

図表で見る日本企業の価値創造

(2019－2020 年)

目 次

はじめに

- 1) 企業の付加価値額の定義
- 2) 付加価値水準統計図表の見方
- 3) 付加価値向上統計図表の見方

I. 付加価値水準統計（ストック統計）

1. 個別企業ランキング
2. 東証 33 業種別統計
3. 企業規模クラス別統計
4. 財務戦略クラス別統計
5. 企業統治クラス別統計
6. I R・開示クラス別統計
7. 建設的な対話クラス別統計
8. 民営化企業と経団連役員企業

II. 付加価値向上統計（フロー統計）

1. 個別企業ランキング
2. 東証 33 業種別統計
3. 特徴的な分類に基づく統計
4. 軽微だったPBRと付加価値額の二極分化
5. 企業の付加価値状況遷移

III. 企業はいかにして付加価値を高められるか（理論編）

2021 年 3 月 8 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

(2019-2020年)

(要約)

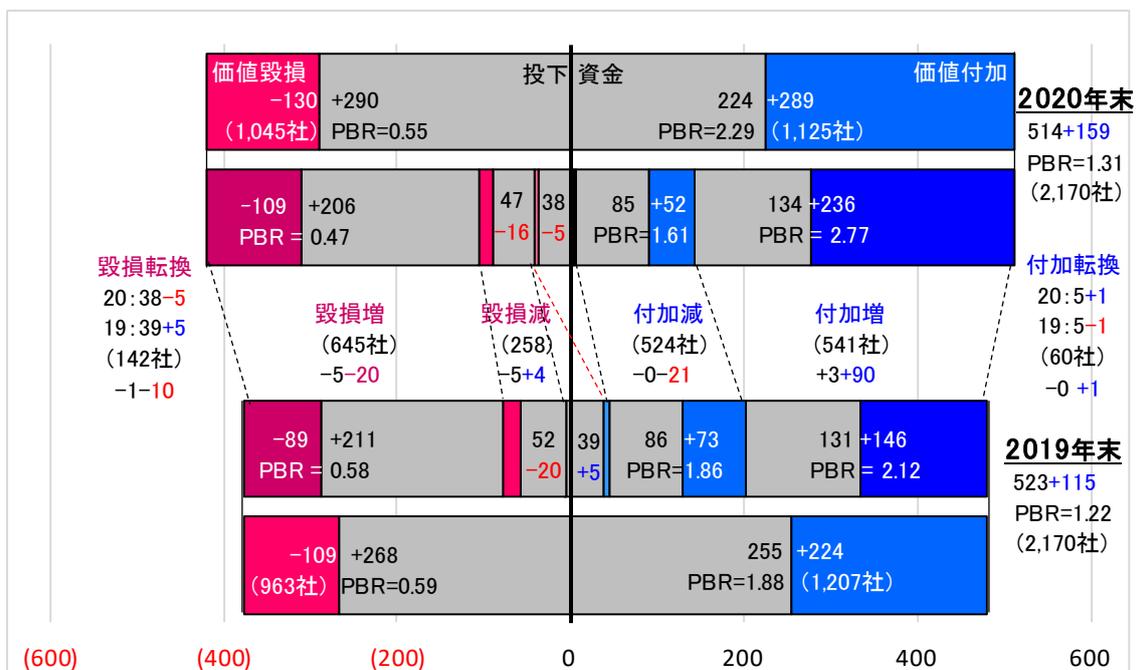
本稿では、企業の純資産額を投資家が事業遂行のために企業に託している資金（投下資金）と見なして、株式時価総額と投下資金の差額を企業による付加価値額と定義した。付加価値額がプラスの場合は価値の付加で、マイナスの場合は価値の毀損である。

2020年末における東証一部上場企業2,170社全体で時価総額は673兆円であった。内訳を見ると投下資金が514兆円で創造した付加価値額は159兆円であり、PBRは1.31倍となった。コロナ禍にあったにもかかわらず、2019年末の投下資金523兆円、付加価値額115兆円、PBR1.22倍から大きく改善した。投下資金が9兆円減少しているものの付加価値額が44兆円増加した結果、時価総額は35兆円の増加となった。

価値付加状態の企業は1,125社であった。集計すると投下資金は224兆円、価値付加額は289兆円でPBRは2.29倍であった。2019年末と比較して価値付加額が増加したのが541社（増加額90兆円）、価値付加額が減少したのが524社（減少額21兆円）、価値毀損状態から価値付加状態に転じたのが60社であった（付加価値額の増加は1兆円）。

価値毀損状態の企業は1,045社であった。集計すると投下資金は290兆円であるが、そのうち130兆円の価値を毀損しPBRは0.55倍であった。2019年末と比較して価値毀損額が増加したのが645社（増加額20兆円）、価値毀損額が減少したのが258社（減少額4兆円）、価値付加状態から価値毀損状態に転じたのが142社であった（付加価値額の減少は10兆円）。

本稿では、付加価値の水準あるいは向上に関する個別企業ランキングや、東証33業種分類をはじめとする様々なクラス分けに基づいて日本企業の付加価値状況を確認した。



[出所] FACTSETデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は兆円

図表で見る日本企業の価値創造 (2019－2020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。

インベストメントチェーンの構成員によって両コードを拠り所とした活動が推進され、改訂による両コードの内容強化も行われてきた。ところが、日本では企業価値の水準および向上に関する統計として定着したものがない。具体的な統計がなければ関係者が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、筆者は一年前に企業価値の水準と向上度合いを計る指標を定義し、価値水準と価値向上額を測定した統計レポートを発行した¹。本稿はそのデータ更新版で2020年12月末を基準とした統計レポートである²。

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れば、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

¹ 明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（2018-2019年）」、日本証券経済研究所ホームページ掲載、トピックスレポート、2020年2月25日(https://www.isri.or.jp/publish/topics/pdf/2002_03.pdf)

² 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

主がリスクマネーとして企業に託した資金（投下資金）である³。前者が後者を上回っている場合、企業は価値を付加して、下回っている場合は価値を毀損していると思なされる⁴。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。

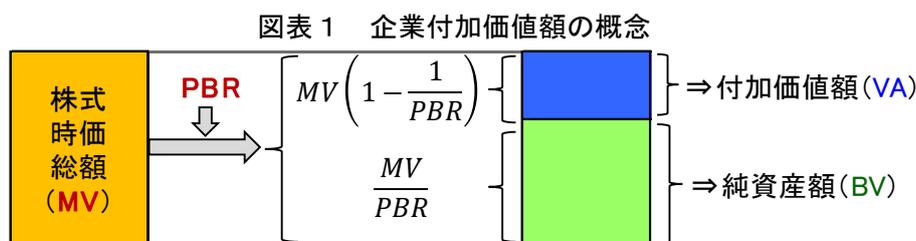
$$\text{付加価値額 (VA)} = \text{株式の時価総額 (MV)} - \text{貸借対照表上の純資産額 (BV)}$$

付加価値額がプラスなら価値の付加であり、マイナスなら価値の毀損である。本稿では前者の企業を「価値付加企業」、後者の企業を「価値毀損企業」と呼んでいる⁵。

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、

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

価値額を計算した。さらにこれをクラス別に集計してクラス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⁶。



[出所] 筆者作成

本稿では、2020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は、2020年12月30日時点における東証一部上場企業2,183社のうち、同日および1年前の2019年12月30日時点で時価総額とPBRのデータが取得できた企業とした。企業数は2,170社となった。

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も作成した。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。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2019年12月30日から2020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の2,170社とした。

³ 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思なすことができる

⁴ 株式価値と株主資本簿価の理論的な関係は第三章で説明している

⁵ 本稿では主として $VA > 0$ の状態に「価値付加」、 $VA < 0$ の状態に「価値毀損」という言葉を使い、両方を合わせた概念として「付加価値」という言葉を使っている

⁶ 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否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

本稿では、日本企業がどれだけ価値を付加しているか、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、原則として統計表では10億円、統計図では1兆円として統一している。

2) 付加価値水準統計図表の見方

付加価値額水準について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成した。クラス別統計の表と図は以下のようなもので統一している。

図表2 付加価値水準統計表の例

業種	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
建設業	100	72	10,070	-2,377	28	5,378	1,514	-863	0.94
食料品	83	31	2,569	-704	52	12,344	10,227	9,524	1.64

① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩

統計表の各項目を説明する。①クラス名、②当該クラスに所属する社数、価値毀損企業について、③該当社数、④該当企業の純資産額の合計(単位10億円、金額単位以下同じ)、⑤価値毀損額の合計、価値付加企業について、⑥該当社数、⑦該当企業の純資産額の合計、⑧価値付加額の合計、⑨当該分類の付加価値額(⑤と⑦の合計)、⑩当該クラスに所属する企業全体のPBRで $1 + ⑨ \div (④ + ⑦)$ と計算した結果、である。

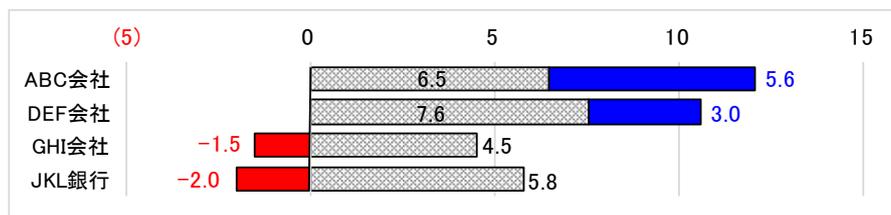
図表3 付加価値水準統計図の例



統計図はクラスごとに、図表2の⑤価値毀損額(赤色)、④価値毀損企業の純資産額(マイナス領域に表示した網目薄黒)、⑦価値付加企業の純資産額(プラス領域に表示した網目薄黒)、⑧価値付加額(青色)を横棒グラフで示したものである。⑤と⑧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。

なお、個別企業について付加価値水準を図示する場合は、次の図のように純資産額(網目薄黒)は価値付加額(青色)と同じように常にプラス領域に表示し、価値毀損額(赤色)はマイナス領域に表示するようにしている。

図表4 個別企業の価値水準図の例



3) 付加価値向上統計図表の見方

付加価値向上額について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成した。クラス別統計の表と図は以下のようなもので統一した。

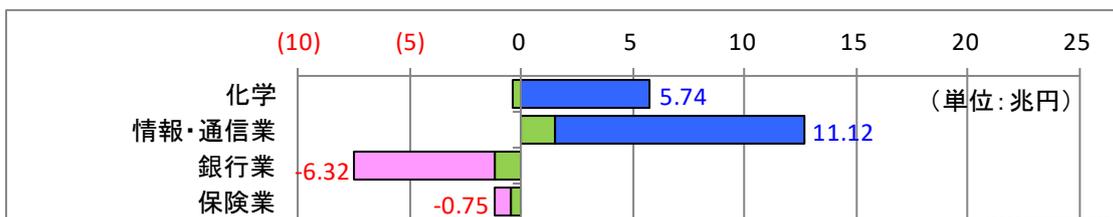
図表5 付加価値向上統計表の例

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
建設業	100	-2,110	-13%	341.1	2%	-2,451	-16%
食料品	83	-1,052	-4%	-156.8	-1%	-895	-6%

① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧

統計表の各項目を説明する。①クラス名、②当該クラスに所属する社数、③1年間における時価総額の増加額合計（単位10億円、金額単位は以下同じ）、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、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、⑧付加価値増加額の前年末純資産額に対する比率（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は純資産額の増加と比べて付加価値額がどれだけ増えたのかを前年の純資産規模を基準にして比較するためのものである。

図表6 付加価値向上統計図の例



統計図はクラスごとに、図表4の⑤純資産増加額（プラスでもマイナスでも薄緑）、⑦付加価値増加額（プラスの場合は薄青、マイナスの場合は薄赤）を横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。

本稿は統計図表集であり、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、筆者による図表の見方、解釈、読み取れる示唆についても参考情報として記述した。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。

I. 付加価値水準統計（ストック統計）

1. 個別企業ランキング

本図表では時価総額の上位 42 社と付加価値額の上位 20 社および下位 20 社を示した。付加価値額の上位 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、付加価値額の下位 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。

【時価総額ランキング】

順番	コード	社名	時価総額
1	7203	トヨタ自動車	25,964
2	9984	ソフトバンクグループ	16,840
3	6861	キーエンス	14,106
4	6758	ソニー	12,970
5	9432	日本電信電話	10,320
6	9983	ファーストリテイリング	9,809
7	4519	中外製薬	9,240
8	7974	任天堂	8,668
9	6594	日本電産	7,740
10	4568	第一三共	7,519
11	4063	信越化学工業	7,517
12	6098	リクルートホールディングス	7,328
13	9433	KDDI	7,065
14	6367	ダイキン工業	6,718
15	2413	エムスリー	6,613
16	6981	村田製作所	6,299
17	4661	オリエンタルランド	6,197
18	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	6,195
19	9434	ソフトバンク	6,190
20	8035	東京エレクトロン	6,037
21	4502	武田薬品工業	5,919
22	7741	HOYA	5,364
23	7267	本田技研工業	5,212
24	6954	ファナック	5,121
25	6902	デンソー	4,833
26	8001	伊藤忠商事	4,698
27	8316	三井住友フィナンシャルグループ	4,380
28	6273	SMC	4,241
29	2914	日本たばこ産業	4,204
30	6501	日立製作所	3,934
31	4452	花王	3,842
32	7182	ゆうちょ銀行	3,811
33	8058	三菱商事	3,775
34	8766	東京海上ホールディングス	3,726
35	4612	日本ペイントホールディングス	3,687
36	6178	日本郵政	3,613
37	6503	三菱電機	3,343
38	8411	みずほフィナンシャルグループ	3,320
39	4543	テルモ	3,275
40	8031	三井物産	3,244
41	3382	セブン&アイ・ホールディングス	3,243
42	7733	オリンパス	3,093

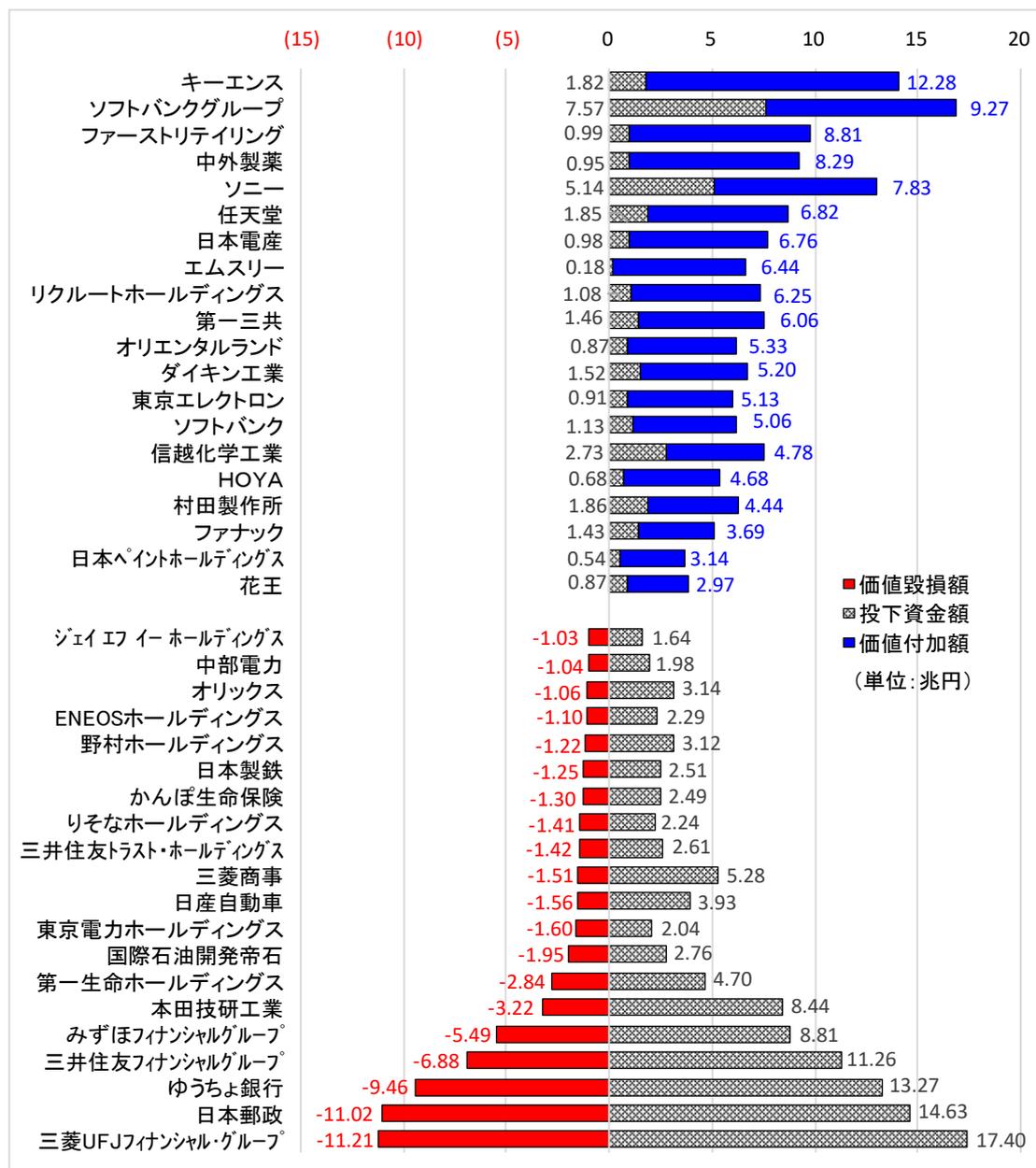
【付加価値額ランキング】

順番	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	12,283
2	9984	ソフトバンクグループ	9,272
3	9983	ファーストリテイリング	8,815
4	4519	中外製薬	8,295
5	6758	ソニー	7,827
6	7974	任天堂	6,822
7	6594	日本電産	6,756
8	2413	エムスリー	6,438
9	6098	リクルートホールディングス	6,253
10	4568	第一三共	6,061
11	4661	オリエンタルランド	5,329
12	6367	ダイキン工業	5,202
13	8035	東京エレクトロン	5,128
14	9434	ソフトバンク	5,056
15	4063	信越化学工業	4,783
16	7741	HOYA	4,683
17	6981	村田製作所	4,437
18	6954	ファナック	3,694
19	4612	日本ペイントホールディングス	3,142
20	4452	花王	2,972

順番	コード	社名	付加価値
2151	5411	ジェイ エフ イー ホールディングス	-1,029
2152	9502	中部電力	-1,037
2153	8591	オリックス	-1,056
2154	5020	ENEOSホールディングス	-1,096
2155	8604	野村ホールディングス	-1,217
2156	5401	日本製鉄	-1,246
2157	7181	かんぽ生命保険	-1,300
2158	8308	りそなホールディングス	-1,406
2159	8309	三井住友トラスト・ホールディングス	-1,416
2160	8058	三菱商事	-1,507
2161	7201	日産自動車	-1,565
2162	9501	東京電力ホールディングス	-1,603
2163	1605	国際石油開発帝石	-1,950
2164	8750	第一生命ホールディングス	-2,835
2165	7267	本田技研工業	-3,225
2166	8411	みずほフィナンシャルグループ	-5,494
2167	8316	三井住友フィナンシャルグループ	-6,884
2168	7182	ゆうちょ銀行	-9,460
2169	6178	日本郵政	-11,022
2170	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	-11,207

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は10億円

次の図は付加価値額の上位 20 社と下位 20 社（価値毀損上位 20 社）について、投下資金（網目薄黒）と価値付加額（青色）と価値毀損額（赤色）を示したものである。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

