

図表で見る日本企業の価値創造
(2021－2022 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. E S G 指標クラス別統計
9. 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. 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

2023 年 4 月 7 日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

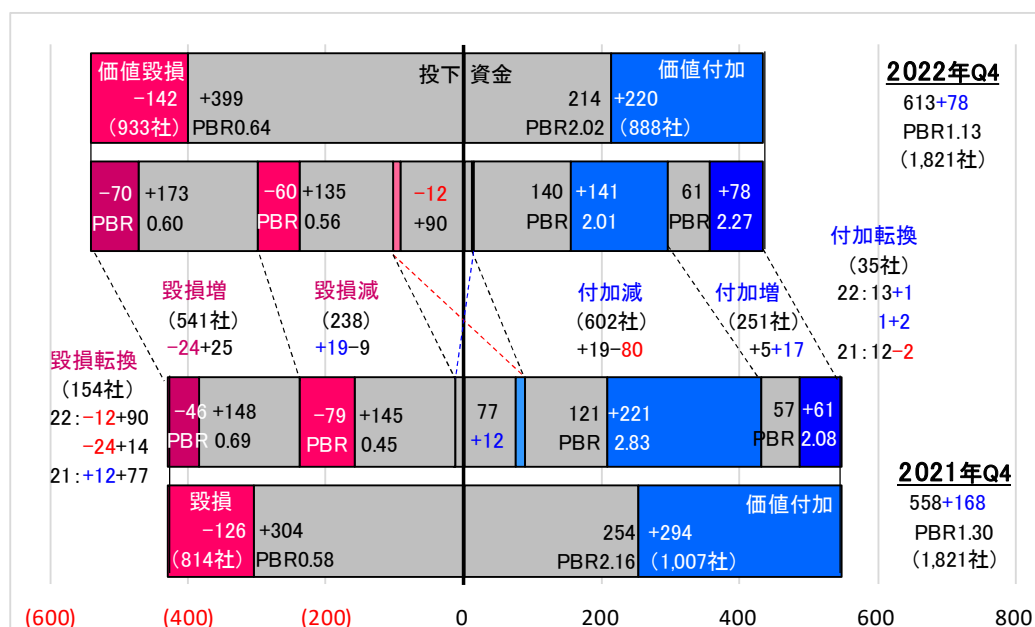
図表で見る日本企業の価値創造

(2021－2022 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。

2022年の東証プライム全社集計では、投下資金が613兆円で付加価値額が78兆円となり、株式時価総額は691兆円（613+78兆円）であった。PBRは1.13である。2021年の投下資金558兆円、付加価値額168兆円、株式時価総額726兆円、PBR1.30から悪化した。投下資金が55兆円増加している中で付加価値額が90兆円減少した結果、時価総額は35兆円の減少となった。



価値付加状態の企業は888社で、集計すると投下資金は214兆円、価値付加額は220兆円でPBRは2.02である。このうち価値付加額を増加させたのは251社にとどまり（増加額17兆円）、602社は価値付加額が減少した（減少額80兆円）。価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業は35社（付加価値増加額2兆円）しかなかった。

価値毀損状態の企業は933社で、集計すると投下資金は399兆円であるが、142兆円の価値を毀損しておりPBRは0.64となっている。価値毀損額を増大したのが541社（毀損増加額24兆円）、価値毀損額を減少させたのが238社であった（改善額19兆円）。価値付加状態から価値毀損状態に転じた企業は154社であった（付加価値減少24兆円）。

本稿は、付加価値額の水準（2022年第4四半期）および向上（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統計図表集である。

図表で見る日本企業の価値創造 (2021－2022 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3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、価値額水準と価値向上額を測定した統計図表集を発行している¹。本稿はそのデータ更新版で2022年第4四半期を基準とした統計図表集である²。

前回までの統計図表集と比べた留意点は次の4点である。

(1) 東証市場再編への対応

前回までは東証一部企業を対象にしていたが、東証が2022年4月4日に市場区分の再編を行ったため、今回からは新市場区分に基づき東証プライム企業を対象とした。このため対象企業が2,174社から1,833社に減っている。プライム企業の中にはプライム市場上場維持基準を充たしていないにも関わらず暫定的にプライム市場に上場している「経過措置企業」が約300社ある。本稿では経過措置企業を1つの業種として扱ったり、集計対象外としている場合がある。

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)、および
明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（2020-2021年）」、日本証券経済研究所、トピックス、
2022年3月29日(https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2203_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。

(2) ESG指標クラス別統計

今回は初めての試みとしてESG指標クラス別統計を加えた。現在、ESG評価機関から多種多様なESG指標が発表されているが、ほとんどが有料かつ高額であるため前回まで利用できなかった。今回は極めて限定的であるが、3機関が公表している評価情報を基に企業付加価値状況との関連性を調べることができた。

(3) 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。2019-2020年版までは年末1時点のデータを用いていたが、前回の2020-2021年版から第4四半期の平均データを用いることに変更している。

(4) 水準統計と向上統計での企業数

2019-2020年版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、前回の2020-2021年版から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。このため対象企業数は水準統計の方が多くなっている。

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いて、下回っている場合は価値を毀損していると思なされる。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）⁴＝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⁵。

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 これは井手正介・高橋文郎（2009年）が市場付加価値額（Market Value Added）と呼んでいるものを短縮したものである。経済学一般で言うところの「付加価値額」とは異なる点にご注意いただきたい。

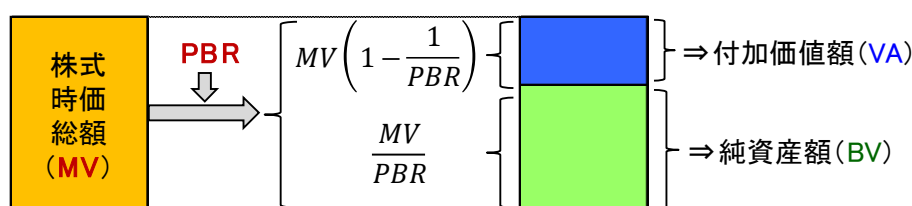
⁵ 本稿では主としてVA>0の状態に「価値付加」、VA<0の状態に「価値毀損」という言葉を使い、両方を合わせた概念として「付加価値」という言葉を使っている。

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

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

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⁶。

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、個別企業の株式時価総額と純資産額は2022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2022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、2022年12月30日時点における東証プライム上場企業1,837社のうち、2022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。企業数は1,833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2021年第4四半期の株式時価総額および純資産額を2022年と同じ方法で算出した上で、2021年第4四半期から2022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2022年12月30日時点の東証プライム上場の1,821社とした。

本稿では、各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1兆円とした。

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、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、「日本のバリュー株に「本当に値打ちがある」のか」、ニッセイ基礎研究所、年金ストラテジー、2022年6月号』など。

2) 付加価値水準の基本統計図表の見方

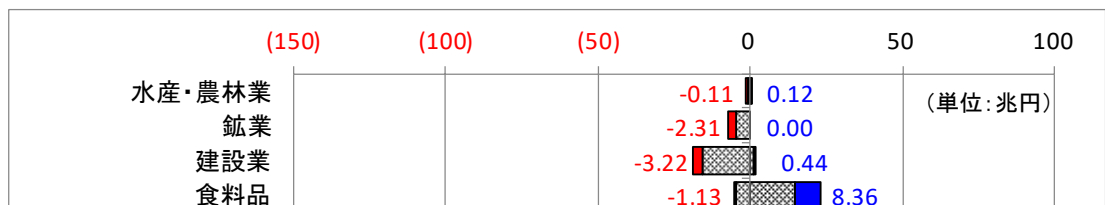
付加価値額の水準について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成したが、クラス別統計の基本的な表と図は以下のようなもので統一している。

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	6	3	440	-106	3	204	122	16	1.02
鉱業	4	4	4,625	-2,313	0	0	0	-2,313	0.50
建設業	72	58	15,352	-3,220	14	1,082	440	-2,780	0.83
食料品	66	30	4,291	-1,134	36	14,483	8,357	7,223	1.38
①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩

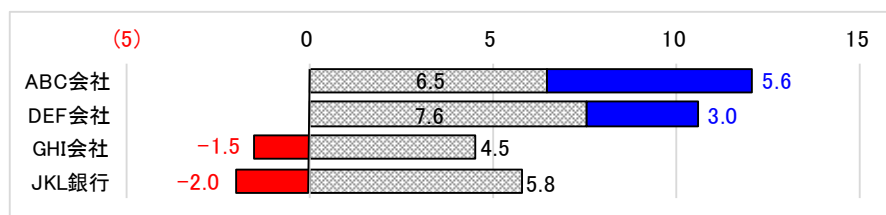
統計表の各項目を説明する。①クラス名、②当該クラスに所属する社数、価値毀損企業について、③該当社数、④該当企業の純資産額の合計（単位 10 億円、金額単位は以下同じ）、⑤価値毀損額の合計、価値付加企業について、⑥該当社数、⑦該当企業の純資産額の合計、⑧価値付加額の合計、⑨当該分類の付加価値額（⑤と⑧の合計）、⑩当該クラスに所属する企業全体の PBR で $1 + ⑨ \div (④ + ⑦)$ と計算した結果である。⑩は当該クラスに所属する企業の純資産額加重平均 PBR である。

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した。

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

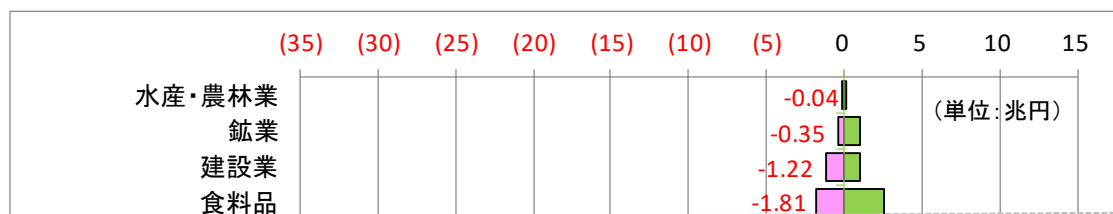
付加価値向上額について個社のランキング表と業種別集計の統計表および図を作成したが、業種別統計の基本的な表と図は以下のようなもので統一した。

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	6	32	5%	74.8	13%	-43	-8%
鉱業	4	732	46%	1,082.4	31%	-350	-10%
建設業	72	-244	-2%	975.0	6%	-1,219	-8%
食料品	65	779	3%	2,587.7	16%	-1,809	-11%
①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧

統計表の各項目を説明する。①業種名、②当該業種に所属する社数、③1年間における株式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株式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



統計図は業種ごとに、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（プラスの場合は青色、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。

【参考文献】

・井手正介・高橋文郎著、「経営財務入門 第4版」、日本経済新聞出版社、2009年

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】

順位	コード	社名	時価総額
1	7203	トヨタ自動車	31,645
2	9432	日本電信電話	14,110
3	6861	キーエンス	12,937
4	6758	ソニーG	12,789
5	9984	ソフトバンクG	9,862
6	8306	三菱UFJ-FG	9,773
7	9433	KDDI	9,632
8	4568	第一三共	8,556
9	9983	ファーストリテイリング	8,513
10	7974	任天堂	7,581
11	6098	リクルートHD	7,317
12	4661	オリエンタルランド	7,141
13	9434	ソフトバンク	7,058
14	4063	信越化学工業	6,583
15	6501	日立製作所	6,454
16	6367	ダイキン工業	6,396
17	4502	武田薬品工業	6,268
18	8035	東京エレクトロン	6,255
19	8001	伊藤忠商事	6,254
20	8316	三井住友FG	6,243
21	8058	三菱商事	6,223
22	4519	中外製薬	5,905
23	7267	本田技研工業	5,841
24	8031	三井物産	5,660
25	8766	東京海上HD	5,564
26	6902	デンソー	5,521
27	2914	日本たばこ産業	5,157
28	3382	セブン&アイHD	5,008
29	7741	HOYA	4,894
30	6594	日本電産	4,732
31	6981	村田製作所	4,728
32	8411	みずほFG	4,280
33	7751	キヤノン	4,132
34	6954	ファナック	4,043
35	6273	SMC	3,969
36	7182	ゆうちょ銀行	3,916
37	6178	日本郵政	3,790
38	4503	アステラス製薬	3,717
39	6702	富士通	3,570
40	7733	オリンパス	3,561
41	5108	ブリヂストン	3,549
42	4901	富士フイルムHD	3,521

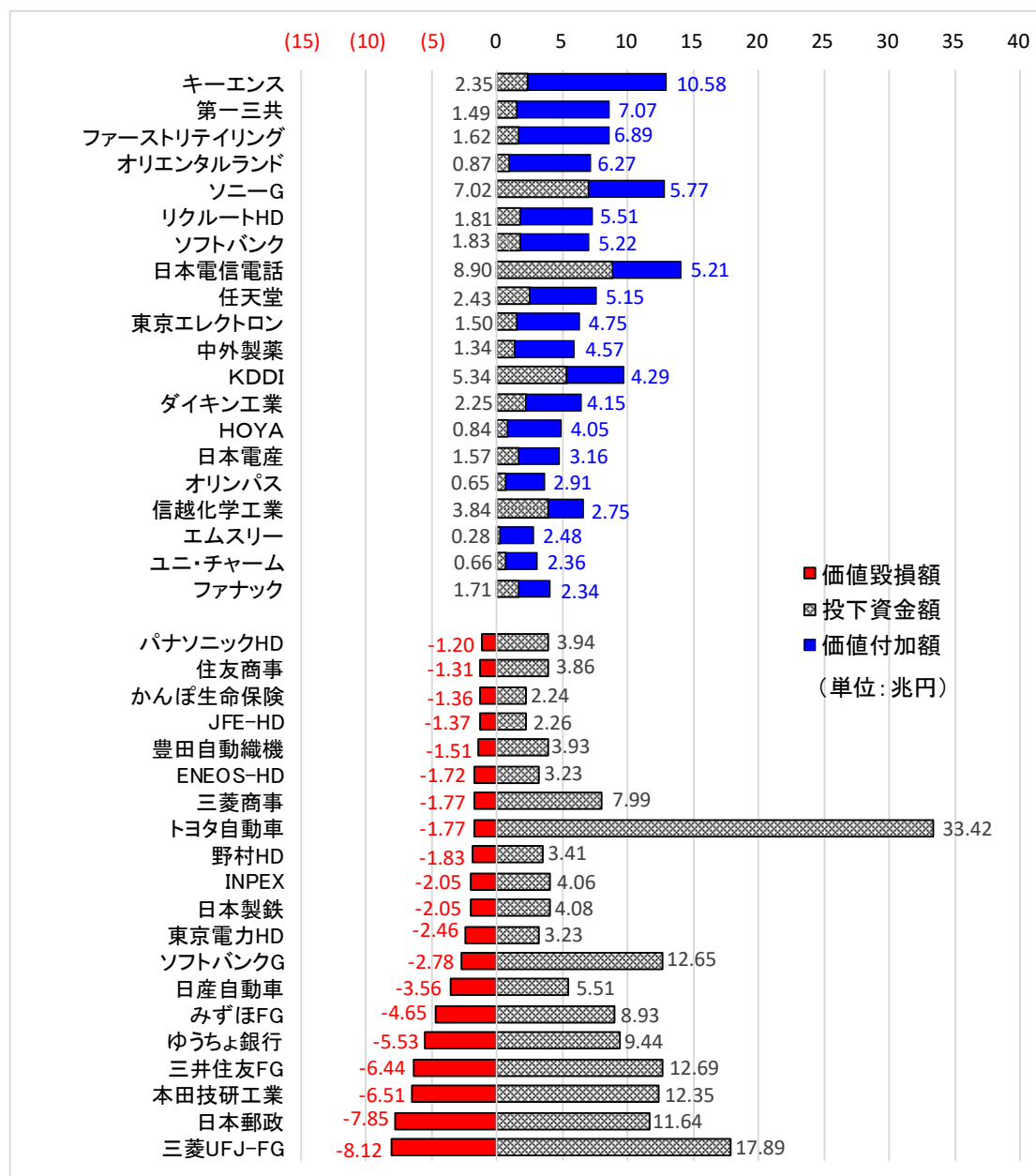
【付加価値額ランキング】

順位	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	10,584
2	4568	第一三共	7,066
3	9983	ファーストリテイリング	6,892
4	4661	オリエンタルランド	6,273
5	6758	ソニーG	5,772
6	6098	リクルートHD	5,505
7	9434	ソフトバンク	5,224
8	9432	日本電信電話	5,213
9	7974	任天堂	5,152
10	8035	東京エレクトロン	4,752
11	4519	中外製薬	4,570
12	9433	KDDI	4,287
13	6367	ダイキン工業	4,151
14	7741	HOYA	4,053
15	6594	日本電産	3,157
16	7733	オリンパス	2,911
17	4063	信越化学工業	2,745
18	2413	エムスリー	2,479
19	8113	ユニ・チャーム	2,356
20	6954	ファナック	2,336

順位	コード	社名	付加価値
1814	6752	パナソニックHD	-1,197
1815	8053	住友商事	-1,311
1816	7181	かんぽ生命保険	-1,360
1817	5411	JFE-HD	-1,374
1818	6201	豊田自動織機	-1,515
1819	5020	ENEOS-HD	-1,720
1820	8058	三菱商事	-1,767
1821	7203	トヨタ自動車	-1,774
1822	8604	野村HD	-1,832
1823	1605	INPEX	-2,045
1824	5401	日本製鉄	-2,053
1825	9501	東京電力HD	-2,463
1826	9984	ソフトバンクG	-2,783
1827	7201	日産自動車	-3,560
1828	8411	みずほFG	-4,648
1829	7182	ゆうちょ銀行	-5,527
1830	8316	三井住友FG	-6,443
1831	7267	本田技研工業	-6,510
1832	6178	日本郵政	-7,846
1833	8306	三菱UFJ-FG	-8,119

【出所】 FactSet データベースより筆者が計算。2022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。2022年第4四半期

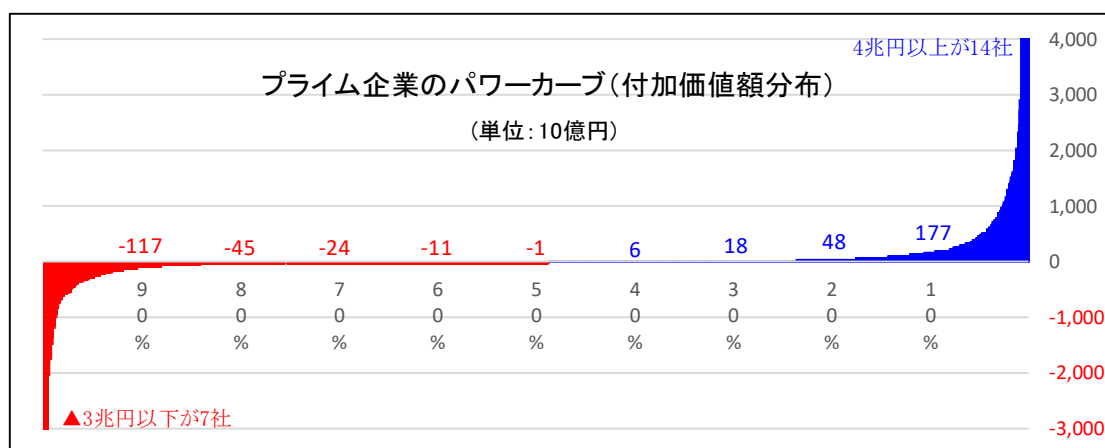
個別企業ランキングの特徴は以下のとおりである。

- 時価総額ランキングではトヨタ自動車の 31.6 兆円を筆頭に 2 位が日本電信電話の 14.1 兆円、3 位がキーエンスの 12.9 兆円であった。前年（2021 年末）と比べるとトヨタ自動車は連続の首位だったが、前年の 33.1 兆円から若干減少した。2 位だったソニーは 4 位に後退し、5 位だった日本電信電話が 2 位に浮上した。

- 付加価値額の上位 17 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 4 年連続でキーエンスが首位となったが金額は 10.6 兆円で前年の 14.9 兆円と比べて 4.3 兆円減少した。キーエンスへの投下資金（純資産額）は 2.35 兆円であったが、10.6 兆円の付加価値創造を行い、時価総額が 12.9 兆円になっていた。PBR は 5.50 倍である。これは前年の 8.24 倍から大きく低下している。
- 価値付加額の 2 位は第一三共の 7.1 兆円、3 位はファーストリテリングの 6.9 兆円となった。第一三共は前年 14 位の 4.3 兆円から 2.8 兆円増やした。ファーストリテリングは前年 5 位の 6.5 兆円から 0.4 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▲1.8 兆円と価値毀損状態になった。図から一目瞭然であるが下位 20 社の中では純資産額（投下資金）が 33.4 兆円と飛びぬけた存在である。
- 価値付加額が 2.5 兆円で 18 位のエムスリーは、前々年の 8 位の 6.4 兆円、前年の 15 位の 4.3 兆円から順位および金額を落とした。PBR も 37.7 倍、19.5 倍から下がって 9.7 倍になった。ただし、上位 20 社の中で PBR は最高である。
- 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、KDDI、オリンパス、ユニ・チャームの 3 社である。
- 価値付加額の上位 20 社の所属業種としては、電気機器・精密機器の 7 社（キーエンス、ソニーグループ（「グループ」は以後では原則として「G」と標記する）、東京エレクトロン、HOYA、日本電産、オリンパス、ファナック）、サービス業の 3 社（オリエンタルランド、リクルート HD、エムスリー）、情報・通信業の 3 社（ソフトバンク、日本電信電話、KDDI）が多かった。
- 価値毀損額の上位 20 社のうち 9 社が時価総額の上位 42 社に入っていた。
- 価値毀損額が顕著に大きかったのは 3 メガバンクとゆうちょ銀行・日本郵政および本田技研工業である。これらは価値毀損額が各々 4 兆円を超えている。価値毀損額上位 6 社の顔ぶれは前年と同じだった。
- 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 17.9 兆円に対して価値毀損額が 8.2 兆円であった。価値毀損額 2 兆円減少しており、PBR も 0.45 倍から 0.55 倍に改善した。価値毀損額 2 位の日本郵政は投下資金 11.6 兆円に対して価値毀損額が 7.8 兆円であった。価値毀損額は 2.6 兆円の減少、PBR は 0.25 倍から 0.33 倍に改善した。6 社の中で唯一価値毀損額を増やしたのは本田技研工業で、投下資金 12.4 兆円に対して価値毀損額が 6.5 兆円で、前年より 2.5 兆円増えていた。
- これら 6 社への投下資金は 72.9 兆円で、東証プライム 1,833 社への投下資金 616.6 兆円の 11.8%を占める。この 72.9 兆円のうち実に 39.1 兆円の価値毀損が起きていた。

- 価値毀損額の上位 20 社のうち金融が 6 社（銀行が 4 社、保険が 1 社、証券が 1 社）、輸送用機器が 4 社、鉄鋼が 2 社、商社が 2 社であった。
- 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、ソフトバンク G、トヨタ自動車、三菱商事、トヨタ自動織機、住友商事、パナソニック HD の 6 社である。

次の図は付加価値額を高い方から低い方に並べたみたものである⁷。縦軸の金額単位は 10 億円で▲3 兆円から+4 兆円（十億円単位で▲3,000 から+4,000）までにしてある。価値付加額が 4 兆円以上の 14 社については上の部分が、価値毀損額が 3 兆円超の 7 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。



注) 「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
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

プライム企業 1,833 社のうちの上位 10%の位置は 1,770 億円で、上位 20%位置は 482 億円になっている。もし読者が注目している企業の付加価値額が、仮に 500 億円だとすると、その企業は東証プライム企業の中で上位 10%から 20%の間にあることになる。この図は価値付加額が 1,800 億円以上の企業は 10%もなく、価値毀損額が 1,100 億円を超える企業が 10%以上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 ▲1,170 億円から 1,770 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との比較を掲載した。

⁷ 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マッキンゼー社は「パワーカーブ」と呼んでいる（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 ホッケースティック戦略 成長戦略の策定と実行」、東洋経済出版社、2019 年 11 月）。パワーカーブにより企業母集団の付加価値状況の全体像が一瞥で理解できる。マッキンゼー社のパワーカーブ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であるが、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だから（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）から予想ベースのパワーカーブといえる。

