

図表で見る日本企業の価値創造
(2018－2019 年)

目 次

はじめに

- 1) 企業の付加価値額の定義
- 2) 企業の付加価値水準統計（ストック統計）
- 3) 企業の付加価値向上統計（フロー統計）

【統計編】

- I. 日本企業の付加価値水準統計
- II. 日本企業の付加価値向上統計
- III. 日米欧主要企業の付加価値比較統計

【解説編】

- 1) 日本企業の統計に関する解説および示唆
- 2) 日米欧比較統計に関する解説および示唆

（補足）企業はいかにして付加価値を高められるか

2020 年 2 月 25 日

明田雅昭

（公益財団法人 日本証券経済研究所）

図表で見る日本企業の価値創造 (2018－2019 年)

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

はじめに

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」を契機として始まった日本企業のガバナンス改革は、スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）とコーポレートガバナンス・コード（上場企業の行動規範）を両輪として展開されてきた。ガバナンス改革の目指すところは「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、ひいては経済全体の発展に寄与する」ことであった。「企業価値の向上」は企業と投資家にとって合い言葉のように定着したものとなっている。

ガバナンス改革が始まって5年以上が経過し熱量の低下が感じられるようになってきた。昨年の8月、米国主要企業の経営者団体（ビジネスラウンドテーブル）が株主第一主義を批判しステークホルダー資本主義への転換を訴えた。この流れは本年1月のダボス会議に引き継がれて益々強化されている。日本企業の間でもこれまでの企業価値向上推進策に懐疑的な見方が広がってくるかもしれない。

欧米企業と比べて日本企業は昔からステークホルダー資本主義の性格が強かったが、ステークホルダーの中で最も軽視されてきたのは株主ではないかと思う。それが企業価値向上の必要性を希薄化し企業活動を停滞させてきた原因ではないか。企業価値が向上してこそ、すべてのステークホルダーに報いる原資が増えるはずだ。このために日本企業の企業価値の水準についてステークホルダー間で共通の認識を持ち、適切な水準まで向上させて維持する必要がある。ところが翻ってみると日本では企業価値の水準および向上に関する統計を見たことがない。具体的な統計がなければ共通の認識をもつことも、目標を達成するためにPlan-Do-Seeのサイクルを効果的に推進していくことも難しい。

このような問題意識から、本稿では企業価値の現状水準と向上度合いを計る指標を定義し、2019年末における企業価値の水準額と、2018年から2019年の間の価値向上額を測定した統計を提示する¹。

1) 企業の付加価値額の定義

企業価値とは、ファイナンス理論的にいえば、その企業の支配権を完全に掌握するために必要な金額のことであり、有利子負債と株式時価総額の合計である。一般的な有利子負債は市場金利や信用リスクの水準によって時価変動するものの、株式の時価変動と比べ

¹ 本稿は客観的なデータを加工した統計図表を事実として提示したものであり、意見・提言を行うものではありません。仮に意見・提言とみなされたとしても、それはすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではありません

ば、ほとんど固定的な水準で簿価（額面金額）とあまり変わらない。このため、「企業価値の向上」とは「株式価値の向上」とほとんど同義であると考えられる。

「株式の価値」とは株主に帰属する将来キャッシュフローの現在価値合計である。株式市場が効率的であるならば、株価は株式価値を基準として変動する。従って、株式時価総額こそが、投資家が評価した当該企業の株主資本の価値である。一方、株主資本の簿価は株主がリスクマネーとして拠出した資金額である²。前者が後者を上回っている場合、企業は価値を創造していて、下回っている場合は価値を毀損していると見なされる³。

このような考えに基づいて、本稿ではある時点において企業が創造している付加価値額を次のように定義した。

付加価値額（VA）＝株式の時価総額（MV）－貸借対照表上の純資産額（BV）

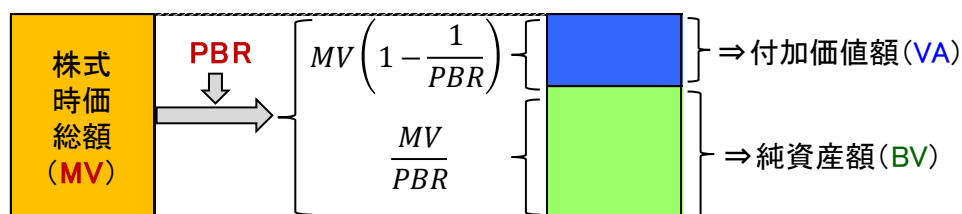
（付加価値額がプラスなら価値創造であり、マイナスなら価値毀損である）

本稿では、商業データベースから個別企業の株式時価総額（MV）と株価純資産倍率（PBR）のデータを取得して、

$$BV = \frac{MV}{PBR}, VA = MV - BV = MV \left(1 - \frac{1}{PBR}\right) = MV \left(1 - \frac{1}{PBR}\right) \quad \text{として、個別企業の付加}$$

価値額を計算し、さらにこれをセクター別に集計してセクターごとの付加価値額を計算した。以上の計算プロセスを視覚的にまとめたのが図表 1 である⁴。

図表 1 企業付加価値額の概念



[出所] 筆者作成

本稿では、2019年12月30日時点における個別株式の時価総額とPBRを用いて統計表を作成した。このストック統計の対象とした企業母集団は、2019年12月30日時点における東証一部上場企業で、同日および1年前の2018年12月28日時点で時価総額とPBRのデータが取得できた企業に限定した。企業数は2,153社である。日本企業の付加価値水準をグローバルな視点で評価するために、TOPIX500に属する企業をSTOXX Europe 600に属する欧州企業

² 株主資本は主として資本金、資本準備金、利益剰余金から構成される。前二項目は投資家による直接出資金である。利益剰余金は決算の成果の一部を内部留保したものであるが、これは一旦、株主に帰属されたものが、再び株主から預託されたリスクマネーと見なすことができる

³ 株式価値と株主資本簿価の理論的な関係は本稿末尾の補論で説明している

⁴ PBR は PER と共に割安判断指標として知られるが、本稿ではそのような見方ではなく企業が価値を生み出しているかを判断する指標と位置づけている。このような見方には理論的な背景があり、最近では業界のオピニオンリーダーの間でもそのように位置づけで議論している例が見られるようになってきた。例えば、『川北英隆、「PBR から評価した市場構造」、金融審議会「第 4 回市場構造専門グループ」資料、2019 年 10 月 23 日』など

とS&P500に属する米国企業と比較した。

企業価値の向上というフローの成果を測定するために付加価値増加額の統計を作成した。付加価値増加額（ ΔVA ）は株式時価総額増加額（ ΔMV ）から純資産増加額（ ΔBV ）を差し引いたものになるが、この恒等関係から株式時価総額増加額 ΔMV は、 $\Delta MV = \Delta BV + \Delta VA$ と要因分解されることになる。本稿では2018年12月28日から2019年12月30日の間に増加した付加価値額を測定している。この統計の対象企業も東証一部上場企業とし、グローバル比較はTOPIX500企業、STOXX Europe 600企業およびS&P500企業の間で行った。

本稿では、日本企業がどれだけ価値を創造しているか、あるいは毀損しているかという規模に注目しているので、効率性を表す比率ではなく絶対金額の表示を重視している点をご理解いただきたい。金額単位は、欧米企業も含めて、原則として統計表では10億円単位、統計図では1兆円単位として統一している。

2) 企業の付加価値水準統計（ストック統計）

日本企業については個社のランキング表とセクター別集計の統計表および図を作成している。欧米企業についてはセクター別集計の統計表および図を作成した。セクター別統計の表と図は以下のようなもので統一した。

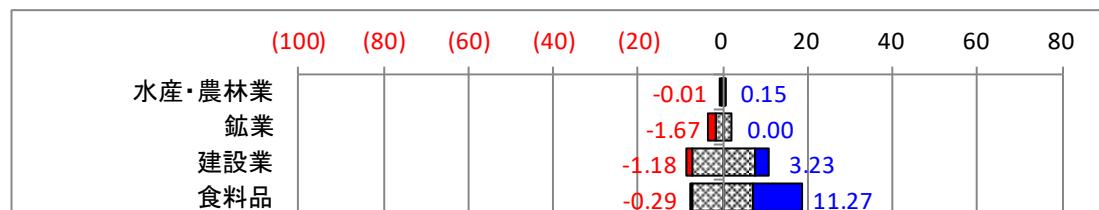
図表 2 企業価値水準統計表の例

業種	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR 倍率
			社数	金額	社数	金額		
建設業	100	14,822	54	-1,183	46	3,225	2,042	1.14
食料品	83	14,517	26	-294	57	11,266	10,972	1.76

① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨

統計表の各項目を説明する。①セクター分類名、②当該分類に所属する社数、③所属企業の純資産額 BV の合計（単位 10 億円）、④②のうち価値毀損企業（ $MV < BV$ の企業）の社数、⑤価値毀損企業の価値毀損額の合計額（単位 10 億円）、⑥②のうち価値創造企業（ $MV > BV$ ）の社数、⑦価値創造企業の価値創造額の合計額（単位 10 億円）、⑧価値毀損額合計⑤と価値創造額合計⑦の合計（単位 10 億円）、⑨当該分類に所属する企業全体の PBR で $1 + ⑧ \div ③$ と計算した結果、である。

図表 3 企業価値水準統計図の例



統計図はセクター分類ごとに、図表 2 の⑤価値毀損額（赤色）、③純資産額（網目薄黒）、⑦価値創造額（青色）を棒グラフで示したものである。⑤と⑦については金額の数値も表示しており、金額単位は兆円である。

3) 企業の付加価値向上統計（フロー統計）

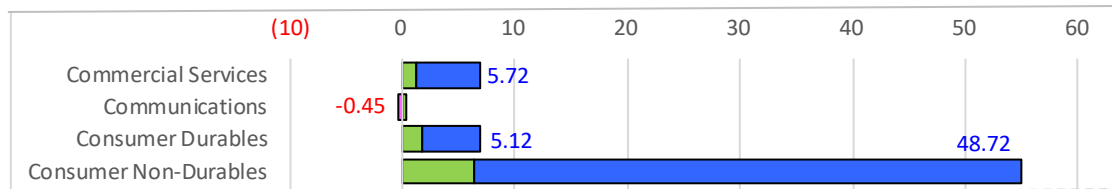
日本企業については個社のランキング表とセクター別集計の統計表および図を作成している。欧米企業についてはセクター別集計の統計表および図を作成した。セクター別統計の表と図は以下のようなもので統一した。

図表 4 企業価値向上統計表の例

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
Commercial Services	23	6,925	29%	1,205.6	20%	5,719	93%
Communications	19	-158	0%	295.1	1%	-453	-2%
①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧

統計表の各項目を説明する。①セクター分類名、②当該分類に所属する社数、③1年間における時価総額の増加額合計（単位 10 億円）、④時価総額合計の年間増加率（単位％）、⑤1年間における純資産の増加額合計（単位 10 億円）、⑥純資産合計の年間増加率（単位％）、⑦1年間における付加価値の増加額合計（単位 10 億円）、⑧付加価値増加額の前年純資産額に対する割合（単位％）、である。⑧は付加価値合計の増加率ではない点に注意されたい。付加価値額合計の増加率は値が大きく振れることがある。⑧は純資産の増加に伴い付加価値額がどれだけ増えたのかを前年の純資産規模に対して測定したものである。

図表 5 企業価値向上統計図の例



統計図はセクター分類ごとに、図表 4 の⑤純資産増加額（緑色）、⑦付加価値増加額（プラスの場合は青表示、マイナスの場合は赤表示）を棒グラフで示したものである。⑦については金額の数値も表示しており、金額単位は兆円である。

本稿は次ページ以降、統計編と解説編で構成される。統計編は統計表と統計図およびこれらの図表を作成する際のセクターの定義など最小限の説明だけを付したものである。これらの図表は見る者により様々な解釈が可能であるが、解説編では筆者による図表の見方、解釈、読み取れる示唆について紹介した。これらの記述も参考にして読者が自らの視点でこれらの図表の解釈を試みていただければ幸いである。

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

【統計編】

I. 日本企業の付加価値水準統計

- 1) 個別企業ランキング
- 2) 東証33業種別統計
- 3) 時価総額クラス別統計
- 4) リサーチ深度別統計
- 5) 現金・短期投資比率クラス別統計
- 6) 企業統治テーマ別統計

II. 日本企業の付加価値向上統計

- 1) 個別企業ランキング
- 2) 東証33業種別統計

III. 日米欧主要企業の付加価値比較統計

- 1) 対象企業の選定
- 2) 欧州各国企業の付加価値水準統計
- 3) グローバルセクターと東証33業種分類の対応
- 4) 日本主要企業の付加価値水準統計
- 5) 欧州主要企業の付加価値水準統計
- 6) 米国主要企業の付加価値水準統計
- 7) 主要セクターにおける付加価値水準の日米欧比較
- 8) 日本主要企業の付加価値向上統計
- 9) 欧州主要企業の付加価値向上統計
- 10) 米国主要企業の付加価値向上統計
- 11) 主要セクターにおける付加価値向上の日米欧比較

I. 日本企業の付加価値水準統計

1) 個別企業ランキング

本図表では時価総額ランキングの上位42社と付加価値ランキングの上位20社および下位20社を示した。付加価値の上位20社のうち時価総額の上位42社に登場する企業は薄青に、付加価値の下位20社のうち時価総額の上位42社に登場する企業は薄赤に着色した。

順位	コード	社名	時価総額
1	7203	トヨタ自動車	25,171
2	9432	日本電信電話	10,754
3	9437	NTTドコモ	10,132
4	9984	ソフトバンクグループ	9,939
5	6758	ソニー	9,419
6	6861	キーエンス	9,361
7	8306	三菱UFJフィナンシャルG	8,108
8	9433	KDDI	7,662
9	9434	ソフトバンク	6,987
10	6098	リクルートホールディングス	6,952
11	9983	ファーストリテイリング	6,895
12	4502	武田薬品工業	6,829
13	7974	任天堂	5,789
14	4519	中外製薬	5,642
15	7267	本田技研工業	5,614
16	8316	三井住友フィナンシャルG	5,545
17	4661	オリエンタルランド	5,412
18	4568	第一三共	5,125
19	4063	信越化学工業	5,025
20	2914	日本たばこ産業	4,865
21	7182	ゆうちょ銀行	4,725
22	6178	日本郵政	4,617
23	8058	三菱商事	4,611
24	6981	村田製作所	4,559
25	9022	東海旅客鉄道	4,532
26	6367	ダイキン工業	4,529
27	6501	日立製作所	4,475
28	6594	日本電産	4,474
29	4452	花王	4,350
30	8766	東京海上ホールディングス	4,344
31	8411	みずほフィナンシャルG	4,274
32	6954	ファナック	4,148
33	8001	伊藤忠商事	4,017
34	7751	キヤノン	3,983
35	7741	HOYA	3,954
36	8035	東京エレクトロン	3,953
37	6902	デンソー	3,913
38	9020	東日本旅客鉄道	3,726
39	3382	セブン&アイHD	3,548
40	4503	アステラス製薬	3,532
41	8031	三井物産	3,391
42	6273	SMC	3,388

順位	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	7,688
2	9983	ファーストリテイリング	5,919
3	6098	リクルートホールディングス	5,915
4	9434	ソフトバンク	5,885
5	6758	ソニー	5,381
6	4519	中外製薬	4,810
7	9437	NTTドコモ	4,614
8	4661	オリエンタルランド	4,483
9	7974	任天堂	4,257
10	4568	第一三共	3,732
11	4452	花王	3,543
12	6594	日本電産	3,504
13	7741	HOYA	3,319
14	9433	KDDI	3,280
15	8035	東京エレクトロン	3,110
16	6367	ダイキン工業	3,079
17	9984	ソフトバンクグループ	3,063
18	6981	村田製作所	2,837
19	6954	ファナック	2,718
20	4911	資生堂	2,620

順位	コード	社名	付加価値
2134	8725	MS&ADインシュアランスG・HD	-861
2135	8604	野村ホールディングス	-959
2136	8308	りそなホールディングス	-1,029
2137	8058	三菱商事	-1,036
2138	8309	三井住友トラストHD	-1,051
2139	5020	JXTGホールディングス	-1,051
2140	5411	ジェイ エフ イー HD	-1,180
2141	7181	かんぽ生命保険	-1,193
2142	1605	国際石油開発帝石	-1,305
2143	9501	東京電力ホールディングス	-1,543
2144	5401	日本製鉄	-1,728
2145	8750	第一生命ホールディングス	-2,379
2146	7201	日産自動車	-2,811
2147	7267	本田技研工業	-2,973
2148	8411	みずほフィナンシャルG	-4,481
2149	8316	三井住友フィナンシャルG	-5,371
2150	9432	日本電信電話	-8,639
2151	7182	ゆうちょ銀行	-9,262
2152	8306	三菱UFJフィナンシャルG	-9,614
2153	6178	日本郵政	-10,451

