

図表で見る日本企業の価値創造 (2020－2021 年)

目 次

(内容の紹介)

はじめに

- 1) 企業の付加価値額の定義
- 2) 付加価値水準の基本統計図表の見方
- 3) 付加価値向上の基本統計図表の見方

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. 地域別統計
4. 企業規模クラス別統計
5. 財務戦略クラス別統計
6. 企業統治クラス別統計
7. I R・開示クラス別統計
8. その他のクラス別統計

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. 企業の付加価値状況遷移

補足資料 1. 日米欧主要企業の付加価値額分布

補足資料 2. 付加価値額の理論的な意味

2022 年 3 月 29 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

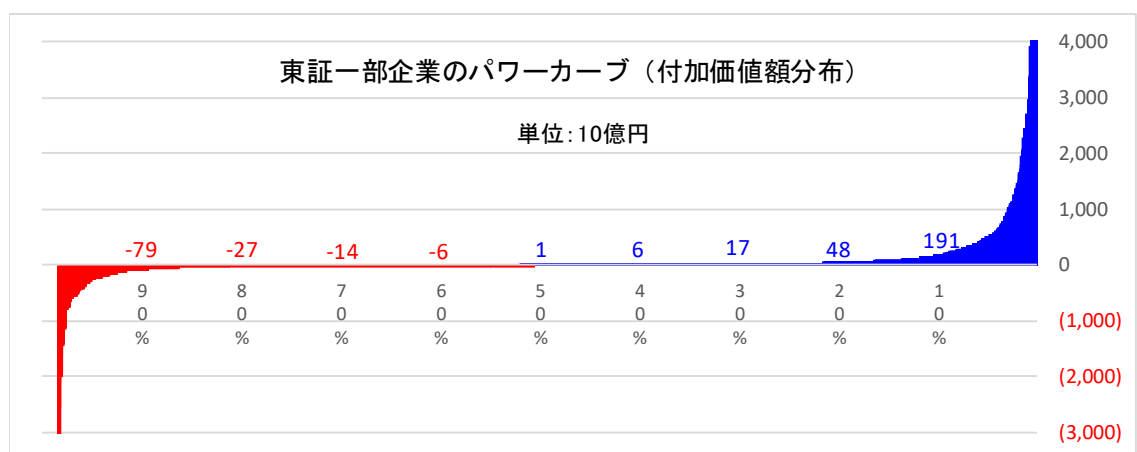
(2020－2021 年)

(内容の紹介)

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、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ている。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。

次の図は2021年第4四半期における付加価値額の大きさに従って、東証一部企業を右から左に並べたものである。付加価値額が最大の企業は14.9兆円のキーエンスであった。上位10%に位置する企業の付加価値額は1,910億円、上位20%は480億円である。付加価値額の分布は上位の一部および下位の一部と比べると、その中間はほとんどフラットに見える形状になるのが普通である。

経営者は是非、自社の付加価値額を計算して、その位置を確認していただきたい。仮に貴社の付加価値額が50億円なら、東証一部全体で40%～50%の間に位置しているということである。そして、一つでも右側の10%区切りに移れるよう経営努力をお願いしたい。



順位	コード	社名	価値毀損	順位	コード	社名	付加価値
10	7181	かんぽ生命保険	-1,916	1	6861	キーエンス	14,858
9	9501	東京電力HD	-1,992	2	6098	リクルートHD	10,683
8	7201	日産自動車	-2,103	3	6758	ソニーグループ	9,799
7	8750	第一生命HD	-2,558	4	8035	東京エレクトロン	7,789
6	7267	本田技研工業	-4,042	5	9983	ファーストリテイリング	6,497
5	8411	みずほFG	-5,702	6	6594	日本電産	6,494
4	8316	三井住友FG	-7,055	7	4661	オリエンタルランド	5,839
3	7182	ゆうちょ銀行	-7,861	8	7741	HOYA	5,649
2	6178	日本郵政	-10,087	9	9434	ソフトバンク	5,607
1	8306	三菱UFJ-FG	-10,228	10	4519	中外製薬	5,504

注1) 「パワーカーブ」はマッキンゼー社が実績ベースの付加価値額分布に対して使用している呼び名である

注2) この図は▲3兆円から+4兆円の範囲であるため、上位16社と下位6社の棒グラフは一部が未表示になっている

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

本稿は、付加価値額の水準（2021年第4四半期）あるいは向上（前年同期比）に関する個別企業ランキングや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ものである。

図表で見る日本企業の価値創造 (2020－2021 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2年前から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（価値増加額）を測定した統計レポートを発行している¹。本稿はそのデータ更新版で2021年第4四半期を基準とした統計レポートである²。

前回までのレポートと比べた大きな変更点は次の4点である。

（1） 四半期平均

本稿は企業の時価総額とPBRのデータを元にして統計図表を作成している。前回までは年末1時点のデータを用いていたが、今回は第4四半期の平均データを用いることに変更した。

（2） 水準統計と向上統計での企業数

前回までは水準統計と向上統計の両方が同時に計算可能なデータが揃っている企業を対象にしていた。このため水準統計と向上統計の対象企業数は同じだったが、今回の水準統計は向上統計が計算できない企業も含めるようにした。このた

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、トピックス、2020年2月25日（https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2002_03.pdf）、および明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（2019-2020年）」、日本証券経済研究所、トピックス、2021年3月8日（https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2103_01.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

め対象企業数は水準統計の方が多くなっている。

(3) 地域別統計

今回は初めての試みとして、企業の本拠地を使った付加価値水準統計の図表を作成した。これにより都市圏と地方企業の付加価値水準の特徴が明らかになる。

(4) パワーカーブの作成

対象となる企業母集団を付加価値額の高い方から低い方に並べた棒グラフを作成し、これを「パワーカーブ」と呼んでいる。これにより日本企業の付加価値状況の全体像が一瞥で理解できる。マッキンゼー社は過去実績ベースで作成したエコノミック・プロフィットの分布図をパワーカーブと呼んでいる³が、本稿の付加価値額は将来各期の予想エコノミック・プロフィットを現在価値に割り引いて合計したものでもある⁴から予想ベースのパワーカーブといえる。

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⁵。前者が後者を上回っている場合、企業は価値を付加していて、下回っている場合は価値を毀損していると見なされる。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⁶。

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、

³ クリス・ブラッドリー＋マーティン・ハート＋スヴェン・シュミット著、「マッキンゼー ホッケー戦略 成長戦略の策定と実行」、東洋経済出版社、2019年11月

⁴ この命題およびエコノミック・プロフィットについては補足資料2で解説している

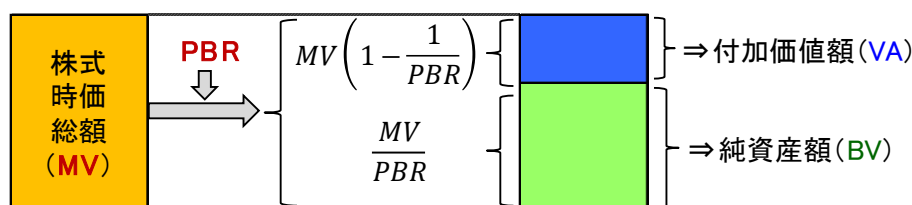
⁵ 株主資本は主として資本金、資本準備金、利益剰余金から構成される。前二項目は投資家による直接出資金である。利益剰余金は決算の成果の一部を内部留保したものであるが、これは一旦、株主に帰属されたものが、再び株主から預託されたリスクマネーと見なすことができる

⁶ 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

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

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ている。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⁷。

図表 1 企業付加価値額の概念



[出所] 筆者作成

本稿の水準統計（ストック統計）では、個別株式の時価総額と純資産額は2021年第4四半期の平均を用いている。具体的には9月から12月までの月末4時点における株式時価総額とPBRのデータを用いて4時点の純資産額を計算し、その上で単純平均を計算したものを株式時価総額MVと純資産額BVとした。平均PBRはこのMVとBVから計算した。このようにして2021年第4四半期の個別株式の時価総額とPBRを用いて付加価値額などを計算し統計表を作成した。この水準統計の対象とした企業は、2021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、2021年9月から12月までの月末4時点の株式時価総額とPBRのデータが取得できた企業とした⁸。企業数は2,174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2020年第4四半期の株式時価総額および純資産額を2021年と同じ方法で算出した上で、2020年第4四半期から2021年第4四半期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は両四半期でデータが算出できた東証一部上場の2,147社とした。

本稿では、日本の東証一部上場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、効率性を表す比率よりも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1兆円としている。

⁷ 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、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

⁸ ただし、地方銀行の再編などにより10月1日に上場したケースでは10月末から12月末までの3時点のデータを用いている。このような銀行・企業は9社あった

2) 付加価値水準の基本統計図表の見方

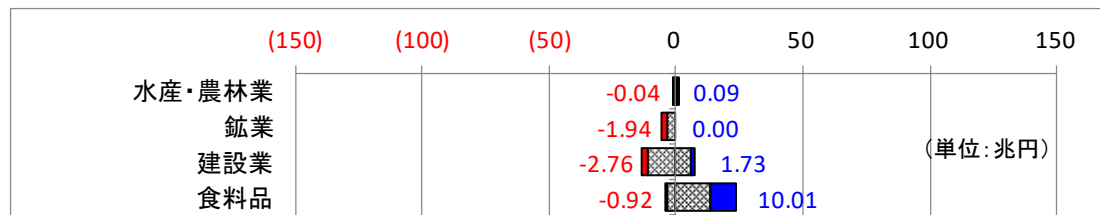
付加価値額の水準について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成したが、クラス別統計の基本的な表と図は以下のようなもので統一している。

図表 2 付加価値水準の基本統計表の例

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		
水産・農林業	8	4	228	-41	4	370	95	53	1.09
鉱業	6	6	3,575	-1,942	0	0	0	-1,942	0.46
建設業	99	71	10,738	-2,760	28	5,743	1,731	-1,029	0.94
食料品	86	32	3,093	-922	54	13,427	10,008	9,086	1.55
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、金額単位は以下同じ）、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⑧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。

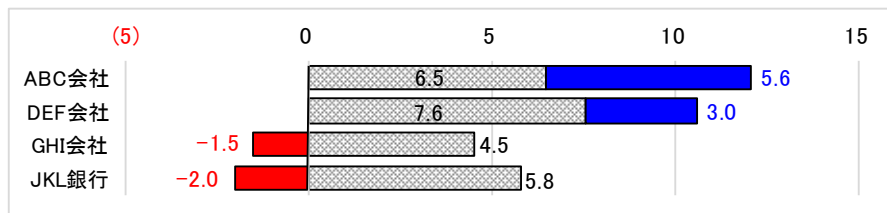
図表 3 付加価値水準の基本統計図の例



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の基本図の例



3) 付加価値向上の基本統計図表の見方

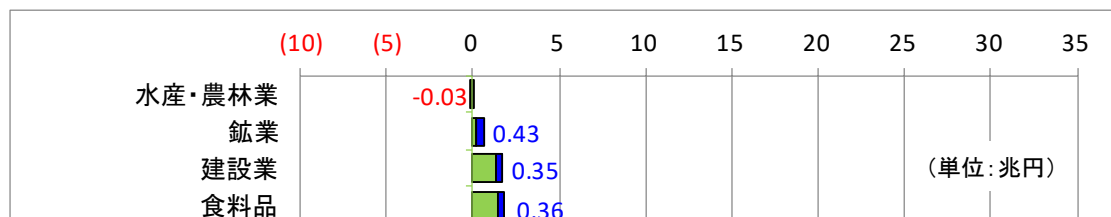
付加価値向上額について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成したが、クラス別統計の基本的な表と図は以下のようなもので統一した。

図表 5 付加価値向上の基本統計表の例

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
水産・農林業	8	29	5%	60.4	11%	-31	-6%
鉱業	6	627	62%	192.7	6%	435	13%
建設業	97	1,685	12%	1,337.3	9%	348	2%
食料品	85	1,800	8%	1,440.2	10%	359	2%
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同期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同期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 付加価値向上の基本統計図の例



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ながら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	33,091
2	6758	ソニーグループ	16,991
3	6861	キーエンス	16,910
4	6098	リクルートHD	11,989
5	9432	日本電信電話	11,799
6	9984	ソフトバンクグループ	10,384
7	8035	東京エレクトロン	8,986
8	8306	三菱UFJ-FG	8,420
9	4063	信越化学工業	8,133
10	9433	KDDI	7,996
11	9983	ファーストリテイリング	7,709
12	6594	日本電産	7,679
13	9434	ソフトバンク	7,284
14	6367	ダイキン工業	7,225
15	7974	任天堂	6,762
16	4661	オリエンタルランド	6,665
17	4519	中外製薬	6,618
18	6902	デンソー	6,585
19	7741	HOYA	6,408
20	6501	日立製作所	6,321
21	6981	村田製作所	6,108
22	7267	本田技研工業	5,948
23	4568	第一三共	5,644
24	4689	Zホールディングス	5,442
25	8058	三菱商事	5,271
26	8001	伊藤忠商事	5,269
27	8316	三井住友FG	5,261
28	4502	武田薬品工業	5,170
29	6273	SMC	4,855
30	6954	ファナック	4,720
31	4901	富士フイルムHD	4,618
32	2413	エムスリー	4,516
33	2914	日本たばこ産業	4,511
34	3382	セブン&アイHD	4,316
35	8031	三井物産	4,244
36	8766	東京海上HD	4,206
37	6702	富士通	4,060
38	8411	みずほFG	3,780
39	4543	テルモ	3,758
40	7182	ゆうちょ銀行	3,592
41	5108	ブリヂストン	3,547
42	7751	キヤノン	3,534

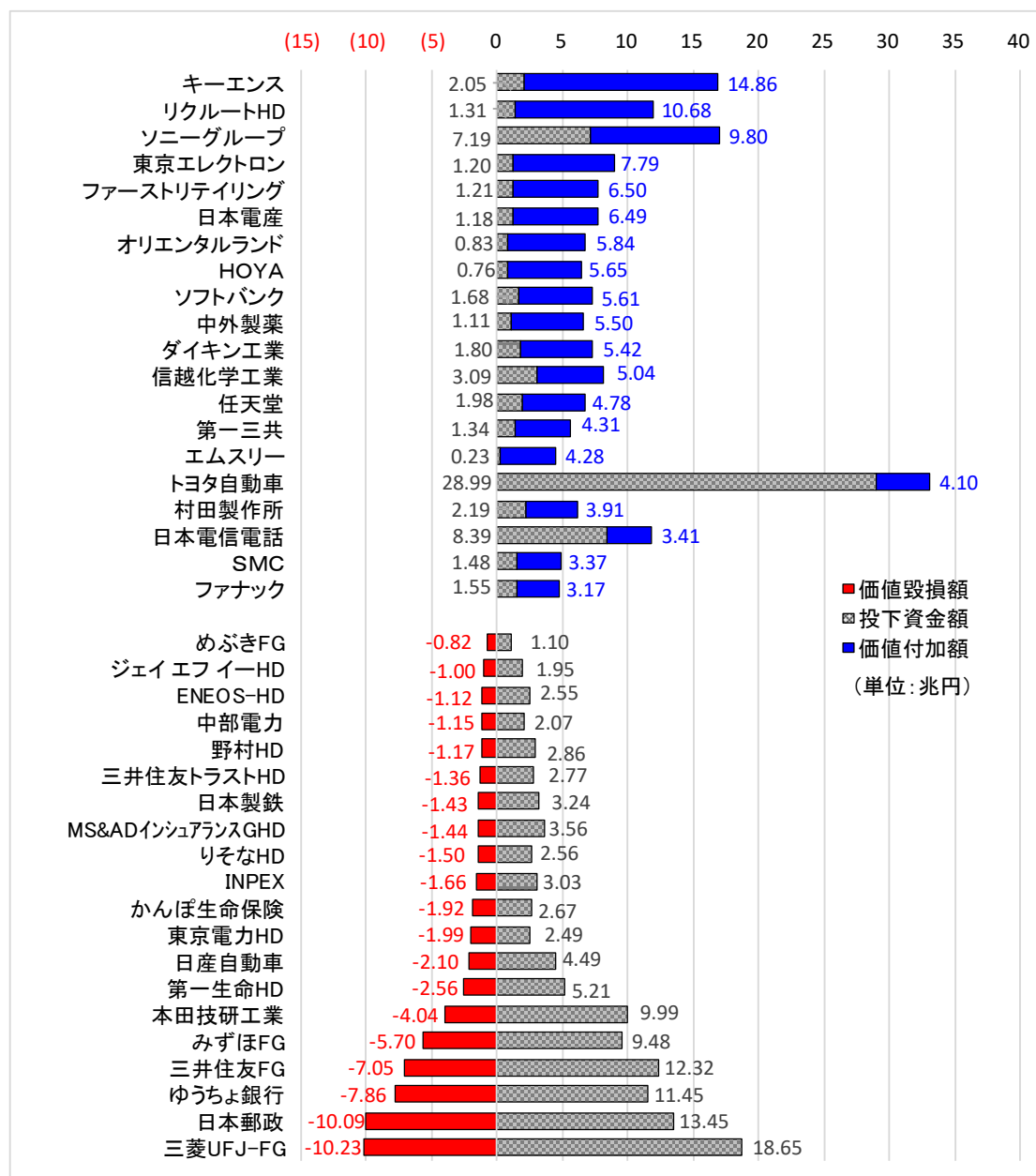
【付加価値額ランキング】

順番	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	14,858
2	6098	リクルートHD	10,683
3	6758	ソニーグループ	9,799
4	8035	東京エレクトロン	7,789
5	9983	ファーストリテイリング	6,497
6	6594	日本電産	6,494
7	4661	オリエンタルランド	5,839
8	7741	HOYA	5,649
9	9434	ソフトバンク	5,607
10	4519	中外製薬	5,504
11	6367	ダイキン工業	5,425
12	4063	信越化学工業	5,044
13	7974	任天堂	4,783
14	4568	第一三共	4,307
15	2413	エムスリー	4,285
16	7203	トヨタ自動車	4,102
17	6981	村田製作所	3,915
18	9432	日本電信電話	3,411
19	6273	SMC	3,371
20	6954	ファナック	3,170

順番	コード	社名	付加価値
2155	7167	めぶきFG	-819
2156	5411	ジェイ エフ イーHD	-999
2157	5020	ENEOS-HD	-1,117
2158	9502	中部電力	-1,154
2159	8604	野村HD	-1,173
2160	8309	三井住友トラストHD	-1,360
2161	5401	日本製鉄	-1,427
2162	8725	MS&ADインシュアランスGHD	-1,436
2163	8308	りそなHD	-1,503
2164	1605	INPEX	-1,655
2165	7181	かんぽ生命保険	-1,916
2166	9501	東京電力HD	-1,992
2167	7201	日産自動車	-2,103
2168	8750	第一生命HD	-2,558
2169	7267	本田技研工業	-4,042
2170	8411	みずほFG	-5,702
2171	8316	三井住友FG	-7,055
2172	7182	ゆうちょ銀行	-7,861
2173	6178	日本郵政	-10,087
2174	8306	三菱UFJ-FG	-10,228

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期、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。2021年第4四半期

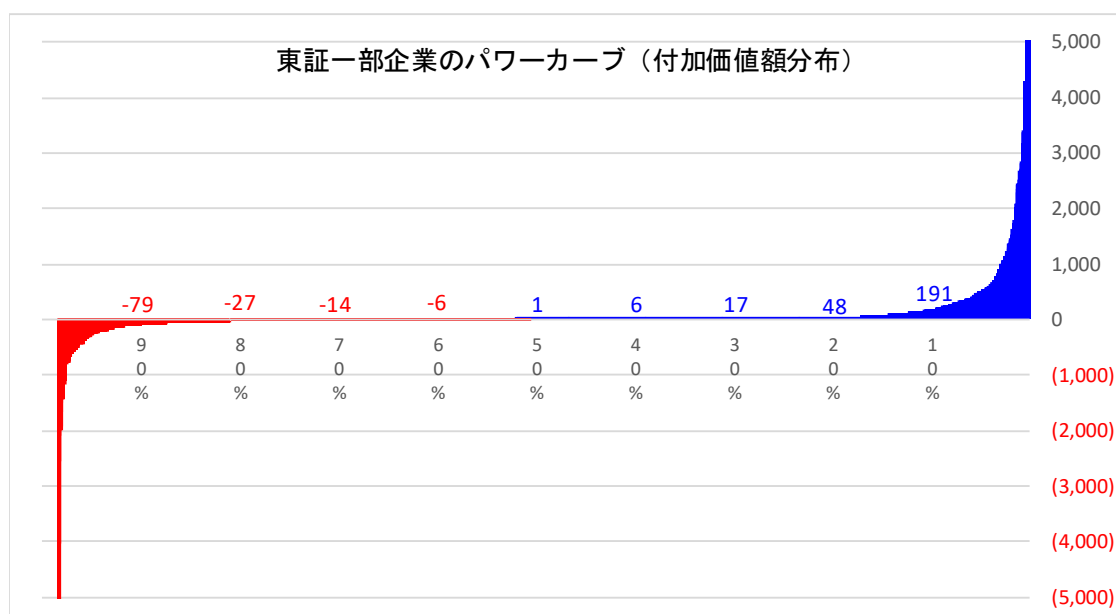
個別企業ランキングの特徴は以下のとおりである。

- 時価総額ランキングではトヨタ自動車の 33.1 兆円を筆頭に 2 位がソニーグループの 17.0 兆円、3 位がキーエンスの 16.9 兆円であった。前年（2020 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 位だったソフトバンクグループは 6 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 3 年連続でキーエンスが首位となり 14.9 兆円であった。価値付加額は前年の 12.3 兆円から 2.6 兆円増加している。キーエンスへの投下資金（純資産額）は 2.05 兆円であったが、14.9 兆円の付加価値創造を行い、時価総額が 16.9 兆円になっていた。PBR は 8.24 倍である。
- 価値付加額の 2 位はリクルートホールディングス（以後では「ホールディングス」は原則として「HD」と略記する）の 10.7 兆円、3 位はソニーグループの 9.8 兆円となった。リクルート HD は、前年は 6.3 兆円で 9 位だったが、価値付加額を 4.4 兆円増やしている。付加価値額 3 位のソニーグループは、ソニーであった前年 5 位の 7.8 兆円から 9.8 兆円と 2 兆円増やしている。
- 時価総額トップのトヨタ自動車は、付加価値額は 4.1 兆円で 16 位であった。図から一目瞭然であるが上位 20 社の中では純資産額（投下資金）が 29.0 兆円と飛びぬけた存在である。
- 価値付加額が 4.3 兆円で 15 位のエムスリーは、前年は 6.4 兆円で 8 位であったが、金額および順位を落とした。しかし、投下資金はわずか 0.23 兆円で PBR は 19.5 倍と高位である（前年 12 月末時点では 37.7 倍）。
- 今年のトップ 20 位に昨年の圏外（21 位以下）から登場した企業は、ソフトバンク、トヨタ自動車、日本電信電話、SMC の 4 社である。
- 付加価値額上位 20 社の所属業種としては、電気機器の 6 社（キーエンス、ソニーグループ、東京エレクトロン、日本電産、村田製作所、ファナック）、サービス業の 3 社（リクルート HD、オリエンタルランド、エムスリー）、情報・通信業の 2 社（ソフトバンク、日本電信電話）、医薬品の 2 社（中外製薬、第一三共）が多かった。
- 価値毀損額の上位 20 社のうち 5 社が時価総額の上位 42 社に入っていた。
- 価値毀損額の上位 20 社に昨年の圏外から登場した企業は、めぶき FG と MS&AD インシュアランス GHD の 2 社である。他の 18 社は同じ顔ぶれであった。
- 価値毀損額の上位 20 社のうち 7 社が銀行、3 社が保険、1 社が証券であった。金融 3 業種が半分以上の 11 社を占めていた。
- 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 兆円を超えており 2020 年 12 月末と状況は変わっていない。価値毀損額が最大の三菱 UFJ フィナンシャル・グループ（「フィナンシャル・グループ」は以後では原則として「FG」と略記する）は、投下資金 18.7 兆円に対して価値毀損額が 10.2 兆円であった（PBR は 0.45 倍）。価値毀損額 2 位の日本郵政は投下資金 13.5 兆円に対して価値毀損額が 10.0 兆円であった（PBR は 0.25 倍）。