個別企業ランキングの特徴は以下のとおりである。

- 時価総額ランキングではトヨタ自動車の 25.9 兆円を筆頭に 2 位がソフトバンクグループの 16.8 兆円、3 位がキーエンスの 14.1 兆円であった。前年（2019 年度末）と比べ

るとトヨタ自動車は2年連続の首位だったが、2位だった日本電信電話は5位に後退した。

- 付加価値額ランキング上位20社はすべて時価総額ランキング上位42社に入っていた。
- 価値付加額では2年連続でキーエンスが首位となり12.3兆円であった。価値付加額は前年の7.7兆円から4.6兆円増加している。キーエンスへの投下資金（純資産額）は1.82兆円であったが、12.3兆円の付加価値創造を行い、時価総額が14.1兆円になっていた。PBRは7.74倍である。
- 価値付加額の2位はソフトバンクグループの9.3兆円、3位はファーストリテイリングの8.8兆円となった。ファーストリテイリングは、前年は5.9兆円で2位だったが、今回は3位に下がったものの価値付加額は2.9兆円増やしている。前年3位のリクルートホールディングスは順位こそ9位に落ちたが、価値付加額は5.9兆円から6.3兆円に増やしていた。
- 価値付加額8位のエムスリーは、コロナ禍銘柄として大躍進した。投下資金はわずか0.18兆円であったが価値付加額は6.4兆円であり、PBRは37.7倍で全2,170社中6位であった。
- 上位20社にランクインした企業の所属業種としては、電気機器の6社（キーエンス、ソニー、日本電産、東京エレクトロン、村田製作所、ファナック）、サービス業の3社（エムスリー、リクルートホールディングス、オリエンタルランド）、化学の3社（信越化学工業、日本ペイントホールディングス、花王）が多かった。
- 価値毀損が顕著に大きかったのは3メガバンクとゆうちょ銀行・日本郵政である。これらは価値毀損額が各々5兆円を超えている。価値毀損額が最大の三菱UFJフィナンシャル・グループは、投下資金17.4兆円に対して価値毀損額が11.2兆円であった。PBRは0.36倍であった。価値毀損額2位の日本郵政は投下資金14.6兆円に対して価値毀損額が11.0兆円であった。PBRは0.25倍であった。
- これら5社への投下資金は65.4兆円で、これは東証一部上場2,170社に対する投下資金514.2兆円の12.7%を占める。この65.4兆円のうち、実に44.1兆円の価値毀損が起きていたのである。
- 価値毀損額の上位20社（付加価値額の下位20社）のうち7社は時価総額の上位42社に入っていた。これらの20社のうち6社が銀行、2社が保険、1社が証券、1社がその他金融業であった。金融4業種が半分の10社を占めていた。

2. 東証33業種別統計

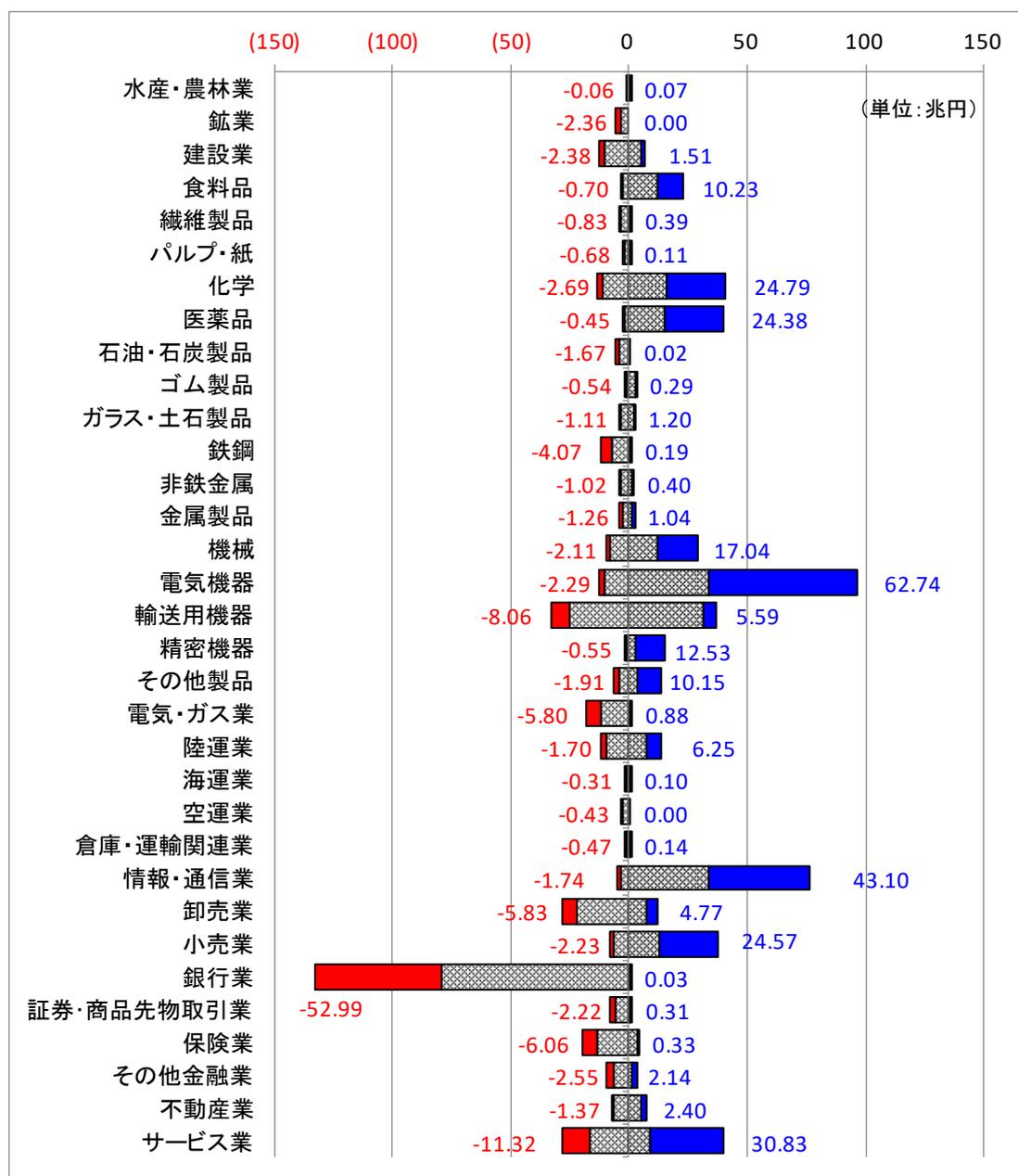
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。総計として金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）と日本郵政を除いたものも計算した。

業種	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
水産・農林業	7	5	362	-55	2	165	74	19	1.04
鉱業	6	6	3,388	-2,356	0	0	0	-2,356	0.30
建設業	100	72	10,070	-2,377	28	5,378	1,514	-863	0.94
食料品	83	31	2,569	-704	52	12,344	10,227	9,524	1.64
繊維製品	40	32	2,995	-830	8	436	392	-438	0.87
パルプ・紙	12	10	1,921	-677	2	240	107	-570	0.74
化学	146	81	10,768	-2,691	65	16,200	24,794	22,103	1.82
医薬品	38	14	1,940	-453	24	15,384	24,382	23,930	2.38
石油・石炭製品	9	8	3,818	-1,672	1	11	18	-1,654	0.57
ゴム製品	11	8	1,272	-542	3	2,444	290	-251	0.93
ガラス・土石製品	33	20	3,261	-1,108	13	1,679	1,202	94	1.02
鉄鋼	31	30	7,474	-4,065	1	480	191	-3,874	0.51
非鉄金属	24	16	3,437	-1,023	8	1,488	397	-625	0.87
金属製品	42	33	2,623	-1,259	9	1,499	1,037	-222	0.95
機械	141	79	7,745	-2,111	62	11,815	17,042	14,932	1.76
電気機器	157	69	10,326	-2,294	88	33,906	62,742	60,448	2.37
輸送用機器	59	46	24,904	-8,055	13	31,602	5,590	-2,466	0.96
精密機器	33	13	1,259	-553	20	2,784	12,528	11,975	3.96
その他製品	52	30	4,308	-1,910	22	3,522	10,146	8,236	2.05
電気・ガス業	22	16	12,183	-5,795	6	532	881	-4,914	0.61
陸運業	43	17	9,888	-1,700	26	7,407	6,249	4,549	1.26
海運業	8	6	1,197	-308	2	126	97	-211	0.84
空運業	3	2	2,385	-432	1	18	2	-430	0.82
倉庫・運輸関連業	24	17	1,360	-473	7	254	142	-332	0.79
情報・通信業	231	18	3,246	-1,740	213	33,592	43,098	41,358	2.12
卸売業	180	122	21,957	-5,832	58	7,206	4,767	-1,065	0.96
小売業	198	60	6,096	-2,229	138	12,922	24,573	22,344	2.17
銀行業	81	80	79,461	-52,987	1	229	29	-52,959	0.34
証券・商品先物取引業	23	17	5,453	-2,224	6	738	306	-1,918	0.69
保険業	8	5	13,301	-6,060	3	3,502	333	-5,727	0.66
その他金融業	26	15	6,846	-2,553	11	1,559	2,143	-410	0.95
不動産業	70	35	6,179	-1,368	35	5,243	2,403	1,034	1.09
サービス業	229	32	16,504	-11,318	197	9,004	30,827	19,509	1.76
総計	2,170	1,045	290,498	-129,754	1,125	223,708	288,524	158,770	1.31
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は10億円

総計でみると、価値付加企業 1,125 社への投下資金は 223.7 兆円で価値付加額は 288.5 兆円（PBR=2.29 倍）、価値毀損企業 1,045 社への投下資金は 290.5 兆円で価値毀損額は 129.8 兆円（PBR=0.55 倍）となっていた。貴重なリスクマネーである投下資金の半分近くの価値毀損が起きているのである。価値付加企業と価値毀損企業を合わせると、投下資

金 514.2 兆円に対して付加価値額が 158.8 兆円で PBR は 1.31 倍となった。金融 4 業種と日本郵政を除くと、投下資金は 388.5 兆円に減り、付加価値額は 230.8 兆円になる。PBR は 1.59 倍と大きく改善する。

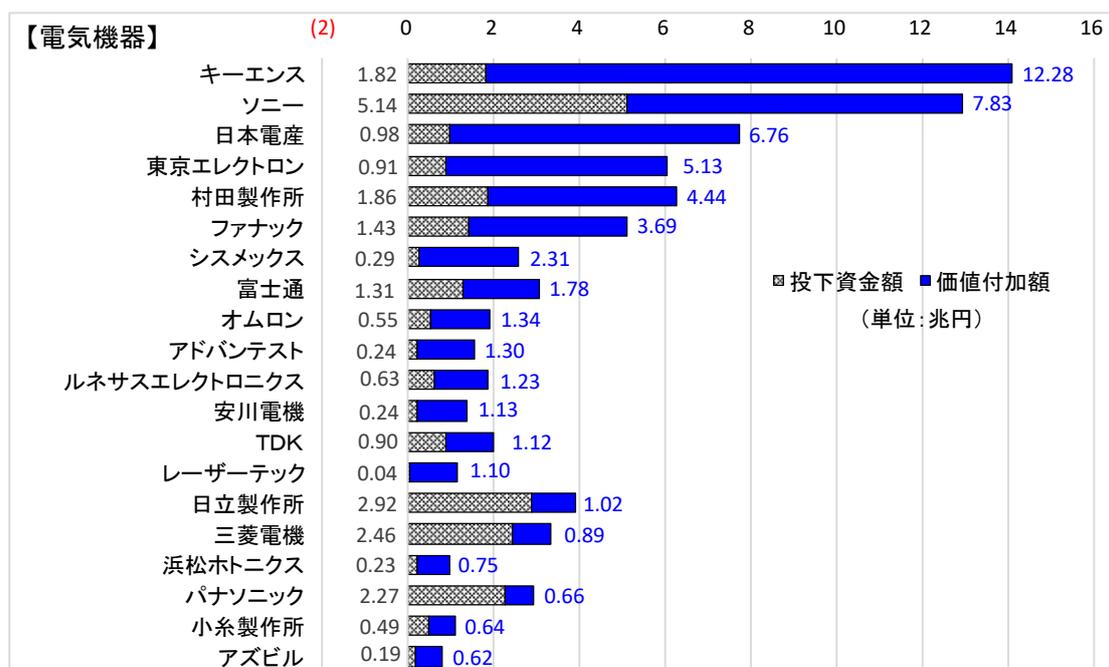


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

業種別にみた価値付加あるいは価値毀損の特徴は以下のとおりである。

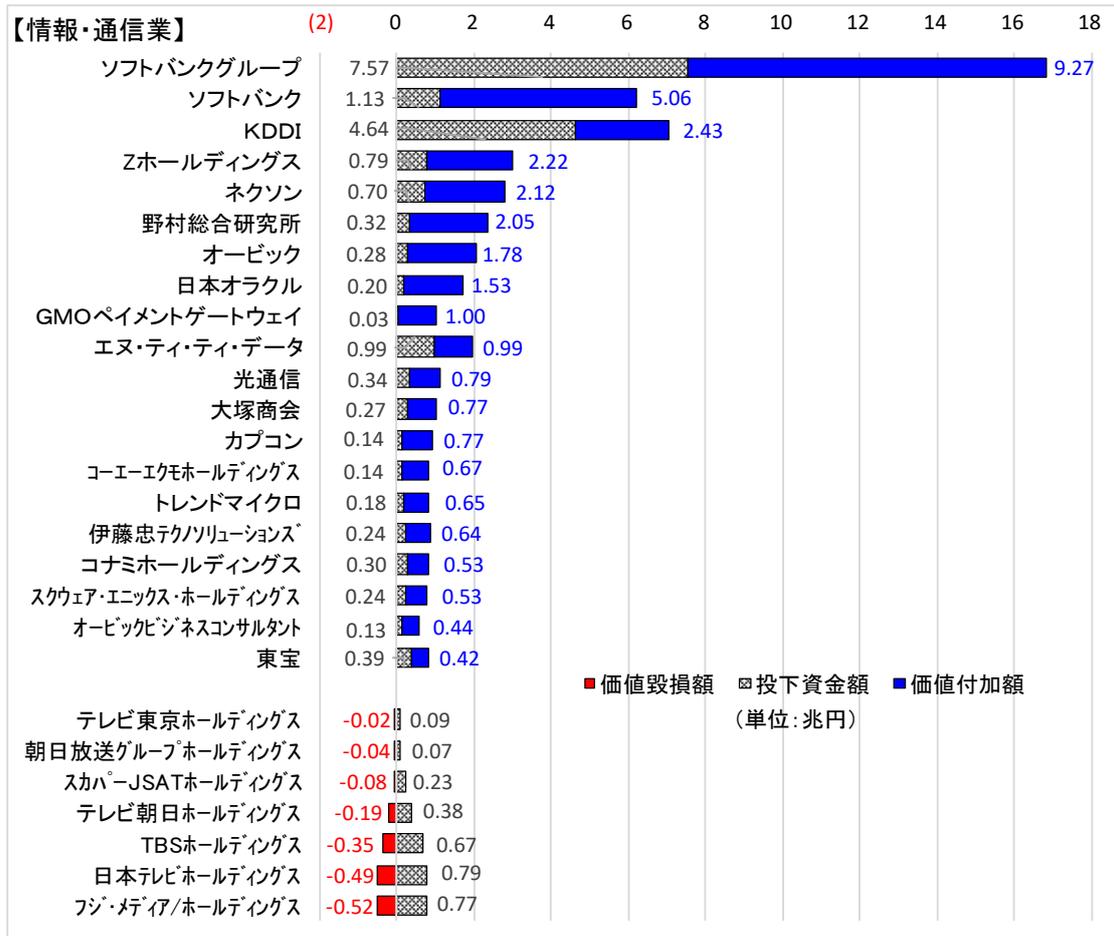
- すべての業種で価値毀損企業が少なくとも 2 社ある。
- 鉱業を除く 32 業種で価値付加企業が少なくとも 1 社ある。

- 投下資金（純資産額）の規模が大きく、かつ価値付加額が大きいのは、電気機器と情報・通信業である。
- 投下資金は大きくないが、その割に多額の価値付加を生み出している業種は、化学、医薬品、精密機器、小売業である。
- 「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。しかし、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（前回版と同じコメント）。
- 輸送用機器は価値付加企業 13 社、価値毀損企業 46 社となっており、業種全体の PBR は 0.96 倍と 1 を割っている。この苦境は、環境問題（CO₂）や電気自動車、自動運転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。
- 電気機器について個別企業の価値付加額ランキングは次の図のとおりであった。電気機器には 157 社が属するが、価値付加額の上位 20 社である。

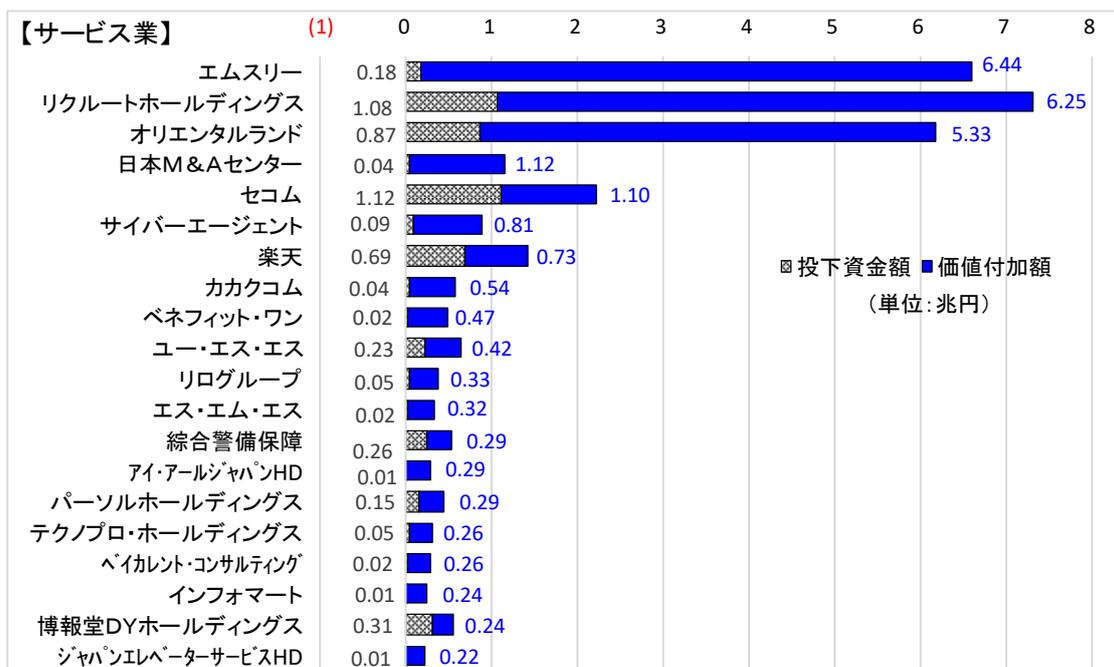


[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

- 情報・通信業について個別企業の価値付加額ランキングを次ページの図に示した。情報・通信業には 231 社が属するが、その上位 20 社と共に下位 7 社（価値毀損額上位 7 社）も表示した。
- 同じ携帯電話事業をしていて時価総額も同じレベルであっても、ソフトバンクと KDDI では価値付加の構造が大きく違うことが確認出来る。
- 情報・通信業の下位 7 社はすべてテレビ放送会社である。インターネット時代への対応が遅れているということだろうか。