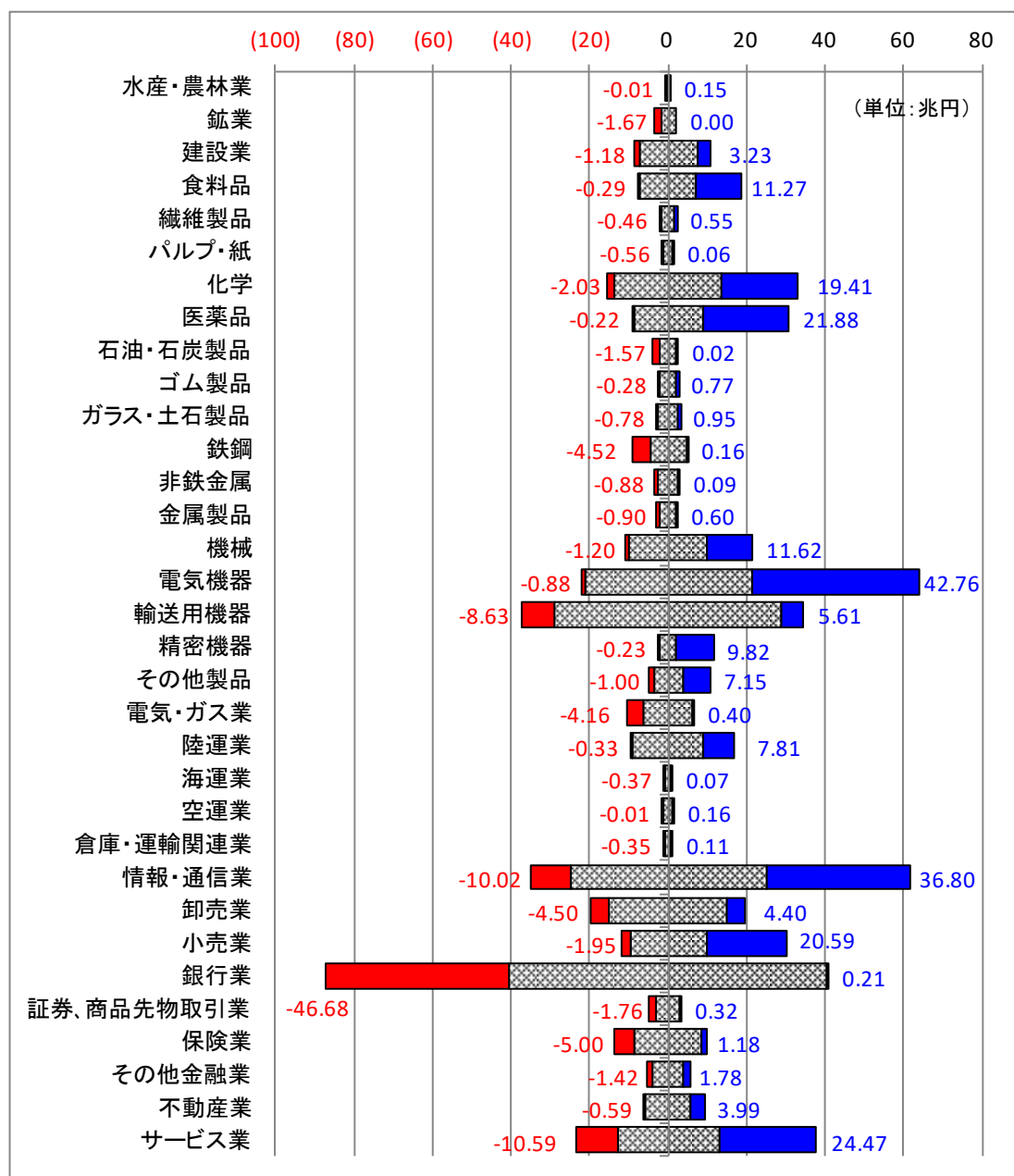
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、金額は10億円

2) 東証33業種別統計（付加価値水準）

本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けを行った。総計として、金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）を除いたものも計算した。

業種	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加 価値額	PBR 倍率
			社数	金額	社数	金額		
水産・農林業	7	500	3	-6	4	150	145	1.29
鉱業	6	3,620	6	-1,672	0	0	-1,672	0.54
建設業	100	14,822	54	-1,183	46	3,225	2,042	1.14
食料品	83	14,517	26	-294	57	11,266	10,972	1.76
繊維製品	41	3,566	31	-456	10	554	98	1.03
パルプ・紙	12	2,137	9	-563	3	55	-508	0.76
化学	146	27,238	75	-2,030	71	19,406	17,376	1.64
医薬品	39	17,635	11	-224	28	21,884	21,660	2.23
石油・石炭製品	9	4,435	8	-1,567	1	24	-1,543	0.65
ゴム製品	11	3,979	8	-280	3	774	494	1.12
ガラス・土石製品	33	5,006	18	-780	15	951	171	1.03
鉄鋼	31	9,286	29	-4,518	2	162	-4,356	0.53
非鉄金属	24	5,154	17	-882	7	92	-790	0.85
金属製品	41	4,094	32	-902	9	598	-305	0.93
機械	142	19,762	70	-1,199	72	11,616	10,417	1.53
電気機器	156	42,488	59	-879	97	42,761	41,882	1.99
輸送用機器	62	57,734	41	-8,628	21	5,610	-3,019	0.95
精密機器	33	4,043	10	-230	23	9,822	9,592	3.37
その他製品	53	7,433	26	-1,005	27	7,150	6,145	1.83
電気・ガス業	22	12,555	15	-4,156	7	396	-3,760	0.70
陸運業	43	18,246	12	-330	31	7,810	7,480	1.41
海運業	8	1,323	6	-368	2	69	-299	0.77
空運業	3	2,315	1	-7	2	156	149	1.06
倉庫・運輸関連業	24	1,570	17	-352	7	106	-246	0.84
情報・通信業	219	49,879	16	-10,018	203	36,803	26,785	1.54
卸売業	177	30,024	109	-4,500	68	4,399	-101	1.00
小売業	200	19,357	66	-1,953	134	20,595	18,642	1.96
銀行業	82	80,834	81	-46,681	1	207	-46,474	0.43
証券・商品先物取引業	23	5,874	18	-1,760	5	324	-1,437	0.76
保険業	9	17,253	5	-5,000	4	1,185	-3,815	0.78
その他金融業	27	8,046	14	-1,417	13	1,776	359	1.04
不動産業	71	11,266	28	-588	43	3,991	3,403	1.30
サービス業	216	25,962	23	-10,587	193	24,472	13,885	1.53
総計	2,153	531,952	944	-115,016	1,209	238,390	123,374	1.23
総計除く金融4業種	2,012	419,945	826	-60,158	1,186	234,898	174,740	1.42

[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、金額は10億円

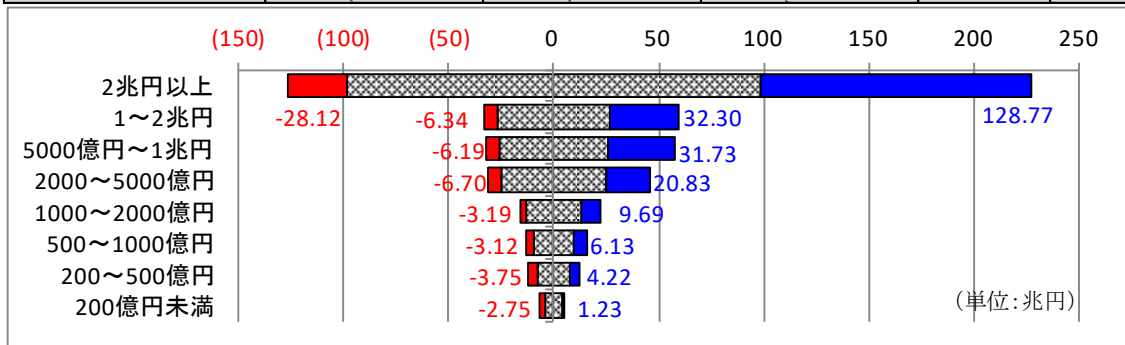


[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2019年12月30日現在

3) 時価総額クラス別統計 (付加価値水準)

本図表では時価総額の大きさでクラス分けを行った。なお、金融4業種は除いている。

時価総額クラス	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR (倍率)
			社数	金額	社数	金額		
2兆円以上	66	196,045	8	-28,120	58	128,774	100,654	1.51
1~2兆円	60	53,731	11	-6,344	49	32,300	25,956	1.48
5000億円~1兆円	109	51,307	24	-6,185	85	31,731	25,546	1.50
2000~5000億円	202	49,806	63	-6,699	139	20,831	14,132	1.28
1000~2000億円	227	26,030	74	-3,191	153	9,689	6,498	1.25
500~1000億円	312	19,468	123	-3,119	189	6,128	3,008	1.15
200~500億円	505	16,096	226	-3,754	279	4,215	462	1.03
200億円未満	531	7,463	297	-2,745	234	1,231	-1,515	0.80
総計	2,012	419,945	826	-60,158	1,186	234,898	174,740	1.42

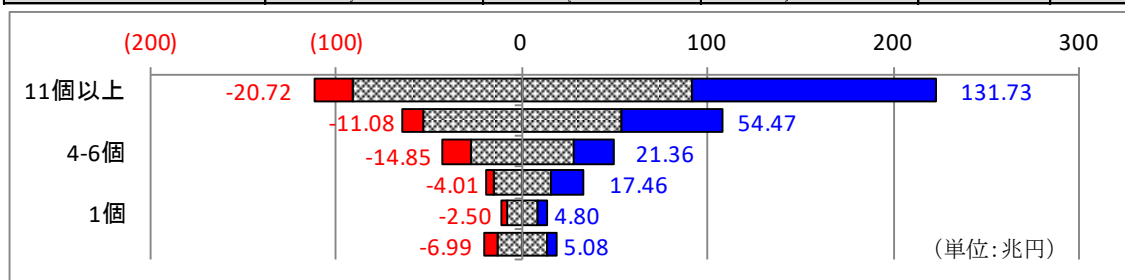


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

4) リサーチ深度別統計 (付加価値水準)

本図表では各企業の業績予想数によりクラス分けを行った。業績予想数はセルサイドアナリストの人数を表すものと考えられる。なお、金融4業種は除いている。

業績予想数 (アナリスト数)	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR (倍率)
			社数	金額	社数	金額		
11個以上	117	182,734	15	-20,722	102	131,726	111,004	1.61
7~10個	168	106,162	53	-11,083	115	54,471	43,388	1.41
4~6個	210	55,658	66	-14,849	144	21,360	6,511	1.12
2~3個	331	30,869	84	-4,009	247	17,461	13,452	1.44
1個	364	17,196	142	-2,503	222	4,800	2,297	1.13
ゼロ	822	27,326	466	-6,992	356	5,081	-1,911	0.93
総計	2,012	419,945	826	-60,158	1,186	234,898	174,740	1.42

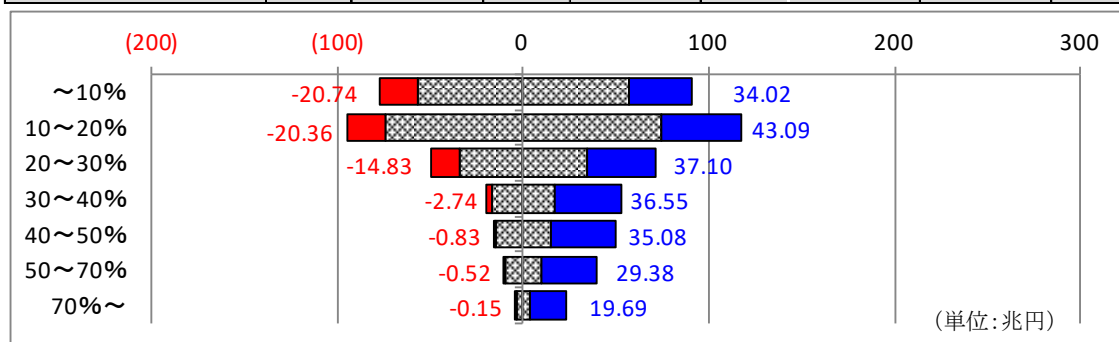


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

5) 現金・短期投資比率クラス別統計（付加価値水準）

本図表では現金・短期投資を投下資産（有利子負債＋純資産）で除した値の大きさによってクラス分けを行った。これらの財務項目は3月決算企業については2019年3月期のデータで、12月決算企業は2018年12月決算のデータを使用している。なお、対象企業から金融4業種は除いている。

現金・短期投資/ 投下資産比率	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加 価値額	PBR (倍率)
			社数	金額	社数	金額		
～10%	274	113,079	146	-20,737	128	34,016	13,280	1.12
10～20%	486	148,185	262	-20,359	224	43,091	22,732	1.15
20～30%	401	68,935	182	-14,831	219	37,095	22,264	1.32
30～40%	291	33,367	128	-2,738	163	36,546	33,808	2.01
40～50%	199	29,661	56	-827	143	35,082	34,254	2.15
50～70%	197	19,736	40	-518	157	29,378	28,860	2.46
70%～	164	6,981	12	-148	152	19,690	19,543	3.80
総 計	2,012	419,945	826	-60,158	1,186	234,898	174,740	1.42



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

6) 企業統治テーマ別統計（付加価値水準）

本図表では企業統治関連のテーマについて該当する企業を母集団として付加価値水準を測定した。なお、以下ではすべて、対象企業から金融4業種は除いている。

統治制度が指名委員会等設置会社である企業は日本取締役協会の公表資料⁵によれば45社であった。コーポレートガバナンス報告書英文開示会社⁶とIFRS適用会社⁷については、東京証券取引所のホームページから情報を取得した。該当企業は、英文開示については228社、IFRSについては158社であった。

統合報告書の発行状況は企業価値レポーティング・ラボの発表資料⁸に基づき、発行していない企業、2017年以前から発行している企業、2018年以降に発行を開始した企業の3つに分けて付加価値水準を測定した。この公表資料によれば、国内自己表明型統合レポー

⁵ 日本取締役協会、指名委員会等設置会社リスト（上場企業）、2019年8月1日現在

⁶ 東京証券取引所ホームページ英語版、Listing(Domestic Stocks),Enhancing the Corporate Governance, List of the companies that submitted English translations of CG Reports, 2020年1月25日取得

⁷ 東京証券取引所ホームページ、上場会社情報・IFRSを適用している会社一覧、2020年1月11日取得

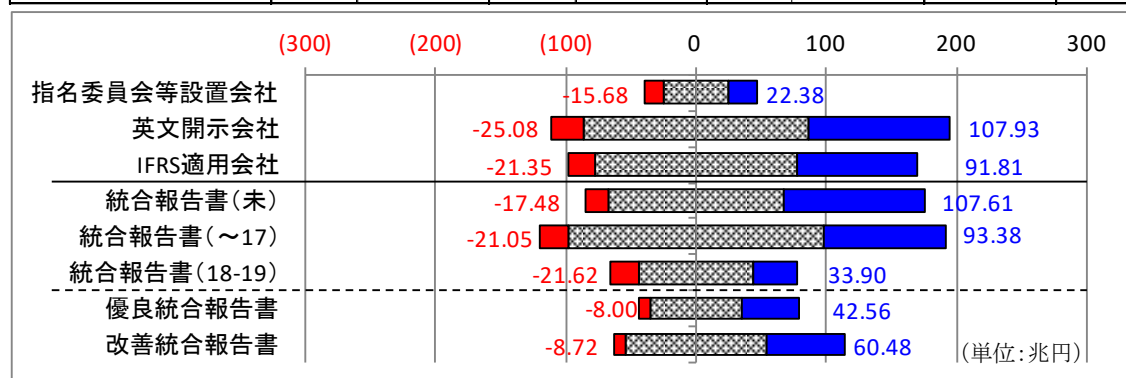
⁸ 企業価値レポーティング・ラボ、日本の持続的成長を支える統合報告の動向2019、2020年2月

ト発行企業は 513 社であるが、そのうち東証一部上場企業は 475 社で、金融 4 業種を除くと 426 社となった。

優れた統合報告書の発行企業と改善度の高い統合報告書の発行企業については、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の公表資料⁹に依った。これらは GPIF が運用委託している国内株式運用機関に選定を依頼し、集計したものである。該当企業は各々、延べで 71 社と 91 社であったが、金融 4 業種を除くと 64 社と 84 社になった。

それぞれのテーマについて該当企業を母集団としてみたところ、企業の付加価値水準は次の図表のようになった。

企業統治テーマ	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR (倍率)
			社数	金額	社数	金額		
指名委員会等設置会社	45	48,734	9	-15,681	36	22,377	6,696	1.14
英文開示会社	228	172,704	58	-25,076	170	107,930	82,854	1.48
IFRS適用会社	158	154,483	42	-21,348	116	91,807	70,459	1.46
統合報告書(未)	1,586	135,157	660	-17,482	926	107,613	90,131	1.67
統合報告書(～17)	266	196,678	102	-21,054	164	93,384	72,330	1.37
統合報告書(18-19)	160	88,110	64	-21,622	96	33,901	12,279	1.14
優良統合報告書	64	71,428	19	-8,002	45	42,556	34,554	1.48
改善統合報告書	84	108,479	25	-8,722	59	60,476	51,754	1.48



[出所] 各種資料とFactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人、「GPIF」の国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」、2020年2月7日

