

図表で見る日本企業の価値創造
(2022-2023年)

目次

(概況)

はじめに

- 1) 企業の付加価値額の定義
- 2) 前年版からの変更点と留意点
- 3) 付加価値水準の基本統計図表の見方
- 4) 付加価値額分布（パワーカーブ）の見方
- 5) 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. IR・開示クラス別統計
8. ESG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

III. 日米欧主要企業の付加価値額比較

巻末補足資料

2024年3月21日

明田雅昭

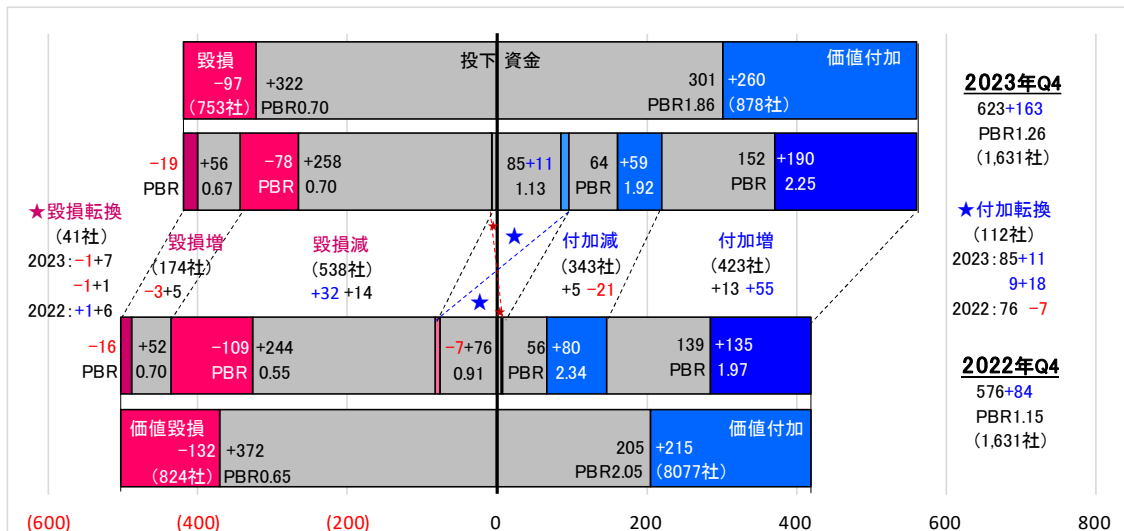
(公益財団法人 日本証券経済研究所)

図表で見る日本企業の価値創造 (2022-2023年)

(概況)

本稿では、企業の自己資本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、自己資本の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なら価値の付加で、マイナスなら価値の毀損である。

2023年の東証プライム全社集計では、投下資金が623兆円で付加価値額が163兆円となり、自己資本時価総額は785兆円（622.9+162.5兆円）であった。PBRは1.26である。2022年の投下資金576兆円、付加価値額84兆円、自己資本時価総額660兆円、PBR1.15から改善した。投下資金が47兆円増加している中で付加価値額が79兆円増加した結果、自己資本時価総額は125兆円の増加となった。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期の前年同期比増加額、金額は兆円

価値付加状態の企業は878社で、集計すると投下資金は301兆円、価値付加額は260兆円でPBRは1.86である。このうち価値付加額を増加させたのは423社で（増加額55兆円）、343社は価値付加額が減少した（減少額21兆円）。価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業は112社（付加価値増加額18兆円）であった。

価値毀損状態の企業は753社で、集計すると投下資金は322兆円であるが、97兆円の価値を毀損しておりPBRは0.70となっている。価値毀損額を増大したのが174社（毀損増加額3兆円）、価値毀損額を減少させたのが538社であった（改善額32兆円）。価値付加状態から価値毀損状態に転じた企業は41社にとどまった（付加価値減少1兆円）。

本稿は、付加価値額の水準（2023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。

本稿の図表一覧表

I. 付加価値水準統計(ストック統計)

- 個別企業ランキング
自己資本時価総額と付加価値額の表
付加価値額の個別ランキング図
東証プライム企業のパワーカーブ
- 東証 33 業種別統計
業種別の付加価値状況表
業種別の付加価値状況図
医薬品業 15 社
電気機器業 15 社
情報・通信業 19 社
小売業 15 社
サービス業除く郵政 15 社
鉄鋼業 15 社
輸送用機器業 15 社
電気・ガス業 15 社
銀行業 15 社
- 地域別統計
都道府県別の本拠地企業数
1) 全国地域統計
2) 関西圏 292 社
3) 中京圏 116 社
4) 地方圏 182 社
地方圏-細分 12 地域
地方圏-各県トップ企業
- 企業規模クラス別統計
自己資本クラス別
200 億円未満業種別
200 億円以上業種別
- 財務戦略クラス別統計
財務指標の相関係数行列
財務指標間の相関分布図
1) 現金・短期資産比率
2) 長期投資比率
3) 研究開発比率
4) 無形資産のれん比率
- 企業統治クラス別統計
1) 統治形態
2) 取締役人数
3) 独立社外取締役人数
4) 独立社外取締役比率

- 外国人持株比率
- 浮動株式比率
- 親子上場
- IR・開示クラス別統計
1) アナリストによる優良開示評価
2) 英文情報開示
3) GPIF 統合報告書
4) 日経統合報告書
5) 生保アンケート回答
- ESG 指標クラス別統計
1) サステナリティクス
2) アラバスク ESG 評価
3) アラバスク GC 評価
- その他のクラス別統計
1) リサーチ深度
2) 議決権行使賛成比率
3) 議決権電子行使プラットフォーム
4) IFRS 適用企業
5) 日経経営力評価
6) 東証 PBR 改善要請開示
7) 経済団体会長・副会長企業

II. 付加価値向上統計(フロー統計)

- 個別企業ランキング
付加価値額増加の上・下位 20 社表
- 東証 33 業種別統計
業種別の付加価値額増減表
業種別の付加価値額増減図
医薬品業 12 社
電気機器業 12 社
輸送用機器業 12 社
金融 4 業種・日本郵政 12 社
- 企業の付加価値状況遷移
東証プライム企業の図表
東証プライム除く金融 4 業種・郵政の図表
金融 4 業種・郵政の表

III. 日米欧主要企業の付加価値比較

- 日本主要企業の付加価値額分布
- 米国主要企業の付加価値額分布
- 欧州主要企業の付加価値額分布

図表で見る日本企業の価値創造 (2022－2023 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たが、両コードへの準拠は形式的なものになりがちで、企業価値の向上には著しい進展が見られなかった。

筆者はこの膠着状態の一つの原因として、企業価値を表す指標が明確に認識されておらず、かつ企業価値指標についての統計情報がない点にもあるのではないかと考えた。このため、4年前から日本企業の価値の水準および向上を計る指標を定義し、その統計集を発行してきた¹。最も重視している指標は「市場付加価値額」である。企業が活動を行うための原資は株主拋出のリスク資金である純資産額である。これを元手にして行っている事業の価値のうち株主に帰属する部分の価値が株式時価総額で、株式時価総額と純資産額の差額が市場付加価値額である。株主は市場付加価値額が正で大きな額になることを期待してリスク資金を供給している。本稿は2023年第4四半期を基準時点として様々な切り口から日本企業の市場付加価値額の水準とその増減に関する統計図表集である。

東京証券取引所（以下、「東証」）は2023年3月にプライム・スタンダード上場企業向けに「資本コストや株価を意識した経営の実現要請」²（いわゆるPBR改善要請）を発出した。この要請によりPBRの改善を通して企業価値の向上を図る活動が大きく動き出している。市場付加価値額はPBRに直結した表裏一体の指標である。PBR改善要請で動き始めた日本企業の価値向上に向けた活動の成果を確認し、一層の価値向上を目指すための基礎情報として本稿を活用していただければ幸いである³。

¹ 前年版は次のとおり：明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（2021-2022年）」、日本証券経済研究所、トピックス、2023年4月7日（https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2304_01.pdf）

² 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（プライム市場/スタンダード市場）」、2023年3月31日

³ 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するものであり、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。

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（純資産の時価評価額）こそが投資家が評価した当該企業の純資産の価値である。一方、純資産簿価⁴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。前者が後者を上回っている場合、企業は価値を付加して、下回っている場合は価値を毀損していると見なされる。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（市場付加価値額⁵）を次のように定義した。

$$\text{付加価値額 (VA)} = \text{株式時価総額 (MV)} - \text{純資産の簿価 (BV)}$$

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。株式時価総額を純資産の簿価で割った指標がPBR（株価純資産倍率）である。価値付加企業のPBRは1を超えて価値毀損企業のPBRは1割れになる。本稿の付加価値水準統計では業種や財務戦略、企業統治形態など様々なクラス分けで付加価値水準やPBRを確認している。

本稿では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ている。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 ）を差し引いたものである。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、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（PBR）以上に絶対金額の表示を重視している。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。

付加価値額の理論的に正確な意味は巻末補足資料の【#08】に示した。是非お読みいただきたい。

⁴ 純資産は株主資本（資本金、資本準備金、利益剰余金）、その他の包括利益累計額、新株予約権、非支配株主持分から構成される。このうち前二項が親会社の既存株主に帰属する部分で自己資本である。本ページで「純資産」と呼んでいるものは正確には「自己資本」のことであり、「株式時価総額」と呼んでいるものは自己資本に対応する部分の市場評価額で、通常の「株式時価総額」とは若干異なる。

⁵ これは井手正介・高橋文郎（「経営財務入門 第4版」、日本経済新聞出版社、2009年）が市場付加価値額（Market Value Added）と呼んでいるものである。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。

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。

2) 前年版からの変更点と留意点

前年版の統計図表集からの変更点および留意点は以下の7点である。

(1) 市場付加価値指標の厳密化

初回の2018-2019年版から前年の2021-2022年版まで市場付加価値額はFactSetデータベースから取得した株式時価総額とPBRのデータを用いて、次のように算出していた。

- ・純資産額=株式時価総額÷PBR
- ・市場付加価値額=株式時価総額-純資産額

しかし、株式時価総額の計算で使われる株数は発行済株式数であるが、PBRの分母のBPS(一株当たり純資産)で使われる株数は発行済株式数から自己株式を除いたものであり、整合していない。

本稿ではこの不整合を解消し、株主拠出資金とその市場評価額をより正確・適正なものにするために、株式時価総額の代わりに自己資本時価総額を使用することにした。各項目の定義は以下のとおりとした。

- ・自己資本時価総額(MV)=株価(P)×自己株式を除く発行済株式数(N)
- ・市場付加価値額(VA)=自己資本時価総額(MV)-自己資本(BV)
- ・BPS=自己資本(BV)÷自己株式を除く発行済株式数(N)
- ・PBR=株価(P)÷BPS

この計算を行うためにFactSetデータベースから企業別にP、N、BV、PBRのデータを取得した。これらのデータの取り扱いに関する留意点については巻末補足資料の【#01】をご覧ください。なお、本稿では市場付加価値額は単に「市場付加価値」とか「付加価値」と表記することがあり、付加価値が正の場合に「価値付加」、負の場合に「価値毀損」という用語を使うことがある。

(2) 四半期平均の精緻化

本稿では2022年第4四半期と2023年第4四半期の平均自己資本、平均自己資本時価総額を計算し、その後、平均市場付加価値額と平均PBRを算出している。平均自己資本と平均自己資本時価総額は9月末から12月末までの4時点での自己資本と自己資本時価総額から計算している。

前年版では4時点の値を合計して4で割っていたが、本稿では、9月末と12月末には1/6のウェイトを、10月末と11月末には2/6のウェイトを付与した上で加重平均した。これは9月末の値は10月の前半という半月分を、12月末の値は12月の後半という半月分を代表しており、10月末と11月末の値はその時点の前後1ヶ月分を代表していると考えたからである。

詳細な取り扱いについては巻末補足資料の【#02】をご覧ください。

(3) 3種類の平均PBR

各企業のPBR（四半期平均PBR）は一つであるが、グループを構成した場合のグループ平均PBRとしては3種類を用意した。前年版までは下記の①と②だけであったが、本稿では③を加えた。

① 加重平均PBR

グループを構成する企業の自己資本時価総額と自己資本額をそれぞれ合計した後に、前者を後者で割って計算したPBRである。これはグループを構成する企業を合算してあたかも一つの企業であるかのように見立てて、その合算企業のPBRである。このように計算したPBRは自己資本額をウェイトとして、各企業のPBRを加重平均したものと一致する。加重平均PBRは自己資本が大きい企業のPBRの影響が大きい。

② 単純平均PBR

各社のPBRを単純に平均したものである。これは企業の大小（自己資本の大小）に影響されず、各社が同じ影響力を持つ形でのグループ平均PBRである。

③ 調整平均PBR

PBRの水準は業種によっても影響を受ける。例えば、a社のPBR=1.8は業種Aの中では必ずしも高くないが、b社のPBR=1.2は業種Bの中では高いということがある。このため業種水準を調整したPBRが有効なことがあり、次のように調整PBRを定義した。

当該企業の調整PBR（業種水準調整後PBR）

＝全対象企業のPBR分布の中央値

＋（当該企業のPBR－当該企業が属す業種のPBR分布の中央値）

この調整PBRの単純平均を「調整平均PBR」とした。

調整PBRの計算の具体例は巻末補足資料の【#03】をご覧ください。

(4) 東証市場再編への対応

東証は2022年4月4日に市場区分の再編を行い、同時に各新市場における上場維持基準を厳格化したが、その上場維持基準に未適合であっても「当面の間」は上場を認めるという経過措置を導入した。この「当面の間」は当初は終了期限未定であったため、プライムの経過措置企業は約300社に及んだ。しかし、2023年1月に「当面の間とは2025年3月以降の決算月まで」と決まったため多くの該当企業がスタンダード市場への変更を申請することとなった。その結果、プライム経過措置企業は減少し2023年末には110社程度になっている。

このような経緯から前年版では「経過措置企業」を一つの「業種」として区分したが、本稿では「経過措置企業」という「業種」は廃止した。業種分類は前々年度版以前と同じに戻したのである。

(5) 金融4業種と日本郵政

金融業は銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業という4つの業種からなる。これらは製造業やサービス業の一般企業と異なる事業形態であり、PBRも一般企業と比べて相当低い水準である。このため他の一般企業と一緒に分析すると歪みが生じることになりかねない。同様に日本郵政はサービス業に属するが、自己資本が約10兆円の日本郵政に対して、その他のサービス業全社の合計は約12.5兆円でありPBR水準も大きく異なる。このため日本郵政をサービス業に含めるとサービス業の特性が歪むことになる。

このような事情により、対象の母集団を「全プライム企業」と「金融4業種・日本郵政を除くプライム企業（「総計除く金融等」と表記）」に分けて分析を行った。なお、前年版では後者は「金融4業種・日本郵政・経過措置企業を除くプライム企業」として「経過措置企業」も一緒に除外していた。

(6) 価値水準統計と価値向上統計での企業数

価値水準統計は2023年12月末のプライム上場企業を対象とした。東証が発行する2023年12月29日付けの「東証上場銘柄一覧」によればプライム企業数は1,656社であるが、分析に必要な9月末から12月末までの4時点のデータがすべて取得できたのは1,648社であり、これら1,648社を分析の母集団とした。

価値向上統計は価値水準統計対象の1,648社のうち、2022年の9月末から12月末の4時点のデータがすべて取得できた1,631社を分析の母集団とした。

(7) 1テーマ1ページの構成

見やすさ・読みやすさを確保するために、一つのテーマの統計図表と説明文は1ページで完結するように努めた。2ページ以上にわたる場合、次のテーマはページ途中から始めるのではなく次ページの冒頭から始めるように努めている。

3) 付加価値水準の基本統計図表の見方

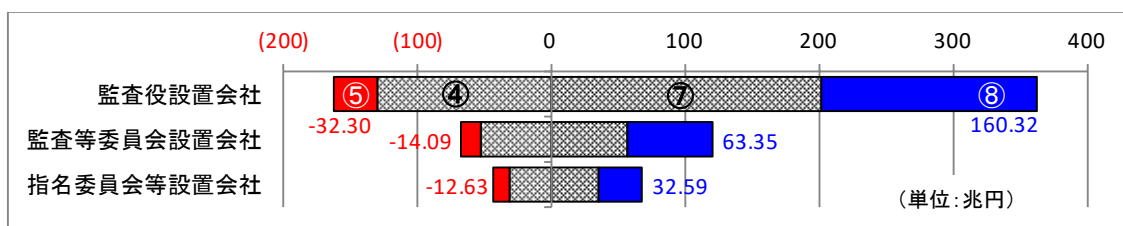
付加価値額の水準について個社のランキング表とクラス別集計の統計表および図を作成したが、クラス別統計の基本的な表と図は以下のようなもので統一している。

図表 1 付加価値水準の基本統計表の例

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	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整	
監査役設置会社	849	390	129,402	-32,299	459	200,955	160,322	128,023	1.39	1.80	1.59	
監査等委員会設置会社	624	255	53,282	-14,092	369	56,287	63,347	49,255	1.45	1.97	1.65	
指名委員会等設置会社	59	21	31,167	-12,629	38	34,609	32,595	19,965	1.30	1.85	1.66	
	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫

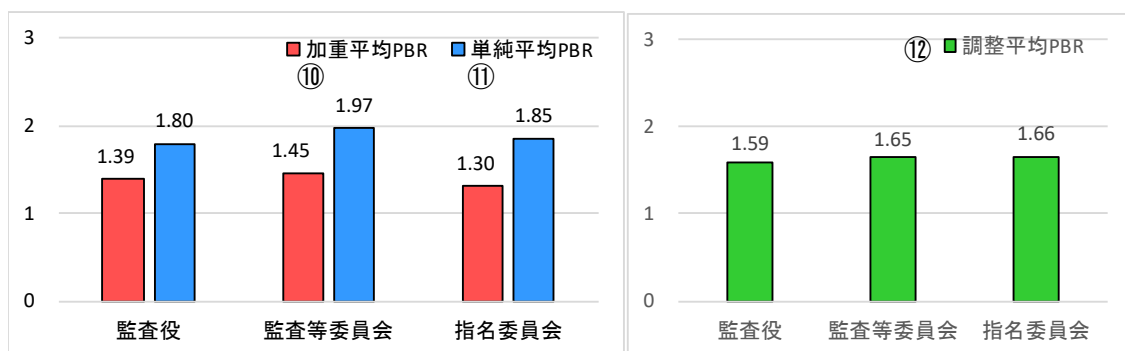
統計表の各項目を説明する。①クラス名、②当該クラスに所属する社数、価値毀損企業について③該当社数、④該当企業の純資産額の合計（単位 10 億円、金額単位は以下同じ）、⑤価値毀損額の合計、価値付加企業について⑥該当社数、⑦該当企業の純資産額の合計、⑧価値付加額の合計、⑨当該分類の付加価値額（⑤と⑧の合計）、⑩当該クラスに所属する企業全体の PBR で $1 + ⑨ \div (④ + ⑦)$ と計算した結果である。⑪は当該クラスに所属する企業の自己資本加重平均 PBR である。⑫は当該クラスに所属する企業の PBR の単純平均、⑬は当該クラスに所属する企業の業種水準調整後 PBR の単純平均である。

図表 2 付加価値水準の基本統計図の例



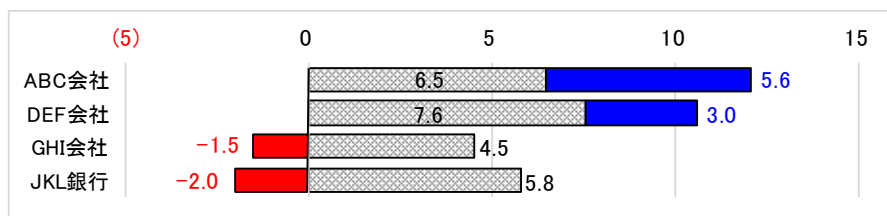
統計図はクラスごとに、図表 2 の⑤価値毀損額（赤色）、④価値毀損企業の純資産額（マイナス領域に表示した網目薄黒）、⑦価値付加企業の純資産額（プラス領域に表示した網目薄黒）、⑧価値付加額（青色）を、横棒グラフで示したものである。⑤と⑧については金額の数値も表示しており、金額単位は兆円である。この統計図の下には通常、次のクラス別の PBR 比較の縦棒グラフを付した。

図表 3 クラス別 PBR 比較図の例



なお、個別企業の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）だけマイナス領域に表示している。

図表4 個別企業の価値水準の基本図の例

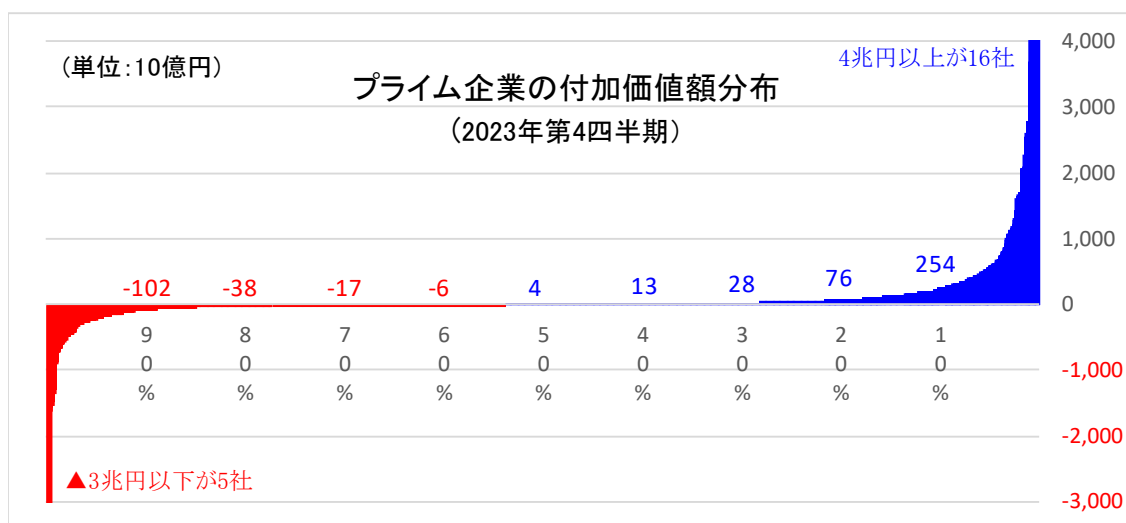


4) 付加価値額分布（パワーカーブ）の見方

ある母集団に所属する企業を付加価値額の高い方から低い方に（右から左に）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⁷。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付加価値額（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理論的に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に相当する（この理論的な解説は巻末補足資料の【#08】を参照）から予想ベースのパワーカーブといえる。

本稿では次の図のように上位から10%、20%、...、90%に位置する企業の付加価値額を10億円単位で表示している。例えば、上位10%の位置にある企業の付加価値額は2,540億円で、上位から90%に位置する企業の付加価値額は▲1,020億円であったと見る。

図表5 付加価値額分布の例



⁷ 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

本稿では付加価値額分布図の下に、次のような付加価値額パーセンタイル表を付している。この表は企業が自社ないし関心を持っている他社の付加価値額が企業母集団の中で上位から何%に位置しているかを算出するための基礎情報である。

図表 6 付加価値額パーセンタイル表

(10億円)	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
0%	--	3,854.7	1,717.9	1,138.9	742.7	583.6	472.6	409.1	338.2	288.3
10%	254.2	205.4	185.3	168.9	150.8	138.0	119.8	107.5	91.3	83.3
20%	76.4	69.2	62.0	53.8	48.8	45.1	41.1	37.3	33.9	31.0
30%	28.0	25.6	24.2	22.9	21.2	19.3	17.7	16.8	15.6	14.3
40%	13.2	11.8	10.6	9.6	8.7	7.7	7.0	6.2	5.4	4.9
50%	3.6	2.6	1.9	1.0	-0.2	-1.5	-2.4	-3.3	-4.2	-5.2
60%	-6.0	-7.0	-7.9	-8.7	-9.4	-10.6	-11.9	-13.2	-14.6	-16.0
70%	-17.2	-19.2	-20.6	-21.8	-23.6	-25.6	-28.3	-29.6	-31.8	-35.4
80%	-37.6	-39.9	-42.2	-46.5	-50.8	-56.6	-62.1	-67.4	-76.0	-87.5
90%	-102.0	-114.7	-141.3	-163.6	-196.7	-237.2	-286.0	-389.1	-539.6	-979.5

この表の各セルにある数字は、そのセルに対応する縦軸の%値と横軸の%値を足した位置にある企業の付加価値額を表す。例えば、縦軸が30%である行と横軸が5%である列が交差するセルにある19.3という数字は、この企業母集団において上位から35%（30%+5%）に位置する企業の付加価値額が193億円であることを意味する。

例えば、ある企業の付加価値額が188億円であったとする。10億円単位では18.8である。18.8は35%位置の19.3と36%位置の17.7の間にある。そこで次のような内挿計算を行う。

$$35\% + \frac{\boxed{19.30} - \boxed{18.80}}{\boxed{19.30} - \boxed{17.70}} \times 0.01 = 35.3\%$$

したがって、この企業は付加価値額で上位から35.3%の位置にいるといえる。

5) 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 7 付加価値向上の基本統計表の例

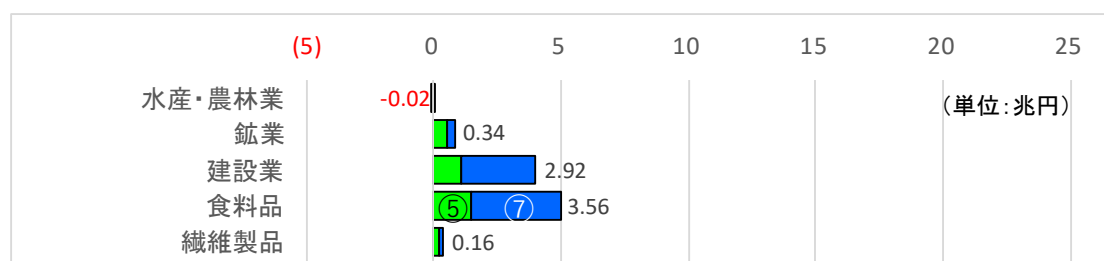
東証33業種	社数	自己資本時価総額		自己資本		付加価値	
		増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
水産・農林業	6	42	7%	59.1	9%	-17	-3%
鉱業	5	865	37%	519.7	11%	345	8%
建設業	75	3,994	30%	1,069.2	7%	2,925	18%
食料品	67	5,000	20%	1,444.7	8%	3,556	20%

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年間における自己資本時価総額の増加額（単位10億円、金額単位は以下同じ）、④自己資本時価総額の

年間増加率（単位％）、⑤1年間における自己資本の増加額、⑥自己資本の年間増加率（単位％）、⑦1年間における付加価値の増加額、⑧付加価値増加額の前年同期自己資本に対する比率（単位％）、である。⑧は付加価値の増加率（付加価値増加額の前年同期付加価値に対する比率）ではない点に注意されたい。付加価値の増加率は値が大きく振れることがある。⑧は自己資本の増加と比べて付加価値がどれだけ増えたのかを前年同期の自己資本規模を基準にして比較するための指標である。

図表8 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7の⑤自己資本増加額（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。

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

本図表では自己資本時価総額の上位 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 社のうち自己資本時価総額の上位 42 社に登場する企業は薄青に、下位 20 社のうち自己資本時価総額の上位 42 社に登場する企業は薄赤に着色した。

【自己資本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	36,120
2	6758	ソニーグループ	15,642
3	8306	三菱UFJ-FG	15,041
4	9432	日本電信電話	14,874
5	6861	キーエンス	14,577
6	9983	ファーストリテイリング	10,662
7	8035	東京エレクトロン	10,279
8	4063	信越化学工業	9,901
9	8058	三菱商事	9,651
10	8316	三井住友FG	9,602
11	9433	KDDI	9,520
12	6501	日立製作所	9,109
13	9984	ソフトバンクグループ	9,018
14	9434	ソフトバンク	8,235
15	4661	オリエンタルランド	8,170
16	8031	三井物産	8,119
17	8001	伊藤忠商事	8,076
18	4519	中外製薬	8,040
19	6098	リクルートHD	7,894
20	7974	任天堂	7,733
21	4568	第一三共	7,572
22	7267	本田技研工業	7,485
23	8766	東京海上HD	6,906
24	6902	デンソー	6,767
25	4502	武田薬品工業	6,577
26	6367	ダイキン工業	6,540
27	2914	日本たばこ産業	6,429
28	8411	みずほFG	6,368
29	7741	HOYA	5,555
30	6981	村田製作所	5,179
31	7182	ゆうちょ銀行	5,096
32	3382	セブン&アイHD	4,921
33	6273	SMC	4,611
34	6178	日本郵政	4,272
35	6723	ルネサスエレクトロニクス	4,119
36	5108	ブリヂストン	4,016
37	6503	三菱電機	3,925
38	8002	丸紅	3,795
39	6702	富士通	3,767
40	6954	ファナック	3,743
41	8053	住友商事	3,693
42	6201	豊田自動織機	3,664

【付加価値額ランキング】

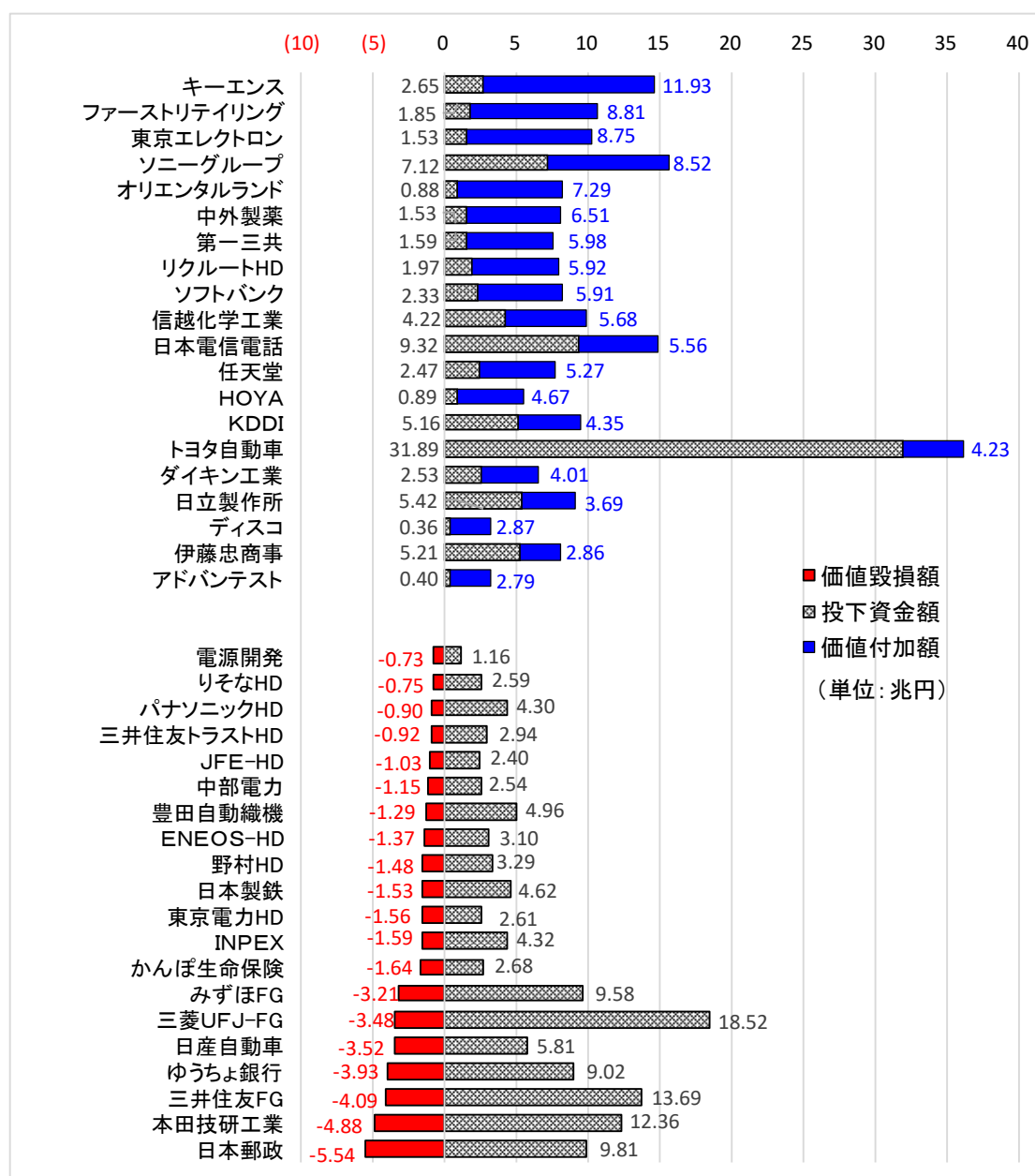
順位	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	11,930
2	9983	ファーストリテイリング	8,811
3	8035	東京エレクトロン	8,749
4	6758	ソニーグループ	8,520
5	4661	オリエンタルランド	7,286
6	4519	中外製薬	6,505
7	4568	第一三共	5,978
8	6098	リクルートHD	5,919
9	9434	ソフトバンク	5,909
10	4063	信越化学工業	5,676
11	9432	日本電信電話	5,557
12	7974	任天堂	5,266
13	7741	HOYA	4,670
14	9433	KDDI	4,355
15	7203	トヨタ自動車	4,227
16	6367	ダイキン工業	4,010
17	6501	日立製作所	3,693
18	6146	ディスコ	2,874
19	8001	伊藤忠商事	2,864
20	6857	アドバンテスト	2,793

順位	コード	社名	付加価値
1629	9513	電源開発	-735
1630	8308	りそなHD	-754
1631	6752	パナソニックHD	-897
1632	8309	三井住友トラストHD	-924
1633	5411	JFE-HD	-1,033
1634	9502	中部電力	-1,151
1635	6201	豊田自動織機	-1,292
1636	5020	ENEOS-HD	-1,375
1637	8604	野村HD	-1,477
1638	5401	日本製鉄	-1,531
1639	9501	東京電力HD	-1,557
1640	1605	INPEX	-1,590
1641	7181	かんぽ生命保険	-1,638
1642	8411	みずほFG	-3,208
1643	8306	三菱UFJ-FG	-3,480
1644	7201	日産自動車	-3,518
1645	7182	ゆうちょ銀行	-3,929
1646	8316	三井住友FG	-4,093
1647	7267	本田技研工業	-4,880
1648	6178	日本郵政	-5,541