- これら5社への投下資金は65.4兆円（2021年12月末と同額）で、東証一部2,174社への投下資金569.8兆円の11.5%を占める。この65.4兆円のうち、実に40.9兆円の価値毀損が起きていた。2020年12月末では東証一部2,170社への投下資金514.2兆円の中の12.7%を占め、価値既存額が44.1兆円であったのと比べると若干改善している。

次の図は価値付加額を高い方から低い方に並べたみたものである。縦軸の金額単位は10億円で▲5兆円から+5兆円（▲5,000十億円から+5,000十億円）までにしてある。価値付加額が5兆円以上の12社については上の部分が、価値毀損額が5兆円超の5社については下の部分が表示されていない点にご注意いただきたい。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

2,174社のうちの上位10%の位置は1,910億円で、上位20%位置は480億円になっている。もし読者が注目している企業の価値付加額が、仮に600億円だとすると、その企業は東証一部企業の中で上位10%から20%の間にあることになる。この図は価値付加額が2,000億円以上の企業は10%もなく、価値毀損額が790億円を超える企業が10%も存在していることを意味している。また、8割の企業の価値付加額が▲790億円から1,910億円の間にあることも分かる。企業各社には、この十分位を一つずつ右側に移れるよう努めていただきたいところである。

欧米主要企業の付加価値額分布も気になるであろう。補足資料1に各地域の主要500～600社の付加価値額分布の比較を掲載した。

2. 東証33業種別統計

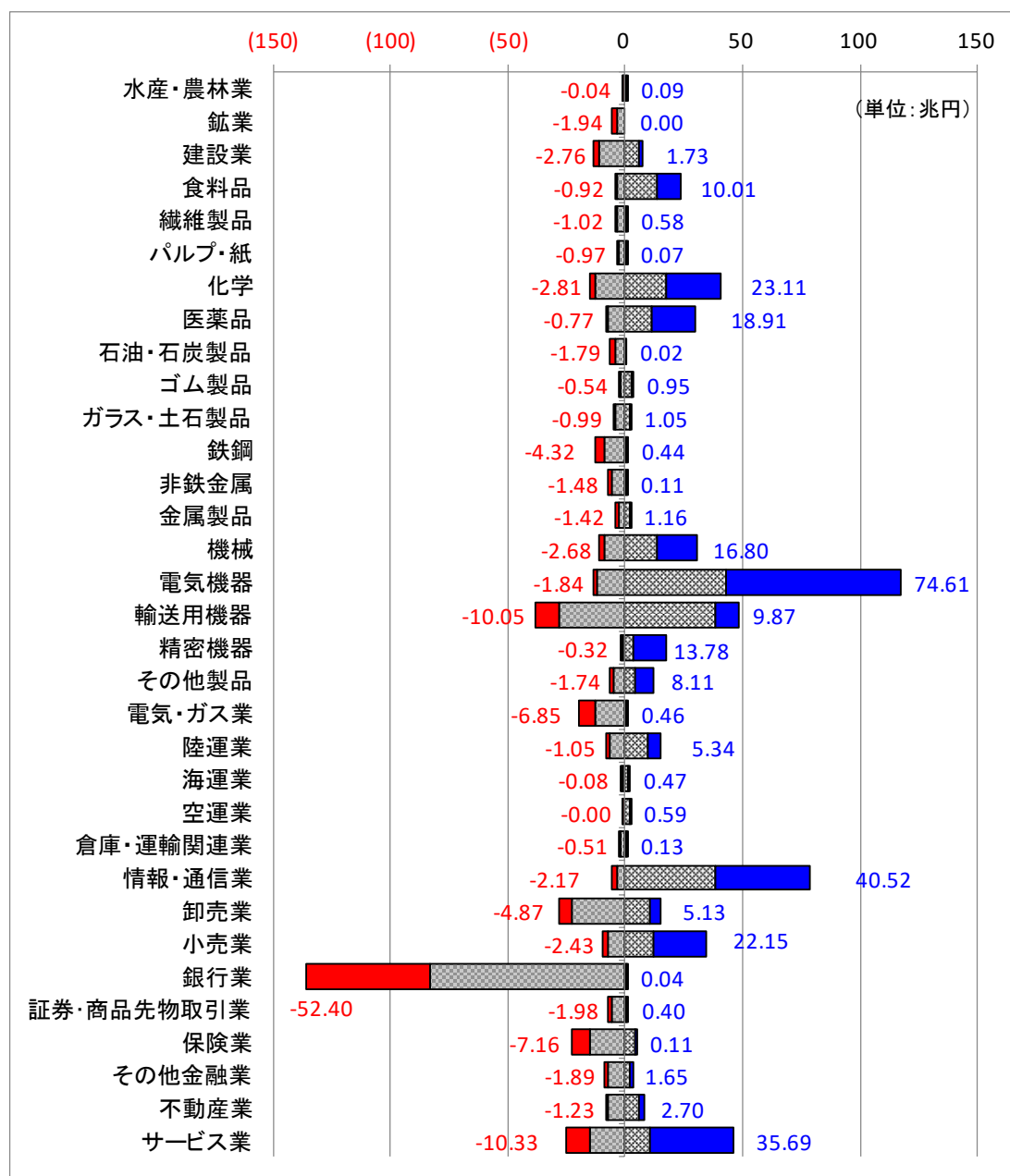
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。総計として金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）と日本郵政を除いたものも計算した。

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	8	4	228	-41	4	370	95	53	1.09
鉱業	6	6	3,575	-1,942	0	0	0	-1,942	0.46
建設業	99	71	10,738	-2,760	28	5,743	1,731	-1,029	0.94
食料品	86	32	3,093	-922	54	13,427	10,008	9,086	1.55
繊維製品	39	32	3,360	-1,024	7	388	581	-443	0.88
パルプ・紙	12	11	2,223	-965	1	259	71	-894	0.64
化学	148	84	12,523	-2,809	64	17,756	23,108	20,299	1.67
医薬品	37	16	7,375	-768	21	11,295	18,913	18,146	1.97
石油・石炭製品	9	8	4,441	-1,794	1	11	21	-1,772	0.60
ゴム製品	11	8	1,498	-543	3	2,963	946	403	1.09
ガラス・土石製品	33	22	3,795	-988	11	1,840	1,049	61	1.01
鉄鋼	31	28	8,675	-4,322	3	705	436	-3,885	0.59
非鉄金属	24	17	5,465	-1,483	7	310	110	-1,373	0.76
金属製品	42	34	2,880	-1,422	8	1,695	1,159	-263	0.94
機械	144	82	8,408	-2,679	62	13,528	16,795	14,116	1.64
電気機器	159	67	11,650	-1,838	92	42,878	74,615	72,777	2.33
輸送用機器	57	44	27,802	-10,052	13	38,553	9,869	-183	1.00
精密機器	33	11	1,285	-319	22	3,352	13,783	13,464	3.90
その他製品	52	29	4,610	-1,742	23	4,050	8,109	6,367	1.74
電気・ガス業	22	17	13,012	-6,848	5	581	457	-6,391	0.53
陸運業	43	17	6,724	-1,050	26	9,643	5,341	4,291	1.26
海運業	8	4	1,133	-84	4	1,559	468	384	1.14
空運業	3	1	21	-0	2	1,670	589	589	1.35
倉庫・運輸関連業	24	18	1,559	-513	6	247	125	-387	0.79
情報・通信業	236	16	3,660	-2,172	220	38,394	40,521	38,349	1.91
卸売業	178	121	22,921	-4,871	57	10,177	5,129	259	1.01
小売業	193	65	7,180	-2,425	128	12,482	22,147	19,722	2.00
銀行業	81	80	83,191	-52,397	1	239	43	-52,354	0.37
証券・商品先物取引業	23	18	5,409	-1,982	5	843	399	-1,584	0.75
保険業	8	5	15,286	-7,161	3	4,188	112	-7,049	0.64
その他金融業	26	12	6,907	-1,891	14	2,106	1,650	-241	0.97
不動産業	73	34	6,863	-1,227	39	5,811	2,704	1,478	1.12
サービス業	226	28	14,650	-10,326	198	10,624	35,687	25,361	2.00
総計	2,174	1,042	312,140	-131,360	1,132	257,686	296,772	165,412	1.29
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

総計でみると、価値付加企業 1,132 社への投下資金は 257.7 兆円で価値付加額は 296.8 兆円（PBR は 2.15）、価値毀損企業 1,042 社への投下資金は 312.1 兆円で価値毀損額は 131.4 兆円（PBR は 0.58）となっていた。貴重なリスクマネーである投下資金の 4 割を超える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 569.8 兆円（257.7+312.1 兆円）に対して付加価値額が 165.4 兆円で PBR は 1.29 となった。金融 4 業種と日本郵政を除くと、投下資金は 438.2 兆円に減り、付加価値額は 236.7 兆円に高まり、PBR は 1.54 と改善する。

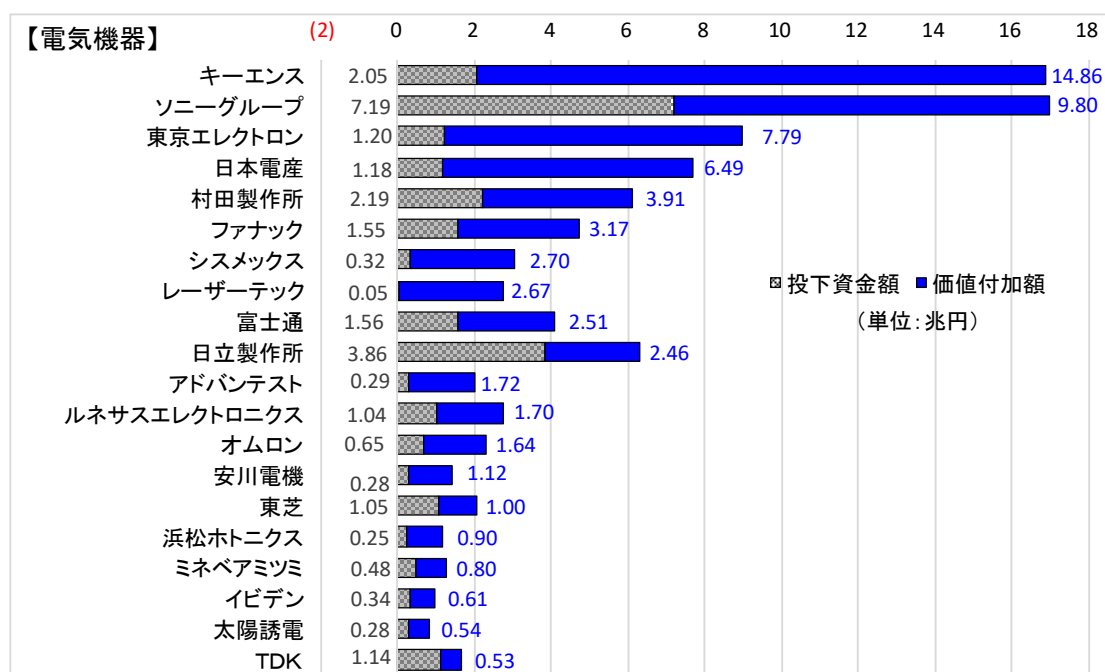


[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期

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。

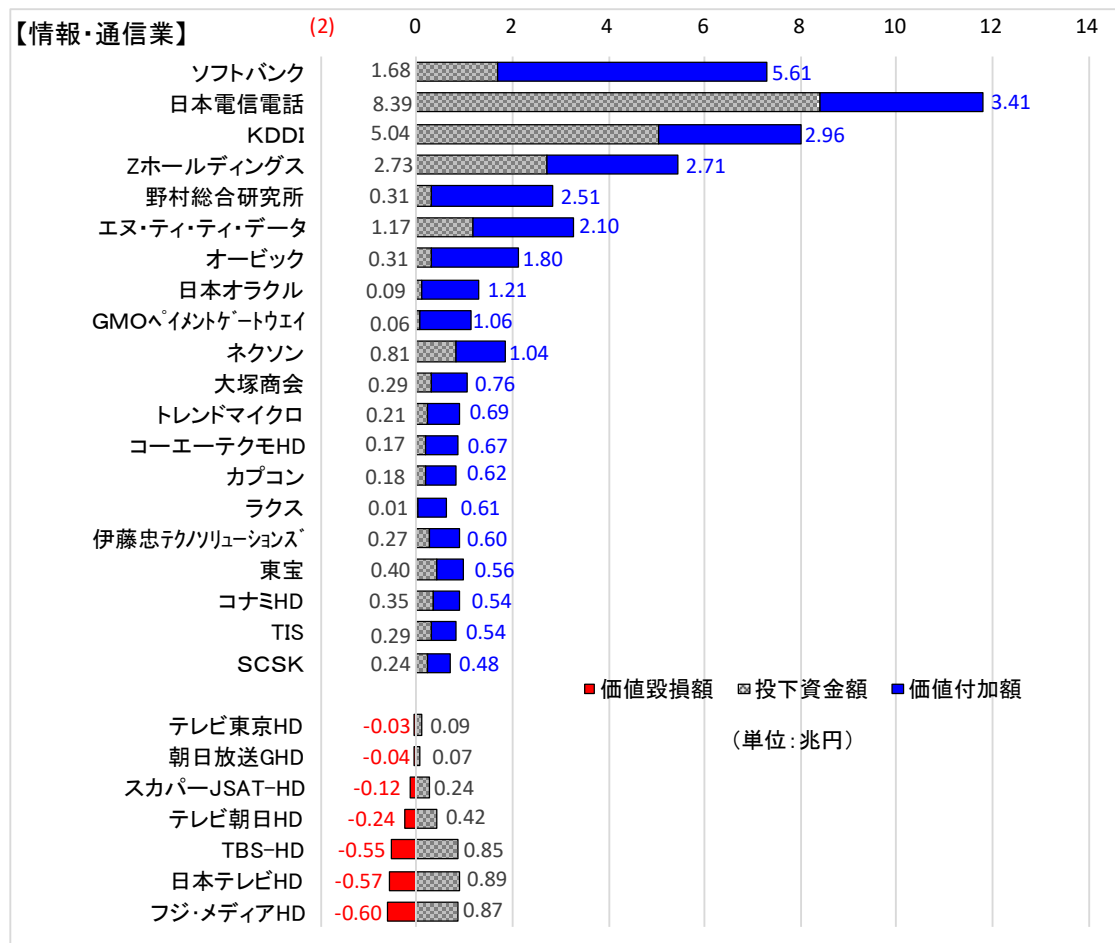
- すべての業種で価値毀損企業が少なくとも 1 社ある。
- 鉱業を除く 32 業種で価値付加企業が少なくとも 1 社ある。

- 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、医薬品、精密機器、小売業、サービス業である。
- 「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、投下資金では電気機器の 54.5 兆円より輸送用機器の 66.4 兆円の方が大きい、付加価値額では電気機器の 72.8 兆円に対して輸送用機器の▲0.2 兆円となっており、逆転している。
- 輸送用機器は価値付加企業 13 社、価値毀損企業 44 社となっており、業種全体の PBR は 1.00 倍となっている。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 159 社が属するが、価値付加額の上位 20 社である。

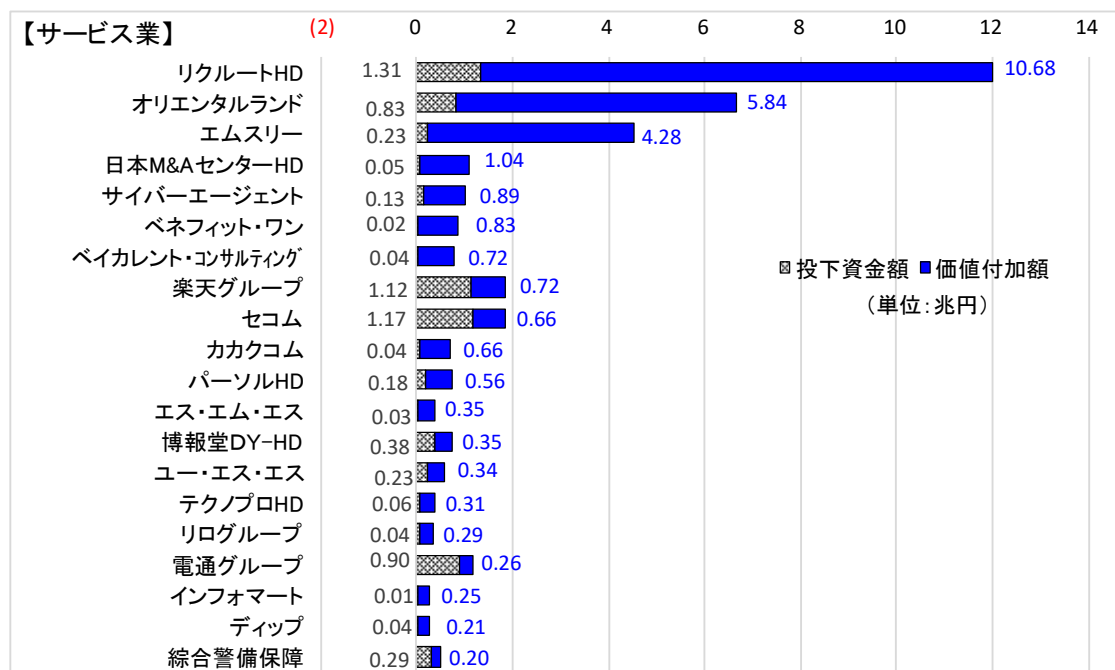


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期

- 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 236 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 では投下資金と価値付加の構造が大きく異なることが確認出来る。
- 情報・通信業の下位 7 社はすべてテレビ放送会社である。この状況は 2020 年 12 月末から変わっていない。株式市場は既存の放送メディアに価値を見いだしていない。

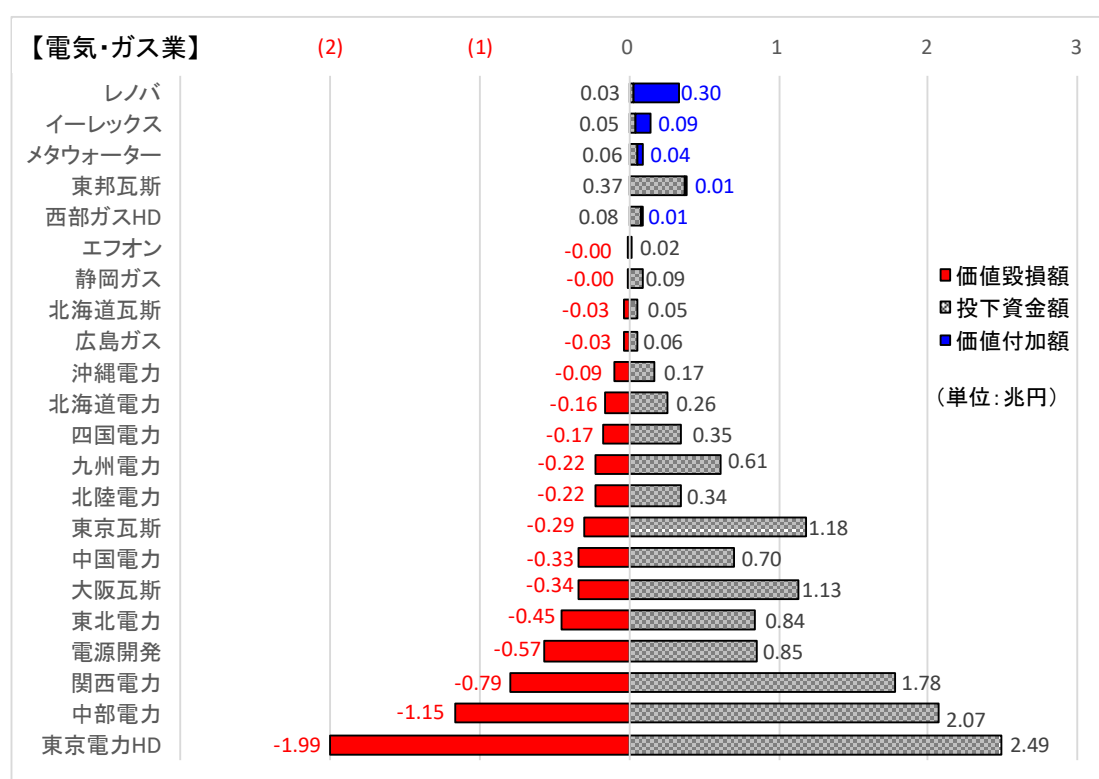


[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期

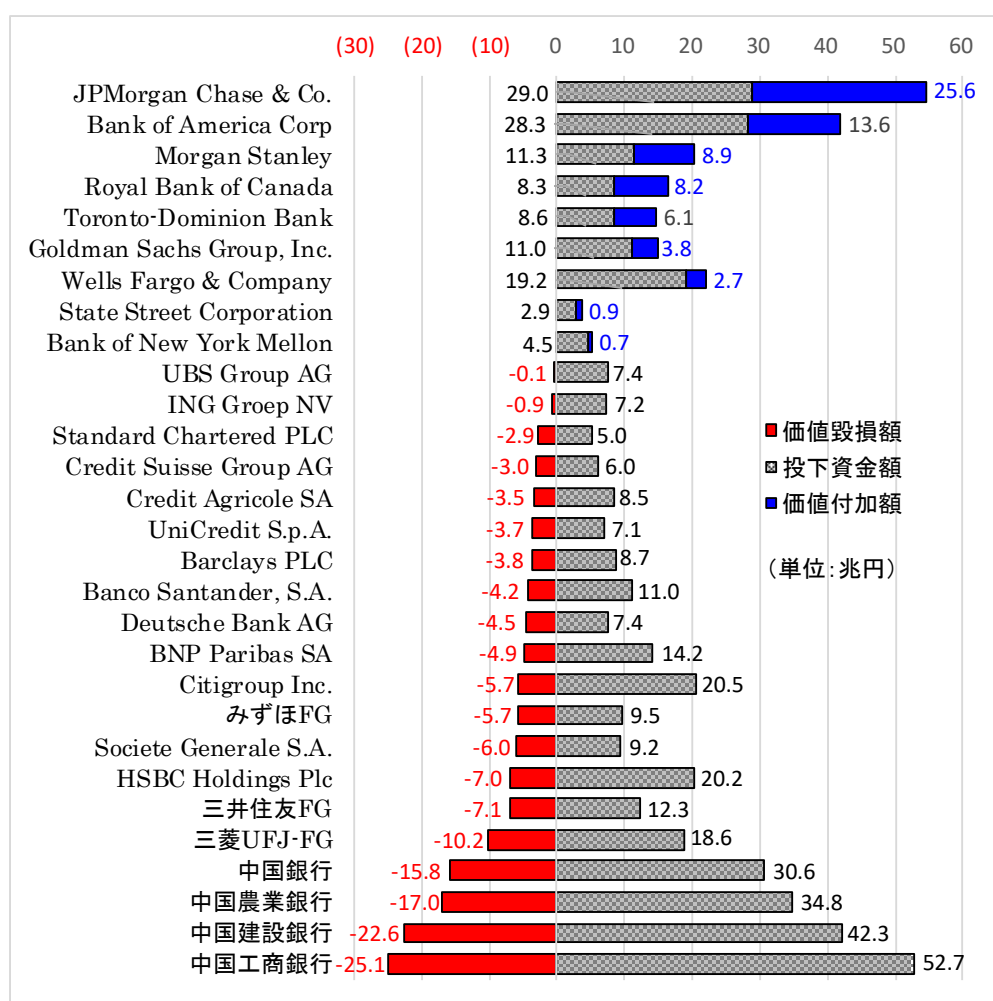
- サービス業の個別企業 226 社の価値付加額ランキングは前ページのとおりであった。リクルート HD、オリエンタルランド、エムスリーの 3 社が突出している。
- 情報・通信業でもサービス業でも少ない投下資金で大きな価値付加を実現している企業が多く存在している。
- サービス業の価値毀損額 10.3 兆円のうち 10.1 兆円は日本郵政 1 社によるものである。日本郵政を除けばサービス業の PBR は 2.00 から 4.00 へと大きく改善する。
- 電気・ガス業は、所属 22 社中 17 社が価値毀損状態にあり、投下資金 13.6 兆円のうち 6.4 兆円を毀損しており、付加価値比率（PBR）が 0.53 と銀行業に次ぐ不振業種である。全 22 社の付加価値状況は次の図のとおりである。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期