2. 東証33業種別統計

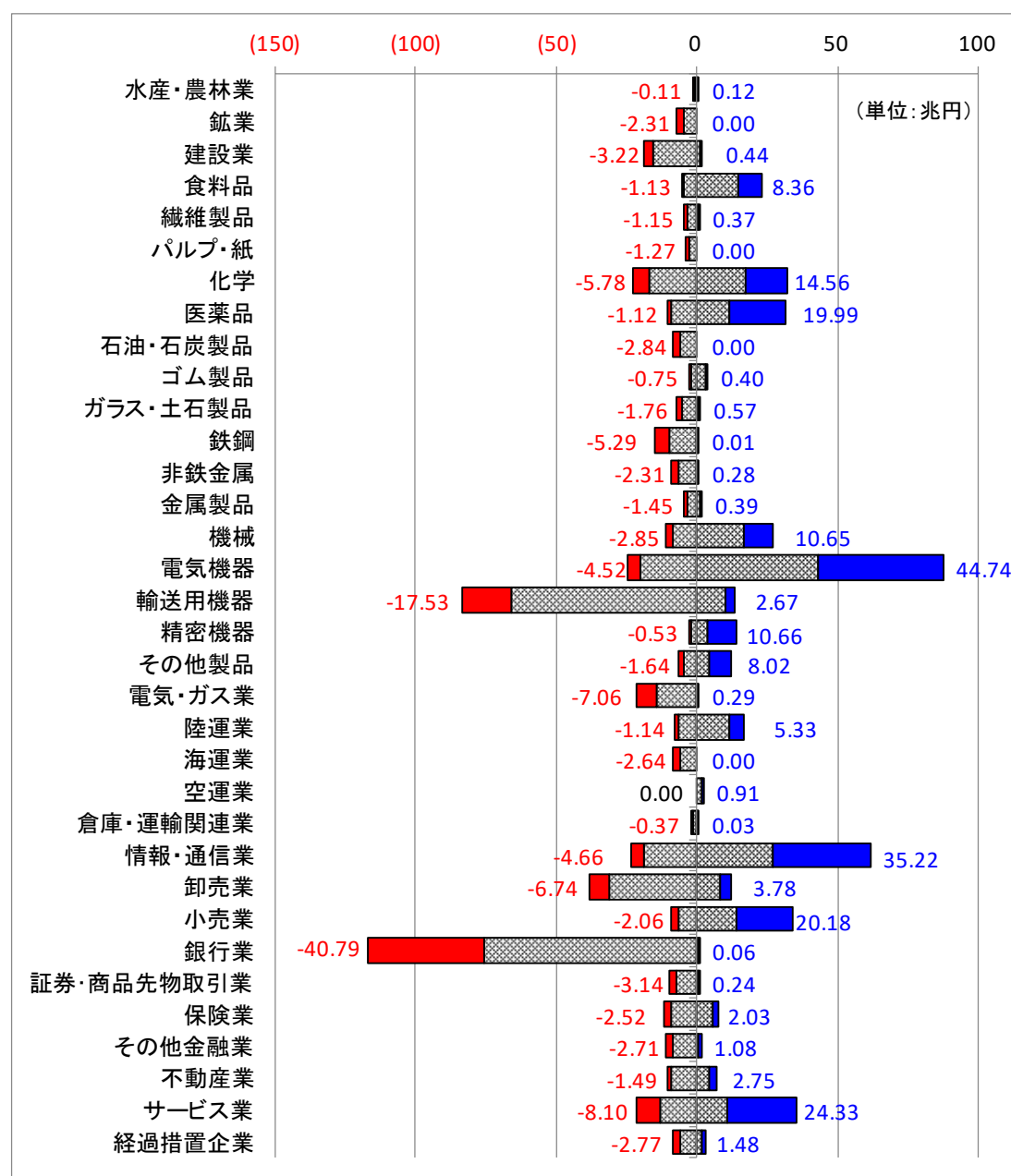
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。プライム市場の上場維持基準に未適合の経過措置企業は一つの特種業種として独立させた⁸。総計として金融 4 業種・日本郵政・経過措置企業を除いたもの（以下では「総計除く金融等」）も計算した。

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	6	3	440	-106	3	204	122	16	1.02
鉱業	4	4	4,625	-2,313	0	0	0	-2,313	0.50
建設業	72	58	15,352	-3,220	14	1,082	440	-2,780	0.83
食料品	66	30	4,291	-1,134	36	14,483	8,357	7,223	1.38
繊維製品	17	14	3,311	-1,151	3	306	368	-784	0.78
パルプ・紙	8	8	2,593	-1,271	0	0	0	-1,271	0.51
化学	115	70	16,889	-5,784	45	17,305	14,557	8,772	1.26
医薬品	32	14	8,962	-1,118	18	11,654	19,993	18,875	1.92
石油・石炭製品	6	6	5,706	-2,843	0	0	0	-2,843	0.50
ゴム製品	8	6	1,886	-749	2	3,254	401	-348	0.93
ガラス・土石製品	23	19	5,423	-1,761	4	672	567	-1,194	0.80
鉄鋼	20	19	9,927	-5,293	1	16	6	-5,287	0.47
非鉄金属	19	16	6,482	-2,312	3	192	280	-2,031	0.70
金属製品	28	23	3,445	-1,452	5	1,219	392	-1,060	0.77
機械	110	62	8,338	-2,849	48	16,552	10,654	7,805	1.31
電気機器	126	60	20,005	-4,523	66	42,842	44,742	40,219	1.64
輸送用機器	41	34	65,775	-17,526	7	10,483	2,667	-14,859	0.81
精密機器	25	11	1,789	-525	14	3,766	10,659	10,134	2.82
その他製品	37	21	4,577	-1,641	16	4,419	8,024	6,382	1.71
電気・ガス業	20	17	14,168	-7,063	3	181	286	-6,777	0.53
陸運業	39	13	6,372	-1,144	26	11,335	5,334	4,190	1.24
海運業	4	4	5,961	-2,636	0	0	0	-2,636	0.56
空運業	2	0	0	0	2	1,647	906	906	1.55
倉庫・運輸関連業	10	8	1,339	-369	2	71	31	-338	0.76
情報・通信業	163	14	18,575	-4,664	149	26,717	35,223	30,558	1.67
卸売業	106	73	31,077	-6,739	33	8,272	3,781	-2,958	0.92
小売業	131	46	6,810	-2,057	85	14,026	20,181	18,123	1.87
銀行業	64	63	75,721	-40,790	1	250	59	-40,730	0.46
証券・商品先物取引業	18	14	6,894	-3,137	4	247	245	-2,892	0.59
保険業	8	4	9,240	-2,518	4	5,679	2,034	-483	0.97
その他金融業	18	11	8,341	-2,710	7	752	1,084	-1,625	0.82
不動産業	46	21	8,821	-1,485	25	4,519	2,748	1,262	1.09
サービス業	145	18	13,069	-8,101	127	10,773	24,326	16,225	1.68
経過措置企業	296	155	5,874	-2,772	141	1,607	1,477	-1,295	0.83
総計	1,833	939	402,074	-143,758	894	214,526	219,942	76,184	1.12
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

⁸ ただし、経過措置企業のうち規模が大きいコーエーテクモ HD、オービック、Z ホールディングス、かんぽ生命、ゆうちょ銀行の 5 社は本来の業種所属としている。

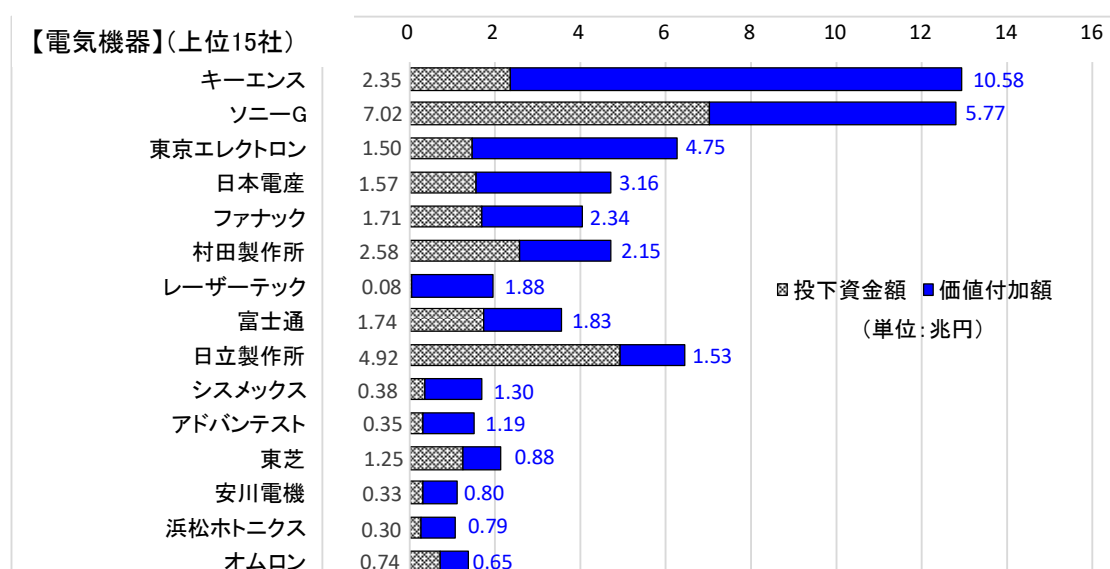
総計でみると、価値付加企業 894 社への投下資金は 214.5 兆円で価値付加額は 219.9 兆円（PBR は 2.03）であった。価値毀損企業 939 社への投下資金は 402.1 兆円で価値毀損額は 143.8 兆円（PBR は 0.64）となっており、貴重なリスクマネーである投下資金の約 3 分の 1 の価値毀損が起きているのである。価値付加企業と価値毀損企業を合わせると、投下資金 616.6 兆円（214.5+402.1 兆円）に対して付加価値額が 76.2 兆円で PBR は 1.12 となった。金融 4 業種・日本郵政・経過措置企業を除くと、投下資金は 490.4 兆円（284.4+206.0 兆円）に減り、付加価値額は 131.1 兆円に高まり、PBR は 1.27 と改善する。



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2022年第4四半期

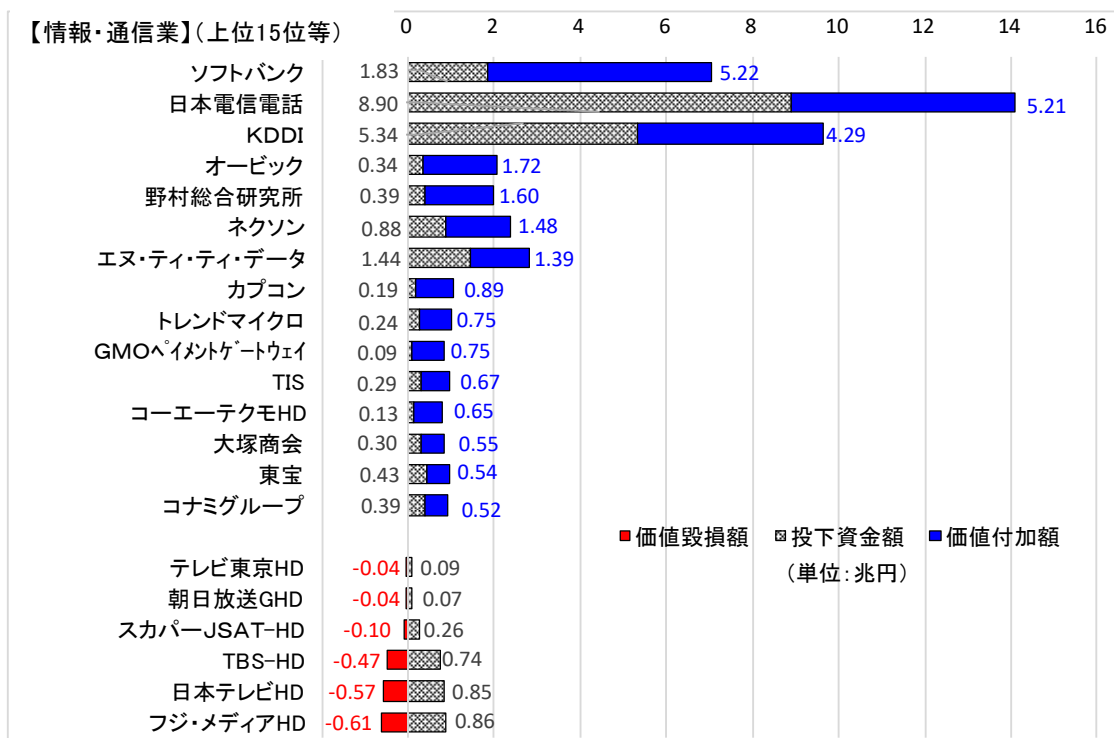
業種別にみた価値付加あるいは価値毀損の特徴は以下のとおりである。

- 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、サービス業であった。
- 「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 62.8 兆円より輸送用機器の 76.3 兆円の方が大きい、付加価値額では電気機器の 40.2 兆円に対して輸送用機器の▲14.9 兆円となっており、逆転している。
- 電気機器について個別企業の価値付加額ランキングの上位 15 社は次の図のとおりであった。価値付加額のトップはキーエンスの 10.6 兆円、2 位はソニーGの 5.8 兆円であった。電気機器には 126 社が属するが、価値付加が 66 社、価値毀損が 60 社で、価値毀損企業が半分弱を占める。



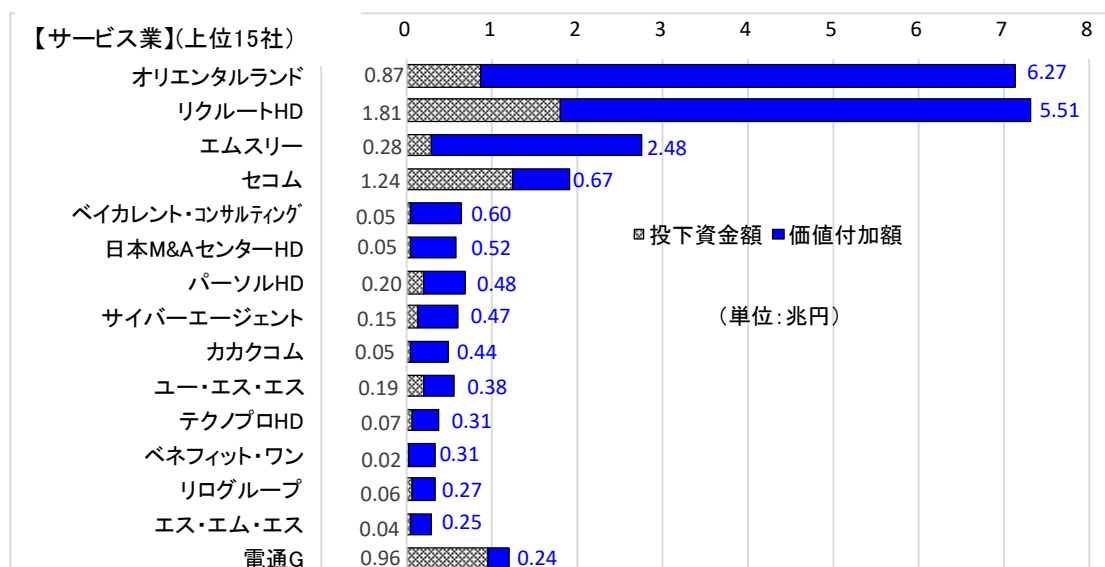
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期

- 輸送用機器は 41 社のうち 34 社が価値毀損状態にある。価値毀損額は本田技研工業の▲6.5 兆円、日産自動車の▲3.6 兆円、トヨタ自動車の▲1.8 兆円が大きい。最も価値付加額が大きかったのはシマノの 1.3 兆円で、次はデンソーの 1.0 兆円だった。
- 情報・通信業では価値付加額のトップはソフトバンクの 5.2 兆円、価値毀損額のトップはソフトバンクGの▲2.8 兆円であった。次ページの図は価値付加額ランキング上位 15 社と、ソフトバンクGを除く下位 6 社を示したものである。情報・通信業には 163 社が属するが、149 社が価値付加企業であった。
- ソフトバンクと KDDI は、同じ携帯電話事業をしていて価値付加額もほぼ同水準であるが、投下資金が大きく異なることが確認出来る。



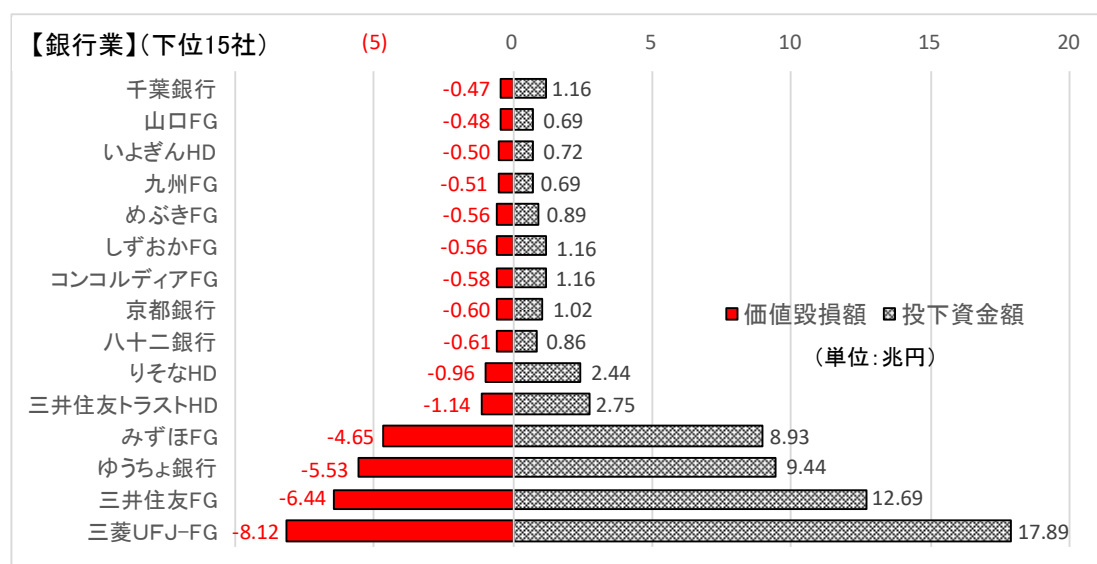
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期

- 情報・通信業の下位 6 社はすべてテレビ放送会社である。この状況は前年から変わっていない。ここにテレビ朝日 HD がいないのは経過措置企業になっているためである。テレビ朝日 HD の価値毀損額は▲0.27 兆円で下から 4 番目に位置する。
- サービス業の個別企業 145 社の価値付加額ランキングは下図のとおりであった。オリエンタルランド、リクルート HD、エムスリーの 3 社が突出している。



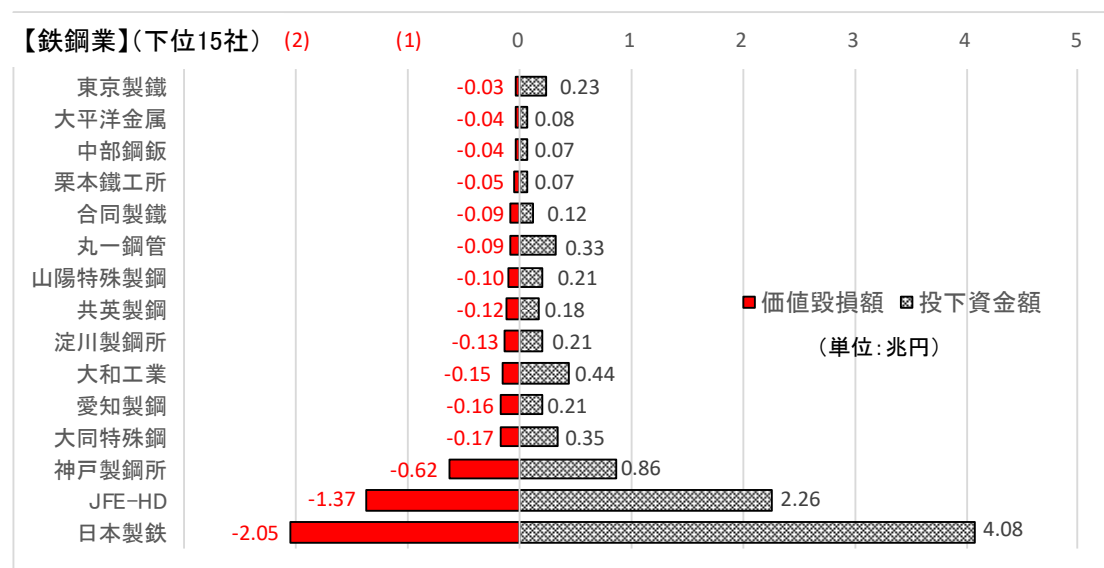
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期

- サービス業の価値毀損額▲8.10兆円のうち▲7.85兆円は日本郵政1社によるものである。日本郵政を除くとサービス業のPBRは1.68から2.97へと大きく上方修正される。
- 社数が少ないこともあるが、全社が価値毀損になっている業種は鉱業、パルプ・紙、石油・石炭製品、海運業の4つであった。PBRが0.5を割っているのは銀行業と鉄鋼業の2業種である。
- 銀行業では全64行のうち63行が価値毀損状態にあり投下資金76.0兆円のうち半分以上の40.7兆円が毀損されている。PBRは0.46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PBRは1.24であった。
- 銀行業の価値付加額の下位15行は次の図のとおりである。3メガバンクとゆうちょ銀行が突出している。2番手グループは三井住友トラストHDとりそなHDで、それに続く地銀の価値毀損額は概ね▲0.5兆円程度でほぼ同じ水準である。



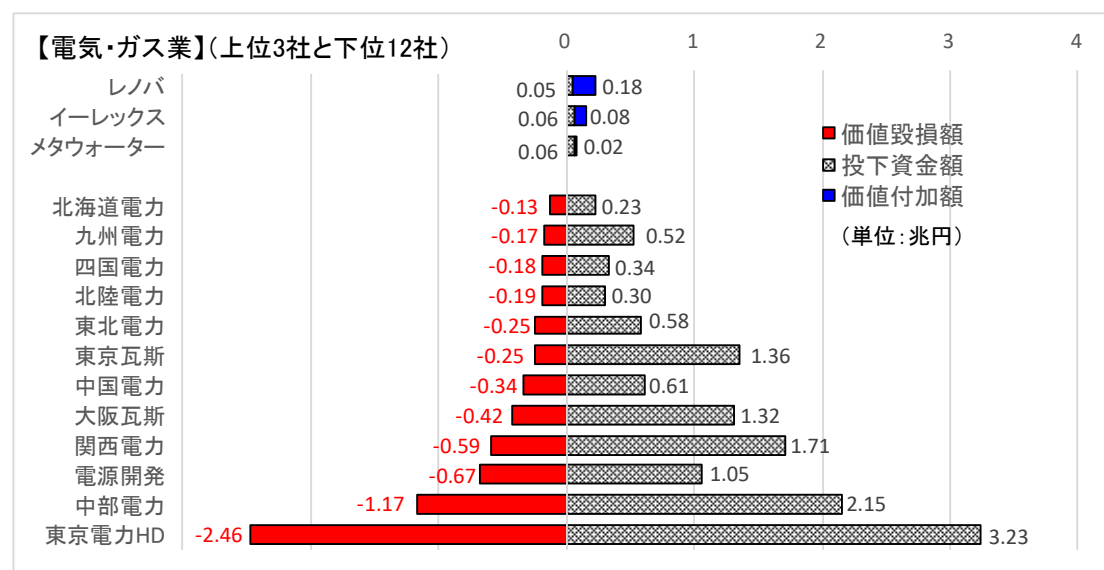
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期

- 鉄鋼業は投下資金9.9兆円のうち5.3兆円が毀損されておりPBRは0.47である。
- 鉄鋼業は20社であるが、価値付加状況にあるのはエンビプロHD1社だけであった。エンビプロHDは鉄鋼業に分類されているが、廃材・廃車や電池のリサイクル会社であり、他の鉄鋼業企業とは異質である。
- 鉄鋼業の価値毀損額の下位15社は次ページの図の通りであるが、日本製鉄とJFE-HDが図抜けた存在で神戸製鋼所が続く。他の会社の投下資金額も比較的小さく価値毀損額はせいぜい▲0.17兆円と小さい。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期

- 電気・ガス業は20社であるが17社が価値毀損状態にある。投下資金14.3兆円のうち6.8兆円を毀損しており、PBRが0.53の不振業種である。上位3社と下位12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。2022年第4四半期

- 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、イーレックスは電力小売り・再エネ電力拡販の会社、メタウォーターは上下水処理設備トップの水環境事業の会社である。
- 上位3社以外はすべて価値毀損状態である。すなわち旧来からの電力会社とガス会社はすべて価値毀損状態である。毀損価値が1兆円を超えているのは東京電力HDの2.5兆円と中部電力の1.2兆円である。