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、金額は10億円

トヨタ自動車の時価総額が低すぎるのではないかと思うかもしれない。2024年2月9日時点の時価総額は株価 3,323 円×発行済株式数 16,315 百万株=54.2 兆円であったが、自己株式数が多く、これを除くと 13,486 百万株で自己資本時価総額は 44.8 兆円である（詳しくは巻末補足資料の【#04】を参照）。2023年第4四半期の平均株価は 2,670 円程度であったため、同期間の自己資本時価総額は 36.1 兆円にとどまっていた。

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。

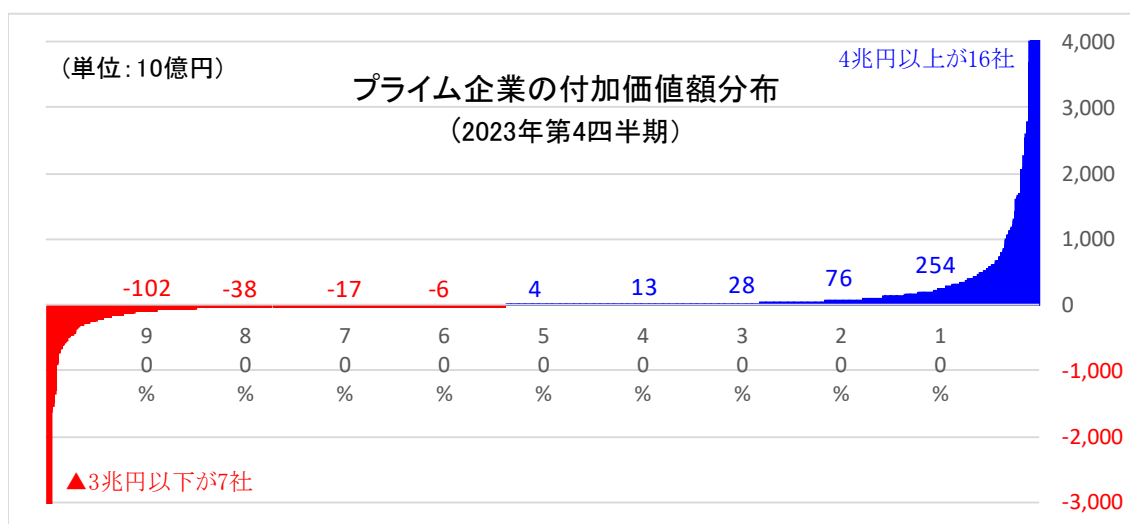


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

個別企業ランキングの特徴は以下のとおりである。

- 自己資本時価総額ランキングではトヨタ自動車の 36.1 兆円を筆頭に 2 位がソニーグループの 15.6 兆円、3 位が三菱 UFJ-HD の 15.0 兆円であった。
- 付加価値額ランキングではキーエンスの 11.93 兆円を筆頭に 2 位がファーストリテーリングの 8.81 兆円、3 位が東京エレクトロンの 8.75 兆円であった。キーエンスは自己資本が 2.65 兆円で PBR は 5.51 であった。
- 付加価値額の上位 17 社は全て自己資本時価総額ランキング上位 42 社に入っていた。
- 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 6 社（キーエンス、東京エレクトロン、ソニーグループ、HOYA、日立製作所、アドバンテスト）、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。サービス業も 2 社（オリエンタルランド、リクルート HD）、医薬品も 2 社（中外製薬、第一三共）、機械も 2 社（ダイキン工業、ディスコ）あった。
- 上位 20 社のうち PBR が最も高かったのはオリエンタルランドの 9.24 で、ディスコの 9.00 とアドバンテストの 7.95 がつづく。
- 全社の自己資本合計は 627.7 兆円であったが、価値付加額上位 20 社の自己資本合計は 89.3 兆円で 14.2%を占めていた。価値付加企業 884 社の価値付加額 261.2 兆円のうち上位 20 社合計は 115.6 兆円で 44.2%を占めていた。
- 価値毀損額ランキングは日本郵政の 5.54 兆円、本田技研工業の 4.88 兆円、三井住友 FG の 4.09 兆円の順に大きかった。日本郵政は自己資本が 9.81 兆円で PBR は 0.435 であった。
- 価値毀損額の上位 4 社は自己資本時価総額ランキング上位 42 社に入っていた。
- 価値毀損額の上位 20 社の所属業種としては、銀行業の 6 社（5 大銀行グループ+ゆうちょ銀行：三井住友 FG、ゆうちょ銀行、三菱 UFJ-FG、みずほ FG、三井住友トラスト HD、りそな HD）で、他にも金融系が 2 社（かんぽ生命、野村 HD）あった。輸送用機器が 3 社（本田技研工業、日産自動車、豊田自動織機）、電気ガス業が 3 社（東京電力 HD、中部電力、電源開発）あった。鉄鋼業も 2 社（日本製鉄、JFE-HD）あった。
- 価値毀損額の上位 20 社のうち PBR が最も低かったのは電源開発の 0.366 で、かんぽ生命保険の 0.389、日産自動車の 0.395 がつづく。
- 全社の自己資本合計 627.7 兆円のうち、価値毀損額上位 20 社の自己資本合計は 120.3 兆円で 19.2%を占めていた。価値毀損企業 764 社の価値毀損額 98.8 兆円のうち上位 20 社合計は 44.6 兆円で 45.1%を占めていた。

次の図は付加価値額を高い方から低い方に（右から左に）並べたみた付加価値額の分布である（パワーカーブと呼ばれる）。縦軸の金額単位は10億円で▲3兆円から+4兆円（10億円単位で▲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16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。



(10億円)	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
0%	--	3,854.7	1,717.9	1,138.9	742.7	583.6	472.6	409.1	338.2	288.3
10%	254.2	205.4	185.3	168.9	150.8	138.0	119.8	107.5	91.3	83.3
20%	76.4	69.2	62.0	53.8	48.8	45.1	41.1	37.3	33.9	31.0
30%	28.0	25.6	24.2	22.9	21.2	19.3	17.7	16.8	15.6	14.3
40%	13.2	11.8	10.6	9.6	8.7	7.7	7.0	6.2	5.4	4.9
50%	3.6	2.6	1.9	1.0	-0.2	-1.5	-2.4	-3.3	-4.2	-5.2
60%	-6.0	-7.0	-7.9	-8.7	-9.4	-10.6	-11.9	-13.2	-14.6	-16.0
70%	-17.2	-19.2	-20.6	-21.8	-23.6	-25.6	-28.3	-29.6	-31.8	-35.4
80%	-37.6	-39.9	-42.2	-46.5	-50.8	-56.6	-62.1	-67.4	-76.0	-87.5
90%	-102.0	-114.7	-141.3	-163.6	-196.7	-237.2	-286.0	-389.1	-539.6	-979.5

プライム企業1,648社のうちの上位10%の位置は2,542億円で、上位20%の位置は764億円になっている。もし読者が注目している企業の付加価値額が、仮に65億円だとすると、その企業は東証プライム企業の中で上位21%（69.2億円）から22%（62.0億円）の間にあることになる。

欧米主要企業の付加価値額分布も気になるであろう。第Ⅲ編に各地域の主要500～600社の付加価値額分布を掲載している。

2. 東証33業種別統計

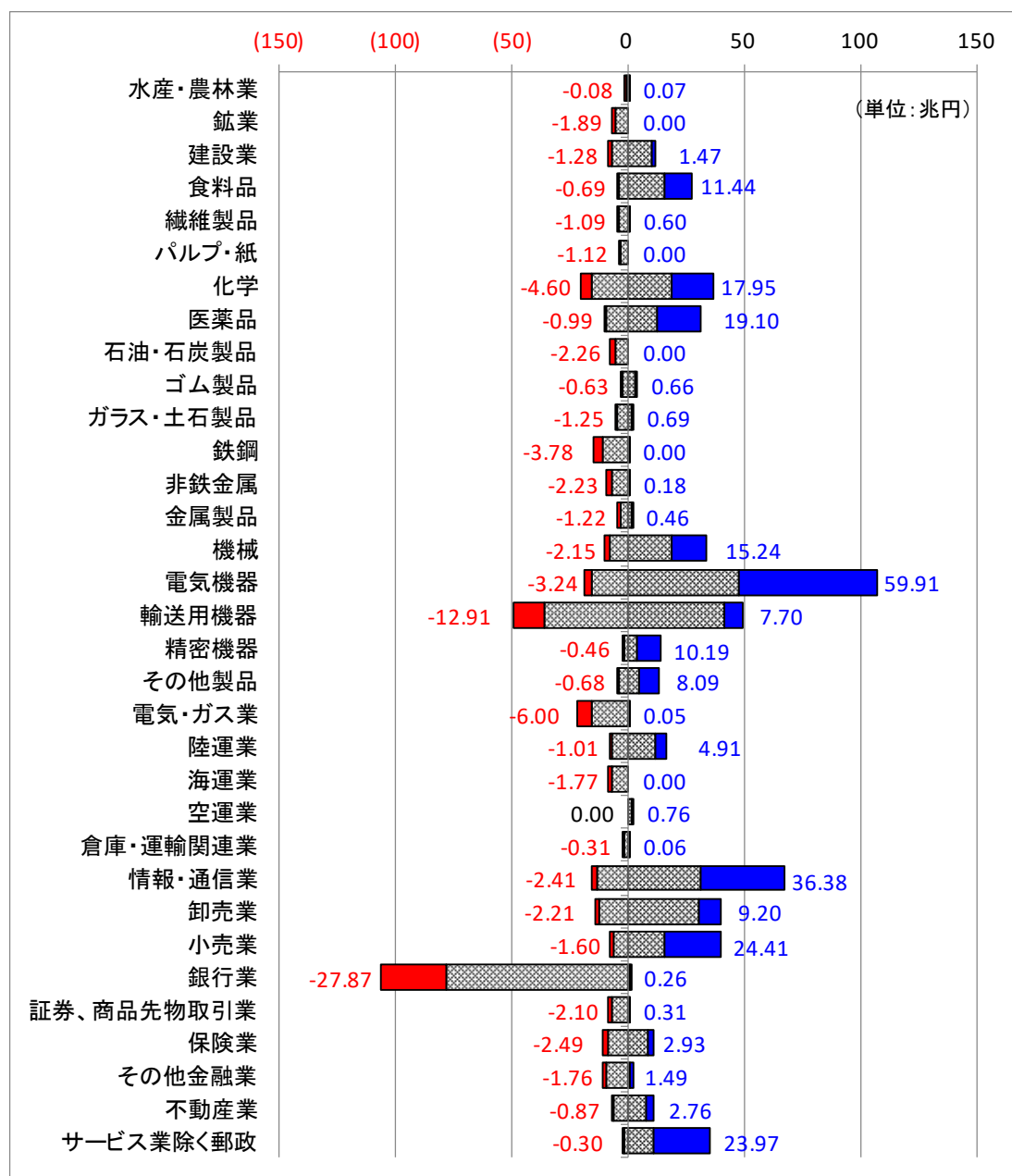
本図表では東証33業種分類に基づいてクラス分けをした。日本郵政はサービス業に属すがサービス業の他159社の付加価値状況と大きく異なり、サービス業の特性を歪めるため独立表記している。「総計除く金融等」の「金融等」は銀行業67社、証券・商品先物取引業19社、保険業9社、その他金融業20社と日本郵政のことを指す。右端の2列は加重平均PBRと単純平均PBRである。

業種	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	加重PBR	単純PBR
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額			
水産・農林業	6	3	484	-77	3	206	67	-10	0.99	1.38
鉱業	5	5	5,090	-1,886	0	0	0	-1,886	0.63	0.62
建設業	75	47	6,859	-1,282	28	10,172	1,466	184	1.01	1.04
食料品	68	25	3,507	-689	43	15,731	11,437	10,748	1.56	1.63
繊維製品	21	18	3,512	-1,090	3	307	598	-492	0.87	1.03
パルプ・紙	10	10	2,693	-1,120	0	0	0	-1,120	0.58	0.58
化学	123	67	15,547	-4,601	56	18,869	17,951	13,350	1.39	1.27
医薬品	34	15	9,080	-993	19	12,228	19,099	18,106	1.85	1.75
石油・石炭製品	6	6	5,641	-2,262	0	0	0	-2,262	0.60	0.64
ゴム製品	11	8	2,226	-626	3	3,575	659	33	1.01	0.86
ガラス・土石製品	22	13	4,292	-1,253	9	1,776	694	-559	0.91	1.08
鉄鋼	22	21	11,002	-3,780	1	17	2	-3,777	0.66	0.66
非鉄金属	21	17	6,688	-2,232	4	277	185	-2,047	0.71	0.92
金属製品	29	21	3,263	-1,222	8	1,439	457	-765	0.84	0.91
機械	112	53	7,710	-2,148	59	18,576	15,244	13,097	1.50	1.25
電気機器	129	60	15,428	-3,240	69	47,426	59,915	56,675	1.90	1.61
輸送用機器	41	34	36,123	-12,913	7	41,780	7,697	-5,217	0.93	0.80
精密機器	27	11	1,764	-464	16	4,214	10,194	9,730	2.63	1.76
その他製品	37	15	3,710	-679	22	5,117	8,090	7,411	1.84	1.52
電気・ガス業	21	19	15,552	-5,997	2	126	48	-5,949	0.62	0.69
陸運業	39	15	6,717	-1,010	24	11,503	4,915	3,905	1.21	1.46
海運業	5	5	6,658	-1,766	0	0	0	-1,766	0.73	0.78
空運業	2	0	0	0	2	1,885	759	759	1.40	1.40
倉庫・運輸関連業	13	8	1,346	-308	5	206	63	-245	0.84	0.97
情報・通信業	182	20	13,447	-2,406	162	30,995	36,376	33,970	1.76	3.38
卸売業	126	73	12,082	-2,214	53	30,829	9,203	6,989	1.16	1.23
小売業	135	37	5,803	-1,596	98	15,588	24,413	22,817	2.07	2.71
銀行業	67	65	77,710	-27,873	2	520	261	-27,612	0.65	0.45
証券、商品先物取引業	19	14	6,703	-2,102	5	301	306	-1,796	0.74	1.11
保険業	9	3	8,647	-2,493	6	8,494	2,927	434	1.03	2.30
その他金融業	20	13	9,041	-1,764	7	770	1,491	-272	0.97	1.61
不動産業	51	20	6,102	-873	31	8,025	2,764	1,891	1.13	1.72
サービス業除く郵政	159	20	1,525	-295	139	10,987	23,968	23,672	2.89	3.30
日本郵政	1	1	9,813	-5,541	0	0	0	-5,541	0.44	0.44
総計	1,648	762	325,767	-98,792	886	301,936	261,248	162,456	1.26	1.80
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、金額は10億円

業種に属す社数が少ない場合、加重平均 PBR と単純平均 PBR が大きく乖離することがある。例えば、保険業では加重平均 PBR は 1.03 だが単純平均 PBR は 2.30 と差が大きい。保険業 9 社のうち、自己資本が 300 億円以下の 3 社（FP パートナー、アドバンスクリエイト、アニコム HD）が PBR 上位 3 社を占め、PBR はそれぞれ、8.46、4.72、1.62 であった。一方、他の 6 社はすべて自己資本が 1 兆円以上ある伝統的な有名大企業で、最も PBR が高い企業でも 1.61 であった。このような場合は、加重平均 PBR と単純平均 PBR で大きな差が生じることになる。

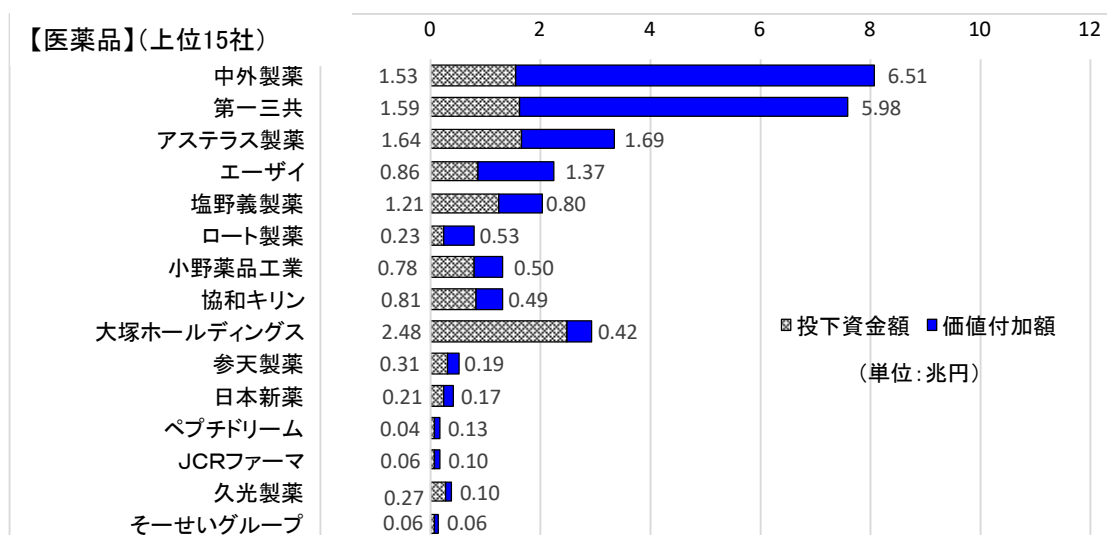
次の図は業種別の付加価値状況（価値付加状況と価値毀損状況）を表したものである。



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2023年第4四半期

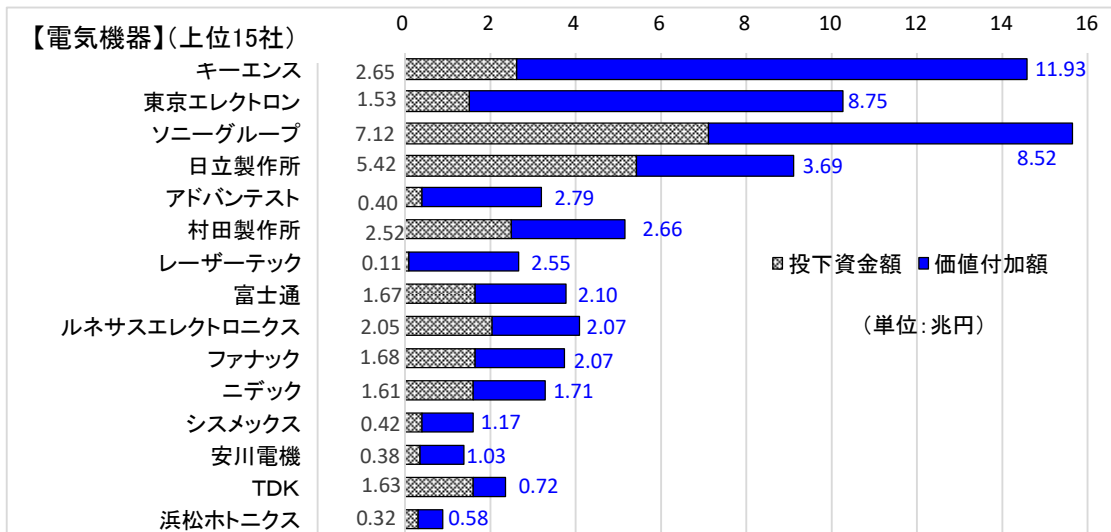
業種別にみた価値付加あるいは価値毀損の特徴は以下のとおりである。

- 投下資金（自己資本）の規模が大きく、かつ価値付加企業の価値付加額合計が大きい業種は、電気機器（59.9兆円）と情報・通信業（36.4兆円）である。投下資金は大きくないが、その割に価値付加企業が多額の価値付加額を生み出している業種は小売業（24.4兆円）、サービス業除く郵政（24.0兆円）、医薬品（19.1兆円）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、平成時代以降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62.9兆円より輸送用機器の77.9兆円の方が大きい、付加価値額では電気機器の56.7（=59.9-3.2）兆円に対して輸送用機器の▲5.2（=7.7-12.9）兆円となっており、逆転している。
- 20社以上が属す業種で加重平均PBRが2.0以上であったのは、サービス業除く郵政（2.89）、精密機器（2.63）小売業（2.07）の3つであった。
- 価値毀損企業の価値毀損額合計が大きい業種は銀行業（▲27.9兆円）と輸送用機器（▲12.9兆円）である。
- 20社以上が属す業種で加重平均PBRが0.7未満であったのは、鉄鋼の0.66、電機・ガス業0.62、銀行業0.65の3つであった。
- 以下では医薬品、電気機器、情報・通信業、小売業、サービス業除く郵政、鉄鋼業、輸送用機器、電気・ガス業、銀行業の主要企業の付加価値状況を図で示す。



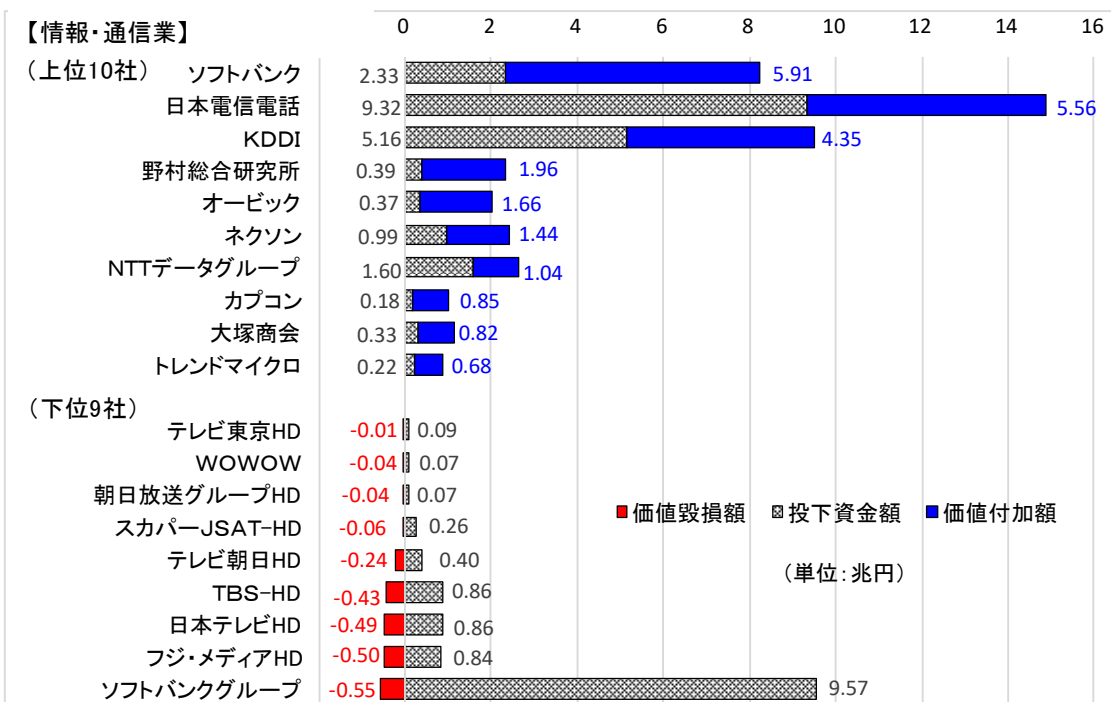
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 価値付加額では中外製薬と第一三共が2強である。自己資本がこの2社の4倍以上ある武田薬品工業はPBRが0.93で価値毀損額が0.49兆円と、本業種内で最大の価値毀損額であった。
- PBRが4倍以上だったのは、セルソースの5.82、中外製薬の5.24、第一三共の4.75、ペプチドリームの4.50の4社である。



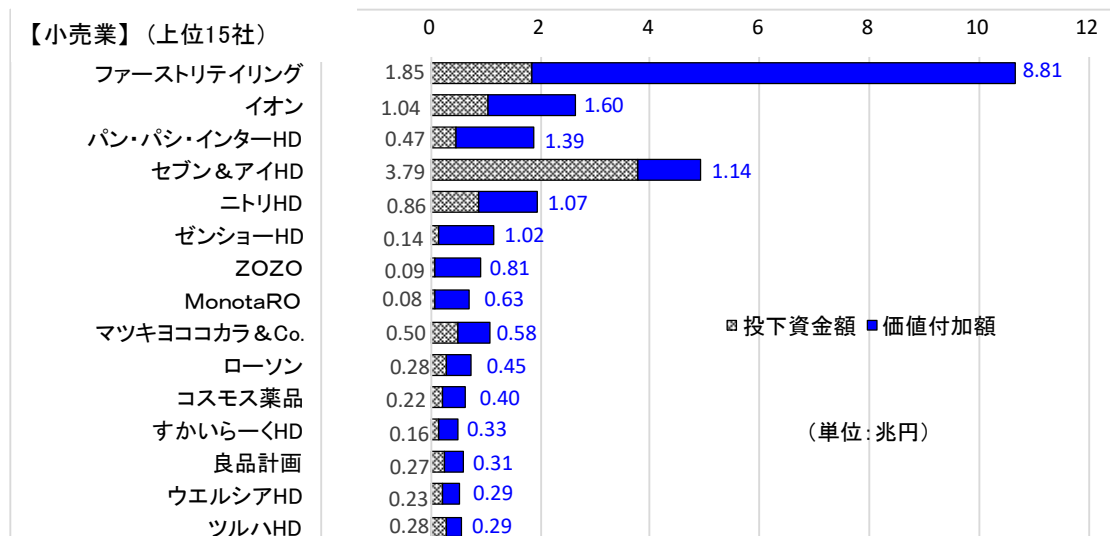
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 価値付加額ではキーエンス、東京エレクトロン、ソニーグループが3強である。
- PBRが最も高いのはレーザーテックの25.2で、アドバンテストの7.95、東京エレクトロンの6.72、キーエンスの5.51が続き、4倍以上はこの4社だけである。
- 価値付加企業69社に対して価値毀損企業が60社あり、社数では拮抗している。



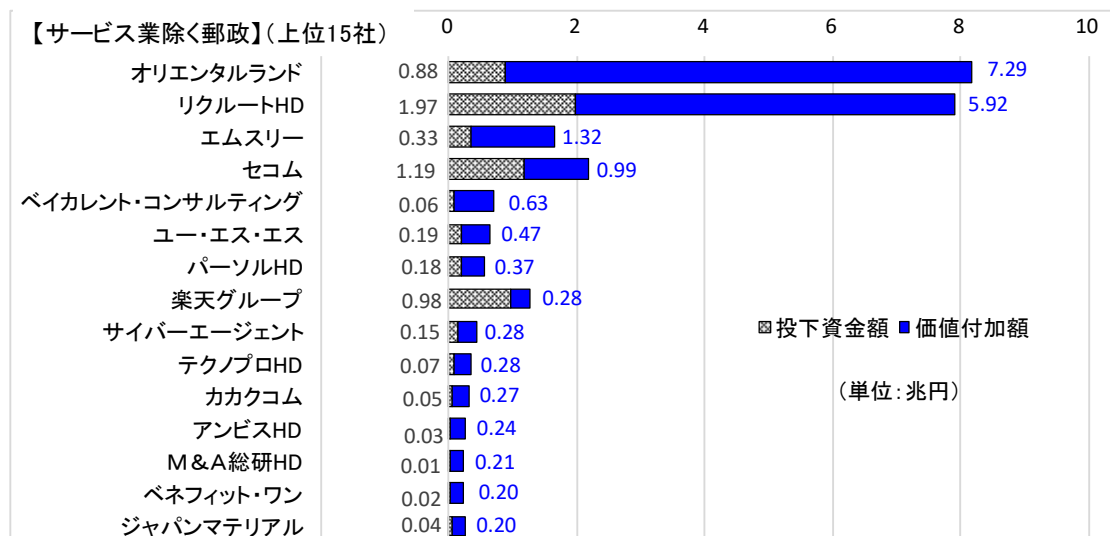
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 価値付加額ではソフトバンク以下3強と野村総合研究所以下の1兆円台4社が続く。
- 本業界182社のうち価値毀損企業は20社と少ないが、下位9社のうち8社はテレビ会社が占める。この傾向は数年来変わっていない。



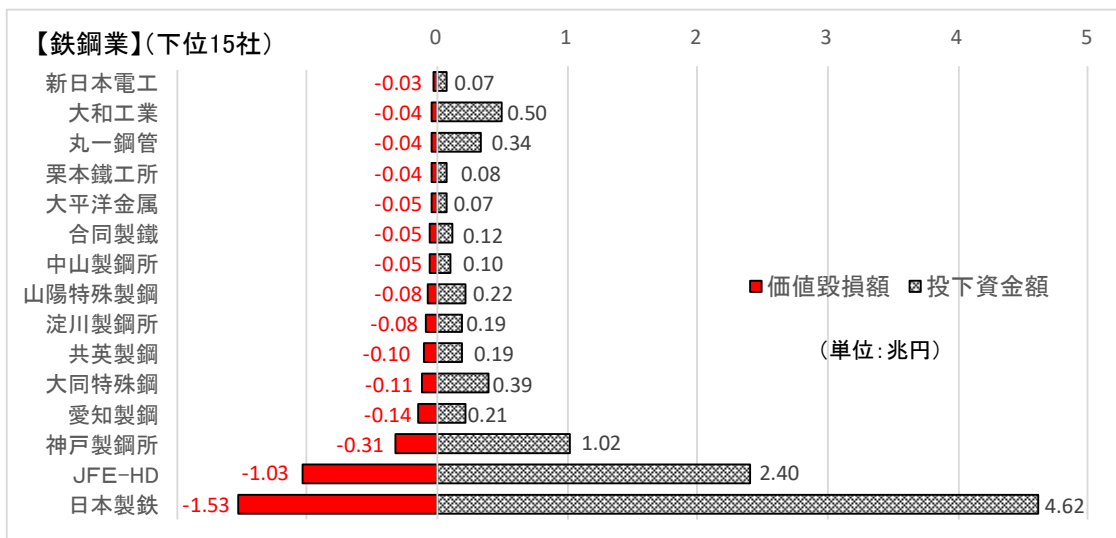
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 価値付加額ではファーストリの8兆円超がダントツで1兆円台の5社が続く。
- PBR10 超えは、フジオフードグループの30.1、幸楽苑HDの14.0、DDグループの11.6、ZOZOの10.5の4社である。最初の3社の自己資本はいずれも25億円以下で、ZOZOも852億円と規模は小さい。
- 価値毀損額の最大はヤマダHDの2,900億円で2番目は高島屋の1,170億円であった。



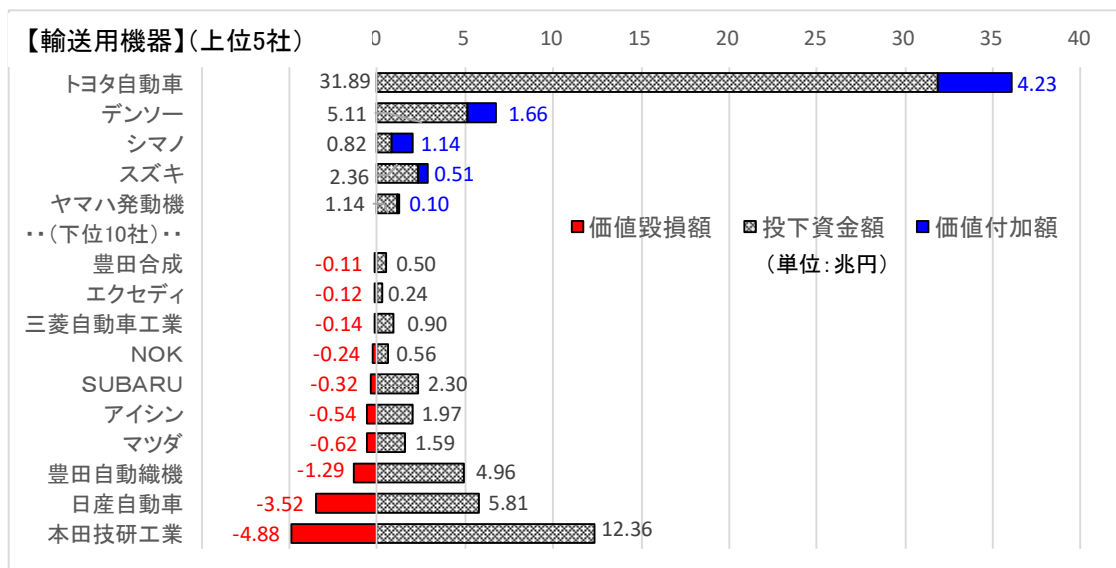
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 本業種には159社がひしめくが、オリエンタルランドとリクルートHDがダントツの2強で、価値付加額がほぼ1兆円以上といえるのは4社に過ぎない。
- 上位4社以外の価値付加企業135社の価値付加額合計は8.46兆円で、オリエンタルランド1社の価値付加額7.29兆円とあまり変わらない。
- 別枠の日本郵政もサービス業であるが1社で5.5兆円の価値毀損である。



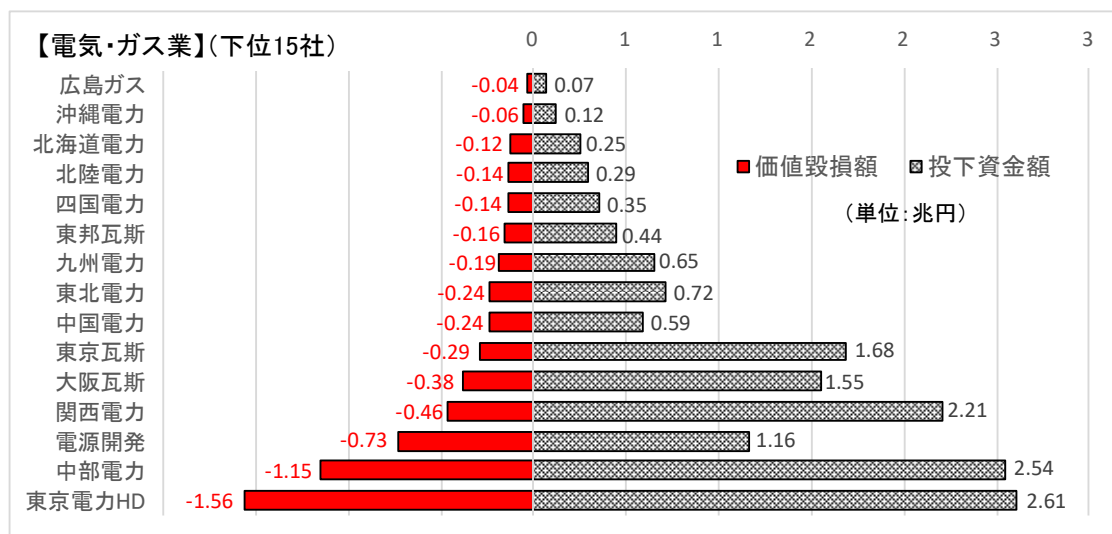
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 価値毀損額では、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▲0.14兆円と小さい。
- 鉄鋼業の PBR は加重平均と単純平均は共に 0.66 で1割れである。
- 鉄鋼業は 22 社だが価値付加状況にあるのはエンビプロ HD1 社だけ。エンビプロ HD は、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。