- 電力会社 11 社はすべて価値毀損状態であり、毀損価値が 1 兆円を超えているのは東京電力 HD の 1.99 兆円と中部電力の 1.15 兆円である。ガス 7 社のうち 5 社が価値毀損状態になっており、価値付加は東邦瓦斯の 122 億円と西部ガス HD の 72 億円の 2 社だけであった。
- 電機・ガス業で価値付加額 1 位のレノバは 2017 年上場の再生可能エネルギーの発電と開発・運営を 2 本柱としており、2 位のイーレックスは 2014 年上場の電力小売り・再エネ電力の拡販に注力している新興企業である。

- 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 83.4 兆円のうち半分以上の 52.4 兆円が毀損されている（前年は投下資金 79.7 兆円、価値毀損 53.0 兆円）。価値付加比率（PBR）は 0.37 で全 33 業種の中で最下位である。
- 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（PBR は 1.21）。
- 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 2021 年 11 月現在で 30 行ある。このうち、非上場のフランス Groupe BPCE を除く 29 行について付加価値状況を確認したのが次の図である。ここでは付加価値額の大きさの順番で並べている。



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021 年第 4 四半期

- 北米系銀行の価値付加状況と中国系及び日本系の銀行の価値毀損状況が際立っている。中国系は投下資金額も他国の銀行に比べて非常に大きい。
- 付加価値比率（PBR）で最も不振なのは、Societe General の 0.34、Deutsche Bank とみずほ FG の 0.40 であった。

3. 地域別統計

本節では企業を本拠地によって分類し地域別に企業の付加価値状況を確認した。

なお、47都道府県は次のように振り分けている。首都圏は一都三県（東京・神奈川・千葉・埼玉）、関西圏は二府四県（大阪・京都・兵庫・滋賀・奈良・和歌山）、中京圏は愛知・三重・岐阜・静岡の4県、東日本は北海道・東北・北関東三県の10県、中部は山梨・長野・新潟・富山・石川・福井の6県、中国・四国は中国5県と四国4県の9県、九州・沖縄は8県とした。

地域	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		
都市部	1,908	880	286,619	-115,683	1,028	248,625	279,520	163,836	1.31
首都圏	1,369	595	229,770	-97,567	774	167,578	200,017	102,450	1.26
関西圏	384	209	35,623	-10,717	175	36,652	64,288	53,571	1.74
中京圏	155	76	21,226	-7,399	79	44,395	15,214	7,815	1.12
地方圏	266	162	25,521	-15,677	104	9,061	17,252	1,575	1.05
東日本	70	45	6,815	-4,184	25	962	1,393	-2,792	0.64
中部	80	45	5,215	-3,378	35	3,508	5,326	1,948	1.22
中国・四国	64	45	8,996	-5,336	19	2,275	7,689	2,353	1.21
九州・沖縄	52	27	4,495	-2,778	25	2,316	2,844	66	1.01
合計	2,174	1,042	312,140	-131,360	1,132	257,686	296,772	165,412	1.29

(参考)

地方圏除く3社	263	162	25,521	-15,677	101	6,018	6,463	-9,214	0.71
中部除くFN	79	45	5,215	-3,378	34	1,959	2,156	-1,222	0.83
中・四国除くFR	63	45	8,996	-5,336	18	1,063	1,192	-4,144	0.59
九州・沖縄除くYE	51	27	4,495	-2,778	24	2,034	1,722	-1,056	0.84

(注) FNはファナック、FRはファーストリテリング、YEは安川電機を意味する

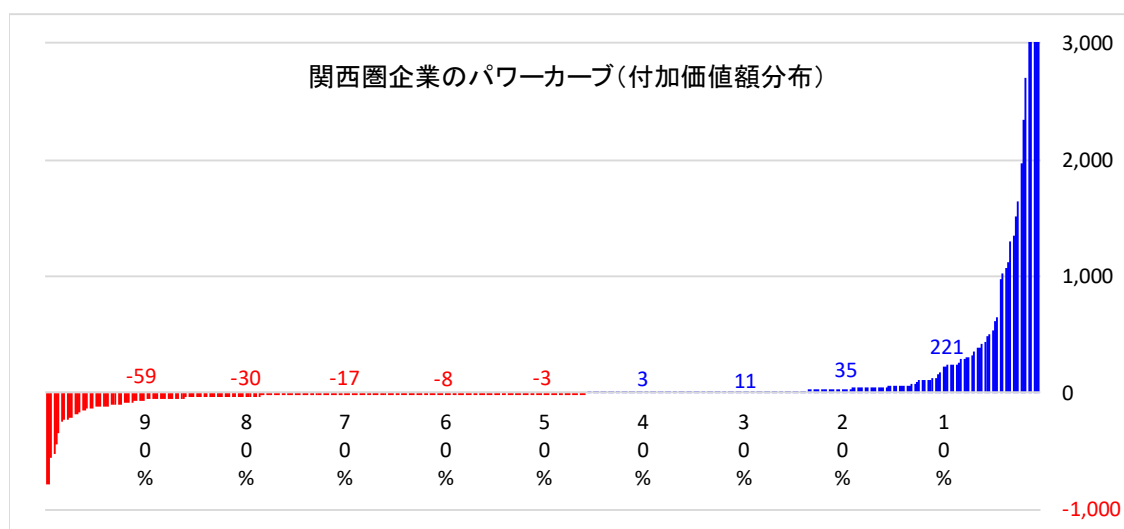
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

- 集計でみると都市部は地方圏と比べて付加価値比率（PBR）が高い傾向にある。
- 都市部の中では相対的に関西圏のPBRが1.74と最も高く、次いで首都圏、中京圏の順番であった。社数でみると、関西圏では価値付加企業が175社と価値毀損企業の209社より少なかったが、首都圏と中京圏では逆に価値付加企業の方が多かった。
- 地方圏では東日本だけがPBRが1を割っていて、中部と中国・四国はPBRが1.22、1.21と高く、九州・沖縄でも1を超えていた。しかし、これはファナック、ファーストリテリング、安川電機というグローバル企業の寄与が非常に大きく、各地方から各1社を除いたところ、4地方ともにPBRは0.9以下になり地方圏全体でも0.71の水準となった。

次ページ以降に、関西圏、中京圏、地方圏に関して、パワーカーブと価値付加企業上位10社および価値毀損企業上位10社の統計図表を掲載した。

1) 関西圏 384 社

関西圏のパワーカーブは、この地域では価値付加額が大きい企業が多く、価値付加額合計（青色部分の面積）が価値毀損額合計（赤色部分の面積）よりも大きいことを示している。ただし、付加価値額がほぼ 0 となっている企業は上から 46% の位置にあり、企業数としては価値毀損企業の方が多い。域内企業の 6 割は下位 20%（上位から 80%）の▲300 億円から上位 20% の 350 億円の間に入っている。なお、縦軸目盛りは▲1 兆円から 3 兆円までとなっており、価値付加金額上位 5 社までは 3 兆円を超えるため棒グラフの上部が表示されていないことに注意いただきたい。



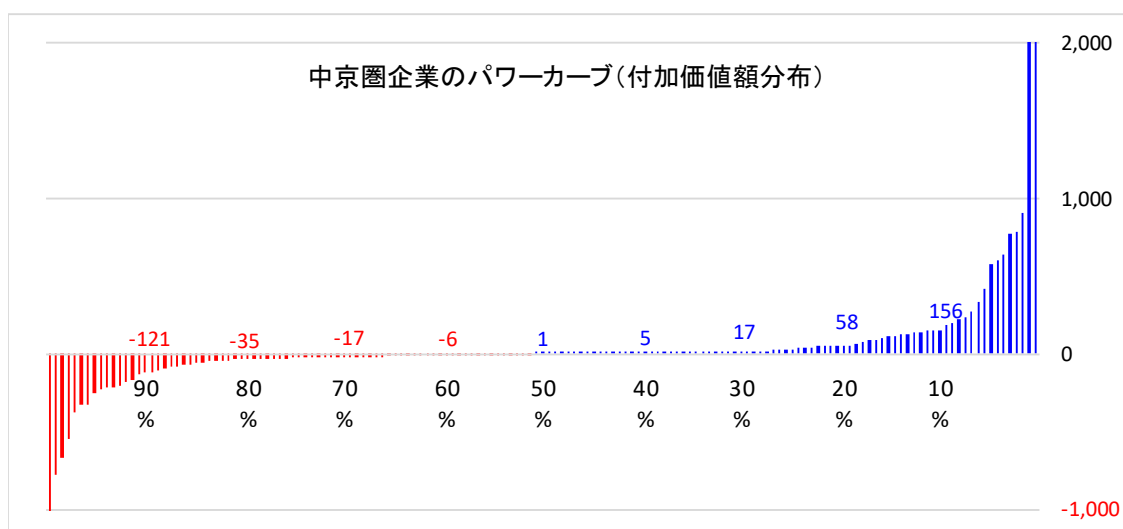
順位	コード	社名	純資産額	価値毀損	順位	コード	社名	純資産額	価値付加
375	8233	高島屋	415	-221	1	6861	キーエンス	2,053	14,858
376	5214	日本電気硝子	512	-228	2	6594	日本電産	1,185	6,494
377	6473	ジェイテクト	573	-232	3	6367	ダイキン工業	1,800	5,425
378	8367	南都銀行	304	-240	4	7974	任天堂	1,979	4,783
379	9532	大阪瓦斯	1,132	-339	5	6981	村田製作所	2,193	3,915
380	8366	滋賀銀行	544	-444	6	6869	シスメックス	325	2,698
381	5802	住友電気工業	1,708	-518	7	7309	シマノ	588	2,340
382	5406	神戸製鋼所	793	-558	8	4612	日本ペイントHD	932	1,962
383	8369	京都銀行	1,173	-785	9	6645	オムロン	652	1,637
384	9503	関西電力	1,785	-791	10	4507	塩野義製薬	914	1,509

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

価値付加額の域内トップはキーエンスで 14.9 兆円であった（キーエンスは日本 1 位でもある）。上位 10 社にはキーエンスをはじめとする大阪企業（他にダイキン工業、シマノ、日本ペイント HD、塩野義製薬）が 5 社、日本電産をはじめとする京都企業（他に任天堂、村田製作所、オムロン）が 4 社を占めた。兵庫県が本拠地のシスメックスが 6 位であった。大阪、京都、兵庫以外の 3 県では滋賀県のタカラバイオの付加価値額 2,600 億円（域内 32 位）が際立っていた。

2) 中京圏 155 社

中京圏のパワーカーブは、この地域では価値付加額合計（青色部分の面積）が価値毀損額合計（赤色部分の面積）よりもやや大きいことを示している。付加価値額がほぼ 0 となっている企業は上から 51% の位置にあり、企業数としては価値付加企業の方がやや多い。域内企業の 6 割は下位 20%（上位から 80%）の▲350 億円から上位 20% の 580 億円の間に入っている。なお、縦軸目盛りは▲1 兆円から 2 兆円までとなっており、価値付加金額上位 2 社と下位 1 社について棒グラフの一部が表示されていないことに注意いただきたい。



順位	コード	社名	純資産額	価値毀損
146	8522	名古屋銀行	264	-218
147	9076	セイノーHD	486	-224
148	8361	大垣共立銀行	327	-247
149	8368	百五銀行	409	-325
150	7380	十六FG	406	-327
151	9022	東海旅客鉄道	3,755	-371
152	7259	アイシン	1,778	-540
153	8355	静岡銀行	1,183	-669
154	6201	豊田自動織機	3,819	-775
155	9502	中部電力	2,075	-1,154

順位	コード	社名	純資産額	価値付加
1	7203	トヨタ自動車	28,989	4,102
2	6902	デンソー	4,153	2,432
3	6965	浜松ホトニクス	252	903
4	7951	ヤマハ	438	781
5	6586	マキタ	710	779
6	7747	朝日インテック	105	643
7	4062	イビデン	340	608
8	7269	スズキ	1,765	578
9	6465	ホシザキ	254	416
10	4732	ユー・エス・エス	226	338

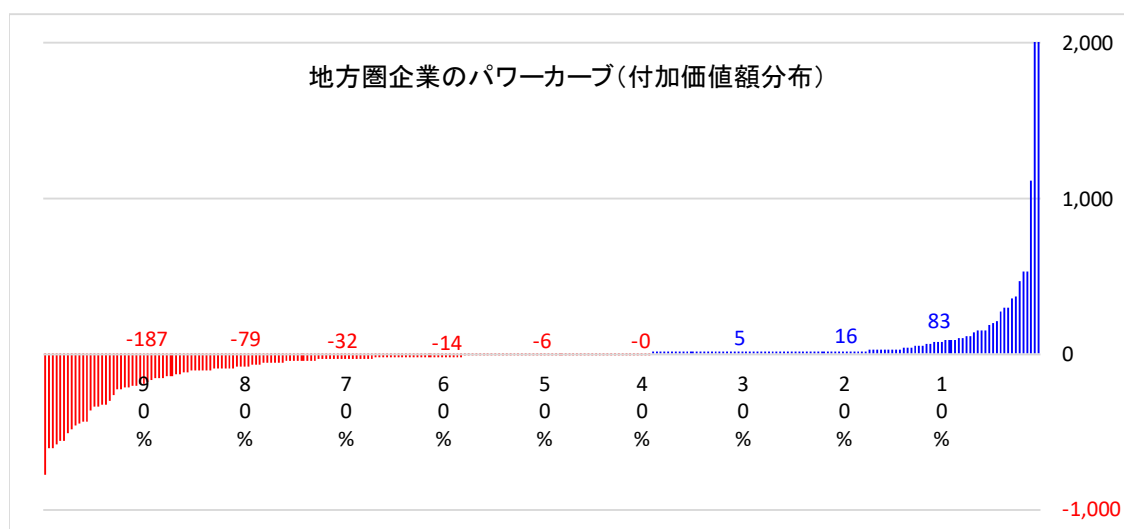
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

価値付加額 1 位はトヨタ自動車の 4.1 兆円で、これは日本国内では 16 位であった（時価総額では 33.1 兆円で国内 1 位）。2 位のデンソーも 2.4 兆円と 1 兆円を超えている。10 位以内では浜松ホトニクス、ヤマハ、スズキの 3 社が静岡県、イビデンが岐阜県で、他の 6 社は愛知県だった。三重県の 1 位はジャパンマテリアで価値付加額は域内 21 位の 1,300 億円であった。

価値毀損額では中部電力の▲1.2 兆円が抜きんでていた。

3) 地方圏 266 社

地方圏のパワーカーブは、この地域では上位 3 社を除けば、価値毀損額合計（赤色部分の面積）が価値付加額合計（青色部分の面積）よりもやや大きいことを示している。付加価値額がほぼ 0 となっている企業は上から 39% の位置にあり、企業数でも価値毀損企業が価値付加企業より 1.5 倍多い。域内企業の 6 割は下位 20%（上位から 80%）の▲790 億円から上位 20% の 160 億円の間に入っている。なお、縦軸目盛りは▲1 兆円から 2 兆円までとなっており、価値付加金額上位 2 社は 2 兆円を超えたため棒グラフの一部が表示されていないことに注意いただきたい。



順位	コード	社名	純資産額	価値毀損	順位	コード	社名	純資産額	価値付加
257	9506	東北電力	844	-447	1	9983	ファーストリテイリング	1,212	6,497
258	8341	七十七銀行	550	-455	2	6954	ファナック	1,549	3,170
259	7189	西日本FHD	597	-485	3	6506	安川電機	282	1,122
260	8377	ほくほくFG	613	-503	4	3349	コスモス薬品	179	530
261	8418	山口FG	722	-551	5	5332	TOTO	409	527
262	7180	九州FG	736	-552	6	6967	新光電気工業	176	471
263	8385	伊予銀行	762	-582	7	3391	ツルハHD	266	372
264	8354	ふくおかFG	982	-607	8	6005	三浦工業	166	360
265	7261	マツダ	1,208	-608	9	6966	三井ハイテック	60	305
266	8359	八十二銀行	969	-774	10	8919	カチタス	32	297

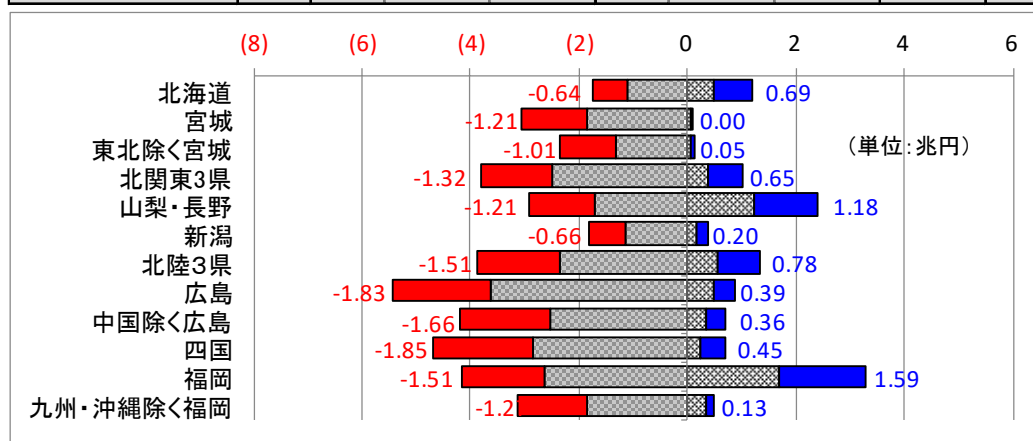
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

地方圏の価値付加額合計は 17 兆 2,520 億円、価値毀損額合計は▲15 兆 6,770 億円で合計するとプラスであった。しかし、上位の 3 社でいずれも価値付加額が 1 兆円を超える山口県のファーストリテイリング、山梨県のファナック、福岡県の安川電機を除くと、地方圏の価値付加額合計は 6 兆 4,630 億円と激減し、価値毀損額を大きく下回る。

なお、価値毀損が大きい企業は 10 社中 8 社が銀行であった。

次ページでは地方圏 33 県（東日本 10 県、中部 6 県、中国・四国 9 県、九州・沖縄 8 県）を 12 の地域に再編し、3 社を除いて付加価値状況を確認した。

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		
北海道	17	8	1,114	-642	9	485	688	46	1.03
宮城	10	8	1,867	-1,207	2	47	4	-1,202	0.37
東北除く宮城	17	13	1,339	-1,013	4	67	51	-962	0.32
北関東3県	26	16	2,494	-1,323	10	363	649	-674	0.76
山梨・長野	25	10	1,703	-1,212	15	1,225	1,183	-29	0.99
新潟	17	11	1,157	-656	6	175	198	-458	0.66
北陸3県	37	24	2,354	-1,510	13	559	775	-735	0.75
広島	21	14	3,619	-1,831	7	492	386	-1,445	0.65
中国除く広島	22	15	2,531	-1,657	7	329	359	-1,298	0.55
四国	20	16	2,846	-1,848	4	242	446	-1,401	0.55
福岡	38	19	2,651	-1,505	19	1,694	1,588	83	1.02
九州・沖縄除く福岡	13	8	1,844	-1,273	5	340	134	-1,138	0.48
総計	263	162	25,521	-15,677	101	6,018	6,463	-9,214	0.71



(注) ファナック、ファーストリテイリング、安川電機は除いている

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

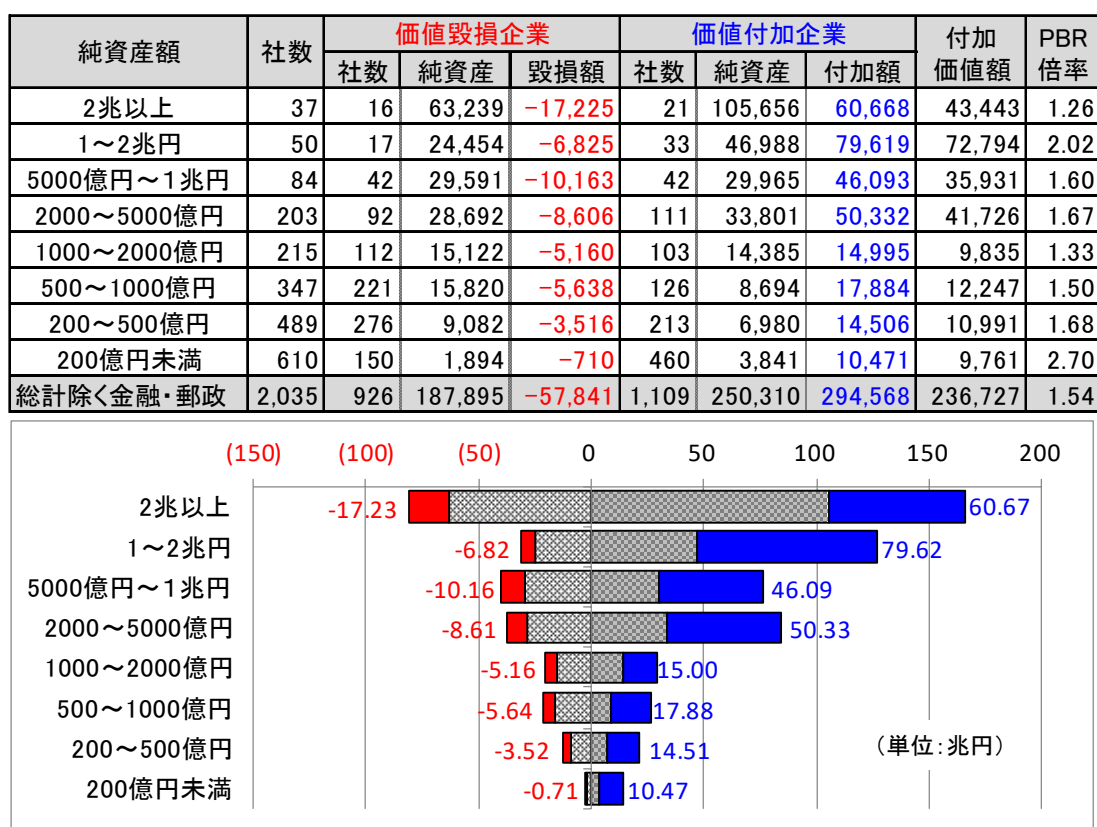
付加価値額（価値毀損額と価値付加額の合計）がプラスだったのは北海道と福岡だけであるが、両方とも1,000億円に届いていない。価値付加企業数が価値毀損企業数を上回っていたのは北海道と山梨・長野だけだった。福岡は安川電機以外でも価値付加額が3,000億円を上回る企業が3社あった。

各地域での価値付加額1位および高位の企業を紹介する。

北海道ではツルハHDの3,722億円、宮城県ではフジ・コーポレーションの43億円、東北除く宮城では幸楽苑HD（福島県）の206億円、北関東3県ではカチタス（群馬県）の2,966億円とマニー（栃木県）の1,530億円、山梨・長野では新光電気工業（長野県）の4,706億円と富士急行（山梨県）の2,165億円、新潟ではスノーピークの1,065億円、北陸3県ではゴールドウイン（富山県）の2,680億円とクスリのアオキHD（石川県）の1,534億円、広島ではエフピコの1,987億円とローツェの1,511億円、中国除く広島では寿スピリッツ（鳥取県）の1,915億円、四国では三浦工業（愛媛県）の3,599億円、福岡ではコスモス薬品の5,300億円とTOTOの5,269億円と三井ハイテックの3,046億円、九州・沖縄除く福岡では久光製薬（佐賀県）の751億円であった。

4. 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を確認する。なお、金融4業種と日本郵政は除いている。企業規模のクラス分け変数として時価総額を使うという考えもあるかもしれないが、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る。このため企業規模と付加価値額の間をみるために時価総額をクラス分け変数とするのは適切とはいえない。そこで、企業規模のクラス分け変数として株価を含まない純資産額を使ってみた結果が次の図表である。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