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	1,626	815	377,582	-130,297	811	205,845	205,443	75,147	1.13
首都圏	1,176	548	271,103	-106,083	628	159,705	155,104	49,021	1.11
関西圏	319	194	47,787	-13,775	125	32,811	43,799	30,024	1.37
中京圏	131	73	58,691	-10,439	58	13,329	6,540	-3,899	0.95
地方圏	207	124	24,493	-13,462	83	8,681	14,498	1,037	1.03
東日本	52	32	5,974	-3,403	20	937	948	-2,456	0.64
中部	61	34	5,309	-2,693	27	3,006	3,819	1,126	1.14
中国・四国	52	37	8,902	-5,082	15	2,485	7,710	2,628	1.23
九州・沖縄	42	21	4,308	-2,284	21	2,253	2,022	-262	0.96
合計	1,833	939	402,074	-143,758	894	214,526	219,942	76,184	1.12

(参考)

地方圏除く3社	204	124	24,493	-13,462	80	5,019	4,473	-8,989	0.70
中部除くFN	60	34	5,309	-2,693	26	1,299	1,483	-1,210	0.82
中・四国除くFR	51	37	8,902	-5,082	14	864	818	-4,264	0.56
九州・沖縄除くYE	41	21	4,308	-2,284	20	1,919	1,225	-1,059	0.83

(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

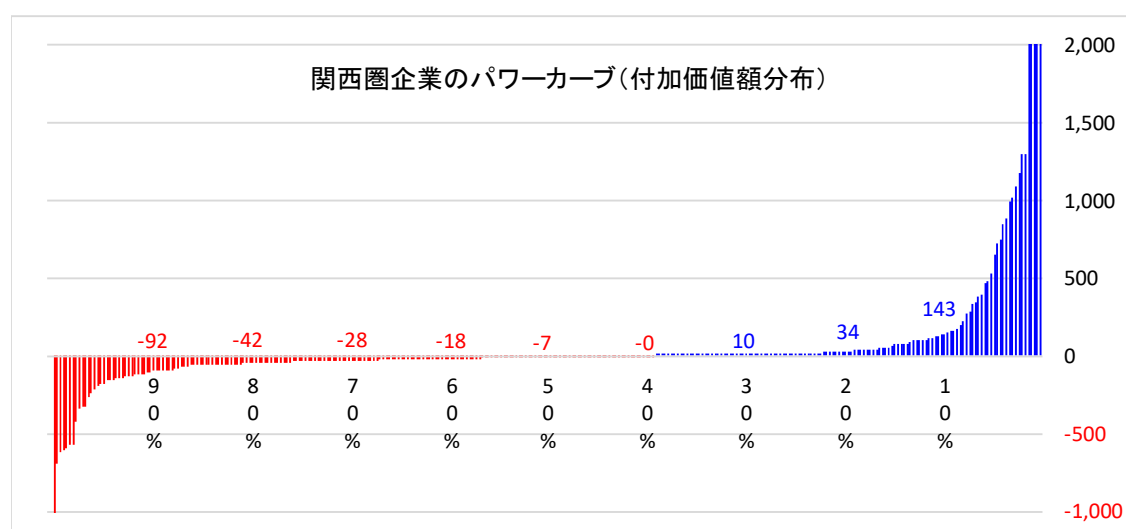
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

- 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。
- 都市部の中では関西圏のPBRが1.37と最も高く、首都圏が1.11と次ぎ、中京圏は0.95と1割れであった。社数でみると、価値付加企業が価値毀損企業より多かったのは首都圏だけであった。
- 地方圏ではPBRは中部と中国・四国で1より高かった。しかし、これはファナック、ファーストリテリングというグローバル企業の寄与が非常に大きく、この2社を除くとPBRは中部が0.82、中国・四国は0.56と1割れになる。九州・沖縄も安川電機を除くとPBRが0.96から0.83に低下する。地方圏全体のPBRは1.03であったが3社を除くと0.70の水準となる。

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 319 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 39% 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▲420 億円から上位 20% の 336 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 5 社までは 2 兆円を超えるため棒グラフの上部が表示されていない。同様に 319 位の価値毀損額も部分表示になっている。



順位	コード	社名	純資産額	価値付加
1	6861	キーエンス	2,354	10,584
2	7974	任天堂	2,429	5,152
3	6367	ダイキン工業	2,245	4,151
4	6594	日本電産	1,575	3,157
5	6981	村田製作所	2,579	2,149
6	7309	シマノ	748	1,306
7	6869	シスメックス	381	1,303
8	4612	日本ペイントHD	1,240	1,183
9	4507	塩野義製薬	1,045	1,091
10	3064	MonotaRO	67	1,021

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

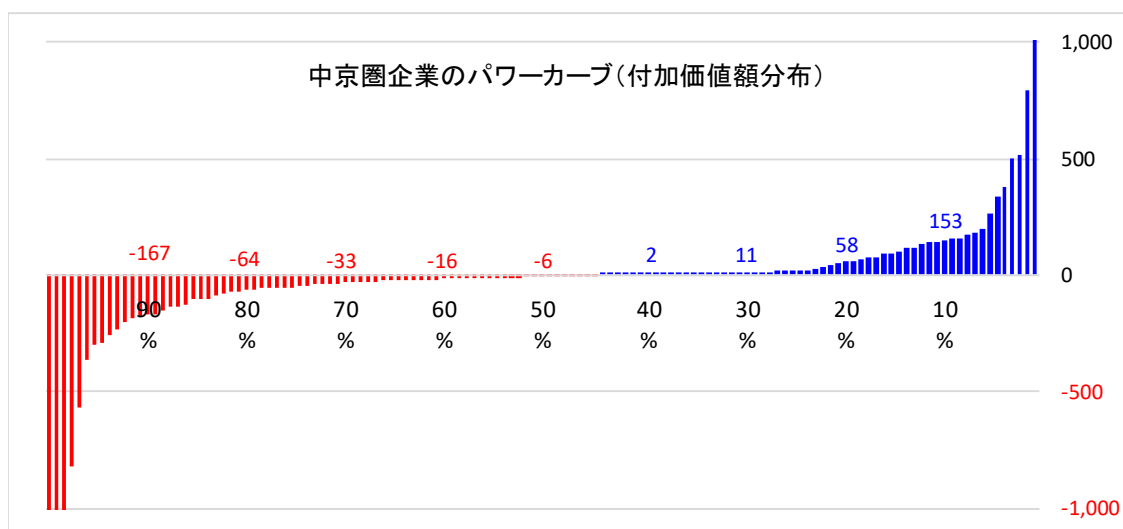
価値付加額の域内 1 位はキーエンスで 10.6 兆円であった（キーエンスは日本 1 位でもある）。上位 10 社にはキーエンスをはじめとする大阪企業（他にダイキン工業、シマノ、日本ペイント HD、塩野義製薬）が 5 社、任天堂をはじめとする京都企業（他に日本電産、村田製作所）が 3 社を占め、兵庫企業がシスメックスと MonotaRo の 2 社だった。

大阪、京都、兵庫以外では滋賀県のフジテック（付加価値額 1,049 億円、域内 39 位）とタカラバイオ（付加価値額 1,031 億円、域内 42 位）が際立っていた。

PBR は 10 位の MonotaRo が 16.2 で価値付加額上位 10 位まででは最も高かった。

2) 中京圏 131 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）よりもやや小さ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 44% の位置にあり、企業数も価値付加企業の方が少ない。域内企業の 6 割は下位 20%（上位から 80%）の▲636 億円から上位 20%の 582 億円の間に入っている。なお、縦軸目盛りは▲1 兆円から 1 兆円までとしており、価値付加金額上位 1 社と下位 3 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。



順番	コード	社名	純資産額	価値毀損	順番	コード	社名	純資産額	価値付加
122	8358	スルガ銀行	324	-230	1	6902	デンソー	4,472	1,049
123	9076	セイノーHD	500	-257	2	6965	浜松ホトニクス	299	791
124	7380	十六FG	388	-289	3	7747	朝日インテック	121	520
125	8368	百五銀行	385	-299	4	7951	ヤマハ	488	499
126	9022	東海旅客鉄道	3,814	-361	5	4732	ユー・エス・エス	194	377
127	5831	しずおかFG	1,157	-563	6	6465	ホシザキ	302	335
128	7259	アイシン	1,907	-816	7	4062	イビデン	413	266
129	9502	中部電力	2,150	-1,171	8	7269	スズキ	2,097	197
130	6201	豊田自動織機	3,925	-1,515	9	3186	ネクステージ	55	179
131	7203	トヨタ自動車	33,419	-1,774	10	6055	ジャパンマテリアル	41	179

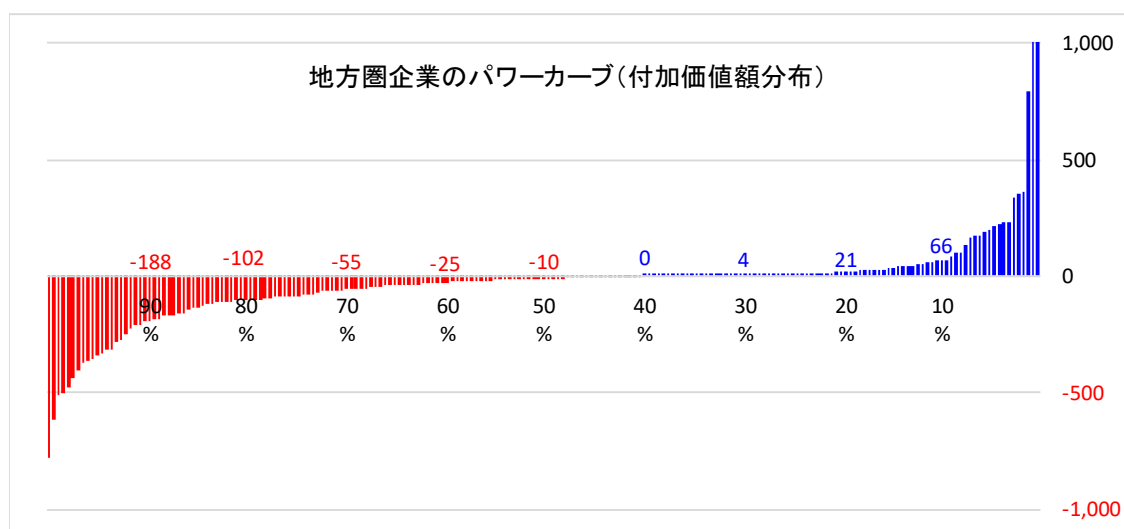
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

価値付加額 1 位はデンソーの 1.05 兆円で、これは日本国内では 47 位であった。2 位以下は 1 兆円に届いていない。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、ジャパンマテリアルが三重県で、他の 5 社は愛知県だった。

価値毀損額は中部電力、豊田自動織機、トヨタ自動車が 1 兆円を超えた。トヨタ自動車は時価総額が日本最大と規模が大きいため、PBR が 0.95 となっただけで価値毀損額が▲1.77 兆円となっている。価値毀損額の 10 以内では、静岡 FG とスルガ銀行が静岡県、十六 FG とセイノーHD が岐阜県、百五銀行が三重県で、他の 5 社は愛知県だった。

3) 地方圏 207 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 40% 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▲1,019 億円から上位 20% の 214 億円の間に入っている。なお、縦軸目盛りは▲1 兆円から 1 兆円までとなっており、価値付加金額上位 2 社は 1 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
198	8341	七十七銀行	503	-355	1	9983	ファーストリテイリング	1,621	6,892
199	5832	ちゅうぎんFG	535	-361	2	6954	ファナック	1,707	2,336
200	8354	ふくおかFG	883	-367	3	6506	安川電機	334	797
201	7189	西日本FG	526	-400	4	3349	コスモス薬品	197	363
202	8377	ほくほくFG	552	-434	5	5332	TOTO	460	350
203	8418	山口FG	692	-479	6	8111	ゴールドウイン	70	338
204	5830	いよぎんHD	722	-498	7	6967	新光電気工業	238	232
205	7180	九州FG	693	-506	8	9010	富士急行	25	230
206	8359	八十二銀行	862	-614	9	2222	寿スピリッツ	21	223
207	7261	マツダ	1,418	-777	10	8919	カチタス	37	213

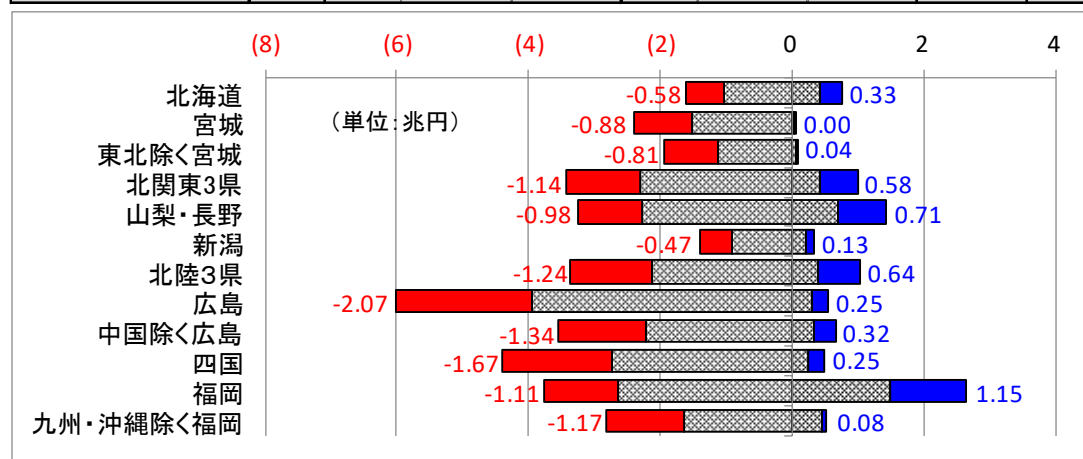
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

地方圏の価値付加額合計は 14 兆 4,980 億円、価値毀損額合計は▲13 兆 4,620 億円で合計するとプラスであった。しかし、価値付加額が突出してい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、地方圏の付加価値額合計は 4 兆 4,730 億円と激減し価値毀損額を大きく下回る。PBR も 1.03 から 0.70 に激減する。

なお、価値毀損が大きい企業は 10 社中 9 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、突出 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	13	6	1,023	-582	7	429	331	-252	0.83
宮城	8	7	1,519	-875	1	23	3	-873	0.43
東北除く宮城	11	8	1,125	-807	3	60	39	-768	0.35
北関東3県	20	11	2,307	-1,139	9	425	575	-563	0.79
山梨・長野	21	8	2,268	-978	13	705	714	-264	0.91
新潟	12	6	924	-473	6	202	132	-341	0.70
北陸3県	27	20	2,117	-1,242	7	392	637	-605	0.76
広島	20	14	3,939	-2,072	6	294	253	-1,818	0.57
中国除く広島	15	9	2,217	-1,340	6	343	319	-1,022	0.60
四国	16	14	2,745	-1,670	2	227	246	-1,424	0.52
福岡	28	13	2,653	-1,113	15	1,481	1,148	36	1.01
九州・沖縄除く福岡	13	8	1,655	-1,171	5	438	76	-1,095	0.48
総計	204	124	24,493	-13,462	80	5,019	4,473	-8,989	0.70



(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。2022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福岡だけで、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、山梨・長野、福岡だけだった。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2社あった。

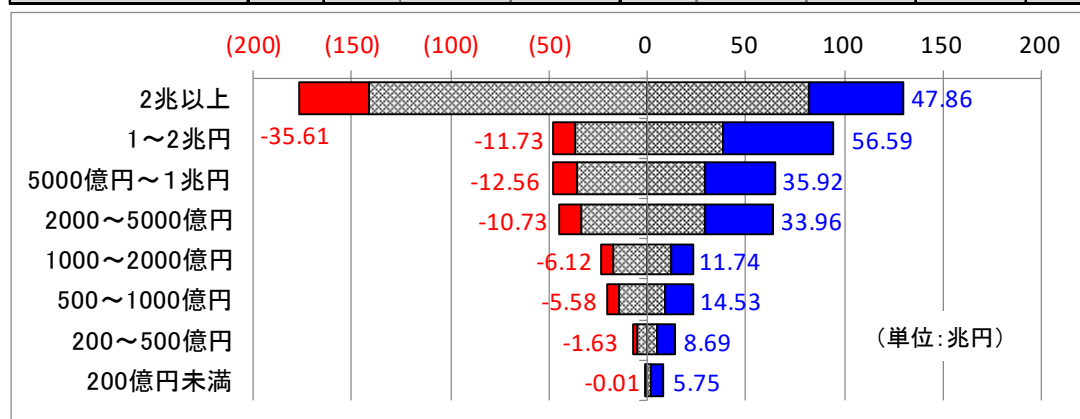
各地域での価値付加額1位および高位の企業を紹介する。

北海道ではツルハHDの1,721億円、宮城県ではフジ・コーポレーションの27億円、東北除く宮城では幸楽苑HD（福島県）の148億円、北関東3県ではカチタス（群馬県）の2,134億円とマニー（栃木県）の1,703億円、山梨・長野では新光電気工業（長野県）の2,319億円と富士急行（山梨県）の2,298億円、新潟ではスノーピークの682億円、北陸3県ではゴールドウイン（富山県）の3,384億円とクスリのアオキHD（石川県）の1,380億円、広島ではエフピコの1,721億円とローツェの664億円、中国除く広島では寿スピリッツ（鳥取県）の2,235億円、四国では三浦工業（愛媛県）の1,991億円、福岡ではコスモス薬品の3,631億円とTOTOの3,502億円と三井ハイテックの1,952億円、九州・沖縄除く福岡では久光製薬（佐賀県）の341億円であった。

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・日本郵政・経過措置企業は除いている。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関係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。

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		
2兆以上	47	25	140,880	-35,611	22	81,754	47,857	12,246	1.06
1～2兆円	49	23	36,369	-11,732	26	38,026	56,593	44,861	1.60
5000億円～1兆円	90	51	35,172	-12,562	39	29,171	35,922	23,360	1.36
2000～5000億円	203	111	34,139	-10,731	92	29,579	33,959	23,228	1.36
1000～2000億円	212	128	17,482	-6,123	84	11,904	11,743	5,620	1.19
500～1000億円	322	201	14,762	-5,584	121	8,498	14,527	8,942	1.38
200～500億円	298	145	5,453	-1,632	153	4,954	8,693	7,062	1.68
200億円未満	207	7	112	-10	200	2,105	5,748	5,737	3.59
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



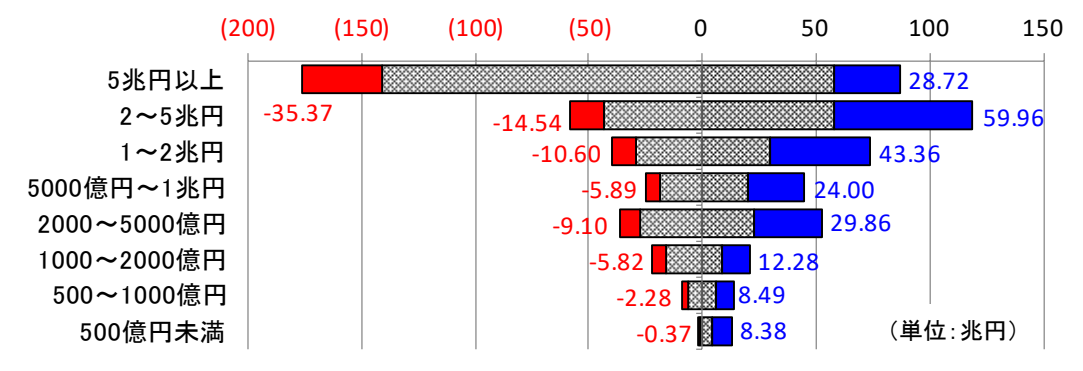
[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

純資産額と付加価値額の関係についての特徴は以下のとおりである。

- 付加価値比率（PBR）が高いのは純資産額が1～2兆円、200～500億円、200億円未満の3クラスであった。特に200億円未満はPBRが3.59と突出して高かった。
- 純資産額が2兆円以上の超大企業はPBRが1.06（前年1.26）と最も低調であった。
- 500億円から1兆円の間では1,000～2,000億円クラスでPBRが1.19と低い、他の3クラスではPBRの高低に関して特に傾向は見られないようである。
- 社数については、価値付加企業数は価値毀損企業数よりも多かったのは1～2兆円クラスと200～500億円、200億円未満クラスの3つであった。特に200億円未満クラスは価値毀損企業の7社と比べて価値付加企業は200社と圧倒的であった。これは200億円未満に該当する企業が多い経過措置企業を除いた影響も大きい。

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	42	27	140,683	-35,374	15	57,983	28,723	-6,651	0.97
2～5兆円	66	33	43,452	-14,542	33	57,970	59,960	45,418	1.45
1～2兆円	86	46	29,493	-10,603	40	29,881	43,355	32,752	1.55
5000億円～1兆円	100	51	18,954	-5,895	49	20,057	23,995	18,100	1.46
2000～5000億円	270	153	27,214	-9,103	117	22,180	29,861	20,758	1.42
1000～2000億円	290	191	16,120	-5,817	99	8,375	12,279	6,462	1.26
500～1000億円	264	141	6,925	-2,281	123	5,502	8,492	6,210	1.50
500億円未満	310	49	1,528	-369	261	4,042	8,377	8,007	2.44
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

- 純資産額クラスのと看と同様に、PBRは最大規模クラス(5兆円以上)で0.97と最も低く、最小規模のクラス(500億円未満)で2.44と最も高かった。
- 500億円以上5兆円未満の中間クラスでは、企業規模が大きいほどPBRがやや高い傾向がありそうにも見えるが、純資産額クラスの場合と同様に傾向は見られないといふべきかもしれない。
- 価値付加企業が価値毀損企業より多かったのは500億円未満クラスだけであつた。

最小規模クラスの付加価値比率が高いのは次の図表から分かるように主として情報・通信業とサービス業の企業による。両業種とも価値を毀損している企業はなく、ともにPBRは4倍を超える。なお、経過措置企業(プライム基準未適合企業)でもPBRは1.53倍で金融等を除くプライム企業全体の1.27倍よりも高いことが確認される。

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		
情報・通信業	75	0	0	0	75	753	2,319	2,319	4.08
小売業	21	2	34	-1	19	198	448	446	2.93
サービス業	67	0	0	0	67	666	2,247	2,247	4.37
その他	44	5	78	-9	39	488	734	725	2.28
純資産200億円未満	207	7	112	-10	200	2,105	5,748	5,737	3.59

5. 財務戦略クラス別統計

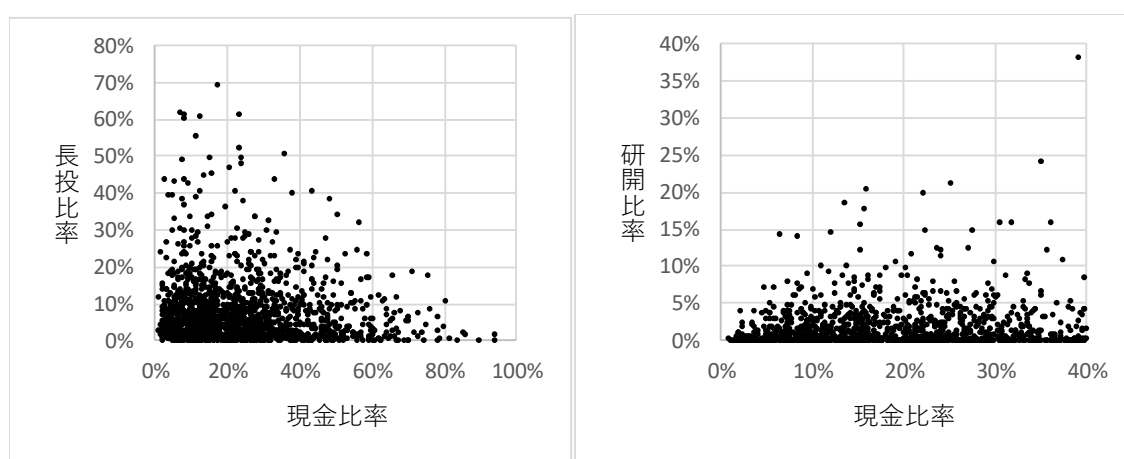
本節では貸借対照表や損益計算書の項目を用いて財務比率の指標を計算し、企業の財務戦略によって付加価値水準が異なる傾向があるかの確認を試みた。準備した財務比率は次の4つである。

- 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）： 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2022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。12月決算企業も2022年12月期の財務データである。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。プライム企業について、これらの指標の相関係数を計算してみると、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	-0.12	0.03	-0.08
長投比率	-0.12	1.00	0.03	-0.08
研開比率	0.03	0.03	1.00	0.10
無形+比率	-0.08	-0.08	0.10	1.00

これらの4指標の間の相関係数は絶対値で0.12以内であった。各指標はほぼ無相関で、相互の説明力（ R^2 ）は1.3%以内である。ただし、以下に二例を示したが、偏りが著しい指標間での相関係数である。