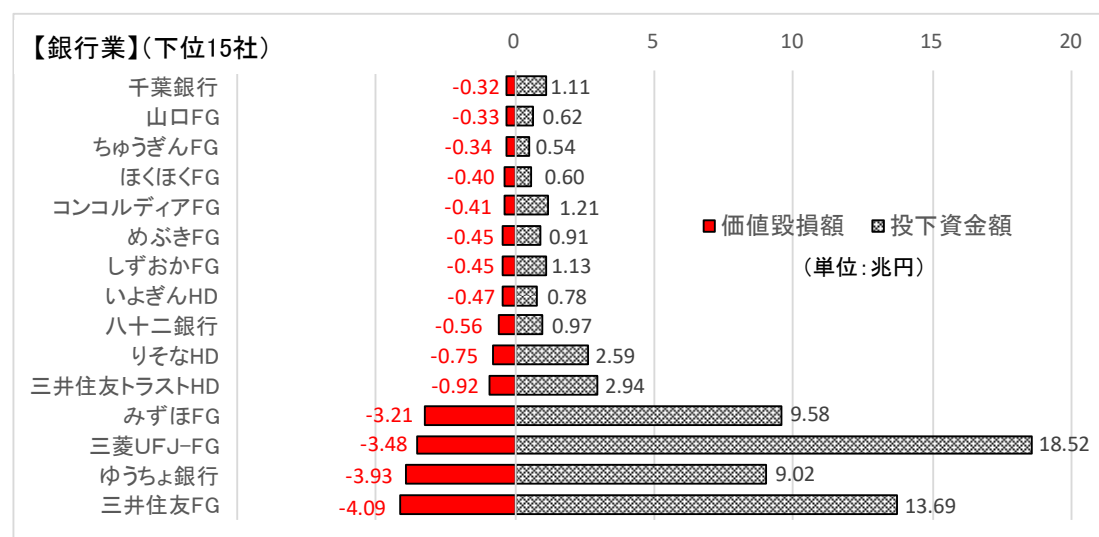
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 輸送用機器には 41 社あるが、価値付加企業は 7 社のみで、価値付加額が 1 兆円以上なのはトヨタ自動車、デンソー、シマノの 3 社だけである。
- 価値毀損企業は 34 社と多く、価値毀損額は本田技研工業の 4.88 兆円と日産自動車の 3.52 兆円が図抜けている。
- 輸送用機器の加重平均 PBR は 0.93、単純平均 PBR は 0.80 と共に 1 割れである。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 電気・ガス業は21社であるが価値付加企業はレノバ（2017年上場で再生可能エネルギーの発電と開発・運営が2本柱）とメタウォーター（上下水処理設備トップの水環境事業会社）の2社のみ。PBRは各々1.41、1.35だが価値付加額は251億円と225億円と小規模である。
- 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。価値毀損額が1兆円を超えているのは東京電力HDの1.56兆円と中部電力の1.15兆円である。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

- 銀行業は67行であるが、価値付加銀行は楽天銀行とセブン銀行の2行だけである。
- 67行のうち48行のPBRが0.5以下だったが、5大銀行グループのPBRはすべて0.65以上だった。
- 三菱UFJ-FGは、価値毀損は3.48兆円と3位だったがPBRは0.812で上から4位。

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。

全国を都市部と地方圏に分けた。都市部は首都圏と関西圏と中京圏の3つである。地方圏は東日本、中部、中国・四国、九州・沖縄の4地域に分け、更に地方中核県と位置付けた宮城、新潟、広島、福岡と他の県で細分化して統計をとった場合もある。

具体的な地域割りと所属する企業数は次の表のとおりである。

地域	所属都道府県(カッコ内は企業数)	企業数
都市部		1,466
首都圏(1都3県)	東京(949) 埼玉(22) 千葉(20) 神奈川(67)	1,058
関西圏(2府4県)	大阪(204) 京都(31) 兵庫(46) 滋賀(6) 奈良(2) 和歌山(3)	292
中京圏(4県)	愛知(82) 岐阜(9) 静岡(18) 三重(7)	116
地方圏		182
東日本(10道県)		46
北海道	北海道(9)	9
宮城	宮城(8)	8
東北除く宮城(5県)	青森(1) 岩手(3) 秋田(1) 山形(1) 福島(5)	11
北関東(3県)	茨城(4) 栃木(6) 群馬(8)	18
中部(6県)		55
新潟	新潟(11)	11
山梨・長野	山梨(5) 長野(15)	20
北陸(3県)	富山(12) 石川(7) 福井(5)	24
中国・四国(9県)		45
広島	広島(15)	15
中国除く広島(4県)	鳥取(2) 島根(1) 岡山(7) 山口(5)	15
四国(4県)	徳島(2) 香川(7) 愛媛(4) 高知(2)	15
九州・沖縄(8県)		36
福岡	福岡(23)	23
九州・沖縄 除く福岡(7県)	佐賀(2) 長崎(0) 熊本(2) 大分(3) 宮崎(1) 鹿児島(1) 沖縄(4)	13
全国(47都道府県)		1,648

都市部には1,466社あり、特に首都圏には1,058社が集中している。地方圏には182社しかなく、4地域に分割してみると九州・沖縄の36社から中部の55社という規模でしかない。地方中核県と位置付けた4県も宮城の8社から福岡の23社と少ない。

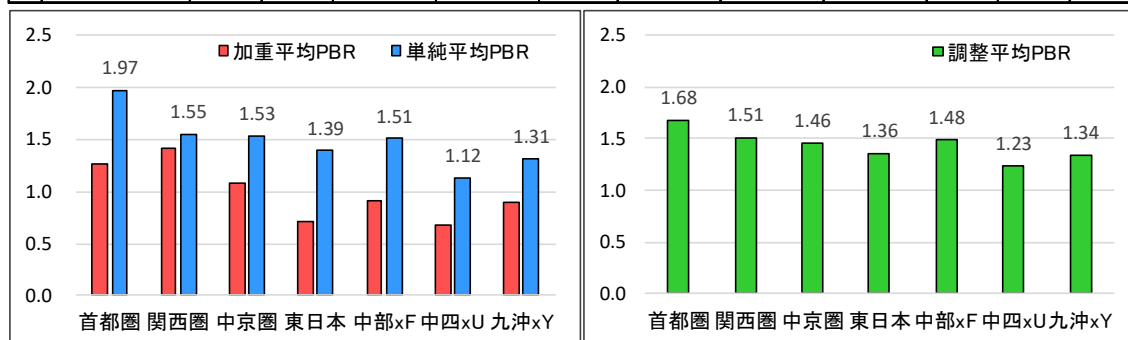
首都圏企業の特性は全国ベースでの企業の特性とあまり変わらないと思われるので、本節では関西圏、中京圏、地方圏に焦点を当てる。

1) 全国地域統計

地域	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
都市部	1,466	656	301,713	-87,792	810	292,565	244,708	156,916	1.26	1.85	1.63
首都圏	1,058	449	235,022	-70,848	609	202,654	187,619	116,771	1.27	1.97	1.68
関西圏	292	149	42,128	-9,694	143	40,317	44,448	34,754	1.42	1.55	1.51
中京圏	116	58	24,563	-7,250	58	49,595	12,641	5,391	1.07	1.53	1.46
地方圏	182	106	24,053	-11,001	76	9,371	16,541	5,540	1.17	1.39	1.40
東日本	46	29	5,759	-2,858	17	945	871	-1,987	0.70	1.39	1.36
中部	55	31	5,320	-2,353	24	2,953	3,859	1,506	1.18	1.52	1.50
中国・四国	45	30	8,798	-4,056	15	2,855	9,693	5,637	1.48	1.23	1.32
九州・沖縄	36	16	4,176	-1,734	20	2,618	2,118	384	1.06	1.37	1.41
合計	1,648	762	325,767	-98,792	886	301,936	261,248	162,456	1.26	1.80	1.60

(参考)

地方圏除く3社	179	106	24,053	-11,001	73	5,465	4,629	-6,371	0.78	1.33	1.36
中部xF	54	31	5,320	-2,353	23	1,277	1,792	-561	0.91	1.51	1.48
中国・四国xU	44	30	8,798	-4,056	14	1,003	883	-3,173	0.68	1.12	1.23
九州・沖縄xY	35	16	4,176	-1,734	19	2,241	1,084	-650	0.90	1.31	1.34



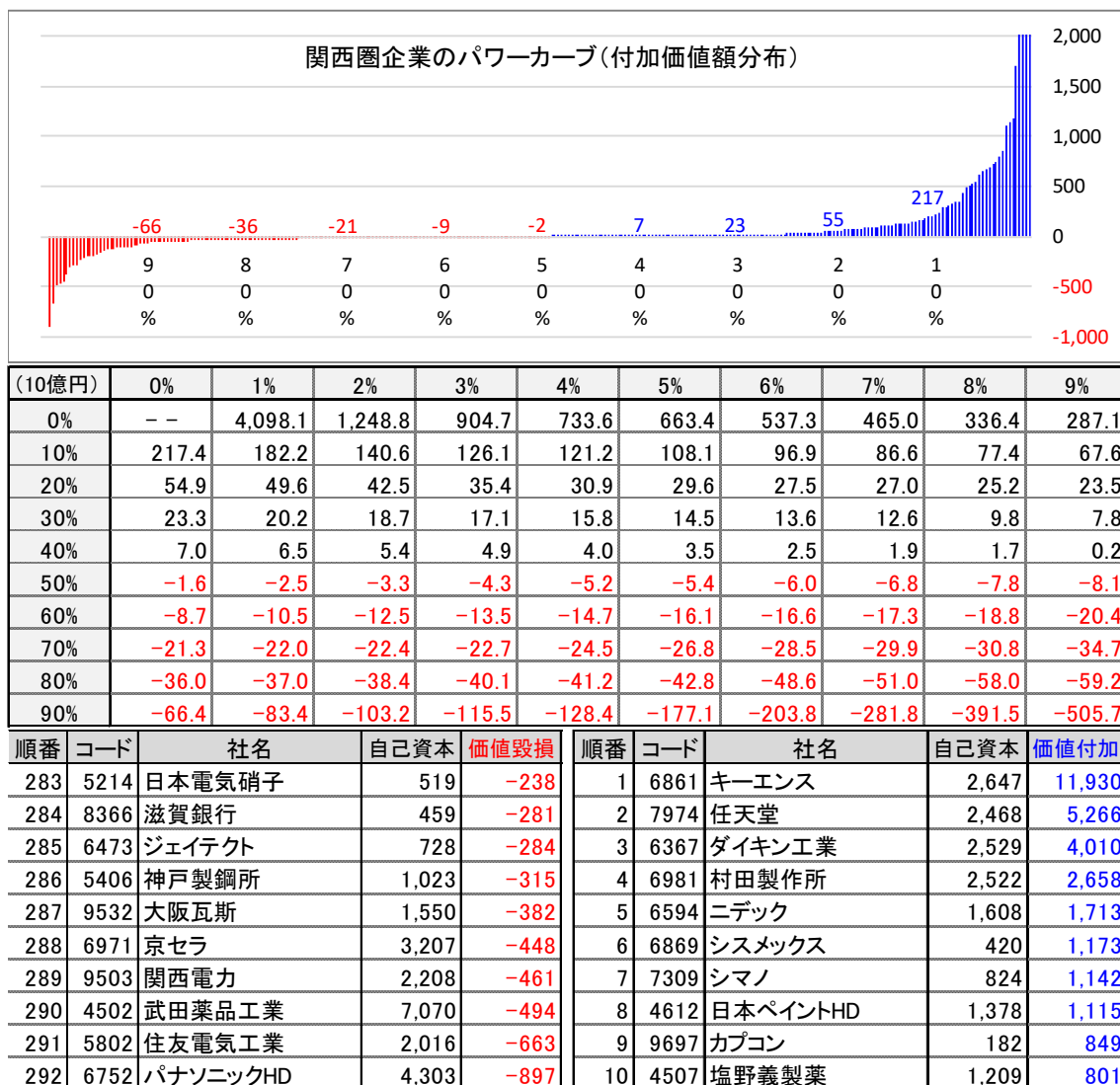
(注) xFはファナックを除く、xUはファーストリレーリングを除く、xYは安川電機を除く、という意味

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、金額は10億円

- 価値付加企業数が価値毀損企業数より多かったのは首都圏と九州・沖縄だけだった。
- 首都圏などの都市部と地方圏では規模が違いすぎるため付加価値額での比較は適切とはいえず、PBRで比較するのがよいだろう。
- 地方圏では東日本以外の3地域で加重PBRが1を超えているが、これは中部ではファナック、中国・四国ではファーストリレーリング、九州・沖縄では安川電機が突出した価値付加額で高PBRになっているためである。PBRはそれぞれ2.23、5.76、3.74と高い。この3社を除くと加重PBRは4地域ともすべて1倍割れになる。
- 加重PBRでは関西圏が1位であるが、単純PBRと調整PBRでは2位になる。首都圏と関西圏という大都市圏が1、2位を占める。
- ファナックを除く中部の単純PBRと調整PBRが高いのは、PBRが4以上の5社(7.96の富士急行、5.49のゴールドウィン、5.39のエラン、4.69のシステムサポート、4.04のトリケミカル研究所)の影響が大きいと思われる。

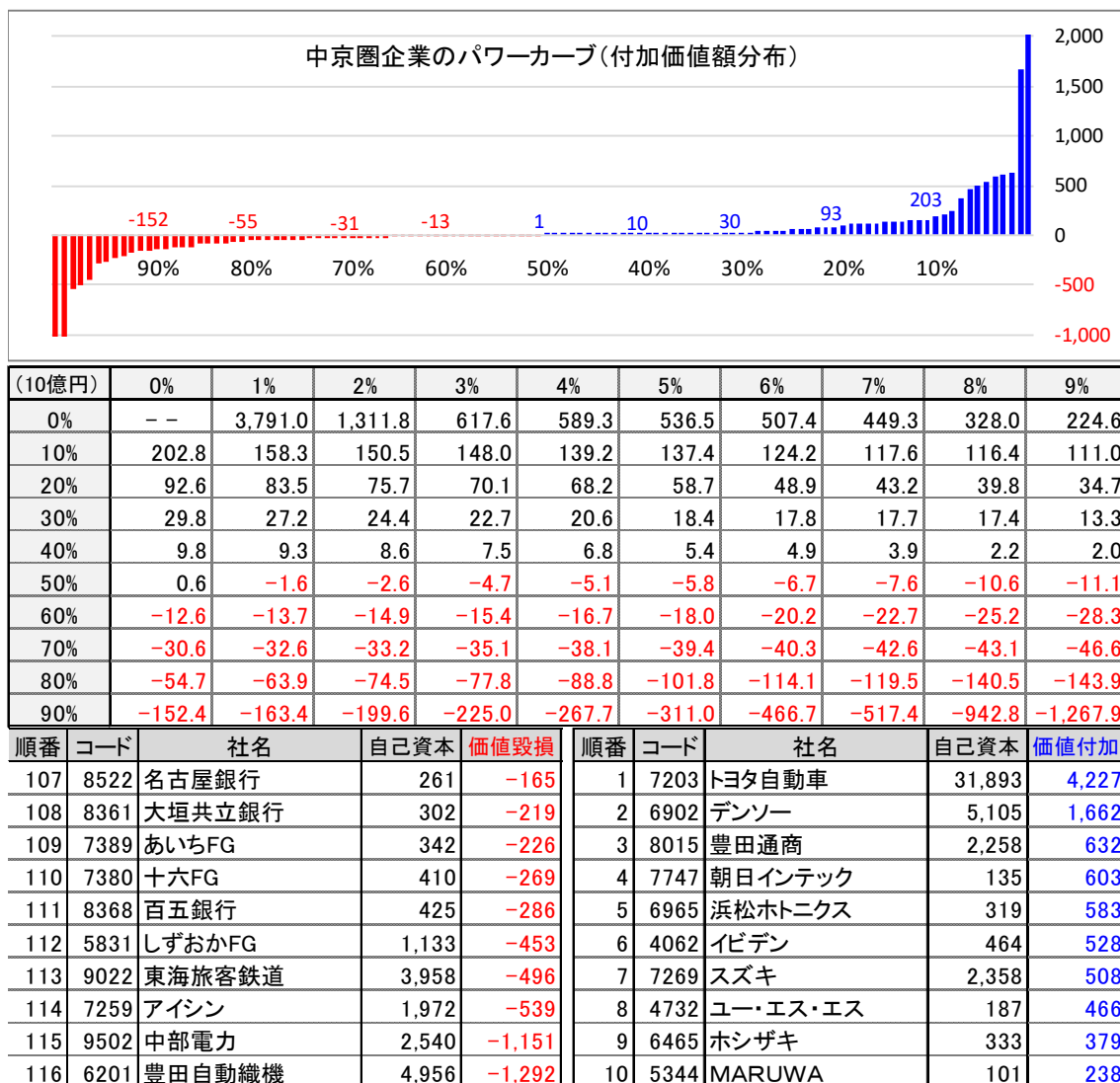
次ページ以降に、関西圏、中京圏、地方圏に関して、パワーカーブと付加価値企業上位10社および下位10社、PBR比較の統計図表を掲載した。

2) 関西圏 292 社



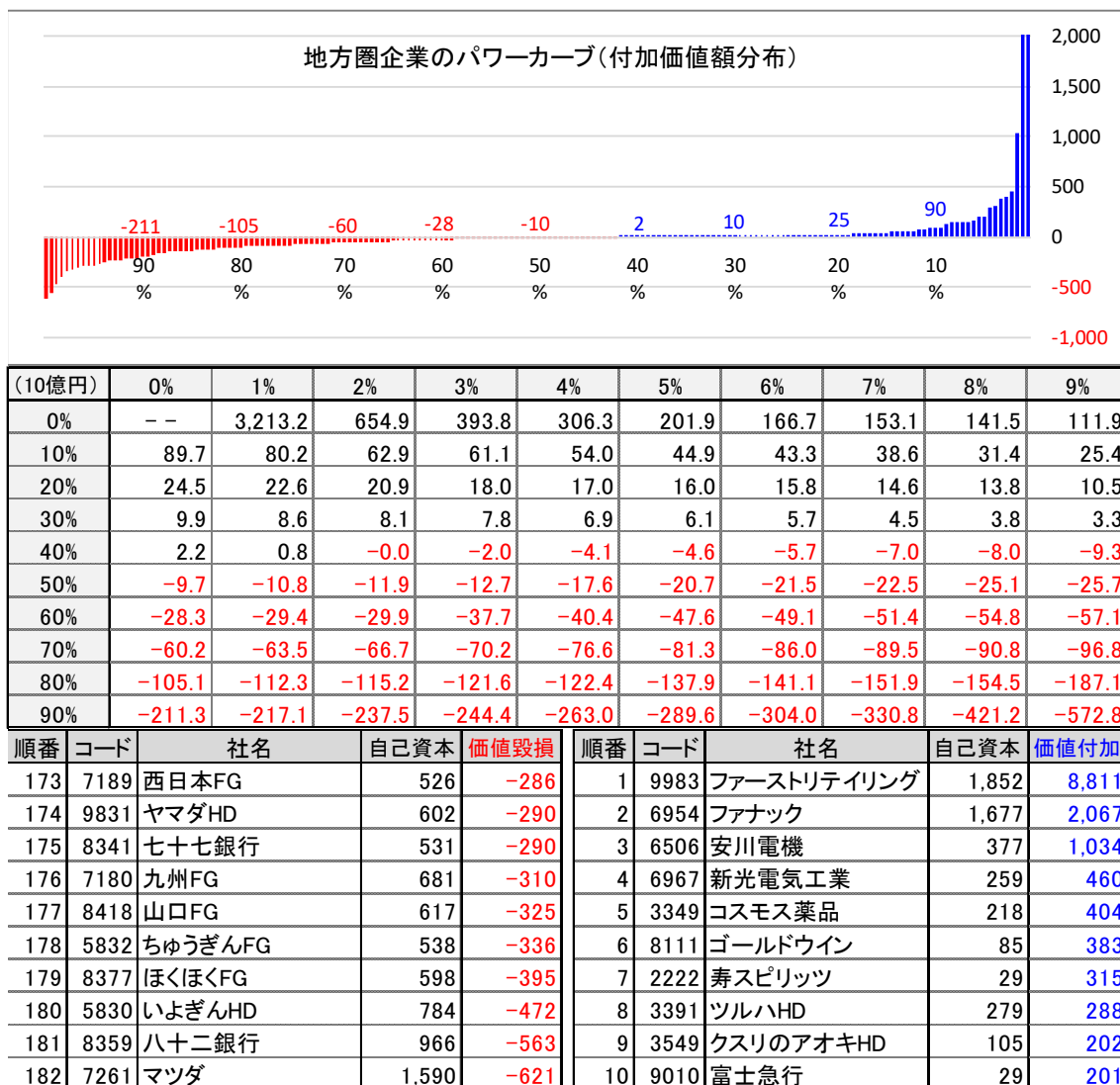
- 関西圏のパワーカーブは価値付加額が大きい企業が多く、価値付加額合計（青色部分の面積）が価値毀損額合計（赤色部分の面積）よりも大きいことを示している。全国7地域の中で最も加重PBRが大きかったのは関西圏であった。
- 上位10社には大阪企業（キーエンス、ダイキン工業、シマノ、日本ペイントHD、カプコン、塩野義製薬）が6社、京都企業（任天堂、村田製作所、ニデック）が3社を占め、兵庫企業はシスメックス1社だった。
- 大阪、京都、兵庫以外では滋賀県のフジテック（価値付加額1,253億円、PBR1.90）とタカラバイオ（価値付加額432億円、PBR1.39）が良好であった。奈良と和歌山には価値付加企業はなかった。

3) 中京圏 116 社



- 中京圏では価値付加企業数と価値毀損企業数が共に 58 と同数であった。パワーカーブの付加価値額がゼロになったのも 50.0% と 50.1% の間であった。
- 価値付加額合計は価値毀損額合計より 5.4 兆円多かったが、トヨタ自動車とデンソー 2 社の価値付加額計 5.9 兆円でほぼ説明できるものだった。
- 価値付加額 10 位以内では静岡の浜松ホトニクスとスズキ、岐阜のイビデン以外の 7 社はすべて愛知であった。
- 三重ではジャパンマテリアル（価値付加額 1,779 億円、PBR5.48）が、静岡ではヤマハ（価値付加額 1,363 億円、PBR1.28）も良好であったが、岐阜にはイビデン以外に価値付加額が 1,000 億円を超える企業はなかった。

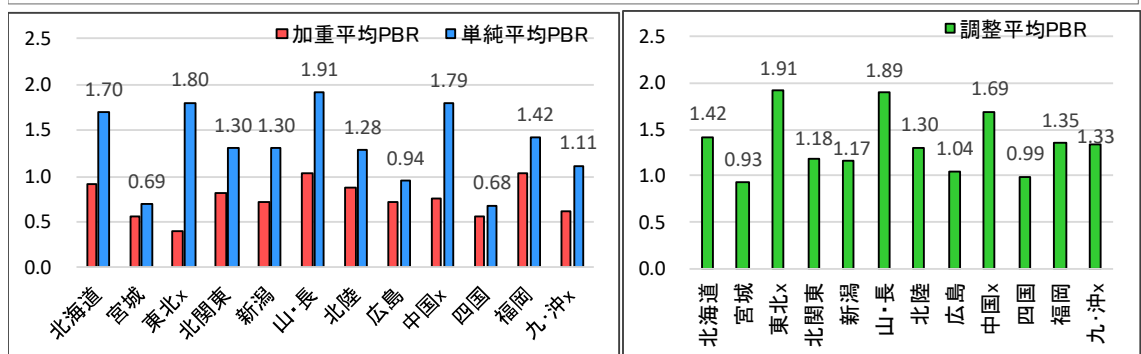
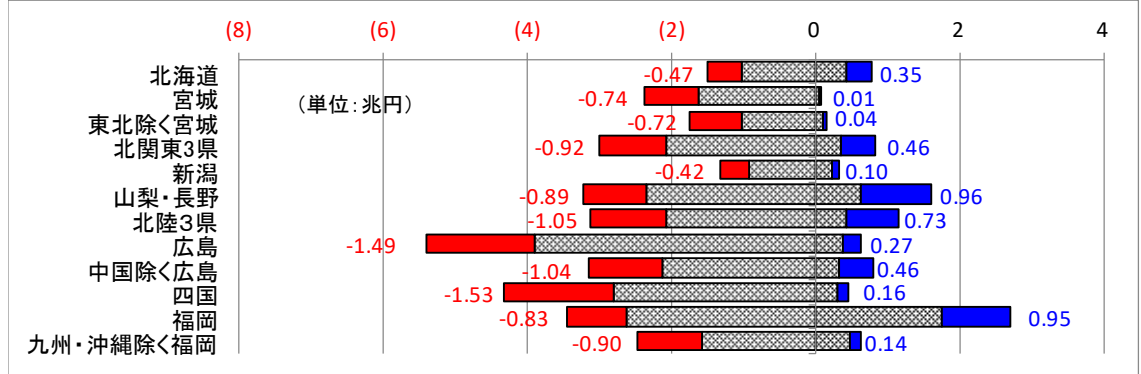
4) 地方圏 182 社



- 地方圏ではファーストリテイリング、ファナック、安川電機の価値付加額が1兆円超えで極めて大きい。地方圏全体の加重 PBR は 1.17 と 1 超えであったが、この 3 社を除くと 0.78 と 1 割れであった。
- 地方圏の 59% の企業が価値毀損状態であった。
- 価値付加額上位 10 社の本拠地はファーストリテイリングが山口、ファナックと富士急行が山梨、安川電機とコスモス薬品が福岡、新光電気工業が長野、ゴールドウインが富山、寿スピリッツが鳥取、ツルハ HD が北海道、クスリのアオキ HD が石川と各地に散らばっている。
- 価値毀損の上位 10 社のうち 8 社は地方銀行系であった。

ここでは地方圏 33 道県（東日本 1 道 9 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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
北海道	9	5	1,031	-473	4	420	353	-120	0.92	1.70	1.42
宮城	8	6	1,627	-744	2	60	12	-732	0.57	0.69	0.93
東北除く宮城	11	7	1,025	-720	4	104	42	-678	0.40	1.80	1.91
北関東3県	18	11	2,077	-920	7	361	464	-457	0.81	1.30	1.18
新潟	11	5	908	-421	6	226	104	-317	0.72	1.30	1.17
山梨・長野	19	9	2,336	-885	10	631	962	76	1.03	1.91	1.89
北陸3県	24	17	2,076	-1,047	7	420	726	-320	0.87	1.28	1.30
広島	15	10	3,894	-1,487	5	367	265	-1,222	0.71	0.94	1.04
中国除く広島	14	8	2,108	-1,041	6	338	458	-583	0.76	1.79	1.69
四国	15	12	2,796	-1,528	3	297	159	-1,368	0.56	0.68	0.99
福岡	22	9	2,619	-829	13	1,750	947	118	1.03	1.42	1.35
九州・沖縄除く福岡	13	7	1,558	-904	6	492	136	-768	0.63	1.11	1.33
総計	179	106	24,053	-11,001	73	5,465	4,629	-6,371	0.78	1.34	1.36



(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。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 価値付加企業数が価値毀損企業数を上回っていたのは山梨・長野、新潟、福岡の 3 地域だけだった。全体では価値付加企業 73 社に対して価値毀損企業は 106 社あった。
- 付加価値額（価値毀損額と価値付加額の合計）がプラスで、加重 PBR が 1 超えであったのは山梨・長野と福岡の 2 地域だけで、加重 PBR は共に 1.03 であった。山梨と長野はファナック以外で価値付加額が 2,000 億円を上回る企業が 1 社ずつあった。福岡

は安川電機以外で価値付加額が 1,000 億円を上回る企業が 3 社、500 億円を超える企業が 5 社あった。

- 地方圏の 32 道県の各道県で価値付加額がトップないし 500 億円以上の企業は以下の通りである（価値付加企業がない県は掲載していない）。

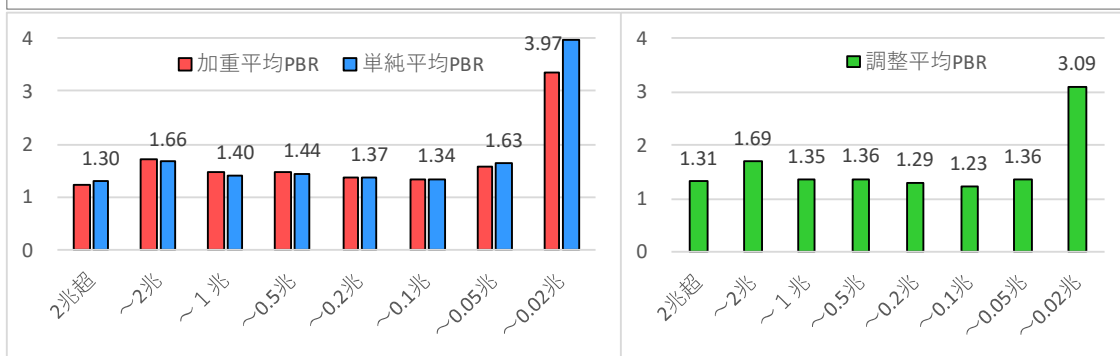
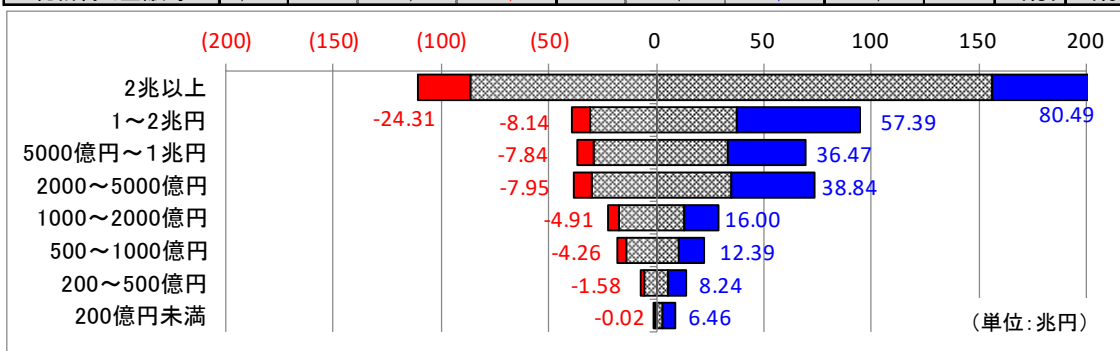
東日本 (10億円)			中国・四国 (10億円)		
北海道	ツルハHD	287.8	広島	ローツェ	138.9
宮城	フジ・コーポレーション	8.1		エフピコ	85.5
岩手	薬王堂HD	21.1	鳥取	寿スピリッツ	315.0
福島	幸楽苑HD	16.5	岡山	ベネッセHD	53.5
茨城	JM-HD	15.9	香川	四国化成HD	2.8
栃木	マニー	154.0	愛媛	三浦工業	146.0
	TKC	91.5	高知	技研製作所	10.5
群馬	カチタス	126.6	九州・沖縄		
	コシダカHD	62.6	福岡	コスモス薬品	404.3
中部				三井ハイテック	166.0
新潟	雪国まいたけ	26.0		TOTO	152.8
山梨	富士急行	201.2		九州旅客鉄道	61.7
	トリケミカル研究所	81.7		九電工	60.9
長野	新光電気工業	459.5	佐賀	久光製薬	95.3
	竹内製作所	69.9	熊本	平田機工	8.1
	日置電機	54.7	大分	ジェイリース	13.5
富山	ゴールドウイン	382.8	鹿児島	マルマエ	14.1
石川	クスリのアオキHD	202.0	沖縄	サンエー	5.1
福井	前田工織	45.1			

- 単純 PBR および調整 PBR が高かったのは北海道、東北除く宮城、山梨・長野、中国除く広島の 4 地域である。北海道は PBR が 4.54 のファイバーゲートと 4.48 の北の達人コーポレーション、東北除く宮城は 13.97 の幸楽苑 HD（福島）、山梨・長野は 7.96 の富士急行（山梨）と 5.39 のエラン（長野）、中国除く広島は 11.93 の寿スピリッツ（鳥取）の影響が大きかった。

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自己資本額を使ってみた結果が次の図表である。

自己資本クラス	社数	価値毀損企業		価値付加企業			付加価値額	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
2兆以上	54	20	86,517	-24,313	34	155,735	80,489	56,175	1.23	1.30	1.31
1~2兆円	46	21	30,979	-8,138	25	37,122	57,386	49,247	1.72	1.66	1.69
5000億円~1兆円	86	43	29,027	-7,840	43	32,887	36,466	28,625	1.46	1.40	1.35
2000~5000億円	204	99	30,243	-7,954	105	34,570	38,840	30,886	1.48	1.44	1.36
1000~2000億円	224	129	17,537	-4,910	95	13,093	15,997	11,087	1.36	1.37	1.29
500~1000億円	334	190	13,841	-4,255	144	10,105	12,388	8,132	1.34	1.34	1.23
200~500億円	330	155	5,570	-1,585	175	5,730	8,239	6,654	1.59	1.63	1.36
200億円未満	254	9	136	-24	245	2,608	6,461	6,437	3.35	3.97	3.09
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



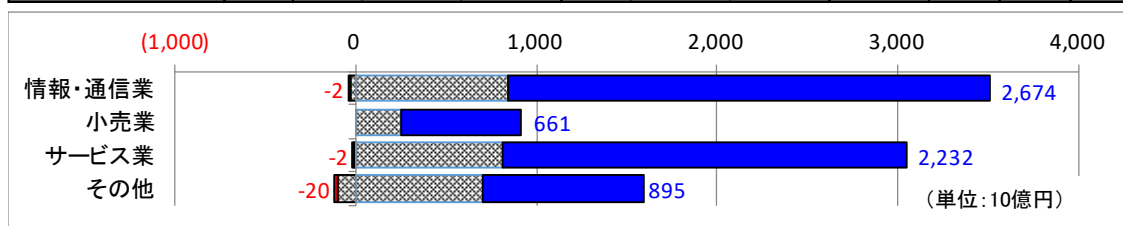
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