Ⅱ. 日本企業の付加価値向上統計

1) 個別企業ランキング

本図表では個別企業を付加価値増加額でランキングし、上位 20 社と下位 20 社を表示した。

順位	コード	企業名	時価総額		純資産		付加価値	
			増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
1	7203	トヨタ自動車	4,268	20%	683	3.1%	3,585	16%
2	4568	第一三共	2,635	106%	41	3.0%	2,595	192%
3	9984	ソフトバンクグループ	1,899	24%	-610	-8.1%	2,509	34%
4	6861	キーエンス	2,590	38%	136	8.9%	2,454	160%
5	6758	ソニー	2,653	39%	254	6.7%	2,398	63%
6	6098	リクルートホールディングス	2,436	54%	84	8.8%	2,352	247%
7	4519	中外製薬	2,071	58%	58	7.5%	2,013	260%
8	8035	東京エレクトロン	1,885	91%	14	1.7%	1,871	226%
9	7974	任天堂	1,641	40%	-142	-8.5%	1,782	106%
10	6501	日立製作所	1,637	58%	199	6.3%	1,438	46%
11	9432	日本電信電話	2,013	23%	622	3.3%	1,391	7%
12	7741	HOYA	1,431	57%	40	6.8%	1,390	234%
13	4063	信越化学工業	1,375	38%	25	1.0%	1,350	54%
14	4661	オリエンタルランド	1,391	35%	61	7.1%	1,330	153%
15	2413	エムスリー	1,287	135%	59	63.5%	1,228	1314%
16	7733	オリンパス	1,159	100%	-53	-12.2%	1,212	276%
17	6273	SMC	1,149	51%	20	1.6%	1,129	93%
18	6981	村田製作所	1,190	35%	67	4.0%	1,123	68%
19	9433	KDDI	1,018	15%	-16	-0.4%	1,034	24%
20	4502	武田薬品工業	3,884	132%	2,859	138.4%	1,026	50%
2134	2269	明治ホールディングス	-241	-18%	18	3.3%	-260	-47%
2135	4581	大正製薬ホールディングス	-304	-31%	-38	-4.7%	-266	-33%
2136	5020	JXTGホールディングス	-344	-18%	-61	-2.3%	-283	-10%
2137	8058	三菱商事	-191	-4%	94	1.7%	-285	-5%
2138	2267	ヤクルト本社	-289	-22%	-1	-0.3%	-288	-75%
2139	2914	日本たばこ産業	-368	-7%	-59	-2.0%	-309	-11%
2140	4324	電通グループ	-326	-23%	4	0.4%	-330	-31%
2141	8028	ファミリーマート	-432	-25%	6	1.1%	-438	-75%
2142	9064	ヤマトホールディングス	-476	-38%	-26	-4.3%	-450	-74%
2143	9503	関西電力	-362	-23%	139	9.0%	-501	-32%
2144	7269	スズキ	-491	-18%	33	2.2%	-524	-36%
2145	4506	大日本住友製薬	-543	-39%	14	2.7%	-557	-112%
2146	9022	東海旅客鉄道	-240	-5%	335	9.4%	-575	-16%
2147	3382	セブン&アイ・ホールディングス	-691	-16%	12	0.5%	-703	-28%
2148	7201	日産自動車	-1,031	-28%	-263	-4.6%	-768	-13%
2149	9501	東京電力ホールディングス	-299	-28%	522	29.4%	-821	-46%
2150	7181	かんぽ生命保険	-481	-31%	350	18.5%	-830	-44%
2151	8750	第一生命ホールディングス	118	6%	1,064	30.5%	-945	-27%
2152	7182	ゆうちょ銀行	-720	-13%	1,107	8.6%	-1,827	-14%
2153	6178	日本郵政	-1,075	-19%	1,147	8.2%	-2,223	-16%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2018 年末から 2019 年末の増加額、金額単位は 10 億円

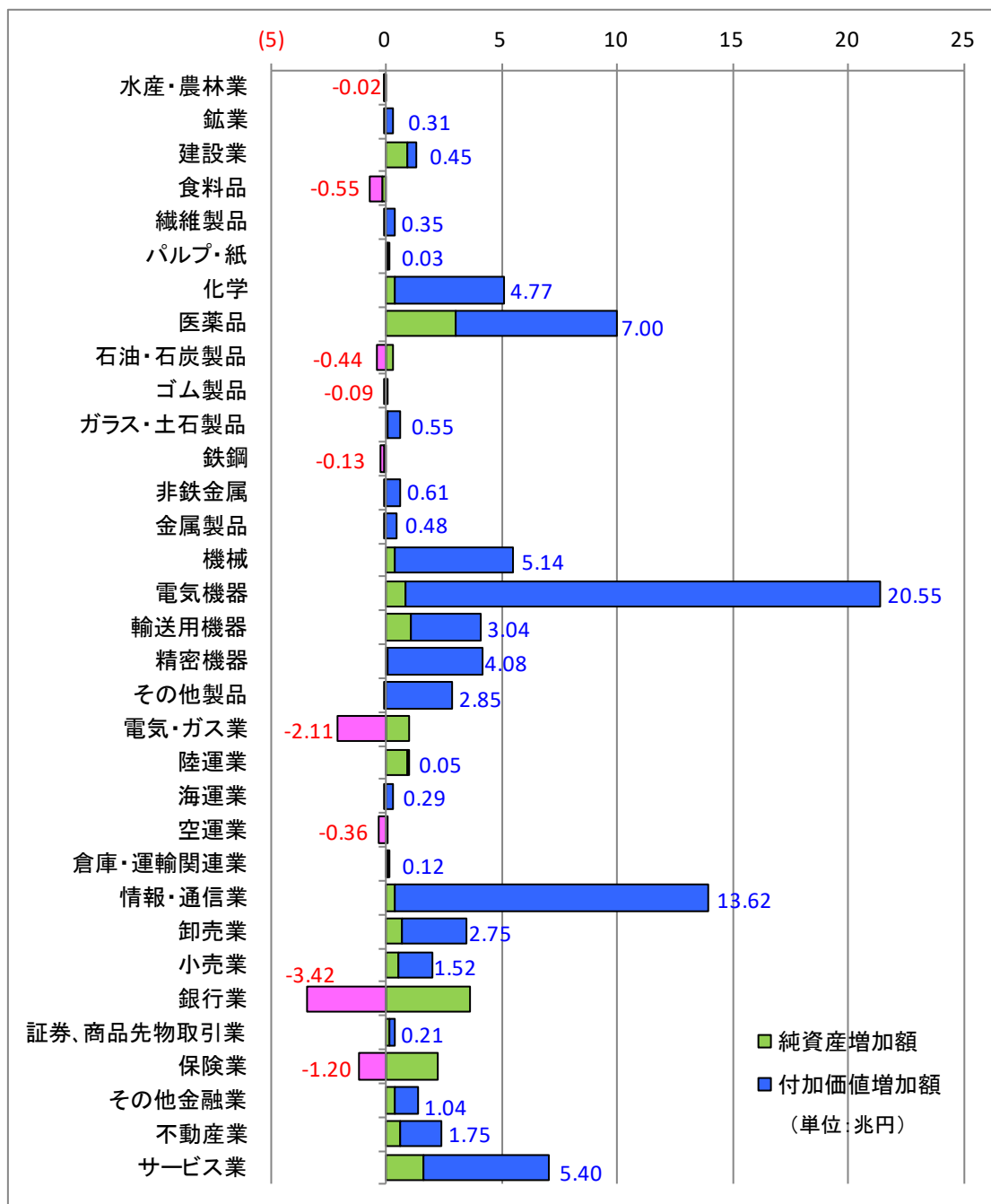
2) 東証 33 業種別統計 (付加価値向上)

本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けを行った。総計として、金融 4 業種 (銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業) を除いたものも計算した。

東証33業種	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
水産・農林業	7	-21	-3%	-1	-0.1%	-21	-4%
鉱業	6	291	18%	-23	-0.6%	314	9%
建設業	100	1,319	8%	870	6.2%	449	3%
食料品	83	-711	-3%	-164	-1.1%	-547	-4%
繊維製品	41	252	7%	-95	-2.6%	347	9%
パルプ・紙	12	86	6%	58	2.8%	27	1%
化学	146	5,106	13%	341	1.3%	4,765	18%
医薬品	39	9,983	34%	2,988	20.4%	6,995	48%
石油・石炭製品	9	-146	-5%	291	7.0%	-437	-11%
ゴム製品	11	-75	-2%	17	0.4%	-92	-2%
ガラス・土石製品	33	580	13%	30	0.6%	550	11%
鉄鋼	31	-266	-5%	-134	-1.4%	-132	-1%
非鉄金属	24	498	13%	-116	-2.2%	614	12%
金属製品	41	413	12%	-63	-1.5%	476	11%
機械	142	5,469	22%	332	1.7%	5,137	26%
電気機器	156	21,415	34%	861	2.1%	20,554	49%
輸送用機器	62	4,068	8%	1,030	1.8%	3,038	5%
精密機器	33	4,162	44%	77	1.9%	4,085	103%
その他製品	53	2,731	25%	-120	-1.6%	2,851	38%
電気・ガス業	22	-1,101	-11%	1,012	8.8%	-2,113	-18%
陸運業	43	960	4%	910	5.3%	49	0%
海運業	8	166	19%	-128	-8.8%	294	20%
空運業	3	-277	-10%	84	3.7%	-361	-16%
倉庫・運輸関連業	24	159	14%	44	2.8%	115	8%
情報・通信業	219	13,967	22%	350	0.7%	13,617	27%
卸売業	177	3,433	13%	680	2.3%	2,753	9%
小売業	200	2,017	6%	502	2.7%	1,515	8%
銀行業	82	179	1%	3,598	4.7%	-3,420	-4%
証券・商品先物取引業	23	363	9%	150	2.6%	213	4%
保険業	9	1,009	8%	2,212	14.7%	-1,204	-8%
その他金融業	27	1,358	19%	323	4.2%	1,036	13%
不動産業	71	2,359	19%	610	5.7%	1,749	16%
サービス業	216	7,038	21%	1,638	6.7%	5,401	22%
総計	2153	86,784	15%	18,164	3.5%	68,620	13%
総計除く金融4業種	2012	83,875	16%	11,881	2.9%	71,995	18%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2018 年末から 2019 年末の増加額、金額は 10 億円

グラフでは純資産（投下リスクマネー）の増加額は薄緑に、付加価値増加額は濃青に着色している。ただし、付加価値増加額がマイナスの場合は濃青の代わりに薄赤に着色した。



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額

Ⅲ. 日米欧主要企業の付加価値比較統計

1) 対象企業の選定

第Ⅲ章では日米欧の主要企業に関して付加価値状況の比較を行う。

比較対象としては、日本はTOPIX500企業、米国はS&P500企業、欧州はSTOXX Europe 600企業を採用した。STOXX Europe 600はSTOXX社が1998年に導入した株式指数で、欧州を代表する大型、中型、小型企業で構成されている。浮動株数ベースの時価総額で欧州株式市場の約90%を占めるとされている。図表6に比較対象とした日米欧の主要企業の国別の社数と時価総額および1社あたりの平均規模（10億円単位）を示した。図表6では欧州各国の並びは二桁の国コードのアルファベット順とした。社数と使用した為替レートについては後述する。

図表6 日米欧主要企業の社数と時価総額

国・地域	企業数	時価総額	平均規模
日本	500	571,810	1,144
欧州	584	1,336,072	2,288
AT オーストリア	8	7,319	915
BE ベルギー	15	31,183	2,079
CH スイス	50	168,845	3,377
DE ドイツ	77	194,736	2,529
DK デンマーク	21	39,513	1,882
ES スペイン	25	67,786	2,711
FI フィンランド	16	21,674	1,355
FR フランス	86	274,818	3,196
GB イギリス	147	279,298	1,900
IE アイルランド	9	13,067	1,452
IT イタリア	33	61,146	1,853
NL オランダ	28	85,704	3,061
NO ノルウェー	15	23,050	1,537
PL ポーランド	8	6,721	840
PT ポルトガル	3	4,289	1,430
SE スウェーデン	43	56,923	1,324
米国	468	2,857,954	6,107

[出所] FactSetから筆者が計算、金額は10億円

2019年末におけるS&P500の構成銘柄数は505であった。これは、例えばAlphabet IncのA株とC株のように1企業で2種類の株式を発行している企業があるからと思われる。分析対象は2018年末と2019年末の両時点の時価総額とPBRのデータが共に存在している銘柄に限定し、その上で複数の種類株式が有る場合は一本化した。その結果、分析対象となった米国企業は468社になった。両時点のデータの存在を前提にしたのは、フロー統計として、この1年間で付加価値額がどれだけ増加したのかを確認するためである。

欧州企業についても、2018年末と2019年末の両時点の時価総額とPBRのデータが共に存

在している企業に限定したところ600社から584社に減少した。

本稿の統計では金額は原則として表では10億円単位、図では兆円単位としている。米国株のデータはドルベースで、欧州株のデータはユーロベースであった。これを円に換算するためには、図表7の日銀統計資料¹⁰のうち「平均レート17:00ベース」にある1ドル＝108.99円と1ユーロ＝122.02円のレートを使用した。このレートは2018年末のデータにも2019年末のデータにも等しく適用した。1年間の付加価値増加を円ベースで把握するのに、年初と年末で為替レートが異なる場合、為替レートが異なる効果を考慮しなければならない。幸いにもこの1年間では、年初、年末、年中平均とも大きな差がないため、年初（前年末）と年末に同じ為替レートを適用してもほとんど問題がないと判断した。

図表7 円換算のために使用した為替レート

	ドル／円	ユーロ／ドル	ユーロ／円(裁定)
年初(1/4日) 9:00時点	107.85 円	1.1391 ドル	122.85 円
年末(12/30日) 17:00時点	109.15 円	1.1196 ドル	122.20 円
平均レート 17:00時点ベース	108.99 円	1.1195 ドル	122.02 円

[出所] 日本銀行金融市場局

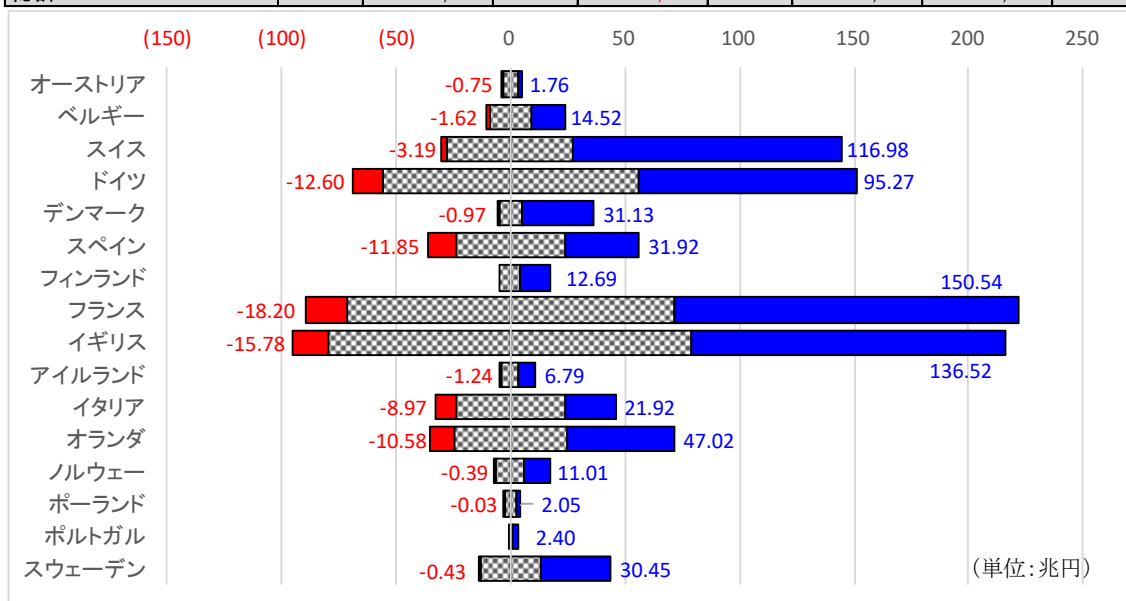
円換算した結果、図表6に示したとおり対象企業全社の時価総額は、日本は572兆円、欧州は1,336兆円、米国は2,858兆円となった。

グローバル比較に入る前に、まず欧州各国の国別の付加価値水準を次ページに示した。

¹⁰ 日本銀行金融市場局、「東京外為市場における取引状況（2019年中）」、2020年1月6日

2) 欧州各国企業の付加価値水準統計

国	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加 価値額	PBR 倍率
			社数	金額	社数	金額		
オーストリア	8	6,310	4	-748	4	1,757	1,009	1.16
ベルギー	15	18,277	3	-1,618	12	14,524	12,907	1.71
スイス	50	55,056	3	-3,186	47	116,975	113,789	3.07
ドイツ	77	112,069	10	-12,603	67	95,269	82,666	1.74
デンマーク	21	9,353	1	-973	20	31,134	30,160	4.22
スペイン	25	47,710	8	-11,846	17	31,922	20,076	1.42
フィンランド	16	8,980	0	0	16	12,694	12,694	2.41
フランス	86	142,483	15	-18,204	71	150,539	132,335	1.93
イギリス	147	158,552	23	-15,778	124	136,524	120,746	1.76
アイルランド	9	7,516	2	-1,237	7	6,788	5,551	1.74
イタリア	33	48,198	8	-8,974	25	21,922	12,948	1.27
オランダ	28	49,264	7	-10,580	21	47,020	36,440	1.74
ノルウェー	15	12,435	3	-392	12	11,008	10,615	1.85
ポーランド	8	4,699	1	-32	7	2,053	2,021	1.43
ポルトガル	3	1,892	0	0	3	2,397	2,397	2.27
スウェーデン	43	26,904	2	-431	41	30,451	30,019	2.12
総計	584	709,698	90	-86,603	494	712,976	626,374	1.88



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

3) グローバルセクターと東証33業種分類の対応

図表8は、今回利用した商業データベース（FactSet社）のグローバルな経済セクター（Economic Sector）の19分類と東証33業種分類との対応付けを行った結果である。TOPIX500の企業を対象にしてグローバル経済セクターと33業種のどこに属しているかを数えている。例えば、TOPIX500企業のうち41社がConsumer Non-Durablesに属し、これらの41社のうち26社が東証33業種分類の食料品に、7社が化学に属していた。そして水産・農林業に2社、繊維製品に2社、医薬品に1社、その他製品に2社、卸売業に1社となっていた。これらの8社は「(その他5業種) (8)」と一括表示した。