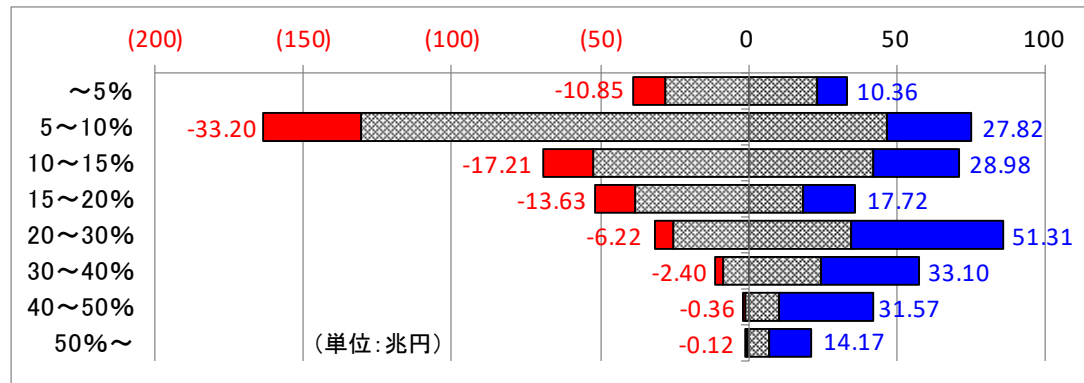
なお、無形資産／総資産比率とのれん／総資産比率の相関係数は0.86と高かったため、無形資産とのれんを合計して総資産で除す指標を計算して一本化している（指標④）。

本章でも、対象母集団はプライム市場から金融4業種・日本郵政・経過措置企業を除いた1,427社としている（データの有効性の関係から他の章より1社少ない）。

1) 現金・短期資産比率

次の図表は現金・短期資産比率（以下、「現金比率」と略す）の大きさによって8つのクラス分けをして企業の付加価値状況をみたものである。現金比率が高いほどPBRが大きい傾向があるという結果になった。

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%	91	58	28,131	-10,850	33	22,972	10,360	-489	0.99
5～10%	234	171	130,553	-33,204	63	46,880	27,818	-5,387	0.97
10～15%	207	123	52,333	-17,208	84	41,860	28,979	11,771	1.12
15～20%	176	109	37,941	-13,634	67	18,376	17,722	4,088	1.07
20～30%	322	149	25,232	-6,216	173	34,697	51,312	45,095	1.75
30～40%	180	58	8,598	-2,395	122	24,075	33,102	30,707	1.94
40～50%	103	14	924	-357	89	10,266	31,566	31,209	3.79
50%～	114	9	658	-121	105	6,770	14,173	14,052	2.89
総計除く金融等	1,427	691	284,370	-83,985	736	205,896	215,032	131,047	1.27



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

40%～50%クラスと50%以上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、市場の評価は極めて高い。また、現金比率が10%以下で、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は付加価値がマイナスとなりPBRは1を割っていた。これらは過去3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の一つである。

次の表は現金比率が40%以上の価値付加企業194社の業種分布と業種別に財務比率クラス（1～8まで。クラス番号が高いほど当該の財務比率は高い）の平均値を算出した結果である。この表では該当社数が5以上の業種に限定して掲載した。

業種としては情報・通信業の83社、サービス業の53社が多く、次いで小売業の14社である。他に5社以上あるのは化学、機械、電気機器の3業種のみである。これらの業種以外は一括して「その他業種」とし26社であった。「小計（高現金）」の行は現金比率が40%以上と高い194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542社の財務比率クラスと、両方合わせた価値付加全736社の財務比率クラスも示した。

業種	社数	純資産額	付加 価値額	PBR	長期投資 比率クラス	研究開発 比率クラス	無形資産＋ 比率クラス
化学	5	288	590	3.05	3.6	5.2	4.8
機械	7	815	430	1.53	3.6	6.4	3.0
電気機器	6	2,805	10,807	4.85	4.3	6.5	4.0
情報・通信業	83	3,087	7,272	3.36	4.7	3.4	5.3
小売業	14	2,843	8,540	4.00	3.2	1.1	3.5
サービス業	53	1,512	6,302	5.17	4.0	1.3	5.6
その他業種	26	5,685	11,798	3.08	3.8	4.2	4.0
小計(高現金)	194	17,037	45,739	3.68	4.2	3.0	4.9
小計(低現金)	542	188,859	169,293	1.90	4.4	3.7	5.4
価値付加社計	736	205,896	215,032	2.04	4.3	3.5	5.2

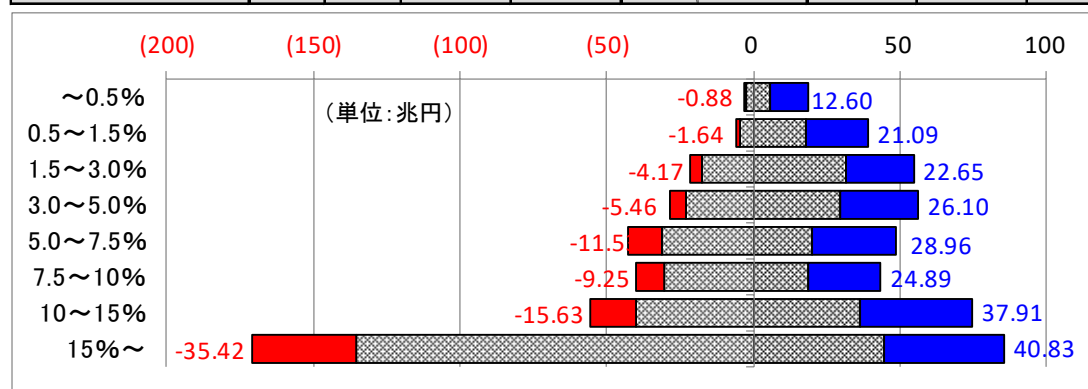
[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

社数では低現金比率企業は高現金比率企業の2.8倍であるが、純資産額では11.1倍となっている。1社当たりの平均純資産額では4.0倍となり、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。財務指標クラスの水準を比較する。長期投資比率クラスの平均は高現金比率と低現金比率企業でほぼ同じであった。研究開発比率クラスと無形資産・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低い水準であるが、極めて低いといえるほどではない。全体的な傾向として高現金比率企業は比較的小型で、情報・通信業に属し財務指標的には長期投資比率がやや高いが他は平均的な企業であるか、サービス業に属し研究開発比率が低い企業が多い。高現金比率企業のPBRが高いということではなく、高PBRである情報・通信業やサービス業に属する小型企業が高現金比率という特徴を有しているというだけなのかもしれない。

2) 長期投資比率

次の図表は長期投資比率の大きさに従って8つのクラス分けをして企業の付加価値状況をみたものである。長期投資比率が1.5%以下という低い水準の企業ではPBRが高く、15%以上のという高い水準の企業のPBRは低いという結果になった。この傾向は前年と同じであった。

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%	115	28	2,536	-879	87	5,944	12,603	11,724	2.38
0.5～1.5%	135	38	4,524	-1,644	97	18,160	21,086	19,442	1.86
1.5～3.0%	191	73	17,595	-4,171	118	31,952	22,653	18,482	1.37
3.0～5.0%	209	101	22,852	-5,465	108	29,920	26,104	20,639	1.39
5.0～7.5%	198	110	30,922	-11,530	88	19,965	28,958	17,428	1.34
7.5～10%	173	96	30,708	-9,251	77	18,477	24,891	15,640	1.32
10～15%	198	122	40,040	-15,630	76	36,525	37,905	22,276	1.29
15%～	208	123	135,194	-35,415	85	44,952	40,830	5,415	1.03
総計除く金融等	1,427	691	284,370	-83,985	736	205,896	215,032	131,047	1.27



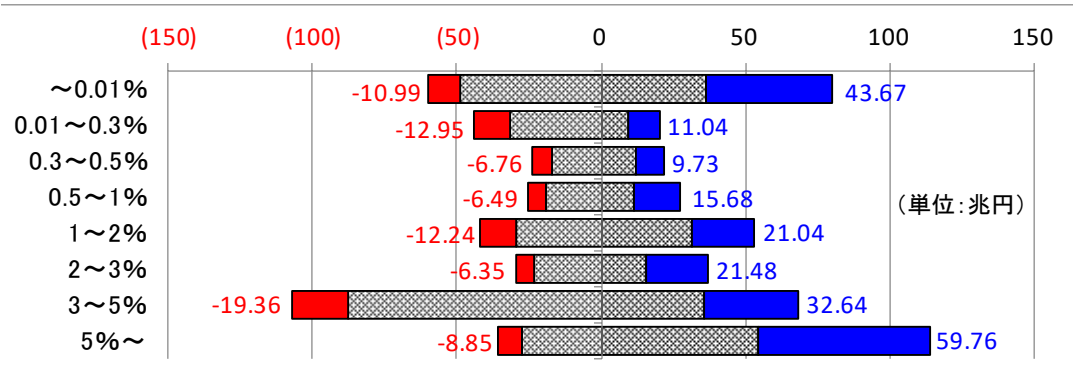
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

1社当たりの純資産額を計算してみると、長期投資比率が低いほど小さくなっている。また、長期投資比率が5.0%以下クラスで価値付加企業数が価値毀損企業数より多く、価値付加企業数を価値毀損企業数で割った指標を計算してみると、長期投資比率が大きくなるほどほぼ一貫して低下している（15%超クラスだけ例外）。長期投資をしない企業の方が、付加価値が大きいというのは、若干、奇異な印象であるが、日本では長期投資が成功しにくいのか、あるいは長期投資を必要としない事業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

次の図表は研究開発比率の大きさに従って8つのクラス分けをして企業の付加価値状況をみたものである。

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%	428	154	49,066	-10,989	274	36,525	43,667	32,678	1.38
0.01～0.3%	185	92	31,444	-12,952	93	9,093	11,038	-1,914	0.95
0.3～0.5%	83	44	17,081	-6,759	39	11,905	9,731	2,973	1.10
0.5～1%	141	92	19,155	-6,486	49	11,487	15,677	9,191	1.30
1～2%	184	100	29,589	-12,241	84	31,663	21,036	8,795	1.14
2～3%	113	66	23,441	-6,348	47	15,590	21,485	15,137	1.39
3～5%	159	90	87,464	-19,357	69	35,611	32,641	13,284	1.11
5%～	134	53	27,128	-8,853	81	54,022	59,757	50,903	1.63
総計除く金融等	1,427	691	284,370	-83,985	736	205,896	215,032	131,047	1.27



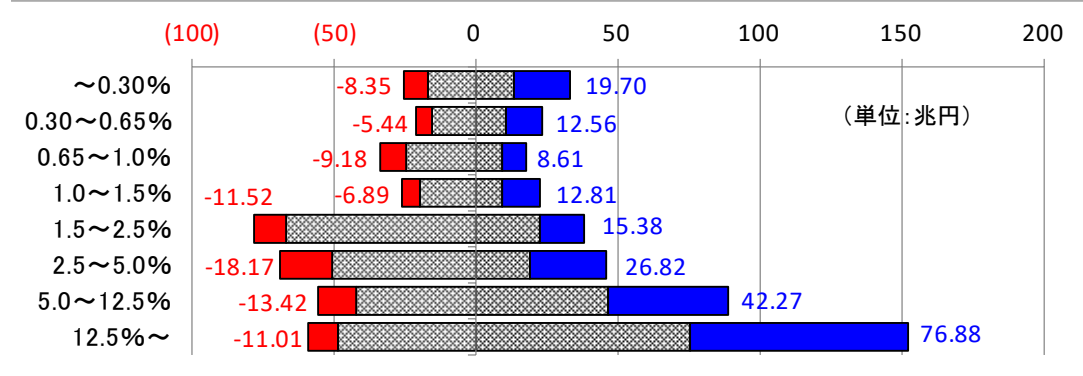
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

研究開発比率が最も高い企業群が、PBRが1.63と最も高く、価値付加企業数も価値毀損企業数の1.5倍であった。研究開発比率が0.01%以下の企業（財務諸表に研究開発費の記載がなかった企業と思われる）はPBRが3番目に高く、価値付加企業数は価値毀損企業数の1.8倍と最も高かった。0.01%～0.3%クラスも辛うじて価値付加企業の方が多かったが、他の5クラスではすべて価値付加企業数が価値毀損企業数より少なかった。研究開発費データがあり研究開発比率が小さい企業は0.01～0.3%クラスとみた方がよいかもしれない。このクラスだけはPBRが1未満であった。研究開発費が0.3%以上5%未満のクラスでは、これといった傾向は見られなかった。

4) 無形資産・のれん比率

次の図表は無形資産・のれん比率の大きさによって8つのクラス分けをして企業の付加価値状況をみたものである。

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%	127	66	16,578	-8,355	61	13,343	19,704	11,350	1.38
0.30～0.65%	180	105	15,502	-5,440	75	10,634	12,558	7,117	1.27
0.65～1.0%	153	95	24,706	-9,185	58	9,297	8,609	-575	0.98
1.0～1.5%	140	82	19,368	-6,887	58	9,528	12,808	5,921	1.20
1.5～2.5%	201	108	66,807	-11,520	93	22,554	15,382	3,862	1.04
2.5～5.0%	212	104	50,886	-18,168	108	19,050	26,825	8,656	1.12
5.0～12.5%	216	77	42,353	-13,424	139	46,356	42,272	28,847	1.33
12.5%～	198	54	48,170	-11,006	144	75,135	76,875	65,869	1.53
総計除く金融等	1,427	691	284,370	-83,985	736	205,896	215,032	131,047	1.27



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は10億円

PBRは12.5%以上クラスで1.53と最も高く、0.65～1.0%クラスで最も低く1割れになっていた。PBRの高低に関する全体的な傾向は、敢えて言えば、0.65～5.0%の中間クラスで低く、0.65%以下クラスと5.0%以上クラスでは高いという凹状であった。また、1.5%以上の4クラスでは無形資産・のれん比率が高くなるほどPBRが高くなり、価値付加企業数の価値毀損企業数に対する比率も0.9から1.0、1.8、2.7と漸増している。

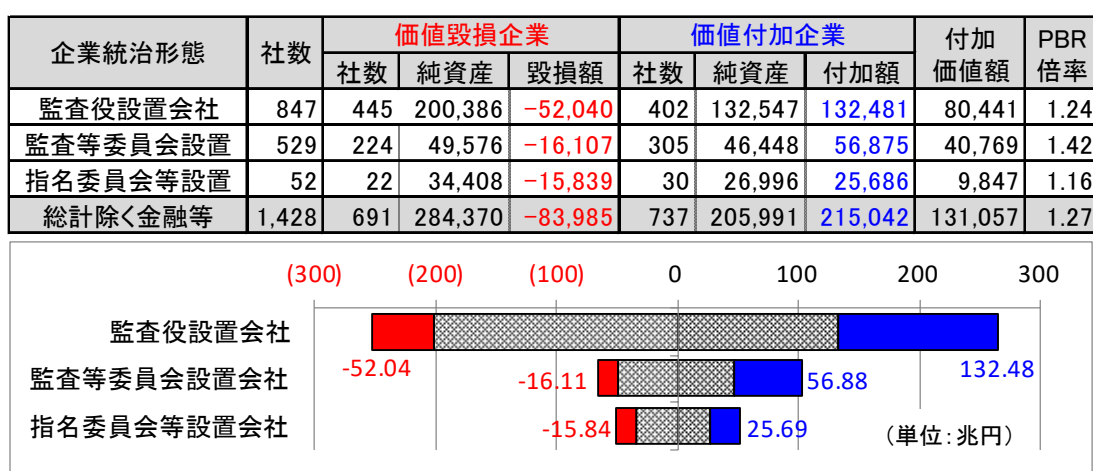
12.5%以上クラスは198社にすぎないが、価値付加企業144社に限定すれば平均純資産は5,218億円と最も大きくPBRは2を超えている。無形資産の蓄積とM&Aに積極的な企業は高い評価を受けている傾向があるのかもしれない。

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。テーマは統治形態、取締役人数、外国人持株比率、浮動株比率、親子会社の5つである⁹。なお、対象企業から金融4業種・日本郵政・経過措置企業は除いている。

1) 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1.42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全体平均の1.27を下回っている。



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

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金融4業種・日本郵政・経過措置企業を除くといまだに52社しかなく、高い付加価値創造に結びついていようには見えないだろう。しかし、社数でみると価値付加が30社で価値毀損の22社の1.4倍になっており、この比率は監査等委員会設置会社とほぼ同じである。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社合計の毀損額は12.53兆円にも達する（前年は8.14兆円）。この3社を除くと投下資金額は40.31兆円、付加価値額は22.38兆円でPBRは1.56になり全体平均の1.27を上回る。

2) 取締役人数

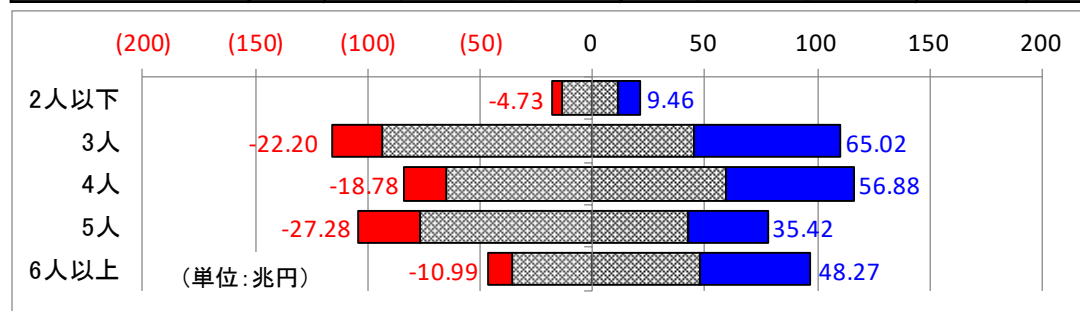
取締役人数に関する付加価値状況の確認から、取締役が少ない企業、および独立社外取比率が高い企業にはPBRが高い傾向が観察された。

最初の図表は独立社外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。独立社外取締役では付加価値比率（PBR）をみると2人以下が1.19と最も低く、6人以上が

⁹ これらの企業別の属性データはQuick社の「QuickKnowledge 特設サイト」にある「社外取締役モニタ」より取得した。

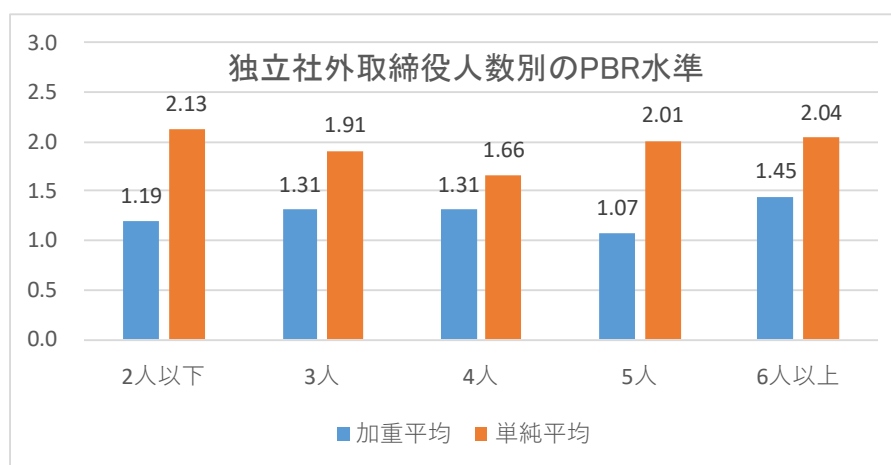
1.45 と最も高かった。これは前年と逆転している。前年は 2 人以下が 2.08 と最も高く、6 人以上が 1.42 と二番目に低かった（全社平均は 1.54）。独立社外取締役が機能し始めたということなのか、あるいは単に独立社外取締役が少ない企業は相場動向に対して株価が過敏に反応する傾向があるということだろうか。なお、独立社外取締役が 1 人という会社は 9 社しかなく、2 人以下クラスは 2 人の企業が大勢を占めている。

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	172	88	13,156	-4,730	84	11,404	9,459	4,729	1.19
3人	541	267	93,624	-22,203	274	44,830	65,018	42,815	1.31
4人	403	206	65,095	-18,782	197	59,148	56,879	38,097	1.31
5人	198	90	77,012	-27,276	108	42,568	35,418	8,142	1.07
6人以上	114	40	35,483	-10,995	74	48,042	48,269	37,274	1.45
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



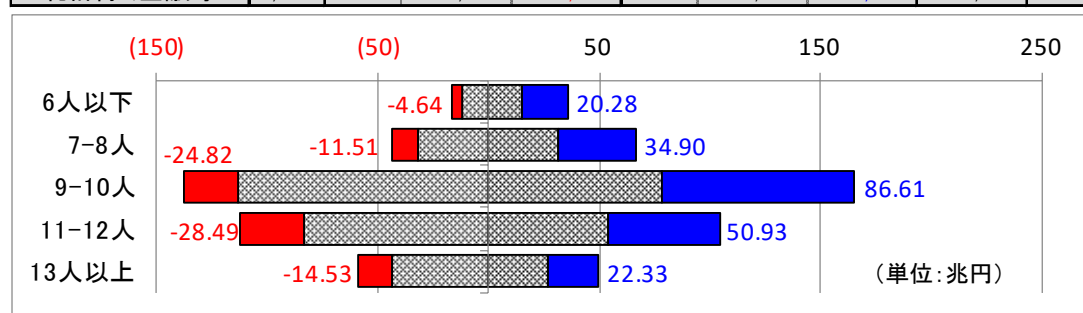
[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

上記の表の PBR は純資産額加重平均値である。各クラスで PBR の単純平均を計算して、2 種類の PBR を比較してみると次のようになる。単純平均でみると 5 人クラスと 5 人以上クラスが 2 を超えているが、最も高かったのは 2 人以下クラスの 2.13 であった。独立社外取締役の多さと PBR の間には相関があるとは言えなさそうだが、6 人以上クラスは加重平均では 1 位で単純平均では 2 位であった。独立社外取締役が十分に多い場合は PBR が高くなっている可能性がありそうだ。来年以降に期待したい。



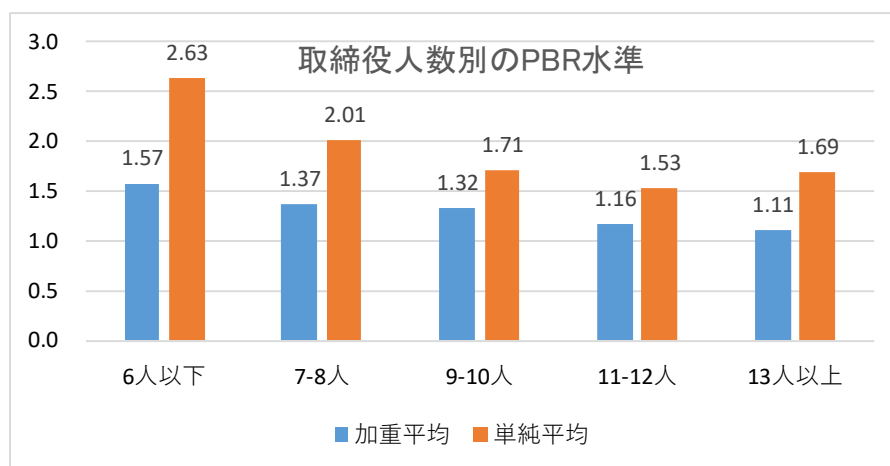
次の図表は取締役人数について付加価値状況を確認したものである。取締役人数では6人以下が最も付加価値比率（PBR）が高い。取締役については人数が増えるで一貫してPBRが低下している。これは前年と同じ傾向である。

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	216	86	12,004	-4,644	130	15,312	20,276	15,632	1.57
7-8人	349	160	32,177	-11,508	189	31,835	34,901	23,393	1.37
9-10人	475	241	112,691	-24,816	234	78,377	86,605	61,789	1.32
11-12人	265	150	83,584	-28,486	115	53,634	50,927	22,441	1.16
13人以上	123	54	43,914	-14,531	69	26,833	22,332	7,801	1.11
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