自己資本額と付加価値額の間の特徴は以下のとおりである。

- 付加価値比率（PBR）が高いのは自己資本が1~2兆円、200~500億円、200億円未満の3クラスだった。特に200億円未満クラスは3種類のPBRとも突出して高い。
- 200億円未満クラスでは価値付加企業が245社であり、価値毀損企業の9社より圧倒的に多い。

- 自己資本が2兆円以上の超大企業は加重PBRと単純PBRでは最も低調であった。
- 業種水準を調整すると500～1000億円および1000～2000億円のクラスは2兆円超のクラスよりも低調であった。
- 価値毀損企業数が価値付加企業数よりも多いのは500～1000億円および1000～2000億円クラスだけであった。
- 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・通信業と小売業およびサービス業の企業による。価値を毀損している企業は少なく、3業種とも加重PBRは3倍を超え、単純PBRは4倍を超えている。この3業種以外でも集計してみるとPBRは3種類とも2倍を超えている。

自己資本 200億円未満	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
情報・通信業	89	2	30	-2	87	839	2,674	2,672	4.08	4.33	2.93
小売業	26	0	0	0	26	251	661	661	3.63	5.65	5.07
サービス業	78	1	6	-2	77	817	2,232	2,230	3.71	4.21	3.10
その他	61	6	100	-20	55	701	895	875	2.09	2.42	2.48
総計除く金融等	254	9	136	-24	245	2,608	6,461	6,437	3.35	3.97	3.09



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表および図の金額は10億円

- 自己資本200億円以上の企業をこれら3業種とその他業種で集計してみると次の図表のようになる。自己資本200億円未満企業と比べると当然ながらPBRは低下している。3業種とも加重PBRと単純PBRはその他業種よりも高いが、調整PBRで見ると優位性はなくなっている。

自己資本 200億円以上	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
情報・通信業	93	18	13,417	-2,404	75	30,156	33,702	31,298	1.72	2.48	1.08
小売業	109	37	5,803	-1,596	72	15,336	23,753	22,156	2.05	2.01	1.42
サービス業	81	19	1,519	-294	62	10,171	21,736	21,443	2.83	2.42	1.31
その他	995	583	192,975	-54,702	412	233,580	170,611	115,909	1.27	1.22	1.34
総計除く金融等	1,278	657	213,714	-58,996	621	289,243	249,803	190,807	1.38	1.45	1.32

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

5. 財務戦略クラス別統計

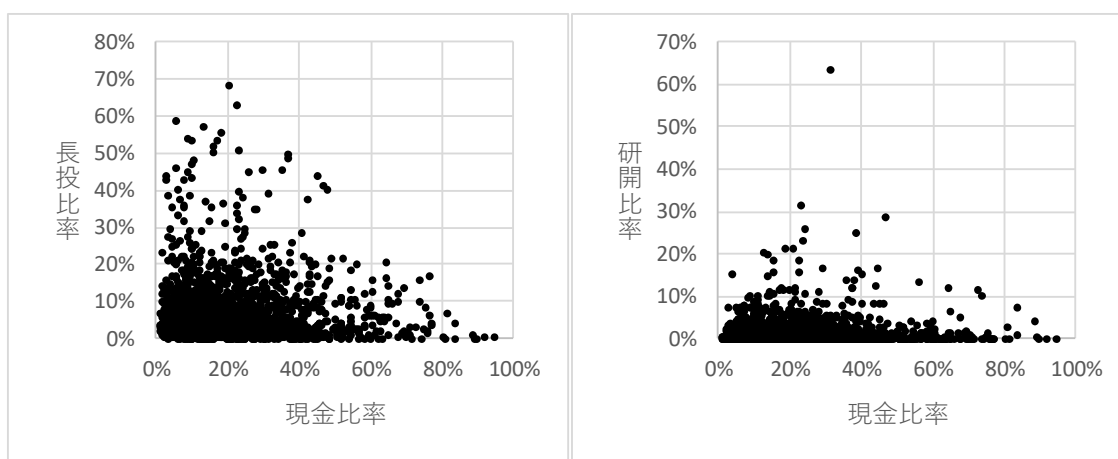
本節では貸借対照表や損益計算書の項目を用いて財務比率の指標を計算し、企業の財務戦略によって付加価値水準が異なる傾向があるかの確認を試みた。準備した財務比率は次の4つである。

- 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2023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2023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	-0.11	0.01	-0.06
長投比率	-0.11	1.00	0.02	-0.07
研開比率	0.01	0.02	1.00	0.15
無形+比率	-0.06	-0.07	0.15	1.00

これらの4指標の間の相関係数は絶対値で0.15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2.2%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。



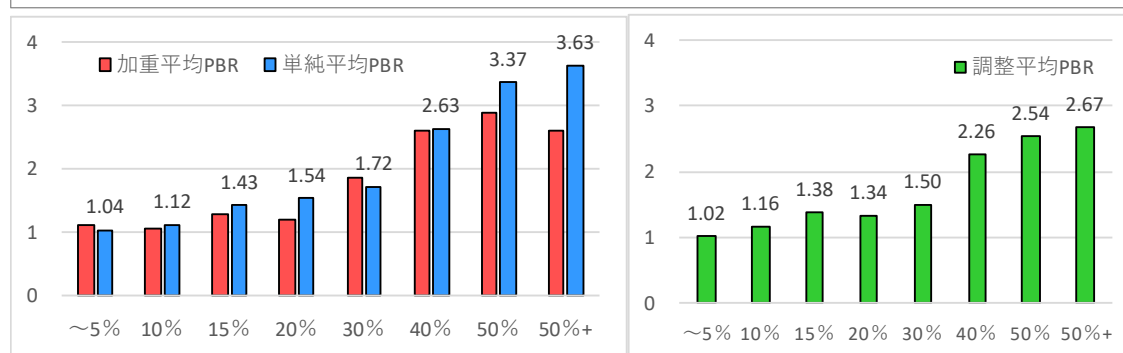
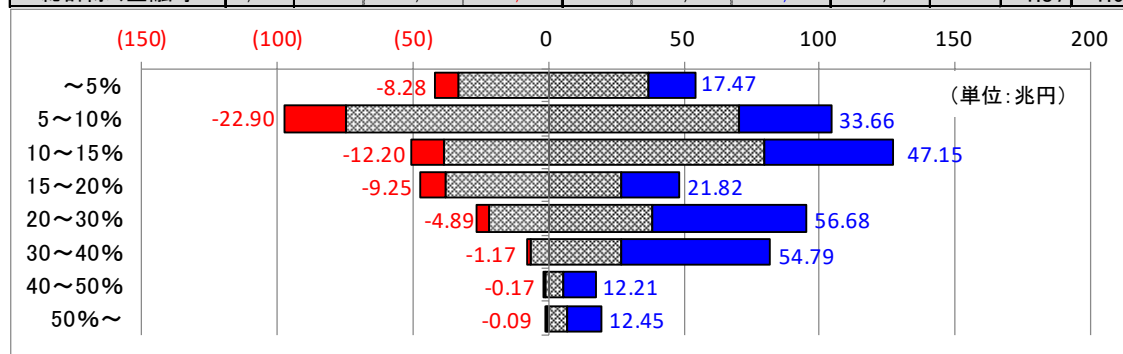
なお、無形資産／総資産比率とのれん／総資産比率の相関係数は0.86と高かったため、無形資産とのれんを合計して総資産で除す指標を計算して一本化している（指標④）。

本章でも、対象母集団はプライム市場から金融4業種・日本郵政を除いた1,528社としている（データの有効性の関係から他の章より4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（現金比率）の大きさによって8つのクラスに分けて企業の付加価値状況をみたものである。

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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
～5%	100	62	33,241	-8,282	38	37,002	17,469	9,187	1.13	1.04	1.02
5～10%	247	160	74,316	-22,902	87	70,599	33,659	10,757	1.07	1.12	1.16
10～15%	254	151	38,167	-12,205	103	79,670	47,154	34,949	1.30	1.43	1.38
15～20%	215	106	37,948	-9,247	109	26,749	21,818	12,572	1.19	1.54	1.34
20～30%	313	122	21,874	-4,887	191	38,227	56,681	51,794	1.86	1.72	1.50
30～40%	175	41	6,605	-1,166	134	26,957	54,789	53,622	2.60	2.63	2.26
40～50%	105	14	811	-169	91	5,549	12,208	12,039	2.89	3.37	2.54
50%～	119	8	702	-89	111	7,036	12,454	12,365	2.60	3.63	2.67
総計除く金融等	1,528	664	213,665	-58,945	864	291,789	256,232	197,286	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

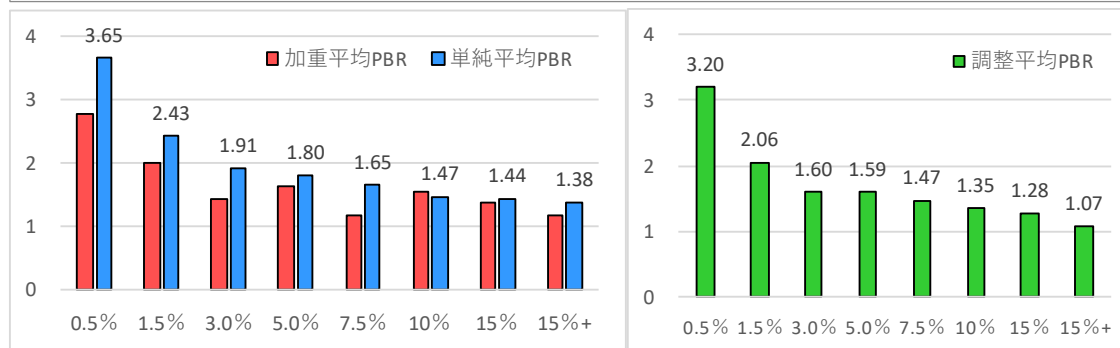
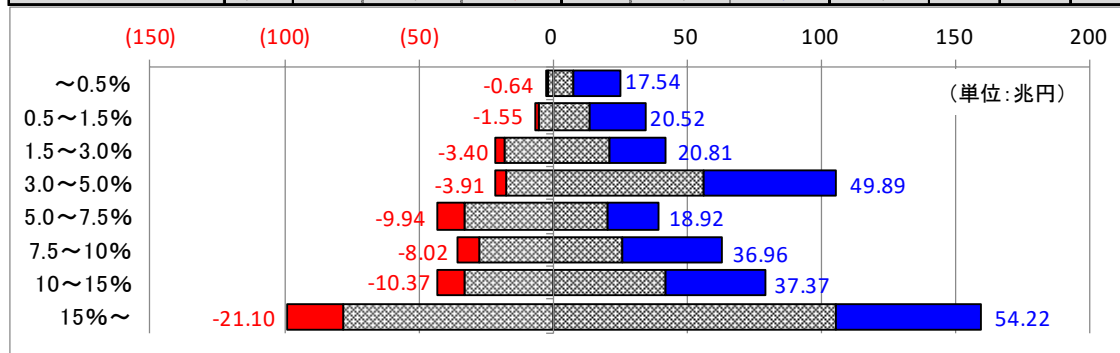
- 現金比率が高いほどPBRが高いという明確な傾向があり、この傾向は過去4年のレポートでも確認されている。
- 表の自己資本と社数の欄をみれば、現金比率が40%超の企業は明らかに小型株である。現金比率が40%超の224社では、自己資本500億円未満が162社（72%）、情報・通信業あるいはサービス業の企業が154社（69%）であった。これらの小型で高PBRの企業は稼いだ現金を投資も株主還元もせずに保有している傾向があるのだろう。
- 筆者の別の研究⁸でも、企業統治改革期間（2015年～2023年）で恒常的PBR1超え企業は現金等を約26%保有しており、恒常的PBR1割れ企業の約14%より高位だった。

⁸ 「日本企業の低い市場付加価値と統治改革の進展」、日本証券経済研究所、証券レビュー2023年12月号

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つのクラスに分けて企業の付加価値状況をみたものである。

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	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
~0.5%	140	19	2,030	-642	121	7,505	17,541	16,899	2.77	3.65	3.20
0.5~1.5%	135	44	4,925	-1,552	91	13,946	20,520	18,968	2.01	2.43	2.06
1.5~3.0%	198	74	18,310	-3,403	124	20,953	20,810	17,407	1.44	1.91	1.60
3.0~5.0%	241	108	17,451	-3,911	133	55,853	49,888	45,977	1.63	1.80	1.59
5.0~7.5%	197	96	32,998	-9,945	101	20,719	18,916	8,971	1.17	1.65	1.47
7.5~10%	188	100	27,501	-8,022	88	25,716	36,962	28,939	1.54	1.47	1.35
10~15%	212	109	32,641	-10,374	103	41,881	37,371	26,997	1.36	1.44	1.28
15%~	217	114	77,809	-21,095	103	105,217	54,225	33,130	1.18	1.38	1.07
総計除く金融等	1,528	664	213,665	-58,945	864	291,789	256,232	197,286	1.39	1.87	1.62



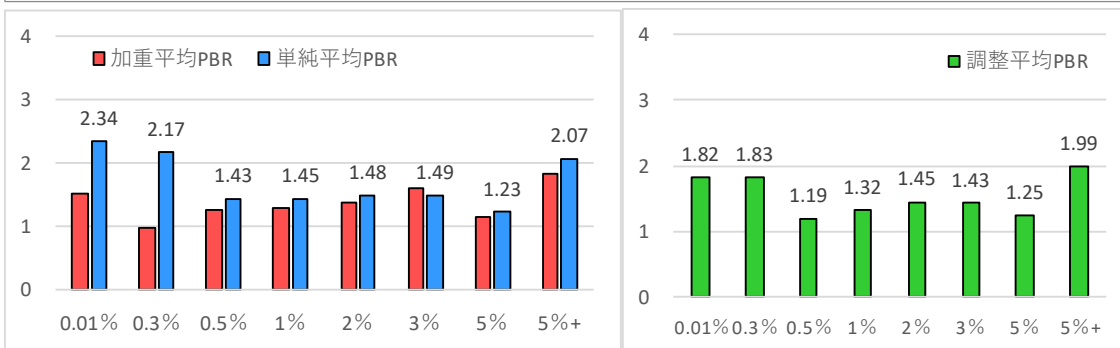
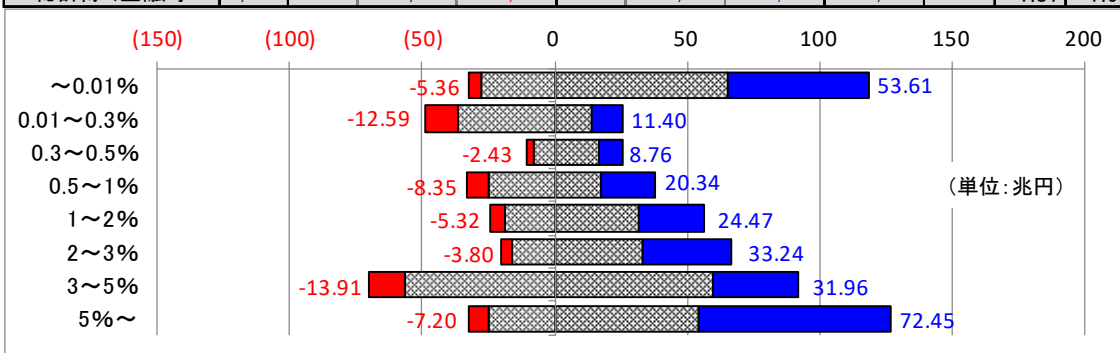
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- ほとんど長期投資を行わない企業（長期投資比率が0.5%以下）のPBRが突出して高く、長期投資比率が高まるほどPBRは低下するという結果であった。
- 長期投資比率1.5%以下の275社は自己資本と社数をみると明らかに小型株である。調べてみると、自己資本500億円未満の企業が158社（57%）で、情報・通信業とサービス業と小売業に属す企業が129社（47%）であった。現金比率と同じ傾向であるが、現金比率の場合よりはこれらの属性への集中度はやや低い。
- 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つのクラスに分け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	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
～0.01%	477	151	27,386	-5,359	326	64,997	53,613	48,255	1.52	2.34	1.82
0.01～0.3%	222	103	36,549	-12,590	119	13,863	11,401	-1,189	0.98	2.17	1.83
0.3～0.5%	74	35	7,963	-2,427	39	16,505	8,762	6,335	1.26	1.43	1.19
0.5～1%	153	85	24,914	-8,352	68	17,375	20,341	11,989	1.28	1.45	1.32
1～2%	192	95	19,065	-5,317	97	31,550	24,467	19,149	1.38	1.48	1.45
2～3%	126	62	16,293	-3,798	64	33,381	33,237	29,439	1.59	1.49	1.43
3～5%	154	87	56,281	-13,905	67	60,043	31,964	18,059	1.16	1.23	1.25
5%～	130	46	25,215	-7,197	84	54,076	72,446	65,249	1.82	2.07	1.99
総計除く金融等	1,528	664	213,665	-58,945	864	291,789	256,232	197,286	1.39	1.87	1.62



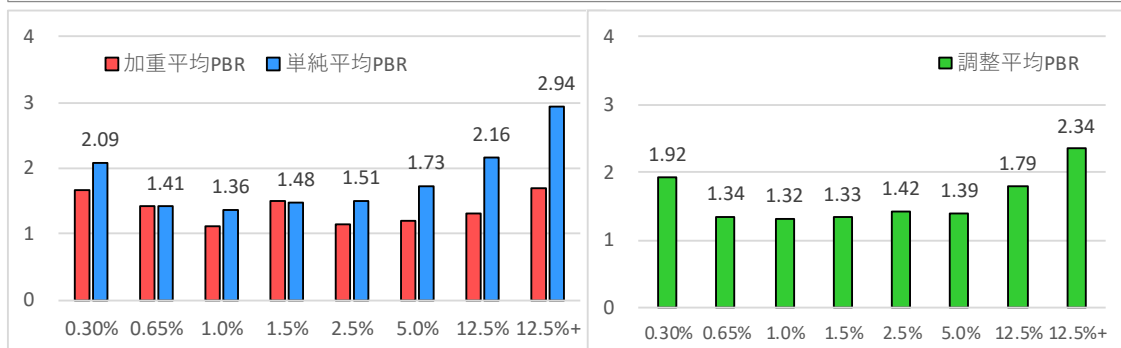
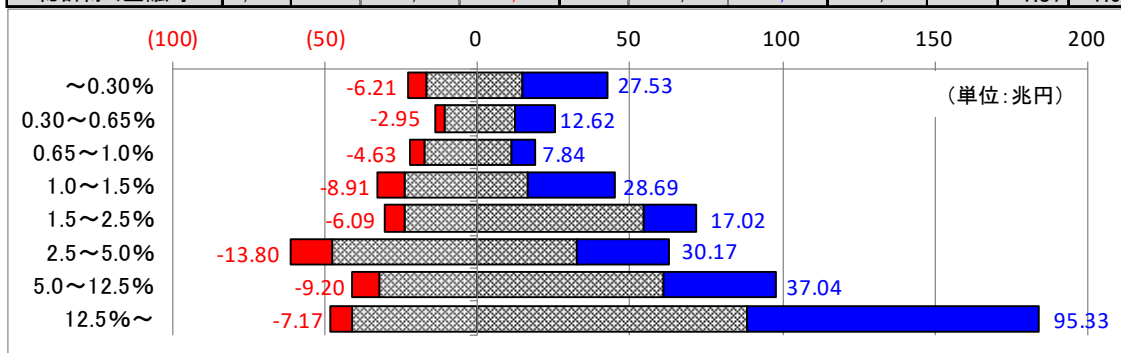
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 研究開発比率が最も高い企業群が加重平均PBRと（業種水準）調整後平均PBRが最も高いという結果となった。一方、研究開発比率が最も低い企業群は単純平均PBRが最も高く、加重平均PBRと調整平均PBRは3番目に高くなっている。
- 平均自己資本額を計算してみると、0.01%以下クラスは1,937億円、5%超クラスは6,099億円であった。後者は比較的大型の企業のようなものである。
- 5%超クラスの130社の内訳には、電気機器が45社、医薬品が28社、化学が15社、精密機器が13社が入っていた。自己資本規模では2,000～5,000億円の27社が最も多かったが、特にこのクラスに偏っているということはない。

4) 無形資産・のれん比率

次の図表は無形資産・のれん比率（無形+比率）の大きさに従って8つのクラスに分け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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
～0.30%	148	69	16,637	-6,210	79	14,891	27,527	21,317	1.68	2.09	1.92
0.30～0.65%	203	100	10,955	-2,947	103	12,603	12,615	9,669	1.41	1.41	1.34
0.65～1.0%	146	84	17,401	-4,629	62	11,119	7,836	3,207	1.11	1.36	1.32
1.0～1.5%	155	81	23,974	-8,907	74	16,531	28,694	19,787	1.49	1.48	1.33
1.5～2.5%	193	103	24,036	-6,091	90	54,769	17,023	10,933	1.14	1.51	1.42
2.5～5.0%	243	105	47,422	-13,797	138	32,619	30,168	16,371	1.20	1.73	1.39
5.0～12.5%	223	69	32,025	-9,195	154	61,013	37,038	27,843	1.30	2.16	1.79
12.5%～	217	53	41,215	-7,170	164	88,245	95,330	88,160	1.68	2.94	2.34
総計除く金融等	1,528	664	213,665	-58,945	864	291,789	256,232	197,286	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

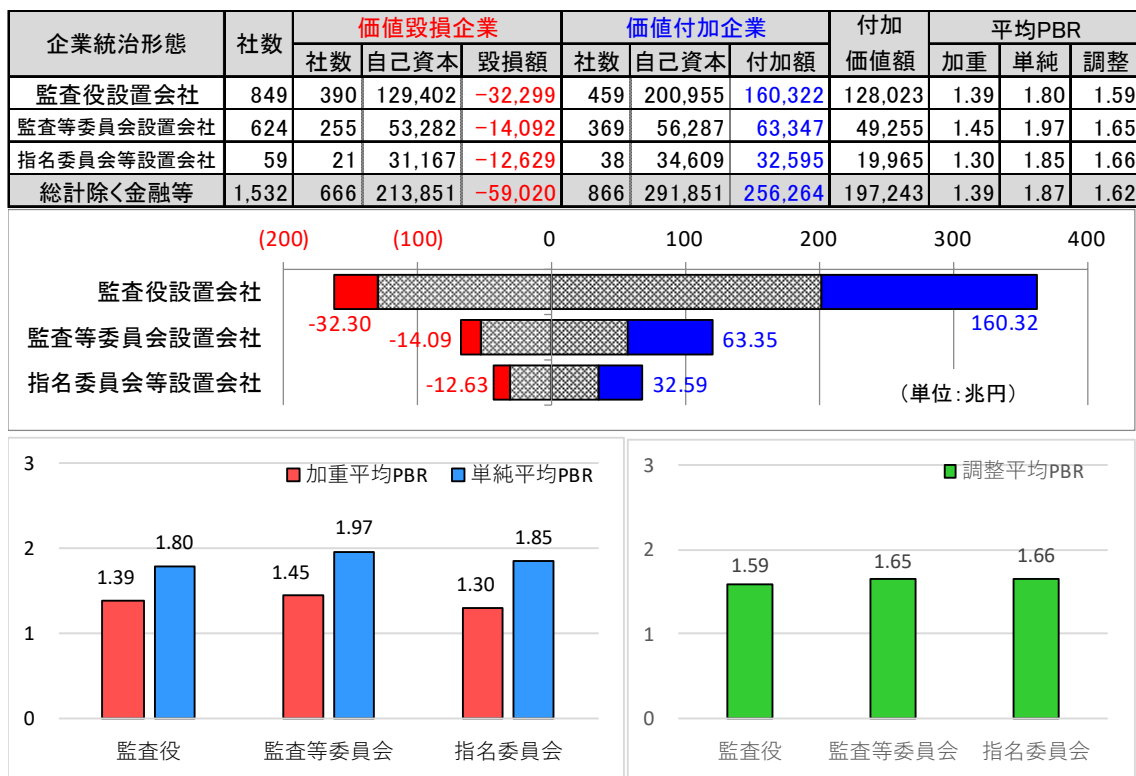
- 単純平均および調整平均で見ると、無形+比率は低いか高いほどPBRが高く、中間的な水準の企業はPBRが低い。明瞭な凹状になっているのは大変興味深い。
- 平均自己資本（自己資本/社数）は無形+比率が大きいほど大きくなる傾向があり、0.30%以下クラスは2,130億円と3番目に小さく（0.30～0.65%クラスが1,160億円、0.65～1.0%クラスが1,953億円）、12.5%超クラスは5,966億円と最も大きい。
- 0.30%以下クラスは、自己資本が1,000億円以下の企業が76%（112/148）を占め、情報・通信業18社、不動産業15社など10社以上が8業種あり比較的広範な業種に分布。
- 12.5%超クラスは、自己資本が1,000億円以下の企業は55%（120/217）で、情報・通信業54社、サービス業43社、小売業20社と一部の業種に集中している。

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状況を確認した。

1) 統治形態

現在、日本企業の統治形態には従来からの監査役設置会社、先進的と言われている指名委員会等設置会社、両者の中間的な位置にある監査等委員会設置会社という3種類がある。次の図表は統治形態別に見た付加価値状況である。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

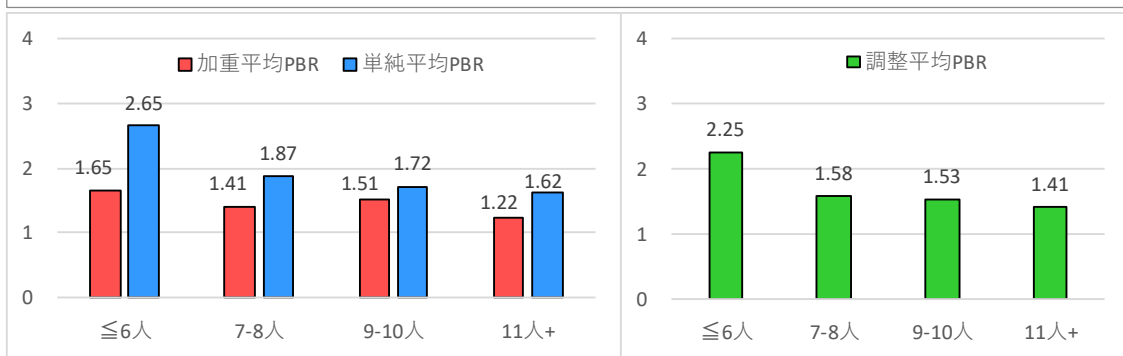
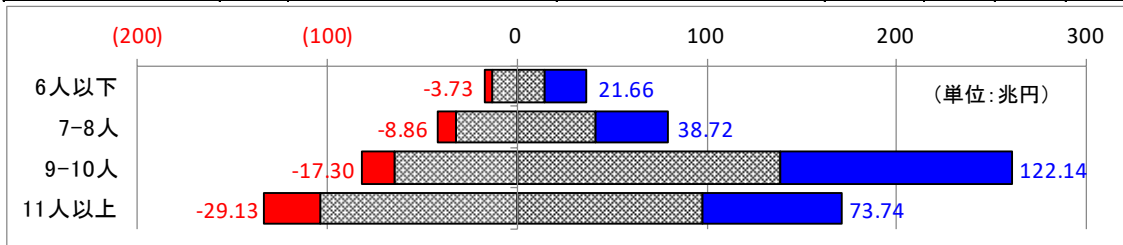
- 3つの統治形態のうち、加重平均PBRと単純平均PBRが最も高かったのは監査等委員会設置会社でそれぞれ1.45と1.97であった。
- 監督と経営の分離が最も進んでいるとされる指名委員会等設置会社は金融4業種・日本郵政を除くといまだに59社⁹しかなく、高い付加価値創造に結びついているようには見えないかもしれない。しかし、加重平均PBRで見ると3位であるが単純平均PBRでは2位、(業種水準)調整平均PBRで見ると辛うじて1位となっている。
- 指名委員会等設置会社の価値毀損額合計12.63兆円のうち、本田技研工業、日産自動車、東京電力HDの3社で9.95兆円を占めている。
- 形態別に価値付加企業数が占める社数の割合をみると、指名委員会等設置会社は他の2形態が54%、59%であるのと比べて64%(38/59)となっていて最も高かった。

⁹ 2023年11月時点で全上場企業では93社

2) 取締役人数

取締役の人数は3人から19人までの間に分布している。最小の3人の会社も最大の19人の会社もそれぞれ1社であった。6人以下クラスでは225社中218社が5人あるいは6人で、11人以上クラスでは406社のうち333社が11~13人であった。取締役人数クラス別の付加価値状況は以下の通りである。

取締役人数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
6人以下	225	81	12,936	-3,731	144	14,492	21,662	17,931	1.65	2.65	2.25
7-8人	400	170	32,349	-8,859	230	40,894	38,718	29,860	1.41	1.87	1.58
9-10人	501	226	64,776	-17,304	275	138,889	122,143	104,839	1.51	1.72	1.53
11人以上	406	189	103,789	-29,127	217	97,576	73,740	44,614	1.22	1.62	1.41
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



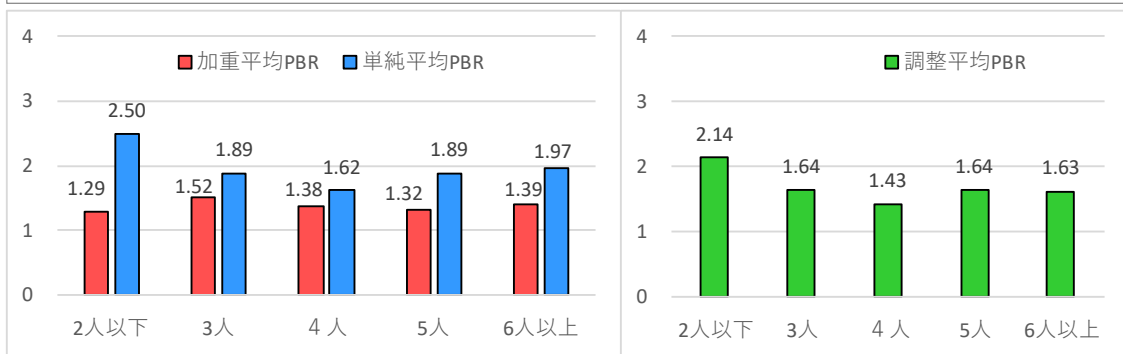
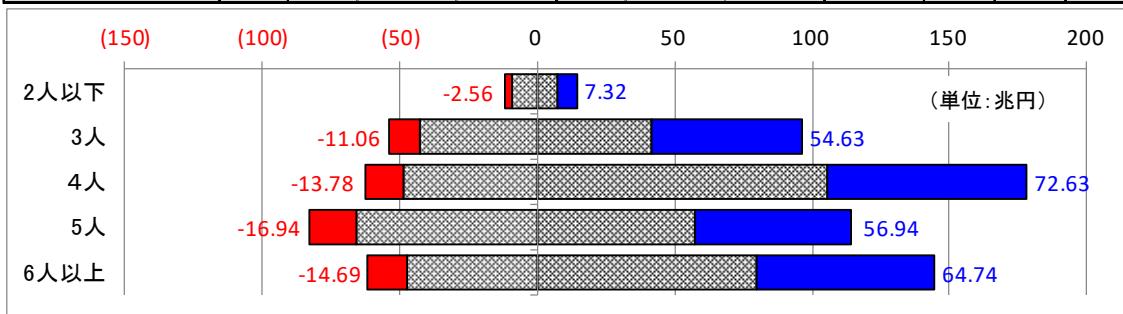
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 3種類のPBRのどれをみても6人以下クラスが顕著に最も高かった。取締役については人数が増えるとはぼ一貫してPBRが低下している。例外は加重平均PBRの7-8人クラスと9-10人クラスの逆転だけである。
- このような取締役人数が低い方が付加価値比率（PBR）が高いという傾向は最近数年と同じである。
- 平均自己資本額は9-10人クラス以上では2,000億円超で、7-8人クラス以下では800億円未満であった。規模が大きい企業では取締役人数が多いことが分かる。
- 9-10人クラスは社数では501社と33%の占有率であるが価値付加額では総額197.2兆円のうち104.8兆円と53%を占めている。

3) 独立社外取締役人数

独立社外取締役人数は1人から12人までの間に分布している。最小の1人の会社も最大の12人の会社もそれぞれ2社であった。6人以上クラスでは200社のうち175社が6人ないし7人である。独立社外取締役人数クラス別の付加価値状況は以下の通りである。

独立社外取締役人数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
2人以下	129	52	9,043	-2,558	77	7,275	7,324	4,766	1.29	2.50	2.14
3人	486	229	42,851	-11,055	257	41,758	54,631	43,576	1.52	1.89	1.64
4人	461	215	48,906	-13,779	246	105,351	72,629	58,849	1.38	1.62	1.43
5人	256	99	65,766	-16,936	157	57,440	56,940	40,004	1.32	1.89	1.64
6人以上	200	71	47,284	-14,691	129	80,027	64,740	50,049	1.39	1.97	1.63
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