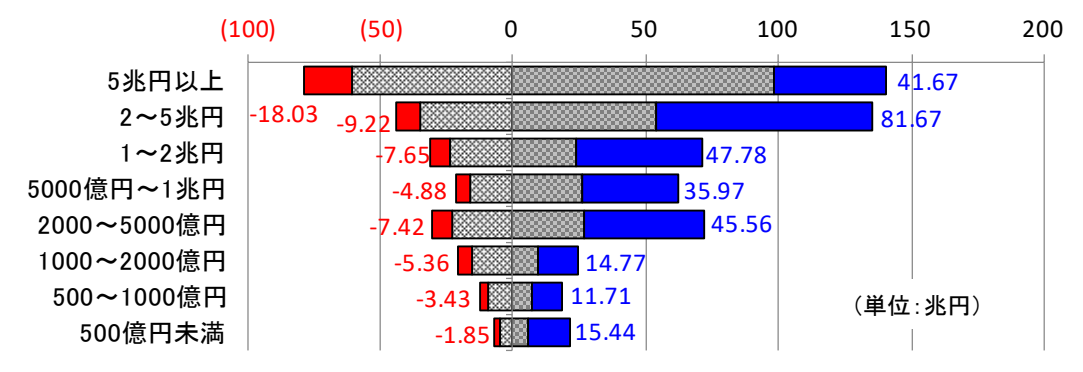
純資産額と付加価値額の関係についての統計の特徴は以下のとおりである。

- 純資産額と比べて付加価値額が大きいのは純資産額が1～2兆円のクラスと200億円未満のクラスで、PBRはそれぞれ2.02と2.70であった。価値付加企業に限定するとPBRはそれぞれ2.69と3.73になる。
- 純資産額が2兆円以上ある超大企業はPBRが1.26と最も低調であった。
- 社数については、規模上位4クラスでは価値付加企業数は価値毀損企業数よりも多いか同じであった。「1000～2000億円」クラス以下の3クラスでは価値毀損企業数が価値付加企業数よりも多かった。最小規模の200億円未満クラスでは再び逆転し、価値毀損企業の150社と比べて価値付加企業は460社と3倍以上の社数であった。

- 純資産額 200 億円未満の企業の平均純資産額は 94 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くなっている可能性も排除できない。
- 前回レポートでは、純資産額が 200 億円未満の企業に限定して PBR と浮動株比率の関係を調べたが、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た。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 の企業の割合が高かった。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。

規模の指標として純資産額の代わりに総資産額を使った場合の規模と付加価値額の関係は次の図表のようになる。

総資産額	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		
5兆円以上	38	17	60,687	-18,026	21	98,502	41,672	23,647	1.15
2~5兆円	63	28	34,658	-9,219	35	53,469	81,669	72,450	1.82
1~2兆円	73	38	23,755	-7,646	35	23,422	47,776	40,129	1.85
5000億円~1兆円	110	46	16,255	-4,880	64	26,025	35,973	31,094	1.74
2000~5000億円	282	134	22,838	-7,424	148	26,708	45,556	38,132	1.77
1000~2000億円	312	195	15,499	-5,364	117	9,324	14,767	9,403	1.38
500~1000億円	381	214	9,228	-3,430	167	7,012	11,709	8,280	1.51
500億円未満	776	254	4,974	-1,852	522	5,848	15,445	13,592	2.26
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

最大規模の 5 兆以上のクラスで付加価値比率が小さく、1 兆円から 2 兆円の間の大企業が比較的大きな価値付加を実現していた。純資産額と同様に最小規模の 500 億円未満のクラスの付加価値比率（PBR）が最も高かった。

5. 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4つである。

- ① 現金・短期資産比率（現金比率）： 現金・短期資産を総資産で除して算出
- ② 長期投資比率（長投比率）： 長期投資を総資産で除して算出
- ③ 研究開発比率（研開比率）： 研究開発費を売上高で除して算出
- ④ 無形資産・のれん比率（無形+比率）比率： 無形資産とのれんの合計を総資産で除して算出

これらの指標は2021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、2021年内の決算データがまだ利用できないケース（例えば一部の12月決算企業）については2020年内の決算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2,035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
現金比率	1.00	-0.13	0.01	-0.05
長投比率	-0.13	1.00	0.07	-0.09
研開比率	0.01	0.07	1.00	0.10
無形+比率	-0.05	-0.09	0.10	1.00

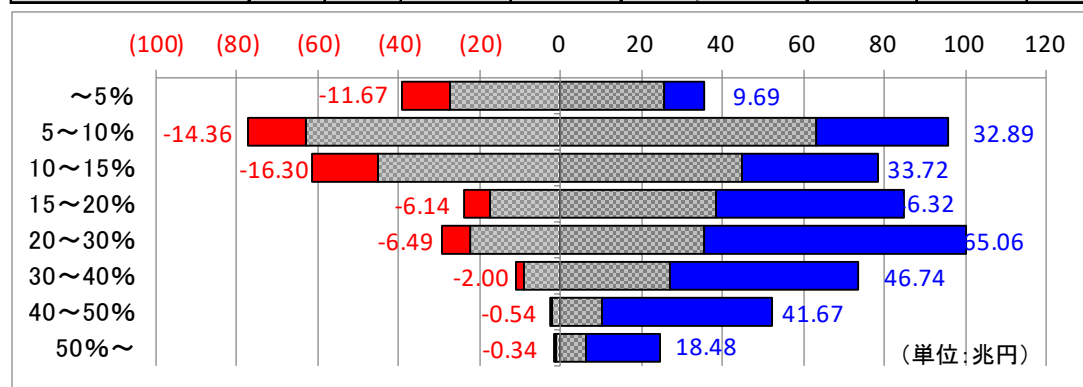
[出所] FactSETデータベースより筆者が計算、2021年12月30日現在

これらの4指標の間の相関係数は絶対値で0.13以内である。相互の説明力（ R^2 ）は1.7%以内で、ほとんど相関がないと認められよう。なお、無形資産/総資産比率とのれん/総資産比率の相関は0.86と高い相関が認められたため、無形資産とのれんを合計して総資産で除す指標を計算して一本化した（指標④）。

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。40%～50%のクラスと50%以上のクラスで逆転はあるとはいえ、この傾向は微妙なものではなく明確なものである。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。これらは前々回および前回のレポートと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%	103	57	27,358	-11,666	46	25,523	9,688	-1,978	0.96
5～10%	273	172	62,896	-14,364	101	63,017	32,888	18,524	1.15
10～15%	303	183	45,329	-16,299	120	44,699	33,724	17,426	1.19
15～20%	292	165	17,696	-6,144	127	38,483	46,316	40,172	1.72
20～30%	466	208	22,589	-6,494	258	35,179	65,062	58,568	2.01
30～40%	262	90	8,882	-1,996	172	26,896	46,740	44,744	2.25
40～50%	164	33	1,955	-537	131	10,395	41,668	41,131	4.33
50%～	172	18	1,189	-342	154	6,118	18,482	18,141	3.48
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、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285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
化学	6	446	1,066	3.39	49.8%	4.6%	2.8%	4.7%
機械	6	1,894	3,916	3.07	48.8%	5.7%	2.9%	1.0%
電気機器	10	2,644	15,447	6.84	47.9%	8.4%	4.2%	2.0%
情報・通信業	116	3,645	11,458	4.14	57.5%	8.2%	1.6%	5.9%
卸売業	9	199	355	2.78	53.4%	4.1%	0.3%	2.1%
小売業	20	1,990	8,464	5.25	47.7%	3.0%	0.1%	4.0%
不動産業	5	45	73	2.61	53.6%	1.6%	0.0%	6.7%
サービス業	87	1,646	10,731	7.52	57.4%	5.3%	0.1%	6.8%
その他業種	26	4,003	8,641	3.16	51.7%	4.5%	3.0%	3.7%
小計(高現金)	285	16,513	60,150	4.64	55.4%	6.2%	1.2%	5.5%
小計(低現金)	824	233,797	234,418	2.00	20.8%	7.4%	1.8%	10.1%
価値付加社計	1,109	250,310	294,568	2.18	29.7%	7.1%	1.6%	8.9%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、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87社が圧倒的に多い。そして小売業の20社、電気機器の10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26社であった。「小計(高現金)」の行は現金比率が高い285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%

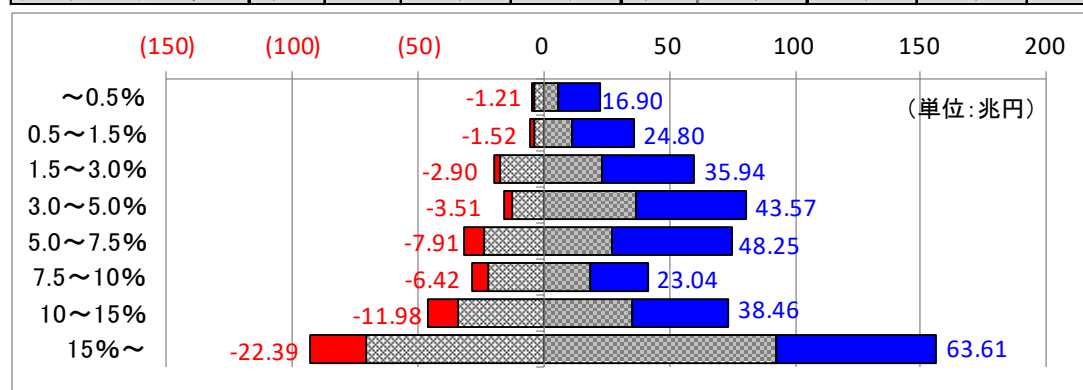
未満の価値付加企業824社の財務比率と、両方合わせた全社の財務比率も示した。「価値付加社計」は金融・日本郵政を除く東証一部のうち価値付加企業である1,109社の集計結果である。

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2.9倍であるが、純資産額では14.2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55.4%と高く、低現金比率企業の平均20.8%の2.7倍である。低現金比率企業の現金比率は一年前には13.0%だったので大幅な底上げになっている。研究開発比率と無形資産・のれん比率は高現金比率企業の方が低現金比率企業と比べて3分の2から半分程度と低い水準である。長期投資比率は高現金比率企業の方がやや低い程度である。全体的な傾向として、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性は情報・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%	199	48	3,546	-1,209	151	5,838	16,902	15,693	2.67
0.5～1.5%	196	55	4,248	-1,520	141	11,321	24,803	23,283	2.50
1.5～3.0%	267	104	17,088	-2,895	163	23,477	35,936	33,041	1.81
3.0～5.0%	292	130	12,450	-3,511	162	36,846	43,572	40,062	1.81
5.0～7.5%	280	143	23,747	-7,910	137	26,896	48,251	40,342	1.80
7.5～10%	203	108	22,136	-6,422	95	18,111	23,036	16,614	1.41
10～15%	289	170	33,906	-11,982	119	35,075	38,460	26,478	1.38
15%～	309	168	70,775	-22,393	141	92,745	63,607	41,214	1.25
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



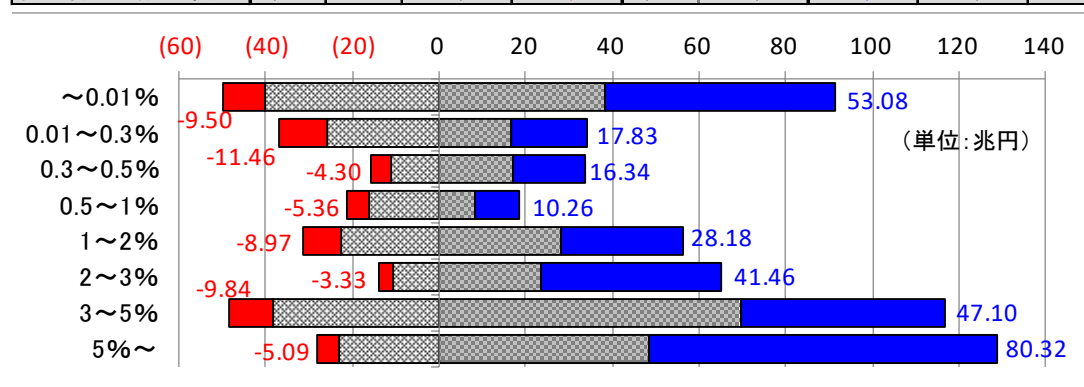
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

これらの395社は純資産額と社数をみると相対的に小型企業であることが分かる。長期投資比率が1.5～7.5%の中位水準の企業もPBRは1.8程度と高めであったが、長期投資比率が7.5%以上という高めの企業のPBRは1.2～1.4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、若干、奇異な印象であるが、日本では投資を必要としないビジネスの方が価値を生む企業社会になっているということだろうか。

3) 研究開発比率

研究開発比率では、比率が高い企業群の方が低い企業群よりもPBRが高い傾向にあることが確認された。ただし明確な傾向とはいいいがたく、2～3%および5%以上の企業群のPBRは2を超えているものの、3～5%の企業群のPBRは全体平均よりも低いという結果であった。

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%	728	267	40,220	-9,496	461	38,499	53,079	43,583	1.55
0.01～0.3%	264	124	25,688	-11,459	140	16,457	17,832	6,373	1.15
0.3～0.5%	115	57	11,204	-4,296	58	17,217	16,336	12,040	1.42
0.5～1%	180	110	15,999	-5,359	70	8,362	10,261	4,901	1.20
1～2%	238	127	22,425	-8,971	111	28,027	28,175	19,204	1.38
2～3%	148	83	10,634	-3,326	65	23,723	41,464	38,138	2.11
3～5%	192	96	38,433	-9,844	96	69,585	47,097	37,253	1.34
5%～	170	62	23,293	-5,090	108	48,441	80,324	75,234	2.05
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54

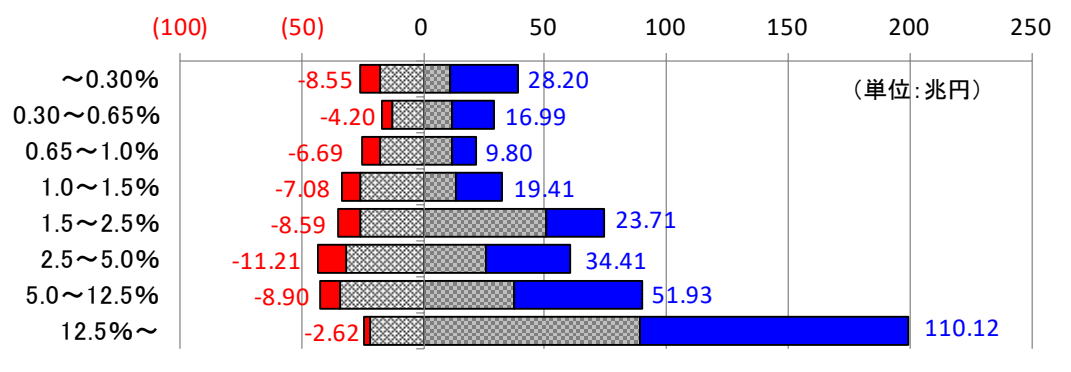


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

4) 無形資産・のれん比率

無形資産ののれん比率では12.5%以上の企業群が最もPBRが高かった。全体的傾向として、PBRは5%以上の企業と0.30%以下の企業で高く、中間のクラスでは低いという二極分化傾向が見られる結果となった。

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%	247	135	17,548	-8,551	112	11,038	28,202	19,651	1.69
0.30～0.65%	279	160	12,953	-4,196	119	12,021	16,986	12,791	1.51
0.65～1.0%	207	126	18,077	-6,694	81	11,488	9,801	3,108	1.11
1.0～1.5%	241	133	25,834	-7,081	108	13,080	19,408	12,328	1.32
1.5～2.5%	239	120	26,144	-8,589	119	50,504	23,708	15,119	1.20
2.5～5.0%	304	126	31,723	-11,212	178	26,019	34,413	23,201	1.40
5.0～12.5%	274	84	33,722	-8,898	190	37,507	51,926	43,028	1.60
12.5%～	244	42	21,894	-2,622	202	88,654	110,123	107,501	1.97
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は10億円

ただし、社数でみると、2.5%以下のクラスでは価値毀損企業の方が多く、2.5%以上のクラスでは価値付加企業の方が多い。特に12.5%以上のクラスでは全244社のうち、202社が価値付加企業であった。数は多く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。

6. 企業統治クラス別統計

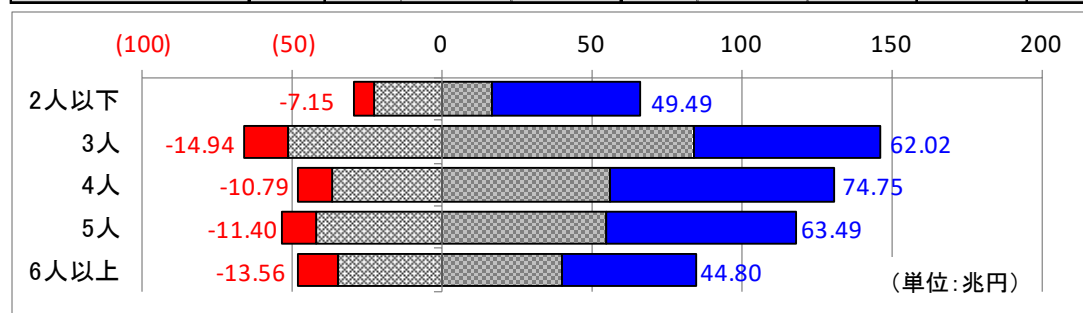
本節では企業統治関連のテーマでクラス分けして各企業群の付加価値水準を測定した。テーマは取締役人数、統治形態、外国人持株比率、親子会社の4つである⁹。なお、対象企業から金融4業種と日本郵政は除いている。

1) 取締役人数

次の2つの図表は、独立社外取締役人数と取締役人数について、付加価値状況を確認したものである。人数でみると独立社外取締役では2人以下、取締役では6人以下が最も付加価値比率（PBR）が高い。独立社外取締役については3人のところで最もPBRが低くなっているが、これを除けば人数が増えるほどにPBRが低下する。取締役については人数が増えるで一貫してPBRが低下している。

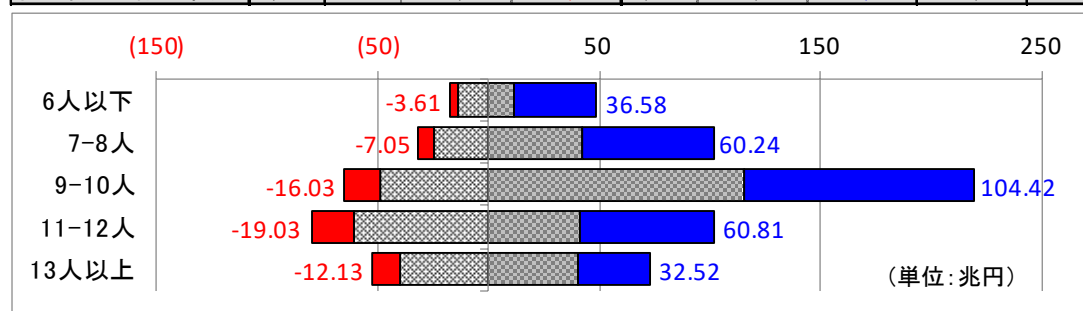
⁹ 親子会社を除く3つについてはQuick社の「QuickKnowledge 特設サイト」にある「社外取締役モニタ」よりデータを取得した

独立社外取締役	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人以下	559	285	22,525	-7,150	274	16,523	49,491	42,341	2.08
3人	702	322	51,550	-14,937	380	83,880	62,025	47,088	1.35
4人	458	203	37,075	-10,794	255	55,996	74,754	63,960	1.69
5人	206	75	42,174	-11,400	131	54,304	63,495	52,094	1.54
6人以上	110	41	34,571	-13,560	69	39,608	44,804	31,244	1.42
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

取締役	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		
6人以下	390	157	13,314	-3,606	233	12,003	36,583	32,977	2.30
7-8人	559	250	24,546	-7,051	309	41,972	60,236	53,185	1.80
9-10人	640	308	49,220	-16,027	332	114,918	104,419	88,393	1.54
11-12人	293	142	60,611	-19,031	151	41,047	60,814	41,784	1.41
13人以上	153	69	40,203	-12,127	84	40,371	32,515	20,388	1.25
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



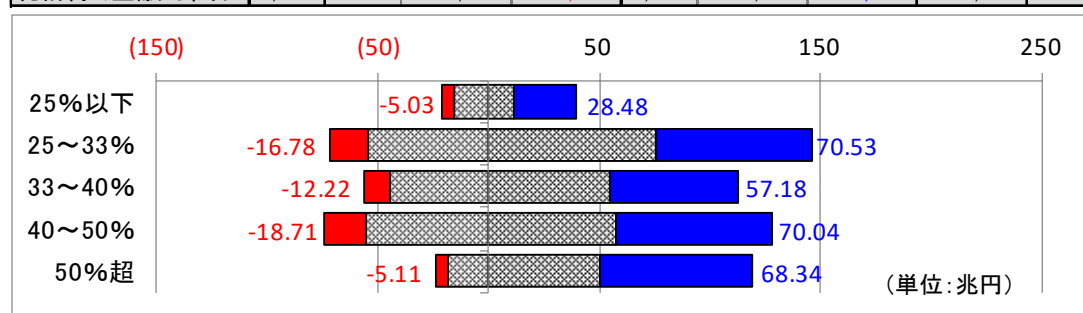
[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

次の図表は独立社外取比率（独立社外取締役人数÷取締役人数）について見たものである。PBRは50%超で最も高く1.92となっており、次に高いのは25%以下の1.88である。25%から50%の間ではいずれも1.4台と低めであった。

これらの3つの図表から取締役も独立社外取締役も人数が少なく、独立社外取比率は高いか低いかのどちらかの場合に付加価値比率が高くなっていることが確認された。大変興味深い結果といえよう。独立社外取締役が2人以下、取締役が6人以下、独立社外取比率が25%以下か50%超という条件をすべて満たす企業は23社あり、この中で価値付加額が200億円以上の企業を調べてみると5社しかなかった。純資産額が最大だったのは三谷セ

キサンの 930 億円で、他はいずれも 500 億円未満の小型株であった。独立社外取比率が 50%超の企業は 2 社あった（いずれも取締役が 3 人で独立社外取締役は 2 人）が、1 社は価値毀損状態で、もう 1 社は価値付加額が 29 億円しかない企業であった。

独立社外取比率	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		
25%以下	253	134	15,503	-5,031	119	11,131	28,481	23,450	1.88
25～33%	644	339	54,364	-16,783	305	75,731	70,530	53,747	1.41
33～40%	453	201	44,191	-12,217	252	55,116	57,178	44,961	1.45
40～50%	475	201	55,510	-18,705	274	57,923	70,036	51,331	1.45
50%超	210	51	18,327	-5,105	159	50,410	68,344	63,239	1.92
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

コード	社名	独立社外取	取締役	純資産額	価値付加額	PBR
5273	三谷セキサン	1	6	93.0	89.3	1.96
3694	オプティム	1	5	4.6	86.1	19.76
3926	オープンドア	1	4	6.5	64.3	10.93
6533	Orchestra Holdings	1	5	4.3	35.3	9.20
9887	松屋フーズホールディングス	1	5	40.9	27.6	1.68

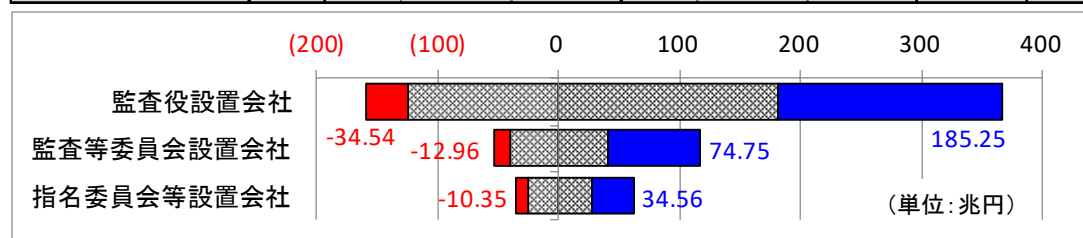
[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

2) 統治形態

次の図表は統治形態別に見た付加価値状況である。3つの統治形態のうち、付加価値比率（PBR）が最も高かったのは監査等委員会設置会社の 1.76 であった。従来型の監査役設置会社と指名委員会等設置会社は共に市場全体平均の 1.54 を下回っている。