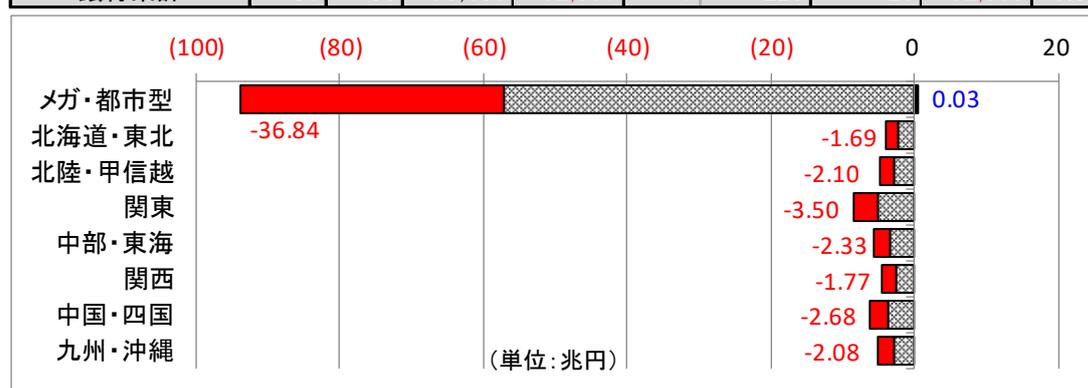
[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

- サービス業の個別企業の価値付加額ランキングは前ページのとおりであった。エムスリー、リクルートホールディングス、オリエンタルランドの3社が突出している。
- サービス業の価値毀損額 11.3 兆円のうち 11.0 兆円は日本郵政 1 社によるものである。日本郵政を除けばサービス業の PBR は 3.81 倍と大きく改善する。
- 情報・通信業でもサービス業でも少ない投下資金で大きな価値付加を実現している企業が多く存在している。
- 銀行業では全 81 行のうち 80 行が価値毀損状態にあり、投下資金 79.7 兆円のうち半分以上の 53.0 兆円が毀損されている。
- 次の図表は銀行業 81 行を、メガ・都市型と、全国を 7 つの地域に分けた地銀について、価値毀損状況を確認したものである。残念ながらどの地域でも PBR 水準は 0.22 倍から 0.34 倍の範囲でメガ・都市型を下回っている。銀行の価値毀損は一様に深刻である。価値付加状態にあったのはセブン銀行 1 行だけであった。

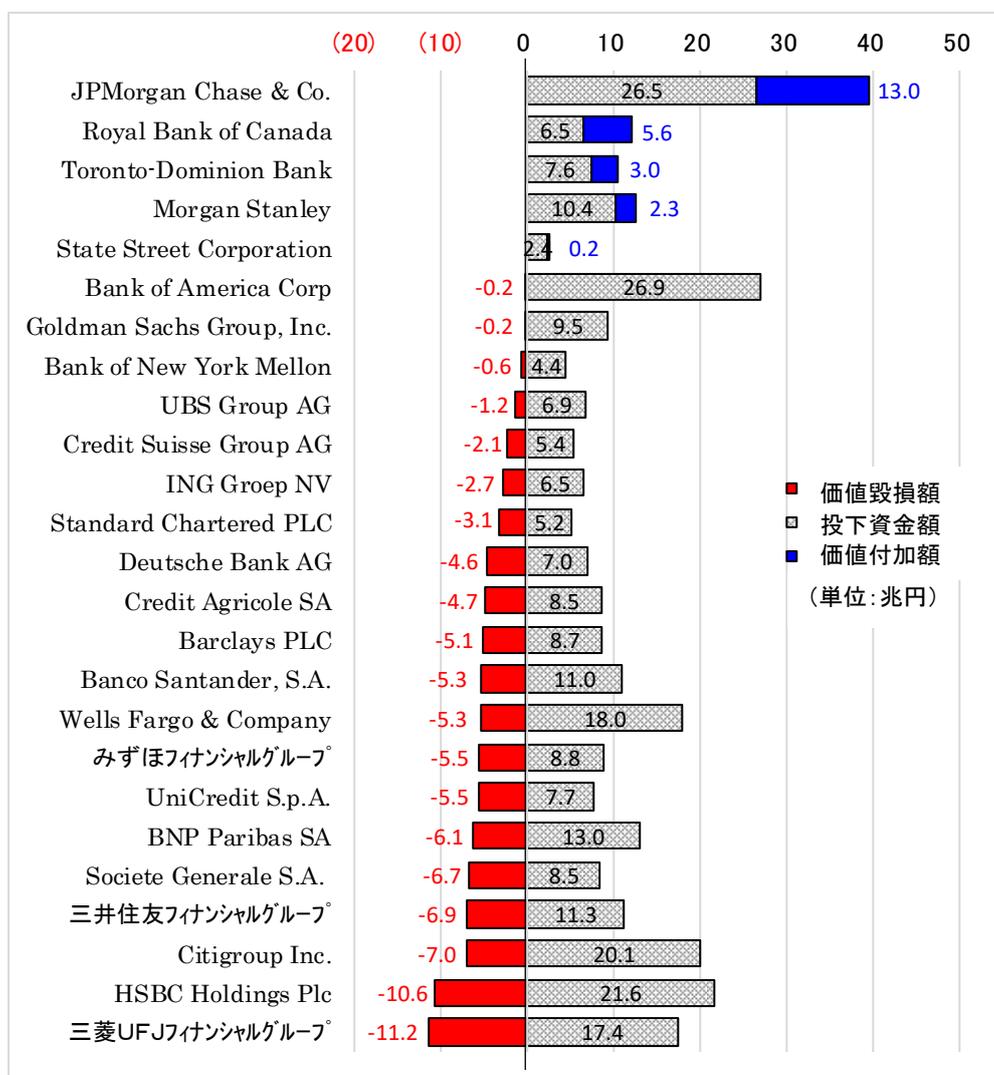
東証一部・銀行業	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
メガ・都市型	9	8	57,128	-36,844	1	229	29	-36,816	0.36
北海道・東北	14	14	2,173	-1,686	0	0	0	-1,686	0.22
北陸・甲信越	10	10	2,712	-2,100	0	0	0	-2,100	0.23
関東	11	11	4,997	-3,502	0	0	0	-3,502	0.30
中部・東海	10	10	3,264	-2,327	0	0	0	-2,327	0.29
関西	6	6	2,673	-1,765	0	0	0	-1,765	0.34
中国・四国	13	13	3,587	-2,685	0	0	0	-2,685	0.25
九州・沖縄	8	8	2,927	-2,080	0	0	0	-2,080	0.29
銀行業計	81	80	79,461	-52,987	1	229	29	-52,959	0.34



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算、2020年12月30日現在、表の金額は10億円

- このような銀行の苦境は日本だけの現象ではない。金融安定理事会 (FSB) が世界的な金融システムの安定に欠かせないと認定した G-SIBs (Global Systematically Important Banks) は 2020 年 11 月現在で 30 行ある。このうち、中国系 4 行と非上場のフランス Groupe BPCE を除く 25 行について、付加価値状況を確認したのが次ページの図である。ここでは付加価値額の大きさの順番で並べている。価値付加状態

にあるのは米系 3 行とカナダ系 2 行だけで、他の 20 行は価値毀損状態であった。11 行が 5 兆円を超える価値毀損状態になっている。三菱 UFJ フィナンシャル・グループは G-SIBs の中でも最大の価値毀損銀行であった。

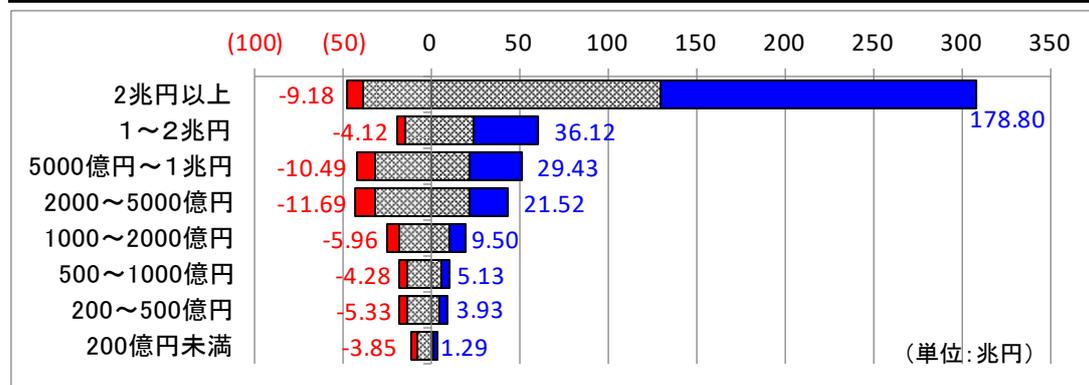


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

3. 企業規模クラス別統計

本節では企業規模と付加価値の関係性を確認する。なお、金融4業種と日本郵政は除いている。次の図表では時価総額でクラス分けを行った。

時価総額	社数	価値毀損企業			価値創造企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
2兆円以上	69	10	39,160	-9,178	59	129,155	178,796	169,619	2.01
1～2兆円	53	9	15,356	-4,124	44	24,118	36,123	31,999	1.81
5000億円～1兆円	102	29	31,410	-10,493	73	21,976	29,427	18,934	1.35
2000～5000億円	197	63	31,442	-11,692	134	21,263	21,521	9,829	1.19
1000～2000億円	230	90	18,834	-5,960	140	9,769	9,498	3,538	1.12
500～1000億円	285	136	13,769	-4,280	149	5,437	5,132	852	1.04
200～500億円	502	247	13,261	-5,332	255	4,459	3,929	-1,403	0.92
200億円未満	593	343	7,571	-3,850	250	1,504	1,286	-2,563	0.72
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



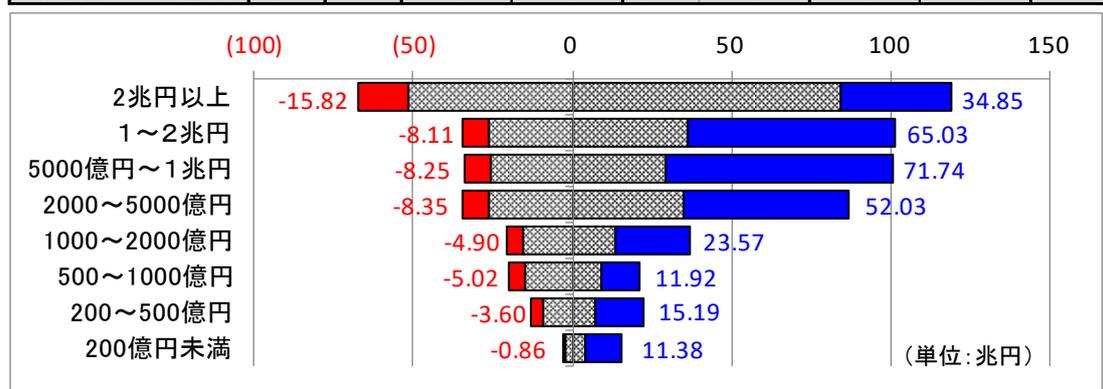
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

時価総額クラス別統計の特徴は以下のとおりである。

- 時価総額が1兆円以上の企業の平均PBRは1.8倍を超えて高位である。該当企業122社のうち価値毀損企業は19社と少ないことにも注目したい。
- 時価総額が5,000億円から1兆円の企業の平均PBRは1.35倍であるが、前年の1.50倍から低下した。
- 時価総額が5,000億円より小さい企業でもPBRが順次低下している。500億円未満の企業では付加価値額がマイナスとなってPBRは1倍を割っている。200億円未満の企業では価値付加企業より価値毀損企業の方が多くなっている。

時価総額も付加価値額も株価が高ければ大きくなる項目なので、時価総額と付加価値額に高い相関があるのは当然であろう。このため企業規模と付加価値額の関係性をみるために時価総額をクラス分け項目として使うのは適切とはいえない。そこで、企業規模のクラス分けに株価を使わない項目である純資産額を使ってみたのが次の図表である。

純資産額	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
2兆円以上	31	15	51,222	-15,822	16	84,137	34,847	19,025	1.14
1～2兆円	45	20	26,112	-8,109	25	36,385	65,030	56,921	1.91
5000億円～1兆円	77	37	25,373	-8,246	40	29,200	71,738	63,492	2.16
2000～5000億円	196	82	26,250	-8,353	114	34,730	52,029	43,677	1.72
1000～2000億円	205	111	15,667	-4,899	94	13,328	23,570	18,671	1.64
500～1000億円	332	205	14,611	-5,023	127	8,991	11,924	6,901	1.29
200～500億円	496	283	9,334	-3,599	213	7,100	15,193	11,595	1.71
200億円未満	649	174	2,235	-856	475	3,809	11,381	10,525	2.74
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59

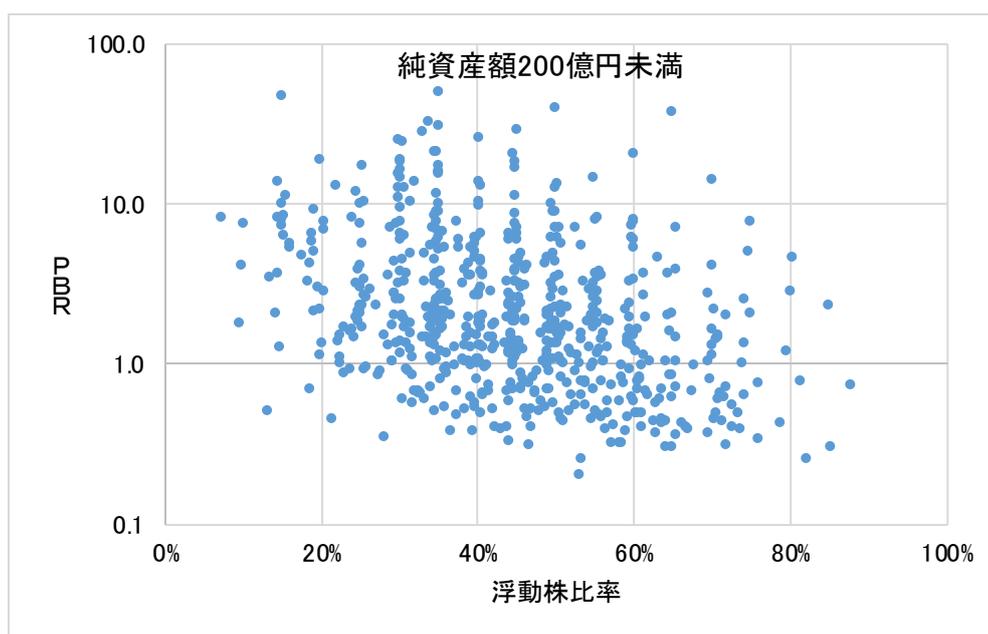


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

純資産額と付加価値額の関係に関する統計の特徴は以下のとおりである。

- 純資産額と比べて付加価値額が大きいのは純資産額が5,000億円と1兆円の間にあるクラスと純資産額が200億円未満のクラスであった。PBRはそれぞれ2.16倍と2.74倍であった。価値付加企業に限定するとそれぞれ3.46倍と3.99倍になる。
- 純資産額が1兆円と2兆円の間企業も付加価値額は大きくPBRも1.91倍あった。
- 純資産額が2兆円以上ある超大企業はPBRが1.14倍と極めて低調であった。社数も価値毀損企業と価値付加企業はほぼ同数であった。
- 各クラスでの価値付加企業と価値毀損企業の社数を比較すると、純資産額2,000億円以上のクラスでは価値付加企業の方が多く、純資産額が200億円から2,000億円のクラスでは価値毀損企業の方が多かった。200億円未満では価値付加企業の方が圧倒的に多く、価値毀損企業の約2.7倍であった。
- 純資産額200億円未満の企業の1社当たりの純資産額は93億円である。これらの小規模企業のPBRが高い理由として、ETFなどTOPIXインデックスファンドの継続的な買いによって、少ない浮動株が買い上げられる結果として株価が高位水準になっている可能性もある。
- 本格的な分析は本稿の範囲を超えるので試みないが、その可能性を確認するために、PBRと浮動株比率の関係性を調べてみた。本稿では浮動株比率は次のように簡易計算

した。TOPIX は流通時価総額ベースの指数ということになっており、東証は、TOPIX に占める個別銘柄のウェイトと TOPIX の時価総額を毎月末に別々に公表している。この2つの情報から個別銘柄の流通時価総額が計算される。一方で、発行済株式ベースの時価総額はどの情報ベンダーからでも容易に入手できる（本稿では FactSet データベースを使用）。浮動株比率は流通時価総額を発行済株式ベース時価総額で除して算出した。次の図は縦軸に PBR を、横軸に浮動株比率をとって、純資産額 200 億円未満の企業をプロットしたものである。



[出所] FactSetデータベースと東証公表データより筆者が計算。2020年12月30日現在

この図では浮動株比率が低くなるにつれて PBR が高くなる傾向が見られる。特に浮動株比率が 20%以下ではほとんどの企業が PBR>1 となっており、浮動株比率が 20~40%でも PBR>1 の企業の割合が高い。この図だけからは何ら結論的なことはいえないが、純資産額 200 億円未満の領域では浮動株比率が株価水準（PBR 水準）に対して多少なりとも説明力を有している可能性がある⁷。

低流動性株と株価水準の関係性の検証は一つの重要な研究テーマである。

⁷ 第三章で説明する通り、PBR はエクイティスプレッド（ROE と株主資本コストの差）および成長率スプレッド（株主資本コストと成長率の差）によって説明されるはずである。クロスセクション回帰で PBR 水準をこの二つのスプレッドで説明した後の残差部分を浮動株比率で説明して有意な説明力があるかを検証する必要がある

4. 財務戦略クラス別統計

本節では貸借対照表や損益計算書の項目を用いて財務比率の指標を計算し、企業の財務戦略によって付加価値水準が異なる傾向があるかの確認を試みた。準備した財務比率は次の5つである。

- ① 現金・短期資産比率： 現金・短期資産を総資産で除して算出
- ② 長期投資比率： 長期投資を総資産で除して算出
- ③ 研究開発比率： 研究開発費を売上高で除して算出
- ④ 無形資産比率： 無形資産を総資産で除して算出
- ⑤ のれん比率： のれんを総資産で除して算出

これらの指標は2020年12月末時点における直近の実績財務諸表データから算出した。ただし、12月決算企業は2019年12月決算のデータを使用している。また、③については過去2年の実績比率の平均値を使っている。対象母集団は東証一部から金融4業種と日本郵政を除いた2,031社とした。これらの指標の相関係数は次の表のとおりであった。

	現金比率	長投比率	研開比率	無形比率	のれん比率	無形のれん比
現金比率	1.00	-0.14	0.03	-0.05	-0.06	-0.05
長投比率	-0.14	1.00	0.05	-0.08	-0.09	-0.08
研開比率	0.03	0.05	1.00	0.08	0.03	0.06
無形比率	-0.05	-0.08	0.08	1.00	0.89	0.98
のれん比率	-0.06	-0.09	0.03	0.89	1.00	0.96
無形のれん比	-0.05	-0.08	0.06	0.98	0.96	1.00