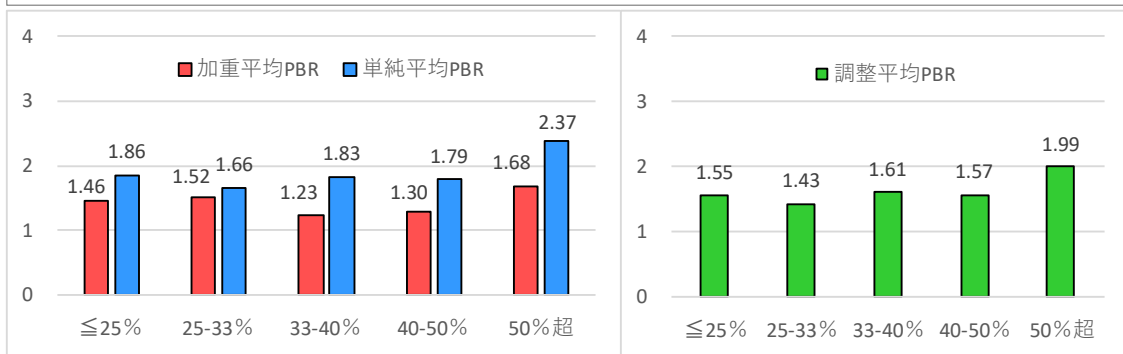
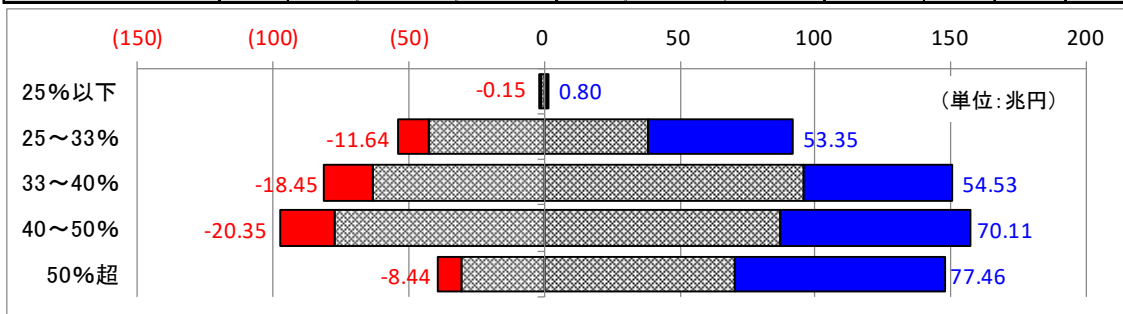
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 加重平均PBRで見ると人数クラスとの相関はないように見えるが、単純平均と（業種水準）調整平均で見るとPBRは2人以下（実質は2人）クラスだけ突出して高く他の4クラスにはほぼ差がないという結果であった。2人以下クラスは129社で他のクラスより社数が少ないため統計的なブレが大きい可能性は否定できない。
- 独立社外取締役の人数が多ければ付加価値比率（PBR）が高まるということではなさそうである。
- 各人数クラスで所属社数に占める価値付加企業の割合を計算してみると、全体では57%（866社/1532社）であるが、6人以上クラスが65%（129/200）と最も高く、5人クラスが61%（157/256）と2番目であった。独立社外取締役が多い場合は価値付加企業数の割合が高くなる可能性があるが、来年以降に期待したい。

4) 独立社外取締役比率

独立社外取締役比率は独立社外取締役役人数を取締役人数で除して算出した。全 1,532 社のうち 82%を占める 1,251 社が 25%から 50%の間にある。独立社外取締役比率のクラス別の付加価値状況は以下の通りである。

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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
25%以下	23	9	813	-147	14	600	800	653	1.46	1.86	1.55
25~33%	371	185	42,273	-11,637	186	38,331	53,355	41,718	1.52	1.66	1.43
33~40%	430	200	62,940	-18,448	230	95,956	54,534	36,086	1.23	1.83	1.61
40~50%	450	198	77,229	-20,347	252	86,798	70,112	49,765	1.30	1.79	1.57
50%超	258	74	30,596	-8,441	184	70,166	77,463	69,022	1.68	2.37	1.99
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62

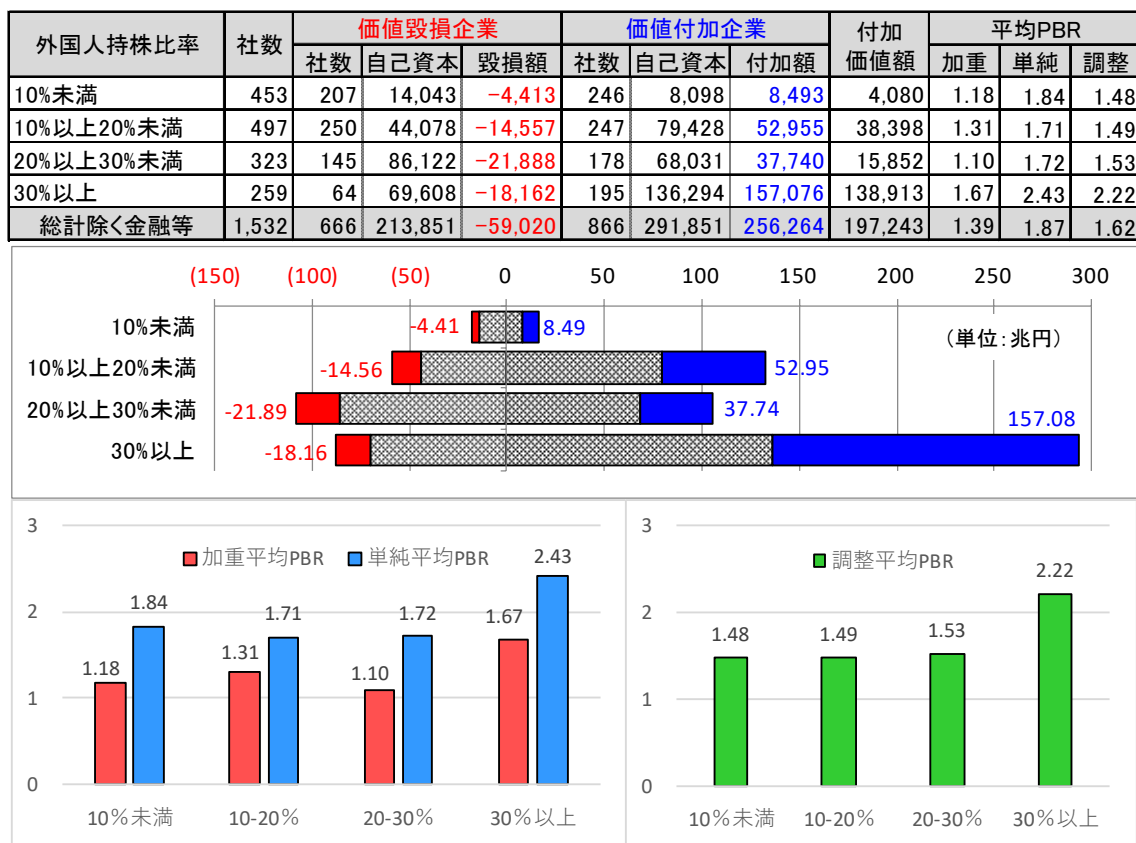


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 25%以下クラスは 23 社と少なく、平均自己資本額も 610 億円と小さい。ほとんどのプライム企業（金融 4 業種・日本郵政除く）が独立社外取締役比率で 25%超になっていることが分かる。
- 付加価値比率（PBR）は 3 種類とも 50%超クラスで顕著に高く、50%以下の 4 クラスでは特に傾向は見られない。
- 各比率クラスで所属社数に占める価値付加企業の割合を計算してみると、50%超クラスが 71%（184 社/258 社）と最も高く、25%以下クラス以外の 3 クラスはいずれも 50%台であった。
- 2) から 4) の結果を要約すると、付加価値比率（PBR）という視点でみると、取締役人数は少ない方がよく、独立社外取締役人数はあまり関係ないが、独立社外取締役比率が 50%を超えると効果が高くなっているようである。

5) 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データベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

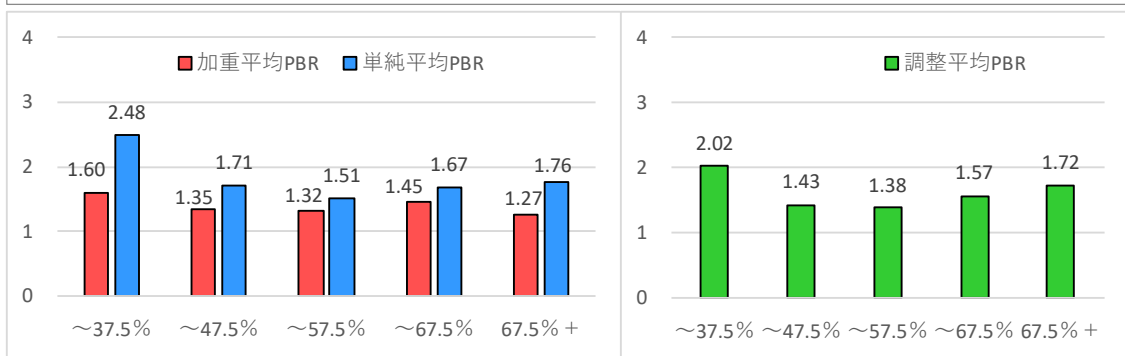
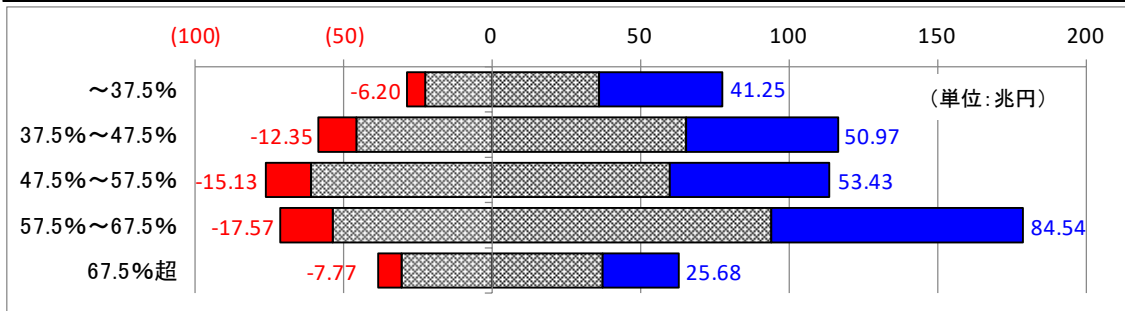
- 10%未満クラスは社数こそ453社と30% (453社/1,532社) を占めるが、自己資本額は22.1兆円 (14.0+8.1) と全社の4% (22.1/(213.9+291.9)) を占めるに過ぎない。
- 30%以上クラスは、社数で17%、自己資本で41%の割合だったが、付加価値額は139兆円となっており70%を占めている。
- 各比率クラスで所属社数に占める価値付加企業の割合を計算してみると、30%以上クラスが75% (195社/259社) と最も高く他の3クラスはいずれも55%以下だった。
- 付加価値比率 (PBR) をみると3種類とも30%以上クラスが突出しており、他の3クラスは同様な水準であった。
- 外国人持株比率とPBRの関係は、持株比率が高まるにつれてPBRも高くなるというのではなく、持株比率が30%を境にして様変わりするというものようである。

6) 浮動株式比率

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、経営者は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付加価値比率（PBR）には相関があるかもしれない。

次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式比率を5つ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。なお、データ欠損が5社であったため社数合計は1,527社になっている。

浮動株式比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
～37.5%	412	136	22,501	-6,195	276	36,043	41,247	35,052	1.60	2.48	2.02
37.5%～47.5%	398	185	46,036	-12,347	213	65,129	50,966	38,618	1.35	1.71	1.43
47.5%～57.5%	420	209	61,154	-15,134	211	59,739	53,427	38,293	1.32	1.51	1.38
57.5%～67.5%	228	104	53,591	-17,571	124	93,845	84,536	66,965	1.45	1.67	1.57
67.5%超	69	32	30,570	-7,773	37	36,982	25,684	17,912	1.27	1.76	1.72
総計除く金融等	1,527	666	213,851	-59,020	861	291,738	255,860	196,840	1.39	1.86	1.61

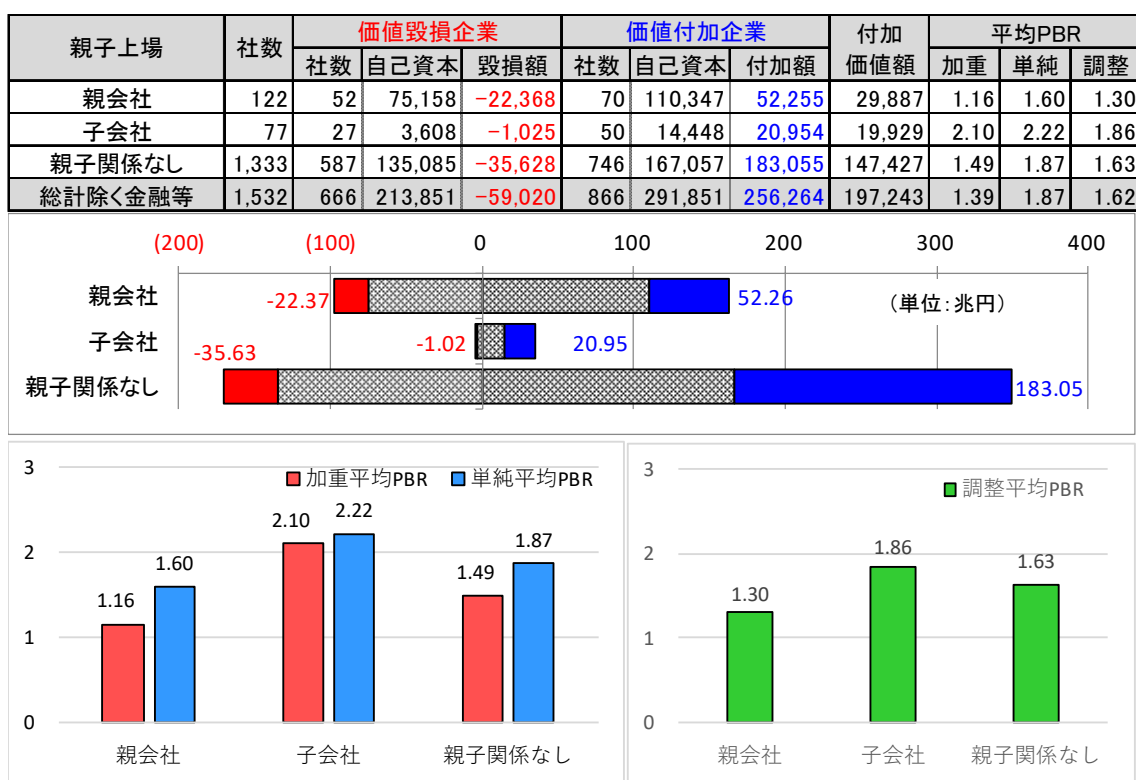


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- PBRは3種類とも浮動株比率が37.5%以下クラスで最も高く、単純平均PBRと調整PBRでは67.5%超クラスが二番目に高いという結果になった。両端のクラスが高く中間のクラスが低いという意外な結果となっている。
- 37.5%以下クラスの企業を見ると、全412社のうち情報・通信業が81社、サービス業が68社、小売業が47社である。これら3業種が単純平均PBRと調整平均PBRを押し上げていた。これら3業種では業種水準調整をしてもPBRが中央値よりも大きく上振れしている企業が数多くあるからである。

7) 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122社、子会社は77社だった。なお、親会社であり同時に子会社でもあるプライム企業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。2023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自己資本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、付加価値比率（PBR）は子会社の方が低くなることが予想される。しかしながら、実際には3種類のPBRはすべて子会社の方が高くなっていて、むしろ上場子会社を持つ親会社の低迷ぶりが際立つ。
- 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、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か、子会社が業績好調の企業を買収した結果なのだろうか。

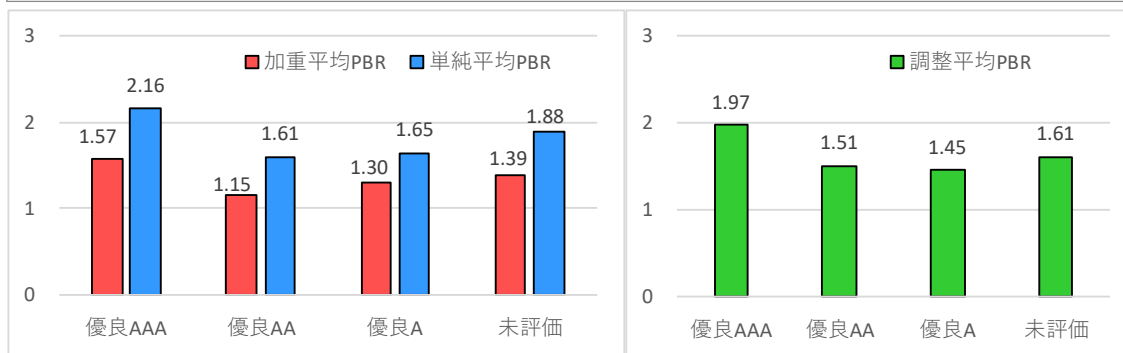
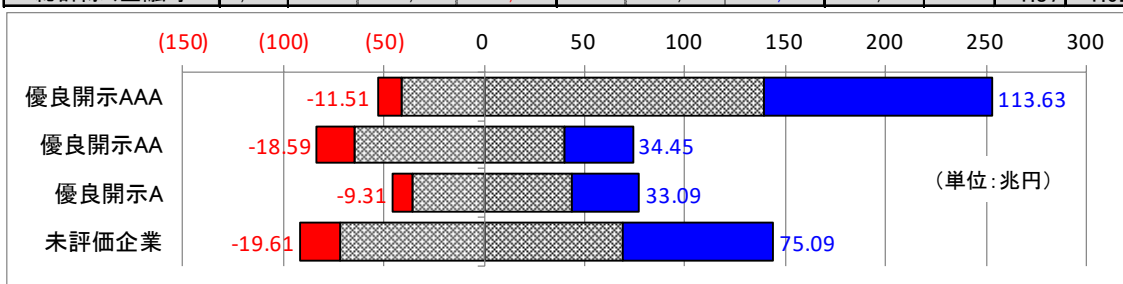
7. IR・開示クラス別統計

本節ではIR活動およびディスクロージャーの優良性と企業の付加価値の関係を確認した。

1) アナリストによる優良開示評価

証券アナリストが企業のディスクロージャーの優劣を毎年セクター別に評価し、「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という報告書を発行している。対象は東証プライム市場の株式時価総額上位企業が中心で、2023年度は279社に評価点を付与している。筆者はこの評価点を活用して金融等を除く256社の開示優良度を独自に三段階格付け（詳細は巻末補足資料の【#05】）し、その付加価値状況を確認した。

優良開示	社数	価値毀損企業		価値付加企業			付加 価値額	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
優良開示AAA	84	23	41,199	-11,512	61	139,063	113,634	102,122	1.57	2.16	1.97
優良開示AA	87	39	64,804	-18,586	48	40,105	34,449	15,863	1.15	1.61	1.51
優良開示A	85	33	35,985	-9,308	52	43,829	33,092	23,784	1.30	1.65	1.45
未評価企業	1,276	571	71,863	-19,614	705	68,854	75,089	55,474	1.39	1.88	1.61
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

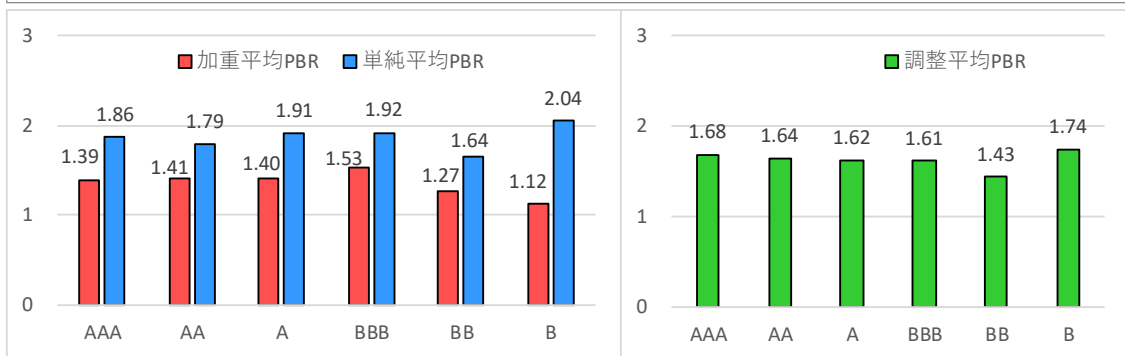
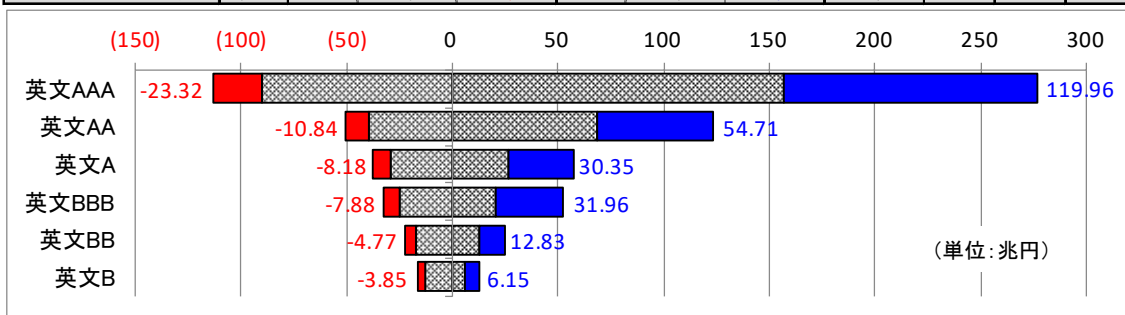
- AAA格企業の付加価値比率（PBR）が最も高かったが、AA格とA格の企業のPBRは未評価企業を下回っていた。
- 未評価企業は社数こそ83%（1,276社/1,532社）と多いが自己資本額は全社の28%程度で小型株である。AA格およびA格企業と未評価企業を比較する際には、企業規模の違いを考慮する必要があるだろう。

¹⁰ 2023年度版は証券アナリスト協会から2023年10月に発行されている。

2) 英文情報開示

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」を行っており、2023年調査¹¹によると英文開示実施率はプライム市場の企業では98.2%に達している。東証はホームページ上で上場企業毎に決算短信や有価証券報告書など7種類の資料の英文開示状況を公開しており、筆者はこの情報を基に開示良好度を6段階で格付けした（詳細は巻末補足資料の【#06】）。この格付けと付加価値状況の関係は次の図表のとおりである。なお、英文開示が全くない18社は対象外とした。

英文開示	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
英文AAA	140	57	89,698	-23,317	83	156,897	119,956	96,639	1.39	1.86	1.68
英文AA	200	74	39,534	-10,840	126	68,568	54,707	43,867	1.41	1.79	1.64
英文A	230	85	29,059	-8,176	145	26,739	30,354	22,178	1.40	1.91	1.62
英文BBB	288	117	24,902	-7,879	171	20,511	31,959	24,079	1.53	1.92	1.61
英文BB	343	175	17,394	-4,768	168	12,506	12,830	8,061	1.27	1.64	1.43
英文B	313	151	12,724	-3,845	162	6,446	6,147	2,302	1.12	2.04	1.74
総計除く金融等	1,514	659	213,312	-58,825	855	291,667	255,952	197,127	1.39	1.86	1.61



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

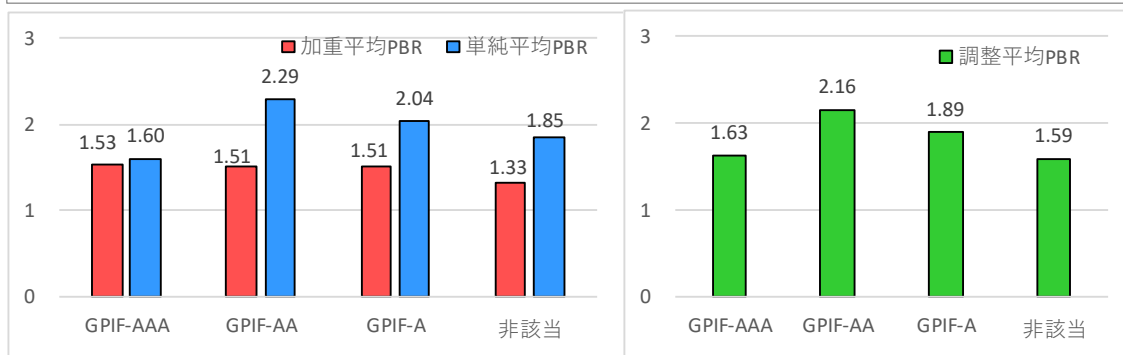
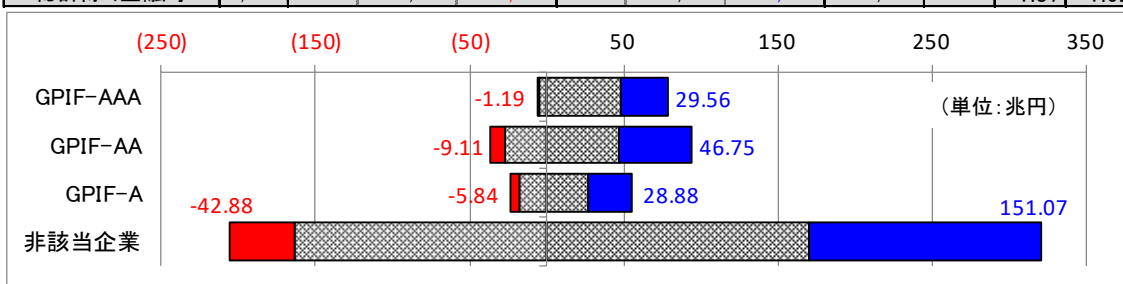
- AAA 格企業は自己資本で全社の49%、付加価値額で全社の47%を占めているが、付加価値比率（PBR）は必ずしも最高ではない。
- B 格企業は加重平均 PBR では最も低いが、単純平均 PBR および調整平均 PBR では最も高い。
- 今のところ英文開示の充実度と付加価値の間には相関関係は見られないようである。

¹¹ 東京証券取引所、「英文開示実施状況調査集計レポート（2023年12月末時点）」、2024年1月24日

3) GPIF 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。筆者はこの情報を活用して統合報告書の優秀度合いを三段階に格付けした（詳細は巻末補足資料【#07】）。この格付けと付加価値状況の関係は次のとおりである。

GPIF統合報告書	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
GPIF-AAA	24	6	5,036	-1,190	18	48,465	29,564	28,374	1.53	1.60	1.63
GPIF-AA	46	13	27,238	-9,111	33	47,092	46,753	37,642	1.51	2.29	2.16
GPIF-A	59	24	18,408	-5,840	35	26,592	28,876	23,037	1.51	2.04	1.89
非該当企業	1,403	623	163,169	-42,879	780	169,702	151,070	108,190	1.33	1.85	1.59
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



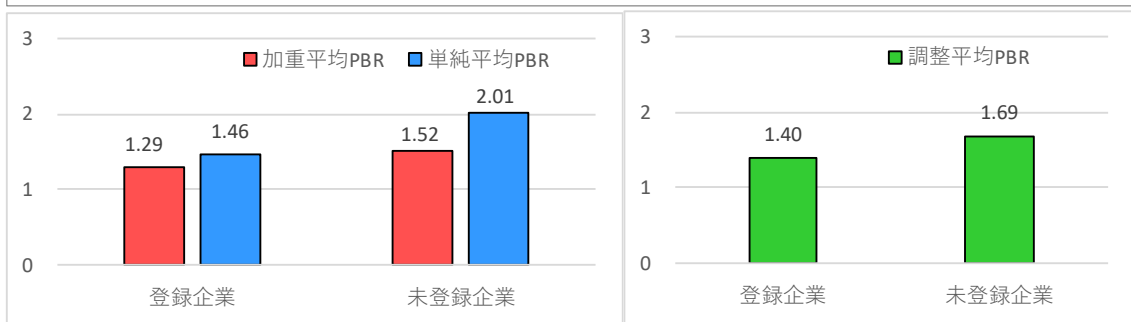
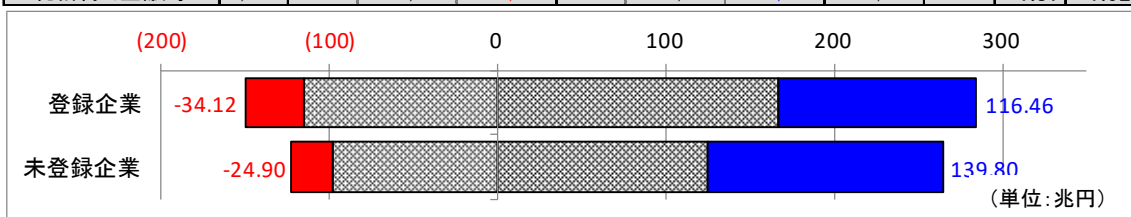
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 加重平均 PBR でみると辛うじて高格付けほど付加価値比率が高くなっているが、これは統計的誤差の範囲内であろう。
- 単純平均 PBR および調整平均 PBR では AA 格と A 格が高く、AAA 格は単純平均 PBR では非該当企業よりも低かった。
- AAA 格 24 社中、PBR が 2 以上の企業は 5 社しかなく、1 割れ企業が 6 社あった。PBR が 2 以上の企業は、6.06 の野村総合研究所、3.54 の味の素、2.20 のソニーグループ、2.05 の村田製作所、2.03 のアステラス製薬である。1 割れ企業は双日、レゾナック HD、三井化学、AGC、三菱マテリアル、九州電力である。
- 価値付加企業の割合は AAA 格企業が 75%（18 社/24 社）と最も高かった。

4) 日経統合報告書

日本経済新聞社は2021年から「日経統合報告書アワード」を実施しており、2023年で第3回目を迎えた¹²。これは自発的な登録により提出された企業の統合報告書を金融機関のファンドマネジャー、アナリスト、学識経験者が実際に統合報告書を読み、一定の評価基準に沿って審査するものである。登録したのは統合報告書を作成しその評価を希望する意欲的な企業と言えよう。登録企業と未登録企業の付加価値状況は次のとおりであった。

日経統合報告書	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
登録企業	388	191	115,822	-34,122	197	167,214	116,461	82,339	1.29	1.46	1.40
未登録企業	1,144	475	98,029	-24,898	669	124,638	139,803	114,904	1.52	2.01	1.69
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 付加価値比率（PBR）はどれをとっても未登録企業の方が高かった。PBRが低い企業の方が意欲的であるということだろうか。
- 2023年度の審査結果は次の表の通りであった。PBRが全社単純平均の1.87より上の企業は3社だけであった。

日経統合報告書アワード 2023 結果

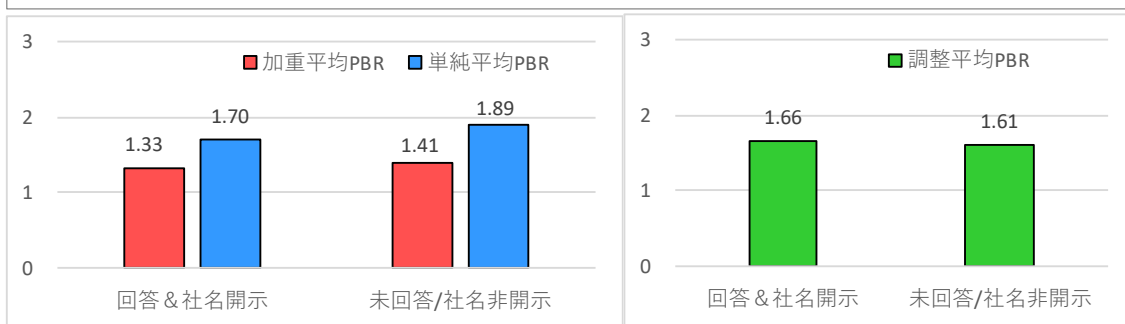
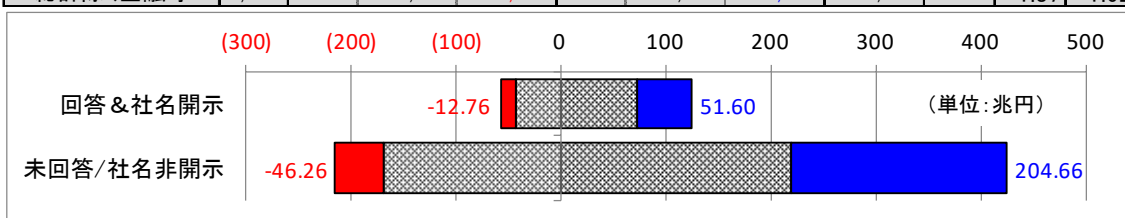
賞	コード	社名	PBR
グランプリ	4186	東京応化工業	2.04
	4307	野村総合研究所	6.06
	7186	コンコルディア・フィナンシャルグループ	0.66
E賞	6902	デンソー	1.33
S賞	4004	レゾナック・ホールディングス	0.83
	6981	村田製作所	2.05
G賞	4612	日本ペイントホールディングス	1.81
	6501	日立製作所	1.68

¹² 企画書は <https://ps.nikkei.com/nira/index.html>

5) 生保アンケート回答

生命保険協会は毎年、「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みに関するアンケート¹³を企業および運用会社向けに行っている。2022年度では企業向けには主要上場企業 1,200 社に質問表を送り回答は 473 社であった。このうち回答企業として社名公表を認めたのは 214 社であった（この内、スタンダード企業が 4 社あり、その後上場廃止になった企業も 4 社あった）。これらの企業は IR に積極的であると考えられる。PBR も高い可能性がある。アンケート回答かつ社名公表企業と、そうでない企業の間で、付加価値状況がどのように異なるかを確認した。なお、金融 4 業種と日本郵政は除いている。

生保アンケート回答	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
回答&社名開示	187	79	44,030	-12,755	108	72,346	51,602	38,847	1.33	1.70	1.66
未回答/社名非開示	1,345	587	169,821	-46,265	758	219,505	204,661	158,396	1.41	1.89	1.61
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 加重平均 PBR でも単純平均 PBR でも回答&社名開示企業の方が低い水準であった。
- ただし、業種水準調整後の平均 PBR は 1.66 で未回答/社名非開示企業の 1.61 よりは僅かばかりであるが高い水準になっていた。
- 価値付加企業数比率はそれぞれ 57.8% (108 社/187 社) と 56.4% (758/1,345) でどちらのクラスでもほとんど差はなかった。

¹³ 生命保険協会、『生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みについて』、2023年4月21日