図表8 グローバルセクターと東証33業種分類の対応付け

経済セクター(社数)	東証33業種分類(社数)	経済セクター(社数)	東証33業種分類(社数)
Commercial Services (13)	その他製品 (2) サービス業 (11)	Health Services (3)	卸売業 (1) サービス業 (2)
Communications (5)	情報・通信業 (5)	Health Technology (32)	医薬品 (21) 精密機器 (7) (その他3業種) (4)
Consumer Durables (35)	ゴム製品 (4) 機械 (4) 電気機器 (4) 輸送用機器 (11) (その他8業種) (12)	Industrial Services (17)	建設業 (17)
Consumer Non-Durables (41)	食料品 (26) 化学 (7) (その他5業種) (8)	Non-Energy Minerals (10)	ガラス・土石製品 (2) 鉄鋼 (5) 非鉄金属 (3)
Consumer Services (17)	情報・通信業 (6) 小売業 (4) サービス業 (5) (その他2業種) (2)	Process Industries (47)	繊維製品 (3) パルプ・紙 (3) 化学 (34) (その他6業種) (7)
Distribution Services (19)	卸売業 (17) (その他2業種) (2)	Producer Manufacturing (65)	非鉄金属 (5) 機械 (25) 電気機器 (12) 輸送用機器 (8) (その他6業種) (15)
Electronic Technology (36)	電気機器 (29) (その他5業種) (7)	Retail Trade (30)	小売業 (28) (その他2業種) (2)
Energy Minerals (4)	鉱業 (1) 石油・石炭製品 (3)	Technology Services (18)	情報・通信業 (14) (その他2業種) (4)
Finance (65)	銀行業 (28) 証券、商品先物取引業 (5) 保険業 (7) その他金融業 (9) 不動産業 (9) (その他3業種) (7)	Transportation (30)	陸運業 (23) (その他4業種) (7)
		Utilities (13)	電気・ガス業 (13)

[出所] FactSetデータベースと東京証券取引所資料より筆者が作成(2020年1月現在)

次ページには TOPIX500 企業の経済セクター19 分類への所属一覧表を添付した。必要があれば、拡大表示あるいは拡大印刷してご利用いただきたい。

Commercial Services	Consumer Services (つづき)	Finance (つづき)	Process Industries (つづき)	Producer Manufacturing (つづき)
2181 パーソルホールディングス	4755 楽天	8358 スルガ銀行	3101 東洋紡	7259 アイシン精機
2331 総合警備保障	7550 センショーホールディングス	8359 八十二銀行	3105 日清紡ホールディングス	7276 小糸製作所
2413 エムスリー	7616 コロワイド	8366 滋賀銀行	3401 帝人	7282 豊田合成
2433 博報堂DYホールディングス	9024 西武ホールディングス	8369 京都銀行	3402 東レ	7846 バイロットコーポレーション
4324 電通グループ	9401 東京放送ホールディングス	8377 ほくほくフィナンシャルグループ	3405 クラレ	7984 コクヨ
4665 ダスキン	9404 日本テレビホールディングス	8379 広島銀行	3407 旭化成	7988 ニッポ
4732 ユー・エス・エス	9409 テレビ朝日ホールディングス	8382 中国銀行	3861 王子ホールディングス	9962 ミスミグループ本社
4751 サイバーエージェント	9601 松竹	8385 伊予銀行	3863 日本製紙	Retail Trade
6028 テクノプロホールディングス	9602 東宝	8410 セブン銀行	3941 レンゴー	2651 ローソン
7911 凸版印刷	9783 ベネッセホールディングス	8411 みずほフィナンシャルグループ	4004 昭和電工	3038 神戸物産
7912 大日本印刷	9861 吉野家ホールディングス	8418 山ロフィナンシャルグループ	4005 住友化学	3064 MonotaRO
9735 セコム	Distribution Services	8439 東京センチュリー	4021 日産化学	3086 J.フロント リテイリング
9744 メイテック	2670 エービーシー・マート	8473 SBIホールディングス	4042 東ソー	3088 マツモトキヨシホールディングス
Communications	2768 双日	8570 イオンフィナンシャルサービス	4043 トクヤマ	3092 ZOZO
9432 日本電信電話	2784 アルフレックスホールディングス	8572 アコム	4044 セントラル硝子	3099 三越伊勢丹ホールディングス
9433 KDDI	7458 第一興商	8586 日立キャピタル	4045 東亜合成	3141 ウエルシアホールディング
9434 ソフトバンク	7459 デイパルホールディングス	8591 オリックス	4061 デンカ	3349 コスモス薬品
9437 NTTドコモ	8001 伊藤忠商事	8593 三菱UFJリース	4063 信越化学工業	3382 セブン&アイホールディングス
9984 ソフトバンクグループ	8002 丸紅	8595 ジャフコ	4088 エア・ウォーター	3391 ツルハホールディングス
Consumer Durables	8012 長瀬産業	8601 大和証券グループ本社	4091 太陽日酸	3549 クスリのアオキホールディングス
1911 住友林業	8015 豊田通商	8604 野村ホールディングス	4095 日本ペーカライジング	7453 良品計画
3291 飯田グループホールディングス	8031 三井物産	8628 松井証券	4114 日本触媒	7532 パン・パフ・パティ・インターナショナルHD
4901 富士フイルムホールディングス	8053 住友商事	8630 SOMPOホールディングス	4118 カネカ	7649 スギホールディングス
5101 橋本ゴム	8056 日本ユニシス	8697 日本取引所グループ	4182 三菱瓦斯化学	8028 ファリーマート
5105 TOYO TIRE	8058 三菱商事	8725 MS&ADインシュアランスGHD	4183 三井化学	8184 島忠
5108 フリダストン	8060 キリンマーケティングジャパン	8729 ノーフィナンシャルHD	4185 JSR	8227 しまむら
5110 住友ゴム工業	8078 阪和興業	8750 第一生命ホールディングス	4186 東京応化工業	8233 高島屋
5947 リンナイ	8088 岩谷産業	8766 東京海上ホールディングス	4188 三菱ケミカルホールディングス	8242 エイチ・ツー・オー リテイリング
6417 SANKYO	8129 東邦ホールディングス	8795 T&Dホールディングス	4202 ダイセル	8252 丸井グループ
6460 セガサミーホールディングス	8283 PALTAC	8801 三井不動産	4203 住友ベークライト	8267 イオン
6465 ホシザキ	9832 オートバックスセブン	8802 三菱地所	4204 積水化学工業	8273 イズミ
6586 マキタ	Electronic Technology	8804 東京建物	4205 日本ゼオン	8282 ケーズホールディングス
6752 パナソニック	3436 SUMCO	8830 住友不動産	4208 宇部興産	9435 光通信
6753 シャープ	4062 イビデン	8876 リコグループ	4272 日本化薬	9627 アインホールディングス
6758 ソニー	4902 コニカミノルタ	8905 イオンモール	4401 ADEKA	9831 ヤマダ電機
6952 カシオ計算機	5214 日本電気硝子	Health Services	4403 日油	9843 ニトリホールディングス
7201 日産自動車	6146 ディスコ	2175 エス・エム・エス	4612 日本ペイントホールディングス	9983 ファーストリテイリング
7202 いすゞ自動車	6436 アマノ	3360 シップヘルスケアHD	4613 関西ペイント	9989 サンドラッグ
7203 トヨタ自動車	6448 プラザー工業	4544 みちかホールディングス	4631 DIC	Technology Services
7211 三菱自動車工業	6503 三菱電機	Health Technology	5201 AGC	2432 ディー・エヌ・エー
7261 マツダ	6645 オムロン	4151 協和キリン	5901 東洋製罐グループHD	2492 インフォマート
7267 本田技研工業	6701 日本電気	4502 武田薬品工業	6988 日東電工	3626 TIS
7269 スズキ	6703 神電気工業	4503 アステラス製薬	7240 NOK	3659 ネクソン
7270 SUBARU	6723 ルネサスエレクトロニクス	4506 大日本住友製薬	7947 エフピコ	3765 ガンホー・オンライン・エンターテイメント
7272 ヤマハ発動機	6724 セイコーエプソン	4507 塩野義製薬	7966 リンテック	3938 LINE
7309 シマノ	6728 アルパック	4508 田辺三菱製薬	Producer Manufacturing	4307 野村総合研究所
7313 ティ・エス テック	6754 アンリツ	4516 日本新薬	3116 トヨタ紡織	4684 オービック
7731 ニコン	6762 TDK	4519 中外製薬	4206 アイカ工業	4689 Zホールディングス
7832 パンダインテックHD	6770 アルプスアルパイン	4521 科研製薬	4217 日立化成	4704 トンドマークロ
7951 ヤマハ	6806 ヒロセ電機	4523 ユーザイ	5301 東海カーボン	4716 日本オラル
7974 任天堂	6841 横河電機	4528 小野薬品工業	5332 TOTO	4739 伊藤忠テクノソリューションズ
8190 サンダツ	6845 アズビル	4530 久光製薬	5333 日本ガシ	4768 太陽商会
9684 スクウェア・エニックスHD	6856 堀場製作所	4534 特田製薬	5334 日本特殊陶業	6008 リクルートホールディングス
9697 カブコム	6857 アドバンテス	4536 参天製薬	5463 丸一鋼管	6702 富士通
9766 コナミホールディングス	6861 キーエンス	4540 ツルマ	5486 日立金属	7518 ネットワンシステムズ
Consumer Non-Durables	6920 レーザータック	4543 テルモ	5631 日本製鋼所	9613 エヌ・ティ・ティ・データ
1332 日本水産	6963 ローム	4547 キンセイ薬品工業	5706 三井金属鉱業	9719 SCSK
1333 マルハニチロ	6965 浜松トニクス	4555 沢井製薬	5711 三菱マテリアル	Transportation
2201 森永製菓	6971 京セラ	4568 第一三共	5801 古河電気工業	9001 東武鉄道
2206 江崎グリコ	6976 太陽誘電	4578 大塚ホールディングス	5802 住友電気工業	9003 相鉄ホールディングス
2212 山崎製パン	6981 村田製作所	4581 大正製薬ホールディングス	5803 フジクラ	9005 東急
2229 カルビー	7701 鳥津製作所	4587 ベアトリウム	5929 三和ホールディングス	9006 京浜急行電鉄
2264 森永乳業	7735 SCREENホールディングス	4967 小林製薬	5938 LIXILグループ	9007 小田急電鉄
2267 ヤクルト本社	7751 キヤノン	6849 日本光電工業	5991 日本発条	9008 京王電鉄
2269 明治ホールディングス	7752 リコー	6869 シスメックス	6005 三浦工業	9009 京成電鉄
2270 雪印メグミルク	7762 シチズン時計	7730 マニ	6103 オーヤマ	9020 東日本旅客鉄道
2282 日本ハム	8035 東京エレクトロ	7732 トプコン	6113 アマダホールディングス	9021 西日本旅客鉄道
2501 サッポロホールディングス	8036 日立ハイテクロジーズ	7733 シンパス	6136 オーエスジー	9022 東海旅客鉄道
2502 アサヒグループHD	Energy Minerals	7741 HOYA	6141 DMG森精機	9031 西日本鉄道
2503 キリンホールディングス	1605 国際石油開発帝石	7747 朝日インテック	6201 豊田自動織機	9041 近鉄グループホールディングス
2531 宝ホールディングス	5019 出光興産	8086 ニプロ	6268 ナブテコ	9042 阪急阪神ホールディングス
2579 コカ・コーラボターズJHD	5020 JXTGホールディングス	Industrial Services	6273 SMC	9044 南海電気鉄道
2587 サントリー食品インターナショナル	5021 コスモエネルギーHD	1721 コムシスホールディングス	6301 小松製作所	9045 京阪ホールディングス
2593 伊藤園	Finance	1878 大成建設	6302 住友重機械工業	9048 名古屋鉄道
2607 不二製油グループ本社	1878 大東建託	1801 大成建設	6305 日立通運	9062 日本通運
2801 キッコーマン	1925 大和ハウス工業	1802 大林組	6326 クボタ	9064 ヤマトホールディングス
2802 味の素	1928 積水ハウス	1803 清水建設	6361 荏原製作所	9065 山九
2809 キユーピー	2127 日本M&Aセンター	1808 長谷工コーポレーション	6367 ダイキン工業	9072 ニッコンホールディングス
2810 ハウス食品グループ本社	3003 ヒューリック	1812 鹿島建設	6370 栗田工業	9076 セイノーホールディングス
2811 カゴメ	3231 野村不動産ホールディングス	1820 西松建設	6383 ダイフク	9101 日本郵船
2815 アリアケジャパン	3288 オープンハウス	1821 三井住友建設	6395 タダノ	9104 商船三井
2875 東洋水産	3289 東急不動産ホールディングス	1824 前田建設工業	6457 グローリー	9142 九州旅客鉄道
2897 日清食品ホールディングス	3769 GMOベイメントゲートウェイ	1833 奥村組	6471 日本精工	9143 SGホールディングス
2914 日本たばこ産業	6178 日本郵政	1860 戸田建設	6472 NTN	9201 日本航空
3591 ワコールホールディングス	7164 全国保証	1883 前田道路	6473 ジェイテクト	9202 ANAホールディングス
4452 花王	7167 みずほフィナンシャルグループ	1893 五洋建設	6474 不二越	9301 三菱倉庫
4527 ロート製薬	7180 九州フィナンシャルグループ	1944 きんでん	6479 ミネベアミツミ	9364 上組
4911 資生堂	7181 かんぽ生命保険	1951 協和エンクォ	6481 THK	9706 日本空港ビルデング
4912 ライオン	7182 ゆうちょ銀行	1959 九電工	6501 日立製作所	Utilities
4921 ファンケル	7186 コンソルティア・フィナンシャルG	1963 日揮ホールディングス	6504 富士電機	9501 東京電力ホールディングス
4922 コーセー	7189 西日本フィナンシャルHD	Non-Energy Minerals	6506 安川電機	9502 中部電力
4927 ボーテ・オルビスHD	7327 第四北越フィナンシャルG	5232 住友大阪セメント	6592 マブチモーター	9503 関西電力
7936 アシックス	8253 クレディセゾン	5233 太平洋セメント	6594 日本電産	9504 中国電力
7956 ビジョン	8303 新生銀行	5401 日本製鉄	6674 ジーエス・ユアサコーポレーション	9505 北陸電力
8111 ゴールドウイン	8304 おおぞら銀行	5406 神戸製鋼所	6755 富士通ゼネラル	9506 東北電力
8113 ユニ・チャーム	8306 三菱UFJフィナンシャルG	5411 ジェイ・エフ・イー HD	6902 デンソー	9507 四国電力
8136 サンリオ	8308 りそなホールディングス	5444 大和工業	6923 スタンレー電気	9508 九州電力
Consumer Services	8309 三井住友トラストHD	5471 大同特殊鋼	6925 ウシオ電機	9509 北海道電力
2371 カカココム	8316 三井住友フィナンシャルG	5703 日本軽金属ホールディングス	6954 ファナック	9513 電源開発
3197 すかいらーくホールディングス	8331 千葉銀行	5713 住友金属鉱山	6995 東海理化学機製作所	9531 東京瓦斯
4661 オリエンタルランド	8344 群馬銀行	5714 DOWAホールディングス	7011 三菱重工業	9532 大阪瓦斯
4666 パーク24	8341 七十七銀行	Process Industries	7012 川崎重工業	9533 東邦瓦斯
4676 フジ・メディアHD	8354 ふくおかフィナンシャルG	2002 日清製粉グループ本社	7013 IHI	
4681 リーメントラスト	8355 静岡銀行	2871 ニチレイ	7205 日野自動車	

図表9はグローバルセクター分類ごとに日米欧の主要企業が属す社数、およびその時価総額の合計金額（単位10億円）を一覧表にまとめたものである。

なお、今回の統計図表作成に当たり、特別にGAFAMというセクターを追加した。これは次の5社からなるセクターである。

Alphabet Inc. (Google)	Technology Services
Apple Inc.	Electronic Technology
Facebook, Inc.	Technology Services
Amazon.com, Inc.	Retail Trade
Microsoft Corporation	Technology Services

企業名の次に記載したのは本来の所属セクターである。これらの企業の時価総額は5社合計で519兆円とあまりに巨大であるため、所属セクターの特性を歪めかねないから別枠とした。当然ながら、日本と欧州にはこの特別セクターに所属する企業は存在しない。