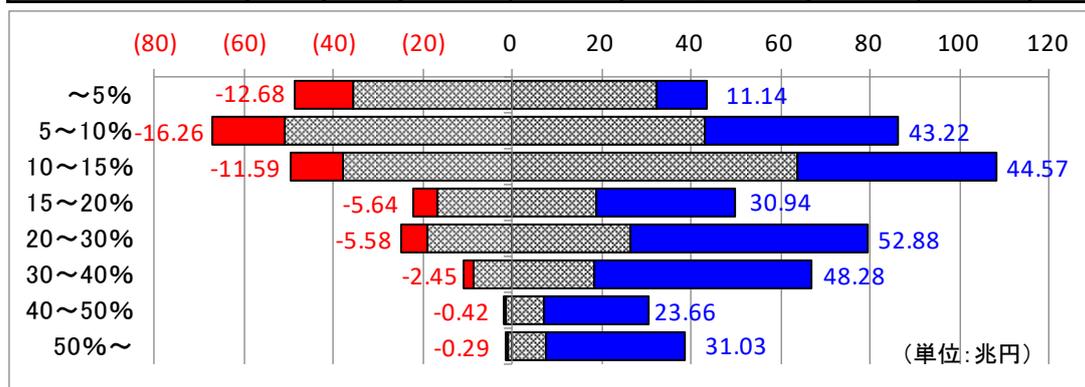
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

無形資産比率とのれん比率の相関は0.89と高い連動性が認められた。このため、無形資産比率とのれん比率を加えたものを⑥無形資産・のれん比率として、無形資産比率およびのれん比率の代替指標とした。以降では①、②、③、⑥の4つを用いて付加価値水準の状況を確認した。①、②、③、⑥の間の相関係数の絶対値はすべて0.1未満であり、ほとんど無相関と見なすことができる。

1) 現金・短期資産比率

現金・短期資産比率（以下、「現金比率」と略す）が高いほどPBRが大きいという結果になった。しかもこの傾向は微妙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ある。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。また、現金比率が最も小さく、無駄な現金を保有せずに効率的に事業を展開していると考えられる企業群だけが付加価値がマイナスとなりPBRは1を割っていた。これらは前回同様に付加価値水準統計の作成で最も印象的な結果である。

現金・短期資産比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
～5%	136	78	35,735	-12,675	58	32,462	11,137	-1,538	0.98
5～10%	321	193	50,652	-16,265	128	43,073	43,220	26,955	1.29
10～15%	327	188	37,955	-11,586	139	63,623	44,567	32,981	1.32
15～20%	293	157	16,566	-5,645	136	18,988	30,936	25,291	1.71
20～30%	426	204	18,998	-5,577	222	26,594	52,879	47,302	2.04
30～40%	216	65	8,536	-2,454	151	18,489	48,284	45,830	2.70
40～50%	144	25	1,475	-418	119	6,959	23,657	23,239	3.76
50%～	168	17	884	-288	151	7,493	31,034	30,745	4.67
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

次の表は現金比率が40%以上の価値付加企業270社の業種分布と業種別に財務比率の平均値を算出した結果である。

業種	社数	純資産額	付加 価値額	PBR	現金・短期 比率	長期投資 比率	研究開発 比率	無形資産・ のれん比率
建設業	5	127	34	1.27	53.0%	2.8%	0.1%	13.4%
化学	5	251	395	2.57	46.8%	3.3%	3.8%	2.9%
機械	5	1,613	3,469	3.15	54.8%	6.3%	5.1%	0.6%
電気機器	8	2,490	13,058	6.25	49.1%	5.8%	6.7%	1.9%
情報・通信業	116	3,297	11,425	4.47	56.6%	6.5%	1.5%	5.8%
卸売業	11	269	1,098	5.08	47.8%	4.1%	0.3%	1.5%
小売業	17	1,917	9,559	5.99	49.4%	2.9%	0.1%	2.6%
不動産業	5	44	111	3.52	54.6%	1.8%	0.0%	2.1%
サービス業	78	1,287	5,849	5.55	57.4%	5.6%	0.1%	6.1%
その他業種	20	3,157	9,693	4.07	50.0%	4.1%	2.7%	3.5%
小計(高現金)	270	14,451	54,691	4.78	54.5%	5.4%	1.5%	4.8%
小計(低現金)	834	203,229	231,023	2.14	13.0%	8.1%	1.7%	6.6%
価値付加社計	1,104	217,681	285,713	2.31	23.1%	7.5%	1.6%	6.1%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

業種としては情報・通信業の116社、サービス業の78社が圧倒的に多い。そして小売業の17社、卸売業の11社と続く。4社以下しか該当企業がない業種を一括して「その他業種」としたが、この分類に所属するのは20社であった。「小計(高現金)」の行は現金比率が高

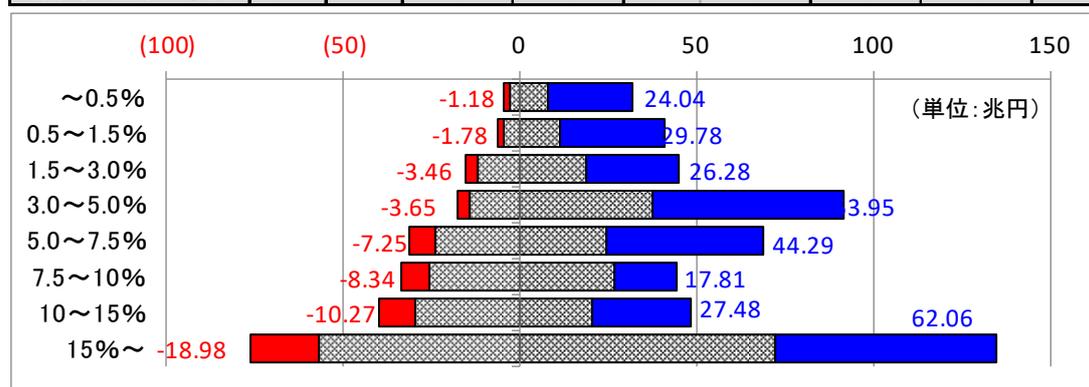
い270社の集計である。比較のために「小計（低現金）」の行で、現金比率が40%未満の価値付加企業834社の財務比率と、両方合わせた全社の財務比率も示した。「価値付加社計」は金融・日本郵政を除く東証一部のうち価値付加企業である1,104社の集計結果である。

財務指標の平均値を比較する。社数では低現金比率企業は高現金比率企業の3.1倍であるが、純資産額では14.1倍となっている。高現金比率企業が相対的には小型であることが確認される。現金比率は、高現金比率企業の方はもともと40%以上の企業として選抜しているので平均54.5%と高く、低現金比率企業の平均13.0%の4倍以上である。研究開発比率は同水準であるが、長期投資比率も無形資産のれん比率も高現金比率企業の方が低いことが分かった。高現金比率企業は情報・通信業かサービス業に属し、比較的小型で、長期投資が少なく、無形資産の蓄積やM&Aには消極的であるのに価値付加額の割合が高いことになる。これらの高現金比率企業の特徴は情報・通信業とサービス業に属する小型企業の特徴といってもよいのかもしれない。

2) 長期投資比率

長期投資比率が1.5%以下という低い水準の企業ではPBRが高いという結果になった。

長期投資比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
～0.5%	215	51	3,298	-1,181	164	7,598	24,045	22,863	3.10
0.5～1.5%	198	59	4,644	-1,777	139	11,199	29,784	28,007	2.77
1.5～3.0%	272	127	11,985	-3,457	145	18,515	26,278	22,821	1.75
3.0～5.0%	308	141	14,340	-3,651	167	37,152	53,952	50,300	1.98
5.0～7.5%	291	146	23,995	-7,252	145	24,084	44,295	37,042	1.77
7.5～10%	205	106	25,570	-8,340	99	26,461	17,815	9,475	1.18
10～15%	277	154	29,734	-10,270	123	20,431	27,481	17,212	1.34
15%～	265	143	57,237	-18,979	122	72,242	62,064	43,085	1.33
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

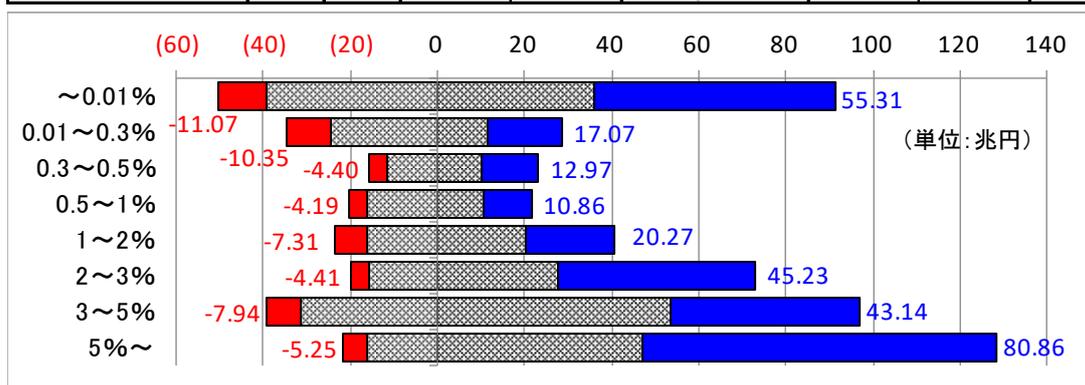
これらの413社は純資産額と社数をみると相対的に小型企業のようなものである。長期投資比率が1.5～7.5%の中位水準の企業もPBRは1.75～1.98と高めであったが、長期投資比率が

7.5%以上という高めの企業のPBRは1.3倍程度と低かった。長期投資をしない企業の方が付加価値額が大きいというのは、日本企業の特徴かもしれないが若干、奇異な印象である。

3) 研究開発比率

研究開発比率では5%以上の企業群でPBRが高く、5%未満のクラスでは特に顕著な傾向が見られないという結果になった。

研究開発比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
～0.01%	752	270	39,368	-11,065	482	35,945	55,307	44,242	1.59
0.01～0.3%	248	128	24,391	-10,350	120	11,700	17,066	6,715	1.19
0.3～0.5%	121	60	11,342	-4,396	61	10,157	12,974	8,578	1.40
0.5～1%	177	107	16,178	-4,187	70	10,843	10,859	6,672	1.25
1～2%	216	112	16,388	-7,309	104	20,412	20,274	12,966	1.35
2～3%	158	83	15,586	-4,414	75	27,600	45,232	40,818	1.95
3～5%	181	94	31,211	-7,938	87	53,720	43,140	35,202	1.41
5%～	178	73	16,338	-5,249	105	47,304	80,861	75,613	2.19
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は10億円

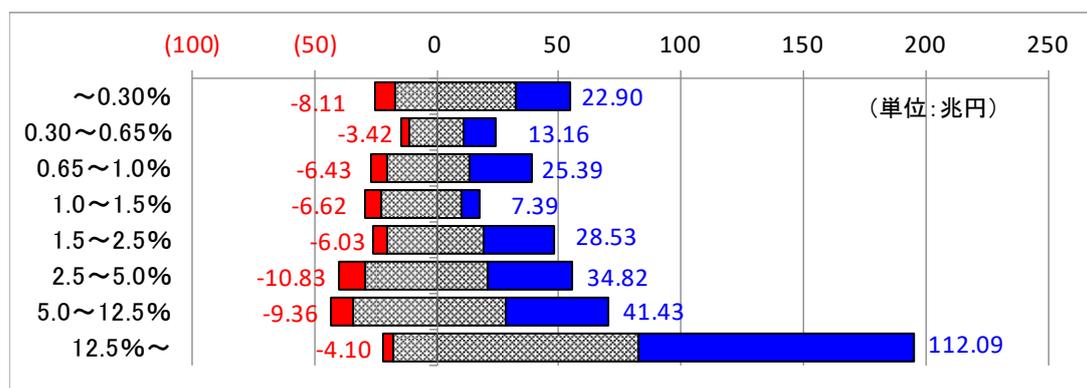
4) 無形資産・のれん比率

無形資産のれん比率では12.5%以上の企業群だけPBRが高く、12.5%未満のクラスでは特に傾向が見られないという結果になった。

無形資産のれん比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
～0.30%	251	151	17,176	-8,114	100	31,992	22,899	14,785	1.30
0.30～0.65%	270	151	11,107	-3,416	119	11,034	13,159	9,744	1.44
0.65～1.0%	218	121	19,954	-6,434	97	13,653	25,387	18,953	1.56
1.0～1.5%	225	122	22,288	-6,617	103	9,993	7,394	777	1.02
1.5～2.5%	233	113	19,861	-6,029	120	19,430	28,534	22,505	1.57
2.5～5.0%	299	128	29,053	-10,831	171	20,625	34,815	23,984	1.48
5.0～12.5%	282	91	34,060	-9,363	191	28,382	41,431	32,069	1.51
12.5%～	253	50	17,304	-4,104	203	82,571	112,093	107,989	2.08
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

ただし、無形資産のれん比率が1.5%より低いクラスでは価値付加企業数の方が価値毀損企業数よりも少なく、1.5%以上のクラスでは企業数の傾向が逆転していることが分かる。特に12.5%以上のクラスでは価値付加企業数は価値毀損企業数の4倍以上あることが確認される。数こそ少ないが無形資産の蓄積とM&Aに積極的な企業は高い評価を受けている傾向があるのかもしれない。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

5. 企業統治クラス別統計

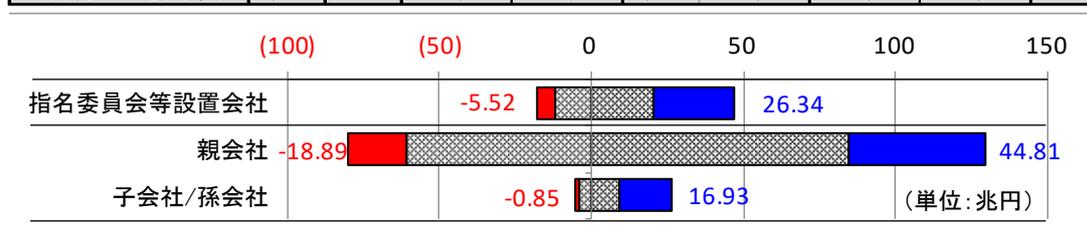
本節では企業統治関連のテーマについてクラス分けして各企業群の付加価値水準を測定した。本節でクラス分けとして採用したテーマは指名委員会等設置会社であるか否かと親子上場の2つである。本来であれば監査委員等設置会社と監査役会設置会社も含めた企業統治制度によるクラス分けや、取締役の独立性やダイバーシティでもクラス分けをするべきであるが、クラス分けに必要な個別企業の該当データ一覧表を見つけることができず、この二つのテーマに限定せざるを得なかった（同様に ESG 格付けについてもデータ入手ができず、本稿では分析ができなかった）。なお、対象企業から金融4業種・日本郵政は除いている。

統治制度が指名委員会等設置会社である東証一部上場企業は日本取締役協会の公表資料⁸によれば43社であった。親子上場については、上場会社を子会社/孫会社（以下、「子会社」と略す）に持つ東証一部上場企業（親会社）と親会社が存在する東証一部上場企業（子会社）はWikipedia情報に依った⁹。該当する親会社は128社、子会社は118社であった。

⁸ 日本取締役協会、指名委員会等設置会社リスト（上場企業）、2020年8月3日現在

⁹ Wikipediaは十分な精度・信頼が担保されているものではなく学術論文では根拠として採用できないが、本稿ではそういう限界があることを認識しつつ、参考情報として利用した。親会社の方が多いのは、親会社は東証一部であるが子会社が東証一部でない（東証二部やマザーズ、地方証券取引所上場等）企業があるからである。また、親会社は東証一部ではないが子会社は東証一部である企業も存在する

企業統治	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
指名委員会等設置会社	43	13	12,135	-5,520	30	20,664	26,342	20,823	1.63
親会社	128	66	61,102	-18,888	62	84,280	44,807	25,920	1.18
子会社/孫会社	118	42	4,176	-852	76	9,540	16,934	16,082	2.17
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

指名委員会等設置会社 43 社のうち 30 社が価値付加企業であった。43 社の平均 PBR は 1.63 倍で総計の 1.59 倍を若干上回っただけであった。この結果だけみると、指名委員会等設置会社が高い付加価値創造に結びついているとは必ずしも言えない。指名委員会が効果を発揮できていないのか、現状に問題があり、その克服のために指名委員会を設置したことなのか、因果関係は分からない。

親子上場については、当然予想されるように純資産額では親会社の方が子会社より圧倒的に大きい。子会社は親会社の意向によって経営の自由度に制約を受け、価値創造に支障が出る可能性が指摘されている。この仮説が正しければ、子会社の PBR は低くなることが予想される。しかしながら、実際には PBR は 2.17 倍で他の一般的な企業 (1.59 倍) よりもかなり高い。逆に親会社の方の PBR が 1.18 倍と顕著に低い水準であった。業績不振の親会社が、業績好調の部門を子会社化したということなのか、業績好調の会社を企業買収したということなのか。あるいは経営の自由度に制約を受けながらも子会社の意地として好業績を生み出しているのか、研究テーマとしても面白そうである。

6. IR・開示クラス別統計

本節では IR 活動に積極的であるか、ディスクロージャーが優れているか否かによって企業の付加価値が異なってくるかを検証した。

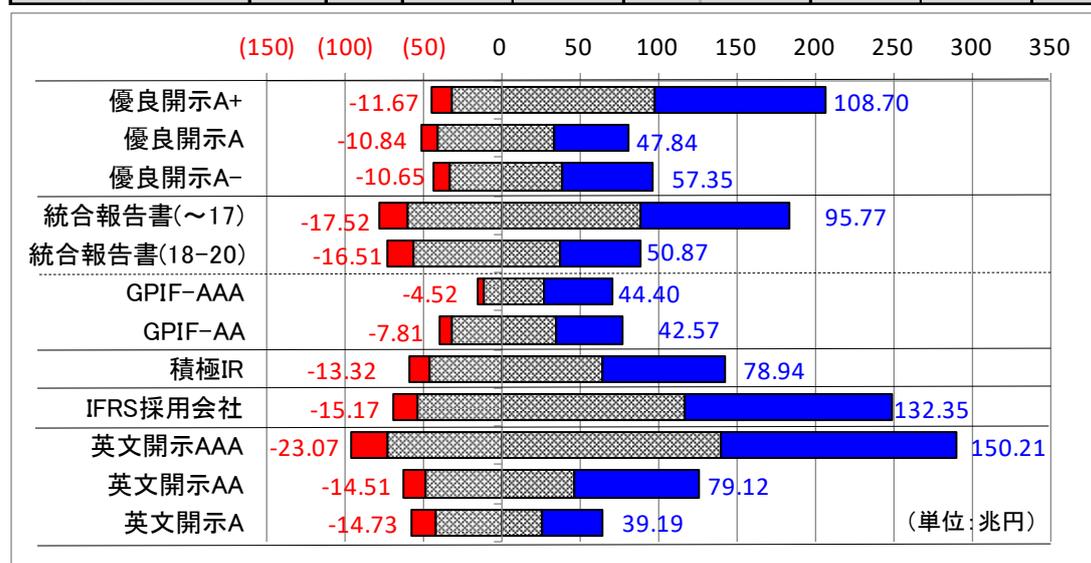
企業のディスクロージャー全般の優秀さは証券アナリストが毎年セクター別に評価している。その報告書が「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」¹⁰である。対象企業は東証一部上場の株式時価総額上位企業とされており、独自に定めた 18 セクターに分類してセクター毎に評価して 100 点満点での総合評価点を付与している。対象企業は合計で 299 社となっている。本稿では銀行と保険・証券セクターを除いた 16 セクター 276 社について、各社の総合点を各セクターで平均値と標準偏差を計算して Z スコア¹¹を