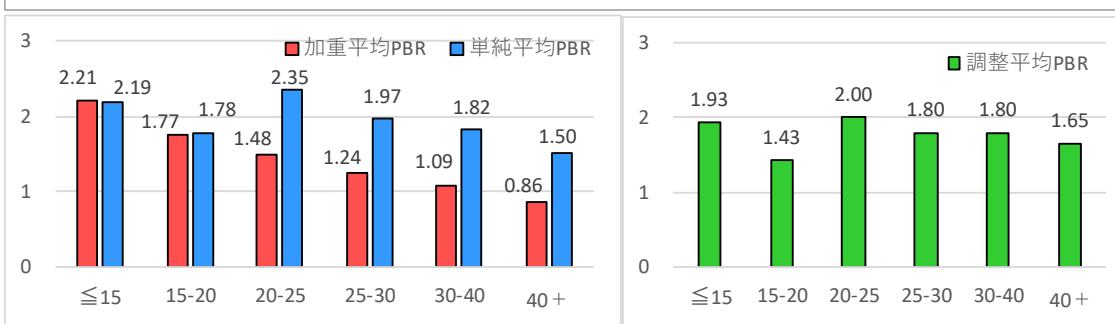
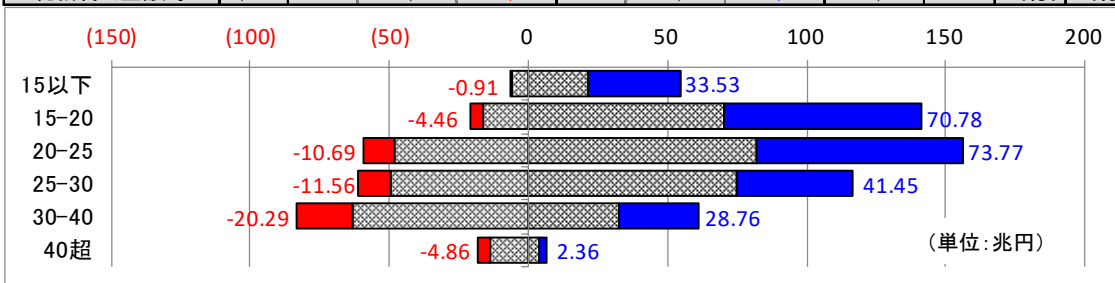
8. ESG指標クラス別統計

ESGスコアが高い企業は企業価値が高いか否かには高い関心が向けられている。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、筆者が利用できる ESG 指標は極めて限定的である。ここではサステナリティクスおよびアラベスクのスコアと PBR の相関性を調べた。

1) 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ことになる。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。

サステナリティクス	社数	価値毀損企業		価値付加企業			付加 価値額	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
15以下	67	18	5,612	-911	49	21,430	33,530	32,619	2.21	2.19	1.93
15-20	153	51	16,129	-4,455	102	70,279	70,779	66,324	1.77	1.78	1.43
20-25	232	90	48,473	-10,693	142	82,293	73,766	63,073	1.48	2.35	2.00
25-30	179	65	49,798	-11,564	114	74,949	41,448	29,885	1.24	1.97	1.80
30-40	217	101	63,386	-20,289	116	32,330	28,758	8,468	1.09	1.82	1.80
40超	62	35	13,648	-4,861	27	4,065	2,365	-2,496	0.86	1.50	1.65
データ無し	622	306	16,805	-6,247	316	6,506	5,617	-629	0.97	1.70	1.37
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62

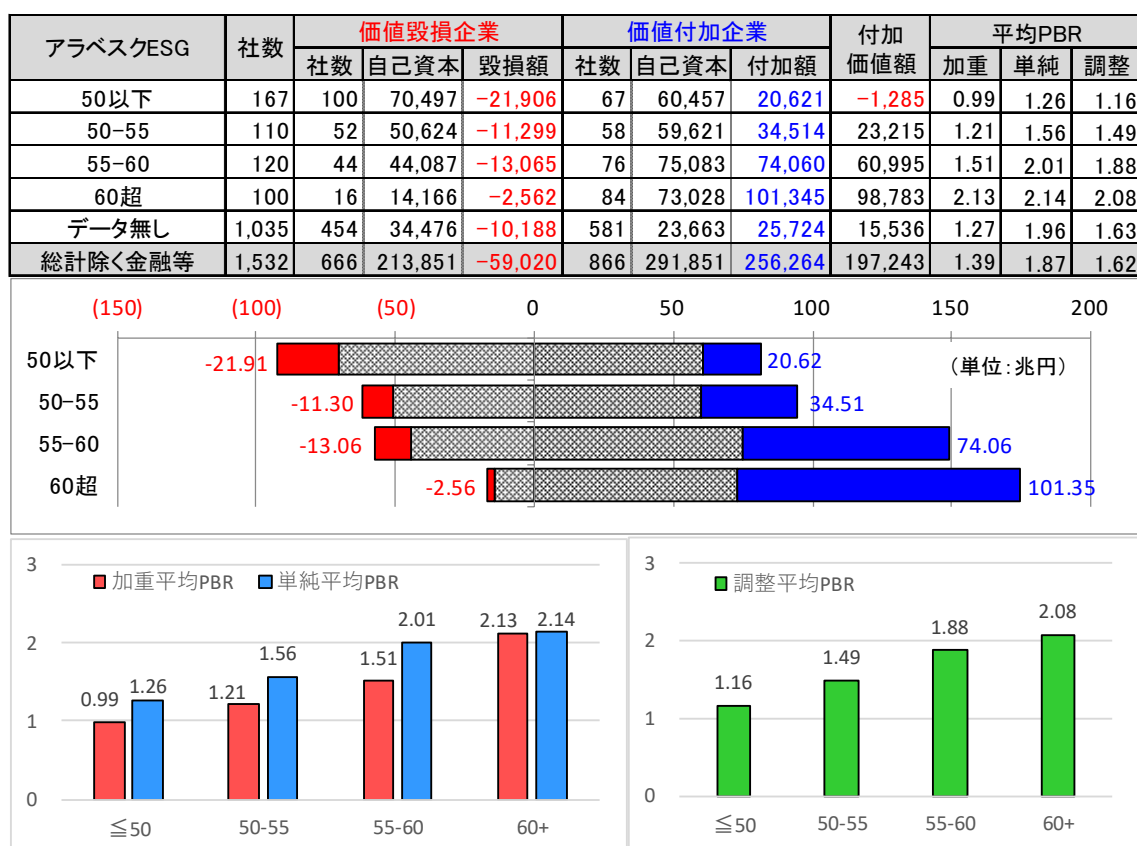


[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- ESG リスクが低いほど加重平均 PBR が高いという結果になった。単純平均 PBR と調整平均 PBR でもスコア 20 超ではその傾向が見られた。
- 15-20 クラスは単純平均 PBR と調整平均 PBR は低いが価値付加企業数比率は 66.7% (102/153) で 15 以下クラスの 73.1% (49/67) に次いで 2 番目だった。

2) アラベスク ESG 評価

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発しており、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。2023 年 10 月時点での開示情報によればプライム企業 564 社に ESG スコアがあり、最高点は 73.04 点、最低点は 26.29 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、付加価値状況を確認してみた結果は次のとおりである。



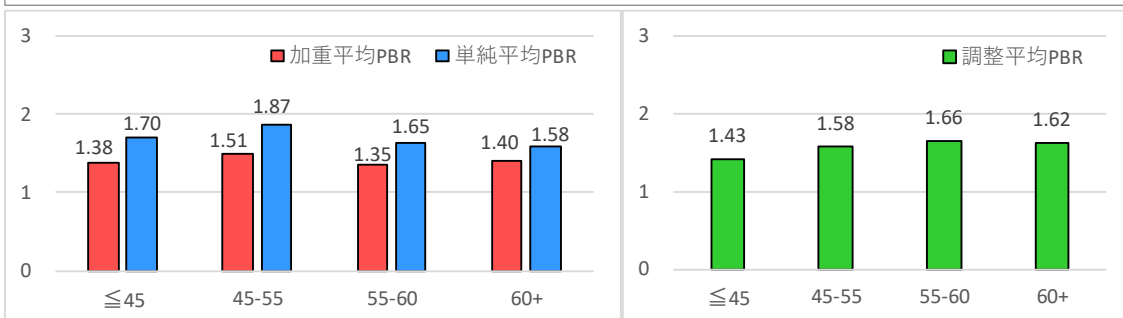
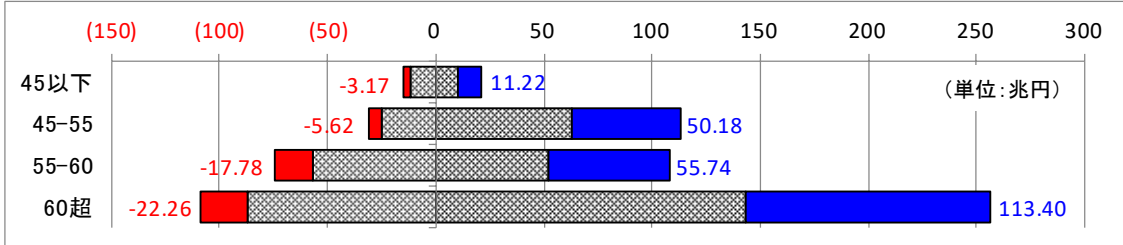
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 付加価値比率（PBR）は 3 種類とも ESG スコアが高いほど高くなっている。
- 価値付加企業数比率もスコア 50 以下の 40.1%（67 社/167 社）からスコア 60 超クラスの 84.0%（84/100）まで直線的に増加している。スコアが高いほど価値付加企業が価値毀損企業より多かった。
- データ無しクラスは社数比率こそ 68%（1,035/1,532）と大きいですが、自己資本が全体に占める比率は 11%（(34,476+23,663) / (213,851+291,851)）と小さい。上記の 3 つの棒グラフは自己資本額が 89% を占める中での結果であることを考えると一層興味深い結果であるといえよう。

3) アラベスク GC 評価

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。2023 年 10 月時点での開示情報によれば GC スコアは前述の ESG スコアより多く 577 社のプライム企業に付与されており、最高点は 69.88 点、最低点は 28.81 点である。GC スコアを 45 点、55 点、60 点で区切って 4 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	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
45以下	76	39	11,414	-3,171	37	9,860	11,221	8,050	1.38	1.70	1.43
45-55	120	43	24,907	-5,621	77	62,782	50,180	44,558	1.51	1.87	1.58
55-60	125	63	56,419	-17,782	62	52,326	55,743	37,960	1.35	1.65	1.66
60超	176	67	86,635	-22,258	109	143,221	113,396	91,139	1.40	1.58	1.62
データ無し	1,035	454	34,476	-10,188	581	23,663	25,724	15,536	1.27	1.96	1.63
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

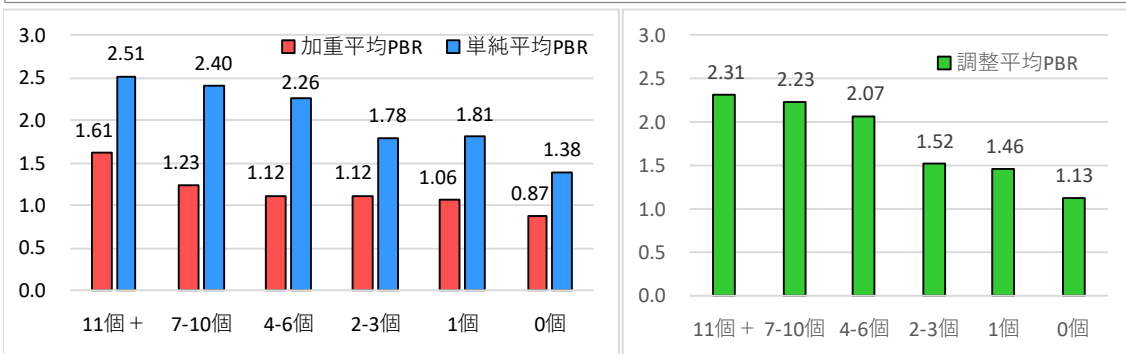
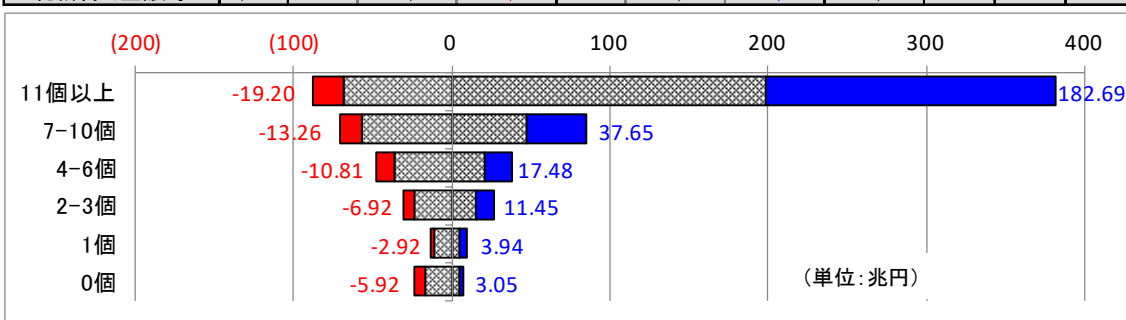
- GC スコアと付加価値比率はどの PBR 指標で見ても相関性は見られないようである。価値付加企業数比率でも特に傾向は見られなかった。
- アラベスクの ESG スコアと GC スコアの相関係数は 0.684 である。このように正の相関関係が見られながら、PBR が ESG スコアとでは正の関係が見られるのに GC スコアとでは関係性が見られないのはやや意外かもしれない。
- GC スコアが 60 超のクラスは、社数の割合が 11% (176 社/1,532 社) だったが、自己資本の割合は 45% ((86,635+143,221)/(213,851+291,851)) で規模の大きい企業が多いことがわかる。
- 60 超クラスは単純平均 PBR は最も低い、加重平均 PBR と調整平均 PBR は総計除く金融等とほぼ同じだった。

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るかもしれない。なお、ここでも金融4業種・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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
11個以上	134	27	68,390	-19,196	107	198,825	182,686	163,490	1.61	2.51	2.31
7-10個	155	48	57,036	-13,257	107	47,383	37,652	24,395	1.23	2.40	2.23
4-6個	220	86	36,467	-10,809	134	20,574	17,481	6,672	1.12	2.26	2.07
2-3個	312	127	23,768	-6,915	185	15,183	11,449	4,534	1.12	1.78	1.52
1個	279	125	10,828	-2,923	154	5,337	3,941	1,018	1.06	1.81	1.46
0個	432	253	17,362	-5,921	179	4,548	3,054	-2,867	0.87	1.38	1.13
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



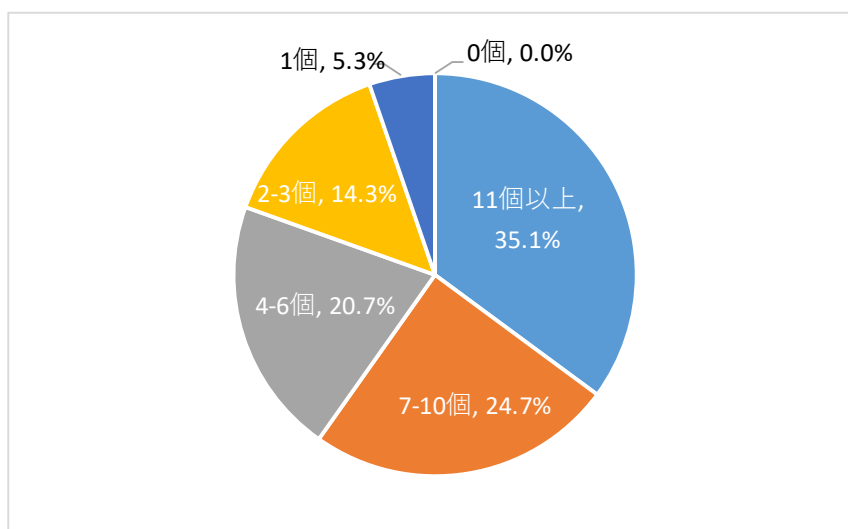
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

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11個以上ある企業は134社に過ぎないが、価値付加企業は107社あり価値毀損企業の27社の4倍である。投下資金（自己資本）の267.2兆円（68.4+198.8兆円）に対して163.5兆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、自己資本時価総額では全体702.9兆円のうち430.7兆円（61.3%）を占め、投下資金では全体505.7兆円のうち267.2兆円（52.8%）を占めている。付加価値額では全体197.2兆円に対して163.5兆円（82.9%）を占める。こ

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0.9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可能性がある。
- 加重PBRは業績予想数が11個以上の企業が最も高く1.61で、業績予想数が0の企業が最も低く0.87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、加重PBRには業績予想数が多いほど高い傾向はあるが、その差はあまり大きくないように見える。
- 単純平均PBRでは業績予想数が多いほど高くなる傾向がより顕著になるが、2-3個クラスと1個クラスで逆転がある。業種によるPBR水準の違いを調整したPBR（調整PBR）でみると業績予想数が多いほど高PBRになるという関係がより明確になる。
- 調整PBRのグラフからは業績予想数が4個以上、1-3個、0個の3つのグループに分けることも適切かもしれない。
- 総計除く金融等では業績予想数は合計5,284個であったが、このうち35.1%（1,856個）は業績予想数11個以上の134社向けであった。業績予想数7個以上の289社向けに59.8%、業績予想数4個以上の509社向けに80.5%の業界リサーチ・キャパシティが振り向けられていることが分かる。

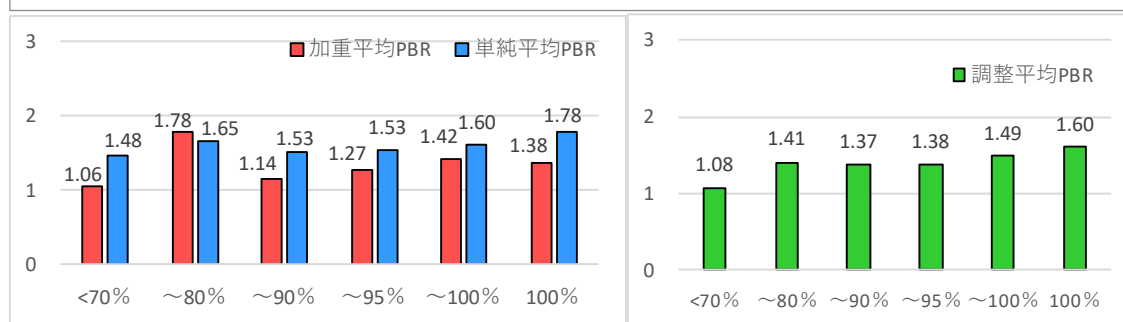
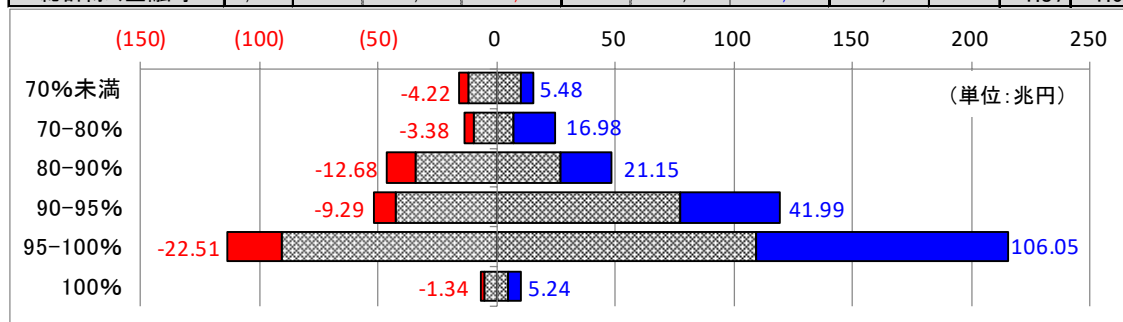


- 「日本の株式市場ではリサーチ・キャパシティの80%は上位500社に振り向けられており、これらの500社のPBRは他の企業より明確に高位である」といっても過言ではないだろう。

2) 議決権行使賛成比率

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2023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1,532社（金融4業種と日本郵政除く）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¹⁴。賛成比率は、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。なお、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	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
70%未満	80	40	11,518	-4,220	40	10,392	5,477	1,257	1.06	1.48	1.08
70-80%	149	86	9,946	-3,383	63	7,542	16,978	13,595	1.78	1.65	1.41
80-90%	215	120	33,886	-12,676	95	27,128	21,146	8,470	1.14	1.53	1.37
90-95%	218	113	42,227	-9,287	105	77,512	41,993	32,706	1.27	1.53	1.38
95-100%	388	176	90,571	-22,510	212	109,374	106,053	83,544	1.42	1.60	1.49
100%	57	22	5,286	-1,341	35	4,993	5,243	3,902	1.38	1.78	1.60
総会5/6月以外	425	109	20,417	-5,604	316	54,910	59,373	53,769	1.71	2.62	2.16
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

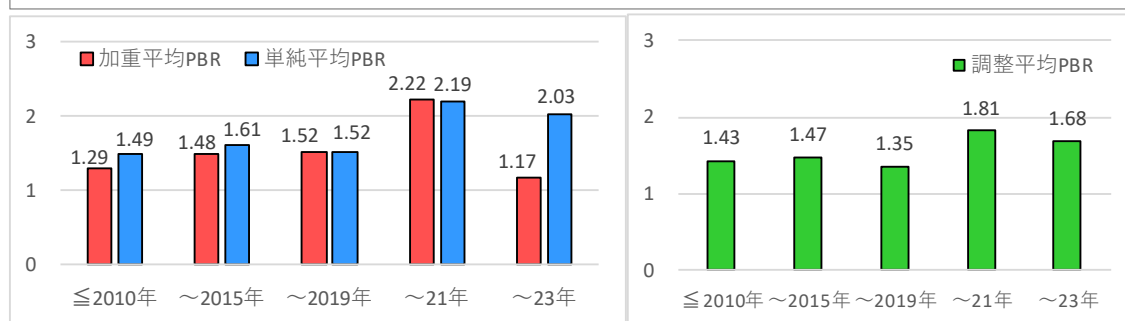
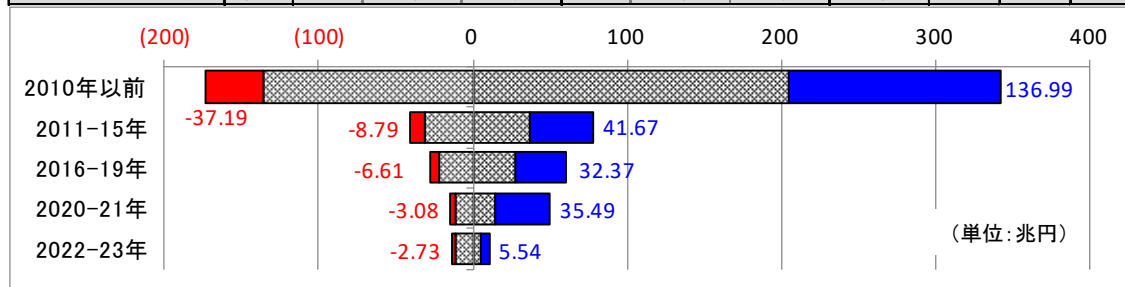
- 加重平均PBRの70-80%クラスを除けば、賛成比率が95%以上の場合は高PBRで70%未満の場合は低PBRであった。機関投資家は付加価値比率（PBR）の高い企業では議案に賛成し、低い企業では反対する傾向があることが確認された。
- 株主総会が5・6月以外の開催企業は、どの付加価値比率（PBR）で見ても、5・6月開催企業より高い水準であった。これらの企業は社数割合では28%を占めるが自己資本比率では15%の占有率となる比較的規模の小さい企業である。

¹⁴ 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¹⁵。本節では、2023年11月に取得したデータを基にして意向表明年別でクラス分けして付加価値状況を確認した。

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	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
2010年以前	282	130	135,925	-37,188	152	204,723	136,989	99,801	1.29	1.49	1.43
2011-15年	177	84	31,314	-8,789	93	36,656	41,670	32,881	1.48	1.61	1.47
2016-19年	349	165	21,660	-6,609	184	28,015	32,369	25,760	1.52	1.52	1.35
2020-21年	344	143	11,848	-3,080	201	14,696	35,491	32,411	2.22	2.19	1.81
2022-23年	288	122	11,031	-2,727	166	5,159	5,541	2,814	1.17	2.03	1.68
参加未表明	92	22	2,074	-628	70	2,603	4,204	3,576	1.76	3.13	2.55
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



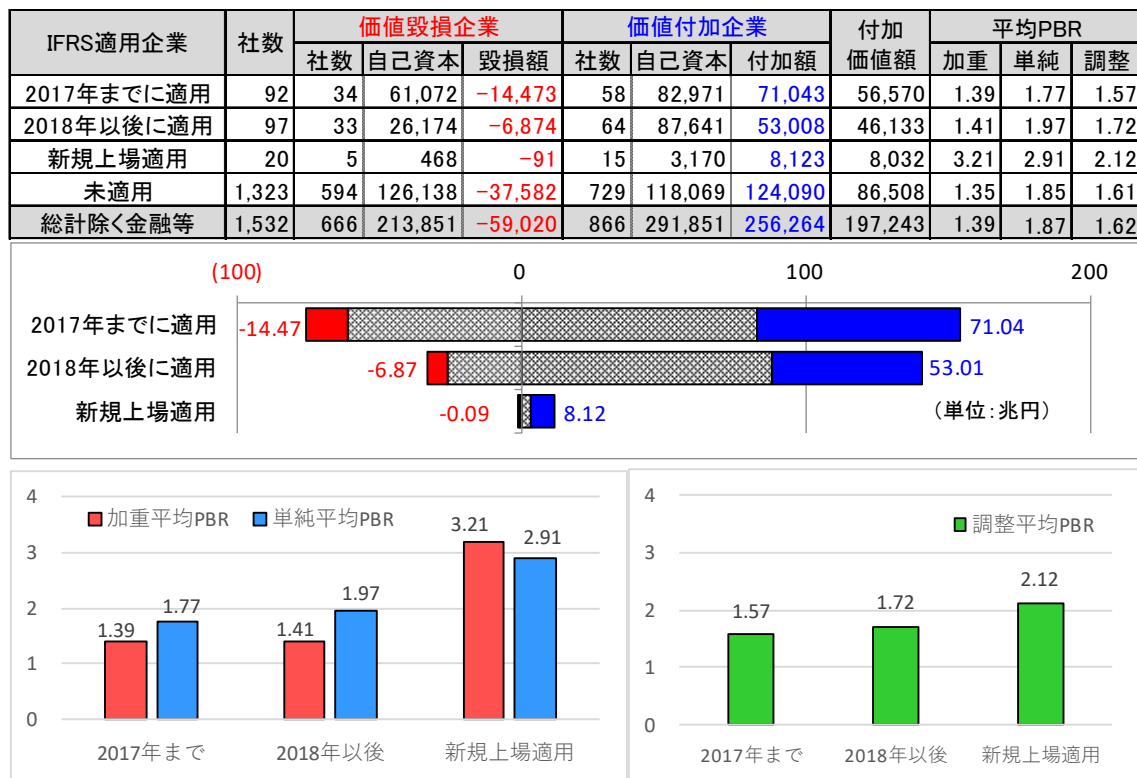
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 2010年以前の参加表明企業は社数比率では18%だが、自己資本比率では67%を占める。多くの大企業が2010年以前に参加表明したようである。2020年以後の参加表明企業は社数比率で41%だが自己資本比率では8%に過ぎず、企業の規模は小さい。
- 単純平均PBRと（業種水準）調整平均PBRで見ると、2019年以前に参加表明した企業のPBRは低い水準だった。2022-23年に参加表明した企業の加重平均PBRは突出して低いが、特に低く規模が大きい数社によるのではなく全般的に低いためである。
- 参加未表明企業のPBRは他のクラスと比べて加重平均で2位、単純平均と調整平均で1位と高かった。価値付加企業数比率も76.1%（70社/92社）と最も高かった。

¹⁵ 株式会社ICJの https://www.icj.co.jp/pf_list/ から入手できる。

4) IFRS適用企業

グローバルにビジネスを展開していたり、海外投資家との対話を重視してい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適用企業の一覧表は東京証券取引所のホームページで取得できる¹⁶。2023年10月末現在で274社が採用済みあるいは採用予定である。次の図表では金融4業種・日本郵政を除くプライム企業の価値付加状況を確認した。



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

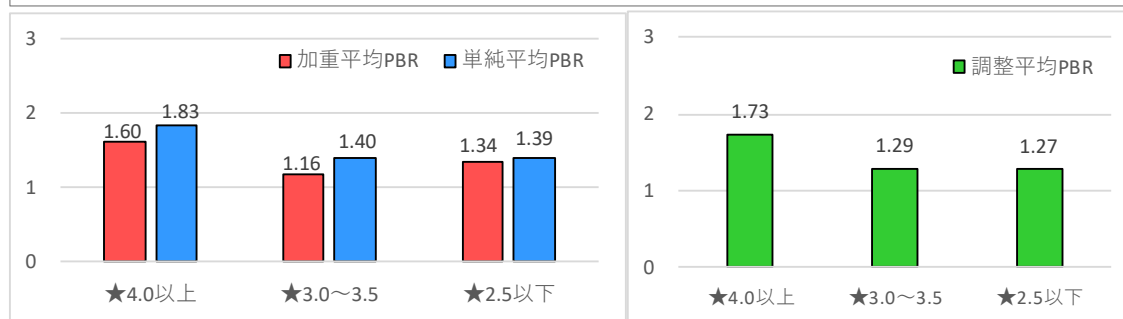
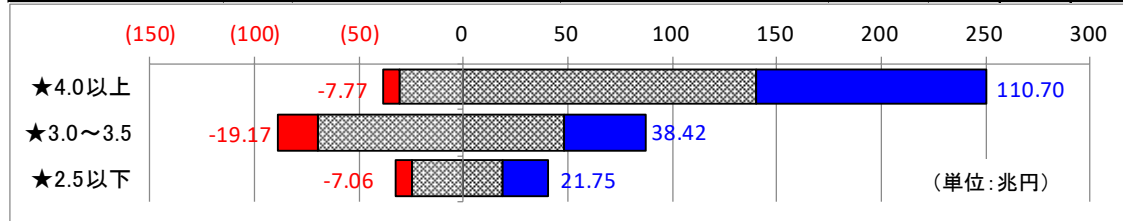
- この図表でのIFRS適用企業は209社で、そのうち66%（137社）が価値付加企業である。これは未適用企業の55%（729社/1,323社）より顕著に高い。
- IFRS適用企業の社数比率は14%（209/1,532）に過ぎないが、全社の自己資本505.7兆円のうち52%（261.5兆円）を占める。IFRS適用企業は規模が大きいといえる。
- この図表では社数が均等に近くなるように2017年で区切った。2017年という数字にそれ以上の意味はないが、2017年までにIFRS適用を行った企業の付加価値比率（PRB）は比較的振るわなかった。一方、2018年以後にIFRS適用を行った企業の付加価値比率は高めであった。
- 新規上場時にIFRS適用の企業は20社と少ないが付加価値比率は極めて高位であった（ただし、IFRS適用だからではなく新規上場だからかもしれない）。

¹⁶ 東京証券取引所ホームページ、「IFRS適用済・適用決定会社一覧」、2023年10月末現在

5) 日経経営力評価

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¹⁷。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。ここではその第 7 回調査（2023 年 5 月 10 日～7 月 7 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 773 社あったが、金融 4 業種・日本郵政を除くと 591 社が対象となった。

SMART 経営力	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
★4.0以上	107	28	30,856	-7,774	79	139,951	110,696	102,922	1.60	1.83	1.73
★3.0～3.5	228	112	69,548	-19,169	116	48,514	38,420	19,251	1.16	1.40	1.29
★2.5以下	256	138	24,956	-7,060	118	18,653	21,751	14,690	1.34	1.39	1.27
評価なし	941	388	88,491	-25,017	553	84,733	85,397	60,380	1.35	2.12	1.78
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2023 年第 4 四半期、表の金額は 10 億円

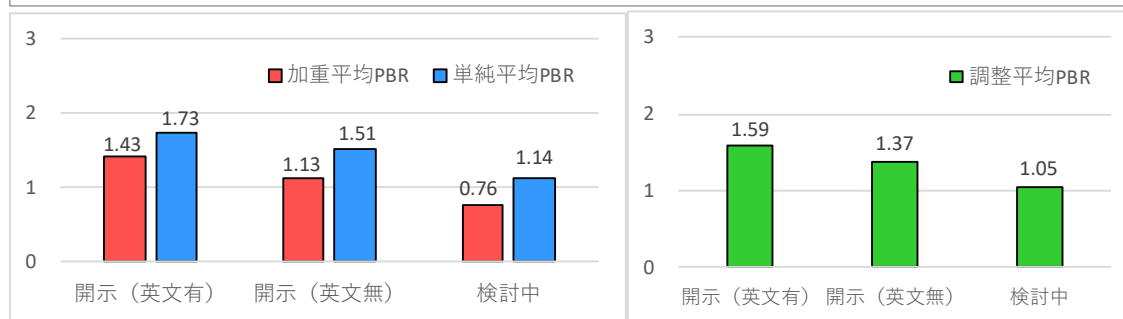
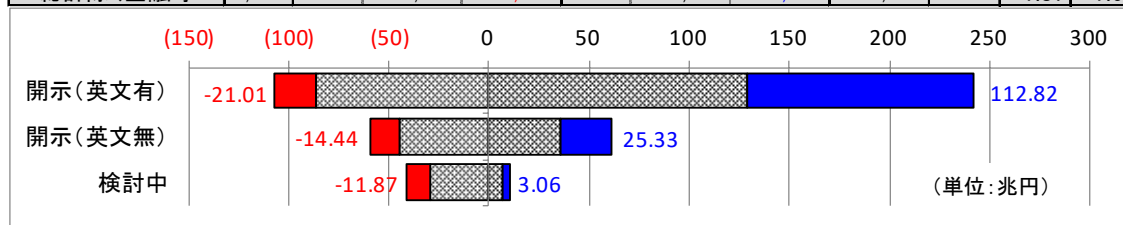
- 総合格付けがある企業の中では★4.0 以上クラスが他の 2 クラスよりも付加価値比率 (PBR) が高かった。単純平均と (業種水準の) 調整平均でみると格付けクラスが高いほど PBR が高い傾向になっていた。
- ただし、単純平均と調整平均の PBR が最も高かったのは評価なし企業であった。
- ★4.0 以上クラスの内訳をみると、加重平均 PBR は★4.5 の 31 社が 1.84、★5.0 の 18 社が 1.82 と特に高位であった。
- ★4.0 以上クラスは、社数割合は 7% (107 社/1,532 社) と小さいが、自己資本の割合は 34% (170.8/505.7) あり、比較的規模が大きい企業群である。付加価値の割合も 43% (110.7/256.3) を占め、価値付加企業数比率も 74% (79/107) と高い。

¹⁷ 日経 SmartWork に関する情報は <https://smartwork.nikkei.co.jp/survey/> から入手できる。

6) 東証 PBR 改善要請開示

東証は 2023 年 3 月 31 日にプライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象として「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請（いわゆる PBR 改善要請）を行った。この要請に対応する取組みを行った企業はコーポレートガバナンス報告書に取り組み内容を記述することが求められ、東証は 2024 年 1 月 15 日から前月末の対応企業一覧表をホームページに掲載し始めた。企業の開示状況は「開示済（英文有り）」、「開示済（英文無し）」、「検討中」、「開示無し」の 4 種類である。ここでは 2023 年 12 月末での開示状況別に付加価値状況を確認した。