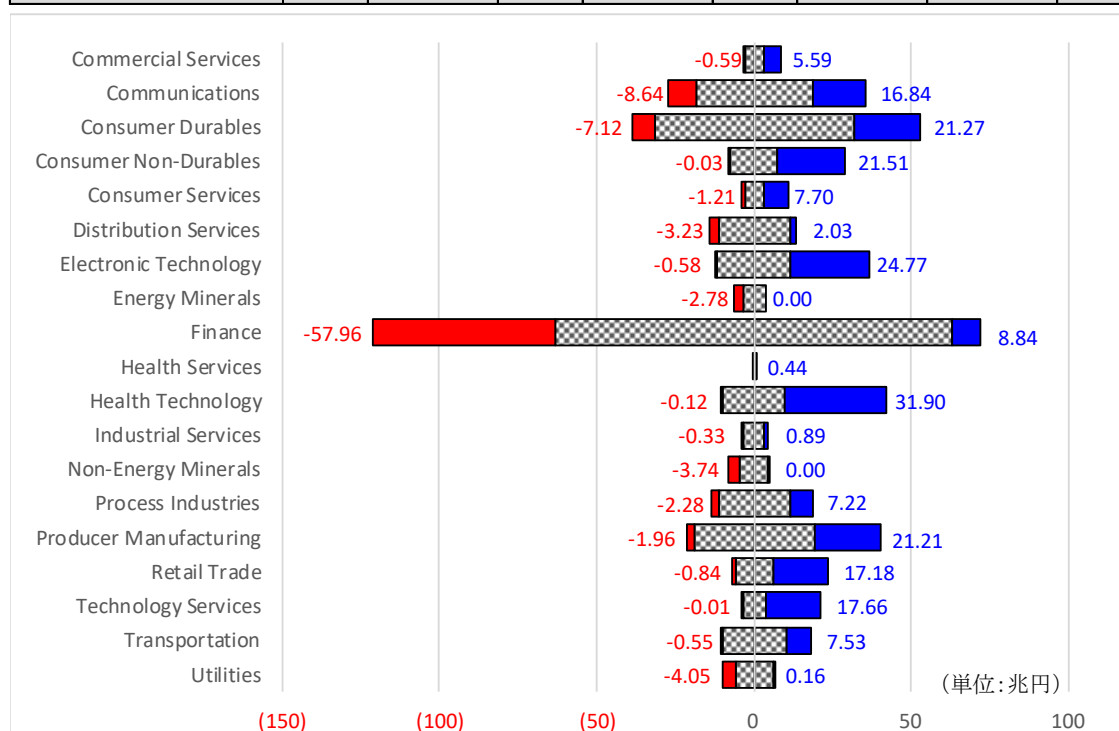
図表9 グローバルセクターでみた日米欧主要企業の社数と時価総額

経済セクター	日本		欧州		米国	
	社数	時価総額	社数	時価総額	社数	時価総額
Commercial Services	13	10,886	23	30,547	13	33,167
Communications	5	45,475	19	43,282	4	67,511
Consumer Durables	35	77,544	23	44,088	17	35,886
Consumer Non-Durables	41	36,496	43	240,989	29	166,668
Consumer Services	17	12,385	19	20,559	23	129,747
Distribution Services	19	21,266	9	6,849	8	17,997
Electronic Technology	36	47,682	24	53,548	42	220,300
Energy Minerals	4	4,398	13	70,383	19	102,549
Finance	65	77,178	141	262,934	97	521,402
Health Services	3	674	5	10,209	11	65,877
Health Technology	32	51,448	43	159,952	41	312,838
Industrial Services	17	7,067	15	18,361	13	34,877
Non-Energy Minerals	10	5,080	20	43,223	6	13,226
Process Industries	47	27,946	32	59,429	19	59,359
Producer Manufacturing	65	57,532	53	94,569	28	112,255
Retail Trade	30	28,386	28	29,922	25	124,629
Technology Services	18	24,689	23	47,498	27	168,599
Transportation	30	27,527	21	34,650	14	56,238
Utilities	13	8,151	30	65,080	27	95,429
GAFAM	--	--	--	--	5	519,398
Total	500	571,810	584	1,336,072	468	2,857,954

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、金額は10億円

4) 日本主要企業の付加価値水準統計

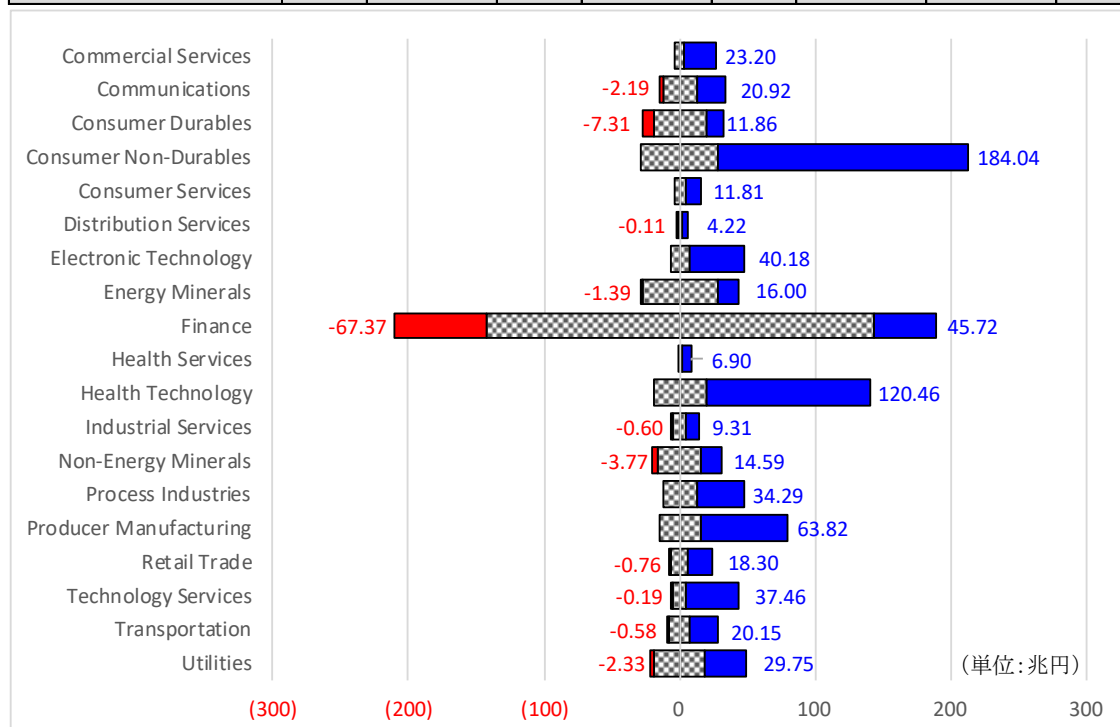
経済セクター	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR倍率
			社数	金額	社数	金額		
Commercial Services	13	5,877	2	-586	11	5,595	5,009	1.85
Communications	5	37,272	1	-8,639	4	16,842	8,203	1.22
Consumer Durables	35	63,396	11	-7,122	24	21,271	14,149	1.22
Consumer Non-Durables	41	15,024	3	-34	38	21,506	21,472	2.43
Consumer Services	17	5,899	4	-1,209	13	7,696	6,487	2.10
Distribution Services	19	22,469	8	-3,233	11	2,030	-1,203	0.95
Electronic Technology	36	23,487	4	-577	32	24,772	24,195	2.03
Energy Minerals	4	7,176	4	-2,778	0	0	-2,778	0.61
Finance	65	126,301	44	-57,961	21	8,838	-49,123	0.61
Health Services	3	234	0	0	3	440	440	2.88
Health Technology	32	19,669	2	-119	30	31,897	31,778	2.62
Industrial Services	17	6,504	6	-330	11	893	563	1.09
Non-Energy Minerals	10	8,822	9	-3,743	1	1	-3,742	0.58
Process Industries	47	23,005	26	-2,284	21	7,225	4,941	1.21
Producer Manufacturing	65	38,280	18	-1,963	47	21,214	19,252	1.50
Retail Trade	30	12,044	7	-836	23	17,178	16,342	2.36
Technology Services	18	7,034	1	-5	17	17,660	17,655	3.51
Transportation	30	20,550	7	-549	23	7,526	6,977	1.34
Utilities	13	12,039	11	-4,053	2	165	-3,888	0.68
総計	500	455,082	168	-96,021	332	212,749	116,728	1.26



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

5) 欧州主要企業の付加価値水準統計

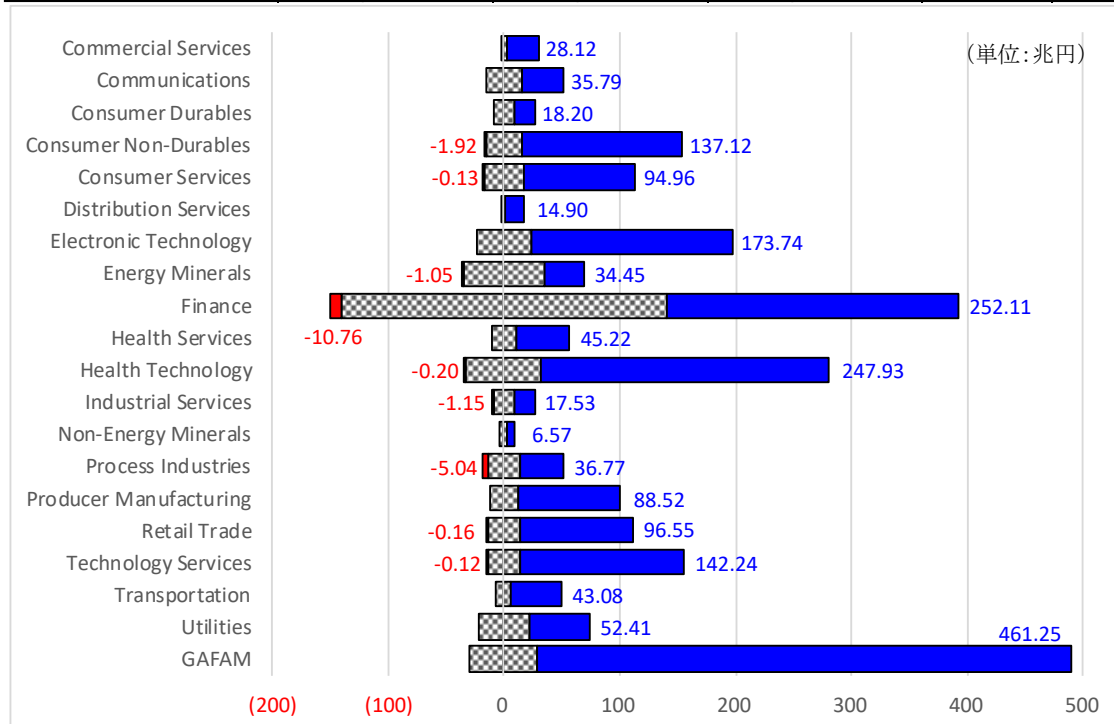
経済セクター	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加 価値額	PBR 倍率
			社数	金額	社数	金額		
Commercial Services	23	7,346	0	0	23	23,200	23,200	4.16
Communications	19	24,546	3	-2,188	16	20,924	18,736	1.76
Consumer Durables	23	39,538	6	-7,314	17	11,864	4,550	1.12
Consumer Non-Durables	43	56,953	0	0	43	184,035	184,035	4.23
Consumer Services	19	8,744	0	0	19	11,815	11,815	2.35
Distribution Services	9	2,737	1	-106	8	4,218	4,112	2.50
Electronic Technology	24	13,371	0	0	24	40,177	40,177	4.00
Energy Minerals	13	55,774	3	-1,389	10	15,998	14,609	1.26
Finance	141	284,585	59	-67,373	82	45,721	-21,652	0.92
Health Services	5	3,309	0	0	5	6,900	6,900	3.09
Health Technology	43	39,493	0	0	43	120,459	120,459	4.05
Industrial Services	15	9,650	3	-596	12	9,307	8,711	1.90
Non-Energy Minerals	20	32,411	7	-3,774	13	14,585	10,812	1.33
Process Industries	32	25,135	0	0	32	34,294	34,294	2.36
Producer Manufacturing	53	30,750	0	0	53	63,819	63,819	3.08
Retail Trade	28	12,382	3	-759	25	18,300	17,541	2.42
Technology Services	23	10,229	1	-189	22	37,458	37,269	4.64
Transportation	21	15,086	2	-584	19	20,148	19,564	2.30
Utilities	30	37,658	2	-2,329	28	29,752	27,423	1.73
総計	584	709,698	90	-86,603	494	712,976	626,374	1.88



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

6) 米国主要企業の付加価値水準統計

経済セクター	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR 倍率
			社数	金額	社数	金額		
Commercial Services	13	5,044	0	0	13	28,123	28,123	6.58
Communications	4	31,722	0	0	4	35,789	35,789	2.13
Consumer Durables	17	17,684	0	0	17	18,202	18,202	2.03
Consumer Non-Durables	29	31,468	2	-1,922	27	137,123	135,201	5.30
Consumer Services	23	34,916	1	-129	22	94,959	94,830	3.72
Distribution Services	8	3,093	0	0	8	14,904	14,904	5.82
Electronic Technology	42	46,559	0	0	42	173,741	173,741	4.73
Energy Minerals	19	69,153	3	-1,049	16	34,445	33,396	1.48
Finance	97	280,054	12	-10,763	85	252,111	241,348	1.86
Health Services	11	20,657	0	0	11	45,219	45,219	3.19
Health Technology	41	65,111	1	-200	40	247,927	247,727	4.80
Industrial Services	13	18,494	2	-1,151	11	17,534	16,383	1.89
Non-Energy Minerals	6	6,655	0	0	6	6,571	6,571	1.99
Process Industries	19	27,630	3	-5,042	16	36,771	31,729	2.15
Producer Manufacturing	28	23,733	0	0	28	88,522	88,522	4.73
Retail Trade	25	28,234	1	-158	24	96,553	96,395	4.41
Technology Services	27	26,479	1	-119	26	142,239	142,120	6.37
Transportation	14	13,163	0	0	14	43,075	43,075	4.27
Utilities	27	43,020	0	0	27	52,409	52,409	2.22
GAFAM	5	58,153	0	0	5	461,245	461,245	8.93
総計	468	851,023	26	-20,534	442	2,027,465	2,006,931	3.36



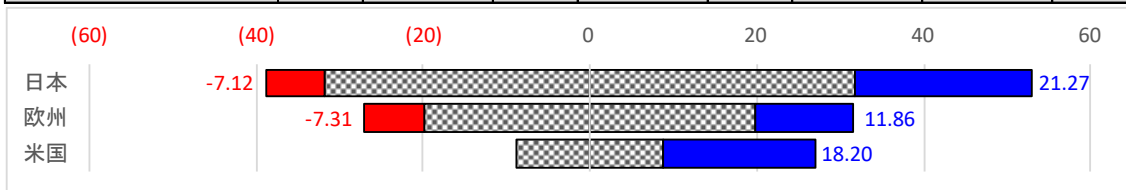
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円

7) 主要セクターにおける付加価値水準の日米欧比較

Consumer Durables（輸送用機器など）、Electronic Technology（電気機器）、Finance（銀行・保険など金融）の3つの主要セクターについて、同じ金額スケール（10億円単位）で日米欧比較を行った。

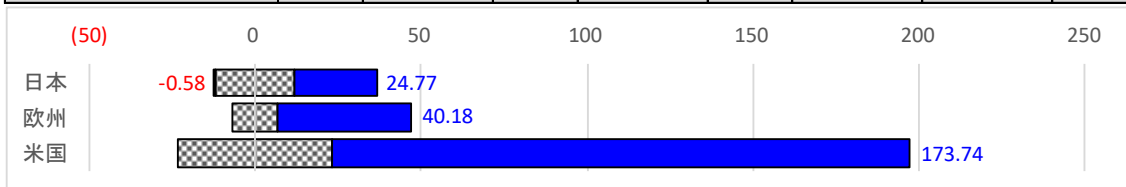
Consumer Durables（輸送用機器など）

国	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR倍率
			社数	金額	社数	金額		
日本	35	63,396	11	-7,122	24	21,271	14,149	1.22
欧州	23	39,538	6	-7,314	17	11,864	4,550	1.12
米国	17	17,684	0	0	17	18,202	18,202	2.03
総計	75	120,617	17	-14,437	58	51,337	36,900	1.31



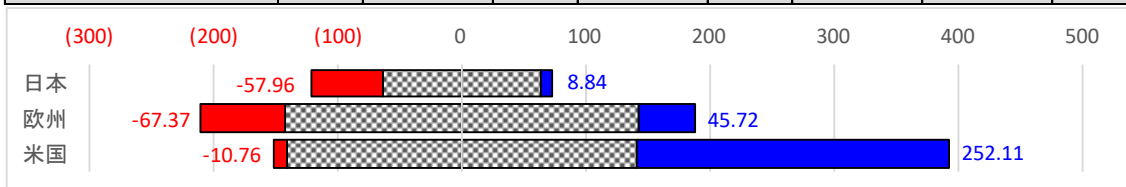
Electronic Technology（電気機器）

国	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR倍率
			社数	金額	社数	金額		
日本	36	23,487	4	-577	32	24,772	24,195	2.03
欧州	24	13,371	0	0	24	40,177	40,177	4.00
米国	42	46,559	0	0	42	173,741	173,741	4.73
総計	102	83,417	4	-577	98	238,690	238,113	3.85



Finance（銀行・保険など金融）

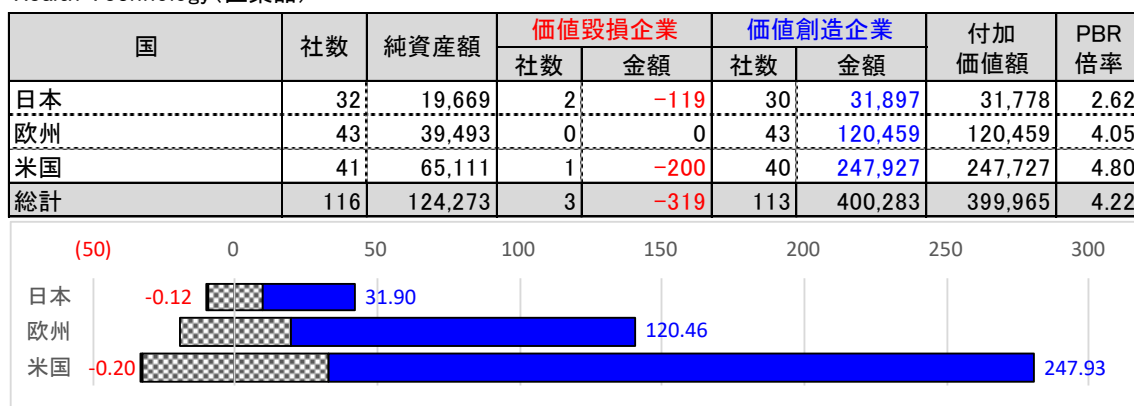
国	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加価値額	PBR倍率
			社数	金額	社数	金額		
日本	65	126,301	44	-57,961	21	8,838	-49,123	0.61
欧州	141	284,585	59	-67,373	82	45,721	-21,652	0.92
米国	97	280,054	12	-10,763	85	252,111	241,348	1.86
総計	303	690,940	115	-136,097	188	306,670	170,573	1.25