¹⁰ 2020 年度版は証券アナリスト協会から 2020 年 10 月に発行されている

¹¹ 対象企業の総合評価点から所属セクターの平均値を引き標準偏差で除して算出する

算出した。その上で、全 276 社の Z スコアの上位 3 分の 1 を「優良開示 A+」、次の 3 分の 1 を「優良開示 A」、下位 3 分の 1 を「優良開示 A-」とした。この 3 クラスについて付加価値額や PBR を計算してみると、A+、A-、A の順番であった。最もディスクロージャーが優れている A+企業でも PBR は 1.75 倍に過ぎず、金融・日本郵政除く全社平均の 1.59 倍と比べて顕著に高いとはいえない水準であった。

ディスクロージャー	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
優良開示A+	90	22	32,524	-11,671	68	97,443	108,695	97,024	1.75
優良開示A	92	37	40,374	-10,844	55	33,162	47,842	36,998	1.50
優良開示A-	92	39	33,338	-10,652	53	39,059	57,354	46,702	1.65
統合報告書(~17)	250	119	60,434	-17,521	131	87,937	95,773	78,252	1.53
統合報告書(18-20)	218	109	55,718	-16,510	109	37,847	50,865	34,355	1.37
GPIF-AAA	32	9	10,815	-4,519	23	26,432	44,395	39,876	2.07
GPIF-AA	86	32	31,279	-7,813	54	34,082	42,571	34,758	1.53
積極IR	220	101	45,991	-13,322	119	63,699	78,938	65,616	1.60
IFRS採用会社	187	60	54,224	-15,169	127	116,110	132,352	117,183	1.69
英文開示AAA	202	73	73,266	-23,067	129	139,139	150,210	127,143	1.60
英文開示AA	403	163	48,685	-14,513	240	46,695	79,122	64,609	1.68
英文開示A	1,014	512	42,346	-14,733	502	25,297	39,186	24,453	1.36
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

統合報告書は企業活動に関する総合的な情報発信資料である。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¹²に基づき、2017年以前から発行している企業、2018年から2020年に発行を開始した企業の2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ト発行企業は579社である。東証一部上場企業に限定し金融・日本郵政を除くと468社であった。統合報告書発行会社の付加価値状

¹² 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2020」、2021年2月26日

況は予想外の結果となった。PBRは2017年以前発行開始企業が1.53倍、2018-20年発行開始企業が1.37倍となり、共に全社平均の1.59倍を下回っている。この図表には掲載していないが未発行会社のPBRは1.81倍であった。市場の評価が低い企業ほど統合報告書を発行していることになるが、そのような解釈でよいのだろうか。

次に高評価の統合報告書に絞ってみる。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は運用委託先の国内株式運用機関に優れた統合報告書と改善度の高い統合報告書の選定を依頼し、集計した結果を公表している。2020年度の依頼では、各々、延べで77社と94社が選ばれた¹³。本稿では「優れた統合報告書の獲得票数」および「改善度の高い統合報告書の獲得票数」を合わせて総合評価点¹⁴を算出し、その点数の上位企業を「GPIF-AAA」クラスとし、下位企業を「GPIF-AA」クラスとした（「下位」と言っても、そもそも高評価企業なのでAAとしている）。金融と日本郵政を除くと、AAAは32社、AAは86社となった。PBRを見るとAAA企業は2.07倍で全社平均の1.59倍を上回ったが、AA企業は1.53倍となって若干下回った。高評価の統合報告書を発行している企業はもう少し高い市場評価であってほしかったところである。

次に企業のIRに関する積極性と付加価値状況の関係性を確認してみた。生命保険協会は、毎年、株式価値向上に向けた取り組みを調査するために企業と投資家にアンケートを行っている。最新の調査では上場企業1,088社にアンケートを送付し、572社から回答を得ている¹⁵。この回答社の中で社名の公表に同意した東証一部企業は220社であった。これらの企業はIR活動に真正性があり、投資家との協調を重視していると考えてもよいかもしれない。しかしながら、これら220社のPBRは1.60倍で全社平均とほとんど同じであった。

グローバルビジネスを展開し、海外投資家との付き合いを重視する企業には会計基準をIFRSに変えるインセンティブがあろう。IFRS適用会社の一覧表は東京証券取引所のホームページで取得できる¹⁶。2020年12月現在で227社が採用済みあるいは採用予定であるが、このうち金融・日本郵政を除く東証一部上場企業は187社であった。IFRS適用企業187社のうち価値付加企業は127社（68%）と企業数の比率では高い。金額でも投下資金（純資産額）170兆円に対して付加価値額が116兆円あり、PBRは1.69倍となって市場

¹³ 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」、2021年2月24日

¹⁴ 「優れた統合報告書」で運用機関から4票以上の場合に3点、2~3票の場合に2点、1票の場合に1点とした。「改善度の高い統合報告書」でも同じく3点から1点を付けた。前者の点を2倍し後者の点を1倍して合計したものを総合評価点として、4点以上をAAA、3点以下をAAとした

¹⁵ 生命保険協会、「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続的な社会の実現」に向けた取組について」、2020年4月7日

¹⁶ 東京証券取引所ホームページ、IFRS適用済・適用決定会社一覧、2020年12月18日取得

平均を若干上回った。M&Aに積極的でのれんの償却を回避したい企業はIFRSを採用するインセンティブ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もある。そうであったとしても、今回の統計ではM&Aが大きな成功に結びついていないことも示唆しているのだろうか。

最後に英文開示と付加価値額の関係を検証した。東京証券取引所は2019年より上場会社に対して「英文開示実施状況調査」を行っている。2020年調査¹⁷によると英文開示実施率は市場一部上場企業で72.4%（前年末時点55.6%）に達している。この調査報告では企業毎に、決算短信、適時開示、株主総会招集通知、計算書類、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、IR資料について「英文で開示しているか否か、どこに開示しているか、いつ開示しているか」を一覧表にして情報公開している。本稿ではこれを点数化して、高得点企業からAAA、AA、Aとクラス分けした¹⁸。AAA企業は202社あり、そのうち価値付加企業が129社で割合としては64%であった。AAA企業の平均PBRは1.60倍であった。価値付加企業割合でもPBRでも全社平均を辛うじて上回っただけであった。AA企業のPBRは1.68倍とやや高めであったが、A企業は1.36倍と市場平均をかなり下回っている。なお、図表にはないが、英文開示を一切していない412社のPBRは2.12倍となっていて、最も高い水準にあった。これは単に英文開示をしているか否かだけではない何か別の要因の存在を暗示しているのだろうか。

本節の統計からはIR・開示に積極的であることが必ずしも付加価値額・比率の大きさに結びつくものとなっていないように見える（唯一の例外は運用会社が最高位に評価する統合報告書の発行企業）。しかし、このように単純にIR・開示のレベルでクラス分けした結果だけを見て、そのように結論づけることはできない。PBRの水準は前述の通り、エクイティスプレッドと成長率スプレッドによって異なってくる。クラス別にこれらのスプレッドの平均的な水準が異なっている可能性が高く、これらのスプレッドによる影響を除去した後でPBRを比較しなければ公正な比較とは言えない。このような調整の後でも有意な違いがないのかを確認する必要がある。そのような分析は本稿の範囲を超えるので、別途の機会としたい。

¹⁷ 東京証券取引所、「英文開示実施状況調査結果（2020年度）の公表について」、2021年1月27日

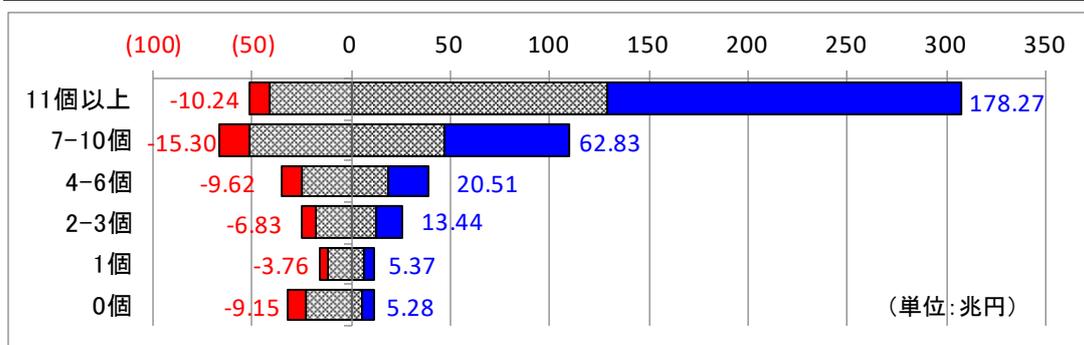
¹⁸ 対象資料は7つある。このうち英文化されている場合は計算書類と有価証券報告書を各2点とし、他の資料は各1点として9点満点で合計した。合計点が7点以上の企業をAAA、4~6点の企業をAA、1~3点の企業をAにクラス分けした。これらの対象資料をすべて英文化していない企業は412社あった

7. 建設的な対話クラス別統計

1) リサーチ深度クラス別統計

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。業績予想数は主としてセルサイドアナリストの人数を表すものと考えられ、建設的な対話の活発度の代理変数とみなせよう。なお、ここでも金融4業種と日本郵政は除いている。

業績予想数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
11個以上	126	23	41,423	-10,242	103	128,572	178,270	168,028	1.99
7-10個	160	51	50,860	-15,301	109	46,974	62,834	47,533	1.49
4-6個	197	68	25,516	-9,621	129	18,206	20,514	10,893	1.25
2-3個	322	102	18,120	-6,829	220	12,074	13,438	6,610	1.22
1個	379	170	12,202	-3,762	209	6,105	5,373	1,610	1.09
0個	847	513	22,681	-9,153	334	5,749	5,283	-3,869	0.86
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



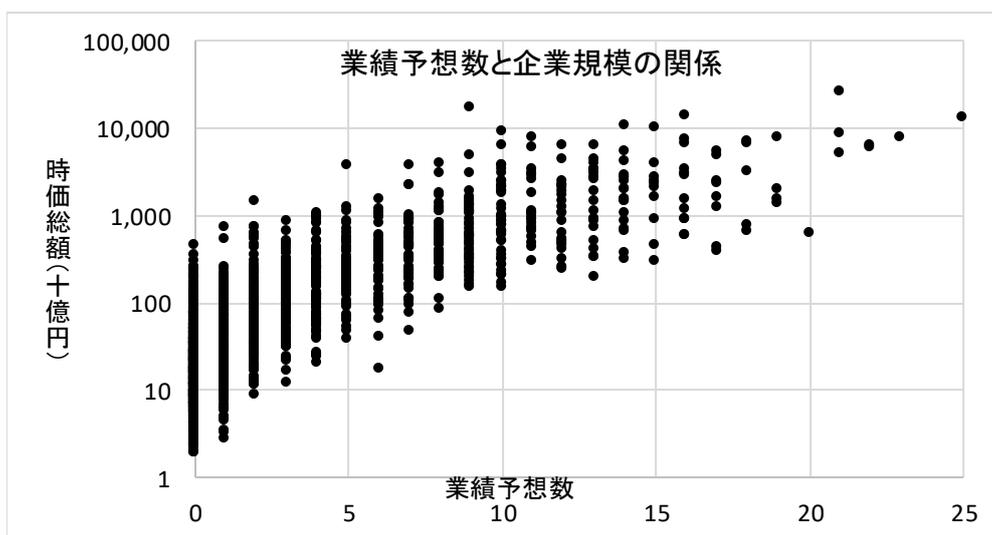
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

リサーチ深度クラス別統計の特徴は以下のとおりである。

- 業績予想数が多い企業ほど PBR が高く、業績予想数が減るにつれて例外なく PBR が低下している。
- 業績予想数が 11 個以上ある企業は 126 社に過ぎないが、投下資金（純資産額）170.0 兆円（41.4+128.6 兆円）に対して 168.0 兆円の付加価値を創造している。これらの企業群は、東証一部（除く金融・日本郵政）の中で、時価総額では 619.3 兆円のうち 54.6%を占め、投下資金では 388.5 兆円のうち 43.8%を占め、付加価値額では 230.8 兆円のうち 72.8%を占めている。PBR は 1.99 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る。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。
- 業績予想数が 7-10 個の企業も価値付加企業数が価値毀損企業数よりも約 2 倍あり、PBR は 1.49 倍の水準である。業績予想数 11 個以上の企業と合わせた 286 社で、東証一部（除く金融・日本郵政）の付加価値額 230.8 兆円の 93.4%を占める。筆者は 1

年前の論文¹⁹で、新 TOPIX の構成企業数は 350±100 社程度でよいと主張したが、この付加価値額の占有率を見て、その考えを強くしている。

- 業績予想数ゼロの企業は価値付加企業数より価値毀損企業数の方が多く、付加価値額が負となって PBR は 1 倍を割っている。前述の統計と合わせると、時価総額が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は明らかである。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だろう。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る。
- なお、証券会社のブローカービジネスでは売買の頻度と規模が収益を決めるので、アナリストに執筆させる分析レポートの対象企業は必然的に時価総額規模が大きい企業になるはずである。このため業績予想数と時価総額の間には明確な関係があるはずだ。その点を確認したのが次の図表である。業績予想数が 10 個までは時価総額は右上がりであるが、10 個を超えると関係性が弱まるようだ。なお、この 2 変数の相関係数は 0.803 であった。



(注) 東証一部上場全社(金融4業種と日本郵政も含む)

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年12月30日現在

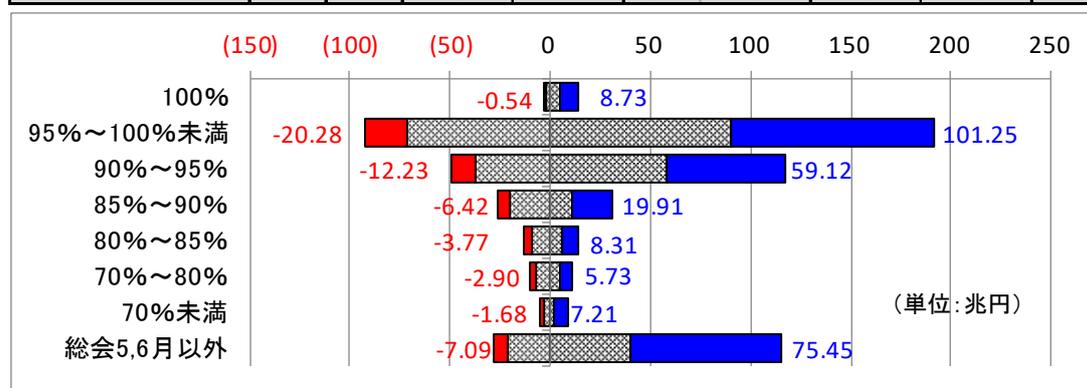
2) 株主総会賛成比率クラス別統計

本図表では株主総会での機関投資家賛成比率によりクラス分けを行った。対象は2020年5月ないし6月に株主総会を行った東証一部企業1,430社(金融と日本郵政は除く)で、使用したデータベースは一橋大学大学院経営管理研究科の円谷昭一研究室が編纂したものである(以下、「円谷2020ファイル」²⁰)。賛成比率は、円谷2020ファイルで議案ごとに機関投資家の賛成数および反対数を集計し、さらに当該企業の全議案について合計した上で賛成数の比率を計算した。株主提案での反対は賛成数に、賛成は反対数に計上している。

¹⁹ 明田雅昭, "新 TOPIX のあるべき構成企業数~"市場の声"の検証と要望", 日本証券経済研究所ホームページ掲載、トピックスレポート、2021年1月9日 (https://www.isri.or.jp/publish/topics/pdf/2001_01.pdf)

²⁰ 同研究室のホームページ (<http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/special02/index.html>) に掲載されている

賛成比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
100%	56	21	1,781	-542	35	4,947	8,731	8,189	2.22
95%～100%未満	389	172	71,704	-20,282	217	90,059	101,252	80,969	1.50
90%～95%	298	153	36,903	-12,227	145	58,278	59,117	46,889	1.49
85%～90%	212	126	19,921	-6,417	86	11,215	19,912	13,495	1.43
80%～85%	156	91	9,105	-3,771	65	5,887	8,306	4,534	1.30
70%～80%	173	102	7,042	-2,900	71	5,069	5,731	2,831	1.23
70%未満	146	90	3,351	-1,679	56	2,144	7,214	5,535	2.01
総会5,6月小計	1,430	755	149,807	-47,819	675	177,598	210,262	162,443	1.50
総会5,6月以外	601	172	20,995	-7,088	429	40,082	75,451	68,363	2.12
総計除く金融・郵政	2,031	927	170,803	-54,908	1,104	217,681	285,713	230,806	1.59



[出所] 円谷2020ファイルおよびFactSetデータベースより筆者が計算。

2020年12月30日現在、表の金額は10億円

株主総会賛成比率クラス別統計の特徴は以下のとおりである。

- PBRは賛成比率100%の企業群が2.22倍と最も高く、賛成比率が低下していくとPBRも低下していく傾向が見られる。ただし、賛成比率が70%未満になるとPBR水準は反転して2.01倍になっている。
- 賛成比率100%の企業は社数も規模も小さい。価値付加が35社、価値毀損が21社と前者の方が多く、PBRは2.22倍であるが付加価値額は8.2兆円規模しかない。
- 賛成比率95-100%の企業は、価値付加企業の方が価値毀損企業より社数も多く、価値付加額は価値毀損企業の価値毀損額を絶対値で上回っている。その結果、PBRは1.50倍となっている。
- 賛成比率が95%未満のクラスでは、社数で見るとすべて価値毀損企業の方が価値付加企業よりも多くなっている。
- 70%未満クラスは146社あるが、純資産額や付加価値額の水準を見れば明らかに小型株である。小型株の中には価値創造はしているのに機関投資家から株主総会で反対議決を受けている企業が少なからずあるということだろうか。
- 株主総会が5月・6月である企業1,430社で見るとPBRは1.50倍で全体平均を下回る。一方、株主総会が5・6月以外の企業601社のPBRは2.12倍となっていて水準が異なる。これは、5・6月総会企業は伝統的な企業が多く、挑戦的あるいは革新的な性格にやや欠け

るということを意味しているのだろうか。機関投資家による株主総会日の分散要請にも積極的な対応をしようとしないう傾向とも多少関係があるかもしれない。

8. 民営化企業と経団連役員企業

個別企業の付加価値額ランキング低位企業をみると、民営化された企業の付加価値状況が気になる人もいるだろう。また、経団連の会長・副会長輩出企業のパフォーマンスも気になるのではないか。次の図表はこの2点について確認したものである。

業種	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
民営化企業	11	7	24,826	-12,736	4	18,565	4,056	-8,681	0.80
経団連役員企業	18	13	61,959	-31,286	5	41,940	4,362	-26,924	0.74

(単位:兆円)

業種	純資産	価値毀損額	価値付加額	付加価値額
民営化企業	24.82	-12.74	4.06	4.06
経団連役員企業	61.96	-31.29	4.36	4.36

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、表の金額は10億円

民営化企業については1982年以降に民営化され、現在上場している11社について集計した。付加価値額が明確にプラスだったのはKDDI(価値付加額2.43兆円、PBR1.52倍)と日本たばこ産業(1.46兆円、1.53倍)の2社、わずかにプラスだったのがJR西日本と日本電信電話の2社である。他の7社(かんぽ、ゆうちょ、JR東日本、JR東海、JR九州、日本航空、電源開発)では価値毀損状態であった。11社合計では投下資金43.39兆円(24.83+18.57兆円)に対して価値毀損額8.68兆円で、PBRは0.80倍であった。コロナ禍で交通需要が激減したため仕方ない要素もあったかもしれない。