PBR改善要請開示	社数	価値毀損企業		価値付加企業			付加価値額	平均PBR			
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本		付加額	加重	単純	調整
開示(英文有)	271	132	86,492	-21,013	139	128,749	112,820	91,807	1.43	1.73	1.59
開示(英文無)	297	166	44,870	-14,443	131	35,828	25,328	10,885	1.13	1.51	1.37
検討中	143	95	29,354	-11,867	48	6,959	3,056	-8,811	0.76	1.14	1.05
開示無し	821	273	53,136	-11,697	548	120,315	115,060	103,362	1.60	2.17	1.81
総計除く金融等	1,532	666	213,851	-59,020	866	291,851	256,264	197,243	1.39	1.87	1.62



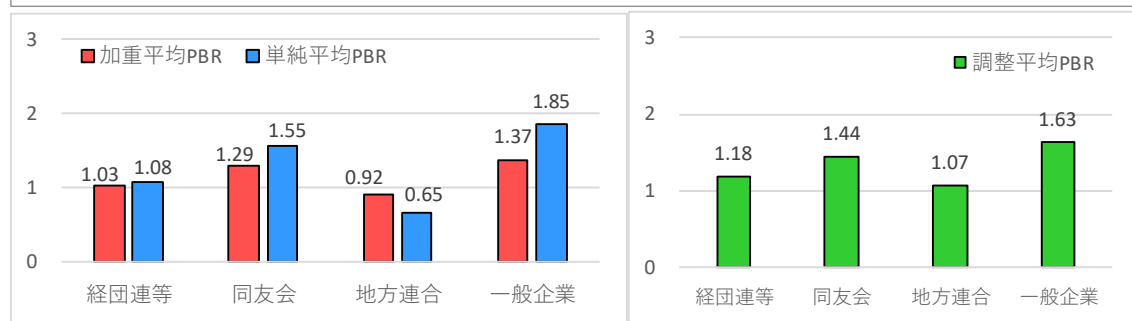
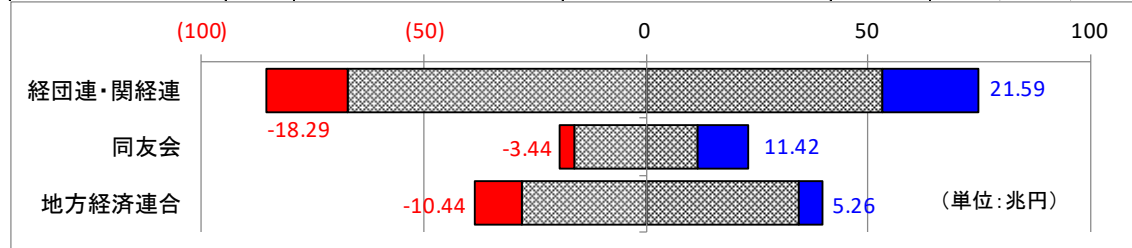
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- PBR 改善要請に応じた企業では積極性が高い順（開示(英文有)＞開示(英文無)＞検討中）にどの付加価値比率（PBR）でも明確に高いという結果になった。
- 価値付加企業数比率も積極性が高い順に 51%（139 社/271 社）、44%（131/297）、34%（48/143）と高くなっていった。
- 付加価値比率（PBR）でも価値付加企業数比率（67%＝548/821）でも最も高かったのは「開示無し」クラスであった。東証は、PBR 改善要請はプライム・スタンダード全企業向けであり PBR1 割れ企業向けではないと当初から強調していたが、PBR 1 超え企業の反応は鈍かった。東証はこの要請の全社への波及が課題であると認識しており、月を追うごとに対応企業が増えることが期待されている。

7) 経済団体会長・副会長企業

経済団体は経済界が直面する広範な重要課題について経済界の意見をとりまとめその実現を働きかける団体である。その代表例が日本経済団体連合会（経団連）や関西経済連合会（関経連）であり、経済同友会や関西経済同友会などもある。地方の経済連合会として北海道、東北、中部、北陸、中国、四国、九州がある。各経済団体にはその地域を代表する企業から会長・副会長が選出されている。ここでは2023年11月時点での会長・副会長輩出企業の付加価値状況を確認した。なお、経団連・関経連と同友会の両方に所属する企業は経団連・関経連の方に所属させており、下記の図表で同友会所属企業は単独所属企業（経団連・関経連に会長・副会長を輩出していない企業）である。

経済団体	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	平均PBR		
		社数	自己資本	毀損額	社数	自己資本	付加額		加重	単純	調整
経団連・関経連	32	15	67,159	-18,286	17	52,967	21,590	3,304	1.03	1.08	1.18
同友会	16	9	16,200	-3,435	7	11,418	11,417	7,982	1.29	1.55	1.44
地方経済連合	48	41	28,042	-10,444	7	34,345	5,260	-5,184	0.92	0.65	1.07
一般企業	1,552	697	214,366	-66,628	855	203,206	222,982	156,355	1.37	1.85	1.63
総計	1,648	762	325,767	-98,792	886	301,936	261,248	162,456	1.26	1.80	1.60



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、表の金額は10億円

- 3つの付加価値比率（PBR）とも会長・副会長輩出企業は一般企業（会長・副会長を輩出していない企業）と比べて明確に低位であった。
- 経団連等（含む関経連）のPBRが低位なのは大手金融機関グループによる多額の価値毀損によるところが大きい。地方経済連合のPBR低位も深刻な状況である。
- 同友会（関西同友会も含む）のPBRは比較的高位であるが、これはPBRが4.00のリクルートHD（同友会）と6.37のさくらインターネット（関西同友会）の2社があるからである。この2社を除くと加重平均PBRは1.08、単純平均PBRは1.04となって経団連・関経連とほぼ同じ水準になる。
- 経済団体会長・副会長輩出企業の価値付加企業数比率も32%（31/96）と低位だった。

II. 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	自己資本時価総額		自己資本		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	9,158	34%	3,939	14%	5,219	19%
2	8306	三菱UFJ-FG	5,953	66%	1,727	10%	4,226	25%
3	8035	東京エレクトロン	3,940	62%	48	3%	3,892	263%
4	4063	信越化学工業	3,349	51%	427	11%	2,922	77%
5	6758	ソニーグループ	2,892	23%	278	4%	2,614	38%
6	8058	三菱商事	3,459	56%	877	11%	2,582	33%
7	8316	三井住友FG	3,438	56%	1,090	9%	2,348	19%
8	9983	ファーストリテイリング	2,404	29%	288	18%	2,116	135%
9	6178	日本郵政	593	16%	-1,475	-13%	2,068	18%
10	6501	日立製作所	2,661	41%	619	13%	2,042	43%
11	4519	中外製薬	2,244	39%	207	16%	2,037	153%
12	8001	伊藤忠商事	2,222	38%	367	8%	1,855	38%
13	6146	ディスコ	1,895	142%	42	13%	1,853	585%
14	2914	日本たばこ産業	1,816	39%	171	5%	1,645	44%
15	4661	オリエンタルランド	1,717	27%	99	13%	1,618	206%
16	6857	アドバンテスト	1,668	109%	61	18%	1,607	472%
17	7182	ゆうちょ銀行	1,211	31%	-376	-4%	1,587	17%
18	8031	三井物産	2,513	45%	1,004	17%	1,510	25%
19	8411	みずほFG	2,117	50%	649	7%	1,469	16%
20	6723	ルネサスエレクトロニクス	1,877	84%	421	26%	1,456	89%
1652	3769	GMOペイメントGW	-244	-29%	7	8%	-251	-294%
1663	4922	コーセー	-246	-29%	12	5%	-258	-101%
1674	9962	ミスミグループ本社	-244	-27%	19	6%	-264	-84%
1685	3382	セブン&アイHD	-44	-1%	230	6%	-275	-8%
1696	2267	ヤクルト本社	-257	-19%	62	12%	-319	-64%
1707	2127	日本M&AセンターHD	-341	-60%	-6	-11%	-335	-635%
1718	7951	ヤマハ	-294	-32%	42	10%	-336	-75%
1729	7181	かんぽ生命保険	182	21%	520	24%	-338	-16%
1740	4523	エーザイ	-307	-12%	43	5%	-350	-43%
1751	4503	アステラス製薬	-395	-11%	3	0%	-398	-24%
1762	8630	SOMPO-HD	168	8%	569	31%	-401	-22%
1773	3064	MonotaRO	-394	-36%	13	20%	-408	-603%
1784	9613	NTTデータグループ	-241	-8%	170	12%	-411	-29%
1795	4911	資生堂	-431	-19%	10	2%	-441	-71%
1806	4528	小野薬品工業	-389	-23%	70	10%	-459	-65%
1817	4151	協和キリン	-459	-26%	49	6%	-509	-67%
1828	4568	第一三共	-1,011	-12%	136	9%	-1,146	-79%
1839	2413	エムスリー	-1,172	-42%	46	16%	-1,218	-427%
1850	7733	オリンパス	-1,101	-31%	191	30%	-1,291	-203%
1861	6594	ニデック	-1,326	-29%	111	7%	-1,438	-96%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2023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5.22兆円、2位は三菱UFJ-FGの4.23兆円、3位は東京エレクトロンの3.89兆円であった。トヨタ自動車は自己資本を14%成長させ、付加価値額を対前年自己資本に対して19%増やし、自己資本時価総額は34%増加して36.1兆円になった。PBRも0.97から1.13になった。
- 上位20社を業種別に分類してみると電気機器の5社（東京エレクトロン、ソニーグループ、日立製作所、アドバンテスト、ルネサステクノロジー）、銀行業の4社（三菱UFJ-FG、三井住友FG、ゆうちょ銀行、みずほFG）、卸売業の3社（三菱商事、伊藤忠商事、三井物産）が多かった。
- 電機機器の企業に機械業種のディスコも加えてみると半導体関連企業の価値向上が際立っていた1年といえよう。
- ディスコは自己資本を0.317兆円から0.359兆円と13%増やし、自己資本時価総額が1.338兆円から3.233兆円に142%増えた結果、付加価値額は1.021兆円から2.874兆円に増加した。この増加分1.853兆円は2022年の自己資本0.317の585%にあたる。ディスコのPBRは4.23から9.00に上昇した。
- 日本郵政とゆうちょ銀行は自己資本を減らしながら付加価値を増加させた。
- 付加価値額が最も減少したのはニデックの▲1.44兆円で、2番目はオリンパスの▲1.29兆円、3番目はエムスリーの1.22兆円であった。ニデックは、自己資本は7%（0.11兆円）増えたが、自己資本時価総額が4.65兆円から3.32兆円にと▲29%低下したため付加価値額が▲1.44兆円低下した。これは前年同期の自己資本1.56兆円の96%に相当する。PBRは3.11から2.07に低下した。
- 下位20社を業種別に分類してみると、医薬品が5社（第一三共、協和キリン、小野薬品工業、アステラス製薬、エーザイ）と突出して多く、サービス業の2社（エムスリー、日本M&AセンターHD）、化学の2社（資生堂、コーセー）、情報・通信業の2社（NTTデータグループ、GMOペイメントGW）、保険業の2社（SOMPO-HD、かんぽ生命）が続き、他の業種は1社であった。
- 保険業の2社は、自己資本時価総額は増えていたが、これは自己資本の増加によるところが大きい。付加価値額は大きく減少しており、自己資本の増加分の多くを相殺したため、自己資本時価総額の増加は限定的なものになった（かんぽ生命保険は増加率としては21%と大きかったが）。
- 付加価値が100%を超えて減少している企業が6社あるが、付加価値増加率の計算が、付加価値減少額を2022年の自己資本で除したものとしているからである。

2. 東証 33 業種別統計

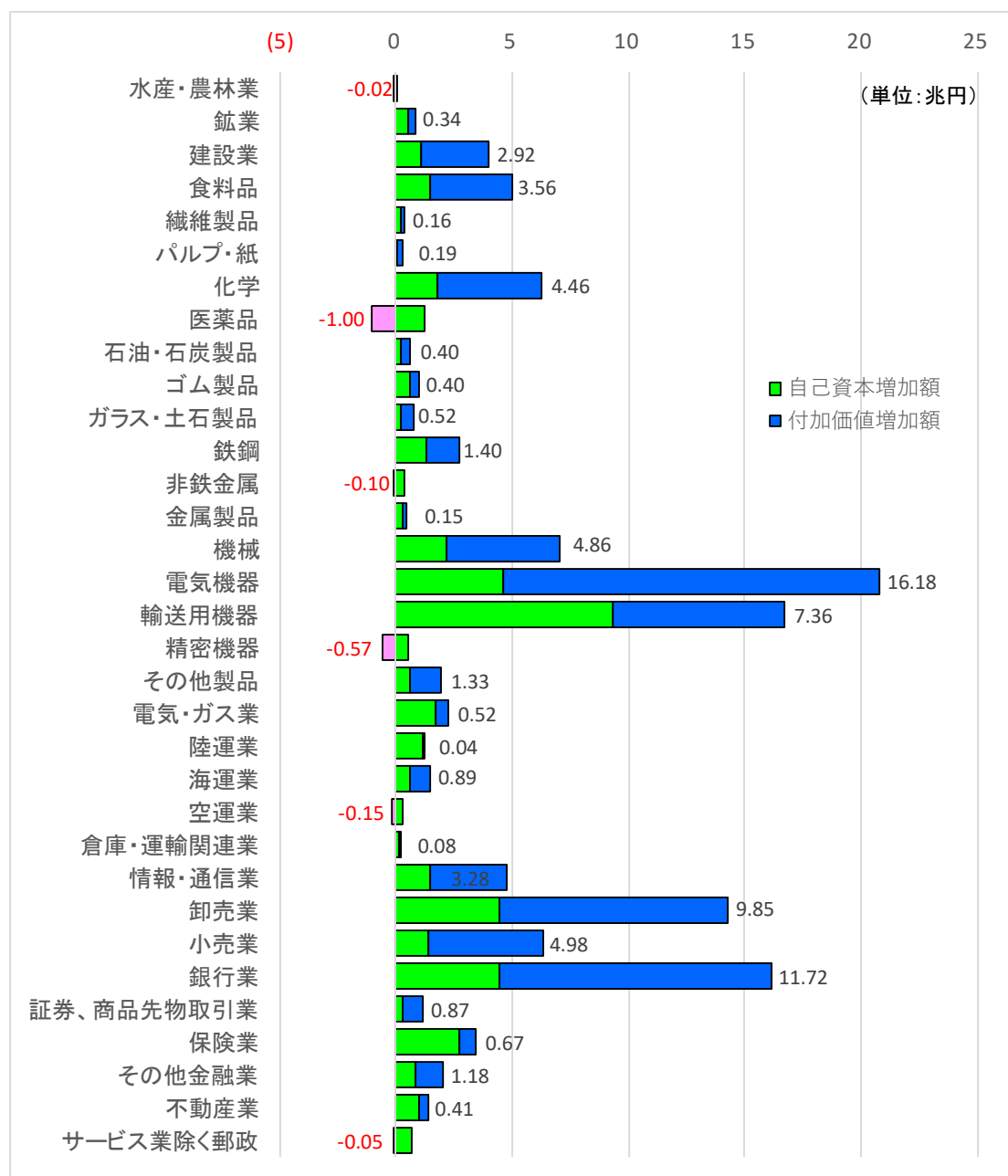
本図表では東証 33 業種分類に基づいてクラス分けをした。総計として、金融 4 業種・日本郵政を除いたもの（総計除く金融等）も計算した。

東証33業種	社数	自己資本時価総額		自己資本		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	42	7%	59	9%	-17	-3%
鉱業	5	865	37%	520	11%	345	8%
建設業	75	3,994	30%	1,069	7%	2,925	18%
食料品	67	5,000	20%	1,445	8%	3,556	20%
繊維製品	21	344	12%	187	5%	157	4%
パルプ・紙	10	294	23%	101	4%	193	7%
化学	123	6,262	15%	1,798	6%	4,465	14%
医薬品	34	245	1%	1,249	6%	-1,004	-5%
石油・石炭製品	6	590	21%	189	3%	402	7%
ゴム製品	11	1,035	22%	632	12%	403	8%
ガラス・土石製品	22	749	16%	233	4%	516	9%
鉄鋼	21	2,724	61%	1,326	14%	1,399	15%
非鉄金属	20	307	7%	406	6%	-99	-2%
金属製品	29	433	12%	285	6%	148	3%
機械	112	7,074	22%	2,212	9%	4,862	20%
電気機器	128	20,761	21%	4,581	8%	16,179	28%
輸送用機器	41	16,686	30%	9,331	14%	7,355	11%
精密機器	27	-43	0%	529	10%	-572	-11%
その他製品	37	1,948	14%	618	8%	1,330	16%
電気・ガス業	21	2,259	30%	1,739	12%	519	4%
陸運業	38	1,210	6%	1,170	7%	40	0%
海運業	5	1,486	44%	599	10%	887	15%
空運業	2	110	4%	261	16%	-151	-9%
倉庫・運輸関連業	13	201	18%	123	9%	78	5%
情報・通信業	181	4,796	7%	1,515	4%	3,281	8%
卸売業	126	14,288	40%	4,436	12%	9,853	26%
小売業	135	6,341	17%	1,360	7%	4,981	25%
銀行業	62	16,146	49%	4,425	6%	11,721	17%
証券、商品先物取引業	19	1,160	29%	291	4%	869	13%
保険業	8	3,413	24%	2,744	19%	669	5%
その他金融業	20	2,063	28%	887	10%	1,176	13%
不動産業	51	1,427	10%	1,017	8%	411	3%
サービス業除く郵政	154	682	2%	729	6%	-48	0%
日本郵政	1	593	16%	-1,475	-13%	2,068	18%
総計	1,631	125,485	19%	46,588	8%	78,897	14%
総計除く金融等	1,521	102,111	17%	39,717	9%	62,394	13%

[出所] FactSet データベースより筆者が計算。2023年第4四半期の前年同期比増加額、金額は10億円

総計で見ると、自己資本が 46.6 兆円増加した下で付加価値額が 78.9 兆円の増加となった結果、自己資本時価総額は 125.5 兆円の増加となった。

次の図では自己資本（投下資金）の増減額は薄緑色に、付加価値増加額は青色に着色した。ただし、付加価値額が減少している場合は青色の代わりに薄赤色に着色した。



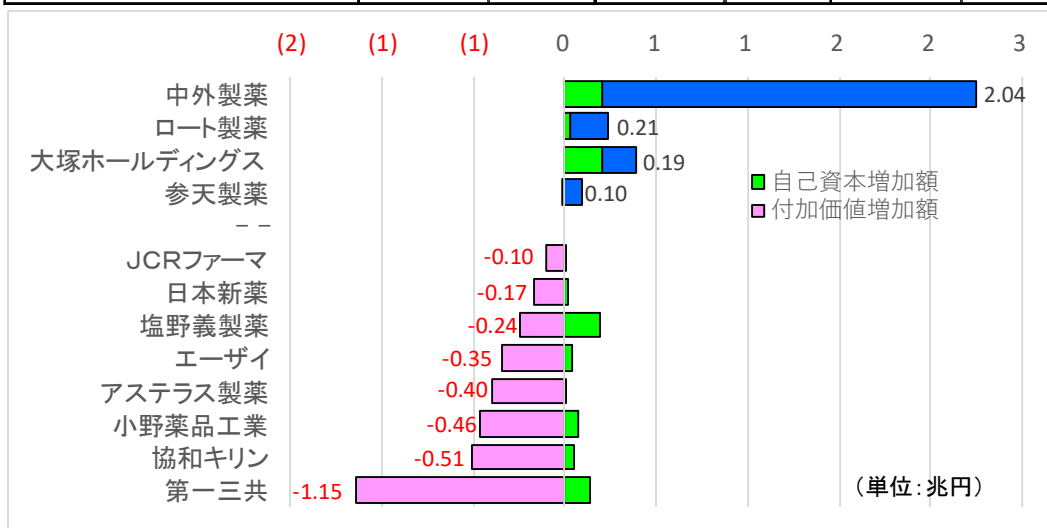
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期の前年同期比増加額

- 付加価値増加額が大きかったのは電気機器の 16.2 兆円、銀行業の 11.7 兆円、卸売業の 9.9 兆円、輸送用機器の 7.4 兆円であった。上位 3 業種は、自己資本の増加額を大きく上回る付加価値額の増加になっている。
- 輸送用機器は自己資本を 9.3 兆円増やしたにもかかわらず、付加価値が 7.4 兆円しか増えておらず、自己資本の増加部分の PBR は 1 割れだったことになる。
- 付加価値額が減少したのは▲1.00 兆円の医薬品を筆頭にして 6 業種だけだった。

以下では、特徴的な業種として医薬品、電気機器、輸送用機器、金融 4 業種・日本郵政の 4 業種について個別銘柄の付加価値増加状況を確認する。

【医薬品】（上位 4 社と下位 8 社）

医薬品	自己資本時価総額		自己資本		付加価値	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
中外製薬	2,244	39%	207	16%	2,037	153%
ロート製薬	240	46%	32	16%	208	104%
大塚ホールディングス	387	15%	198	9%	189	8%
参天製薬	94	23%	-1	0%	95	31%
--						
JCRファーマ	-93	-37%	6	12%	-99	-195%
日本新薬	-150	-28%	20	10%	-170	-88%
塩野義製薬	-52	-3%	192	19%	-245	-24%
エーザイ	-307	-12%	43	5%	-350	-43%
アステラス製薬	-395	-11%	3	0%	-398	-24%
小野薬品工業	-389	-23%	70	10%	-459	-65%
協和キリン	-459	-26%	49	6%	-509	-67%
第一三共	-1,011	-12%	136	9%	-1,146	-79%

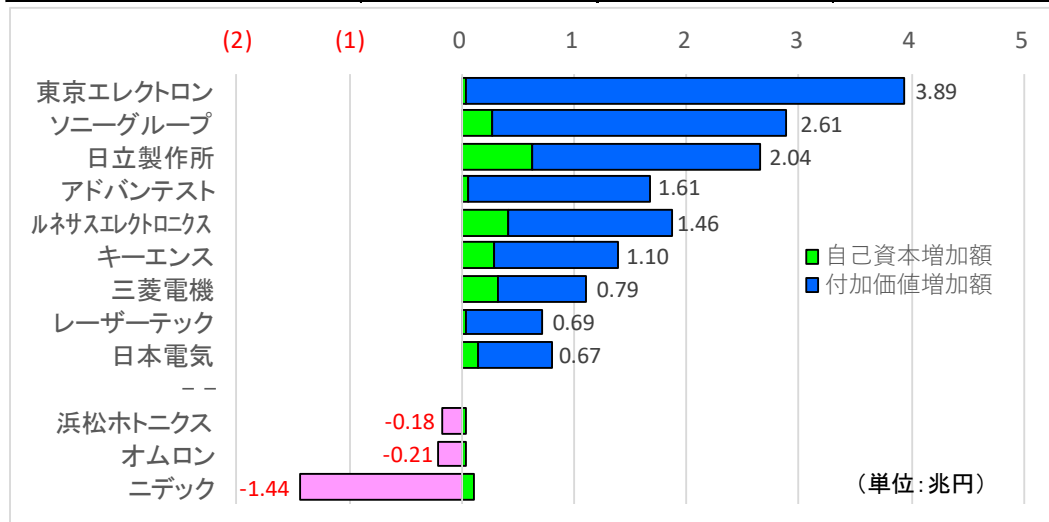


(注) 増加額は2023年第4四半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 付加価値増加額のトップは中外製薬の 2.0 兆円で 2 位以下の企業を大きく引き離していた。医薬品業の全 34 社の合計の付加価値増加額は▲1.0 兆円であった。中外製薬を除くと▲3.0 兆円となる。中外製薬は自己資本を 0.2 兆円増やして付加価値額はその 10 倍の 2.0 兆円増やしたことになる。
- 付加価値額を 2 千億円以上減らしたのは 6 社で、最も付加価値額を減らしたのは第一三共の▲1.2 兆円であった。第一三共の PBR は前年同期の 5.89 から 4.75 に低下したが高い水準を維持している。第一三共より PBR が高いのは中外製薬の 5.24 とセルソースの 5.82 だけである。

【電気機器】（上位 9 社と下位 3 社）

電気機器	自己資本時価総額		自己資本		付加価値	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
東京エレクトロン	3,940	62%	48	3%	3,892	263%
ソニーグループ	2,892	23%	278	4%	2,614	38%
日立製作所	2,661	41%	619	13%	2,042	43%
アドバンテスト	1,668	109%	61	18%	1,607	472%
ルネサスエレクトロニクス	1,877	84%	421	26%	1,456	89%
キーエンス	1,390	11%	292	12%	1,098	47%
三菱電機	1,112	40%	326	11%	786	26%
レーザーテック	716	37%	31	41%	686	917%
日本電気	812	63%	146	9%	667	43%
--						
浜松ホトニクス	-139	-13%	38	13%	-177	-63%
オムロン	-166	-12%	44	6%	-210	-29%
ニデック	-1,326	-29%	111	7%	-1,438	-96%

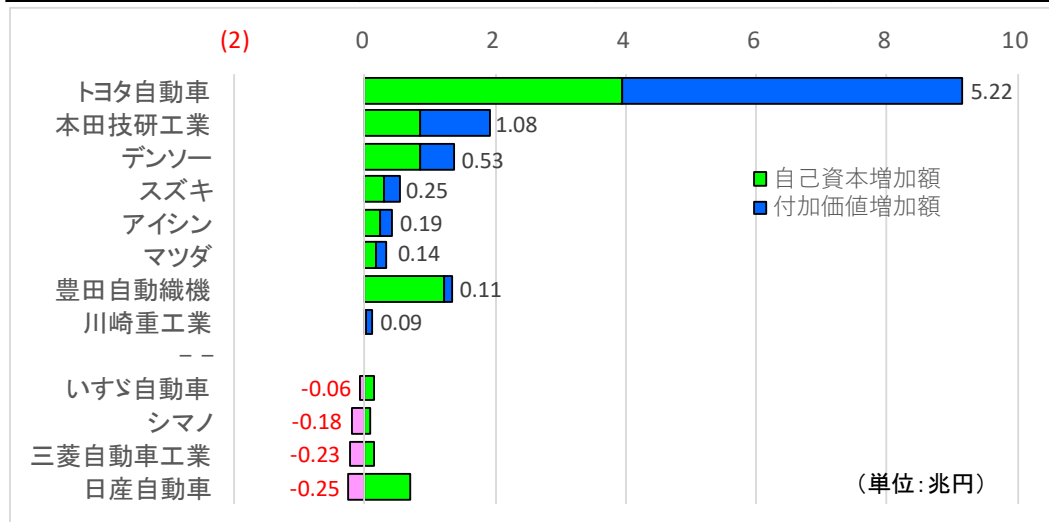


(注) 増加額は2023年第4四半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 電気機器では、付加価値増加額は東京エレクトロンの 3.9 兆円を筆頭に 1 兆円超が 6 社、1 千億円超が 19 社であった。付加価値額の減少についてはニデックの▲1.4 兆円が顕著であったが、2 番目のオムロンでも▲0.2 兆円と金額としては大きくない。
- 電気機器の全 128 社でみると付加価値増加額合計は 16.2 兆円で、上位 9 社（増加額が 6 千億円以上）の合計 14.9 兆円は 92% を占める。
- 電気機器で付加価値が増加したのは 79 社、減少したのは 49 社だった。
- PBR が 5 以上の会社は 4 社で、前年同期との比較では、レーザーテックが 26.0 から 25.3 に、アドバンテストが 4.48 から 7.95 に、東京エレクトロンが 4.28 から 6.72 に、キーエンスが 5.60 から 5.51 に変化した。各社とも高い PBR を維持している。

【輸送用機器】（上位 8 社と下位 4 社）

輸送用機器	自己資本時価総額		自己資本		付加価値	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
トヨタ自動車	9,158	34%	3,939	14%	5,219	19%
本田技研工業	1,924	35%	839	7%	1,085	9%
デンソー	1,376	26%	847	20%	529	12%
スズキ	550	24%	295	14%	255	12%
アイシン	426	42%	238	14%	189	11%
マツダ	323	50%	180	13%	143	10%
豊田自動織機	1,333	57%	1,228	33%	105	3%
川崎重工業	108	24%	18	3%	90	17%
--						
いすゞ自動車	92	7%	150	12%	-58	-5%
シマノ	-97	-5%	81	11%	-178	-24%
三菱自動車工業	-67	-8%	160	22%	-227	-31%
日産自動車	461	25%	710	14%	-249	-5%

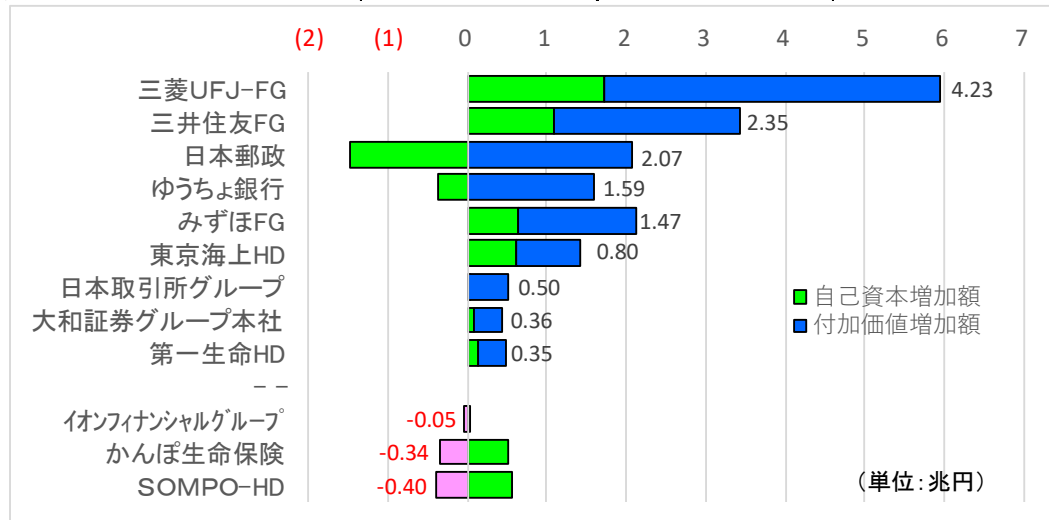


(注) 増加額は2023年第4四半期の前年同期と比較した額。表の金額は10億円、図の金額は兆円
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算

- 輸送用機器で付加価値増加が最も大きかったのはトヨタ自動車の 5.2 兆円であった。2 番目の本田技研工業も 1.1 兆円の増加であった。郵送用機器の全 41 社の付加価値増加額合計は 7.4 兆円で、この 2 社を除くと 1.1 兆円の増加にとどまる。
- 豊田自動織機は自己資本時価総額が 1.3 兆円増加しているが、その要因は自己資本が 1.2 兆円増加したことにより付加価値の増加は 0.1 兆円にとどまる。
- 付加価値額が減少した会社は 11 社で、減少額が大きかったのは日産自動車の▲0.3 兆円、三菱自動車の▲0.2 兆円、シマノの▲0.2 兆円だった。上位 2 社の付加価値増加額と比べると下位 3 社の減少額は小さい。
- 全 41 社のうち PBR の 1 超えは 7 社、1.5 超えは 2 社だけだった。PBR は前年同期と比べて、ジャムコが 3.53 から 2.85 に、シマノが 2.78 から 2.39 になっていた。

【金融4業種・日本郵政】（上位9社と下位3社）

金融4業種・日本郵政	自己資本時価総額		自己資本		付加価値	
	増加額	増加率	増加額	増加率	増加額	増加率
三菱UFJ-FG	5,953	66%	1,727	10%	4,226	25%
三井住友FG	3,438	56%	1,090	9%	2,348	19%
日本郵政	593	16%	-1,475	-13%	2,068	18%
ゆうちょ銀行	1,211	31%	-376	-4%	1,587	17%
みずほFG	2,117	50%	649	7%	1,469	16%
東京海上HD	1,411	26%	611	17%	800	22%
日本取引所グループ	509	50%	9	3%	500	160%
大和証券グループ本社	444	51%	82	6%	361	25%
第一生命HD	477	19%	122	4%	354	12%
--						
イオンフィナンシャルグループ [○]	-40	-13%	11	3%	-51	-12%
かんぽ生命保険	182	21%	520	24%	-338	-16%
SOMPO-HD	168	8%	569	31%	-401	-22%



(注) 増加額は2023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

- 付加価値額増加が最大だったのは三菱 UFJ-FG の 4.2 兆円であるが、他にも 4 社が 1 兆円以上の増加を達成した。三菱 UFJ-FG は自己資本も 1.7 兆円増やしており、自己資本時価総額は 6.0(5.95)兆円の増加となった。
- 日本郵政は自己資本を ▲1.5 兆円減らした中での付加価値 2.1 兆円の増加であったために自己資本時価総額の増加は 0.6 兆円にとどまった。
- PBR は三菱 UFJ-FG が前年同期の 0.54 から 0.81 に上げ、上位 5 社はすべて上昇しているが、いずれも 1 に達していない。
- 付加価値額減少のトップ 2 社は SOMPO-HD の ▲0.4 兆円とかんぽ生命の ▲0.3 兆円で、他は 0.1 兆円 (1 千億円) より小さい減少額だった。
- 全 110 社のうち付加価値が増加したのは 86 社、減少したのは 24 社である。

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確認した。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調べた。次の図表は、2022年第4四半期（2022年Q4）と2023年第4四半期（2023年Q4）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。

2023年第4四半期の東証プライム上場企業

2023年末の状態 年間変化	社数	2022年第4四半期			2023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	1,631	576.3	83.6	1.15	622.9	162.5	1.26	46.6	78.9
価値付加企業	878	273.9	207.9	1.76	301.2	259.6	1.86	27.3	51.6
価値付加増大	423	138.7	134.7	1.97	151.9	189.7	2.25	13.2	55.1
価値付加減少	343	59.5	79.9	2.34	64.3	59.0	1.92	4.9	-20.9
価値付加転換	112	75.6	-6.6	0.91	84.9	10.9	1.13	9.3	17.5
価値毀損企業	753	302.4	-124.3	0.59	321.7	-97.1	0.70	19.3	27.2
価値毀損転換	41	6.3	0.8	1.12	7.4	-0.6	0.92	1.0	-1.4
価値毀損減少	538	244.4	-109.3	0.55	258.1	-77.9	0.70	13.7	31.5
価値毀損増大	174	51.8	-15.7	0.70	56.3	-18.6	0.67	4.5	-2.8
2022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	807	204.5	215.3	2.05	223.6	248.1	2.11	19.1	32.7
価値毀損企業	824	371.8	-131.7	0.65	399.3	-85.5	0.79	27.5	46.2