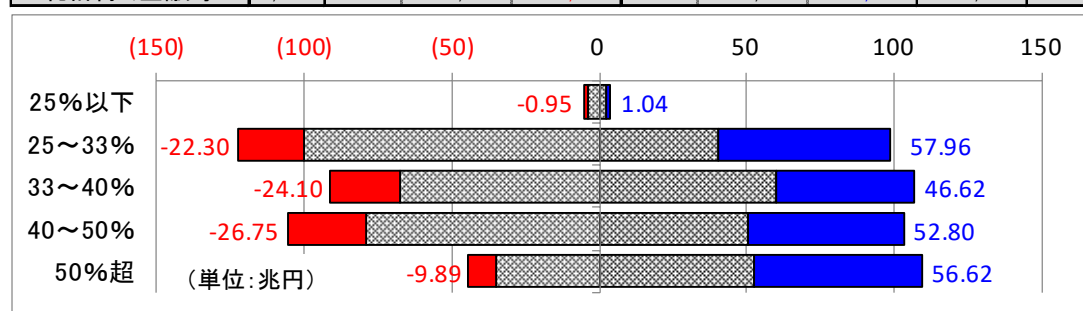
独立取締役人数の場合と同じように加重平均PBRと単純平均PBRを比較したのが次の図である。取締役人数が少ないほど単純平均PBRが高くなっている傾向は加重平均PBRと同じである（ただし、13人以上のクラスだけ反転している）。



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）についてみたものである。PBRは50%超で1.54と最も高くなっており、25%以下で1.01と最も低くなっている。中間の3クラスについては特に傾向はない。PBRが50%超クラスで最も高かったのは前回と同じであるが、前回は25%以下が2番目に高く解釈しにくかった。独立社外取比率25%以下の企業数は、前回は東証一部2,035社のうち253社（12.4%）あったが、今回

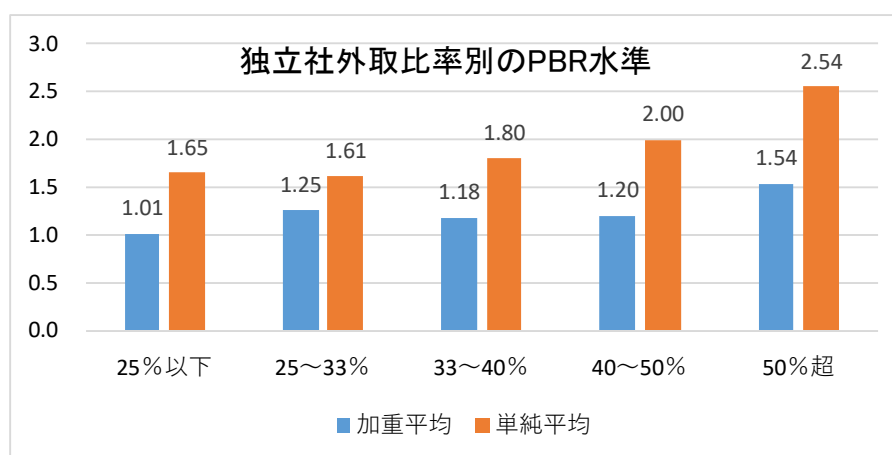
は1,428社のうち42社と数および比率（2.9％）の両方とも低下している（経過措置企業も含めるとプライム市場1,724社のうち66社（3.8％）である）。企業統治コードが独立社外取締役の人数を増やすよう要請してきたことの結果であろう。

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	42	28	3,936	-952	14	2,561	1,043	91	1.01
25～33%	435	239	99,814	-22,295	196	40,400	57,960	35,665	1.25
33～40%	398	201	67,203	-24,097	197	59,849	46,619	22,522	1.18
40～50%	353	158	78,781	-26,746	195	50,550	52,804	26,058	1.20
50%超	200	65	34,635	-9,895	135	52,632	56,616	46,721	1.54
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



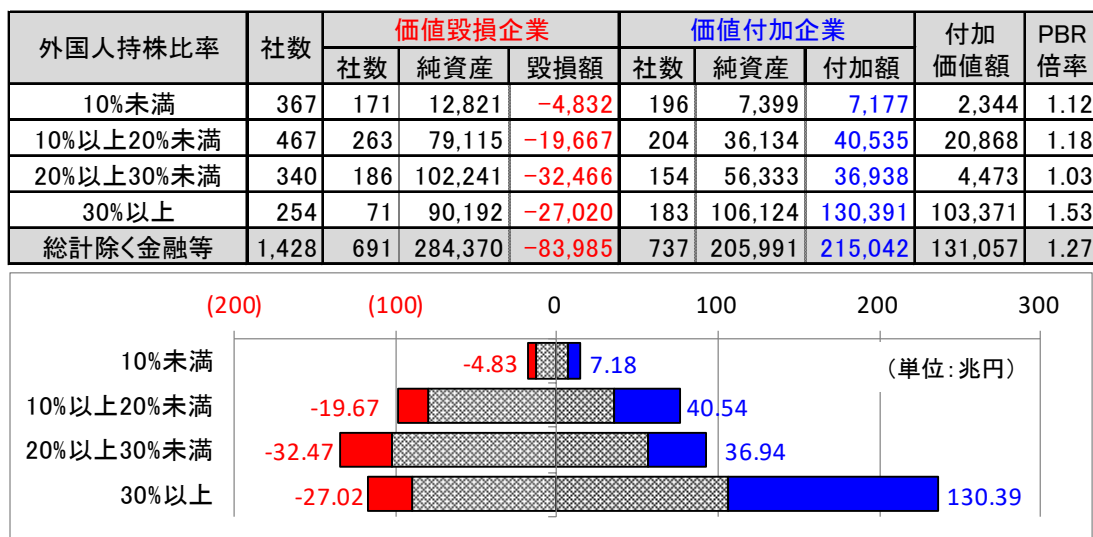
[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

PBR の加重平均と単純平均を比較すると次のグラフの通りであった。25%以下クラスは純資産規模も小さく、社数も42と少なく平均値が不安定であるかもしれないと考え、単純平均では概ね独立社外取比率の上昇につれてPBRも上昇している傾向があるといってもよさそうである。



3) 外国人持株比率

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クラスに分けて付加価値状況を確認したものである。



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022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%未満クラスは3つに分けているがPBRには明確な傾向がなく3つのクラスを集計して30%以上クラスと比較する。30%以上のクラスでは社数は254社と総計の18%しかないが、付加価値額は103.4兆円と総計131.1兆円の79%を占めている。価値付加社数と価値毀損社数の比率は、30%未満のクラスを集計した結果では0.89倍であるが、30%以上のクラスでは2.6倍である。投下資金額と付加価値額は、30%未満クラスの集計は294.0兆円と27.7兆円、30%超クラスでは196.3兆円と103.4兆円であり、PBRはそれぞれ1.09と1.53であった。このように外国人持株比率が30%以上のクラスで付加価値額および付加価値比率が高い傾向があるといえる。この傾向は前年データでも同じように観測されていた。

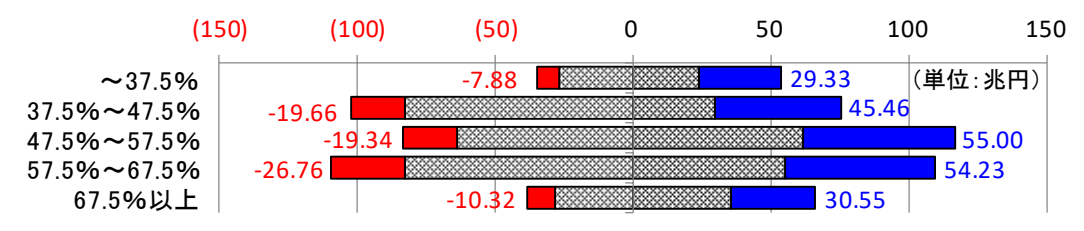
4) 浮動株比率

一般に議決権行使の際に会社提案議案に無条件に賛成する大株主が多い場合、経営に対する規律が働かず、企業価値向上に真剣にならない可能性がある。逆に、市場で売買される株式が多い企業ほど多様な株主から企業価値向上を求められるだろう。このため流通している株式の割合と価値付加比率PBRには相関があるかもしれない。

次ページの図表は浮動株式時価総額指数であるTOPIXで採用されている浮動株比率をいくつかのクラスに区切って、企業の付加価値状況を確認したものである。PBRは浮動株比率が37.5%以下クラスでも最も高く、67.5%超クラスが二番目に高いという結果になった。なお、この図表のPBRは各クラスに属す企業の純資産加重平均値である。単純平均

の PBR を計算すると、総計の 1.88 に対して 67.5%超クラスが 2.66、37.5%以下クラスが 2.25 となって逆転する。

浮動株比率	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		
～37.5%	312	123	26,967	-7,876	189	24,157	29,331	21,455	1.42
37.5%～47.5%	406	211	82,650	-19,655	195	29,860	45,464	25,808	1.23
47.5%～57.5%	404	218	64,022	-19,337	186	61,569	55,003	35,667	1.28
57.5%～67.5%	219	109	82,371	-26,759	110	54,972	54,228	27,468	1.20
67.5%以上	81	29	28,284	-10,320	52	35,223	30,548	20,229	1.32
総計除く金融等	1,422	690	284,295	-83,947	732	205,780	214,574	130,627	1.27



[出所] 東証およびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

本図表では上場維持基準未達で経過措置を受けている企業は除外しているのにもかかわらず 37.5%以下クラスが 312 社もあることについて疑問を持つ読者もいよう。東証の上場維持基準に採用されている流通株式比率は、定義は明示されているものの、個別株式に関するデータベースは利用可能ではない。一方、TOPIX は浮動株式時価総額指数であるが、TOPIX の組み入れに使われている浮動株式比率の個別株式のデータは入手可能である。このため流通株式比率ではなく浮動株式比率を用いてクラス分けを行った。浮動株式比率と流通株式比率は、いずれも 1 から固定株式比率を差し引いたものであるが、固定株式の定義範囲が異なり一般的に前者の方が広い。このため、浮動株式比率の方が流通株式比率よりも小さいことが多い。結果として 37.5%以下クラスに浮動株式比率が 32.5%以下の企業が 145 社存在している（これらの企業の流通株式比率は上場維持基準を充たし 35%以上である）。

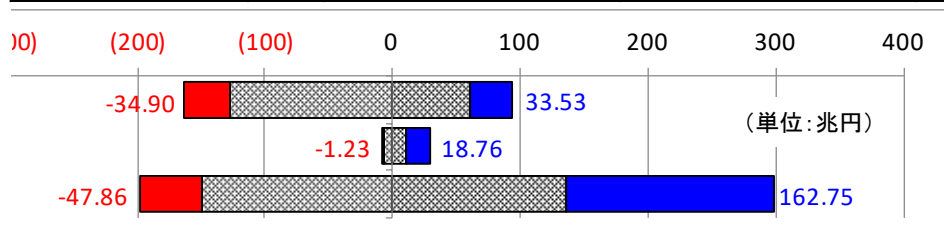
37.5%以下クラスの企業を見ると、全 312 社のうち情報・通信業が 55 社、サービス業が 45 社、小売業が 36 社である。それぞれの加重平均 PBR は 1.84、2.39、2.97 である。また、単純平均 PBR は 312 社平均の 2.25 に対して各々 4.00、3.88、2.78 と極めて高い。この状況から 37.5%以下クラスの PBR が高いのは、浮動株式比率が低いからというより、業種特性によるものと考えた方がよさそうである。

浮動株式比率と前節の外国人持株比率を合わせて考えると、流通している株式が多く、経営意思決定に無条件に賛成するとは限らない株主がいる企業の価値付加比率は高い可能性がある。

5) 親子上場

親子上場について、上場子会社を持つプライム企業を「親会社」とし、親会社が存在するプライム企業を「子会社」とした。該当する親会社は 123 社、子会社は 71 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。

親子会社	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		
親会社	123	64	127,990	-34,901	59	60,198	33,527	-1,374	0.99
子会社	71	28	6,929	-1,226	43	10,447	18,761	17,535	2.01
親子なし	1,234	599	149,451	-47,858	635	135,346	162,754	114,896	1.40
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022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 2.01 で他の親子なし企業の 1.40 よりもかなり高い（前年はそれぞれ 2.19 と 1.72 で同じ傾向であった）。逆に親会社の方の PBR は 0.99 と 1 割れだった（前年は 1.18）。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、子会社が業績好調の企業を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親会社内にいるより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。

7. IR・開示クラス別統計

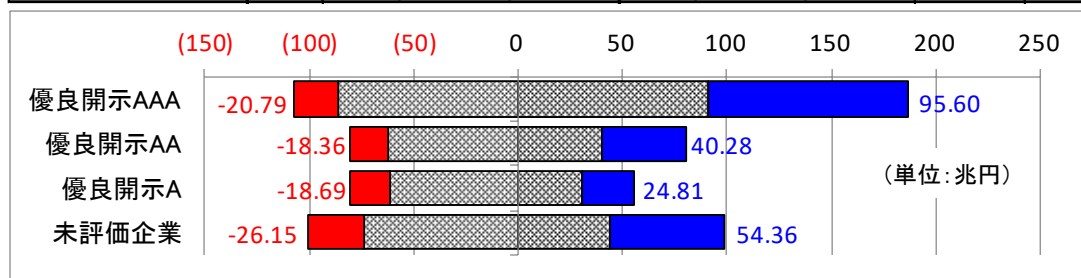
本節ではIR活動およびディスクロージャーが優れているかによって企業の付加価値が異なっているかを検証した。

1) アナリストによる優良開示評価

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」¹⁰である。対象企業は東証プライム市場の上場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¹¹。対象企業は合計で300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16セクター278社について、各社の総合評価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278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）を計算したのが次の図表である¹³。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、優良開示のはずのAAとAのPBRは未評価企業（評価対象外の企業）の1.24よりも低い水準であった。結果的にAAとAは総計除く金融等の1.27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	92	32	86,245	-20,792	60	90,799	95,597	74,805	1.42
優良開示AA	93	39	62,321	-18,359	54	40,174	40,282	21,923	1.21
優良開示A	91	45	61,622	-18,687	46	30,796	24,805	6,119	1.07
開示評価企業計	276	116	210,188	-57,837	160	161,770	160,684	102,846	1.28
未評価企業	1,152	575	74,181	-26,148	577	44,221	54,358	28,210	1.24
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[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
2022年第4四半期、表の金額は10億円

¹⁰ 2022年度版は証券アナリスト協会から2022年10月に発行されている。

¹¹ 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。

¹³ 本図表作成時にはスタンダード企業に転じていた企業などがあり278社から276社に減っている。

2) 統合報告書

統合報告書は企業経営・事業活動に関する総合的な情報発信資料である。運用会社による統合報告書の評価に基づき企業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。2022 年度の依頼では、各々67 社と 95 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、中位企業を GPIF-AA クラス、下位企業を GPIF-A とした（「下位」と言っても、そもそも高評価企業なので A としている）。AAA は 26 社、AA は 46 社、A は 47 社となった。

統合報告書評価	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	26	6	6,568	-2,090	20	35,929	36,831	34,741	1.82
GPIF-AA	46	24	49,247	-11,465	22	19,882	24,167	12,703	1.18
GPIF-A	47	19	22,691	-10,288	28	24,113	16,762	6,474	1.14
該当企業計	119	49	78,507	-23,842	70	79,924	77,760	53,917	1.34
非該当企業	1,309	642	205,863	-60,143	667	126,067	137,282	77,139	1.23
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

[出所] GPIFおよびFactSetのデータより筆者が計算。2022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 は 1.82 で総計除く金融等の全社平均 1.27 を大きく上回っていた。AAA は価値毀損企業が 6 社と少ないのも特徴的である。PBR では AA の 1.18 と A の 1.14 は非該当企業（GPIF 委託先運用機関が選定しなかった企業）の 1.23 よりも下回っていた。なお、図表の PBR は純資産額加重平均であるが単純平均でみると、全社平均の 1.89 に対して AAA は 1.95 と辛うじて上回っていたに過ぎず、A が 2.44 と 3 クラスの中で最も高かった。ただし、価値付加企業に限定してみると A の加重平均 PBR だけが 2 未満（付加額＜純資産）である。このように見ると統合報告書の評価と付加価値の関係には一定の傾向があるとはいえないようである。

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」、2023 年 2 月 22 日

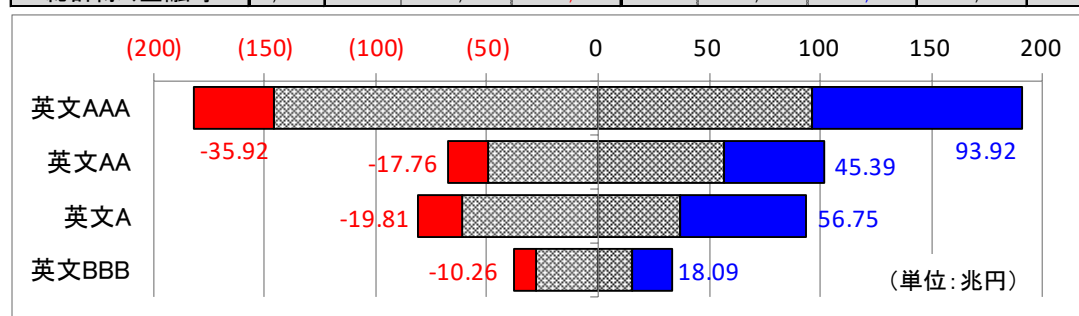
¹⁵ 企業ごとに「優れた統合報告書」の獲得票数を 2 倍し「改善度の高い統合報告書」の獲得票数を 1 倍して合計したものを総合評価点とし、4 点以上の企業を AAA、3 点ないし 2 点の企業を AA、1 点の企業を A とした。

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。2022年調査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97.1%に達している。東証ホームページ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¹⁷⁾。

本稿では金融等を除く東証プライム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¹⁸⁾。AAA企業は137社あり付加価値比率(PBR)は1.24で、総計の1.27よりもやや下回った。PBRが総計を上回ったのはAクラスだけであったが、1.38に過ぎなかった。英文開示の多さと付加価値額や付加価値比率の高さには、一定の傾向は見られないようであった。

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	137	65	145,650	-35,922	72	96,609	93,923	58,001	1.24
英文AA	197	86	49,499	-17,757	111	56,660	45,388	27,631	1.26
英文A	518	247	60,927	-19,808	271	37,086	56,751	36,943	1.38
英文BBB	558	286	27,652	-10,262	272	15,218	18,091	7,829	1.18
英文開示有り計	1,410	684	283,728	-83,748	726	205,574	214,152	130,404	1.27
開示なし/非該当	18	7	642	-237	11	417	890	653	1.62
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] 東証およびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

¹⁶⁾ 東京証券取引所、「英文開示実施状況調査集計レポート (2022年12月末時点)」、2022年1月27日

¹⁷⁾ 2023年2月28日時点の一覧表を取得し、本節の分析で利用した。

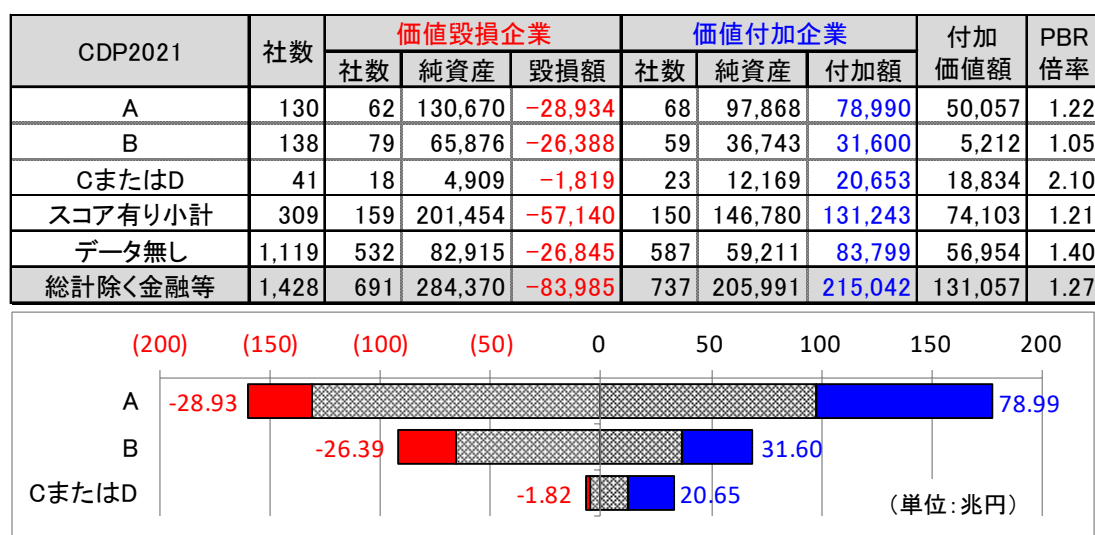
¹⁸⁾ 対象資料は7つある。このうち英文化されている場合は計算書類と有価証券報告書を各2点とし、他の資料は各1点として9点満点で合計した。満点の9点となった企業をAAA、7~8点の企業をAA、4~6点の企業をA、1~3点の企業をBBBにクラス分けした。これらの対象資料をすべて英文化していないか非該当の企業は18社しかなかった。

8. ESG指標クラス別統計

現在、企業経営・活動の分野では ESG 指標が溢れており、ESG スコアが高い企業は企業価値が高いか否かには非常に高い関心がある。ESG スコアを算出し提供している ESG 評価機関は多大なコストをかけており、その情報はほとんど有料サービスとなっているため、残念ながら筆者が利用できる ESG 指標は極めて限定的である。ここでは CDP、サステナリティクス、アラベスクの ESG スコアと PBR の相関性を調べた。

1) CDP

CDP (Carbon Disclosure Project) は 2000 年にロンドンで設立された非営利団体で、気候変動に関する質問書 (TCFD に準拠) を全世界 15,000 社以上に送付している。その回答に基づいてスコアリングを行い、企業に A から D-まで 8 段階のスコアが付与される。今回、CDP スコアが入手できたプライム企業は 311 社に過ぎず、サンプルとしては心許ないが、A、B、C または D の 3 つにクラス分けしてみた結果は次の図表のとおり。



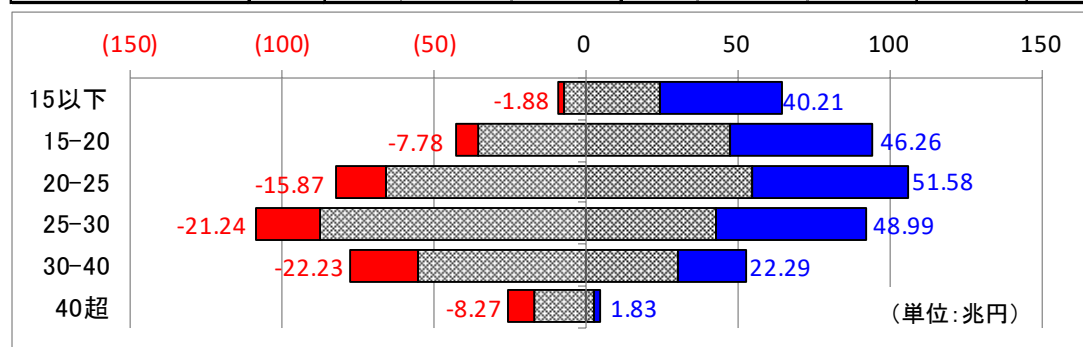
[出所] 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

この図表では C または D の企業の付加価値比率 (PBR) が最も高い。しかし、C または D の企業は 41 社しかなく純資産額シェアで 3.5%、時価総額シェアで 5.8%に過ぎない。A クラスは 130 社であるが純資産額シェアで 46.6%、時価総額シェアで 44.8%を占め、PBR の 1.22 倍は全体の 1.27 倍をやや下回る。スコアを有する 309 社の PBR を計算すると 1.21 である。この図表から言えることは、CDP スコアが有る企業は無い企業よりも PBR が低く、A の企業は B の企業よりも PBR が高そうである、ということだけかもしれない。

2) サステナリティクス

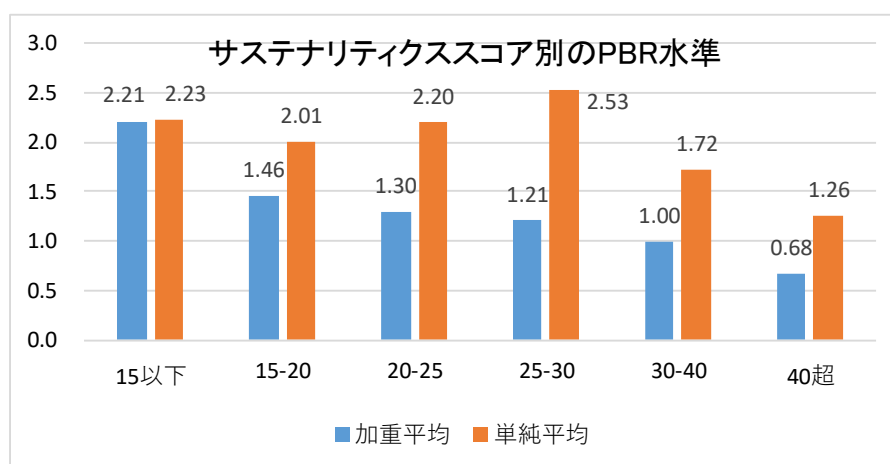
サステナリティクス社は ESG リスクの大きさを判定してスコアを付与している。10 以下は Negligible（リスク僅少）、10～20 は Low（低リスク）、20～30 は Medium（中リスク）、30～40 は High（高リスク）、40 以上は Severe（リスク重篤）という形で分類されていて、数値が大きいほど ESG へのリスク対応ができていないという意味になる。同社のスコアが入手できたプライム企業は 938 社で、スコアの最小値は 7.2 であった。ESG スコアを、所属社数を意識しながら 5 点刻みでクラス分けしてみた結果は次の図表のとおりである。