経団連は伝統的な重厚長大企業を代表しているというイメージがある。ここでは経団連銘柄として、経団連ホームページにある役員名簿²¹で会長・副会長を輩出している上場企業18社を対象にした。名簿には19社あるが1社(東京海上日動火災)は非上場なので対象に入れることはできない。この18社への投下資金は103.9兆円で東証一部全体への投下資金の20.2%を占める。正に超大企業の集団と言えよう。付加価値額が正であったのは5社である。そのうち4社の価値付加額は1兆円前後であった(トヨタ自動車が1.44兆円、日立製作所が1.02兆円、小松製作所が0.91兆円、三菱電機が0.89兆円)。18社のうち13社が価値毀損状態であるが、13社の中には3メガバンクグループも含まれている。13社への投下資金61.96兆円のうち31.29兆円分が毀損されていた。18社全体のPBRは0.74倍であったが、価値毀損企業13社のPBRは0.49倍であった。

²¹ 2021年1月27日に確認したところ、2020年7月1日現在の名簿として記載されていた

II. 日本企業の付加価値向上統計（フロー統計）

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	9984	ソフトバンクグループ	6,901	69%	297	4.1%	6,604	91%
2	6861	キーエンス	4,745	51%	109	6.4%	4,636	270%
3	2413	エムスリー	4,370	195%	15	9.2%	4,356	2713%
4	4519	中外製薬	3,598	64%	72	8.3%	3,526	404%
5	6594	日本電産	3,266	73%	-25	-2.5%	3,291	326%
6	9983	ファーストリテイリング	2,914	42%	-34	-3.3%	2,947	287%
7	6758	ソニー	3,551	38%	751	17.1%	2,800	64%
8	7974	任天堂	2,878	50%	189	11.4%	2,689	162%
9	4568	第一三共	2,394	47%	3	0.2%	2,392	164%
10	4063	信越化学工業	2,492	50%	155	6.0%	2,337	91%
11	6367	ダイキン工業	2,190	48%	18	1.2%	2,171	145%
12	8035	東京エレクトロン	2,084	53%	80	9.6%	2,004	242%
13	4612	日本ペイントホールディングス	1,852	101%	-16	-2.9%	1,868	333%
14	6981	村田製作所	1,740	38%	90	5.1%	1,649	93%
15	3659	ネクソン	1,513	116%	66	10.4%	1,447	229%
16	7741	HOYA	1,410	36%	29	4.5%	1,381	212%
17	6902	デンソー	920	24%	-338	-8.9%	1,259	33%
18	7201	日産自動車	-321	-12%	-1,520	-27.9%	1,199	22%
19	8267	イオン	985	50%	-74	-6.8%	1,059	98%
20	6869	シスメックス	1,038	67%	11	4.2%	1,027	374%
2151	7182	ゆうちょ銀行	-913	-19%	-484	-3.5%	-430	-3%
2152	8801	三井不動産	-533	-20%	-53	-2.2%	-480	-20%
2153	4507	塩野義製薬	-388	-18%	128	18.0%	-516	-72%
2154	4452	花王	-509	-12%	10	1.2%	-519	-60%
2155	7270	SUBARU	-501	-24%	21	1.2%	-522	-31%
2156	4503	アステラス製薬	-564	-16%	-1	-0.1%	-563	-42%
2157	6178	日本郵政	-1,004	-22%	-440	-2.9%	-564	-4%
2158	1605	国際石油開発帝石	-849	-51%	-282	-9.3%	-567	-19%
2159	9021	西日本旅客鉄道	-773	-43%	-183	-15.9%	-590	-51%
2160	8802	三菱地所	-601	-21%	48	2.7%	-649	-37%
2161	4502	武田薬品工業	-909	-13%	-225	-4.6%	-684	-14%
2162	9020	東日本旅客鉄道	-1,124	-30%	-383	-11.8%	-740	-23%
2163	9433	KDDI	-597	-8%	219	5.0%	-816	-18%
2164	9432	日本電信電話	-435	-4%	397	4.0%	-832	-8%
2165	8411	みずほフィナンシャルグループ	-953	-22%	-40	-0.4%	-914	-10%
2166	9434	ソフトバンク	-797	-11%	156	16.0%	-953	-98%
2167	7751	キヤノン	-1,345	-34%	-187	-5.5%	-1,158	-34%
2168	8316	三井住友フィナンシャルグループ	-1,164	-21%	174	1.6%	-1,338	-12%
2169	9022	東海旅客鉄道	-1,526	-34%	-137	-3.4%	-1,389	-34%
2170	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	-1,913	-24%	-324	-1.8%	-1,588	-9%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、金額は10億円

個別企業ランキングの特徴は以下のとおりである。

- 付加価値増加額の1位はソフトバンクグループの6.6兆円、2位はキーエンスの4.6兆円、3位はエムスリーの4.4兆円であった。これらの3社の純資産額は一株の増加率であったが、(純資産額と対比した)付加価値増加の比率は著しく大きく、時価総額も50%以上の拡大となった。これら3社は付加価値水準のランキングでも各々2位、1位、8位と上位であった。
- 上位20社を業種別に分類してみると電気機器が6社(キーエンス、日本電産、ソニー、東京エレクトロン、村田製作所、シスメックス)と最も多く、他の業種はすべて2社以下であった。
- 上位20社の中でデンソーと日産自動車で純資産額の顕著な減少が見られるが、これは利益剰余金の減少が主たる原因である。
- 日産自動車は時価総額が減少しているが、それ以上に純資産額が減少しており、付加価値額の上昇によって時価総額の減少を軽微なものにしている。
- 付加価値額が最も減少したのは三菱UFJフィナンシャル・グループの1.6兆円であった。価値毀損の上位5社(付加価値水準の下位5社)に位置していた3メガバンクと日本郵政およびゆうちょ銀行はすべて付加価値減少の上位20社に入っていた。
- 付加価値額を減少させた上位20社はすべて時価総額が減少している。
- 付加価値額を減少させた上位20社を業種別に分類すると、銀行業が4社、陸運業が3社、情報・通信業が3社、医薬品が3社であった。
- コロナ禍で旅客が激減したJR3社も付加価値額減少の上位20社に入り、東海旅客鉄道は1.39兆円、東日本旅客鉄道は7,400億円、西日本旅客鉄道5,900億円の付加価値額減少であった。日本航空とANAホールディングスはこの図表にはないが、両社とも2,300億円の付加価値額減少であった。
- ソフトバンク、日本電信電話、KDDIの情報・通信業3社はいずれも付加価値額を大きく減少させたが2020年末時点では付加価値水準は正である。
- 医薬品業では明暗が分かれ、中外製薬、第一三共が付加価値増加額の上位20社に入った一方で、塩野義製薬、アステラス製薬、武田薬品工業は下位20社に入っている。

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。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が有益であろう。

2. 東証 33 業種別統計

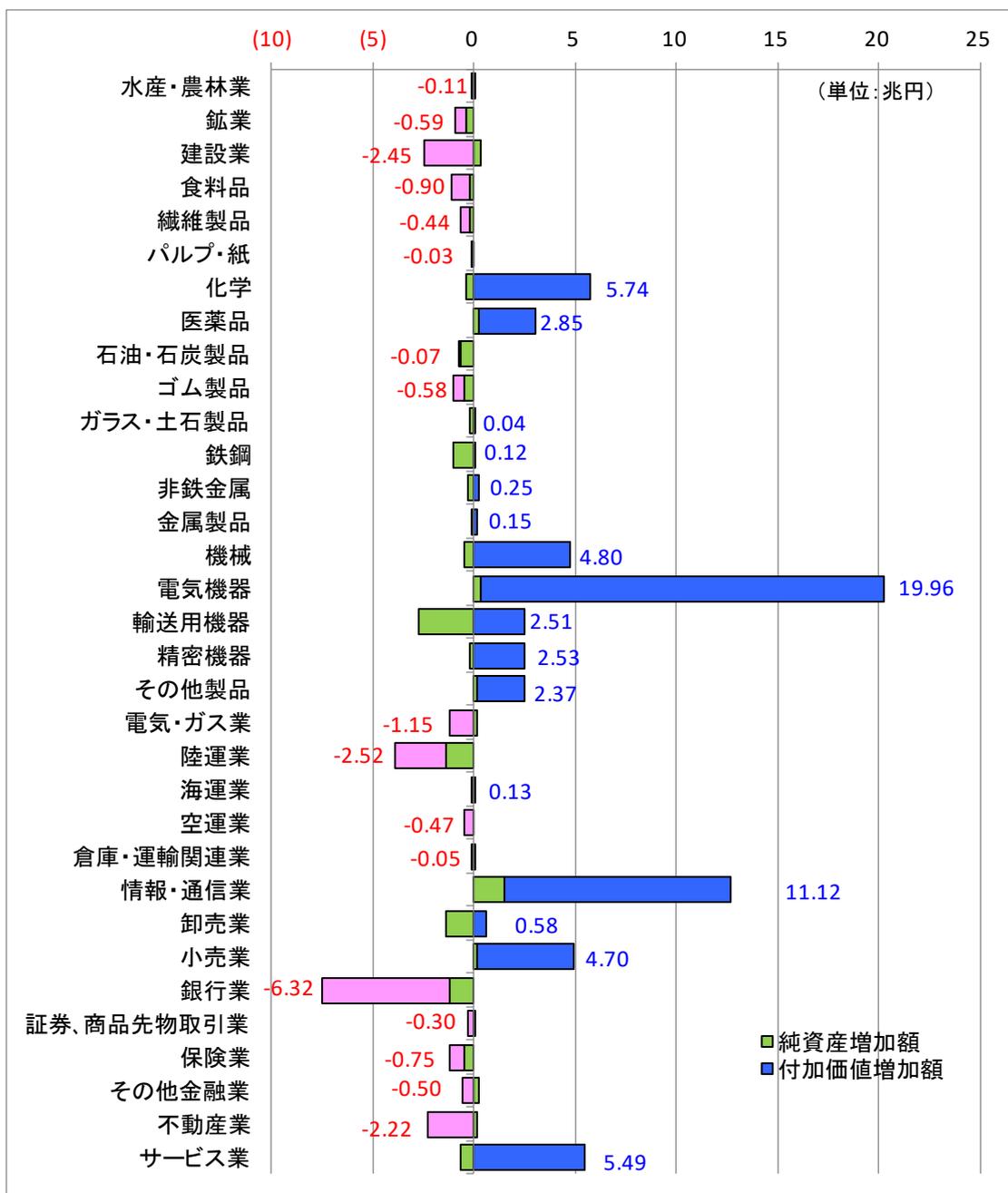
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けを行った。総計として、金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）と日本郵政を除いたものも計算している。

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	-99	-15%	13	2.5%	-112	-22%
鉱業	6	-915	-47%	-327	-8.8%	-587	-16%
建設業	100	-2,110	-13%	341	2.3%	-2,451	-16%
食料品	83	-1,052	-4%	-157	-1.0%	-895	-6%
繊維製品	40	-657	-18%	-216	-5.9%	-441	-12%
パルプ・紙	12	-39	-2%	-7	-0.3%	-32	-1%
化学	146	5,378	12%	-357	-1.3%	5,735	21%
医薬品	38	3,086	8%	239	1.4%	2,847	17%
石油・石炭製品	9	-718	-25%	-646	-14.4%	-72	-2%
ゴム製品	11	-1,008	-23%	-430	-10.4%	-578	-14%
ガラス・土石製品	33	-142	-3%	-183	-3.6%	41	1%
鉄鋼	31	-849	-17%	-967	-10.8%	118	1%
非鉄金属	24	-65	-1%	-319	-6.1%	254	5%
金属製品	42	92	2%	-54	-1.3%	146	3%
機械	141	4,343	14%	-458	-2.3%	4,801	24%
電気機器	157	20,302	24%	339	0.8%	19,964	45%
輸送用機器	59	-167	0%	-2,675	-4.5%	2,508	4%
精密機器	33	2,383	17%	-150	-3.6%	2,534	60%
その他製品	52	2,526	19%	161	2.1%	2,365	31%
電気・ガス業	22	-994	-11%	156	1.2%	-1,150	-9%
陸運業	43	-3,882	-15%	-1,360	-7.3%	-2,522	-14%
海運業	8	89	9%	-42	-3.1%	130	10%
空運業	3	-491	-20%	-22	-0.9%	-469	-19%
倉庫・運輸関連業	24	-42	-3%	9	0.5%	-50	-3%
情報・通信業	231	12,662	19%	1,545	4.4%	11,117	31%
卸売業	180	-817	-3%	-1,400	-4.6%	583	2%
小売業	198	4,915	13%	219	1.2%	4,696	25%
銀行業	81	-7,462	-22%	-1,147	-1.4%	-6,315	-8%
証券・商品先物取引業	23	-194	-4%	104	1.7%	-297	-5%
保険業	8	-1,219	-10%	-473	-2.7%	-747	-4%
その他金融業	26	-275	-3%	225	2.7%	-500	-6%
不動産業	70	-2,010	-14%	207	1.8%	-2,218	-20%
サービス業	229	4,845	12%	-649	-2.5%	5,495	21%
総計	2170	35,417	5.6%	-8,480	-1.6%	43,897	8.4%
総計除く金融・郵政	2031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、金額は10億円

総計で見ると、純資産額を 8.5 兆円減らしたものの、付加価値額を 43.9 兆円増やした結果、時価総額は 35.4 兆円の増加となった。

次の図では純資産(投下資金)の増加額は薄緑に、付加価値増加額は薄青に着色している。ただし、付加価値増加額がマイナスの場合は薄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。2019年末から2020年末の増加額

業種別の付加価値額増加の特徴は以下のとおりである。

- ▶ 付加価値増加額が最大だったのは電気機器の20.0兆円であった。電気機器は前年の20.6兆円増に続いて2年連続の増加額トップである。2位の情報・通信業も前年の13.6兆円増加に続き、今回も付加価値額を11.1兆円増加させた。

- 電気機器と情報・通信業は投下資金の追加（純資産の増加）が0.3兆円と1.5兆円に過ぎないのに大幅な付加価値増加を達成した。これは前年と同じである。
- 付加価値額を5兆円規模で増加させた業種は、化学の5.7兆円増、機械の4.8兆円増、小売業の4.7兆円増、サービス業の5.5兆円増であった。なお、サービス業には日本郵政が含まれており、これを除くと付加価値増加額は6.1兆円になる。
- これら4業種でも、投下資金を大きく増やすことなく大幅な付加価値増加を達成している。
- 陸運業は時価総額が3.9兆円減少したが、これは投下資金の1.4兆円減少と付加価値額の2.5兆円減少の結果である。
- 輸送用機器は2.7兆円の投下資金減となったが、付加価値が2.5兆円しか増えなかったため、時価総額は0.2兆円の微減となった。
- 銀行業は1.1兆円の投下資金減を行ったが、6.3兆円分の付加価値を失い、時価総額が7.5兆円減少した。
- 投下資金が増加したにもかかわらず、その金額を上回る付加価値を失って時価総額が減少した業種は、水産・農林業、建設業、電気・ガス業、倉庫・運輸関連業、証券・商品先物取引業、その他金融業、不動産業である。

3. 特徴的な分類に基づく統計

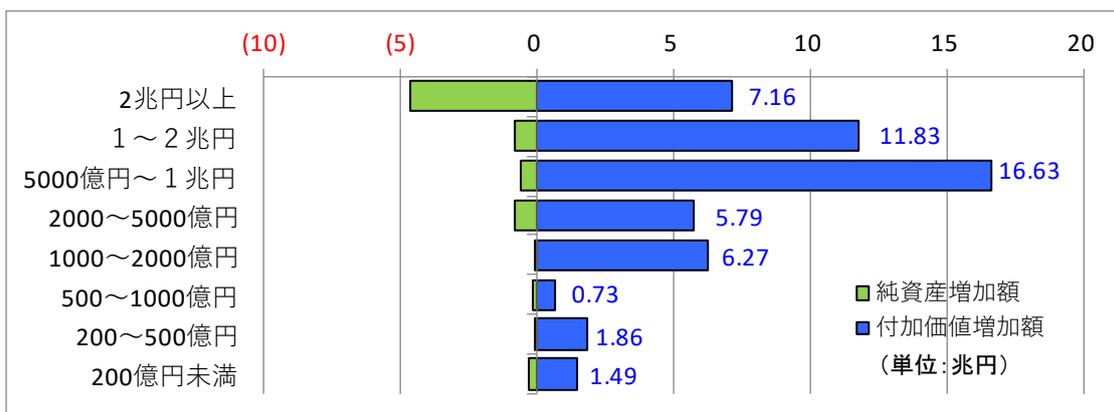
1) 企業規模クラス別統計

本図表では純資産額（投下資金）でクラス分けして付加価値の増減状況を確認した。

純資産額	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
2兆円以上	32	2,558	2%	-4,599	-3.0%	7,158	5%
1～2兆円	45	11,077	10%	-751	-1.2%	11,828	19%
5000億円～1兆円	77	16,042	16%	-585	-1.1%	16,627	30%
2000～5000億円	196	4,996	5%	-795	-1.3%	5,791	9%
1000～2000億円	205	6,241	15%	-31	-0.1%	6,272	22%
500～1000億円	332	599	2%	-129	-0.5%	728	3%
200～500億円	496	1,816	7%	-47	-0.3%	1,863	11%
200億円未満	649	1,237	8%	-251	-4.0%	1,488	24%
総計除く金融・郵政	2031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、金額は10億円

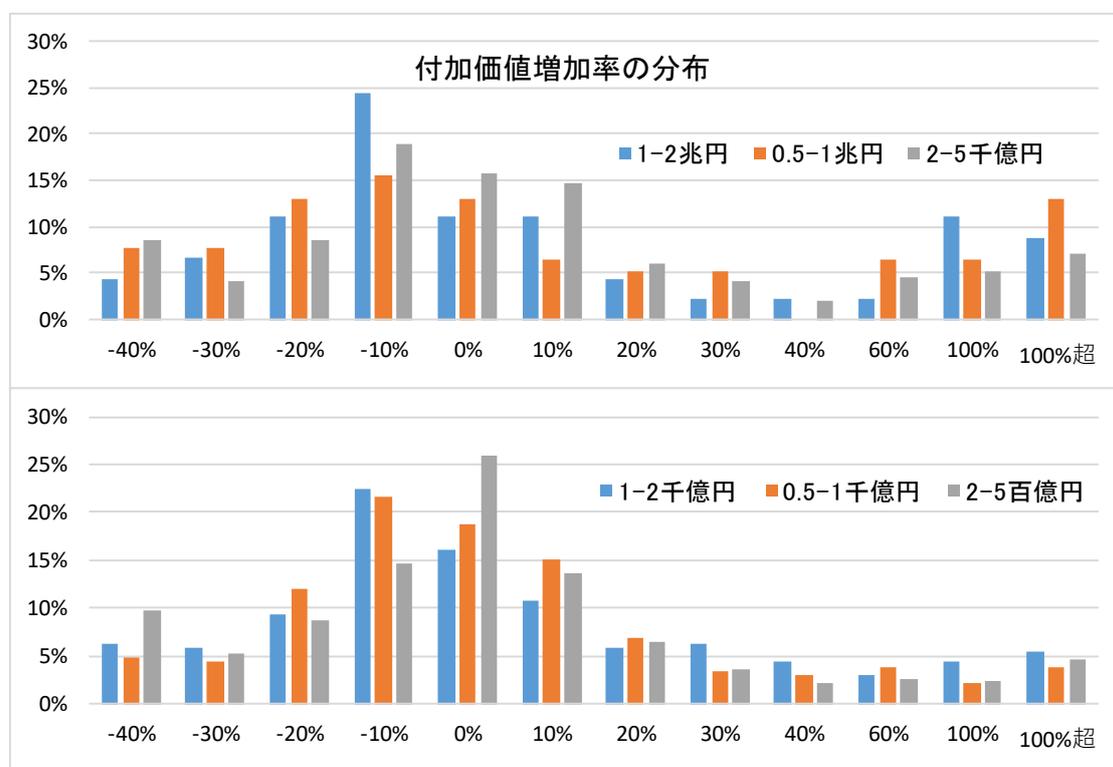
クラス分けの閾値は付加価値水準統計と同じものになっている。どのクラスでも純資産額は減少しており付加価値額は増加している。一瞥すると規模によって大きな差異の傾向があるようには見えない。ただし、各クラスの純資産額合計と対比させた上でないと純資産額増加額と付加価値増加額をクラス間で比較することは不正確である。増加率なら、各クラスに所属する企業の前期末純資産額合計に対する数値なのでクラス間の比較が可能であ