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年および2023年の第4四半期、金額は兆円

2023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2023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1,631社であった。この1,631社を対象にして2022年と2023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。

2023年Q4の東証プライム全社集計では、投下資金（自己資本）が622.9兆円で付加価値額が162.5兆円となり、自己資本時価総額は785.4兆円（622.9+162.5兆円）であった。PBRは1.26である。2022年Q4の投下資金576.3兆円、付加価値額83.6兆円、自己資本時価総額659.9兆円、PBR1.15から改善した。投下資金が46.6兆円増加している中で付加価値額が78.9兆円増加した結果、自己資本時価総額は125.5兆円の増加となった。

2023年Q4で価値付加状態の企業は878社で、集計すると投下資金は301.2兆円、価値付加額は259.6兆円でPBRは1.86である。このうち423社で価値付加額が増加し（増加額55.1兆円）、343社で価値付加額が減少した（減少額20.9兆円）。2022年Q4の価値毀損状態から価値付加状態に転じた企業は112社（付加価値の増加額は17.5兆円）であった。

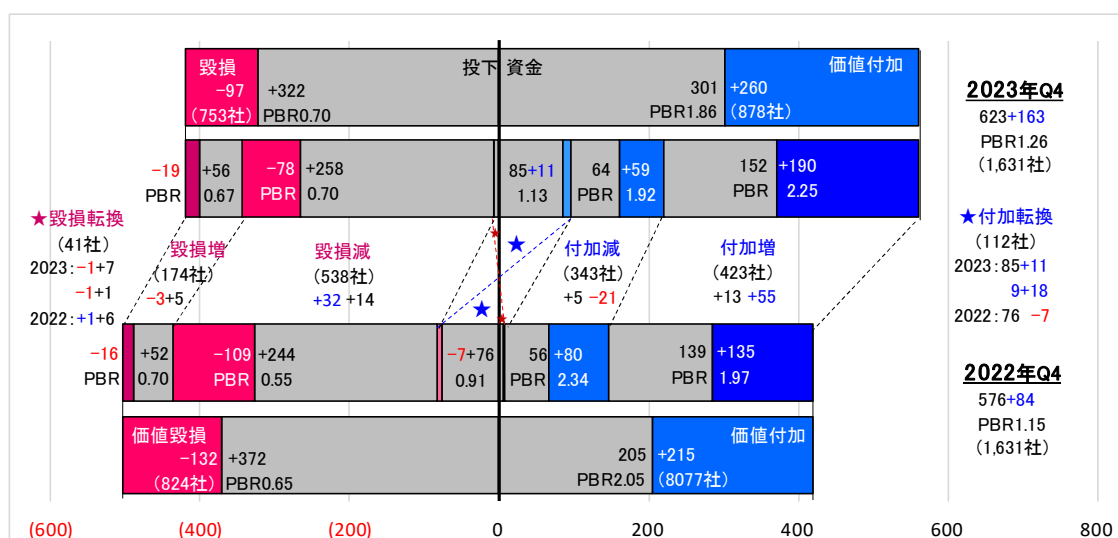
2023年Q4で価値毀損状態の企業は753社で、集計すると投下資金は321.7兆円であるが、そのうち97.1兆円の価値を毀損しておりPBRは0.70となっている。価値毀損額を増大

したのが174社（毀損増加額2.8兆円）、価値毀損額を減少させたのが538社であった（改善額31.5兆円）。2022年Q4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41社にとどまった（付加価値の減少額1.4兆円）。

なお、2022年Q4を起点として観察すると、価値付加企業は807社で付加価値額が215.3兆円であったが、2023年Q4には付加価値額が248.1兆円となり、32.7兆円増加している。PBRは2.05から2.11に改善した。一方、2022年Q4での価値毀損企業は824社で、価値毀損額が131.7兆円から85.5兆円と大幅に改善した。投下資金は27.5兆円増加したが、PBRは0.65から0.79へと改善している。

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2023年Q4の、下の二つは2022年Q4の付加価値状況を現わしている。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。

2023年第4四半期の東証プライム上場企業



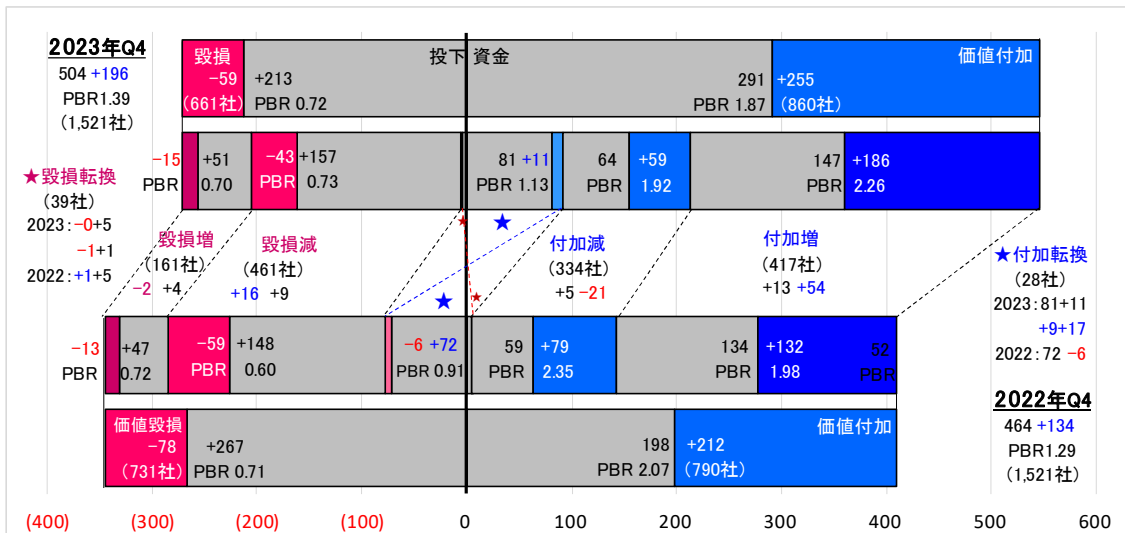
[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期の前年同期比増加額、金額は兆円

本稿で言及・配慮してきたように金融4業種と日本郵政は事業形態と価値付加・毀損状況が一般の事業会社と比べて特異な面がある。次ページでは一般企業（1,521社）と金融4業種・日本郵政（110社）に分けて付加価値状況遷移表を作成した。参考情報としてご活用いただきたい。なお、一般企業については遷移図も作成したが、金融4業種・日本郵政については、遷移図は見づらいものになるので本稿では提示しなかった。

東証プライム2023年末上場: 全社除く金融4業種・郵政

2023年末の状態 年間変化	社数	2022年第4四半期			2023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
プライム除く金融等	1,521	464.2	133.7	1.29	504.0	196.1	1.39	39.7	62.4
価値付加企業	860	265.0	205.1	1.77	291.3	254.9	1.87	26.3	49.8
価値付加増大	417	134.3	132.0	1.98	146.8	185.7	2.26	12.5	53.7
価値付加減少	334	58.9	79.4	2.35	63.8	58.5	1.92	4.8	-20.8
価値付加転換	109	71.8	-6.2	0.91	80.7	10.7	1.13	9.0	16.9
価値毀損企業	661	199.2	-71.4	0.64	212.6	-58.8	0.72	13.4	12.6
価値毀損転換	39	4.5	0.5	1.12	4.9	-0.4	0.91	0.5	-1.0
価値毀損減少	461	147.7	-58.9	0.60	156.8	-43.0	0.73	9.0	15.9
価値毀損増大	161	47.0	-13.1	0.72	50.9	-15.4	0.70	3.9	-2.3
2022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	790	197.7	211.9	2.07	215.5	243.8	2.13	17.8	31.9
価値毀損企業	731	266.5	-78.2	0.71	288.4	-47.7	0.83	21.9	30.5

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年および2023年の第4四半期、金額は兆円



東証プライム2023年末上場: 金融4業種・日本郵政

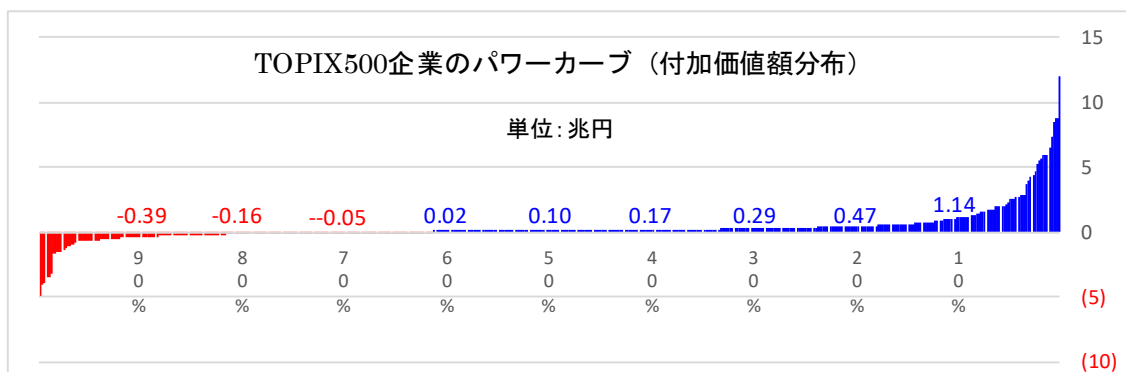
2023年末の状態 年間変化	社数	2022年第4四半期			2023年第4四半期			前年同期比増加額	
		投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値	PBR	投下資金	付加価値
金融4業種・郵政	110	112.1	-50.1	0.55	119.0	-33.6	0.72	6.9	16.5
価値付加企業	18	8.8	2.8	1.32	9.8	4.7	1.48	1.0	1.9
価値付加増大	6	4.4	2.7	1.61	5.1	4.1	1.80	0.7	1.4
価値付加減少	9	0.5	0.6	2.06	0.6	0.4	1.76	0.0	-0.1
価値付加転換	3	3.9	-0.4	0.90	4.2	0.2	1.05	0.3	0.6
価値毀損企業	92	103.3	-52.9	0.49	109.1	-38.3	0.65	5.9	14.6
価値毀損転換	2	1.9	0.2	1.11	2.4	-0.2	0.92	0.6	-0.4
価値毀損減少	77	96.6	-50.4	0.48	101.3	-34.9	0.66	4.7	15.5
価値毀損増大	13	4.8	-2.7	0.44	5.4	-3.2	0.41	0.6	-0.5
2022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	17	6.8	3.5	1.51	8.1	4.3	1.53	1.3	0.8
価値毀損企業	93	105.3	-53.5	0.49	110.9	-37.9	0.66	5.6	15.7

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2022年および2023年の第4四半期、金額は兆円

Ⅲ. 日米欧主要企業の付加価値額比較

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2023年第4四半期である。対象企業は500社程度とし、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などから、実際の対象企業は、日本は494社¹⁸、米国は464社、欧州は594社となっている。

1) 日本主要企業の付加価値額分布



(10億円)	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
0%	--	7,348	5,699	4,246	2,807	2,521	2,065	1,684	1,506	1,248
10%	1,139	1,036	864	794	681	635	617	578	530	508
20%	471	446	432	416	386	365	342	331	322	311
30%	288	280	267	253	237	212	198	187	184	173
40%	169	165	153	150	140	135	127	117	113	105
50%	95.2	84.4	75.4	68.4	62.1	56.7	50.3	40.1	27.5	23.2
60%	15.2	2.36	-4.01	-8.13	-15.6	-22.3	-27.1	-34.9	-39.1	-48.8
70%	-51.1	-58.6	-64.5	-69.1	-79.2	-88.6	-96.6	-114	-123	-145
80%	-158	-166	-185	-196	-215	-238	-248	-280	-310	-326
90%	-389	-440	-465	-498	-599	-661	-739	-1,172	-1,560	-3,538

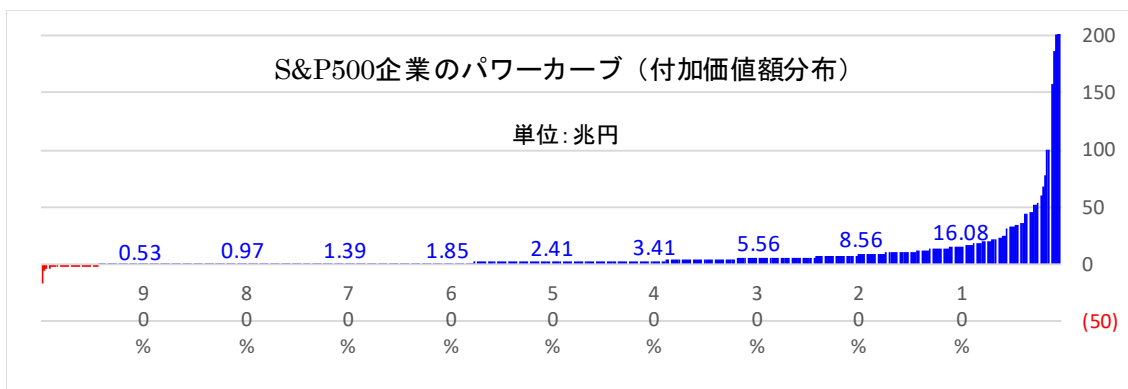
順位	コード	社名	価値毀損	順位	コード	社名	価値付加
10	9501	東京電力HD	-1.56	1	6861	キーエンス	11.93
9	1605	INPEX	-1.59	2	9983	ファーストリテイリング	8.81
8	7181	かんぽ生命保険	-1.64	3	8035	東京エレクトロン	8.75
7	8411	みずほFG	-3.21	4	6758	ソニーグループ	8.52
6	8306	三菱UFJ-FG	-3.48	5	4661	オリエンタルランド	7.29
5	7201	日産自動車	-3.52	6	4519	中外製薬	6.51
4	7182	ゆうちょ銀行	-3.93	7	4568	第一三共	5.98
3	8316	三井住友FG	-4.09	8	6098	リクルートHD	5.92
2	7267	本田技研工業	-4.88	9	9434	ソフトバンク	5.91
1	6178	日本郵政	-5.54	10	4063	信越化学工業	5.68

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、金額は中段の表が10億円、下段の表は兆円

- 東証プライム全社でも TOPIX500 ベース主要 494 社でも、価値付加の上位 10 社と下位 10 社（価値毀損上位 10 社）は同じである。

¹⁸ 2023年12月29日時点の TOPIX500 は 498 社だが、スタンダード企業 3 社とデータ欠損があった 1 社を除いて 494 社になった。

2) 米国主要企業の付加価値額分布



(10億円)	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
0%	--	168,180	65,782	45,680	35,944	32,772	24,328	21,206	19,147	17,379
10%	16,082	14,826	13,526	13,148	12,072	11,109	10,777	10,298	9,672	8,937
20%	8,561	7,923	7,458	7,169	6,799	6,548	6,318	6,042	5,817	5,688
30%	5,559	5,369	5,167	5,056	4,694	4,533	4,256	4,031	3,712	3,561
40%	3,411	3,217	3,121	3,026	2,898	2,825	2,717	2,638	2,587	2,491
50%	2,410	2,345	2,283	2,246	2,165	2,147	2,110	2,039	1,930	1,892
60%	1,846	1,825	1,758	1,727	1,657	1,597	1,543	1,506	1,471	1,412
70%	1,392	1,368	1,333	1,268	1,236	1,202	1,168	1,128	1,085	1,022
80%	968	868	828	784	735	698	663	643	617	579
90%	530	442	324	136	42.9	-28.7	-116	-271	-1,231	-2,295

順位	社名	価値毀損	順位	社名	価値付加
10	Kraft Heinz Company	-1.14	1	Apple Inc.	406.67
9	Citizens Financial Group, Inc.	-1.27	2	Microsoft Corporation	356.88
8	Viatis, Inc.	-1.37	3	Alphabet Inc. Class A	201.66
7	Capital One Financial Corp	-1.91	4	Amazon.com, Inc.	186.19
6	Truist Financial Corporation	-1.96	5	NVIDIA Corporation	158.48
5	Paramount Global Class B	-2.00	6	Tesla, Inc.	100.24
4	Warner Bros. Discovery, Inc. Series	-2.85	7	Meta Platforms Inc Class A	99.79
3	Bank of America Corp	-4.28	8	Eli Lilly and Company	78.30
2	General Motors Company	-4.44	9	Visa Inc. Class A	68.00
1	Citigroup Inc.	-15.64	10	UnitedHealth Group Incorporated	60.62

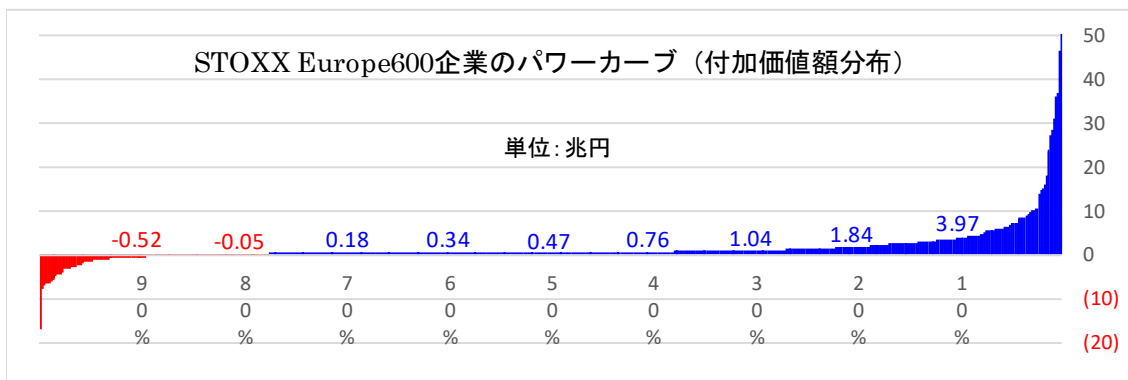
(注) 縦軸の上限値の関係で上位3社の棒グラフの一部が未表示になっている

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期、金額は中段の表が10億円、下段の表は兆円

- 米国企業の付加価値額の大きさは圧倒的である。いわゆる Magnificent 7 が上位 7 社を占める。全 464 社¹⁹のうち価値付加が 438 社で、価値毀損は 26 社だけであった。
- 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、これは米国第 3 位の Apple 1 社とほとんど同じである。
- 日本の価値付加額 1 位企業のキーエンスは S&P500 企業の中では上から 14% (66 位) の位置に過ぎない。
- 一方、価値毀損の上位 10 社では銀行が 5 社 (順位 1,3,6,7,9)、放送関係が 2 社 (順位 4,5) あったのが特徴的である。

¹⁹ S&P500 の 500 社のうち自己資本がマイナスの企業 36 社を除いた結果、464 社になった。

3) 欧州主要企業の付加価値額分布



(10億円)	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
0%	--	28,510	15,211	10,269	8,416	7,106	6,171	5,595	4,620	4,236
10%	3,970	3,574	3,343	3,220	2,954	2,782	2,614	2,549	2,310	2,015
20%	1,837	1,757	1,653	1,549	1,453	1,393	1,337	1,223	1,162	1,098
30%	1,038	1,020	978	953	908	886	861	836	798	781
40%	758	703	658	618	611	579	555	522	503	484
50%	470	454	439	434	424	398	382	374	365	352
60%	343	334	324	294	277	262	251	239	223	201
70%	183	164	149	127	104	65	30	16	-10	-37
80%	-52	-80	-111	-148	-176	-217	-281	-310	-382	-421
90%	-517	-596	-695	-818	-1,067	-1,373	-2,445	-3,058	-4,484	-6,306

順番	国	社名	価値毀損	順番	国	社名	価値付加
10	NL	ArcelorMittal SA	-5.03	1	DK	Novo Nordisk A/S Class B	62.77
9	GB	HSBC Holdings Plc	-5.45	2	FR	LVMH Moet Hennessy Louis	46.50
8	ES	Banco Santander, S.A.	-5.65	3	CH	Nestle S.A.	37.06
7	GB	Vodafone Group Plc	-6.00	4	NL	ASML Holding NV	35.95
6	DE	Porsche Automobil Holding	-6.30	5	FR	L'Oreal S.A.	31.07
5	GB	Barclays PLC	-6.43	6	FR	Hermes International SCA	28.38
4	DE	Deutsche Bank AG	-6.51	7	CH	Roche Holding Ltd	27.42
3	FR	BNP Paribas S.A. Class A	-6.93	8	GB	AstraZeneca PLC	24.06
2	FR	Societe Generale S.A. Class	-7.73	9	CH	Novartis AG	23.46
1	DE	Volkswagen AG Pref	-17.04	10	DE	SAP SE	18.21

(注) 縦軸の上限値の関係で上位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。2023年第4四半期、金額は中段の表が10億円、下段の表は兆円

- 欧州企業の付加価値状況は米国に比べれば見劣るが日本企業と比べれば良好である。全 594 社²⁰のうち価値付加が 78% (461 社) で価値毀損は 22% (133 社) だった。
- 日本の価値付加額 1 位企業のキーエンスは上から 2.5% (15 位) の位置になる。
- 価値付加上位には製薬会社が 4 社 (順番 1,7,8,9) とフランスの高級消費財企業 2 社 (ルイ・ヴィトンとエルメス) が並ぶ。上位 10 社に入るテクノロジー企業はオランダの半導体関連 ASML1 社だけだった。
- 価値毀損の上位 10 社には銀行が 6 社 (順番 2,3,4,5,8,9) で、他には旧来型自動車が 2 社と鉄鋼と通信会社が各 1 社であった。

²⁰ STOXX Europe600 の 600 社のうち自己資本がマイナスの企業が 4 社、データ欠損が 2 社あった。

巻末補足資料

(目次)

- 【#01】：基礎データの取り扱いに関する留意点
- 【#02】：月末データの四半期平均算出方法
- 【#03】：業種水準調整後 PBR の計算例
- 【#04】：トヨタ自動車の BPS および自己資本時価総額
- 【#05】：アナリストによる優良開示評価の 3 段階格付け
- 【#06】：英文情報開示の 6 段階格付け
- 【#07】：GPIF 統合報告書の 3 段階格付け
- 【#08】：付加価値額の理論的な意味

【#01】：基礎データの取り扱いに関する留意点

FactSet データベースから、銘柄ごとに株価 (P)、自己株式を除く発行済株式数 (N)、自己資本 (BV)、PBR の4項目のデータを取得した。

これらのデータの間には $PBR = P \div (BV/N)$ という関係が成り立つはずだが、PBR と $P \div (BV/N)$ が一致しないケースが稀にあった。これは N、BV、PBR のデータ更新時点のずれが原因だと思われる。いくつかのケースを検証し、PBR と $P \div (BV/N)$ が 0.005 以上乖離した場合は、 $PBR = P \div (BV/N)$ となるように BV の値を修正した。

【#02】：月末データの四半期平均算出方法

第4四半期の平均 PBR (\overline{PBR}) は、自己資本時価総額 (\overline{MV}) の第4四半期平均を自己資本 (\overline{BV}) の第4四半期平均で割り算をして算出している。

9月末、10月末、11月末、12月末を時点 1、2、3、4 として、各時点 t での自己資本を BV_t 、自己資本時価総額を MV_t とする。なお、 MV_t は株価 × 自己株式を除く発行済株式数と定義した。通常の株式時価総額は株価 × 発行済株式数と計算するためはやや小さい値になるが、PBR に使われる BPS (一株当たり自己資本) は自己資本を自己株式を除く発行済株式数で除したものであるため、整合性を取るために、このように定義した。

各月末の PBR を PBR_t とすると次式のとおり。

$$PBR_t = \frac{MV_t}{BV_t}$$

ここで、ウェイト ω_t を、 $\omega_1 = 1/6$ 、 $\omega_2 = \omega_3 = 2/6$ 、 $\omega_4 = 1/6$ とする。

$$\overline{BV} = \text{平均自己資本 } BV = \sum_{t=1}^4 \omega_t BV_t \quad , \quad \overline{MV} = \text{平均自己資本時価総額 } MV = \sum_{t=1}^4 \omega_t MV_t$$

$$\overline{PBR} = \text{平均 PBR} = \frac{\overline{MV}}{\overline{BV}}$$

ここで、 \overline{PBR} は次のように式変形することができ、毎月の PBR_t の加重平均である。

$$\overline{PBR} = \frac{\overline{MV}}{\overline{BV}} = \frac{\sum_{t=1}^4 \omega_t MV_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s BV_s} = \sum_{t=1}^4 \left(\frac{\omega_t MV_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s BV_s} \right) = \sum_{t=1}^4 \left(\frac{\omega_t BV_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s BV_s} \times \frac{MV_t}{BV_t} \right) = \sum_{t=1}^4 (\Omega_t \times PBR_t)$$

$$\text{ここで、} \Omega_t = \frac{\omega_t BV_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s BV_s}$$

Ω_t は ω_t とは必ずしも一致しないが、この4ヵ月の間に自己資本が変化していなければ、

$$\Omega_t = \frac{\omega_t BV_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s BV_s} = \frac{\omega_t}{\sum_{s=1}^4 \omega_s} = \frac{\omega_t}{1} = \omega_t$$

となって一致する。

【#03】：業種水準調整後 PBR の計算例

次の一覧表は業種ごとの PBR の単純平均値と分布状況をまとめたものである。分布状況は 50%tile 値である中央値を含めて 5 つの %tile 値で表現している。

業種名	銘柄数	PBR 平均値	PBR分布				
			5%tile	25%tile	中央値	75%tile	95%tile
水産・農林業	6	1.378	0.729	0.856	1.044	1.210	2.875
鉱業	5	0.621	0.560	0.610	0.619	0.632	0.685
建設業	75	1.040	0.550	0.763	0.913	1.097	1.860
食料品	68	1.626	0.574	0.868	1.161	1.704	3.746
繊維製品	21	1.034	0.374	0.590	0.765	0.898	2.948
パルプ・紙	10	0.582	0.345	0.392	0.578	0.731	0.893
化学	123	1.265	0.459	0.637	0.873	1.539	3.425
医薬品	34	1.750	0.552	0.854	1.180	1.958	4.921
石油・石炭製品	6	0.640	0.379	0.565	0.602	0.799	0.890
ゴム製品	11	0.857	0.592	0.670	0.806	1.017	1.254
ガラス・土石製品	22	1.080	0.541	0.669	0.862	1.113	3.018
鉄鋼	22	0.659	0.356	0.533	0.659	0.757	0.989
非鉄金属	21	0.916	0.496	0.606	0.675	0.914	2.460
金属製品	29	0.909	0.305	0.499	0.660	1.112	1.629
機械	112	1.252	0.450	0.695	1.046	1.420	2.789
電気機器	129	1.605	0.498	0.791	1.063	1.682	3.434
輸送用機器	41	0.797	0.379	0.545	0.698	0.849	1.326
精密機器	27	1.757	0.571	0.780	1.184	2.144	5.053
その他製品	37	1.518	0.608	0.796	1.158	2.002	3.700
電気・ガス業	21	0.687	0.399	0.532	0.635	0.764	1.351
陸運業	39	1.460	0.629	0.886	1.170	1.439	2.685
海運業	5	0.784	0.693	0.729	0.736	0.794	0.942
空運業	2	1.402	1.386	1.393	1.402	1.411	1.418
倉庫・運輸関連業	13	0.969	0.439	0.552	0.849	1.250	1.751
情報・通信業	182	3.382	0.762	1.428	2.479	4.138	8.042
卸売業	126	1.233	0.567	0.776	0.939	1.277	2.766
小売業	135	2.711	0.605	0.977	1.665	3.033	8.004
銀行業	67	0.453	0.238	0.302	0.381	0.525	0.796
証券、商品先物取引業	19	1.106	0.617	0.699	0.806	1.049	2.602
保険業	9	2.297	0.560	0.916	1.136	1.619	6.964
その他金融業	20	1.609	0.611	0.823	0.871	1.465	4.458
不動産業	51	1.717	0.541	0.880	1.094	1.824	5.440
サービス業	159	3.302	0.742	1.378	2.196	3.853	9.903
日本郵政	1	0.435	0.435	0.435	0.435	0.435	0.435
全社	1648	1.801	0.420	0.731	1.079	1.997	5.225

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年第4四半期

全 1,648 社の中央値は 1.079 である。ある輸送用機器の企業の PBR が 0.825 だとしよう。輸送用機器業種の中央値は 0.698 だから、この企業の業種水準調整後 PBR は、

$$\begin{aligned} \text{PBR} &= \text{全体の PBR 中央値} + (\text{当該企業の PBR} - \text{当該企業が属す業種の PBR 中央値}) \\ &= 1.079 + (0.825 - 0.698) = 1.206 \quad \text{と計算されて、1.206 となる。} \end{aligned}$$

【#04】：トヨタ自動車のBPSおよび自己資本時価総額

下表では、まず、Yahoo!ファイナンスと日本経済新聞のホームページから2月9日相場終了後に取得した情報を掲載し、次いで、不足する情報を決算短信（2024年3月期の第3四半期、2024年2月6日リリース）で補っている。

7203トヨタ自動車	Yahoo 2024/2/9	日本経済新聞 2024/2/9	決算短信24Q3 2024/2/6
掲載情報			
①株価	3,323	3,323	
②時価総額(百万円)	54,214,703	54,214,703	
③発行済株式数(百万株)	16,314.987	16,314.987	16,314.987
⑥自己株式(百万株)	--	--	2,829.137
⑦自己株式除く発行済株式数	--	--	13,485.851
⑧自己資本(百万円)	--	--	32,561,697
④PBR	1.38	1.37	
⑤BPS(円)	2,414.51	--	
検証(計算)			
PBR(①/⑤)	1.376	--	
間違った自己資本の計算(②/④)	39,286,017	39,572,776	
BPS(円:⑧/⑦)			2,414.51
時価総額(百万円:①×③)			54,214,703
自己資本時価総額(百万円:①×⑦)			44,813,482
資本の部			
資本金			397,050
資本剰余金			494,286
利益剰余金			31,726,790
その他の資本の構成要素			3,871,068
自己株式			▲ 3,927,497
親会社の所有者に規則する持分合計			32,561,697
非支配持分			962,269
資本合計			33,523,966

「トヨタの時価総額が54兆円」というのは、①株価に③発行済株式数を乗じた結果である。これとPBRの1.376倍は整合していない。BPSは⑧自己資本32.56兆円を、③発行済株式数で除したのではなく、⑦自己株式除く発行済株式数で除したものである(2,414.51円になる)。なお、自己資本は資本の部で自己株式と非支配持分を除いたものである。自己資本の時価評価という意味では、①株価に⑦自己株式除く発行済株式数を乗じた数字を使うべきで、ここでは44.8兆円となる。

【#05】：アナリストによる優良開示評価の3段階格付け

「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」では対象企業を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100点満点での総合評価点を付与している²¹。2023年度は機械セクターが評価中止となっており、対象企業は17セクターの279社となっている。

本稿では「銀行」と「保険・証券・その他金融」の2セクターを除いた15セクター257社を対象とし、セクター毎に所属企業の総合評価点の平均値と標準偏差を計算した。その上で次式に従って各社のZスコアを算出した。

$$Z \text{ スコア} = \frac{\text{企業の総合評価点} - \text{セクター平均値}}{\text{セクター標準偏差}}$$

次に全257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。なお、257社のうち伊藤忠テクノソリューションズ（コード4739）が2023年12月1日をもって上場廃止となったため対象企業は256社に減っている。

【#06】：英文情報開示の6段階格付け

東証はホームページで上場企業毎に、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²²。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て、40点未満から100点満点まで6段階にクラス分けした。

点数付けの具体的な方法は以下のとおりである。

東証は2023年6月から7月まで海外投資家にアンケートを行い、7つの開示資料の英文化の必要性を調査した²³。開示資料ごとに「必須」、「必要」、「有用」、「不要」の4つから選択してもらっている。例えば、決算短信に対する回答は順に72%、16%、11%、1%であり、最も「必須」が多かったのは決算短信であった。

この回答比率を利用して各開示資料の重要度を、2×「必須」回答比率+1×「必要」回答比率として点数化した。決算短信が最高点の160%になり、最も低い点は計算書類の125%であった。企業別の英文開示度は、英文開示している資料の重要度点数を合計したものとした。7種類の開示資料すべてを英文化している場合は981%で、すべて英文化していない場合は0%である。この981%が100点になるよう規格化したものを英文開示度

²¹ 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。

²² 2023年10月31日時点の一覧表を取得し、本稿の分析で利用した。

²³ 東京証券取引所、「プライム市場における英文開示の拡充について」、2023年10月11日

としている。プライム企業の場合は 0 点が 21 社、60 点台が 2 社と少なく、満点は 151 社であったが、90 点台は 1 社もなかった。各格付けの定義は次のとおり。

AAA : 満点、 AA : 80 点台、 A : 70 点台、
BBB : 50-60 点台、 BB : 40 点台、 B : 40 点未満 1 点以上

なお、本文での付加価値状況図表では金融等を除く 1,582 社のうち 0 点となっている 18 社は対象外としている。満点の AAA も金融等を除くと 140 社になっている。

【#07】: GPIF 統合報告書の 3 段階格付け

GPIF からの 2023 年度の依頼では、委託株式運用機関は「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」として各々 70 社と 100 社を選んでいる²⁴。本稿では「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て、4 点以上の企業を AAA 格、3 点ないし 2 点の企業を AA 格、1 点の企業を A 格とした。AAA 格は 24 社、AA 格は 46 社、A 各は 59 社となった。

²⁴ 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」、2024 年 2 月 21 日

【#08】：付加価値額の理論的な意味²⁵

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2020－2021年版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

²⁵ 本節は前回レポート「図表で見る日本企業の価値創造（2021-2022年）」の補足資料2.の再掲である。

て株式資本コスト r_e で除したものをウエイト ω_1 や ω_2 などで加重平均したものと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。

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

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。この手法を剰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 (EP : 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 EP モデルは次のようになる。

$$P = B_0 + \omega_1 \left(\frac{EP_1}{r_w} \right) + \omega_2 \left(\frac{EP_2}{r_w} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{EP_N}{r_w} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{EP_{N+1}}{r_w - g} \right) \quad (8)式$$

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

(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。

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

株式価値 モデル	資本 コスト	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%
EP	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る。

以上