サステナリティクス ESGスコア	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		
15以下	54	21	7,474	-1,881	33	24,082	40,210	38,329	2.21
15-20	154	54	35,191	-7,775	100	47,649	46,263	38,488	1.46
20-25	187	80	65,980	-15,872	107	54,369	51,576	35,704	1.30
25-30	207	78	87,400	-21,235	129	42,997	48,993	27,758	1.21
30-40	244	128	55,255	-22,233	116	30,033	22,293	60	1.00
40超	77	54	17,172	-8,274	23	2,684	1,829	-6,444	0.68
スコア有り小計	923	415	268,471	-77,270	508	201,813	211,165	133,895	1.28
データ無し	505	276	15,898	-6,715	229	4,178	3,877	-2,838	0.86
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

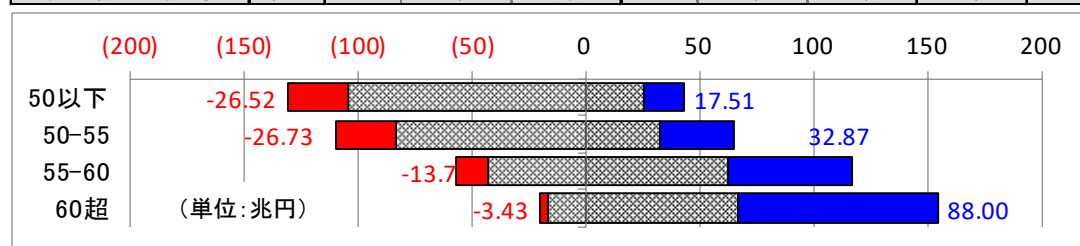
ESG リスクが低い（ESG スコアが小さい）ほど付加価値比率（PBR）が高いという傾向が見られる。この PBR は純資産額加重平均であるため単純平均の PBR を計算して、両者を比較したのが次の図表である。単純平均では 25-30 クラスで PBR が最大となっており一貫した傾向は見られない。しかし、PBR は 30-40 と 40 超の 2 クラスだけが金融等除く総計の 1.89 より低くなっている。企業経営・事業活動において、ESG を考慮していないと 2050 年の気候変動目標や 2030 年の SDGs 目標への対応が進んでおらず、キャッシュフロー（CF）創出や不確実性低減（資本コスト低下）につながっていないということかもしれない。



3) アラベスク

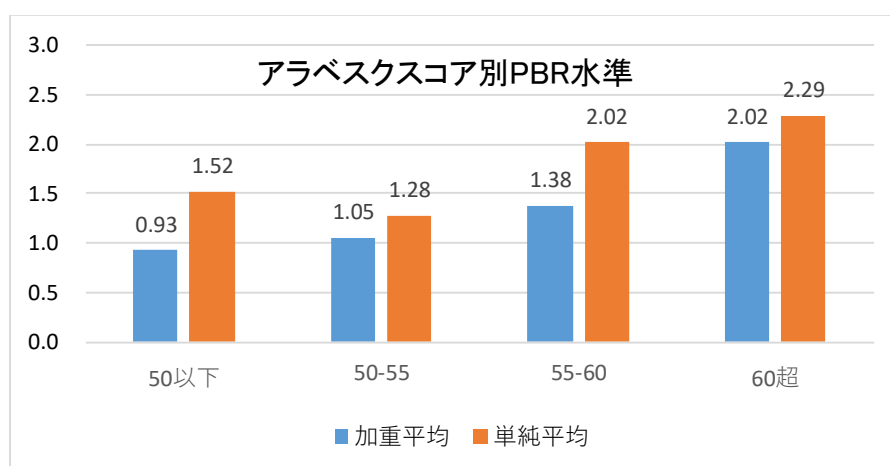
アラベスクグループは、ESG の情報開示プラットフォームを開設しており、企業のサステナビリティに関するスコアを公開している。アラベスクグループの ESG スコアは「事業活動で財務的に重要な ESG 課題について企業のパフォーマンスを評価」したものであり、平均スコアは 50 である。2022 年 10 月時点での開示情報によればプライム企業 481 社に ESG スコアがあり、最高点は 70.70 点、最低点は 29.91 点となっている。ESG スコアを 50 点、55 点、60 点を区切りにして 4 つのクラスに分けてみると、高スコアクラスほど付加価値比率（PBR）が高くなっている。ESG スコアが 60 点を超える 106 社では価値毀損企業が少なく PBR も 2 を超えている。

アラベスク ESGスコア	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		
50以下	141	80	104,029	-26,519	61	25,296	17,509	-9,011	0.93
50-55	121	79	83,128	-26,733	42	32,461	32,874	6,141	1.05
55-60	113	44	43,247	-13,731	69	62,583	53,746	40,016	1.38
60超	106	21	16,412	-3,429	85	66,572	88,002	84,573	2.02
スコア有り小計	481	224	246,815	-70,412	257	186,912	192,131	121,719	1.28
データ無し	947	467	37,554	-13,573	480	19,079	22,911	9,338	1.16
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



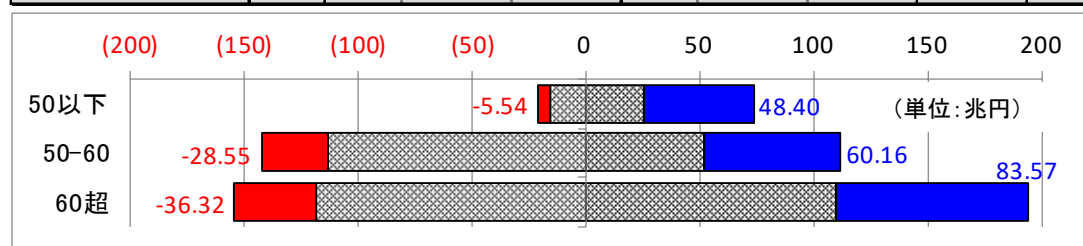
[出所] 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

この PBR は純資産額加重平均であるため単純平均の PBR を計算して、両者を比較したのが次ページの図である。単純平均 PBR は 50-55 クラスで 50 以下クラスよりも低くなったが、単純平均 PBR でも概ね高スコア高 PBR の傾向がありそうだ。



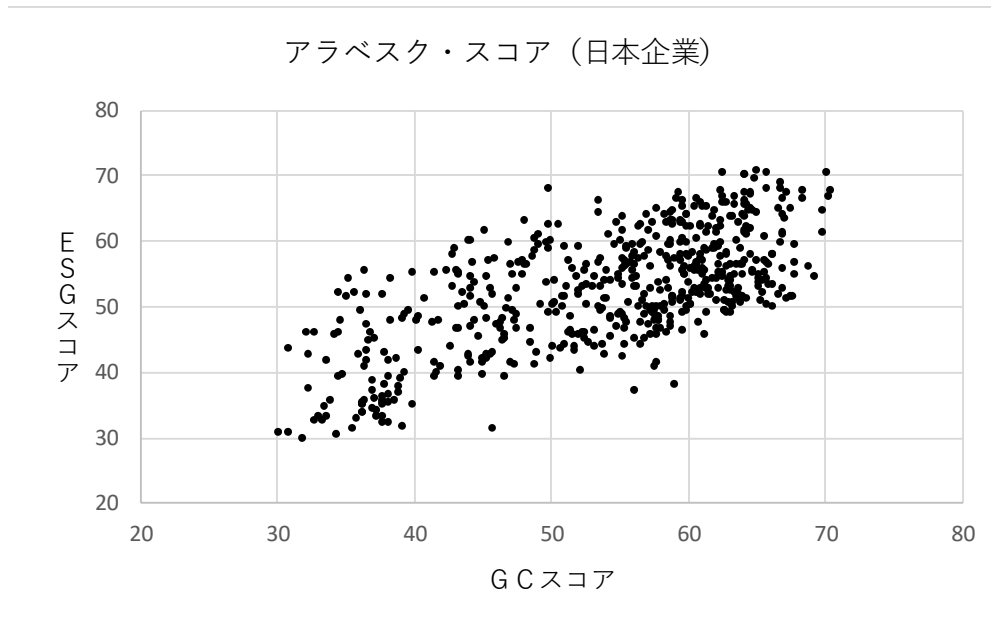
GC スコアは「国連グローバル・コンパクトの原則に基づいて企業の行動規範を評価」したもので平均スコアは 50 である。GC スコアも前述の ESG スコアと同じ 481 社のプライム企業にあり、最高点は 70.42 点、最低点は 30.08 点である。GC スコアを 50 点と 60 点で区切って 3 つのクラスに分けて付加価値状況を確認したのが次の図表である。

アラベスク GCスコア	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		
50以下	126	44	15,583	-5,543	82	25,356	48,399	42,856	2.05
50-60	175	95	113,219	-28,551	80	51,606	60,161	31,610	1.19
60超	180	85	118,013	-36,318	95	109,950	83,571	47,253	1.21
スコア有り小計	481	224	246,815	-70,412	257	186,912	192,131	121,719	1.28
データ無し	947	467	37,554	-13,573	480	19,079	22,911	9,338	1.16
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

GC スコアに関しては、逆に 50 以下（GC 観点で評価の低い企業）の PBR が高く、50 超の 2 クラスではほとんど差がない結果となった。ESG スコアと GC スコアの関連を確認したのが次ページの図であるが、正の関係があり相関係数は 0.675 である。このような正の関係がありながら、ESG スコアと GC スコアで PBR との関係が逆になることについては理解に苦しむところである。



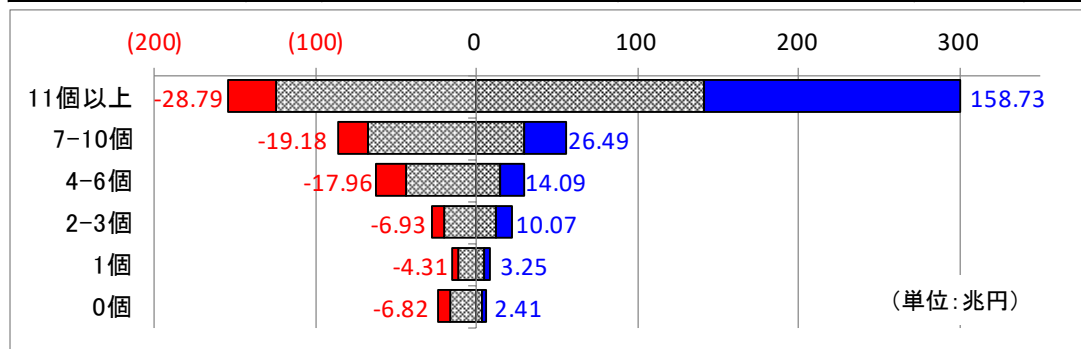
なお、キーエンスは純資産額が 2,354、付加価値額が 10,584（10 億円単位）であるが、ESG スコアは高く 62.52 で、GC スコアは低く 49.81 であった。キーエンスを除くと ESG スコアの図表で 60 超クラスの PBR は 2.02 から 1.92 に低下し、GC クラスの図表では 50 以下クラスの PBR は 2.05 から 1.84 に低下する。キーエンス 1 社では逆転現象の説明はできないものの影響力は大きい。他にも影響力の大きな企業がいくつかあって、このような逆転現象を引き起こしているのかもしれない。

9. 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・日本郵政・経過措置企業は除いている。

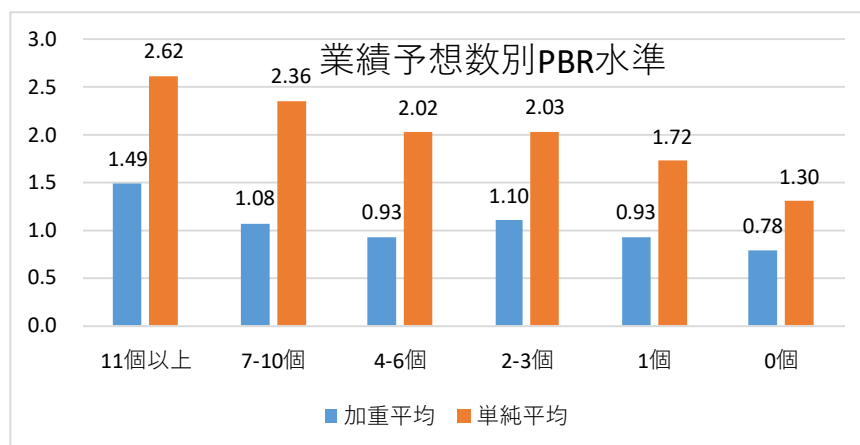
業績予想数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
11個以上	153	34	124,680	-28,791	119	141,725	158,730	129,940	1.49
7-10個	150	63	67,206	-19,182	87	29,270	26,487	7,305	1.08
4-6個	209	98	44,015	-17,956	111	14,944	14,093	-3,862	0.93
2-3個	311	142	20,514	-6,930	169	11,788	10,072	3,143	1.10
1個	240	120	11,037	-4,311	120	4,768	3,253	-1,057	0.93
0個	365	234	16,918	-6,816	131	3,495	2,405	-4,411	0.78
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



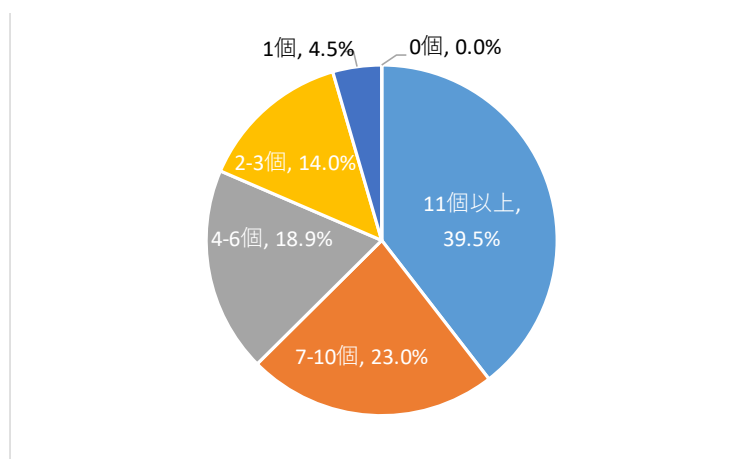
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

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。

- 付加価値比率（PBR）は業績予想数が11個以上の企業が最も高く1.49で、業績予想数が0の企業が最も低く0.78であった。業績予想数が1個から10個までを4つのクラスに分けてみると、PBRには特に明確な傾向はないように見える。しかし、次の図のように単純平均PBRも加えると異なる印象になる。



- 単純平均 PBR では業績予想が多いほど PBR が高いという傾向が確認される。なお、業績予想数が 4-6 個の企業の PBR が低い傾向は前年も同じであった。
- 業績予想数が 11 個以上ある企業は 153 社に過ぎないが、価値付加企業は 119 社あり価値毀損企業の 34 社の 3.5 倍である。投下資金（純資産額）の 266.4 兆円（124.7 + 141.7 兆円）に対して 129.9 兆円の付加価値額になっている。これらの企業群は、総計除く金融等の中で、時価総額では 621.4 兆円のうち 63.8% を占め、投下資金では 190.4 兆円のうち 54.3% を占めている。付加価値額は総計除く金融等の 131.0 兆円に対して 129.9 兆円とほぼ同額である。これらの企業は 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 0 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 0.8 を割っている。業績予想数が 0 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と思われる。この結果、企業価値向上のプレッシャーを受けず、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。
- 総計除く金融等では業績予想数は合計 5,357 個であったが、このうち 39.5%（2,117 個）は業績予想数 11 個以上の 153 社向けであった。業績予想数 7 個以上の 303 社向けに 62.6%、業績予想数 4 個以上の 512 社向けに 81.5% 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。

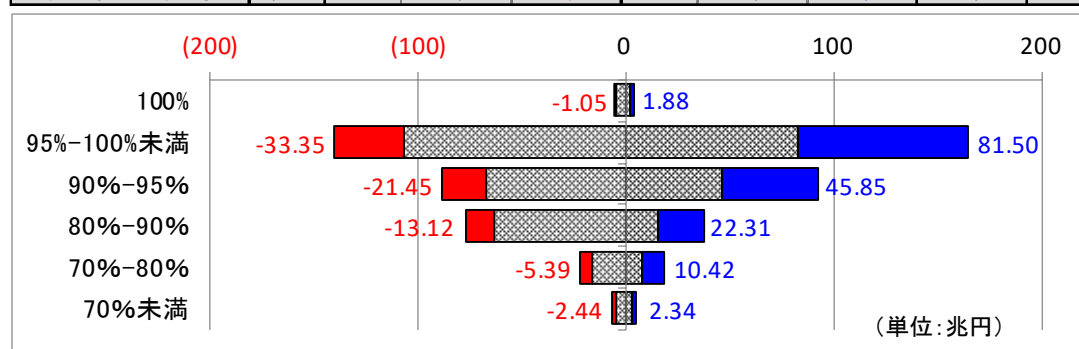


- なお、証券会社のブローカービジネスでは売買の頻度と規模が収益を決めるので、アナリストに執筆させる分析レポートの対象企業は必然的に規模が大きい企業になるはずであり、業績予想数と規模変数の間には正の関係があることが予想される。前々回のレポートでは業績予想数と時価総額の関係性を確認している。結果は、業績予想数が 10 個までは時価総額は右上がりであるが、10 個を超えると関係性が弱まるようだった。そして、この 2 変数の相関係数は 0.803 であった。

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2022年5月ないし6月に株主総会を行った東証プライム企業1,042社（金融4業種・日本郵政・経過措置企業は除く）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2022ファイル」）。賛成比率は、円谷2022ファイルで議案ごとに機関投資家の賛成社数および反対社数を集計し、さらに当該企業的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%	44	22	4,353	-1,049	22	2,044	1,881	832	1.13
95%-100%未満	378	211	106,433	-33,350	167	82,520	81,503	48,153	1.25
90%-95%	249	135	67,074	-21,448	114	46,174	45,850	24,402	1.22
80%-90%	223	124	63,623	-13,121	99	15,417	22,314	9,193	1.12
70%-80%	101	64	16,300	-5,394	37	7,864	10,417	5,023	1.21
70%未満	47	28	4,525	-2,441	19	2,811	2,339	-102	0.99
総会5・6月小計	1,042	584	262,309	-76,803	458	156,830	164,304	87,501	1.21
総会5・6月以外	386	107	22,061	-7,182	279	49,161	50,737	43,556	1.61
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



【出所】 円谷2022ファイルおよびFactSetのデータより筆者が計算
2022年第4四半期、表の金額は10億円

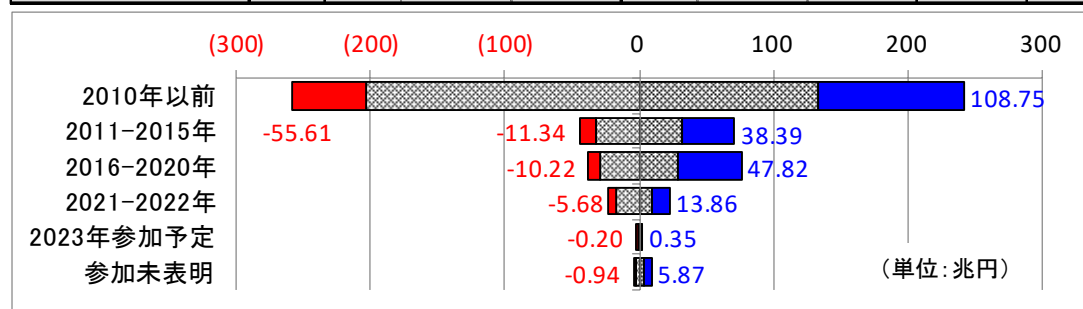
賛成比率と付加価値比率（PBR）の間には一定の相関性は見られないようである。賛成比率100%の44社のPBRは相対的に低い、前年では最も高いクラスだった。社数が少ないため年ごとに変動し一貫した傾向ではないようだ。一方、70%未満クラスはPBRが最も低く、これは前年でも同じであった。社数は少ないものの機関投資家からの反対比率が高いクラスにおいてはPBRが低いという傾向はあるかもしれない。この表で明らかなのは、総会5・6月企業は総会5・6月以外企業よりもPBRが低いということであろう。これは前年でも同じであった。表のPBRは純資産額加重平均値であるが単純平均値を計算してみると総会5・6月以外企業の方がPBRが高い傾向は一層際立っていた。

¹⁹ 同研究室のホームページ (<http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/special02/index.html>) から入手できる。

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2021-2022年クラスでは623億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	150	202,993	-55,607	133	133,150	108,745	53,138	1.16
2011-2015年	173	85	32,017	-11,338	88	31,671	38,392	27,054	1.42
2016-2020年	422	220	28,581	-10,221	202	28,823	47,822	37,601	1.66
2021-2022年	434	206	17,939	-5,681	228	9,078	13,863	8,183	1.30
2023年参加予定	17	5	404	-195	12	296	347	151	1.22
参加・参加予定	1,329	666	281,935	-83,042	663	203,019	209,169	126,127	1.26
参加未表明	99	25	2,435	-943	74	2,972	5,872	4,929	1.91
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] ICJ社およびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

付加価値比率（PBR）は意向表明した企業の中では2016-2020年の1.66が最も高かった。これは2019年の69社が2.04、2020年の83社が2.83と高かったからである（2021年の227社も1.61と高く、2019-2021年の3年間では379社のPBRは2.11だった）。2010年以前と直近の2021-2022年のPBRは低く、意向表明年と付加価値額・比率との間に相関性は見られないというべきであろう。

参加未表明企業は99社と少なく平均純資産規模も546億円と小さいが、PBRは1.91で参加および参加予定企業の1.26よりも高い。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のではないかとと思われるがPBRは高いという予想に反する結果となった。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。

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。2023年2月現在で256社（前年は251社）が採用済みあるいは採用予定であるが、このうち金融4業種・日本郵政・経過措置企業を除く東証プライム上場企業は201社であった。これらの企業の価値付加状況を確認したのが次の図表である。

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	62	29	65,593	-16,981	33	45,843	47,079	30,099	1.27
2017年以後に適用	119	49	83,261	-17,529	70	53,313	53,056	35,527	1.26
新規上場適用	20	3	351	-75	17	2,681	7,309	7,234	3.39
IFRS適用小計	201	81	149,205	-34,585	120	101,837	107,444	72,859	1.29
IFRS未適用	1,227	610	135,165	-49,400	617	104,154	107,598	58,198	1.24
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

(単位: 兆円)

[出所] 東証およびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

IFRS適用企業のうち価値付加企業は120社（60%）と企業数の比率では高い。金額でも投下資金（純資産額）の251.0（149.2+101.8）兆円に対して付加価値額が72.9兆円ありPBRは1.29倍となって、市場平均の1.27とほぼ同じである。適用年によって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3.39と非常に高いが、わずか20社の例であることに留意しなければならない。

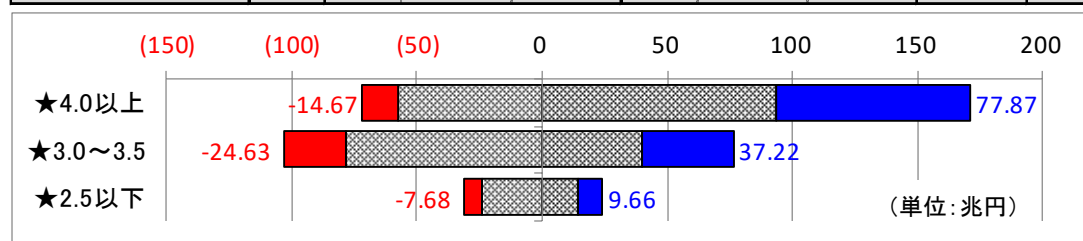
M&Aに積極的でのれんの償却を回避したい企業はIFRSを採用するインセンティブがあると言われている。IFRS適用は企業の積極経営の代理変数と見なせる可能性もあるが、そうだとしたら、この統計はM&Aが大きな成功に結びついていないことも示唆しているのかもしれない。なお、この図表が示す傾向は前年および前々年の統計でもほぼ同様であった。

