「航空宇宙・防衛」の両業種もトップ10に入った。数年前まで1位を占めていた「製薬（時価総額180億以上の大型企業）」は、今年はトップ20から脱落し、22位となった。「鉱業」「石油」「金属」「公益」などの業種は、引き続き厳しい状況にある。

* * *

こうした結果が示すのは、重要なのはどの企業、どの業種の企業が優れたパフォーマンスをあげたかではなく、そうした企業が実際に何をやったかだということだ。私たちが新たに提供するインタラクティブランキングでは、2018年版の大企業ランキングでトップ50にランキングされた企業の1999年以降のTSRパフォーマンスや、33業種のそれぞれトップ企業のTSRパフォーマンスを見ることができる。また、個々の企業のTSRパフォーマンスの構成要素を分解した分析も提供している。

原題：The 2018 Value Creators Rankings: 20th Anniversary Edition

図表4 | バリュークリエーターズ・ランキングー世界の大型企業(対象:時価総額上位200社、期間:2013~2017年)

順位	企業名	本社所在地	業種	時価総額 (2017/12/31時点、 億ドル)	年平均 TSR(%)	構成要素(%ポイント) ¹					
						利益成長		バリュエーション	フリーキャッシュフロー利回り		
						売上 成長	マージン 改善	マルチプル 変化 (EBITDA)	配当 利回り	発行済 株式数 変化率	レバ レッジ 増加率
1	NVIDIA	アメリカ	テクノロジー	1,173	76.1	16.8	12.0	54.7	2.4	0.6	-10.5
2	Netflix	アメリカ	メディア・出版	831	70.7	26.5	31.1	17.4	0.0	-2.1	-2.1
3	Broadcom	シンガポール	テクノロジー	1,052	54.6	49.5	6.3	13.3	0.0	-9.7	-4.8
4	Tencent Holdings	中国	メディア・出版	4,897	53.6	40.2	0.5	14.0	0.4	-0.5	-0.9
5	Facebook	アメリカ	メディア・出版	5,128	46.0	51.5	16.8	-15.7	0.0	-5.7	-1.0
6	ソニー	日本	テクノロジー	570	40.8	5.0	25.0	-2.4	1.2	-4.5	16.4
7	キーエンス	日本	テクノロジー	680	39.9	16.2	3.3	24.2	0.4	0.0	-4.1
8	Amazon	アメリカ	小売 ²	5,635	36.1	23.8	17.0	-1.9	0.0	-1.2	-1.6
9	Adobe Systems	アメリカ	テクノロジー	864	36.0	10.6	0.4	26.2	0.0	0.1	-1.4
10	Kweichow Moutai	中国	非耐久消費財	1,347	35.1	17.1	-1.9	17.0	2.9	0.0	0.0

注: 2017/12/31時点での時価総額世界上位200社が対象

1: 端数調整のため、各要素の合計がTSRに一致しないことがある

2: Amazonは、過去のレポートとの整合性を取って小売に分類したが、現在の同社のポートフォリオを勘案すると、テクノロジーに分類するのが妥当な可能性がある
出所: S&P Capital IQ、企業IR資料、BCG バリュースイセンスセンター、BCG分析

Gerry Hansell

ボストン コンサルティング グループ (BCG) シカゴ・オフィス
シニア・パートナー&マネージング・ディレクター

Jeff Kotzen

BCG ニュージャージー・オフィス
シニア・パートナー&マネージング・ディレクター

Eric Olsen

BCG シカゴ・オフィス
シニア・アドバイザー

Alexander Roos

BCG ベルリン・オフィス
シニア・パートナー&マネージング・ディレクター

Eric Wick

BCGシカゴ・オフィス
シニア・パートナー&マネージング・ディレクター

Ed Newman

BCGシカゴ・オフィス
プリンシパル

Hady Farag

BCG ニューヨーク・オフィス
アソシエイト・ディレクター

Martin Link

BCG ミュンヘン・オフィス
ナレッジ・エキスパート

過去のバリュークリエイターズ・レポートをご紹介します。

英文版

- The 2017 Value Creators Report: Disruption and Reinvention in Value Creation
- The 2016 Value Creators Report: Creating Value Through Active Portfolio Management
- The 2015 Value Creators Report: Value Creation for the Rest of Us
- The 2014 Value Creators Report: Turnaround: Transforming Value Creation
- The 2013 Value Creators Report: Unlocking New Sources of Value Creation
- The 2012 Value Creators Report: Strategies for Superior Value Creation
- The 2011 Value Creators Report: Risky Business
- The 2010 Value Creators Report: Threading the Needle
- The 2009 Value Creators Report: Lessons from Consistent Value Creators in the Consumer Industry

- The 2008 Value Creators Report: Missing Link
- The 2007 Value Creators Report: Avoiding the Cash Trap
- The 2006 Value Creators Report: Spotlight on Growth
- The 2005 Value Creators Report: Balancing Act
- The 2004 Value Creators Report: The Next Frontier
- The 2003 Value Creators Report: Back to Fundamentals
- The 2002 Value Creators Report: Succeed in Uncertain Times
- The 2001 Value Creators Report: Dealing with Investors' Expectations
- The 2000 Value Creators Report: New Perspectives on Value Creation
- The Value Creators Report: A Study of the World's Top Performers

日本語版

- 株主価値創造実現の要件——バリュー・クリエイターズ・レポート 2006

本冊子に収録した論考の原典、および文中でご紹介した論考は [bcg.com](https://www.bcg.com/ja-jp/default.aspx) でご覧いただけます。
<https://www.bcg.com/ja-jp/default.aspx>

弊社では、企業経営に関するさまざま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、bcgtokyo@bcg.co.jp までお問合せください。

2019年3月発行

ボストン コンサルティング グループ

東京オフィス

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

中部・関西オフィス

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

BCG