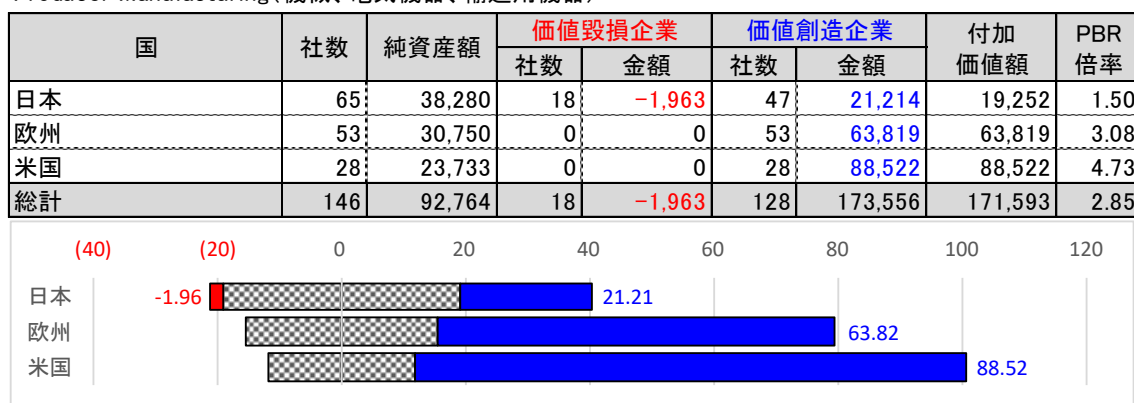
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円で図の金額は兆円

Health Technology（医薬品）、Producer Manufacturing（機械、電気機器、輸送用機器）、Technology Services（情報・通信業）の3つの主要セクターについて同じ金額スケール（10億円単位）で日米欧比較を行った。

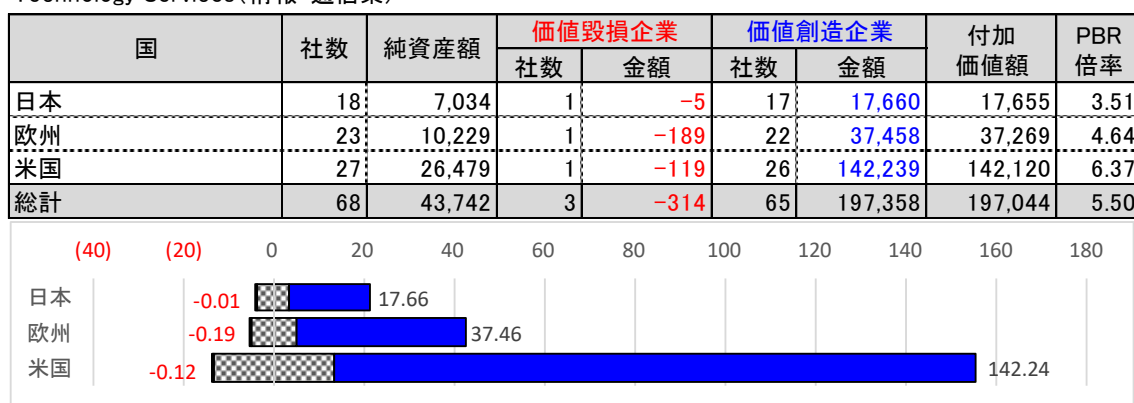
Health Technology（医薬品）



Producer Manufacturing（機械、電気機器、輸送用機器）



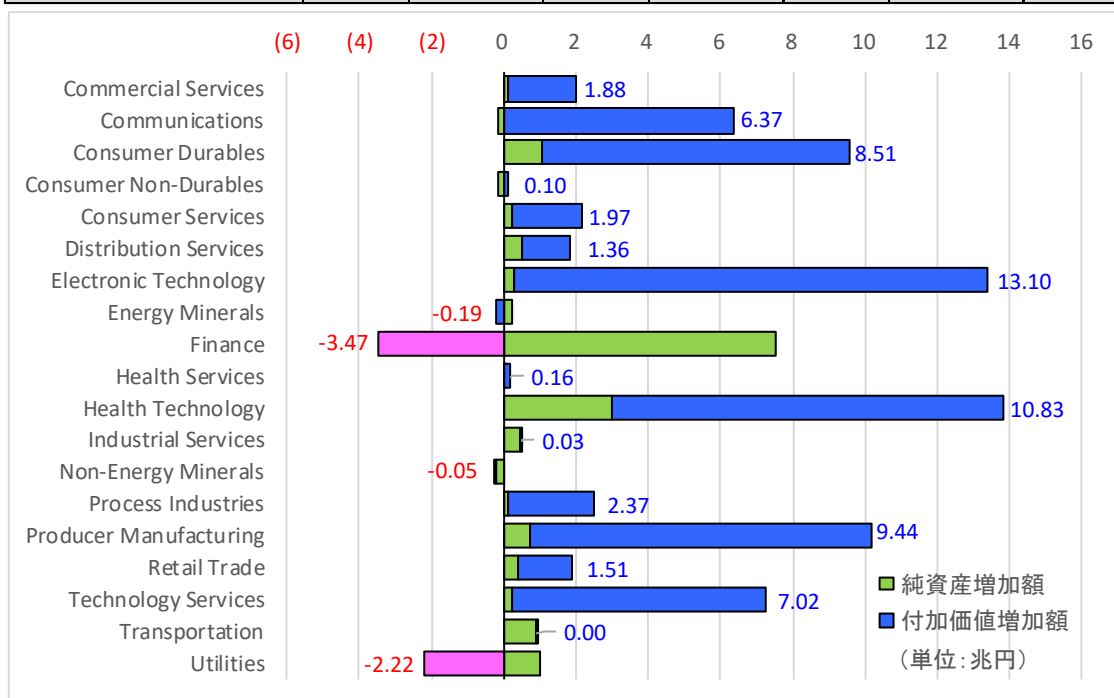
Technology Services（情報・通信業）



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2019年12月30日現在、表の金額は10億円で図の金額は兆円

8) 日本主要企業の付加価値向上統計

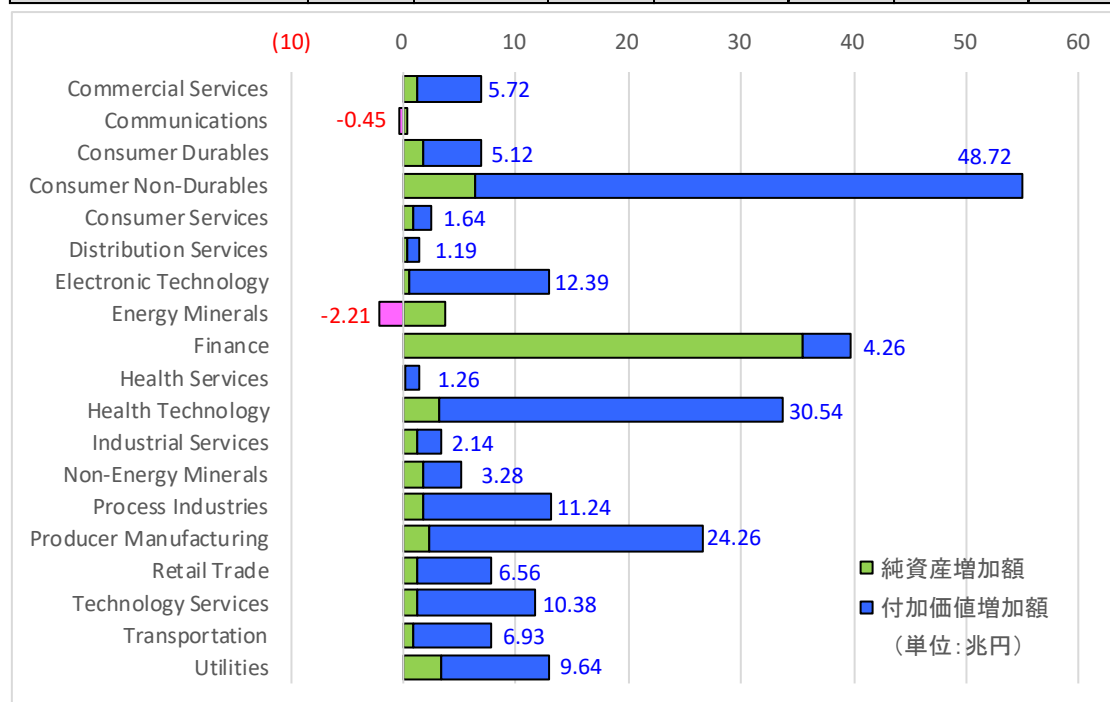
経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
Commercial Services	13	2,008	23%	131	2.3%	1,878	33%
Communications	5	6,196	16%	-173	-0.5%	6,369	17%
Consumer Durables	35	9,567	14%	1,059	1.7%	8,508	14%
Consumer Non-Durables	41	-50	0%	-154	-1.0%	103	1%
Consumer Services	17	2,180	21%	213	3.7%	1,967	35%
Distribution Services	19	1,847	10%	485	2.2%	1,362	6%
Electronic Technology	36	13,365	39%	266	1.1%	13,098	56%
Energy Minerals	4	67	2%	260	3.8%	-193	-3%
Finance	65	4,054	6%	7,528	6.3%	-3,474	-3%
Health Services	3	175	35%	10	4.6%	165	74%
Health Technology	32	13,844	37%	3,016	18.1%	10,828	65%
Industrial Services	17	484	7%	455	7.5%	29	0%
Non-Energy Minerals	10	-253	-5%	-200	-2.2%	-53	-1%
Process Industries	47	2,504	10%	131	0.6%	2,373	10%
Producer Manufacturing	65	10,156	21%	712	1.9%	9,443	25%
Retail Trade	30	1,901	7%	389	3.3%	1,512	13%
Technology Services	18	7,247	42%	232	3.4%	7,015	103%
Transportation	30	910	3%	906	4.6%	4	0%
Utilities	13	-1,238	-13%	984	8.9%	-2,222	-20%
総計	500	74,965	15%	16,252	3.7%	58,713	13%



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額、表の金額は10億円

9) 欧州主要企業の付加価値向上統計

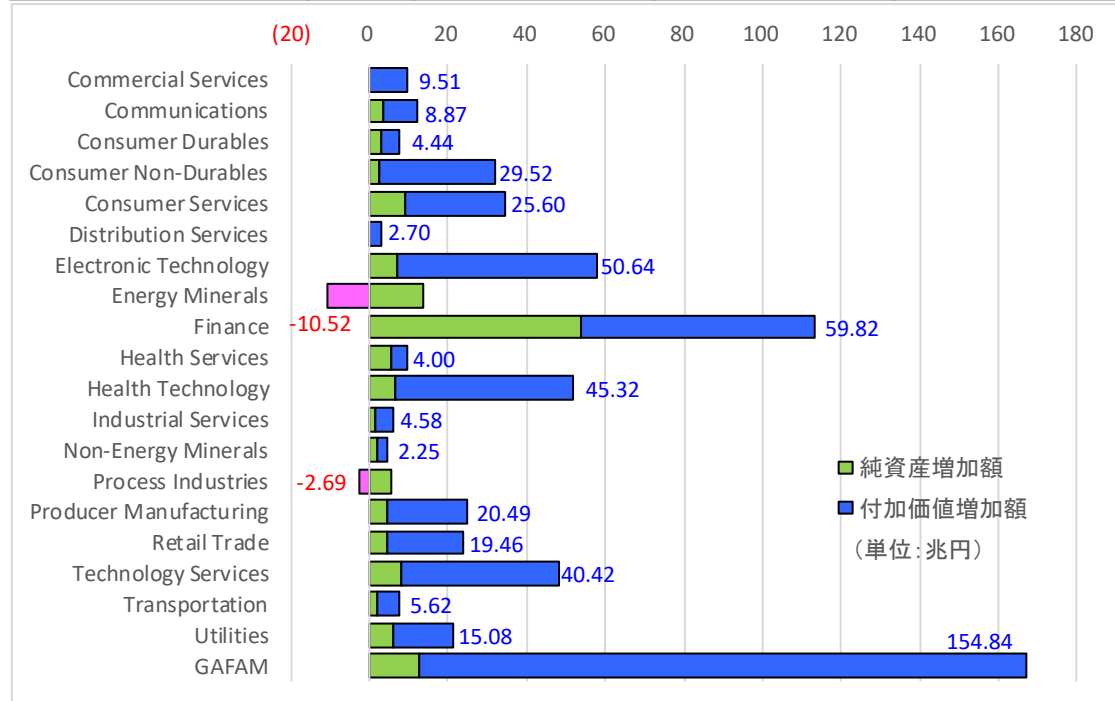
経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
Commercial Services	23	6,925	29%	1,206	20%	5,719	93%
Communications	19	-158	0%	295	1%	-453	-2%
Consumer Durables	23	6,904	19%	1,783	5%	5,121	14%
Consumer Non-Durables	43	55,032	30%	6,316	12%	48,716	96%
Consumer Services	19	2,438	13%	803	10%	1,635	21%
Distribution Services	9	1,475	27%	283	12%	1,192	49%
Electronic Technology	24	12,932	32%	538	4%	12,394	97%
Energy Minerals	13	1,474	2%	3,684	7%	-2,210	-4%
Finance	141	39,727	18%	35,468	14%	4,259	2%
Health Services	5	1,485	17%	223	7%	1,262	41%
Health Technology	43	33,725	27%	3,190	9%	30,535	84%
Industrial Services	15	3,423	23%	1,279	15%	2,144	26%
Non-Energy Minerals	20	5,096	13%	1,820	6%	3,276	11%
Process Industries	32	13,058	28%	1,821	8%	11,237	48%
Producer Manufacturing	53	26,561	39%	2,303	8%	24,258	85%
Retail Trade	28	7,778	35%	1,215	11%	6,563	59%
Technology Services	23	11,618	32%	1,237	14%	10,381	115%
Transportation	21	7,835	29%	909	6%	6,926	49%
Utilities	30	13,003	25%	3,361	10%	9,642	28%
総計	584	250,331	23%	67,734	11%	182,597	28%



[出所] FactSet データベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額、表の金額は10億円

10) 米国主要企業の付加価値向上統計

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
Commercial Services	13	9,710	41%	195	4.0%	9,515	196%
Communications	4	12,399	22%	3,533	13%	8,866	31%
Consumer Durables	17	7,538	27%	3,096	21%	4,442	30%
Consumer Non-Durables	29	32,158	24%	2,642	9%	29,516	102%
Consumer Services	23	34,752	37%	9,148	35%	25,605	99%
Distribution Services	8	2,791	18%	88	3%	2,703	90%
Electronic Technology	42	57,740	36%	7,103	18%	50,637	128%
Energy Minerals	19	3,416	3%	13,939	25%	-10,523	-19%
Finance	97	113,491	28%	53,671	24%	59,820	26%
Health Services	11	9,788	17%	5,786	39%	4,002	27%
Health Technology	41	51,938	20%	6,616	11%	45,322	77%
Industrial Services	13	6,136	21%	1,554	9%	4,582	27%
Non-Energy Minerals	6	4,366	49%	2,113	47%	2,253	50%
Process Industries	19	2,976	5%	5,671	26%	-2,694	-12%
Producer Manufacturing	28	24,885	28%	4,397	23%	20,488	106%
Retail Trade	25	23,924	24%	4,467	19%	19,457	82%
Technology Services	27	48,282	40%	7,865	42%	40,417	217%
Transportation	14	7,658	16%	2,035	18%	5,622	51%
Utilities	27	21,112	28%	6,033	16%	15,078	41%
GAFAM	5	167,338	48%	12,502	27%	154,836	339%
総計	468	642,398	29%	152,454	22%	489,944	70%



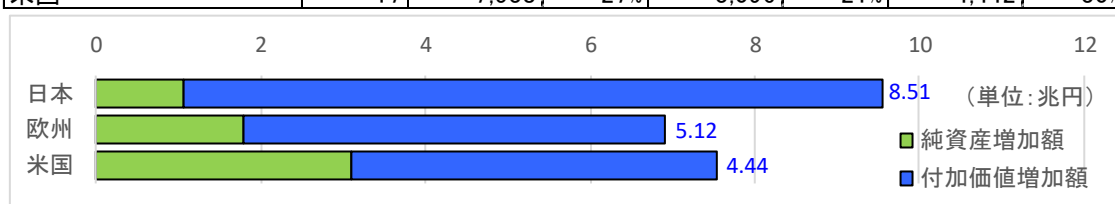
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額、表の金額は10億円

11) 主要セクターにおける付加価値向上の日米欧比較

Consumer Durables（輸送用機器など）、Electronic Technology（電気機器）、Finance（銀行・保険など金融）の3つの主要セクターについて、同じ金額スケール（10億円単位）で日米欧比較を行った。