監督と経営の分離が最も進んでいるとされる指名委員会等設置会社はいまだに 52 社しかなく、高い付加価値創造に結びついていないように見えるだろう。しかし、社数でみると価値付加が 37 社で価値毀損の 15 社の倍以上になっており、この比率は他の 2 つの統治形態よりも高い。価値付加企業 37 社に限定すると PBR は 2.25 である。価値毀損企業のうち、日産自動車、本田技研工業、東京電力 HD の 3 社の価値毀損額が大きく、3 社を合わせると毀損額は 8.14 兆円にも達する。この 3 社を除くと投下資金額は 35.51 兆円、付加価値額は 32.35 兆円で PBR は 1.91 になり市場全体平均を大きく上回る。

企業統治形態	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		
監査役設置会社	1,274	607	123,905	-34,536	667	180,907	185,254	150,718	1.49
監査等委員会設置会社	709	304	39,247	-12,955	405	41,674	74,750	61,795	1.76
指名委員会等設置会社	52	15	24,743	-10,350	37	27,728	34,564	24,214	1.46
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54

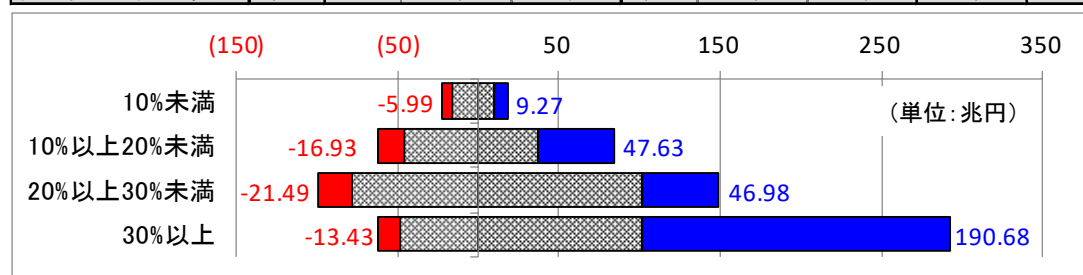


[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

3) 外国人持ち株比率

一般に外国人持株比率が高いほど企業統治に関する要求水準が高まるとされる。次の図表は外国人持株比率を4段階に分けて付加価値状況を確認したものである。

外国人持株比率	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		
10%未満	837	404	16,123	-5,988	433	9,403	9,271	3,283	1.13
10%以上20%未満	581	297	45,509	-16,935	284	36,999	47,635	30,700	1.37
20%以上30%未満	348	167	77,439	-21,490	181	102,371	46,980	25,490	1.14
30%以上	269	58	48,823	-13,429	211	101,537	190,683	177,254	2.18
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



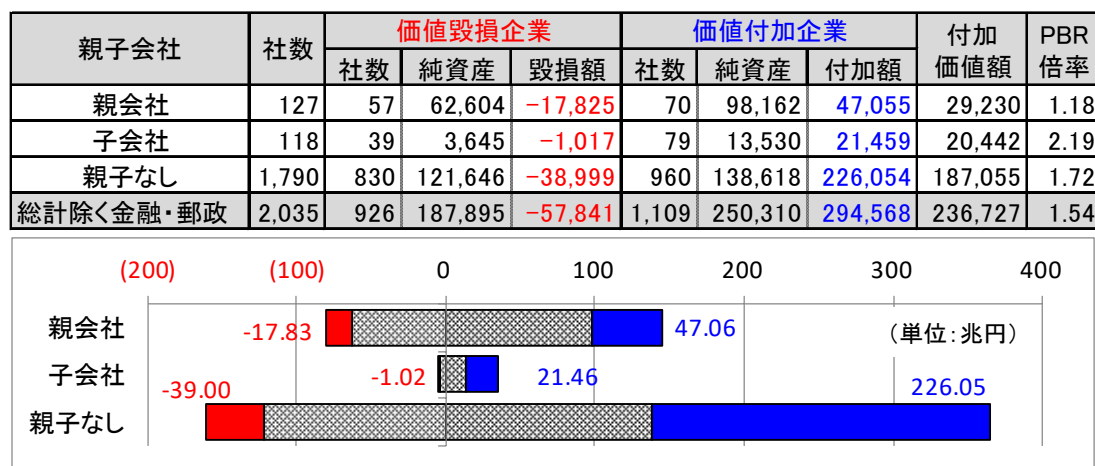
[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

30%未満と30%以上で大きく明暗が分かれている。30%以上のクラスでは社数は269社と総計の13%しかないが、付加価値額は177.3兆円と総計の75%を占めている。価値付加社数と価値毀損社数を比べてみても、30%未満のクラスでは同数に近いが、30%以上のクラスでは3.6倍である。価値付加企業に限定してみると20%以上30%未満クラスと30%以上クラスでは純資産額は約102兆円とほぼ同じ規模であるが、付加価値額は前者の47.0兆円に対して後者は190.7兆円と約4倍である。このように外国人持株比率が高いほど付加価値額が高くなる傾向があるといえよう。

4) 親子上場

親子上場については、Wikipedia 情報¹⁰に依ったが、上場している子会社あるいは孫会社を持つ東証一部上場企業を「親会社」とし、上場親会社が存在する東証一部上場企業を「子会社」とした。該当する親会社は 127 社、子会社は 118 社であった。なお、上場親会社と上場子会社を同時に持つ上場会社は「子会社」に分類した。

親子関係に関する企業の付加価値状況は次の図表のとおりとなった。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

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、価値創造に支障をきたす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 2.19 で他の親子なし企業 (1.72) よりもかなり高い。逆に親会社の方の PBR が 1.18 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結果なのか、あるいは経営の自由度に制約を受けながらも本体内にいるよりも子会社の方がまだ自由度が高いということなのだろうか。

¹⁰ 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ある

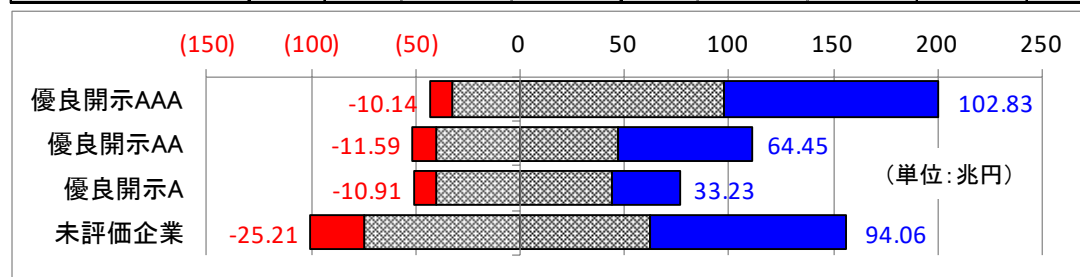
7. IR・開示クラス別統計

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によって企業の付加価値が異なってくるかを検証した。

1) アナリスト評価

企業のディスクロージャー全般の優良さを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」¹¹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、独自に定めたビジネス種類別の17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283社となっている。本稿では銀行と保険・証券・その他金融セクターを除いた15セクター260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¹²を算出した。その上で、全260社のZスコアの上位3分の1を「優良開示AAA」、次の3分の1を「優良開示AA」、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付加価値比率（PBR）を計算した。PBRでみるとAAA、AA、Aの順番通りになっていることが確認された。しかし、優良開示の一角であるはずのAのPBRは1.27で、未評価企業（評価対象外の企業）の1.50よりも顕著に低い水準であった。結果的に金融・日本郵政除く全社平均の1.54にも劣後する水準となっていた。

優良開示	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AAA	85	22	32,561	-10,137	63	97,518	102,828	92,691	1.71
優良開示AA	88	30	40,289	-11,587	58	46,995	64,450	52,863	1.61
優良開示A	87	36	39,972	-10,911	51	43,700	33,232	22,321	1.27
開示評価企業計	260	88	112,821	-32,636	172	188,212	200,510	167,875	1.56
未評価企業	1,775	838	75,073	-25,206	937	62,098	94,058	68,852	1.50
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] 日本証券アナリスト協会およびFactSetのデータより筆者が計算
2021年第4四半期、表の金額は10億円

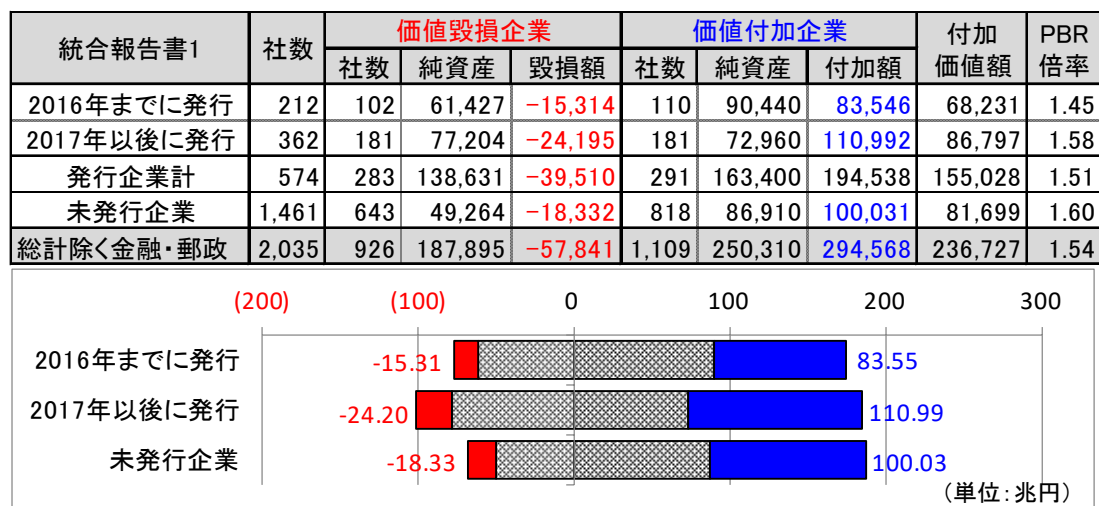
¹¹ 2021年度版は証券アナリスト協会から2021年10月に発行されている。2020年度版では18セクターであったが、2021年度版では機械セクターが評価対象外となって17セクターであった。なお、ビジネス種類別以外に「新興市場銘柄」と「個人投資家向け情報提供」というセクターを設けて評価を実施しているが、本稿ではこの2セクターは除外している

¹² 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

2) 統合報告書

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・ラボの公表資料¹³に基づき、その評価については資産運用会社によるものを利用した。

最初に統合報告書の発行開始年に基づいて企業のクラス分けを行った。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体は 716 である。東証一部上場で金融・日本郵政を除く企業に限定すると 574 社であった。これらの企業を 2016 年以前から発行している企業、2017 年から 2021 年までの間に発行を開始した企業、および未発行の企業の 3 つに分けて付加価値状況を測定した結果は次の図表のとおりであるが、予想外の結果となった。PBR は 2016 年以前発行開始企業が 1.45、2017 年以降発行開始企業が 1.58 となり、共に未発行企業の 1.60 を下回った。統合報告書の発行だけでは市場から高く評価されることにならないようである。



[出所] 企業価値レポーティング・ラボおよびFactSetのデータより筆者が計算
2021年第4半期、表の金額は10億円

次に高評価の統合報告書の付加価値状況を確認する。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。2021 年度の依頼では、各々77 社と 100 社が選ばれた¹⁴。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¹⁵を算出し、その点数の上位企業を GPIF-AAA クラス、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

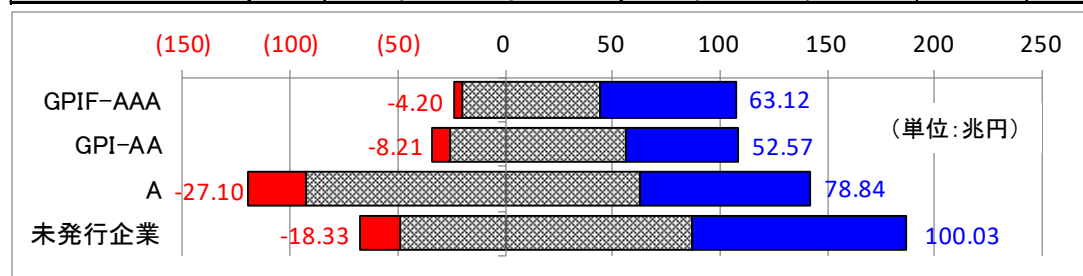
¹³ 企業価値レポーティング・ラボ、「日本の持続的成長を支える統合報告の動向 2021」、2022 年 2 月 2 日

¹⁴ 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」、2022 年 2 月 7 日

¹⁵ 企業ごとに「優れた統合報告書」の獲得票数を 2 倍し「改善度の高い統合報告書」の獲得票数を 1 倍して合計したものを総合評価点とし、3 点以上の企業を AAA、1 点ないし 2 点の企業を AA とした

としている)。AAA は 43 社、AA は 93 社となった。統合報告書を発行しているが GPIF 委託先運用機関から選定されなかった企業は A としたが該当企業は 438 社であった。

統合報告書2	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		
GPIF-AAA	43	9	19,960	-4,197	34	44,364	63,125	58,928	1.92
GPI-AA	93	34	25,893	-8,211	59	56,073	52,568	44,357	1.54
A	438	240	92,778	-27,102	198	62,963	78,845	51,743	1.33
発行企業計	574	283	138,631	-39,510	291	163,400	194,538	155,028	1.51
未発行企業	1,461	643	49,264	-18,332	818	86,910	100,031	81,699	1.60
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] 企業価値レポート・ラボ、GPIFおよびFactSetのデータより筆者が計算
2021年第4四半期、表の金額は10億円

付加価値比率（PBR）を見ると AAA 企業は 1.92 で金融・郵政を除く全社平均の 1.54 を上回っていた。AA 企業は全体平均と同じ 1.54 で、運用機関から評価されなかった A 企業は 1.33 と、いずれも未発行企業の 1.60 を下回っている。最高評価の統合報告書を発行している 40 社程度の企業を除くと市場評価は高くないという結果であった。

3) 英文情報開示

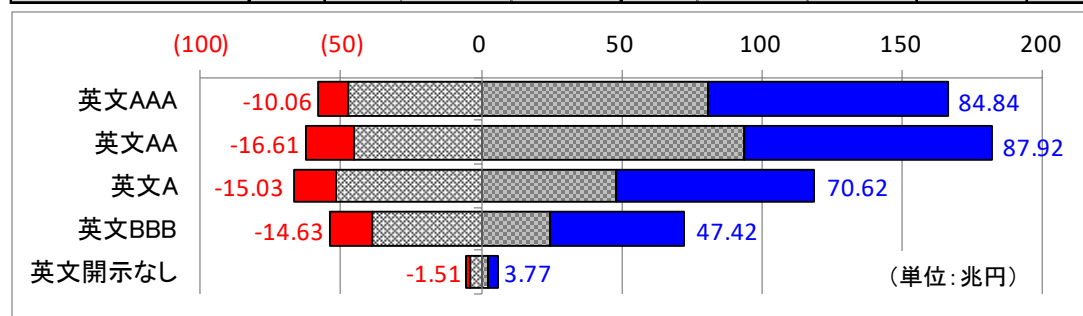
最後に英文開示と付加価値額の関係を検証した。東京証券取引所は 2019 年より上場会社に対して「英文開示実施状況調査」を行っている。2021 年度調査¹⁶によると英文開示実施率はプライム市場を選択した上場企業で 85.8%に達している。この調査報告ではすべての上場企業毎に、決算短信、適時開示、株主総会招集通知、計算書類、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、IR 資料について「英文で開示しているか否か、どこに開示しているか、いつ開示しているか」を一覧表にして情報公開している。本稿では金融・郵政を除く東証一部企業に限定してこれらの英文資料の開示状況を点数化した。満点企業を AAA とし、満点に満たない企業は得点が高い順に AA、A、BBB とクラス分けした¹⁷。AAA 企業は 110 社あり付加価値比率（PBR）は 1.58 であり、価値付加企業は 68 社で社数割合としては 62%であった。PBR でも価値付加企業数の割合でも総計を辛うじて上回

¹⁶ 東京証券取引所、「英文開示実施状況調査結果（2021 年度）の公表について」、2022 年 1 月 27 日

¹⁷ 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。満点の 9 点となった企業を AAA、7～8 点の企業を AA、4～6 点の企業を A、1～3 点の企業を BBB 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 233 社あった

ただけであった。AA企業のPBRは1.51とやや低めであったが、価値付加企業数の割合では68%と最も高いクラスになっていた。A企業もBBB企業も似たような特徴であるが、BBB以上の企業のPBRはいずれも英文開示のない233社の1.36と比べれば高位であった。

英文開示	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		
英文AAA	110	42	47,704	-10,057	68	81,204	84,839	74,782	1.58
英文AA	179	58	45,530	-16,615	121	93,804	87,917	71,302	1.51
英文A	480	202	51,723	-15,031	278	48,100	70,618	55,587	1.56
英文BBB	1,033	526	39,075	-14,629	507	24,846	47,423	32,795	1.51
英文開示有り計	1,802	828	184,031	-56,332	974	247,954	290,798	234,466	1.54
英文開示なし	233	98	3,864	-1,510	135	2,356	3,770	2,261	1.36
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] 東証およびFactSetのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

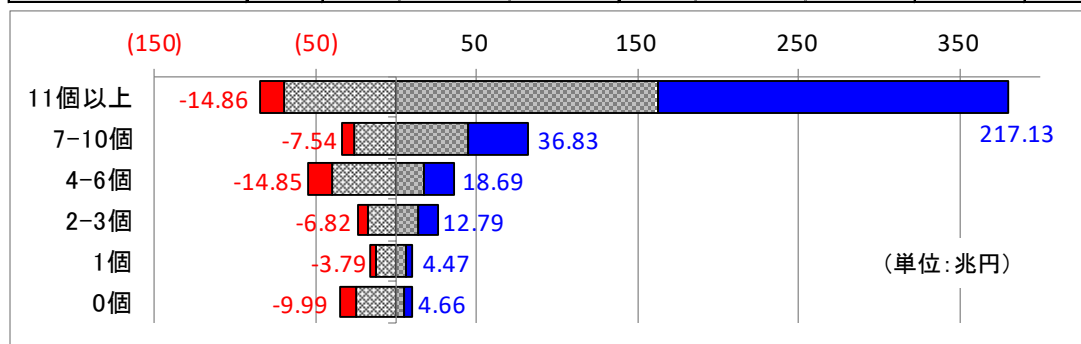
本節の統計からは、アナリストあるいは運用会社が最高位に評価する100社未満の開示資料発行企業を除いて、IRないし開示に積極的であることが必ずしも付加価値額・比率の大きさに結びつくものとなっていないように見える。しかし、このように単純にIRないし開示のレベルでクラス分けした結果だけを見て、そのように結論づけることはできないだろう。PBRの水準は、エクイティスプレッド（ROEと資本コストの差）と成長率スプレッド（資本コストと成長率の差）によって異なってくる。クラス別にこれらのスプレッドの平均的な水準が異なっている可能性が高く、これらのスプレッドによる影響を除去した後でPBRを比較しなければ公正な比較とは言えない。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が、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。

8. その他のクラス別統計

1) リサーチ深度

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	150	29	69,353	-14,856	121	163,194	217,131	202,275	1.87
7-10個	145	40	26,303	-7,540	105	45,431	36,831	29,291	1.41
4-6個	228	80	39,028	-14,847	148	17,224	18,686	3,839	1.07
2-3個	321	104	16,944	-6,823	217	13,571	12,794	5,971	1.20
1個	336	148	11,835	-3,789	188	5,789	4,469	679	1.04
0個	855	525	24,433	-9,986	330	5,102	4,658	-5,328	0.82
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



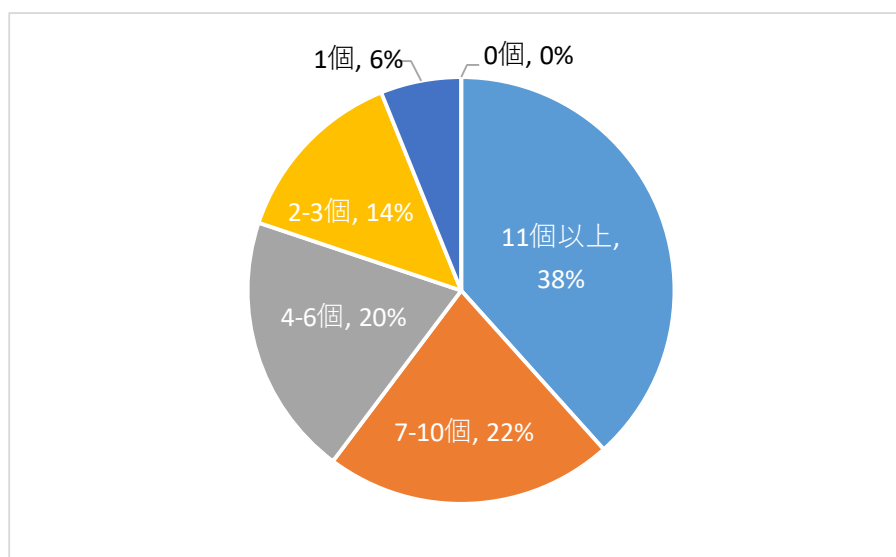
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

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付加価値比率（PBR）が高く、業績予想数が減るにつれてPBRが低下していく傾向が見られる。
- 業績予想数が11個以上ある企業は150社に過ぎないが、価値付加企業は121社あり価値毀損企業の29社の4倍以上である。投下資金（純資産額）232.5兆円（69.4＋163.2兆円）に対して202.3兆円の付加価値額になっている。これらの企業群は、東証一部除く金融・郵政の中で、時価総額では674.9兆円のうち64.4%を占め、投下資金では438.2兆円のうち53.1%を占め、付加価値額では236.7兆円のうち85.4%を占めている。PBRは1.87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2.5倍以上あり、PBRは1.41の水準である。業績予想数11個以上の企業と合わせた295社の付加価値額合計は、東証一部除く金融・郵政の付加価値額236.7兆円のうち97.8%を占

める。業績予想数 7 個以上の企業への付加価値額の集中は 1 年前にも同じく見られた傾向であったが、今回はより一層、その傾向が強まっている。筆者は 2 年前の論文¹⁸で、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、その考えをますます強くしている。

- 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 を割っている。業績予想数がゼロということは機関投資家から投資対象とみなされておらず建設的な対話の対象になっていないのだろう。この結果、企業価値向上のプレッシャーに晒されず価値毀損状態に放置されている企業が多いのではないだろうか。
- 業績予想数の総計は 5,501 個であったが、このうち 38% (2,110 個) は予想数 11 個以上の 150 社向けであった。予想数 7 個以上の 295 社向けに 60%、予想数 4 個以上の 523 社向けに 80%の業界リサーチ能力が振り向けられていることが分かる。



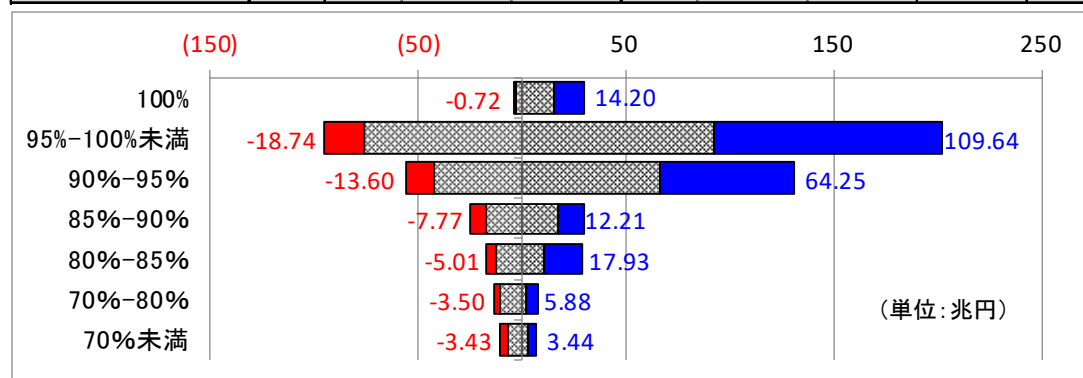
- なお、証券会社のブローカービジネスでは売買の頻度と規模が収益を決めるので、アナリストに執筆させる分析レポートの対象企業は必然的に規模が大きい企業になるはずであり、業績予想数と規模変数の間には正の関係があることが予想される。前回レポートでは業績予想数と時価総額の関係性を確認している。結果は、業績予想数が 10 個までは時価総額は右上がりであるが、10 個を超えると関係性が弱まるようだった。そして、この 2 変数の相関係数は 0.803 であった。