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額

ろう。この増加率で判断すると、最大規模の「2兆円以上」クラスでは純資産額の減少率が大きく、付加価値の増加率が低い水準であることが分かる。また、「200億円未満」クラスでは投下資金の減少率が大きいにもかかわらず付加価値の増加率が大きいという特徴がある。他の6つのクラスでは大きな差異はない可能性が高い。そこで6つのクラスについて、下図のように付加価値額の増加率の分布図を作成してみた。下の図で0.5～1千億円クラスは他のクラスと比べて分布が若干左寄りであるが、これは顕著な差であろうか。

これらの図表からは、この1年間の付加価値増加率と企業規模の間には明白な関係があったとはいえないように思われる。

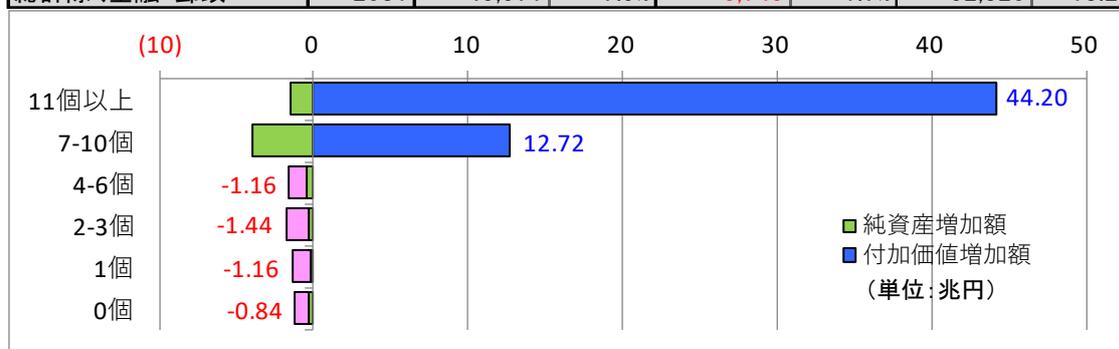


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額

2) リサーチ深度クラス別統計

本図表では、業績予想数の多寡、すなわちアナリストによる企業分析の量によって付加価値増加に差異があったかを確認した。この図表でのクラス分けは2020年末時点における各企業への業績予想数で行っている。

2020年末の業績予想数	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
11個以上	126	42,675	14.4%	-1,520	-0.9%	44,196	25.8%
7-10個	160	8,747	6.4%	-3,977	-3.9%	12,724	12.5%
4-6個	197	-1,666	-3.0%	-505	-1.1%	-1,161	-2.6%
2-3個	322	-1,701	-4.4%	-266	-0.9%	-1,435	-4.7%
1個	379	-1,316	-6.2%	-153	-0.8%	-1,163	-6.3%
0個	847	-1,169	-4.5%	-327	-1.1%	-841	-2.9%
総計除く金融・郵政	2031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、表の金額は10億円

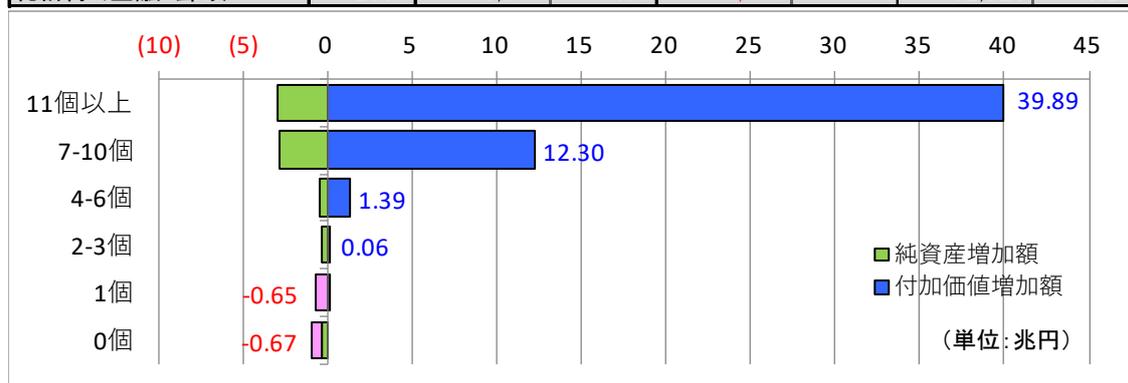
業績予想数が多い二つのクラスで時価総額が増加しており、その原動力が付加価値の増加であった。業績予想数が6個以下のクラスでは付加価値も時価総額も減少している。2020年末時点でアナリストによる企業分析が多く行われている企業の過去1年間の付加価値増加率が大きかったのだが、①企業分析が豊富に行われ、それを汲み取った経営が行われているので付加価値が増加したのか、②株価が高まったために企業分析が多く行われるようになったのかは分からない。参考までに、2019年末から2020年末にかけて業績予想数がどのように変化したのかを現す遷移表を作成してみた。

		2020年末の予想数						合計
		11個以上	7-10個	4-6個	2-3個	1個	0個	
2019年末の予想数	11個以上	97	19	0	0	0	0	116
	7-10個	28	106	31	0	0	0	165
	4-6個	1	33	115	48	7	1	205
	2-3個	0	1	46	200	72	20	339
	1個	0	1	4	61	236	80	382
	0個	0	0	1	13	64	746	824
	合計	126	160	197	322	379	847	2031

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

例えば、2019年末に予想数11個以上の企業は116社あり、そのうち97社は2020年末でも同じクラスに留まり、19社が予想数7-10個のクラスに下がった。一方、2019年末に予想数7-10個のクラスから2020年末に予想数11個以上のクラスに上がった企業が28社あったことが分かる。予想数7個以上で考えると、2019年末から2020年末への変化で6個以下のクラスに下がった企業が31社、6個以下のクラスから7個以上のクラスに上がったのは36社であった。このクラス間移動をどう見るかであるが、筆者は株価の上昇下落に伴うものというより、分析対象としての企業の重要性による「たまたまのブレ」に近いのではないかと思う。次の図表はクラス分けを2019年末の業績予想数で行い、2020年末までの1年間の付加価値増加状況を観察したものである。

2019年末の業績予想数	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
11個以上	116	36,995	13.1%	-2,897	-1.7%	39,892	23.5%
7-10個	165	9,521	6.5%	-2,780	-2.5%	12,301	11.2%
4-6個	205	950	1.7%	-444	-1.1%	1,394	3.5%
2-3個	339	-319	-0.7%	-377	-1.2%	58	0.2%
1個	382	-625	-3.1%	26	0.2%	-651	-3.8%
0個	824	-951	-3.8%	-277	-1.0%	-674	-2.5%
総計除く金融・郵政	2031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%



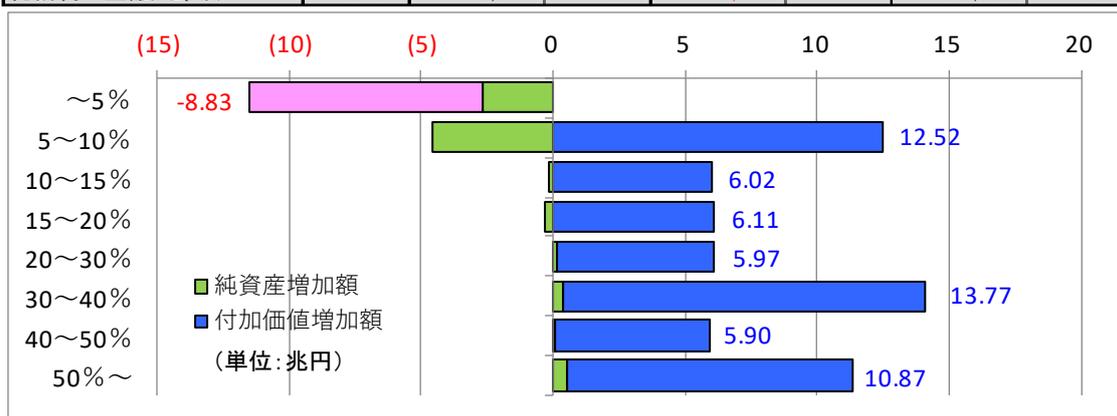
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、表の金額は10億円

業績予想7個以上の企業の付加価値増加率は若干低下したが、それでも業績予想数が多いほど付加価値増加率が高い傾向は変わっていない。このため、「業績予想数が多い＝市場からの監視が厳しい」企業が、そうでない企業よりも良好な付加価値増加を達成したものと考えたい。

3) 現金・短期資産比率クラス別統計

現金・短期資産比率（以下、現金比率）が高いほど、資産の有効活用が出来ていない非効率企業というイメージがあるが、I章の4節では現金比率が高いほど付加価値水準は高いという意外な結果が得られていた（これは前回版の2019年でも同じ結果）。本図表では現金比率と付加価値増加の関係を確認した。

現金・短期資産比率	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
～5%	136	-11,505	-15%	-2,672	-3.8%	-8,834	-12%
5～10%	321	7,906	7%	-4,614	-4.7%	12,520	13%
10～15%	327	5,839	5%	-180	-0.2%	6,019	6%
15～20%	293	5,775	10%	-334	-0.9%	6,110	17%
20～30%	426	6,082	7%	117	0.3%	5,965	13%
30～40%	216	14,127	24%	357	1.3%	13,770	52%
40～50%	144	5,964	23%	66	0.8%	5,897	70%
50%～	168	11,383	41%	511	6.5%	10,872	138%
総計除く金融・郵政	2031	45,571	7.9%	-6,749	-1.7%	52,320	13.2%

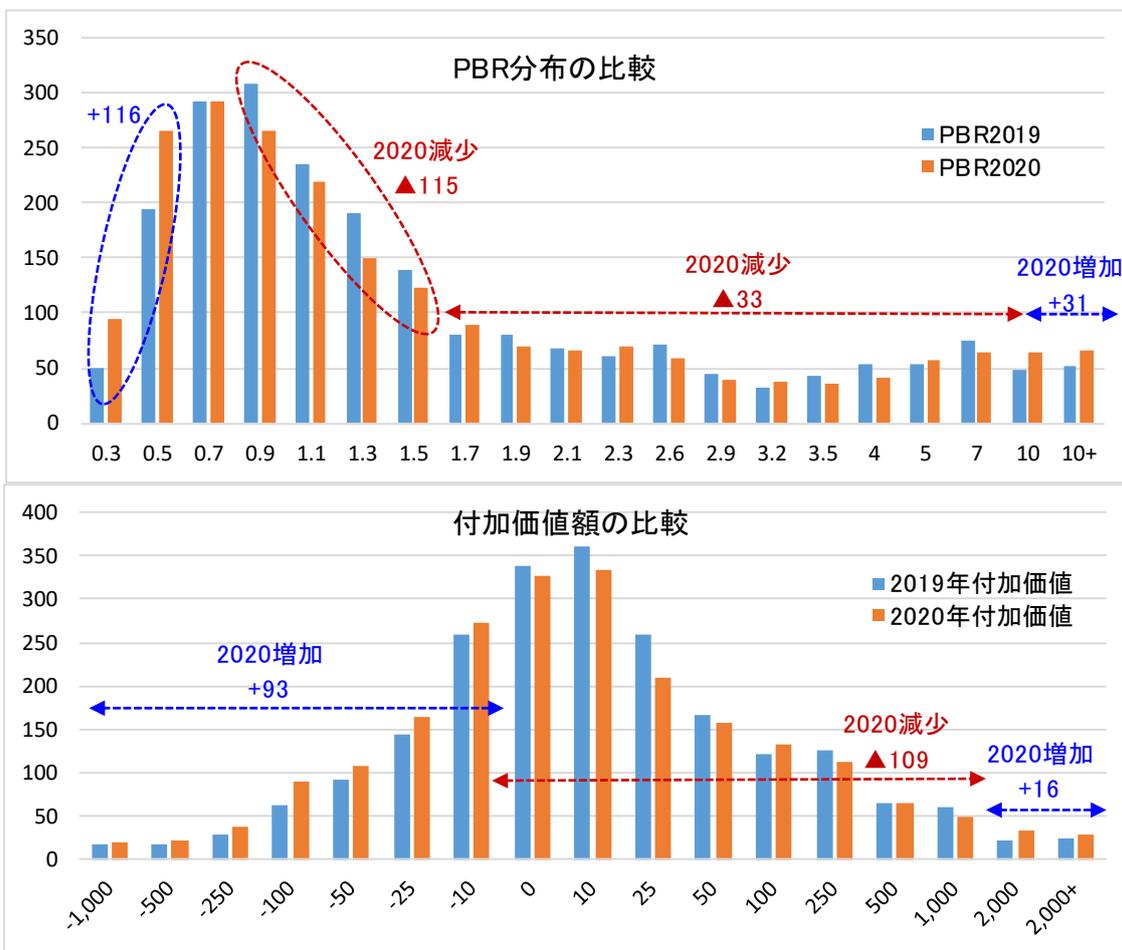


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2019年末から2020年末の増加額、表の金額は10億円

現金比率が5%以下の企業だけが付加価値増加額がマイナスであった。付加価値額の増加率は、現金比率が高まるにつれて高くなっている。なぜこのようなことが起こるのか。付加価値水準はともかく付加価値増加については、コロナ禍で現金比率が高いほど耐性があったことは確かなので、2020年だけの特殊な現象なのだろうか。日本企業の価値創造構造を理解する上で解明すべき重要な一つのテーマかもしれない。

4. 軽微だったPBRと付加価値額の二極分化

2020年の株式市場はコロナ禍で3月に大暴落があり、その後、急激な回復を経験した。次の図では2020年末と2019年末でPBRおよび付加価値額の分布を比較した。対象は2020年末時点の東証一部上場企業で2019年末にもデータが存在していた2,170社である。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。東証一部の2,170社、付加価値額の単位は10億円

棒グラフを一見しただけでは分かりづらいが二極化した状況が確認出来る。

PBRでは、0.5倍以下の企業が116社増加した。10倍より大きい企業は99社から130社へと31社増加している。一方、中間帯である0.7～10倍の企業は148社減少した（0.5～0.7倍の企業は1社増加）。特に0.7～1.5倍の企業は115社減少となっている。

付加価値額では▲100億円以下の企業（100億円を超える価値毀損企業）が93社増加した。1兆円より大きな価値創造企業は47社から63社へと16社増加している。中間帯である▲100億円から1兆円間の企業は109社減少した。

このような二極化現象はコロナ禍で「新しい日常」など経済活動の変化に適合できた企業とそうでない企業で付加価値創造額に差がでた可能性を示唆している。一方で、この差は巷間のイメージほど大きくないと感じる人もいるのではないだろうか。

5. 企業の付加価値状況遷移

本節では、東証一部上場企業の付加価値状況が1年間でどのように変わったのかを調べた。価値付加額が増加した企業と減少した企業、価値毀損額が増加した企業と減少した企業、価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業、逆に価値付加状態から価値毀損状態に転じた企業が何社あり、その金額がいくらであったかを確認した。次の図表は、2019年末と2020年末における企業の付加価値状況と、その間の遷移状況を要約したものである。

2020 年末の東証一部上場全社

2020年末の状態 年間変化	社数	2019年末			2020年末			年間変化額	
		投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値
東証一部全社	2,170	522.7	114.9	1.22	514.2	158.8	1.31	-8.5	43.9
価値付加企業	1,125	220.9	218.7	1.99	223.7	288.5	2.29	2.8	69.8
価値付加増大	541	130.4	145.9	2.12	133.6	235.9	2.77	3.2	89.9
価値付加減少	524	85.6	73.3	1.86	85.2	51.9	1.61	-0.3	-21.4
価値付加転換	60	4.9	-0.5	0.90	4.9	0.8	1.17	-0.0	1.3
価値毀損企業	1,045	301.8	-103.8	0.66	290.5	-129.8	0.55	-11.3	-25.9
価値毀損転換	142	39.1	5.1	1.13	37.6	-4.8	0.87	-1.4	-10.0
価値毀損減少	258	52.0	-20.3	0.61	47.1	-16.0	0.66	-4.8	4.3
価値毀損増大	645	210.8	-88.7	0.58	205.7	-108.9	0.47	-5.1	-20.3
2019年末の状態	社数	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値
価値付加企業	1,207	255.0	224.3	1.88	256.5	282.9	2.10	1.4	58.6
価値毀損企業	963	267.6	-109.4	0.59	257.7	-124.1	0.52	-9.9	-14.7

[出所] FACTSETデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は兆円

2020年末時点の東証一部上場企業は2,183社であったが、2019年末時点でも分析可能なデータがあったのは2,170社であった。この2,170社を対象にして2019年末と2020年末の付加価値状況およびこの1年間の変化状況の統計を計測した。

2020年末では全社集計の時価総額は673.0兆円で、内訳をみると投下資金が514.2兆円で付加価値額（価値付加額と価値毀損額の合計）は158.8兆円であった。PBRは1.31倍であった。コロナ禍にあったにもかかわらず、2019年末の投下資金522.7兆円、付加価値額114.9兆円、PBR1.22倍から大きく改善した。投下資金が8.5兆円減少しているものの付加価値額が43.9兆円増加した結果、時価総額は35.4兆円の増加となった。