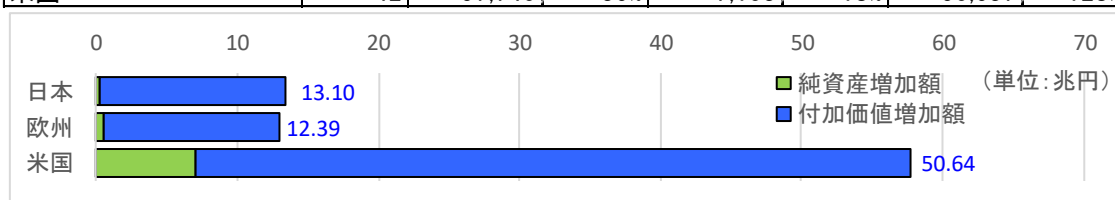
Consumer Durables（輸送用機器など）

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	35	9,567	14%	1,059	2%	8,508	14%
欧州	23	6,904	19%	1,783	5%	5,121	14%
米国	17	7,538	27%	3,096	21%	4,442	30%



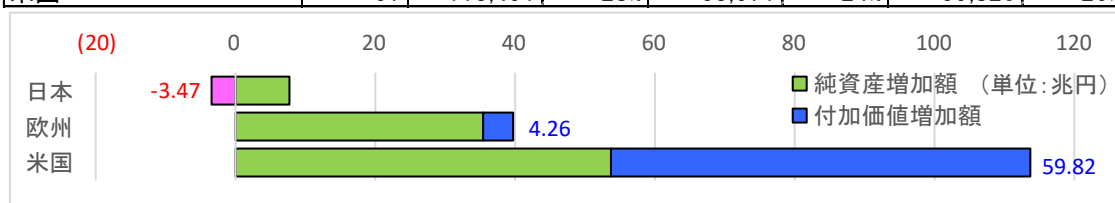
Electronic Technology（電気機器）

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	36	13,365	39%	266	1%	13,098	56%
欧州	24	12,932	32%	538	4%	12,394	97%
米国	42	57,740	36%	7,103	18%	50,637	128%



Finance（銀行・保険など金融）

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	65	4,054	6%	7,528	6%	-3,474	-3%
欧州	141	39,727	18%	35,468	14%	4,259	2%
米国	97	113,491	28%	53,671	24%	59,820	26%

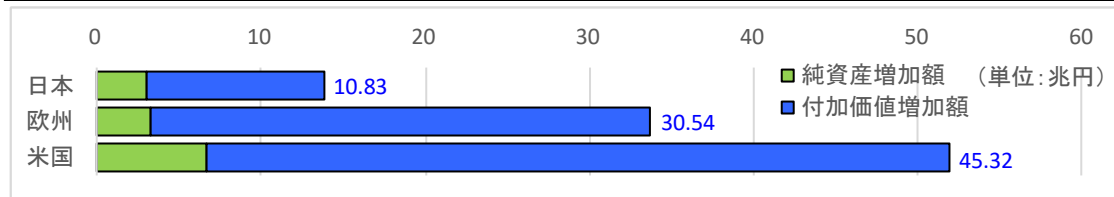


【出所】 FactSet データベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額、表の金額は10億円

Health Technology（医薬品）、Producer Manufacturing（機械、電気機器、輸送用機器）、Technology Services（情報・通信業）の3つの主要セクターについて同じ金額スケール（10億円単位）で日米欧比較を行った。

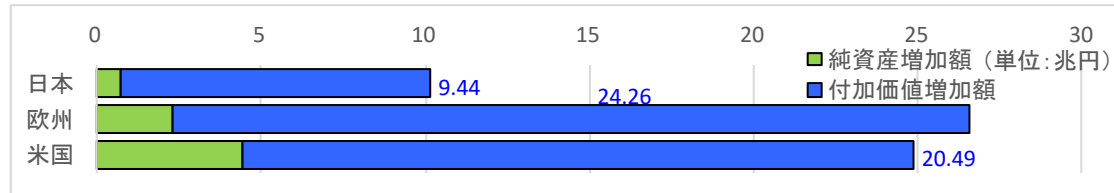
Health Technology(医薬品)

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	32	13,844	37%	3,016	18%	10,828	65%
欧州	43	33,725	27%	3,190	9%	30,535	84%
米国	41	51,938	20%	6,616	11%	45,322	77%



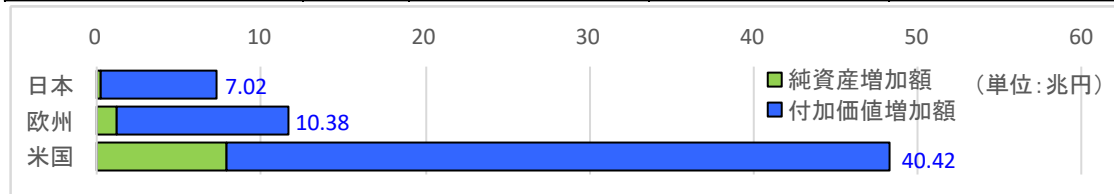
Producer Manufacturing(機械、電気機器、輸送用機器)

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	65	10,156	21%	712	2%	9,443	25%
欧州	53	26,561	39%	2,303	8%	24,258	85%
米国	28	24,885	28%	4,397	23%	20,488	106%



Technology Services(情報・通信業)

経済セクター	社数	時価総額		純資産		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
日本	18	7,247	42%	232	3%	7,015	103%
欧州	23	11,618	32%	1,237	14%	10,381	115%
米国	27	48,282	40%	7,865	42%	40,417	217%



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2018年末から2019年末の増加額、表の金額は10億円

【解説編】

- 1) 日本企業の統計に関する解説および示唆
- 2) 日米欧比較統計に関する解説および示唆

本編では、【統計編】で示した日本企業の付加価値に関する統計および日米欧企業の付加価値比較統計から読み取れる特徴および示唆を記述する。これらの記述内容は、ほとんど筆者個人によるものであるが、一部には業界識者¹¹からいただいたコメントを加味しているものもある。

¹¹ 現役のアナリスト、ストラテジストおよびファンドマネジャー、元アナリスト（投資銀行業務経験者を含む）の7人の方から有益なコメントをいただきました。ここに感謝を申し上げます。なお、本編の内容に関する責任はひとえに筆者個人にあります

1) 日本企業の統計に関する解説と示唆

I-1 : 個別企業ランキング (付加価値水準)

- 時価総額ランキングではトヨタ自動車の 25.2 兆円を筆頭に、2 位が日本電信電話、3 位が NTT ドコモであった。
- 付加価値ランキングではキーエンスの 7.7 兆円が 1 位で、ファーストリテイリングとリクルートホールディングスが 2 位、3 位を占め、ほとんど同額の 5.9 兆円であった。この 3 社は時価総額でもそれぞれ 6 位、11 位、10 位と上位であった。
- 付加価値上位 20 社は、製造業の会社が多いが、携帯電話 3 社（ソフトバンク、NTT ドコモ、KDDI）、医薬品 2 社（中外製薬、第一三共）、エンターテインメント 2 社（オリエンタルランド、任天堂）も入っている。
- トヨタ自動車の付加価値は 2.61 兆円でわずかに 20 位に届かなかったが、年間の付加価値増加額では 3.6 兆円とトップである（Ⅱ-1 表）。
- 時価総額 2 位の日本電信電話は付加価値では下から 4 番目で 8.6 兆円の価値毀損となっている。
- 他に価値毀損が特に大きいのは日本郵政、ゆうちょ銀行、3メガバンクである。日本郵政は純資産額 15.1 兆円のうち 10.5 兆円の価値が毀損されている。
- 三井住友トラストホールディングス、りそなホールディングス、かんぽ生命保険も含めて、銀行の 5 大グループと日本郵政グループ 3 社が付加価値の下位 20 社に入っている。これら 8 社への投下リスクマネー（純資産額）73.5 兆円のうち 42.5 兆円分が毀損されている計算になる。

I-2 : 東証 33 業種別統計 (付加価値水準)

- すべての業種で、価値毀損企業が少なくとも 1 社ある
- 鉱業を除く 32 業種で、価値創造企業が少なくとも 1 社ある
- 投下リスクマネー（純資産額）の規模が大きく、かつ付加価値額が大きいのは化学、電気機器、情報・通信業である。
- 投下リスクマネーは小さいが、その割に多額の付加価値を生み出している業種は精密機器である。
- 「昭和時代に電気機器と自動車は日本の輸出を牽引する両輪と言われ、平成時代には電気機器が国際競争力を失って自動車だけ頑張っている」というイメージがあるかもしれないが、付加価値額の大きさ、付加価値比率（PBR）の高さからみると、電気機器と自動車（輸送用機器）は逆転している。
- 輸送用機器の苦境は、環境問題（CO₂）、自動運転や電気自動車などへの対応で将来展望が見えにくくなっていることの反映かもしれない。
- 銀行業は 82 行のうち 81 行が価値毀損状況にあり、投下リスクマネー（純資産額）の約 81 兆円のうち半分以上の 46 兆円が毀損されている。フィンテックの進展や

スマホの普及により金融分野で起きている地殻的大変動への対応が見えてこないことも影響しているのではないだろうか。

- 全業種集計での PBR は 1.23 倍であったが、金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）を除くと PBR は 1.42 倍に大幅に向上した。価値毀損分が大幅に減少したからである。

I-3：時価総額クラス別統計（付加価値水準）

- 時価総額が 5,000 億円以上である企業の平均 PBR は 1.5 倍と高位である。特に時価総額 2 兆円超の企業では 66 社のうち価値毀損が 8 社と少ないことに注目したい。
- 時価総額が 5,000 億円より小さいクラスでは、PBR が順次低下している。200 億円未満の企業では価値創造企業より価値毀損企業の方が多く、付加価値額がマイナスとなって PBR は 1 を割っている。

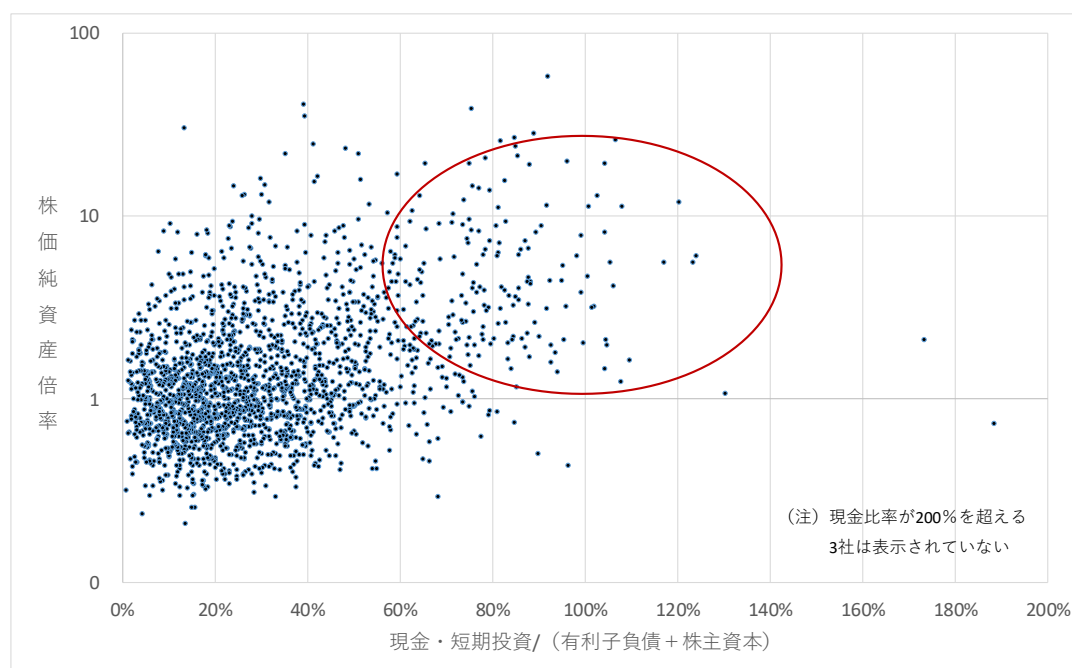
I-4：リサーチ深度別統計（付加価値水準）

- 業績予想数が 11 個以上ある企業は 117 社に過ぎないが、投下リスクマネー（純資産額）183 兆円に対して 111 兆円の付加価値を創造している。これらの企業群は、時価総額では東証一部の 655 兆円のうち 45% を占め、純資産額では東証一部の 532 兆円のうち 34% を占め、付加価値では東証一部の 123 兆円のうち 90% を占めている。PBR は 1.61 倍で日本企業の中ではかなり高い水準である。11 人以上のセルサイドアナリストから分析を受けており、対話の機会が最も多いと考えられ、投資家のニーズや視点を最も理解している企業群ではないだろうか。
- 一方、業績予想数がゼロの企業は価値創造より価値毀損の方が多く、付加価値額がマイナスとなって PBR は 1 を割っている。I-3 の情報と合わせて時価総額下位でアナリストの分析対象から外れている企業に課題があることが明確に示されている。機関投資家から見ると、投資対象として規模が小さすぎるために建設的な対話の対象にならないのかもしれないが、株式市場の運営に責任を持つ主体は何らかの対応を考える必要があろう。
- 価値創造度が二番目に高いのは業績予想数が 2 個から 3 個の企業群である。なぜこの企業グループの価値創造度が高いのだろうか。小型株から株価を高めてきて証券会社に注目されるようになってきた企業かもしれない。ニッチマーケットを対象にある程度の利益を確保できているため中小型株ファンド運用の対象として分析ニーズがあるのかもしれないし、アクティビスト的な投資ファンドのエンゲージメント対象になりがちな性格があるかもしれない。一方、業績予想数が 4 個から 6 個の企業は伝統的な企業でアナリストの分析対象になっているものの変革ができないまま停滞している企業かもしれない。いずれにしろ業種特性なども含めて分析が必要になろう。

I-5：現金・短期投資比率クラス別統計（付加価値水準）

- 投下資産に対する現金・短期投資の比率（現金比率）でクラス分けを行ったが、現金比率が高いほど PBR が大きいという結果になった。しかもこの傾向は曖昧なものではなく明確なものであった。現金比率が大きい企業は投資機会に恵まれず内部留保した資金を使い切れていないイメージで課題が多い企業という見方もされがちであるが、実は市場の評価は極めて高いということである。これは今回の付加価値水準統計の作成で最も印象に残る結果であったように思う。
- 次の図は横軸に現金比率、縦軸に株価純資産倍率（PBR）をとって対象全企業（除く金融4業種）をプロットしたものである。茶色の楕円内にあるのが、現金比率が高く PBR が大きい企業群である。現金比率が 80% を超える企業で PBR が 1 割れになっている企業は少ない。

図表 現金比率と企業価値評価



[出所] FactSet データベースから筆者作成。2019 年 12 月末時点

- これらの高現金比率かつ高 PBR 企業は、情報・通信業とサービス業に分類されるものが多い。事業展開に当たって有形固定資産をあまり必要とせずこじんまりとした高収益企業のようにも見える。ヒット商品が出て高収益となった結果、手元現金が膨らんだままになっているのかもしれないし、IPO で資金調達したものの設備投資も少なくそのまま現金を貯め込んでいる企業もあるかもしれない。成長性が高いかどうかについては検証が必要である。保有現金が将来の投資で使用されることを見越したオプション価値で評価されている面もあるのだろうか。あるいは保有現金の株主還元や M&A 実施を求める物言う株主の出現を予期して株

価が高くついていることもあるかもしれない。業種やビジネスモデルの特性も考える必要があろう。今後、重要な分析テーマの一つであることは間違いない。

I-6：企業統治テーマ別統計（付加価値水準）

- 指名委員会等設置会社は価値創造が 36 社で価値毀損の 9 社より多いが、集計金額では価値創造額は 22.4 兆円に過ぎず、価値毀損額の 15.7 兆円を大きく上回っているわけではない。PBR は 1.14 倍に止まった。指名委員会が効果を発揮できていないのか、現状の問題を克服するために指名委員会を設置したということなのか、因果関係は分からない。
- 英文開示に関しては金融庁ホームページに有価証券報告書の英文開示企業として登録しているのは 23 社しかない。このため東京証券取引所からコーポレートガバナンス報告書の英文開示企業の情報を取得したところ 228 社が該当企業であったが、価値創造が 170 社（75%）と企業数の比率では高い。価値額では投下リスクマネー（純資産額）173 兆円に対して付加価値が 83 兆円で PBR は 1.48 倍となった。金融 4 業種を除く東証一部全体の PBR の 1.42 倍を上回っているが、その差は大きいとはいえない。英文開示会社は海外の投資家との対話に積極的な企業であると考えられるが、株価的には平均より若干高い評価に止まっている。
- IFRS 適用会社は 158 社のうち価値創造が 116 社（73%）と企業数の比率では高い。金額でも投下リスクマネー（純資産額）の 154 兆円に対して付加価値が 70 兆円あり、PBR は 1.46 倍となって市場平均を少し上回った。M&A に積極的で、のれんの償却を回避したい企業は IFRS を採用する傾向があると言われている。IFRS 適用は企業の積極経営の代理変数と見なせる可能性があったが、仮にそうであったとしても、今回の統計は M&A が必ずしも成功していないことを示唆しているのだろうか。
- 統合報告書の発行に関しては予想外の結果となった。統合報告書を発行していない企業の PBR が 1.67 倍と最も高く、最近 2 年で発行を開始した企業の PBR が 1.14 倍と最も低かった。運用会社が選定した「優れた統合報告書」と「改善度が高い統合報告書」の発行企業の PBR は 1.48 倍と市場平均より高く評価されていたが、もう少し高い評価であってほしかったところである。