¹⁸ 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、トピックス、2020 年 1 月 9 日 (https://www.isri.or.jp/publish/topics/pdf/2001_01.pdf)

2) 議決権行使賛成比率

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2021年5月ないし6月に株主総会を行った東証一部企業1,450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¹⁹（以下、「円谷2021ファイル」）。賛成比率は、円谷2021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。

議決権行使賛成比率	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%	60	26	3,032	-723	34	15,367	14,196	13,473	1.73
95%-100%未満	404	183	75,960	-18,744	221	92,329	109,642	90,898	1.54
90%-95%	310	156	41,846	-13,599	154	66,818	64,246	50,647	1.47
85%-90%	218	113	16,932	-7,766	105	17,858	12,213	4,446	1.13
80%-85%	144	78	12,562	-5,012	66	10,975	17,934	12,922	1.55
70%-80%	161	112	10,116	-3,498	49	1,597	5,877	2,379	1.20
70%未満	153	96	6,997	-3,431	57	3,226	3,445	13	1.00
総会5・6月小計	1,450	764	167,445	-52,773	686	208,170	227,551	174,779	1.47
総会5・6月以外	585	162	20,450	-5,069	423	42,141	67,017	61,948	1.99
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



【出所】 円谷2021ファイルおよびFactSetのデータより筆者が計算
2021年第4四半期、表の金額は10億円

機関投資家議決権行使での賛成比率クラス別統計の特徴は以下のとおりである。

- 付加価値比率（PBR）は賛成比率100%の企業が1.73と最も高く、賛成比率が低下していくと低下していく傾向が見られる。賛成比率が70%未満の企業群のPBRは最も低く1.00である。賛成比率を90%台、80%台と集約した上で、70%台、70%未満と比較するとPBRは一貫して低下している。
- 賛成比率100%の企業は、社数は少ないが平均純資産額が3,070億円と大きめである（ $(30,320+153,670) \div 60$ と計算）。価値付加が34社、価値毀損が26社と前者の方が多く、付加価値額計は13.5兆円程度であった。

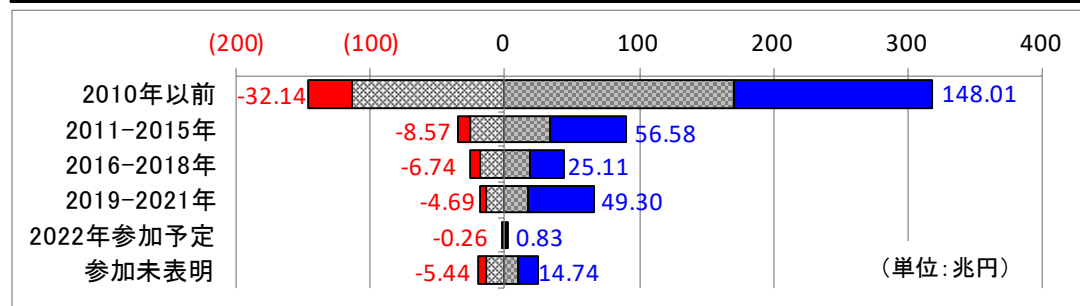
¹⁹ 同研究室のホームページ（<http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/special02/index.html>）に掲載されている

- 価値付加企業数が価値毀損企業数を上回っているのは賛成比率が100%と95%-100%未満の2クラスのみで、他のクラスではすべて価値毀損社数の方が多い。
- 70%台と70%未満クラスはそれぞれ161社と153社であるが、平均純資産額が約700億円程度で明らかに小型株である。小型株の中には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。
- 70%未満クラスの153社のPBRは2021年こそ最小の1.00であったが、2020年では146社あり、PBRは2番目に高い2.01であった。このクラスのPBRは不安定のようなのだ。
- 株主総会が5月・6月である企業1,450社でみるとPBRは1.47で全体平均を下回る。一方、株主総会が5・6月以外の企業585社のPBRは1.99となっていて水準が高い。この状況は前年とほぼ同じである。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。

3) 議決権電子行使プラットフォーム

議決権電子行使プラットフォームは、上場会社の株主総会において最新のIT技術を活用して国内外の機関投資家の的確な権利行使を可能にするインフラストラクチャーである。これに参加している企業の一覧表は株式会社ICJのホームページから取得でき、参加意向表明日順に上場企業が列挙されている。本節では、意向表明年別でクラス分けして付加価値状況を確認してみた。平均純資産額を計算してみると2010年以前に意向表明した企業は約1兆円であり、その後、順次小型化していき2019-2021年クラスでは660億円程度になっている。大きい企業から順に参加意向表明してきた様子が鮮明である。

議決権電子行使PF	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		
2010年以前	283	129	113,868	-32,138	154	170,610	148,006	115,869	1.41
2011-2015年	188	80	26,252	-8,567	108	33,385	56,582	48,015	1.81
2016-2018年	306	149	18,826	-6,737	157	18,482	25,114	18,377	1.49
2019-2021年	480	204	14,090	-4,694	276	17,595	49,300	44,607	2.41
2022年参加予定	48	19	860	-262	29	776	829	567	1.35
参加・参加予定	1,305	581	173,896	-52,397	724	240,848	279,832	227,435	1.55
参加未表明	730	345	13,999	-5,444	385	9,462	14,736	9,292	1.40
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54



[出所] ICJ社およびFactSetのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

過去3年（2019-2021年）に意向表明した企業の付加価値比率（PBR）が2.41と高く、2022年以降に参加を予定している企業のPBRが1.35と最も低かった。ただ、意向表明年と付加価値額・比率との間に関連性は見られず、このクラス分けに何らかの意味を見出すのは難しそうである。一方、参加未表明企業のPBRは1.40で参加および参加予定企業の1.55より低い。参加未表明企業は投資家との向き合い方が弱く価値付加に向けた意欲も弱いことを表しているのかもしれない。

4) IFRS適用

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²⁰。2022年2月現在で251社（前年は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・郵政を除く東証一部上場企業は202社（前年は187社）であった。これらのIFRS適用企業のうち価値付加企業は143社（71%）と企業数の比率では高い。金額でも投下資金（純資産額）208兆円に対して付加価値額が129兆円ありPBRは1.62倍となっており、市場平均の1.54をやや上回った。適用年に従って2016年以前と2017年以後にクラス分けしてみたが顕著な違いはなかった。また、IFRSを適用して新規上場した企業のPBRは4.02と非常に高いが、わずか21社の例であることに留意すべきである。

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が、そうだとしたら、この統計は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かもしれない（前年の統計もほぼ同様な傾向であった）。

IFRS	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		
2016年までに適用	79	25	39,062	-8,408	54	61,006	67,851	59,443	1.59
2017年以後に適用	102	31	27,693	-7,300	71	77,912	68,900	61,600	1.58
新規上場適用	21	3	319	-57	18	2,445	8,391	8,334	4.02
IFRS適用小計	202	59	67,074	-15,765	143	141,363	145,142	129,377	1.62
IFRS未適用	1,833	867	120,821	-42,076	966	108,947	149,426	107,350	1.47
総計除く金融・郵政	2,035	926	187,895	-57,841	1,109	250,310	294,568	236,727	1.54

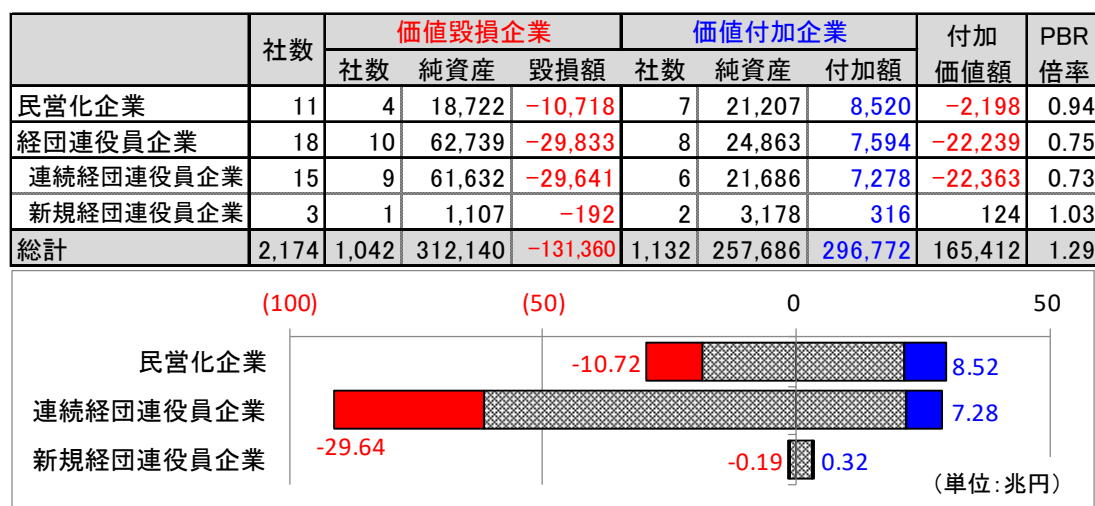
	(200)	(100)	0	100	200	300	
2016年までに適用			-8.41		67.85		(単位: 兆円)
2017年以後に適用			-7.30		68.90		
新規上場適用			-0.06		8.39		
IFRS未適用	-42.08					149.43	

[出所] 東証およびFactSetのデータより筆者が計算。2021年第4四半期、表の金額は10億円

²⁰ 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」、2022年2月現在

5) 民営化企業と経団連役員企業

付加価値額ランキングの低位企業をみると、民営化された企業や経団連の会長・副会長輩出企業の価値付加状況も気になるかもしれない。次の図表はこの2点について確認したものである。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、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。11社合計では投下資金39.93兆円(18.72+21.21兆円)に対して、価値毀損額が2.20兆円でPBRは0.94であった。11社中7社が価値付加状態にあり、特に日本電信電話の3.41兆円とKDDIの2.96兆円が大きい。一方、価値毀損が大きいのはゆうちょ銀行の7.86兆円とかんぽ生命の1.92兆円である。この2社を除くと付加価値額は7.58兆円の価値付加状態に変わりPBRも1.29となつて、東証一部の平均的な付加価値比率になる。

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。ここでは経団連役員企業として、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。この18社への投下資金は87.60兆円(62.74+24.86兆円)で東証一部全体への投下資金の15.4%を占める。前年の20%超から大幅に下がったとはいえ正に超大企業の集団と言えよう(例外はディー・エヌ・エー)。付加価値額合計は22.24兆円の毀損でPBRは0.75であった。18社のうち3社が新たに役員輩出企業となったもののだが、3社合計でみたPBRは1.03で辛うじて価値付加状態となっている。

経団連役員企業のうち価値付加企業は8社で価値付加額が大きかったのは日立製作所(2.46兆円)と日本電信電話(3.41兆円)の2社であった。価値毀損企業は10社だったが、3メガバンクだけで22.98兆円の毀損状態であった。3メガバンクを除いた15社合計でみると、投下資金額が47.16兆円、付加価値額が0.74兆円、PBRは1.02となつて辛うじて価値付加状態になる。

²¹ 2022年3月4日に確認したところ、2021年10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について付加価値増加額の上位 20 社と下位 20 社を示した。

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	9,686	41%	4,237	17.1%	5,449	22%
2	6098	リクルートHD	4,845	68%	226	20.9%	4,619	428%
3	6861	キーエンス	4,293	34%	223	12.2%	4,070	222%
4	8035	東京エレクトロン	3,912	77%	287	31.5%	3,625	398%
5	6758	ソニーグループ	5,423	47%	1,961	37.5%	3,462	66%
6	6902	デンソー	2,547	63%	639	18.2%	1,908	54%
7	6920	レーザーテック	1,765	184%	11	24.4%	1,755	4068%
8	6501	日立製作所	2,673	73%	938	32.1%	1,735	59%
9	4901	富士フイルムHD	1,844	66%	326	12.5%	1,518	58%
10	7741	HOYA	1,536	32%	80	11.8%	1,457	214%
11	8306	三菱UFJ-FG	2,542	43%	1,211	6.9%	1,331	8%
12	4063	信越化学工業	1,596	24%	350	12.8%	1,246	45%
13	9613	エヌ・ティ・ティ・データ	1,400	75%	178	18.0%	1,222	123%
14	3382	セブン&アイHD	1,347	45%	256	9.7%	1,091	41%
15	8058	三菱商事	1,626	45%	606	11.4%	1,021	19%
16	9433	KDDI	1,373	21%	391	8.4%	982	21%
17	6702	富士通	1,164	40%	226	17.0%	937	71%
18	4661	オリエンタルランド	834	14%	-42	-4.8%	876	101%
19	8591	オリックス	1,021	55%	186	5.9%	834	27%
20	9020	東日本旅客鉄道	348	15%	-456	-16.0%	803	28%
2128	6201	豊田自動織機	674	28%	977	34.4%	-303	-11%
2129	6762	TDK	-77	-4%	234	26.0%	-311	-35%
2130	6701	日本電気	-16	-1%	312	30.9%	-328	-33%
2131	9843	ニトリHD	-258	-10%	85	13.6%	-343	-55%
2132	7267	本田技研工業	1,122	23%	1,484	17.4%	-362	-4%
2133	7181	かんぽ生命保険	-257	-26%	121	4.7%	-378	-15%
2134	4528	小野薬品工業	-315	-19%	67	10.4%	-382	-59%
2135	9501	東京電力HD	53	12%	451	22.2%	-398	-20%
2136	9435	光通信	-331	-29%	100	29.2%	-431	-126%
2137	9735	セコム	-398	-18%	49	4.4%	-447	-40%
2138	4452	花王	-790	-21%	31	3.5%	-821	-93%
2139	9983	ファーストリテイリング	-697	-8%	197	19.4%	-894	-88%
2140	3659	ネクソン	-786	-30%	108	15.4%	-894	-128%
2141	2413	エムスリー	-1,065	-19%	53	30.0%	-1,118	-628%
2142	4612	日本ペイントHD	-759	-21%	379	68.6%	-1,138	-206%
2143	4502	武田薬品工業	-538	-9%	658	14.0%	-1,196	-25%
2144	4568	第一三共	-1,378	-20%	-111	-7.6%	-1,267	-88%
2145	7974	任天堂	-1,195	-15%	115	6.2%	-1,311	-70%
2146	4519	中外製薬	-1,477	-18%	155	16.1%	-1,631	-170%
2147	9984	ソフトバンクグループ	-4,554	-30%	2,363	30.5%	-6,917	-89%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、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位はトヨタ自動車の5.5兆円、2位はリクルートHDの4.6兆円、3位はキーエンスの4.1兆円であった。これらの3社の純資産額は10%から20%程度増加しており、それ以上に（純資産額と対比した）付加価値額が増加していた。特にリクルートHDとキーエンスの付加価値額の増加率は著しく大きかった。これら3社は付加価値額ランキングでも各々16位、2位、1位と最上位クラスであった。
- 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、東京エレクトロン、ソニーグループ、レーザーテック、日立製作所、富士通）と最も多く、他の業種は2社以下だった。
- レーザーテックは小規模ながら純資産額を430億円から540億円に増やしつつPBRが22.3から50.8に急増して付加価値額が1.8兆円増加した。
- オリエンタルランドと東日本旅客鉄道は純資産額を減らしつつも付加価値額を8千億円以上増やした。両社とも純資産額の減少は利益剰余金の減少による。
- 付加価値額が最も減少したのはソフトバンクグループの6.9兆円であった。2位の中外製薬の1.6兆円、3位の任天堂の1.3兆円と比べて突出していた。
- 付加価値額を減少させた下位20社を業種別に分類すると、医薬品が4社（中外製薬、第一三共、武田薬品工業、小野薬品工業）、情報・通信業が3社（光通信、ネクソン、ソフトバンクグループ）であった。情報・通信業は上位20社にも3社が入っており明暗を分けた形だが、同じ情報・通信業とはいえ事業内容は大きく異なる。
- 本田技研と豊田自動織機と東京電力HDは時価総額こそ増えていたが、その増加要因は純資産額の増加にあり、付加価値額は大きく減少していて下位20社入りとなっている。第一三共は純資産額も付加価値額も減少した結果として時価総額が1.4兆円減少した。これら4社を除いた下位16社はすべて純資産額が増加しているにも関わらず、その金額を超える付加価値額の減少によって時価総額が減少した。
- 下位9社のうち8社は昨年の上位15位以内であった。具体的には、ソフトバンクグループ（1位、6.6兆円）、中外製薬（4位、3.5兆円）、任天堂（8位、2.7兆円）、第一三共（9位、2.4兆円）、日本ペイントHD（13位、1.9兆円）、エムスリー（3位、4.4兆円）、ネクソン（15位、1.4兆円）、ファーストリテーリング（6位、2.9兆円）の8社である。

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が大きい。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重要であろう。

2. 東証 33 業種別統計

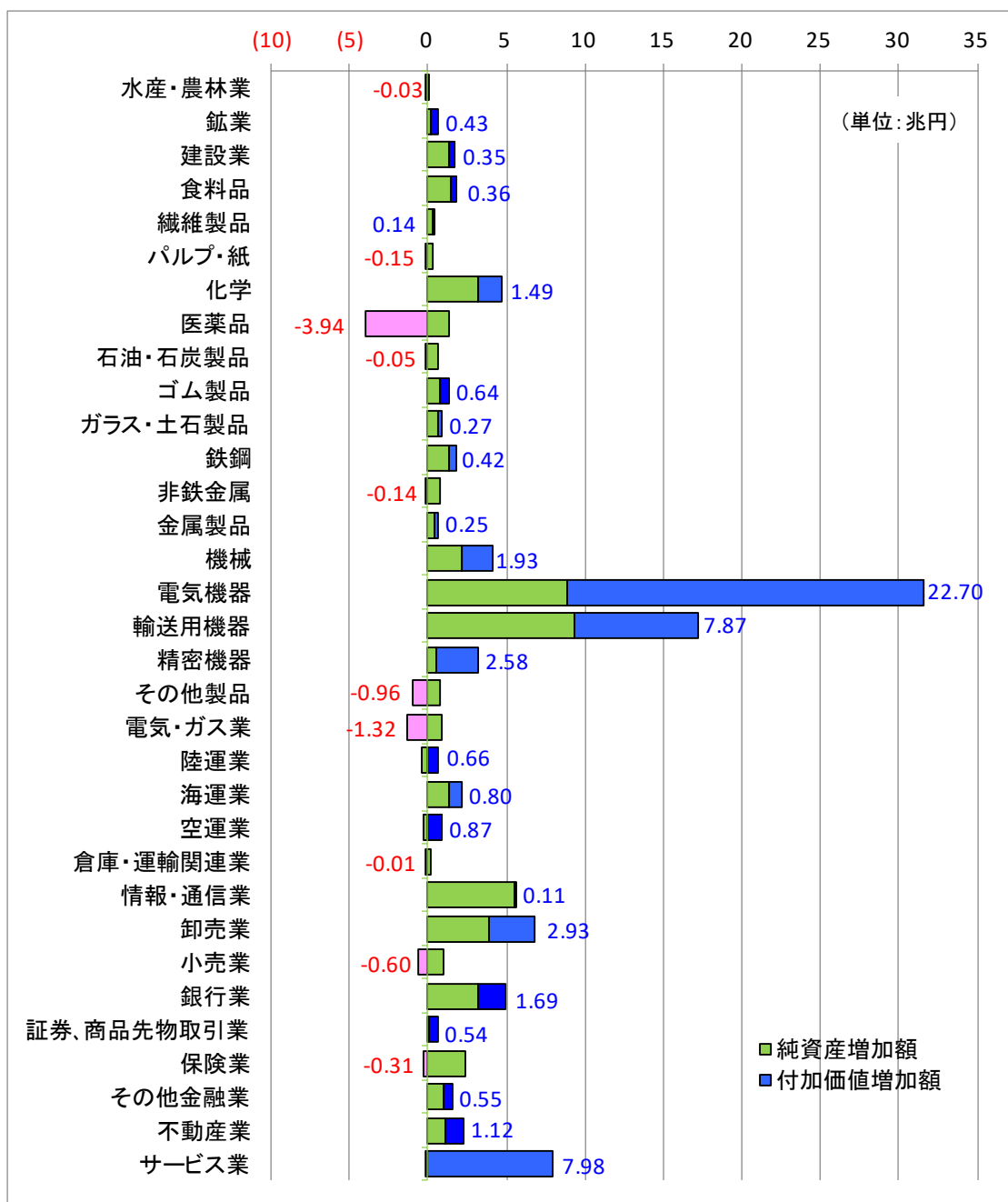
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。総計として、金融 4 業種（銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業）と日本郵政を除いたものも計算している。

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	8	29	5%	60	11.2%	-31	-6%
鉱業	6	627	62%	193	5.7%	435	13%
建設業	97	1,685	12%	1,337	8.9%	348	2%
食料品	85	1,800	8%	1,440	9.6%	359	2%
繊維製品	39	459	16%	323	9.4%	136	4%
パルプ・紙	12	160	11%	311	14.3%	-151	-7%
化学	148	4,692	10%	3,199	11.8%	1,493	6%
医薬品	35	-2,599	-7%	1,339	7.8%	-3,938	-23%
石油・石炭製品	9	566	27%	614	16.0%	-48	-1%
ゴム製品	11	1,357	39%	718	19.2%	639	17%
ガラス・土石製品	33	919	19%	652	13.1%	268	5%
鉄鋼	31	1,782	48%	1,359	16.9%	423	5%
非鉄金属	24	675	18%	817	16.5%	-142	-3%
金属製品	42	675	19%	430	10.4%	246	6%
機械	144	4,121	13%	2,187	11.1%	1,934	10%
電気機器	158	31,615	33%	8,913	19.6%	22,701	50%
輸送用機器	57	17,234	35%	9,368	16.4%	7,865	14%
精密機器	33	3,154	21%	574	14.1%	2,581	64%
その他製品	51	-165	-1%	797	10.2%	-961	-12%
電気・ガス業	22	-433	-6%	886	7.0%	-1,320	-10%
陸運業	43	249	1%	-413	-2.5%	662	4%
海運業	8	2,143	230%	1,340	99.1%	803	59%
空運業	3	612	37%	-256	-13.1%	868	45%
倉庫・運輸関連業	24	171	14%	181	11.1%	-10	-1%
情報・通信業	233	5,604	8%	5,496	15.1%	107	0%
卸売業	176	6,792	26%	3,863	13.3%	2,929	10%
小売業	190	403	1%	1,004	5.4%	-601	-3%
銀行業	77	4,883	19%	3,190	4.0%	1,694	2%
証券・商品先物取引業	22	623	15%	85	1.4%	538	9%
保険業	8	2,041	20%	2,354	13.8%	-313	-2%
その他金融業	26	1,551	21%	998	12.5%	553	7%
不動産業	73	2,265	19%	1,142	9.9%	1,123	10%
サービス業	219	7,809	18%	-170	-0.7%	7,979	32%
総計	2,147	103,499	16.4%	54,331	10.6%	49,168	9.6%
総計除く金融・郵政	2,013	94,418	16.3%	49,074	12.6%	45,344	11.7%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