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」、2023年2月現在

5) 経営力

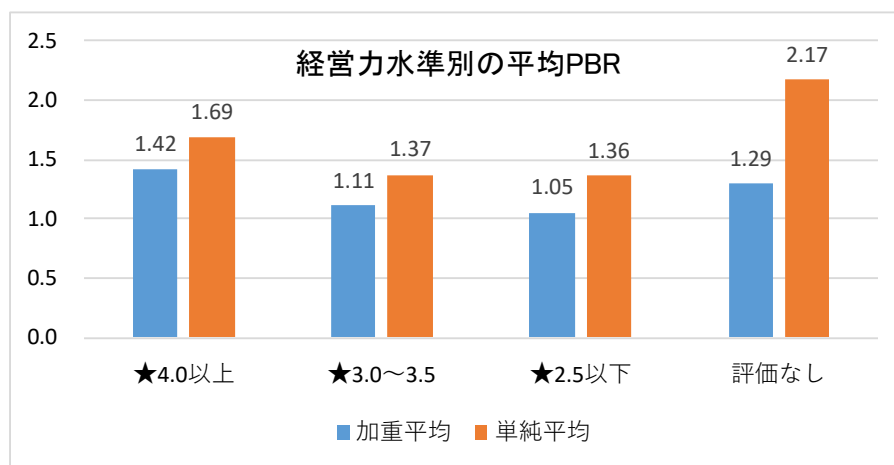
日経グループは新たな時代に競争力を発揮する企業経営のあり方として「SmartWork 経営」を提案しており、実践企業を「日本の優れた会社」として評価する調査を 2017 年から行っている。人材活用力、イノベーション力、市場開拓力の 3 つを柱として総合的な評価を行い、★1.0 から★5.0 まで 0.5 刻みの格付けを付与している。本節ではその第 6 回調査（2022 年 5 月 11 日～7 月 1 日に実施）に基づく総合格付けを用いて付加価値状況との関連性を調べた。格付けが付与された企業は 736 社あったが、金融等を除くと 541 社が対象となった。

経営力	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		
★4.0以上	102	37	57,332	-14,669	65	93,277	77,873	63,204	1.42
★3.0～3.5	228	129	78,291	-24,626	99	39,834	37,223	12,597	1.11
★2.5以下	211	123	23,643	-7,678	88	14,597	9,661	1,983	1.05
評価あり小計	541	289	159,266	-46,973	252	147,708	124,756	77,784	1.25
評価なし	887	402	125,104	-37,013	485	58,283	90,285	53,273	1.29
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



[出所] QUICKおよびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

付加価値倍率（PBR）で見ると高格付け企業ほど高いことが確認できる。★4.0 以上を★4.0、★4.5、★5.0 に分けて確認すると、社数は 61、27、14 で PBR は 1.31、1.43、1.63 となっている。細分化しても高格付け企業は高 PBR となっていた。上記の表の PBR は純資産額加重平均であるが、各クラスで単純平均を計算し、これも合わせてクラス別の比較をしたのが次の図である。単純平均でも高格付けほど高 PBR となっていた。



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	4568	第一三共	2,911	52%	152	11%	2,759	206%
2	7182	ゆうちょ銀行	324	9%	-1,974	-17%	2,298	20%
3	6178	日本郵政	425	13%	-1,849	-14%	2,274	17%
4	8750	第一生命HD	-22	-1%	-2,265	-43%	2,243	43%
5	8306	三菱UFJ-FG	1,354	16%	-755	-4%	2,109	11%
6	9432	日本電信電話	2,310	20%	483	6%	1,828	22%
7	8766	東京海上HD	1,359	32%	-396	-10%	1,755	42%
8	9433	KDDI	1,636	20%	309	6%	1,326	26%
9	8411	みずほFG	500	13%	-554	-6%	1,053	11%
10	8725	MS&ADインシュアランスGHD	147	7%	-575	-16%	721	20%
11	8795	T&D-HD	85	10%	-609	-37%	694	42%
12	8630	SOMPO-HD	329	19%	-305	-14%	634	29%
13	8316	三井住友FG	982	19%	370	3%	612	5%
14	7181	かんぽ生命保険	133	18%	-422	-16%	556	21%
15	8308	りそなHD	429	41%	-114	-4%	543	21%
16	7011	三菱重工業	798	85%	285	21%	513	37%
17	3659	ネクソン	517	28%	66	8%	451	55%
18	4661	オリエンタルランド	476	7%	41	5%	434	53%
19	7974	任天堂	819	12%	412	20%	407	20%
20	9983	ファーストリテイリング	805	10%	409	34%	395	33%
1802	6367	ダイキン工業	-828	-11%	433	24%	-1,262	-70%
1803	9101	日本郵船	49	4%	1,342	121%	-1,293	-117%
1804	6902	デンソー	-1,064	-16%	318	8%	-1,382	-33%
1805	6869	シスメックス	-1,340	-44%	54	17%	-1,394	-427%
1806	7201	日産自動車	-437	-18%	990	22%	-1,427	-32%
1807	6752	パナソニックHD	-507	-16%	1,005	34%	-1,512	-52%
1808	7741	HOYA	-1,514	-24%	81	11%	-1,595	-210%
1809	4901	富士フイルムHD	-1,097	-24%	525	18%	-1,622	-55%
1810	6981	村田製作所	-1,380	-23%	386	18%	-1,766	-81%
1811	2413	エムスリー	-1,753	-39%	49	21%	-1,802	-766%
1812	4063	信越化学工業	-1,549	-19%	749	24%	-2,298	-74%
1813	7267	本田技研工業	-107	-2%	2,271	23%	-2,379	-24%
1814	4689	Z-HD	-2,636	-48%	88	3%	-2,725	-100%
1815	9984	ソフトバンクグループ	-522	-5%	2,378	23%	-2,900	-28%
1816	8035	東京エレクトロン	-2,731	-30%	298	25%	-3,029	-251%
1817	6594	日本電産	-2,947	-38%	390	33%	-3,337	-282%
1818	6758	ソニーグループ	-4,203	-25%	-256	-4%	-3,946	-54%
1819	6861	キーエンス	-3,973	-23%	301	15%	-4,274	-208%
1820	6098	リクルートHD	-4,672	-39%	481	36%	-5,154	-387%
1821	7203	トヨタ自動車	-1,446	-4%	4,317	15%	-5,762	-20%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022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位は第一三共の2.78兆円、2位はゆうちょ銀行の2.3兆円（2.30兆円）、3位は日本郵政の2.3兆円（2.27兆円）であった。第一三共は純資産額を11%成長させ、付加価値額を206%増やし、時価総額は52%増加して8.56兆円になった。PBRも4.22から5.74になった。
- 上位20社を業種別に分類してみると金融が10社（銀行業5社、保険業5社）であった。次いで情報・通信業が3社（日本電信電話、KDDI、ネクソン）と多かった。サービス業は日本郵政とオリエンタルランドの2社が上位20社入りしているが、この2社は全く別の事業をしており同じ業種と見なすのはあまり適切ではない。
- 金融業と日本郵政を合わせた11社のうち、三井住友FGを除く10社はいずれも純資産額を減らしつつ付加価値額を増加させた。第一生命HDを除く10社は時価総額を増やした。これら11社は2021第4四半期のPBRはすべて1未満（SOMPO-HDの0.79を除き全て0.59以下）であったが、2022年第4四半期では全社ともPBRを高めた。しかし、SOMPO-HDの1.09を除き10社は1未満のままである。
- 企業価値評価理論に則れば、PBRが1未満の企業が成長するとPBRは低下する。逆に成長率を低下させればPBRは高くなるのが理論である。前述の金融10社+日本郵政をみると、ほとんどが成長率がマイナス（純資産額の増加率がマイナス）の下でPBRを高めている。ある意味で理論通りの結果と言えなくもない。
- 付加価値額が最も減少したのはトヨタ自動車の▲5.8兆円であった。トヨタ自動車は時価総額が33.1兆円から31.6兆円に低下し、純資産額が4.3兆円増えたため付加価値額が大きく低下した。PBRは1.14から0.95に低下した。付加価値減少額の2番目はリクルートHDで▲5.2兆円であった。付加価値額は前年の10.7兆円から5.5兆円に低下しており、前年の純資産額1.33兆円に対して▲387%となっている。
- 付加価値の低下額が3番目以下にはキーエンス、ソニーG、日本電産、東京エレクトロンなど従来から付加価値額の上位常連企業が名前を連ねている。
- 下位20社を業種別に分類してみると、電気機器7社・精密機器1社、輸送用機器4社、情報・通信業2社、サービス業2社、化学2社の順であった。
- 企業価値評価理論に基づくとPBRが高い企業ほど成長率予想の変化に対するPBRの感応度が大きくなる²¹。下位20社の多くの企業はPBRが高く、2022年のように市場見通しが悪い年には成長率見通しが下方修正され、平均的な銘柄より価格下落率が大きくなるはずである。下位20社の顔ぶれは理論と整合的と言えなくもない。
- 下位20の企業の中で最も特異なのは日本郵船かもしれない。付加価値額が▲1.29兆円と減少したが純資産額を1.34兆円増やしていたため時価総額はわずかながらも増加した。

²¹ 明田雅昭、「日本企業の価値向上はなぜ進まないのか 成長じゃない利益率だよ」、日本証券経済研究所、証券レビュー、2022年12月号

2. 東証 33 業種別統計

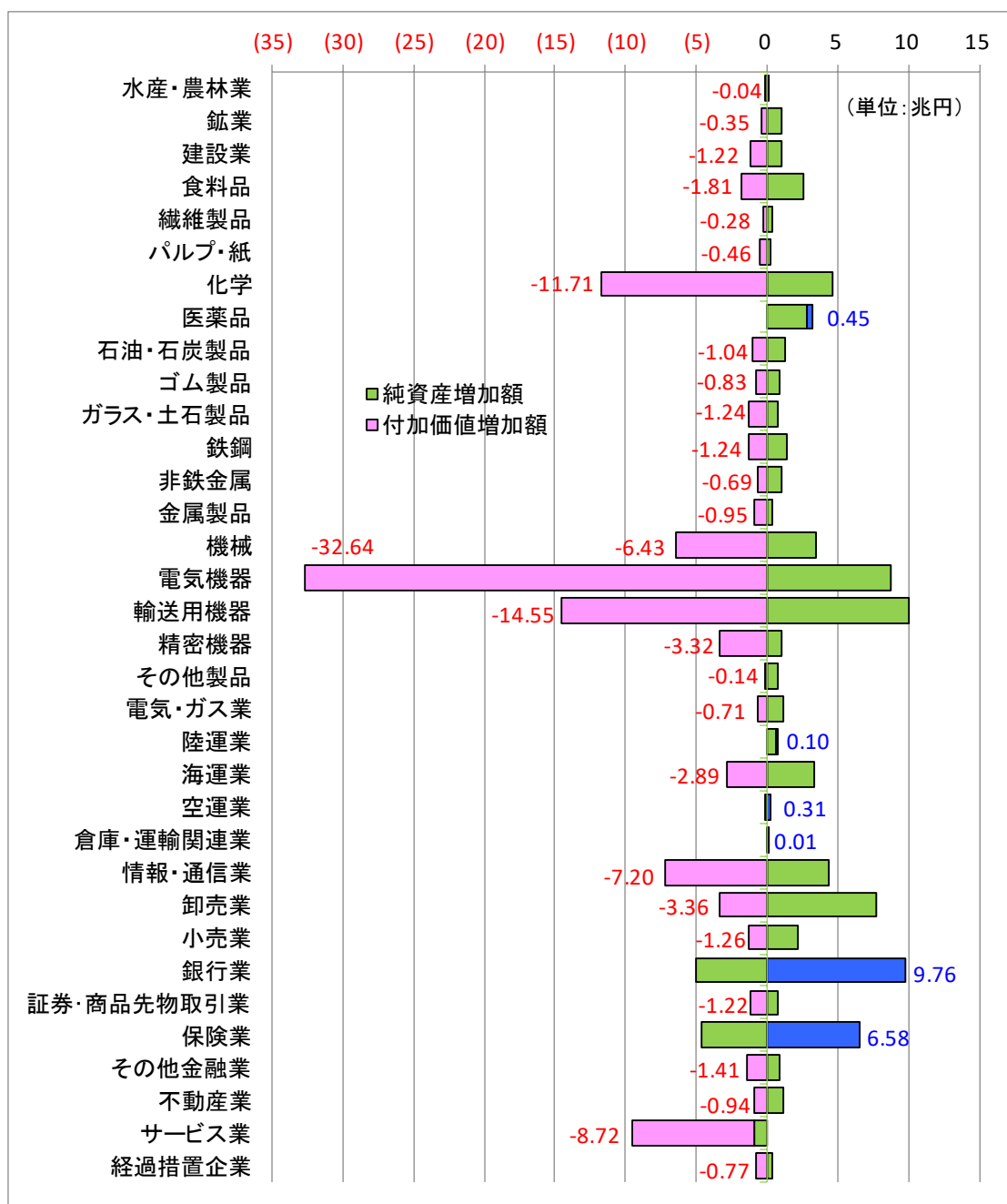
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。総計として、金融 4 業種・日本郵政・経過措置企業を除いたものも計算した（総計除く金融等）。

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	6	32	5%	75	13%	-43	-8%
鉱業	4	732	46%	1,082	31%	-350	-10%
建設業	72	-244	-2%	975	6%	-1,219	-8%
食料品	65	779	3%	2,588	16%	-1,809	-11%
繊維製品	17	80	3%	356	11%	-276	-8%
パルプ・紙	8	-223	-14%	236	10%	-459	-19%
化学	115	-7,103	-14%	4,609	16%	-11,712	-40%
医薬品	32	3,274	9%	2,822	16%	452	3%
石油・石炭製品	6	242	9%	1,279	29%	-1,036	-23%
ゴム製品	8	34	1%	860	20%	-826	-19%
ガラス・土石製品	23	-483	-9%	759	14%	-1,242	-23%
鉄鋼	20	220	5%	1,463	17%	-1,242	-15%
非鉄金属	19	318	7%	1,008	18%	-690	-12%
金属製品	28	-539	-13%	415	10%	-955	-22%
機械	110	-2,920	-8%	3,511	16%	-6,432	-30%
電気機器	125	-23,851	-19%	8,785	16%	-32,636	-60%
輸送用機器	41	-4,495	-7%	10,058	15%	-14,553	-22%
精密機器	25	-2,318	-13%	1,000	22%	-3,319	-73%
その他製品	37	677	5%	816	10%	-139	-2%
電気・ガス業	20	411	6%	1,119	8%	-709	-5%
陸運業	38	793	4%	688	4%	105	1%
海運業	4	426	15%	3,320	126%	-2,894	-110%
空運業	2	294	13%	-16	-1%	310	19%
倉庫・運輸関連業	10	56	6%	45	3%	11	1%
情報・通信業	163	-2,888	-4%	4,315	11%	-7,202	-18%
卸売業	106	4,318	13%	7,682	24%	-3,364	-11%
小売業	131	983	3%	2,245	12%	-1,261	-7%
銀行業	60	4,729	16%	-5,029	-6%	9,758	12%
証券・商品先物取引業	18	-388	-8%	835	13%	-1,223	-19%
保険業	8	2,010	16%	-4,572	-23%	6,582	34%
その他金融業	18	-533	-7%	881	11%	-1,414	-17%
不動産業	45	153	1%	1,095	9%	-942	-8%
サービス業	144	-9,587	-22%	-871	9%	-8,716	-98%
経過措置企業	293	-356	13%	415	-14%	-770	17%
総計	1,821	-35,364	-4.9%	54,850	9.8%	-90,214	-16.2%
総計除く金融等	1,423	-41,252	-6.2%	64,169	15.1%	-105,421	-24.8%

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022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 54.9 兆円増加した下で付加価値額が 90.2 兆円の減少となった結果、時価総額は 35.4 兆円の減少となった。

次の図では純資産（投下資金）の増減額は薄緑色に、付加価値減少額は薄赤色に着色した。ただし、付加価値額が増加している場合は薄赤色の代わりに青色に着色した。



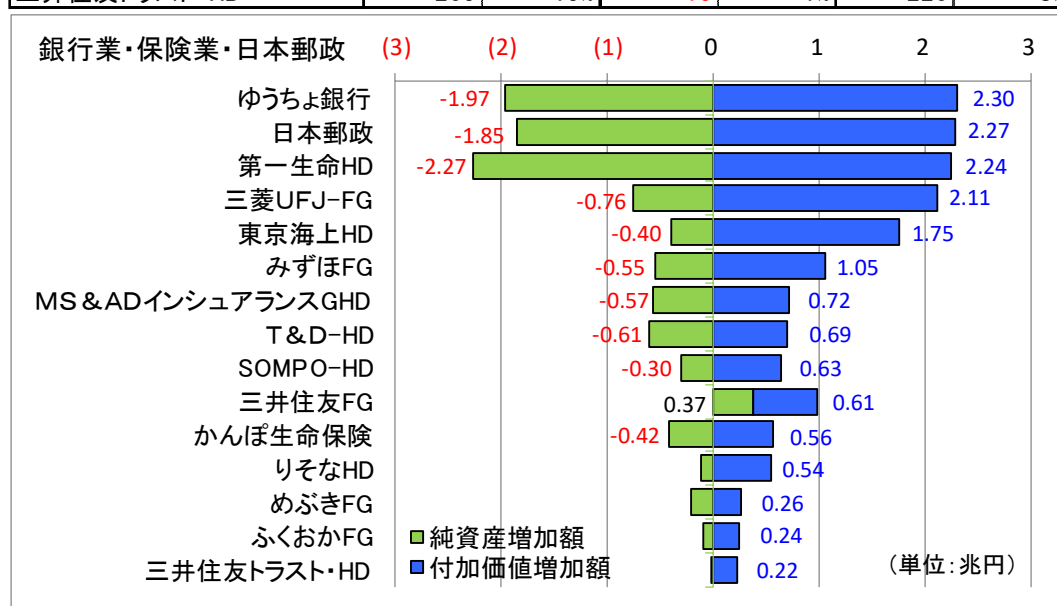
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期の前年同期比増加額

業種別にみた付加価値額増加・減少の特徴は以下のとおりである。

- 付加価値増加額が大きかったのは銀行業の 9.8 兆円と保険業の 6.6 兆円であった。共に業種集計の純資産額は減少している。付加価値減少額が最も大きかったのは電気機器の 32.6 兆円と輸送用機器の 14.6 兆円である。なお、電気機器は 2021 年まで 3 年連続の付加価値増加額トップ業種で 2021 年は +22.7 兆円であった。

- 以下は、銀行業 60 社・保険業 8 社に日本郵政を加えた 69 社のうち付加価値増加額の上位 15 社の計数値である。

銀行業・保険業・日本郵政	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
ゆうちょ銀行	324	9%	-1,974	-17%	2,298	20%
日本郵政	425	13%	-1,849	-14%	2,274	17%
第一生命HD	-22	-1%	-2,265	-43%	2,243	43%
三菱UFJ-FG	1,354	16%	-755	-4%	2,109	11%
東京海上HD	1,359	32%	-396	-10%	1,755	42%
みずほFG	500	13%	-554	-6%	1,053	11%
MS & ADインシュアランスGHD	147	7%	-575	-16%	721	20%
T & D-HD	85	10%	-609	-37%	694	42%
SOMPO-HD	329	19%	-305	-14%	634	29%
三井住友FG	982	19%	370	3%	612	5%
かんぽ生命保険	133	18%	-422	-16%	556	21%
りそなHD	429	41%	-114	-4%	543	21%
めぶきFG	54	20%	-208	-19%	262	24%
ふくおかFG	139	37%	-100	-10%	240	24%
三井住友トラスト・HD	205	15%	-15	-1%	220	8%

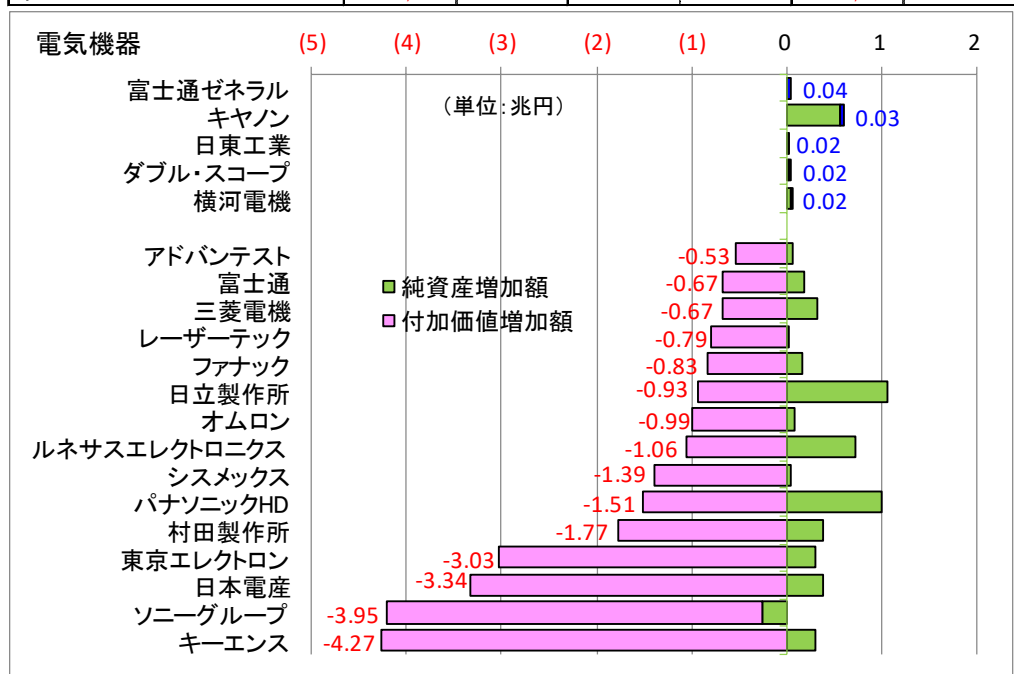


(注) 増加額は2022年第4半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 付加価値増加額はゆうちょ銀行、日本郵政、第一生命 HD、三菱 UFJ-HD の 4 社が 2 兆円台と上位を占めた。
- このように付加価値額を増やしていても上位 15 社で PBR が 1 を超えていたのは東京海上 HD の 1.49 と SOMPO-HD の 1.09 だけだった。
- 上位 15 社で純資産を増加させたのは三井住友 FG だけであるが、他の 68 社のうち純資産が増加したのは 6 社だけであつた。このうちの 4 社は付加価値減少だった。

- 付加価値額を最も大きく毀損したのは電気機器である。同業種の付加価値向上の上位5社と毀損の下位15社は次のとおりである。ソニーGを除き、純資産を増加させながら付加価値額の減少となった。

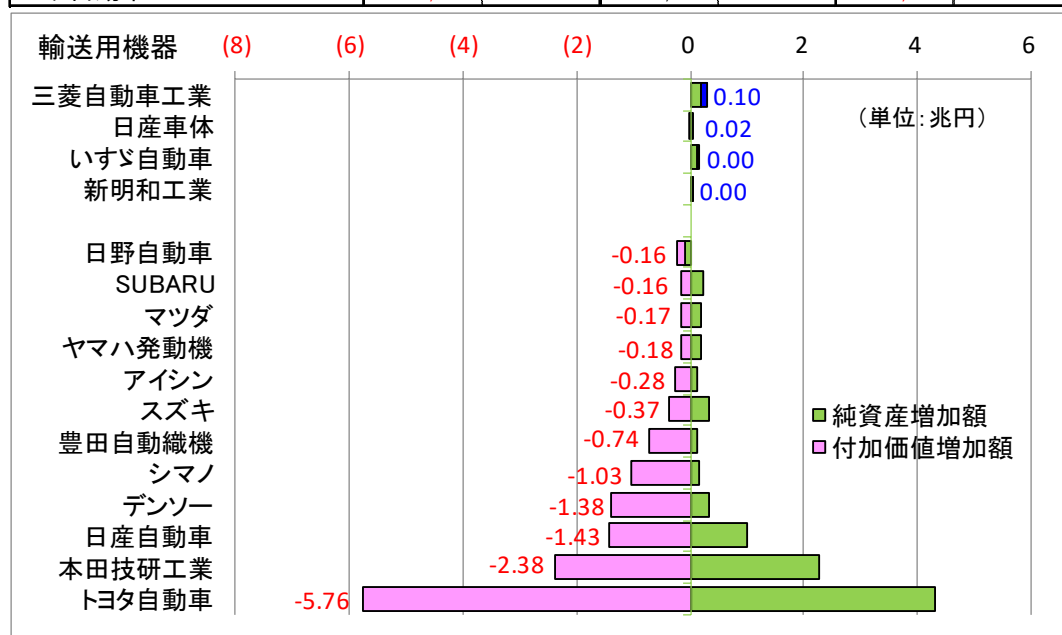
電気機器	時価総額		純資産		付加価値	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
富士通ゼネラル	52	18%	9	7%	43	34%
キヤノン	598	17%	564	16%	34	1%
日東工業	26	37%	1	1%	25	23%
ダブル・スコープ	43	92%	18	62%	24	82%
横河電機	67	12%	44	14%	23	7%
アドバンテスト	-467	-23%	59	20%	-526	-180%
富士通	-490	-12%	182	12%	-672	-43%
三菱電機	-354	-11%	319	11%	-673	-24%
レーザーテック	-773	-28%	21	38%	-794	-1424%
ファナック	-677	-14%	157	10%	-834	-54%
日立製作所	133	2%	1,063	28%	-930	-24%
オムロン	-896	-39%	93	14%	-989	-152%
ルネサスエレクトロニクス	-322	-12%	733	68%	-1,055	-98%
シスメックス	-1,340	-44%	54	17%	-1,394	-427%
パナソニックHD	-507	-16%	1,005	34%	-1,512	-52%
村田製作所	-1,380	-23%	386	18%	-1,766	-81%
東京エレクトロン	-2,731	-30%	298	25%	-3,029	-251%
日本電産	-2,947	-38%	390	33%	-3,337	-282%
ソニーグループ	-4,203	-25%	-256	-4%	-3,946	-54%
キーエンス	-3,973	-23%	301	15%	-4,274	-208%