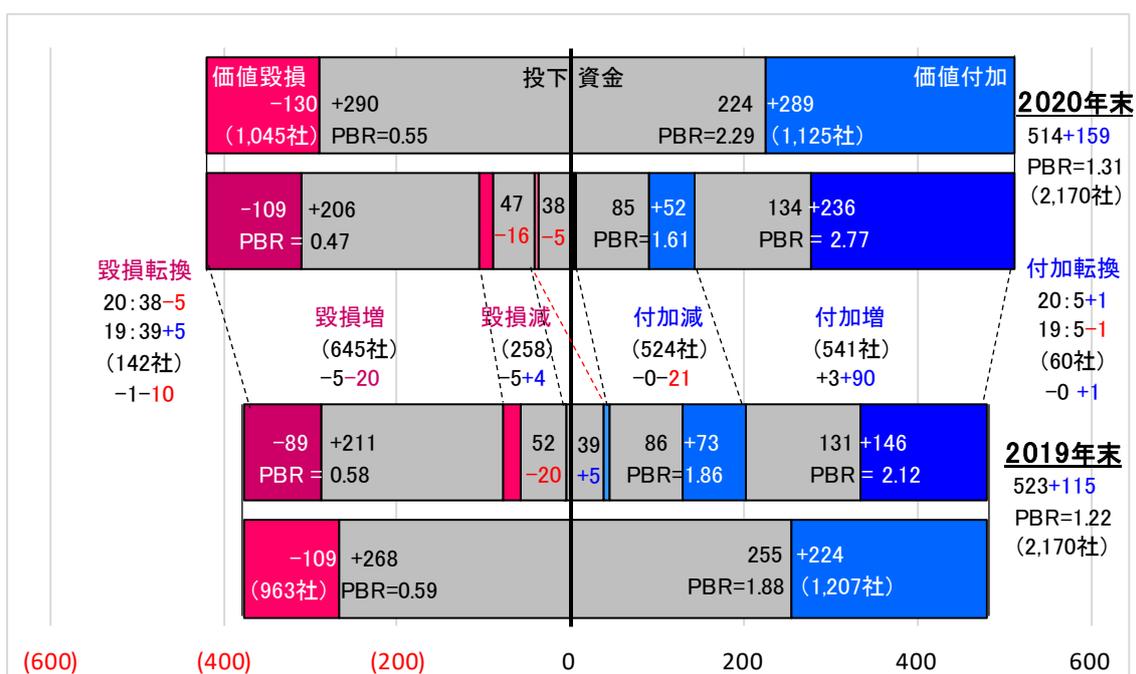
価値付加状態の企業は1,125社で、集計すると投下資金は223.7兆円、価値付加額は288.5兆円でPBRは2.29倍であった。このうち541社は価値付加額を増加させた（増加額89.9兆円）が、524社は価値付加額が減少した（減少額21.4兆円）。2019年末では価値毀損状態であったが価値付加状態に転じた企業は60社あった（付加価値の増加額は1.3兆円）。

価値毀損状態の企業は1,045社で、集計すると投下資金は290.5兆円であるが、そのうち129.8兆円の価値を毀損しPBRは0.55倍となった。価値毀損額を増大したのが645社（増加額20.3兆円）、価値毀損額を減少させたのが258社であった（減少額4.3兆円）。2019年末では価値付加状態であったが価値毀損状態に転じた企業は142社あった（付加価値の減少額10.0兆円）。

なお、2019年末を起点として観察すると、価値付加企業は1,207社で付加価値額が224.3兆円であったが、これらの企業の2020年末における付加価値額は282.9兆円と58.6兆円増加している。PBRは1.88倍から2.10倍に改善した。一方、価値毀損企業は963社で、価値毀損額が109.4兆円から124.1兆円に悪化した。PBRは0.59倍から0.52倍へと悪化した。

次の図は上記の表および文章をグラフ化したものである。横棒の上の二つは2020年末の、下の二つの横棒は2019年末の付加価値状況を現している。上から数えて二番目の横棒は一番目の横棒の要因分解であり、プラスの側でもマイナスの側でも合計額は一致している。同様に、三番目の横棒は四番目の横棒の要因分解になっている。

2020年末の東証一部上場全社

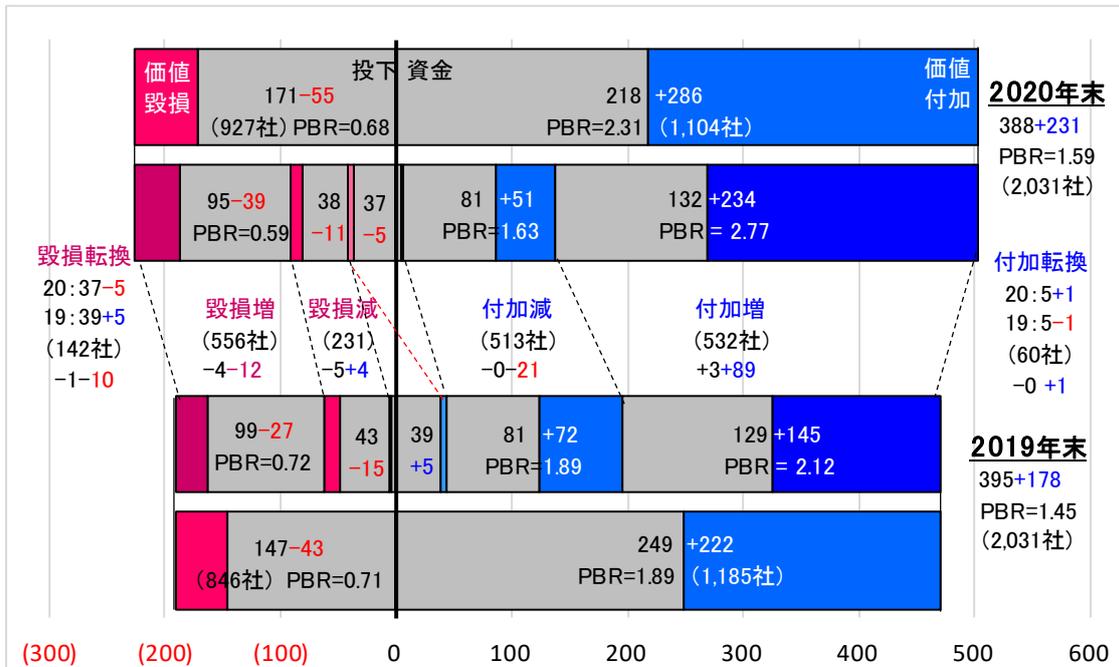


[出所] FACTSETデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は兆円

本稿で、何度も言及してきたように、価値毀損が著しく巨大であるのは、金融と日本郵政であった。次ページでは、これらの企業を除いた2,031社について同様な集計を行った結果を図表にまとめている。参考情報としてご活用いただきたい。

2020 年末の東証一部上場・金融と郵政除く全社

2020年末の状態 年間変化	社数	2019年末			2020年末			年間変化額	
		投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値
金融・郵政除く計	2,031	395.2	178.5	1.45	388.5	230.8	1.59	-6.7	52.3
価値付加企業	1,104	214.7	215.9	2.01	217.7	285.7	2.31	3.0	69.8
価値付加増大	532	129.1	144.8	2.12	132.2	234.0	2.77	3.0	89.2
価値付加減少	513	80.8	71.6	1.89	80.7	50.9	1.63	-0.1	-20.7
価値付加転換	59	4.8	-0.5	0.90	4.8	0.8	1.16	-0.0	1.3
価値毀損企業	927	180.5	-37.4	0.79	170.8	-54.9	0.68	-9.7	-17.5
価値毀損転換	140	38.8	5.1	1.13	37.4	-4.8	0.87	-1.4	-9.9
価値毀損減少	231	42.6	-15.1	0.64	38.0	-11.0	0.71	-4.5	4.1
価値毀損増大	556	99.1	-27.4	0.72	95.4	-39.2	0.59	-3.7	-11.7
2019年末の状態	社数	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値
価値付加企業	1,185	248.7	221.5	1.89	250.3	280.1	2.12	1.5	58.6
価値毀損企業	846	146.5	-43.0	0.71	138.2	-49.3	0.64	-8.3	-6.3



[出所] FACTSETデータベースより筆者が計算。2020年12月30日現在、金額は兆円

以上

Ⅲ. 企業はいかにして付加価値を高められるか（理論編）²²

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）を想定している。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付加分であり、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の水準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。安定成長を仮定した配当割引モデル(DDM：Dividend Discount Model)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。

$$P = \frac{D_1}{r_e - g} = \frac{E_1 - I_1}{r_e - g} = \frac{E_1 - gB_0}{r_e - g} \quad (2)式$$

$$\text{従って、} PBR = \frac{P}{B_0} = \frac{\frac{E_1}{B_0} - g}{r_e - g} = \frac{ROE - g}{r_e - g} = \frac{r_e - g + ROE - r_e}{r_e - g} = 1 + \frac{ROE - r_e}{r_e - g} \quad (3)式$$

(3)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を下回ることを示している。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

²² 本章の最初の1ページ半は前回版とほとんど同じ文章であるが、その後は今回版の独自内容である

いる。 r_e が低下すると、(3)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。これは共に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。(3)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、(3)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、定義が曖昧なように思う。(3)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も理解できよう。

なお、株式価値理論でよく論じられる残余利益モデル(RIM: Residual Income Model)も(3)式から次のように導出され、理論的には配当割引モデルと同等であることが示される。

$$(3)式は \frac{P}{B_0} = 1 + \frac{ROE - r_e}{r_e - g} \quad \text{だから、}$$

$$\text{株式価値} P = B_0 + B_0 \times \frac{ROE - r_e}{r_e - g} = B_0 + \frac{E_1 - r_e \times B_0}{r_e - g} \quad (4)式$$

(4)式の第2項の分子は、純利益 E の要求純利益($r_e \times B_0$)に対する超過分を表しており、これを残余利益(RI_1)と呼ぶ。そして、(4)式は残余利益が、企業が生み出す付加価値に直結していることを意味している。

また、純利益の代わりに税引後営業利益(NOPAT: Net Operating Profit After Tax)を、純資産の代わりに投下資産(IC: Invested Capital, DebtとEquityの合計でもある)を使って超過利潤を定義し、これと企業価値ひいては株式価値を結びつけた理論が経済的付加価値(EVA: Economic Value Added)モデルである。このモデルでは割引率は加重平均資本コスト r_w (WACC: Weighted Average Cost of Capital)を使用して、株式価値は次式の通りとなる。

$$\text{株式価値} P = B_0 + \frac{NOPAT_1 - r_w \times IC_0}{r_w - g} \quad (5)式$$

(5)式の右辺第2項の分子である $NOPAT_1 - r_w \times IC_0$ が経済的付加価値(EVA_1)である。そして、 $NOPAT_1$ を IC_0 で除したものを投下資産利益率ROIC(Return on Invested Capital)と呼ぶ。

(1)式と(3)式と(4)式が等価であることは自明であるが、データ項目および割引率が整合性をもって設定されている限り、(5)式からも同じ株式価値が計算される²³。

²³ 使用する前提データが整合的に設定されている限り、これらの株式価値評価モデルはどのような状況においても等価になることが証明される。明田雅昭、「企業価値評価フレームワーク講義ノート」、CGSA

ここまで、企業が今期から未来永劫安定的に一定の割合で成長するという前提で株式価値の理論を紹介してきた。この前提に納得感がない読者もいるだろう。そこで、今後 N 年間 (N=5 あるいは N=10 のイメージ) の前半は個々の企業特有の利益や配当のパターンが予測され、後半に徐々に収斂傾向が現れて N+1 年以後は安定した成長パターンになるとした場合の株式価値の理論式を紹介する。

配当割引モデルは簡単な式変形により次式のようになる。

$$P = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_N}{(1+r_e)^N} + \frac{D_{N+1}}{(1+r_e)^{N+1}} + \frac{D_{N+1}(1+g)}{(1+r_e)^{N+2}} + \frac{D_{N+1}(1+g)^2}{(1+r_e)^{N+3}} + \dots$$

$$= \omega_1 \left(\frac{D_1}{r_e} \right) + \omega_2 \left(\frac{D_2}{r_e} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{D_N}{r_e} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{D_{N+1}}{r_e - g} \right) \quad (6)式$$

$$\text{ここで、} \omega_t = \frac{r_e}{(1+r_e)^t} \quad (t = 1 \sim N) \quad , \quad \omega_{N+1} = \frac{1}{(1+r_e)^N} \quad \text{である。}$$

$\omega_1 + \omega_2 + \dots + \omega_N + \omega_{N+1} = 1$ になるので、 ω_t は (6) 式の t 番目の括弧内項目の加重ウェイトと見なせる。つまり、株式価値は不規則パターン予測の D_1 や D_2 などについて株式資本コスト r_e で除したものをウェイト ω_1 や ω_2 などで加重平均したものとして見積もることができるのである。

残余利益モデルは (6) 式を変形すれば次のようになる (詳細は巻末の補足を参照)。

$$P = B_0 + \omega_1 \left(\frac{RI_1}{r_e} \right) + \omega_2 \left(\frac{RI_2}{r_e} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{RI_N}{r_e} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{RI_{N+1}}{r_e - g} \right) \quad (7)式^{24}$$

ここで、 $RI_t = E_t - r_e \times B_{t-1} = B_{t-1} \times (ROE_t - r_e)$ であるから、t 期の残余利益 RI_t がプラスかマイナスかは t 期の ROE_t が資本コスト r_e を上回っているか否かと同じことである。そして、

$\frac{RI_t}{r_e} = RI_t + \frac{RI_t}{1+r_e} + \frac{RI_t}{(1+r_e)^2} + \frac{RI_t}{(1+r_e)^3} + \dots$ であるから、 $\frac{RI_t}{r_e}$ は t 期に生み出された残余利益 RI_t が t+1 期以降にも同額で生み出され続けるとした場合の価値の総額である。

また、 $\frac{RI_{N+1}}{r_e - g}$ は、N+1 期に生み出された残余利益 RI_{N+1} が N+2 期以降に成長率 g で増加していくとしたときの N+1 期以降の残余利益の価値の総額である。従って、(7) 式は株式価値と純資産 (投下資金) の差額は将来の各期に生み出される残余利益の通期価値を加重平均したものになり、その差額がプラスになるか否か (PBR が 1 より大きくなるか否か) は各期におけるエクイティスプレッド ($ROE_t - r_e$) の加重平均によって決まるということだ。将来の各期でエクイティスプレッドがマイナスの年があったとしても、将来期間全体のエクイティスプレッドの加重平均値がプラスであれば、株式価値は純資産を上回る (PBR は 1 より大きくなる) という事である。

フォーラム 13 号、2015 年 3 月 (<https://core.ac.uk/download/pdf/229760882.pdf>) を参照のこと

²⁴ どの期間でも同じ株主資本コスト r_e が適用できるためには事業のリスク特性が不変で、財務レバレッジも不変であることが必要である

経済的付加価値モデルは同じく次のように変形できる。

$$P = B_0 + \omega_1 \left(\frac{EVA_1}{r_w} \right) + \omega_2 \left(\frac{EVA_2}{r_w} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{EVA_N}{r_w} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{EVA_{N+1}}{r_w - g} \right) \quad (8)式$$

$$\text{ただし、} \omega_t = \frac{r_w}{(1+r_w)^t} \quad (t = 1 \sim N) \quad , \quad \omega_{N+1} = \frac{1}{(1+r_w)^N} \quad \text{である。}$$

ここで、 $EVA_t = NOPLAT_t - r_w \times IC_{t-1} = IC_{t-1} \times (ROIC_t - r_w)$ であることを留意した上で、(8)式の解釈は(7)式と全く同様に行われることになる。そして、将来の各期でROICと r_w の差がマイナスの年があったとしても将来期間全体の加重平均値がプラスであれば、株式価値は純資産を上回る (PBRは1より大きくなる) ということである。

(7)式でも(8)式でも使用する前提データが整合的に設定されている限り結果は同じである。(7)式で使われるROEは支払利息控除後の純利益率である。事業主体の現場からみると支払い利息が介在するためにワンクッション遠い指標である。また株主資本コストの水準は負債が増減するなどして負債・株主資本価値比率が変動すると比較的大きな影響を受ける。これと比べて (8)式で使われるROICは事業利益に直結しているため事業主体の現場には分かりやすく目標にしやすい指標である。また、加重平均資本コストの水準は負債・株主資本価値比率の変動による影響は相対的に小さい。このため(8)式の方が使い易いであろう。

ウエイト ω_t のイメージを掴んでもらうために、 $N = 10$ として、 $r_e = 8\%$ および $r_w = 5\%$ のときの ω_t を計算してみた。結果は次表のようになった。

株式価値 モデル	資本 コスト	年毎の ω_t										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
DDM/RIM	8%	7.4%	6.9%	6.4%	5.9%	5.4%	5.0%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	46.3%
EVA	5%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	61.4%

ω_t の値をみると、1年目だけの配当、残余利益、経済的付加価値の予測は株式価値推計に対して5・7%程度の寄与しかないことが分かる。これらの項目の1年目や2年目の予測値がマイナスであったとしても、それより当面N年の全般的な予測および最終的なN+1年目以降の長期的な予測こそが重要であることが分かる。この観点から直近1年だけの予想純利益（今期予想純利益）を基にしたPER指標は株主価値評価にとってほとんど意味がないことも理解されよう。PERが意味を持つのは2年目以降の予想純利益が今期予想純利益とほとんど変わらないとみなせる場合である。

以上

(補足) (6)式から(7)式への式変形

配当割引モデルの(6)式から始める。

$$\begin{aligned}
 P &= \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{D_N}{(1+r_e)^N} + \frac{D_{N+1}}{(1+r_e)^{N+1}} + \frac{D_{N+1}(1+g)}{(1+r_e)^{N+2}} + \frac{D_{N+1}(1+g)^2}{(1+r_e)^{N+3}} + \cdots \\
 &= \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{D_N}{(1+r_e)^N} + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \frac{D_{N+1}}{r_e-g} \\
 &\quad \text{ここで、 } D_t = E_t - \Delta B_t = E_t - r_e B_{t-1} + r_e B_{t-1} - B_t + B_{t-1} \\
 &\quad \quad = E_t - r_e B_{t-1} + (1+r_e)B_{t-1} - B_t \quad \text{であるから、} \\
 \frac{D_t}{(1+r_e)^t} &= \frac{E_t - r_e B_{t-1}}{(1+r_e)^t} + \frac{(1+r_e)B_{t-1} - B_t}{(1+r_e)^t} = \frac{E_t - r_e B_{t-1}}{(1+r_e)^t} + \frac{B_{t-1}}{(1+r_e)^{t-1}} - \frac{B_t}{(1+r_e)^t} \\
 &= \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{B_{t-1}}{(1+r_e)^{t-1}} - \frac{B_t}{(1+r_e)^t} \quad \text{となる。}
 \end{aligned}$$

この式を $t=1$ から N まで合計すると、

$$\begin{aligned}
 P &= \frac{RI_1}{1+r_e} + \frac{RI_2}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{RI_N}{(1+r_e)^N} + B_0 - \frac{B_N}{(1+r_e)^N} + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \frac{D_{N+1}}{r_e-g} \\
 &= B_0 + \frac{RI_1}{1+r_e} + \frac{RI_2}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{RI_N}{(1+r_e)^N} + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \left(\frac{D_{N+1}}{r_e-g} - B_N \right) \\
 \text{最終項の括弧の中} &= \frac{D_{N+1}}{r_e-g} - B_N = \frac{D_{N+1} - (r_e-g)B_N}{r_e-g} = \frac{D_{N+1} + gB_N - r_e B_N}{r_e-g} \\
 &= \frac{D_{N+1} + I_{N+1} - r_e B_N}{r_e-g} = \frac{E_{N+1} - r_e B_N}{r_e-g} = \frac{RI_{N+1}}{r_e-g}
 \end{aligned}$$

従って、

$$\begin{aligned}
 P &= B_0 + \frac{RI_1}{1+r_e} + \frac{RI_2}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{RI_N}{(1+r_e)^N} + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \frac{RI_{N+1}}{r_e-g} \\
 &= B_0 + \frac{r_e}{1+r_e} \left(\frac{RI_1}{r_e} \right) + \frac{r_e}{(1+r_e)^2} \left(\frac{RI_2}{r_e} \right) + \cdots + \frac{r_e}{(1+r_e)^N} \left(\frac{RI_N}{r_e} \right) + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \frac{RI_{N+1}}{r_e-g} \\
 &= B_0 + \omega_1 \left(\frac{RI_1}{r_e} \right) + \omega_2 \left(\frac{RI_2}{r_e} \right) + \cdots + \omega_N \left(\frac{RI_N}{r_e} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{RI_{N+1}}{r_e-g} \right)
 \end{aligned}$$

これが(7)式である。

以上