総計でみると、純資産額が 54.3 兆円増加した下で、付加価値額の増加が 49.2 兆円となった結果、時価総額は 103.5 兆円の増加となった。

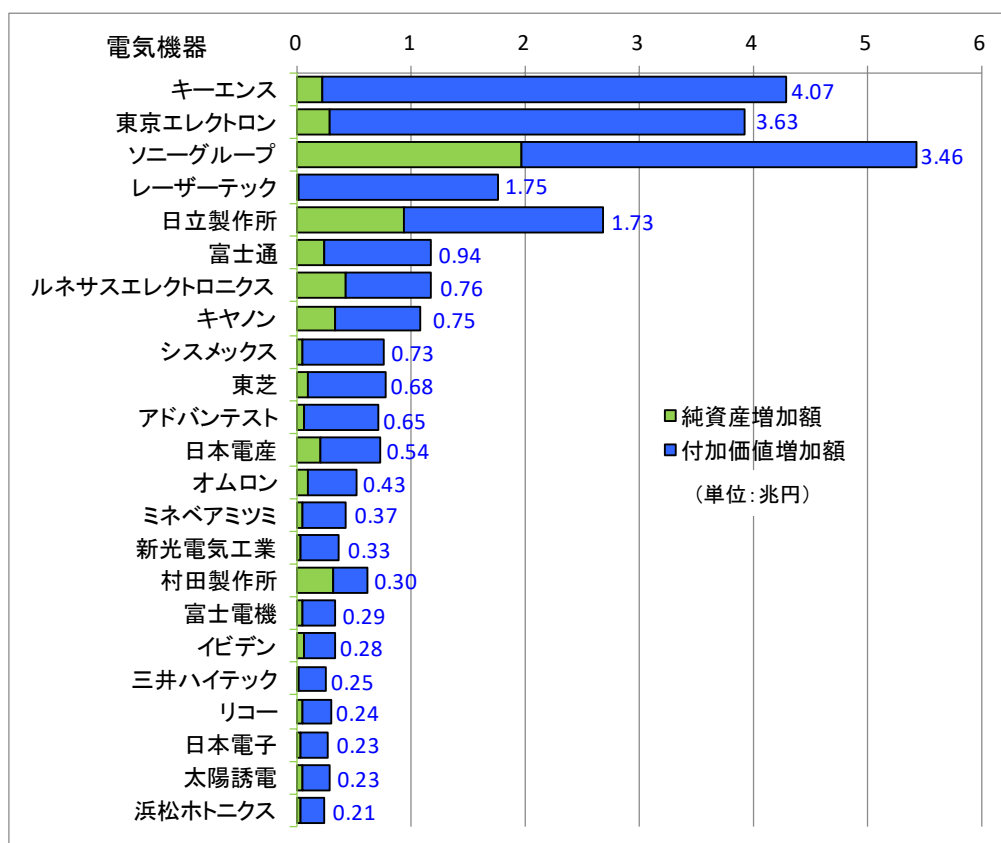
次の図では純資産（投下資金）の増加額は薄緑に、付加価値増加額は薄青に着色している。
ただし、付加価値増加額がマイナスの場合は薄青の代わりに薄赤に着色した。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額

業種別にみた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 22.7 兆円であった。電気機器は 3 年連続の付加価値増加額トップ業種で各年とも 20 兆円超えである。次ページに電気機器で付加価値額が 2,000 億円以上の 23 社の付加価値状況の図示した。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額

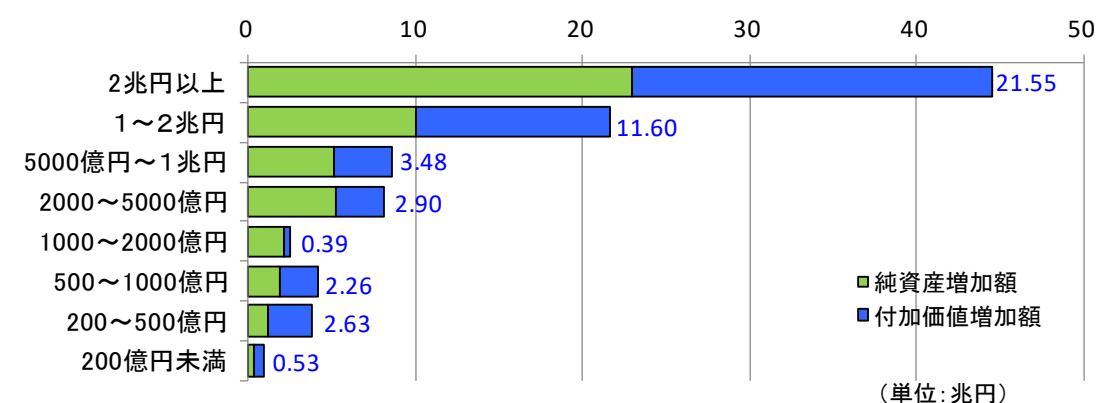
- 付加価値増加が次に大きかった業種は 8.0 兆円のサービス業と 7.9 兆円の輸送用機器であった。輸送用機器はトヨタとデンソーの 2 社だけで増加額が 7.4 兆円となっており、この 2 社を除く 55 社の付加価値増加額は大きいとはいえない。
- 他に付加価値額を 2 兆円以上増やした業種は 2.9 兆円増の卸売業と 2.6 兆円増の精密機器の 2 業種だけで、多くの業種で付加価値額の増減は小幅にとどまった。
- 金融 4 業種は、銀行業が 1.7 兆円増、証券・商品先物取引業が 0.5 兆円増、その他金融業が 0.6 兆円増と小幅ながら改善した。保険業は付加価値額が減少したが 0.3 兆円減と小幅であった。
- コロナの影響を受けやすかった陸運業・海運業・空運業はコロナ禍 2 年目に入り付加価値額は微増した。
- 情報通信業の付加価値増加額は前年の 11.1 兆円と比べると 0.1 兆円と微増に止まったが、ソフトバンクグループの 6.9 兆円減が大きく影響している。ネクソンと光通信も加えた 3 社で 8.2 兆円減となっている。この 3 社を除いた 230 社では 8.3 兆円増になる。
- 付加価値額減少が顕著だったのは医薬品の 3.9 兆円と電気・ガス業の 1.3 兆円である。医薬品では中外製薬、第一三共、武田薬品工業、小野薬品工業の 4 社計で 4.5 兆円の付加価値額減少が起きていた。

3. 特徴的な分類に基づく統計

1) 企業規模

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。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。

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	37	44,514	27%	22,964	15.7%	21,550	15%
1～2兆円	50	21,636	18%	10,034	16.3%	11,602	19%
5000億円～1兆円	84	8,658	10%	5,175	9.5%	3,483	6%
2000～5000億円	202	8,109	8%	5,214	9.1%	2,896	5%
1000～2000億円	214	2,543	7%	2,155	7.9%	388	1%
500～1000億円	344	4,218	13%	1,960	8.8%	2,259	10%
200～500億円	482	3,841	17%	1,208	8.3%	2,633	18%
200億円未満	600	899	6%	364	6.9%	534	10%
総計除く金融・郵政	2013	94,418	16.3%	49,074	12.6%	45,344	11.7%



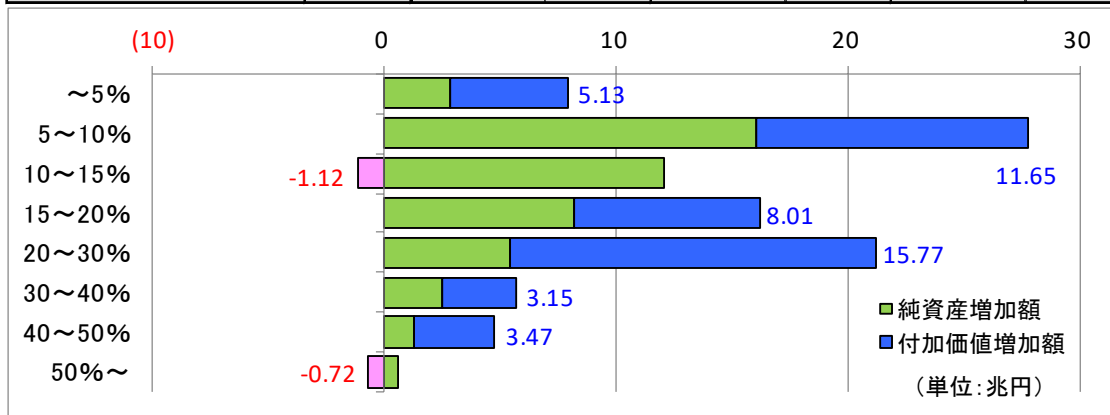
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

どのクラスでも純資産額が増加している中で付加価値額が増加している。規模によらず満遍なく付加価値額が増加しているようだ。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見えるが、各クラスの前期末純資産額と対比させた上で純資産増加額と付加価値増加額をクラス間で比較してみよう。純資産額の増加率は1兆円以上の大企業が15%以上で、1兆円未満の企業では10%未満となっている。付加価値額の増加率は1兆円以上と1,000億円未満で10%を超えており、1,000億円から1兆円までの企業は10%未満と低いことが確認される。この1年間の付加価値額の増加は大型企業が純資産額を大幅に増やしつつ牽引し、小型企業も健闘したが、中型企業はやや「元気がなかった」といえるのかもしれない。

2) 現金・短期資産比率

I 章の付加価値水準統計では現金・短期資産比率（以下、現金比率）が高いほど付加価値比率（PBR）が高いという明確な傾向が観察された。これは前々回版（2018-2019 年版）でも前回版（2019-2020 年版）でも同じ傾向であった。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%	103	7,988	19%	2,859	5.7%	5,129	10%
5～10%	269	27,754	24%	16,101	14.7%	11,653	11%
10～15%	296	10,971	11%	12,087	15.6%	-1,116	-1%
15～20%	290	16,210	20%	8,199	17.1%	8,011	17%
20～30%	463	21,198	22%	5,431	10.4%	15,767	30%
30～40%	259	5,696	8%	2,543	7.7%	3,153	9%
40～50%	162	4,741	10%	1,273	11.5%	3,467	31%
50%～	171	-139	-1%	582	8.7%	-721	-11%
総計除く金融・郵政	2013	94,418	16.3%	49,074	12.6%	45,344	11.7%



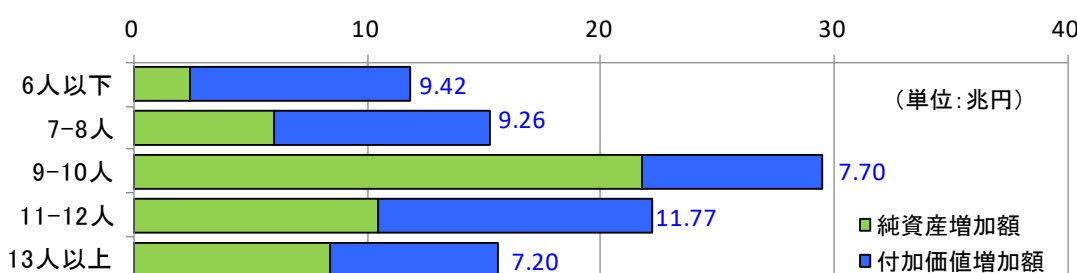
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

現金比率が10～15%と50%以上のクラスで付加価値が減少しており、20%台と40%台のクラスで付加価値増加率が約30%と高かった。全体的な傾向としては現金比率の高低に限らず万遍なく付加価値が増加しており、現金比率と付加価値増加にはあまり明確な傾向は見られないというべきだろう。なお、前回版では現金比率が5%以下の企業だけが付加価値増加額がマイナスで、現金比率が高まるにつれて付加価値額の増加率が高くなる明確な傾向があった。コロナ禍で現金比率が高い企業ほど耐性があったことを反映して付加価値増加が高くなっていた可能性がある。

3) 取締役人数

I 章の付加価値水準統計では取締役人数が少ないほど付加価値比率（PBR）が高いという一貫した傾向が観察された。本図表では取締役人数と付加価値増加の関係を確認した。

取締役	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
6人以下	386	11,829	26%	2,407	10.6%	9,422	42%
7-8人	553	15,248	15%	5,992	9.9%	9,256	15%
9-10人	631	29,495	13%	21,794	15.3%	7,701	5%
11-12人	290	22,231	18%	10,462	11.5%	11,769	13%
13人以上	153	15,615	18%	8,419	11.7%	7,196	10%
総計除く金融・郵政	2013	94,418	16.3%	49,074	12.6%	45,344	11.7%



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

付加価値増加額がマイナスになっているクラスはなかった。(前期末純資産に対する) 付加価値の増加率を見ると6人以下クラスだけが42%と高く、9-10人クラスだけが5%と低かった。6人以下クラスは最も付加価値比率（PBR）が高く、付加価値の増加率も最も高かったのである。9-10人クラスの純資産増加率の15%は他のクラスが10%程度であるのと比べて高めであった。このクラスは純資産の増加が著しいが付加価値の増加は最も低調であったということになる。

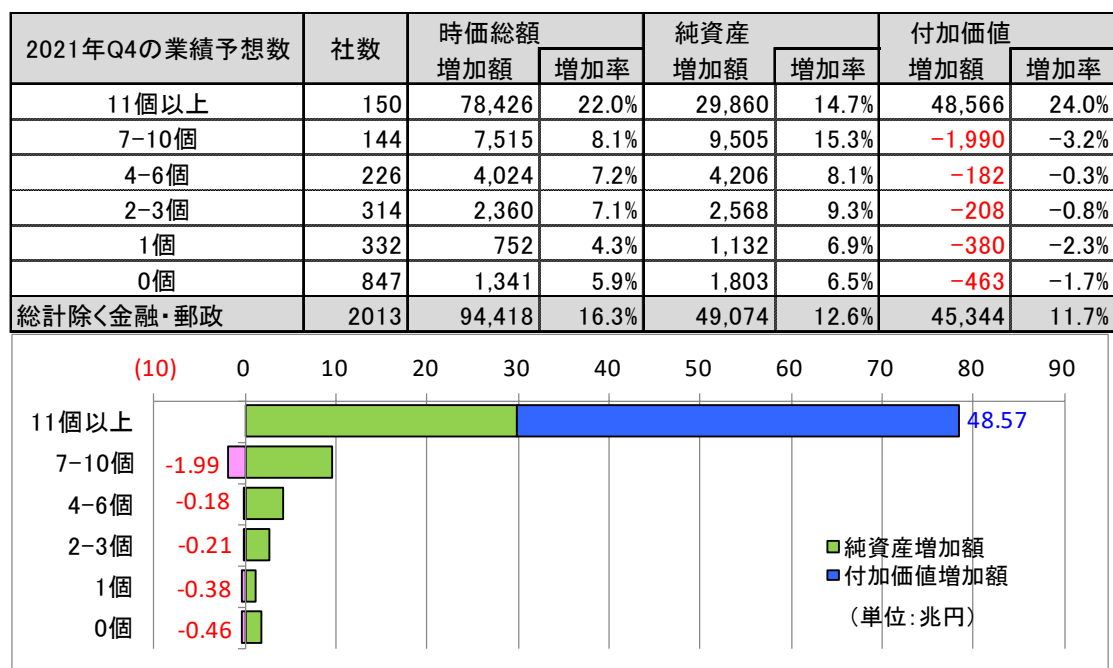
独立社外取締役人数によるクラス分けでも、2人以下クラスだけがPBRが2倍を超えていたが、次の表が示すとおり、純資産の増加率が最も低い8%で付加価値の増加率は30%以上と最も高かった。これらの図表は単年度における取締役人数と付加価値比率および付加価値増加率の関係性をみただけである。必ずしも因果関係を表すものではないが、興味深い結果ではないだろうか。

独立社外取締役	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人以下	555	13,903	21%	2,917	8.1%	10,985	31%
3人	693	28,633	19%	14,558	12.1%	14,076	12%
4人	454	16,970	12%	8,694	10.3%	8,276	10%
5人	202	16,353	12%	12,121	14.4%	4,231	5%
6人以上	109	18,559	21%	10,783	17.0%	7,776	12%
総計除く金融・郵政	2013	94,418	16.3%	49,074	12.6%	45,344	11.7%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

4) リサーチ深度

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 2021 年第 4 四半期における各企業に対する平均業績予想数で行っている。



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021 年第 4 四半期の前年同期比増加額、金額は 10 億円

付加価値額が増加したのは 11 個以上クラスだけで 10 個以下クラスはすべて付加価値が減少した。10 個以下でもすべてのクラスで時価総額は増加しているが、それは付加価値額の減少を上回る純資産額の増加があったからである。2021 年第 4 四半期でアナリストによる企業分析が大量に行われている企業のみが過去 1 年間の付加価値を増やしたのは、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（企業分析の結果、価値向上が促されたのか）、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。

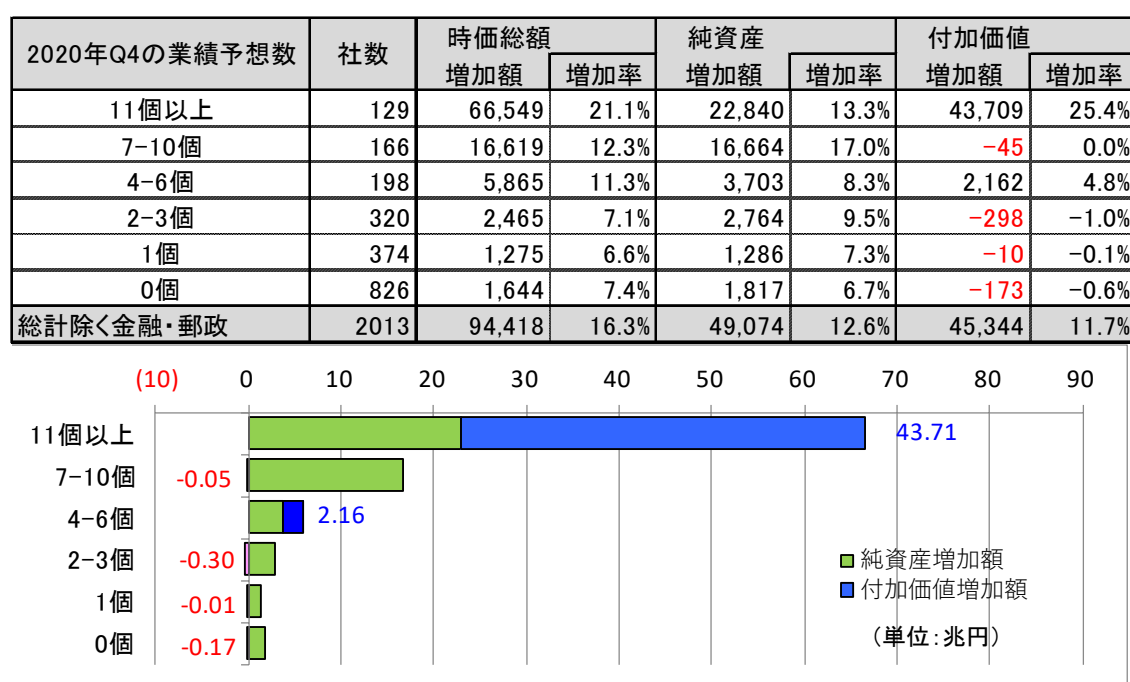
参考までに、2020 年第 4 四半期から 2021 年第 4 四半期にかけて平均業績予想数がどのように変化したのかを現す遷移表を作成してみた。

		2021年Q4の予想数						
		11個以上	7-10個	4-6個	2-3個	1個	0個	合計
2020年Q4の予想数	11個以上	121	8	0	0	0	0	129
	7-10個	29	105	31	1	0	0	166
	4-6個	0	28	147	22	1	0	198
	2-3個	0	3	46	213	51	7	320
	1個	0	0	2	71	225	76	374
	0個	0	0	0	7	55	764	826
	合計	150	144	226	314	332	847	2013

[出所] FactSet データベースより筆者が計算

例えば、2020年に予想数11個以上の企業は129社あり、そのうち121社は2021年でも同じクラスに留まり、8社が予想数7-10個のクラスに下がった。一方、2020年に予想数7-10個のクラスから2021年に予想数11個以上のクラスに上がった企業が29社あったことが分かる。予想数7-10個クラスから予想数1個クラスまで前年と同じクラスに止まる社数が多く、上下への移動はほぼ同じ社数である。このクラス間移動をどう見るかであるが、筆者は株価の騰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2020年第4四半期の平均業績予想数で行い、2021年第4四半期までの1年間の付加価値増加状況を観察したものである。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

業績予想11個以上の企業の付加価値額は48.6兆円から43.7兆円にと低下した。それでも大きな増加額を示しており、付加価値増加率で他のクラスを圧倒していることに変わりはない。純資産増加率も13.3%で7-10個クラスに次ぐ大きさであった。7個以下クラスでは4-6個クラスが付加価値増加に転じているものの全体的に低調な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。

4. 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年間でどのように遷移したのかを調べた。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、2020年第4四半期末と2021年第4四半期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。

2021年第4四半期の東証一部上場全社

2021年末の状態 年間変化	社数	2020年第4四半期			2021年第4四半期			前年同期比増加額	
		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	2,147	513.3	116.5	1.23	567.6	165.6	1.29	54.3	49.2
価値付加企業	1,116	225.4	249.7	2.11	257.3	295.9	2.15	31.9	46.3
価値付加増大	520	101.1	137.1	2.36	119.1	199.9	2.68	18.0	62.8
価値付加減少	496	66.3	117.1	2.76	75.1	85.3	2.14	8.8	-31.8
価値付加転換	100	57.9	-4.5	0.92	63.1	10.7	1.17	5.1	15.3
価値毀損企業	1,031	287.8	-133.2	0.54	310.3	-130.3	0.58	22.5	2.9
価値毀損転換	69	11.7	1.7	1.15	13.0	-0.8	0.94	1.3	-2.6
価値毀損減少	357	153.4	-80.9	0.47	160.5	-65.4	0.59	7.1	15.5
価値毀損増大	605	122.8	-54.0	0.56	136.8	-64.0	0.53	14.0	-10.1
2020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	1,085	179.2	255.9	2.43	207.3	284.4	2.37	28.1	28.4
価値毀損企業	1,062	334.1	-139.4	0.58	360.3	-118.7	0.67	26.2	20.7

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年および2021年の第4四半期、金額は兆円

2021年末時点の東証一部上場企業は2,183社であったが、2021年10月末から12月末までの4時点共にデータが有効だったのは2,174社であり、さらに2020年の10月末から12月末までの4時点も合わせてすべてのデータが有効だったのは2,147社であった。この2,147社を対象にして2020年と2021年の第4四半期の付加価値状況およびこの間の繊維状況の統計を作成した。

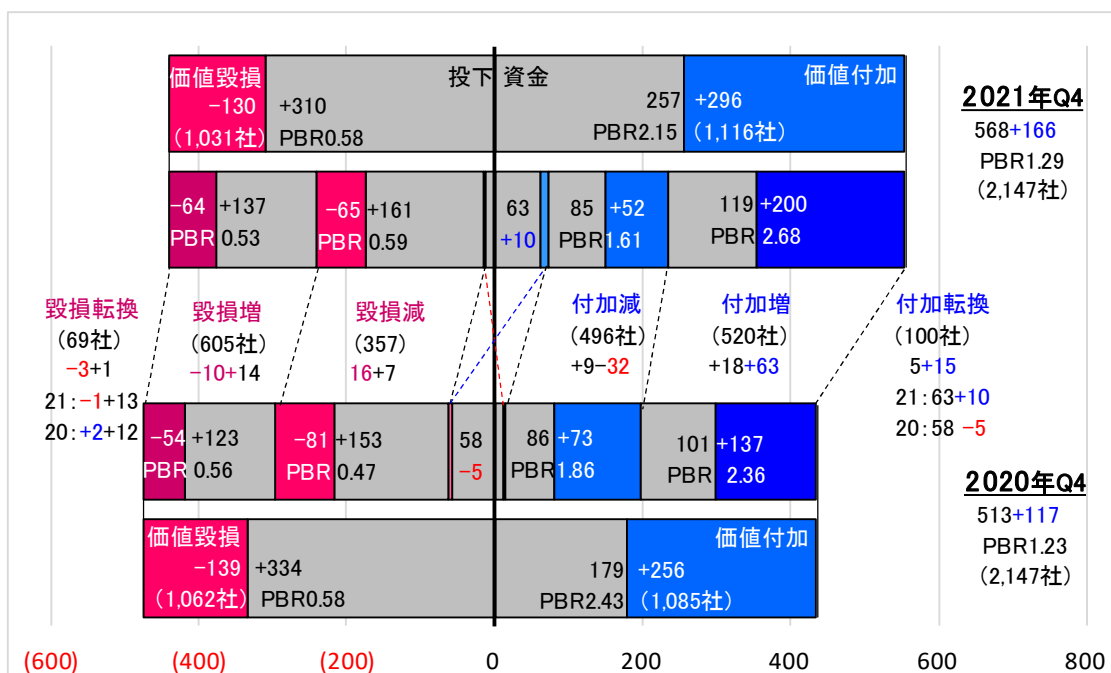
2021年の東証一部全社集計では、投下資金が567.6兆円で付加価値額が165.6兆円で、株式時価総額は733.2兆円（567.6+165.6兆円）であった。PBRは1.29であった。コロナ禍が治まらない中、2020年の投下資金513.3兆円、付加価値額116.5兆円、株式時価総額629.7兆円、PBR1.23から改善した。投下資金が54.3兆円増加している中で付加価値額も49.2兆円増加した結果、時価総額は103.5兆円の大幅な増加となった。