(注) 増加額は2022年第4四半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 輸送用機器も付加価値額を大きく減らした。付加価値額を向上させたのは4社しかなく、付加価値額の減少額が大きい12社と合わせると次の図表のとおり。

輸送用機器	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
三菱自動車工業	301	59%	204	39%	96	18%
日産車体	13	11%	-3	-1%	16	8%
いすゞ自動車	139	12%	136	12%	3	0%
新明和工業	8	13%	5	5%	3	3%
日野自動車	-242	-42%	-83	-15%	-159	-28%
SUBARU	68	4%	231	13%	-163	-9%
マツダ	41	7%	206	17%	-165	-14%
ヤマハ発動機	26	3%	204	24%	-178	-21%
アイシン	-147	-12%	129	7%	-276	-16%
スズキ	-49	-2%	321	18%	-369	-21%
豊田自動織機	-634	-21%	106	3%	-739	-19%
シマノ	-874	-30%	152	26%	-1,027	-172%
デンソー	-1,064	-16%	318	8%	-1,382	-33%
日産自動車	-437	-18%	990	22%	-1,427	-32%
本田技研工業	-107	-2%	2,271	23%	-2,379	-24%
トヨタ自動車	-1,446	-4%	4,317	15%	-5,762	-20%



(注) 増加額は2022年第4四半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 下位 15 社の中で純資産額を減らしながら付加価値額を減らしたのは日野自動車だけで、他の 11 社は純資産額を増やしている。同業種の中で純資産額を減らしたのは全 41 社のうち 4 社だった。
- 下位 15 社のうち PBR が 0.50 未満になっているのは日産自動車の 0.35、マツダの 0.45、本田技研工業の 0.47 であった（トヨタ自動車は 0.95）。

3. 企業の付加価値状況遷移

本節では、東証プライム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、2021年第4四半期と2022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。

2022年第4四半期の東証プライム上場企業

2022年末の状態 年間変化	社数	2021年第4四半期			2022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
プライム全社	1,821	558.2	167.7	1.30	613.0	77.5	1.13	54.9	-90.2
価値付加企業	888	189.3	281.0	2.48	214.3	219.6	2.02	25.0	-61.4
価値付加増大	251	56.6	61.2	2.08	61.3	77.8	2.27	4.8	16.6
価値付加減少	602	120.8	221.3	2.83	140.1	141.0	2.01	19.2	-80.3
価値付加転換	35	11.9	-1.5	0.87	12.9	0.8	1.06	1.0	2.3
価値毀損企業	933	368.8	-113.3	0.69	398.7	-142.1	0.64	29.8	-28.9
価値毀損転換	154	76.6	11.5	1.15	90.9	-12.2	0.87	14.3	-23.8
価値毀損減少	238	144.7	-78.9	0.45	135.3	-60.1	0.56	-9.4	18.8
価値毀損増大	541	147.6	-45.9	0.69	172.5	-69.8	0.60	24.9	-23.9
2021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	1,007	254.0	294.0	2.16	292.3	206.6	1.71	38.3	-87.4
価値毀損企業	814	304.2	-126.3	0.58	320.7	-129.1	0.60	16.5	-2.8

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2021年および2022年の第4四半期、金額は兆円

2022年12月末時点の東証プライム企業で、2022年9月末から12月末までの4時点と2021年の9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1,821社であった。この1,821社を対象にして2021年と2022年の第4四半期の付加価値状況およびこの間の遷移状況の統計を作成した。

2022年第4四半期の東証プライム全社集計では、投下資金が613.0兆円で付加価値額が77.5兆円となり、株式時価総額は690.5兆円（613.0+77.5兆円）であった。PBRは1.13である。コロナ禍が続く中、2021年第4四半期の投下資金558.2兆円、付加価値額167.7兆円、株式時価総額725.9兆円、PBR1.30から悪化した。投下資金が54.8兆円増加している中で付加価値額は90.2兆円減少した結果、時価総額は35.4兆円の減少となった。

価値付加状態の企業は888社で、集計すると投下資金は214.3兆円、価値付加額は219.6兆円でPBRは2.02である。このうち価値付加額を増加させた（増加額16.6兆円）のは251社にとどまり、602社は価値付加額が減少した（減少額80.3兆円）。2021年の価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業は35社（付加価値の増加額は2.3兆円）しかなかった。

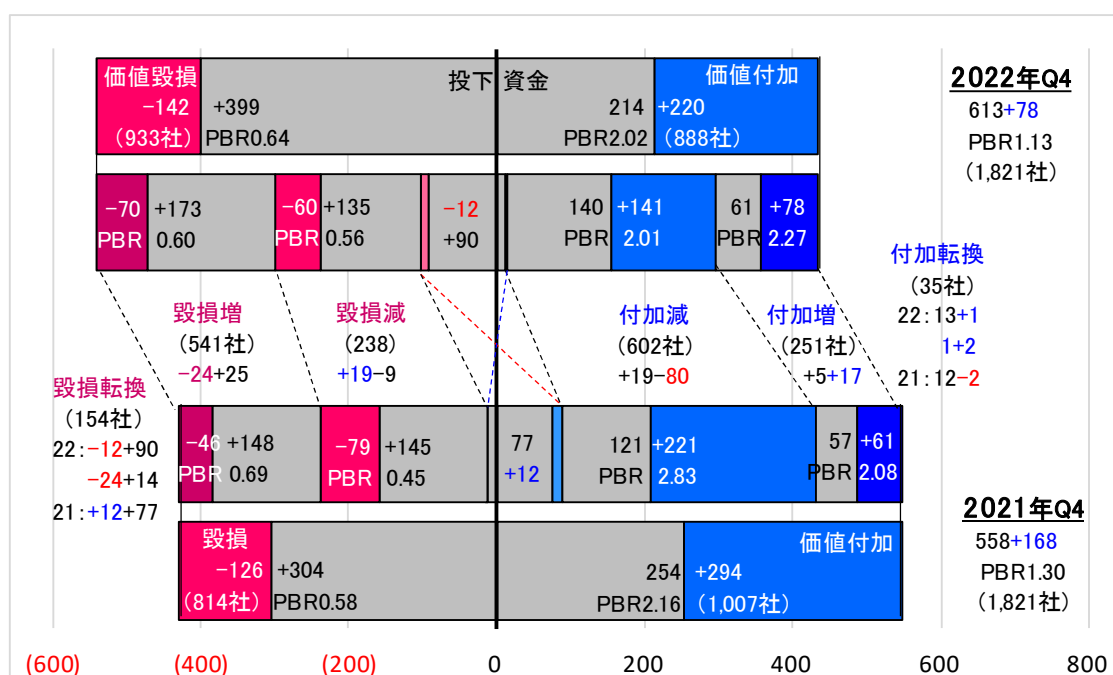
価値毀損状態の企業は933社で、集計すると投下資金は398.7兆円であるが、そのうち142.1兆円の価値を毀損しておりPBRは0.64となっている。価値毀損額を増大したのが541社（毀損増加額23.9兆円）、価値毀損額を減少させたのが238社であった（改善額18.8兆円）。

円)。2021年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154社あった（付加価値の減少額23.8兆円）。

なお、2021年を起点として観察すると、価値付加企業は1,007社で付加価値額が294.0兆円であったが、これらの企業の2022年における付加価値額は206.6兆円と87.4兆円減少している。PBRは2.16から1.71に大幅に悪化した。一方、価値毀損企業は814社で、価値毀損額が126.3兆円から129.1兆円と横這いであった。投下資金が増えたためPBRは0.58から0.60へと若干改善している。

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。横棒グラフの上の二つは2022年第4四半期の、下の二つの横棒は2021年第4四半期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グラフは一番目の横棒グラフの内訳であり、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、三番目の横棒グラフは四番目の横棒グラフの内訳になっている。

2022年第4四半期の東証プライム上場企業



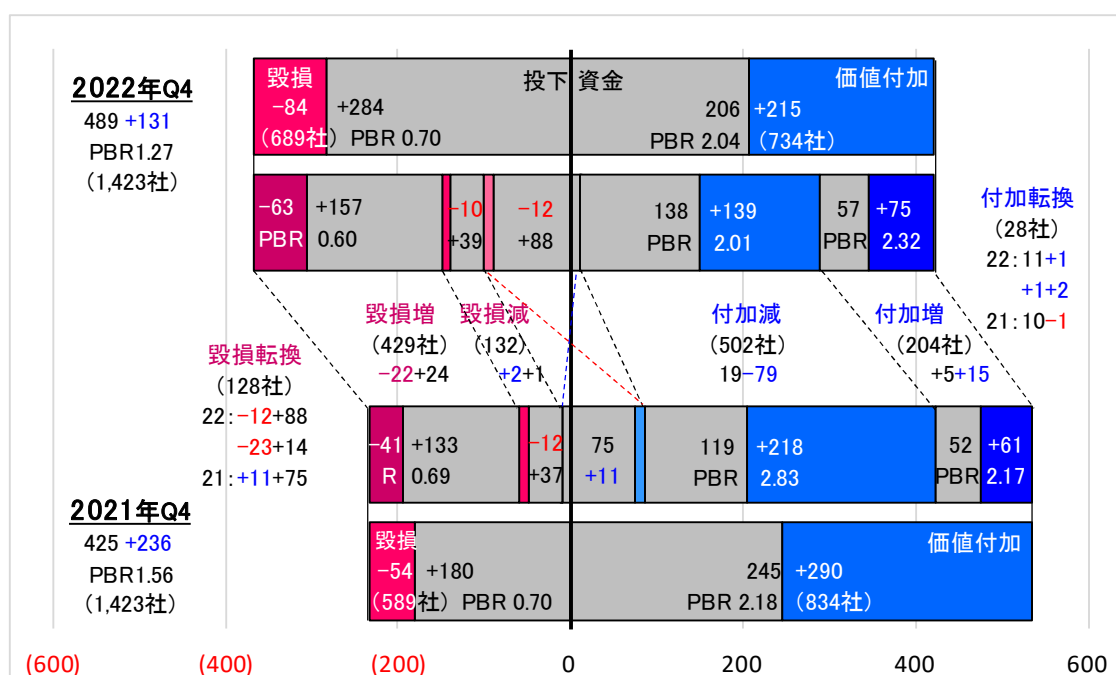
[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2022年第4四半期の前年同期比増加額、金額は兆円

本稿で、繰り返し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、これらの企業および経過措置企業を除いた1,423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。

2022年第4四半期の東証プライム上場全社除く金融4業種・日本郵政・経過措置企業

2022年末の状態 年間変化	社数	2021年第4四半期			2022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
プライム除く一部	1,423	425.2	236.2	1.56	489.4	130.8	1.27	64.2	-105.4
価値付加企業	734	180.3	277.7	2.54	205.8	214.7	2.04	25.6	-62.9
価値付加増大	204	51.7	60.6	2.17	56.8	75.2	2.32	5.1	14.6
価値付加減少	502	119.0	218.1	2.83	138.1	139.0	2.01	19.2	-79.1
価値付加転換	28	9.6	-1.0	0.89	10.9	0.6	1.05	1.3	1.6
価値毀損企業	689	245.0	-41.4	0.83	283.6	-83.9	0.70	38.6	-42.5
価値毀損転換	128	74.6	11.3	1.15	88.4	-11.6	0.87	13.8	-22.9
価値毀損減少	132	37.4	-11.9	0.68	38.7	-9.6	0.75	1.3	2.3
価値毀損増大	429	133.0	-40.8	0.69	156.5	-62.6	0.60	23.5	-21.9
2021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	834	245.2	290.0	2.18	283.3	202.5	1.71	38.1	-87.4
価値毀損企業	589	180.0	-53.7	0.70	206.1	-71.7	0.65	26.1	-18.0

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2021年および2022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。2022年第4四半期の前年同期比増加額、金額は兆円

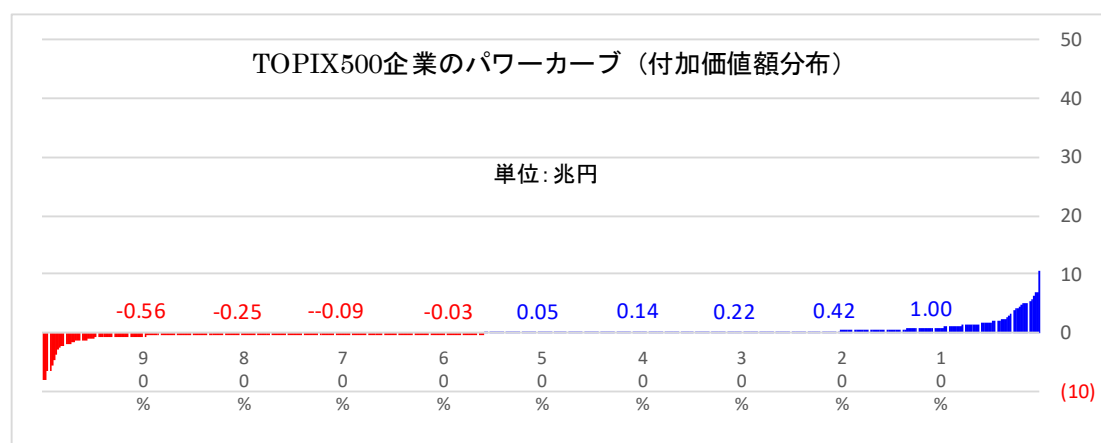
以上

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 2022 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 495 社、米国は 463 社、欧州は 594 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



順番	コード	社名	価値毀損	順番	コード	社名	価値付加
10	5401	日本製鉄	-2.05	1	6861	キーエンス	10.58
9	9501	東京電力HD	-2.46	2	4568	第一三共	7.07
8	9984	ソフトバンクG	-2.78	3	9983	ファーストリテイリング	6.89
7	7201	日産自動車	-3.56	4	4661	オリエンタルランド	6.27
6	8411	みずほFG	-4.65	5	6758	ソニーG	5.77
5	7182	ゆうちょ銀行	-5.53	6	6098	リクルートHD	5.51
4	8316	三井住友FG	-6.44	7	9434	ソフトバンク	5.22
3	7267	本田技研工業	-6.51	8	9432	日本電信電話	5.21
2	6178	日本郵政	-7.85	9	7974	任天堂	5.15
1	8306	三菱UFJ-FG	-8.12	10	8035	東京エレクトロン	4.75

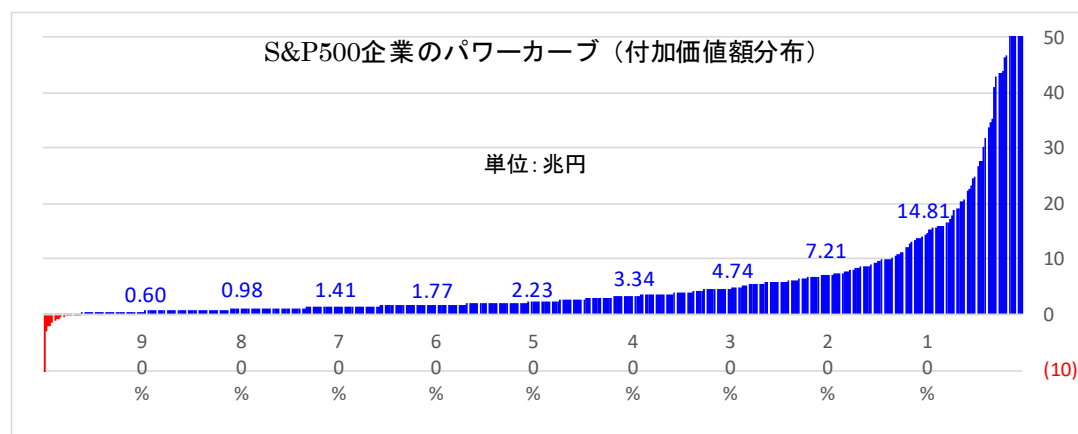
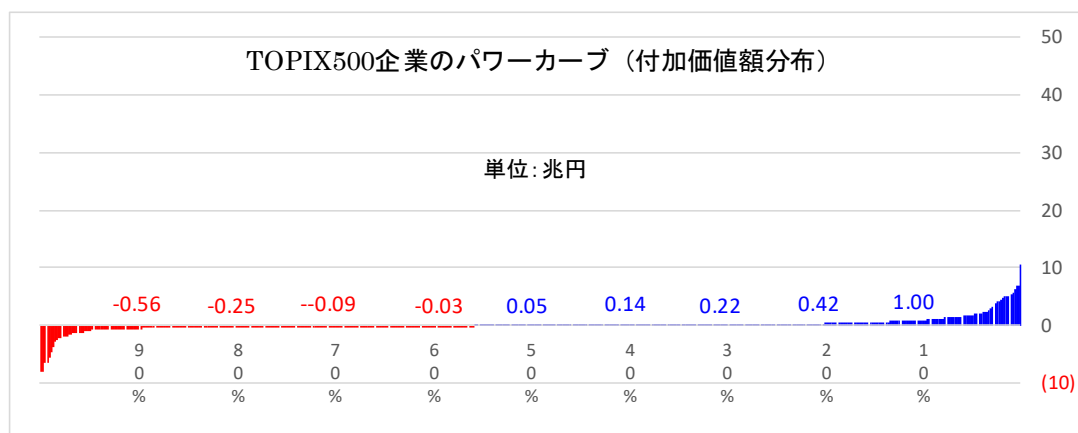
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年第4四半期、金額は兆円

本編では東証プライム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プライムでは 49%、TOPIX500 では 56%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 219 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



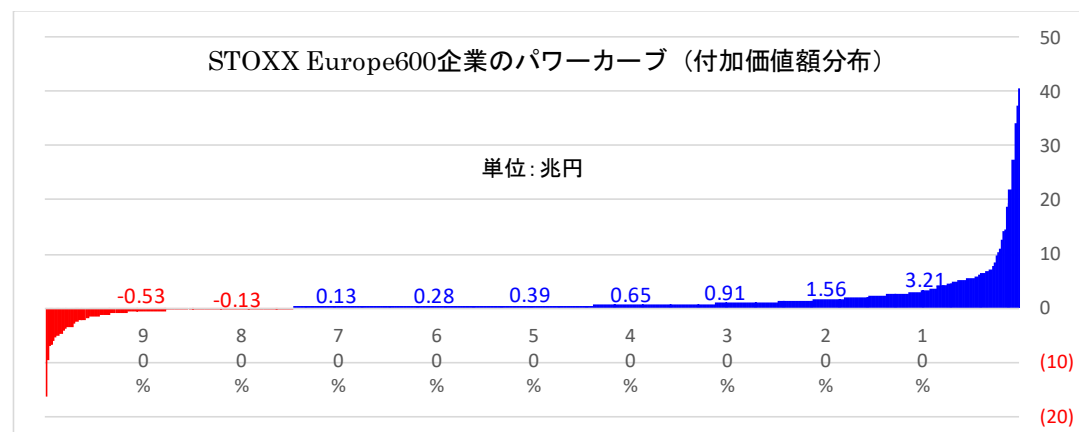
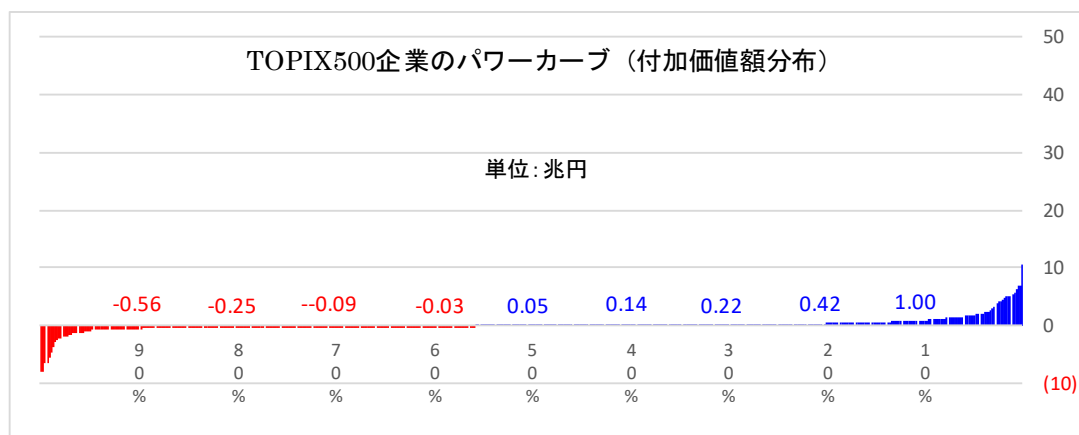
順位	社名	価値毀損	順位	社名	価値付加
10	ウエストロック・カンパニー	-0.37	1	アップル	313.25
9	インベスコ	-0.49	2	マイクロソフト・コーポレーション	227.82
8	ドイツ・ネットワーク・コーポレーションClass A	-0.73	3	アルファベット Class A	128.60
7	ルーメン・テクノロジーズ	-0.79	4	アマゾン・ドットコム	122.86
6	ヴィアトリス	-1.03	5	テスラ	84.36
5	パラマウント・グローバル Class B	-1.52	6	ユナイテッドヘルス・グループ	59.97
4	キャピタルワン・フィナンシャル	-1.93	7	ジョンソン・エンド・ジョンソン	53.33
3	ゼネラル・モーターズ	-2.16	8	NVIDIAコーポレーション	46.82
2	ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー Series A	-2.91	9	イーライ・リリー・アンド・カンパニー	46.27
1	シティグループ	-13.08	10	ウォルマート	43.77

(注) 縦軸の上下限値の関係で上位7社と下位1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。2022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。GAFAM と Tesla の6社のうち5社がトップ5を占める。TOPIX500企業のうち価値付加企業の価値付加額合計は201.0兆円であるが、Apple と Microsoft は1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61位の位置に過ぎない。一方、価値毀損の上位10社では金融の3社に加えて放送関係が3社あったのが特徴的である。GMのような旧来型自動車の不調は日欧と同じである。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98%の位置で、価値毀損企業はわずか18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	FR	クレディ・アグリコル	-4.92
9	DE	BMW	-4.96
8	NL	アルセロール・ミッタル	-5.06
7	CH	クレディ・スイス・グループ	-5.56
6	DE	ドイツ銀行	-5.96
5	ES	バンコ・サンタンデル	-6.74
4	FR	BNPパリバ Class A	-6.82
3	FR	ソエテ・ジェネラル Class A	-7.15
2	GB	HSBCホールディングス	-9.66
1	DE	フォルクスワーゲン Pref	-16.41

順番	国	社名	価値付加
1	FR	LVMHE・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	40.61
2	CH	ネスレ	37.22
3	CH	ロシュ・ホールディング	34.23
4	NL	ASMLホールディング	27.47
5	DK	ノボ・ノルディスク Class B	27.38
6	GB	アストラゼネカ	21.97
7	FR	ロレアル	21.92
8	FR	エルメス・インターナショナル	19.30
9	CH	ノバルティス	18.82
10	FR	クリスチャン・ディオール SE	14.46

(注) 縦軸の下限値の関係で下位1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。2022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の半導体関連1社だけだった。キーエンスは欧州企業の中では14位に相当する。価値毀損の上位10社のうち7社が銀行で、製造業は旧来型自動車2社と鉄鋼1社であった。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75%の位置で、価値毀損企業は152社であった。

補足資料 2. 付加価値額の理論的な意味²²

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

²² 本節は前年レポート「図表で見る日本企業の価値創造（2020・2021年）」の補足資料2.の再掲である。

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と分かる。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