II-1：個別企業ランキング（付加価値向上）

- 年間の付加価値増加額の 1 位はトヨタ自動車の 3.6 兆円であった。トヨタ自動車は 2018 年末には 1 兆円の価値毀損（PBR は 0.955 倍）であったが、2019 年末には 2.6 兆円の価値創造（PBR は 1.116 倍）に変わった。
- 付加価値増加額の第 2 位グループは、2.6 兆円増から 2.4 兆円増の間に小差で並ぶ第一三共、ソフトバンクグループ、キーエンス、ソニー、リクルートホールデ

ィングスである。これらの企業は付加価値水準ランキングの I・1 表でも上位 20 社に入っていた。

- ソフトバンクグループや任天堂、オリンパスで純資産額が減少しているのは大量の自社株買い実施のためである。
- 日本電信電話が 1.4 兆円増加で 11 位になっているのは、価値毀損が 2018 年末の 10 兆円から 8.6 兆円に減ったためである。0.6 兆円の追加リスクマネー（純資産増加）があり、1.4 兆円の価値を創造した。1 年間で時価総額は 23%増加しているが、PBR は上昇したとはいえ 0.555 倍と依然として厳しい水準である。
- 価値毀損が最も進んだのは日本郵政であった。この 1 年間で 1.1 兆円のリスクマネーが追加された（純資産額が 1.1 兆円増加した）にもかかわらず、付加価値は更に 2.2 兆円分毀損された。
- ゆうちょ銀行、第一生命ホールディングス、かんぽ生命保険も日本郵政と同様に巨額のリスクマネー追加投下があったにもかかわらず、価値毀損が拡大した。
- 医薬品会社は上位 20 位以内に第一三共、中外製薬、武田薬品工業が入り、下位 20 位以内に大日本住友製薬、大正製薬ホールディングスが入るというように明暗が顕著に分かれた。
- なお、時価総額および付加価値額の増減は、経済・金融情勢の動向に左右される側面も大きいので、個社の絶対金額の増減もさることながら市場全体および競合他社の増減との比較に注目することも有益であろう。

II-2：東証 33 業種分類（付加価値向上）

- 付加価値増加額が最大であったのは電気機器の 20.6 兆円で、情報・通信業の 13.6 兆円、医薬品の 7 兆円がつづいた。
- 電気機器と情報・通信業はリスクマネーの追加投下（純資産の増加）が 0.9 兆円と 0.4 兆円に過ぎないのに大幅な付加価値増加を達成した。医薬品は 3 兆円の追加投下で 7 兆円の付加価値増加を達成した。
- 化学とサービス業も少ないリスクマネーの追加投下で、比較的大きな付加価値増加を達成している。
- リスクマネーを減らしたのにも関わらず、付加価値を高めたのは鉱業、繊維製品、非鉄金属、金属製品、その他製品、海運業の 6 つである。
- 銀行業は 3.6 兆円のリスクマネーの追加投下にもかかわらず 3.4 兆円分の付加価値を失い、保険業も 2.2 兆円の追加投下に対して 1.2 兆円分の付加価値を失った。
- リスクマネーの追加投下があったにもかかわらず、その金額を上回る付加価値を失い、時価総額が減少した業種がいくつかあった。電気・ガス業は 1 兆円の追加投下に対して 2.1 兆円分の付加価値を失い、金額の規模は小さいが、石油・石炭製品、ゴム製品、空運業の 3 つも同じ状況であった。

2) 日米欧比較統計に関する解説および示唆

図表 6：日米欧主要企業の社数と時価総額

- 分析対象の時価総額は日本の 572 兆円、欧州の 1,336 兆円、米国の 2,858 兆円となり、概数でいえば日：欧：米 $\cong$ 1：2：5 となった。
- 欧州の対象企業数 584 社のうち、イギリスの 147 社が最も多く、次いでフランスの 86 社、ドイツの 77 社であった。
- 1 社当たりの平均時価総額は、日本の 1.1 兆円に対して欧州が 2.3 兆円、米国が 6.1 兆円であった。欧州の国別でみると、日本より小さかったのはオーストリアの 0.9 兆円、ポーランドの 0.8 兆円だけであった。

III-2：欧州各国企業の付加価値水準統計

- 付加価値が大きいのは、フランスの 132 兆円、イギリスの 121 兆円、スイスの 114 兆円、ドイツの 83 兆円の 4 カ国である。
- 社数と金額において価値創造企業が価値毀損企業を圧倒しているのはスイス、デンマーク、フィンランド、スウェーデンの 4 カ国である。
- PBR が日本より低いのはオーストリア 1 カ国のみである。ただし、社数と規模の両方とも小さく比較することは適切ではないだろう。
- フィンランドとポルトガルを除く 14 カ国には価値毀損企業が 1 社以上あった。

図表 9：グローバルセクターでみた日米欧主要企業の社数と時価総額

- 別枠にした GAFAM5 社の時価総額は 519 兆円で米国全体の 18%を占める。
- 19 セクターの中で日本の時価総額が最大だったのは Consumer Durables（輸送用機器など）と Distribution Services（卸売業）の 2 つだけである。
- 19 セクターの中で欧州の時価総額が最大だったのは Consumer Non-Durables と Non-Energy Minerals と Process Industries の 3 つだけである（ただし、Process Industries は米国とほとんど同額である）。
- 米国は 19 セクターのうち 14 セクターで日欧を上回っているが、特に Consumer Services, Electronic Technology, Health Services, Retail Trade, Technology Services の 5 セクターでは日欧それぞれの 3 倍以上の規模を有している。
- 社数および時価総額の両方とも Finance はどの国地域でも大きい。

III-4：日本主要企業の付加価値水準統計

- 分析対象の 500 社の時価総額は 455 兆円で、これは東証一部の 655 兆円の 69%を占める。大企業に絞られている分だけ PBR は 1.26 倍と東証一部全体の 1.23 倍よりやや高くなっている。
- 19 セクター別の特徴については I-2 とほぼ同様である。

Ⅲ-5：欧州主要企業の付加価値水準統計

- 付加価値額が最も大きいのは Consumer Non-Durables の 184 兆円で Health Technology の 120 兆円がつづく。
- PBR が 4 倍を超え、付加価値創造の割合が著しいセクターは Commercial Services, Consumer Non-Durables, Electronic Technology, Health Technology, Technology Services の 5 つである。
- 19 セクターのうち 8 セクターで価値毀損企業がない。
- Finance は唯一、付加価値額がマイナスとなり、PBR が 1 割れになっている。

Ⅲ-6：米国主要企業の付加価値水準統計

- GAFAM の時価総額 519 兆円のうち価値創造分は 89% の 461 兆円である。
- GAFAM を除いて最も大きな付加価値を生んでいるのは Health Technology の 248 兆円で、Finance の 241 兆円と Electronic Technology の 174 兆円がつづく。
- PBR は GAFAM の 8.93 倍が最高であるが、5 倍を超えているのは Commercial Services の 6.58 倍、Consumer Non-Durables の 5.30 倍、Distribution Services の 5.82 倍、Technology Services の 6.37 倍の 4 つである。
- すべてのセクターで PBR が日本企業の平均値 1.26 倍を上回っている。
- 19 セクターのうち 9 セクターに価値毀損企業がある。

Ⅲ-7:主要セクターにおける付加価値水準の日米欧比較

- 日米欧で同じ名前のセクターであっても所属企業の中に対比するのに相応しくない企業が少なからずあることは否定できない。統計図表の数字や以下の説明は、そのような限界を含んでいることをご承知いただきたい（Ⅲ-11 も同じ）。
- Consumer Durables は純資産額と時価総額では日本が欧州および米国を上回っているが、付加価値額では米国に及ばない。
- Electronic Technology は日本では有数の高付加価値セクターであるが、付加価値額と PBR の両方で欧州にも米国にも及ばない。
- Finance は日本と欧州の両方で付加価値額がマイナスとなり PBR が 1 割れになっているセクターである。米国は付加価値額が 241 兆円で PBR が 1.86 倍である。日本と欧州の金融機関は極めて厳しい状況にあるが、米国の金融機関は価値毀損状況が 12 社あるもののセクター全体では価値創造状況を維持している。
- Health Technology と Technology Services は日本有数の高付加価値セクターであるが、欧州および米国でも同様以上に高付加価値セクターであり、社数および金額の両方で日本を大きく上回る価値創造状況を示している。
- Producer Manufacturing での投下リスクマネー（純資産額）が最大なのは日本であるが、付加価値額は日本と比べて欧州は 3 倍、米国は 4 倍以上であった。日米欧の 146 社のうち価値毀損状態にあるのは日本の 18 社だけである。

III-8：日本主要企業の付加価値向上統計

- II-2 と重複するので割愛。

III-9：欧州主要企業の付加価値向上統計

- 日本では純資産が減少したセクターがあったが、欧州についてはすべてのセクターで純資産が増加している。特に **Finance** では 35 兆円も増加した。
- 少ない純資産増加で大きな付加価値創造になったのは、**Consumer Non-Durables** で純資産増加 6.3 兆円に対して付加価値を 48.7 兆円増やしている。また、**Health Technology** は純資産増加 3.2 兆円に対して付加価値を 30.5 兆円増やし、**Producer Manufacturing** は純資産増加 2.3 兆円に対して付加価値を 24.3 兆円増やした。
- **Finance** は 35.5 兆円も純資産を増やしたにもかかわらず、付加価値は 4.3 兆円しか増やせなかった。
- 純資産が増加したにもかかわらず付加価値が減少したのは、**Communications** の 0.5 兆円と **Energy Minerals** の 2.2 兆円である。

III-10：米国主要企業の付加価値向上統計

- 日本では純資産が減少したセクターがあったが、米国についてはすべてのセクターで純資産が増加している。
- **GAFAM** は純資産増加 12.5 兆円に対して付加価値を 154.8 兆円増加させた。
- 付加価値の増加で **GAFAM** に続いて大きかったのは **Finance** セクターであった。付加価値の増加は 59.8 兆円であったが純資産増加 53.7 兆円の下での達成だった。
- 純資産の増加に対して効率的に付加価値を増加させたのは、**Commercial Services** の 49 倍 (9,515/195)、**Distribution Services** の 31 倍、**GAFAM** の 12 倍、**Consumer Non-Durables** の 11 倍であった。
- 純資産が増加したにもかかわらず、付加価値が減少したのは **Energy Minerals** と **Process Industries** の 2 つであった。

III-11: 主要セクターにおける付加価値向上の日米欧比較

- **Consumer Durables** では付加価値の増加額（日本が最大の 8.5 兆円）および追加リスクマネーに対する付加価値増加の割合（日本は 1.1 兆円の純資産増加に対して 8 倍の付加価値増加 8.5 兆円を達成した）の両方の観点から、日本は欧州および米国を上回ったといえる。
- **Electronic Technology** は日本と欧州は純資産をほとんど増やすことなく付加価値額を 13 兆円、12.4 兆円増加させた。米国は 7.1 兆円の純資産増加で 50.6 兆円の付加価値増を達成した。成果割合はともかく成果規模では米国が圧倒した。
- **Finance** は国地域で明暗がはっきりと分かれた。日本は純資産を追加したにもかかわらず付加価値は減少した。欧州は多額の純資産を追加したにもかかわらず付

加価値の増加はわずかに止まった。米国は欧州を上回る多額の純資産を追加して、その金額を超える付加価値増加を達成した。

- **Health Technology、Producer Manufacturing、Technology Services** では、日米欧ともに少額の純資産増加に対して数倍から 10 倍を超える付加価値増加を達成している。**Producer Manufacturing** では付加価値増加額で欧州が米国を上回ったが他の二つでは米国が最大であった。日本は 3 つとも付加価値増加額では最小だった。
- **Technology Services** は日米欧とも付加価値増加額が前年末純資産額を上回っていた。例えば、日本の 2018 年末の純資産額は 6.8 兆円であったが、2019 年の付加価値増加額は 7.0 兆円になり、これは 6.8 兆円に対して 103%の大きさである。日本と欧州は投下リスクマネー（純資産額）に対して十分な価値創造をしたが、米国は投下リスクマネーが 2 倍以上で、付加価値増加率も 2 倍近いため、40 兆円の付加価値増加を達成した。

(補足) 企業はいかにして付加価値を高められるか

企業は事業を行うことにより株主のためにキャッシュフローを生み出す。このキャッシュフローの期待額の大きさとその不確実性の程度により、キャッシュフローの価値が決まり、それが株主資本の価値となる。株主はリスクマネーを企業に拠出する際に暗黙のうちに事業の不確実性に鑑みた最低限の投資リターン（資本コスト）を設定している。期待される事業リターンがこの資本コストを上回れば経営者は投資家のために付加価値を創造していることになり、下回れば投資家が拠出したリスクマネーを毀損していることになる。PBRが1を超えている場合、その超過分が経営者による価値創造分であり、逆にPBRが1未満の場合、1との差分が価値毀損分を表している。付加価値を高めるためには、事業リターン（正確には税引後の事業リターン）の期待値と資本コストの差を拡大するか、あるいは事業リターンの不確実性を低下させることが必要である。前者のためには経営者は投資家が納得する中期経営計画および投資計画を提示する必要があり、後者のためには効果的なIR活動を展開する必要がある。

以下ではPBR-1がファイナンス理論的にどのように説明されるかを示す。これによって、前述の下線付き文章の意味がより明確になるであろう。

最も単純なPBRの理論式を示す。安定成長配当割引モデルによれば、株式価値Pは今期予想配当 D_1 、株式資本コスト r_e 、成長率 g を用いて次のように表現される。

$$P = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r_e)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+r_e)^3} + \dots = \frac{D_1}{r_e - g} \quad (1)式$$

今期予想の純利益 E_1 と内部留保 I_1 、株主資本簿価（純資産） B_0 、自己資本利益率ROEを使って、この式を変形し、 B_0 で除すことによりPBRの理論式を導くことができる。

$$P = \frac{D_1}{r_e - g} = \frac{E_1 - I_1}{r_e - g} = \frac{E_1 - gB_0}{r_e - g}$$

$$\text{従って、} PBR = \frac{P}{B_0} = \frac{\frac{E_1}{B_0} - g}{r_e - g} = \frac{ROE - g}{r_e - g} = \frac{r_e - g + ROE - r_e}{r_e - g} = 1 + \frac{ROE - r_e}{r_e - g} \quad (2)式$$

(2)式は税引き後利益率であるROEが株式資本コスト r_e を上回るときにPBRが1を超えること、そしてROEが r_e を下回るときにPBRが1を下回ること示している。いずれにしろROEと r_e の差を大きくすればPBRが上昇する。これが付加価値を高めるためには事業リターンの期待値と資本コストの差を拡大することが必要であると記述した理論的根拠である。

企業がIR活動を活発化し効果的に展開すれば、企業が生み出す将来キャッシュフローの見通しに関する不確実性が低下し、これは株式資本コストの低下に結びつくと考えられている。 r_e が低下すると、(2)式の第二項において、分子は大きくなり、分母は小さくなる。こ

これはPBRの上昇をもたらす。これが付加価値を高めるためには事業リターンの不確実性を低下させることが必要であると記述した理論的根拠である。

PBRの水準は企業の事業戦略にも重大な影響を及ぼす。(2)式によればPBRが1割れのときに成長すると(g を高めると)企業価値の毀損が拡大する。このような企業は成長ではなく利益率ROEの向上に注力しなければならない。一方、(2)式によればPBRが1を超えているときは、成長は企業価値の向上をもたらす。利益率が十分に高く、さらに高めるのが難しい状況では成長することを優先すべきである。巷間、バリュー株とグロース株という色分けが一般化されているが、定義が曖昧のように思う。(2)式に基づいて、利益率向上が優先的に求められる企業がバリュー株で、成長することが優先的に求められる企業がグロース株であると理解すればいいのではないだろうか。

この安定成長モデルが単純すぎると感じる読者のために、より一般的なモデルを考えることもできるが結論は変わらない。以下で一例を示す。

将来の配当 D_t には一定のパターンがないと仮定する。企業の成長とは純資産 B_t の成長を意味するとして、 t 期の成長率を g_t とし、 t 期の純資産増加は t 期の内部留保 I_t であるとする。このとき、 $I_t = g_t B_{t-1}$ という関係である。このような前提の下で、 t 期の利益を E_t とし、株式資本コストを r_e として、配当割引モデルを式変形する。

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(ROE_t - g_t)}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(ROE_t - r_e + r_e - g_t)}{(1+r_e)^t}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(r_e - g_t)}{(1+r_e)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(ROE_t - r_e)}{(1+r_e)^t}$$

$$\text{ここで、右辺第1行} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(r_e - g_t)}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}((1+r_e) - (1+g_t))}{(1+r_e)^t}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}}{(1+r_e)^{t-1}} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(1+g_t)}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}}{(1+r_e)^{t-1}} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_t}{(1+r_e)^t}$$

$$= \frac{B_{1-1}}{(1+r_e)^{1-1}} + \sum_{t=2}^{\infty} \frac{B_{t-1}}{(1+r_e)^{t-1}} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_t}{(1+r_e)^t}$$

$$= B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_t}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_t}{(1+r_e)^t} = B_0$$

$$\text{従って、} P = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(ROE_t - r_e)}{(1+r_e)^t} \quad \text{となり、}$$

$$PBR = \frac{P}{B_0} = 1 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}}{B_0} \times \frac{(ROE_t - r_e)}{(1+r_e)^t} = 1 + \frac{1}{B_0} \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(E_t - r_e B_{t-1})}{(1+r_e)^t} \quad \text{となる。}$$

このように安定成長という仮定を外して、期毎に成長率も配当も異なるとしてもPBRに関して同型のモデル式が導出され、PBR-1が価値を創造したか毀損したかの判定指標になることに変わりはない。