価値付加状態の企業は1,116社で、集計すると投下資金は257.3兆円、価値付加額は295.9兆円でPBRは2.15であった。このうち520社は価値付加額を増加させた（増加額62.8兆円）が、496社は価値付加額が減少した（減少額31.8兆円）。2020年の価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業は100社あった（付加価値の増加額は15.3兆円）。

価値毀損状態の企業は1,031社で、集計すると投下資金は310.3兆円であるが、そのうち130.3兆円の価値を毀損しておりPBRは0.58となっている。価値毀損額を増大したのが605

なお、2020年を起点として観察すると、価値付加企業は1,085社で付加価値額が255.9兆円であったが、これらの企業の2021年における付加価値額は284.4兆円と28.4兆円増加している。PBRは2.43から2.37に若干低下した。一方、価値毀損企業は1,062社で、価値毀損額が139.4兆円から118.7兆円に改善した。PBRは0.58から0.67へと改善している。

2021年第4四半期の東証一部上場全社

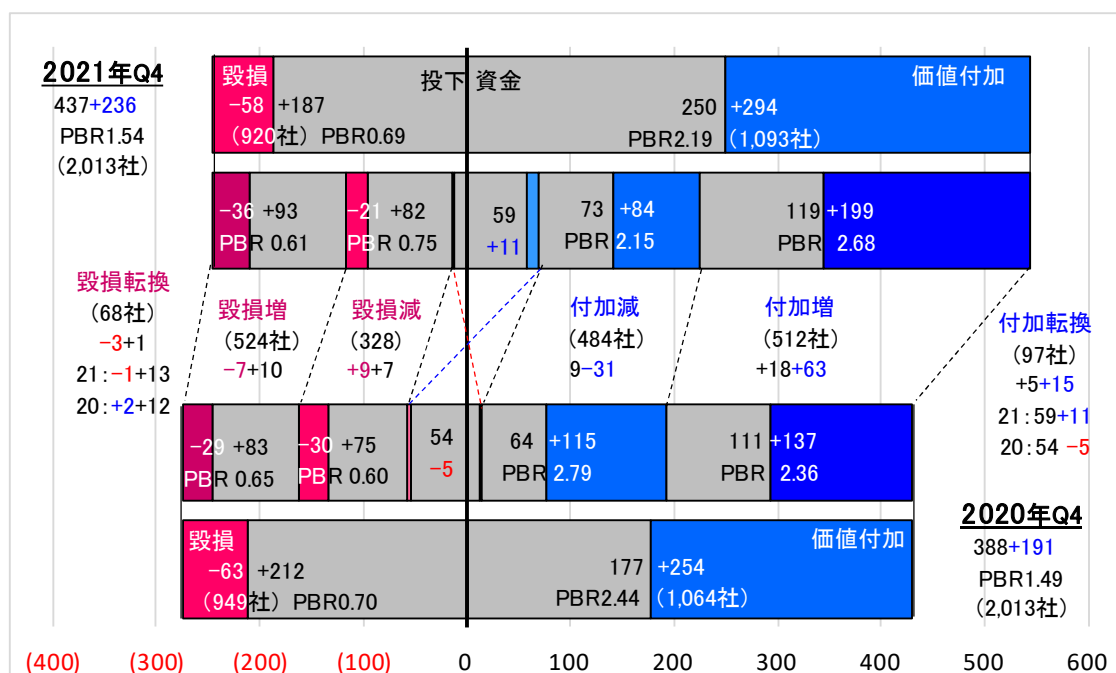


本稿で、何度も言及してきたように、価値毀損が著しく巨大であるのは、金融と日本郵政であった。次ページでは、これらの企業を除いた2,013社について同様な集計を行った結果を図表にまとめている。参考情報としてご活用いただきたい。

2021年第4四半期の東証一部上場・金融と日本郵政除く全社

2021年末の状態 年間変化	社数	2020年第4四半期			2021年第4四半期			前年同期比増加額	
		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	2,013	388.3	190.6	1.49	437.4	236.0	1.54	49.1	45.3
価値付加企業	1,093	219.0	247.3	2.13	249.9	293.7	2.18	30.9	46.4
価値付加増大	512	100.8	136.8	2.36	118.8	199.4	2.68	17.9	62.6
価値付加減少	484	64.1	115.0	2.79	72.6	83.7	2.15	8.5	-31.3
価値付加転換	97	54.1	-4.5	0.92	58.5	10.6	1.18	4.5	15.1
価値毀損企業	920	169.3	-56.7	0.67	187.4	-57.8	0.69	18.2	-1.1
価値毀損転換	68	11.7	1.7	1.15	13.0	-0.8	0.94	1.3	-2.6
価値毀損減少	328	74.7	-29.6	0.60	81.8	-20.7	0.75	7.1	8.9
価値毀損増大	524	82.9	-28.8	0.65	92.7	-36.2	0.61	9.8	-7.4
2020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	1,064	176.6	253.5	2.44	204.4	282.3	2.38	27.8	28.7
価値毀損企業	949	211.7	-62.9	0.70	233.0	-46.3	0.80	21.3	16.6

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2020年および2021年の第4四半期、金額は兆円



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期の前年同期比増加額、金額は兆円

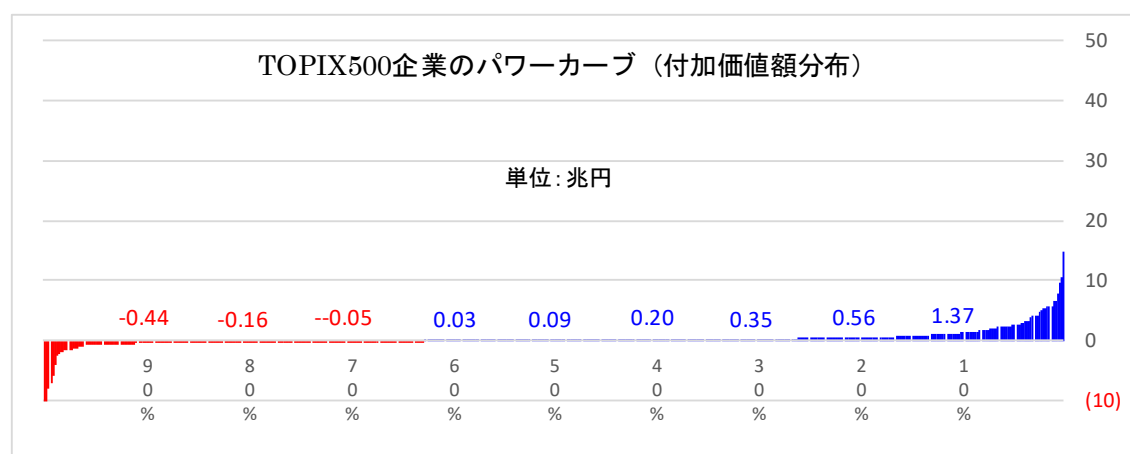
以上

補足資料 1. 日米欧主要企業の付加価値額分布

日米欧の主要企業の付加価値額分布の比較を行う。基準期は 2021 年第 4 四半期である。対象企業は約 500 社とし、日本企業は TOPIX500、米国企業は S&P500、欧州企業は STOXX Europe600 とした。基準期におけるデータの有効性から、実際の対象企業数は、日本は 499 社、米国は 469 社、欧州は 591 社となっている。比較を容易にするため付加価値額は円ベースとし、パワーカーブの縦軸は▲10 兆円から+50 兆円で統一した。

最初に日本の主要企業のパワーカーブを提示し、次に日米および日欧のパワーカーブの比較を提示する。

1) 日本主要 500 企業のパワーカーブ



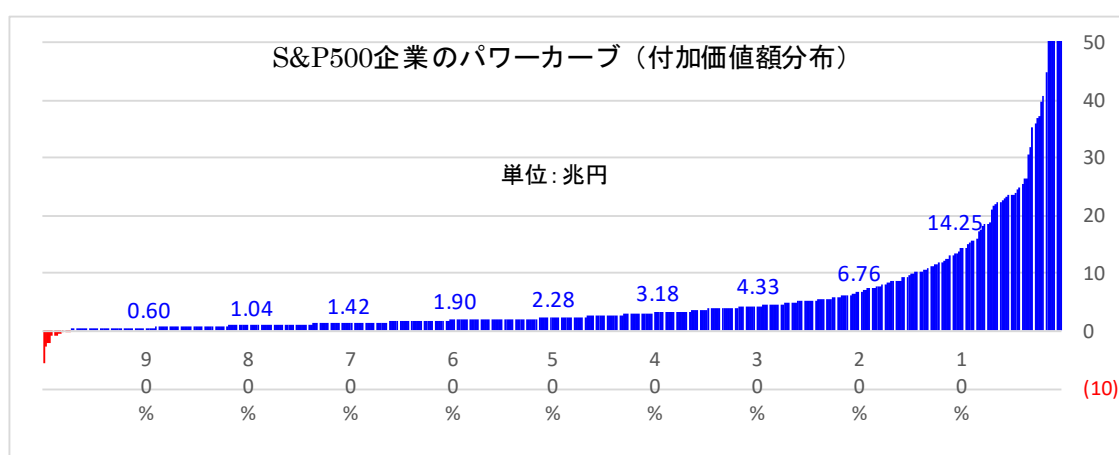
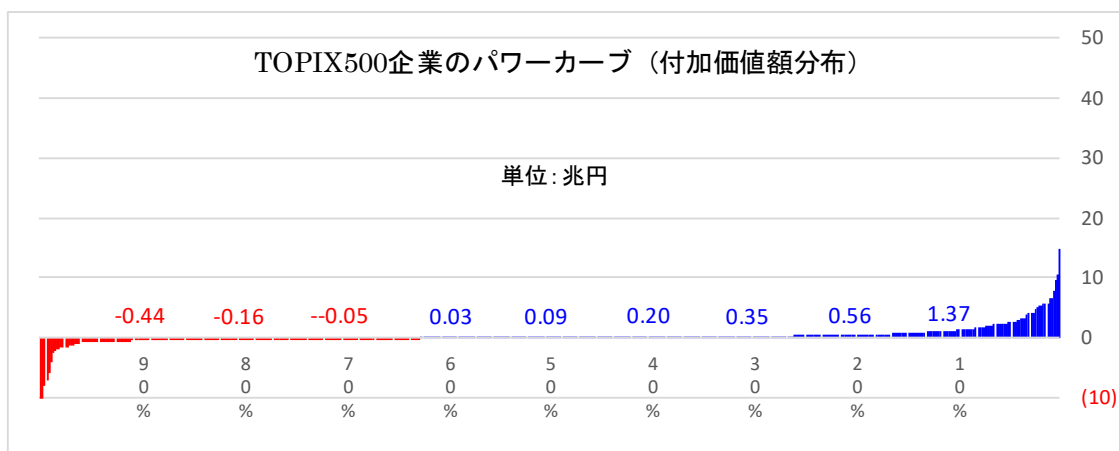
順位	コード	社名	価値毀損	順位	コード	社名	価値付加
10	7181	かんぽ生命保険	-1.92	1	6861	キーエンス	14.86
9	9501	東京電力HD	-1.99	2	6098	リクルートHD	10.68
8	7201	日産自動車	-2.10	3	6758	ソニーグループ	9.80
7	8750	第一生命HD	-2.56	4	8035	東京エレクトロン	7.79
6	7267	本田技研工業	-4.04	5	9983	ファーストリテイリング	6.50
5	8411	みずほFG	-5.70	6	6594	日本電産	6.49
4	8316	三井住友FG	-7.05	7	4661	オリエンタルランド	5.84
3	7182	ゆうちょ銀行	-7.86	8	7741	HOYA	5.65
2	6178	日本郵政	-10.09	9	9434	ソフトバンク	5.61
1	8306	三菱UFJ-FG	-10.23	10	4519	中外製薬	5.50

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は兆円

本編では東証一部企業に関するパワーカーブを提示していたが、価値付加の上位 10 社と価値毀損の上位 10 社の顔触れは TOPIX500 の場合とすべて同じである。価値付加企業と価値毀損企業の境目は大きい方から数えて東証一部では 52%、TOPIX500 では 63% であった。日本では価値毀損企業は大型株の方が少ないということである。TOPIX500 における価値毀損企業は 186 社であった。

次ページ以降の日米比較と日欧比較では、このパワーカーブ図をそのままの縮尺で使用している。

2) 日米主要企業のパワーカーブ比較



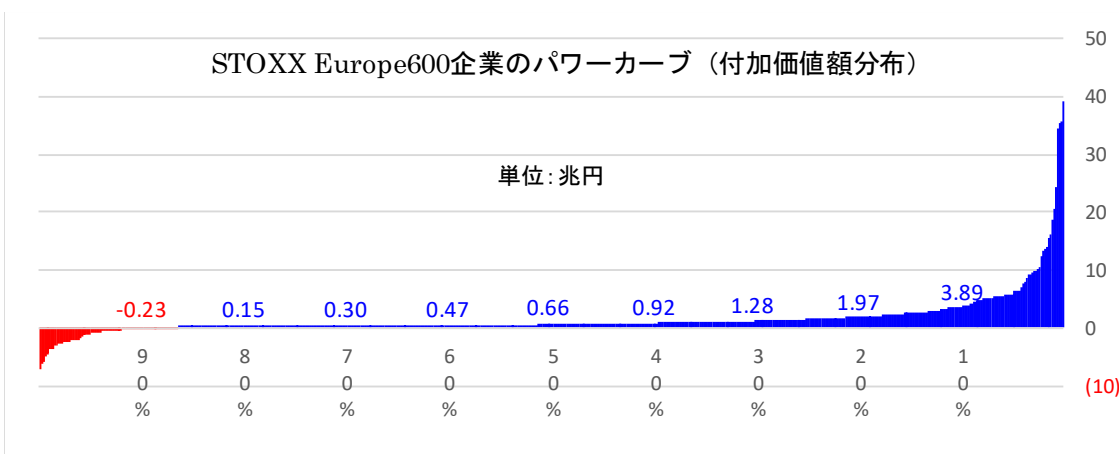
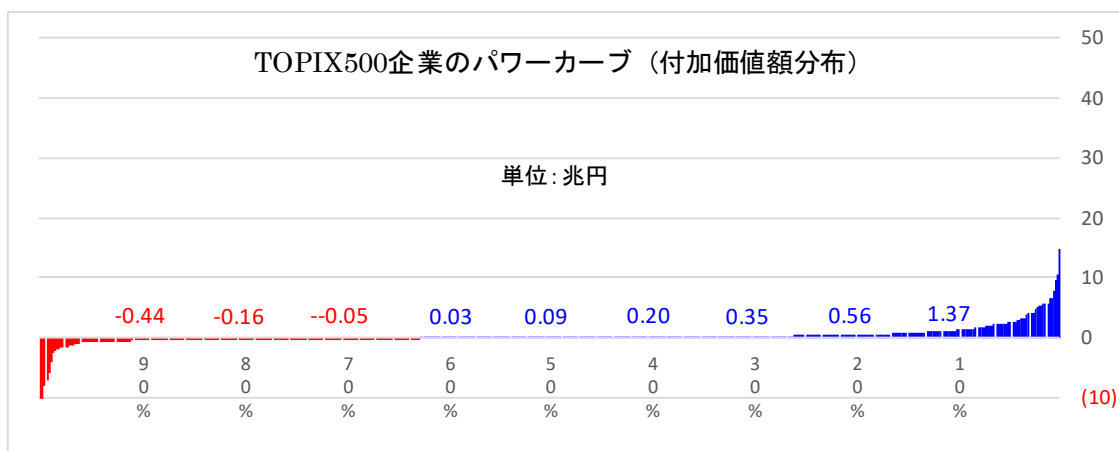
順位	社名	価値毀損	順位	社名	価値付加
10	Citizens Financial Group, Inc.	-0.15	1	Apple Inc.	288.90
9	Molson Coors Beverage Company	-0.38	2	Microsoft Corporation	256.23
8	Loews Corporation	-0.47	3	Amazon.com, Inc.	181.31
7	Viatis, Inc.	-0.65	4	Alphabet Inc.	174.31
6	Kraft Heinz Company	-0.83	5	Tesla Inc	113.58
5	Lincoln National Corporation	-0.96	6	Meta Platforms Inc.	76.60
4	MetLife, Inc.	-2.08	7	NVIDIA Corporation	74.49
3	American International Group, Inc.	-2.17	8	Home Depot, Inc.	44.86
2	Prudential Financial, Inc.	-2.57	9	Johnson & Johnson	40.59
1	Citigroup Inc.	-5.66	10	UnitedHealth Group Incorporated	39.89

(注) 図の縦軸の上限が50兆円になっているため上位7社の棒グラフの一部が未表示になっている

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は兆円

米国企業の付加価値額の大きさは圧倒的である。価値付加企業の上位6社はGAFAMとTeslaである。TOPIX500企業のうち価値付加企業の価値付加額合計は271.4兆円であるが、Apple1社でこの金額を上回っている。日本の価値付加額1位企業のキーエンスはS&P500企業の中では45位の位置に過ぎない。一方、価値毀損の上位5社はすべて銀行・保険業であり、この傾向は日本と似ている。価値付加企業と価値毀損企業の境目は大きい方から数えて97%の位置で、価値毀損企業はわずか13社である。

3) 日欧主要企業のパワーカーブ比較



順番	国	社名	価値毀損
10	CH	Credit Suisse Group AG	-2.97
9	FR	Credit Agricole SA	-3.48
8	IT	UniCredit S.p.A.	-3.68
7	GB	Barclays PLC	-3.75
6	ES	Banco Santander, S.A.	-4.19
5	DE	Deutsche Bank AG	-4.50
4	FR	BNP Paribas SA	-4.92
3	DE	Volkswagen AG Pref	-5.70
2	FR	Societe Generale S.A.	-6.04
1	GB	HSBC Holdings Plc	-7.00

順番	国	社名	価値付加
1	FR	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	39.04
2	CH	Nestle S.A.	35.79
3	NL	ASML Holding NV	35.48
4	CH	Roche Holding Ltd	34.38
5	FR	L'Oreal SA	24.51
6	DK	Novo Nordisk A/S	20.49
7	FR	Hermes International SCA	18.71
8	GB	AstraZeneca PLC	16.18
9	CH	Novartis AG	15.58
10	DE	SAP SE	14.40

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年第4四半期、金額は兆円

欧州企業の付加価値状況は米国に比べれば見劣るものの日本企業と比べれば良好である。価値付加上位にはフランス・スイスなどの消費財および医薬・健康関連企業が並ぶ。ルイビトンやエルメスという高級消費財企業が印象的である。上位10社に入るテクノロジー関連企業はオランダとドイツの2社だけだった。キーエンスは欧州企業の中では10位に相当する。価値毀損の上位10社はフォルクスワーゲンを除くとすべて銀行である。価値付加企業と価値毀損企業の境目は大きい方から数えて86.5%の位置で、価値毀損企業は81社であった。

補足資料 2. 付加価値額の理論的な意味

本稿では株式時価総額と純資産額の差を付加価値額と定義した。これは直感的に違和感がないと思われるが、ファイナンス理論的にも妥当なものである。この点は前回レポートで理論的な式展開を伴う説明を行っている。今回レポートでは、重複を避けるため式の展開は省いて結論だけを紹介する。

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。

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

この式を変形することにより容易に次の式を導くことができる、なお、 E_1 は今期予想の純利益で、 B_0 は直近実績の株主資本簿価（純資産）である。

$$\text{株式価値}P = B_0 + \frac{E_1 - r_e \times B_0}{r_e - g} \quad (2)\text{式}$$

右辺の第2項は株式価値のうち純資産を上回る部分を表しており、これが付加価値額である。第2項の分子は、投資家が期待する最低限の利益 $r_e \times B_0$ （純資産 B_0 に投資家が期待するリターンである株主資本コスト r_e を乗じたもの）に対して純利益 E_1 が上回った額を表しており、残余利益（RI : Residual Income）と呼ばれる。つまり(2)式は、安定成長を仮定した上で、株式価値は「純資産」に「毎期の残余利益を現在価値換算した額」を上乗せしたものになっているのである。(2)式は残余利益 RI_1 を使って次のように表現できる。

$$\text{株式価値}P = B_0 + \frac{RI_1}{r_e - g} \quad (3)\text{式}$$

ここで、安定成長モデルではあまりに単純化しすぎていると感じる読者もいるだろう。そこで、当面 N 年（例えば10年）は毎期の残余利益が異なり、 $N+1$ 年目から安定成長になるものとした場合、(3)式は次の式に置き換えられる。

$$P = B_0 + \frac{RI_1}{1+r_e} + \frac{RI_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{RI_N}{(1+r_e)^N} + \frac{1}{(1+r_e)^N} \times \frac{RI_{N+1}}{r_e - g} \quad (4)\text{式}$$

さらに式展開を行っていくことで、次の式に到達する。

$$P = B_0 + \omega_1 \left(\frac{RI_1}{r_e} \right) + \omega_2 \left(\frac{RI_2}{r_e} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{RI_N}{r_e} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{RI_{N+1}}{r_e - g} \right) \quad (5)\text{式}$$

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

$\omega_1 + \omega_2 + \dots + \omega_N + \omega_{N+1} = 1$ になるので、 ω_t は(5)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、付加価値は不規則パターン予測の残余利益 RI_1 や RI_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。 RI_t を r_e で除したものは、(6)式のとおり t 期に生んだ剰余利益が t 期および翌期以降に同額の剰余利益を生み出し続けるとした場合の価値の総和である。

$$\frac{RI_t}{1+r_e} + \frac{RI_t}{(1+r_e)^2} + \cdots + \frac{RI_t}{(1+r_e)^N} + \cdots = RI_t \times \frac{1}{1+r_e} \times \frac{1}{1-\frac{1}{1+r_e}} = \frac{RI_t}{r_e} \quad (6)式$$

つまり、株式価値が純資産を上回る部分とは、将来の各期での「その期に企業が生み出す剰余利益とその将来分の価値総和」を期ごとに加重平均したものなのである。

株式価値評価のもう一つの代表的な手法にエンタープライズDCF法がある。これは加重平均資本コスト r_w （WACC：Weighted Average Cost of Capital）を用いてフリーキャッシュフローを割り引くことで企業価値を求め、これから有利子負債価値を控除して株式価値を求めるものである。この手法を残余利益に似た形に変換したのがエコノミック・プロフィット（EC：Economic Profit）モデルであり、(7)式のとおりである。

$$\text{株式価値} P = B_0 + \frac{NOPAT_1 - r_w \times IC_0}{r_w - g} \quad (7)式$$

NOPAT（Net Operating Profit After Tax）は税引後営業利益である。IC（Invested Capital）は投下資産と呼ばれ、DebtとEquityの合計でもある。右辺第2項の分子がエコノミック・プロフィットである。(1)式、(2)式、(7)式は正しく使えば同じ結果になる。

短中期のエコノミック・プロフィットが異なるとしたらECモデルは次のようになる。

$$P = B_0 + \omega_1 \left(\frac{EC_1}{r_w} \right) + \omega_2 \left(\frac{EC_2}{r_w} \right) + \cdots + \omega_N \left(\frac{EC_N}{r_w} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{EC_{N+1}}{r_w - g} \right) \quad (8)式$$

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

(5)式と(8)式は数学的に等価なので正しく使えば同じ株式価値が導かれる。

ウェイト 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	毎期の ω_t										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
RI	8%	7.4%	6.9%	6.4%	5.9%	5.4%	5.0%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	46.3%
EC	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、剰余利益、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、それよりも当面N年の全般的な中期的予測および最終的なN+1年目以降の長期的予測こそが重要であることが分かっていく。

以上