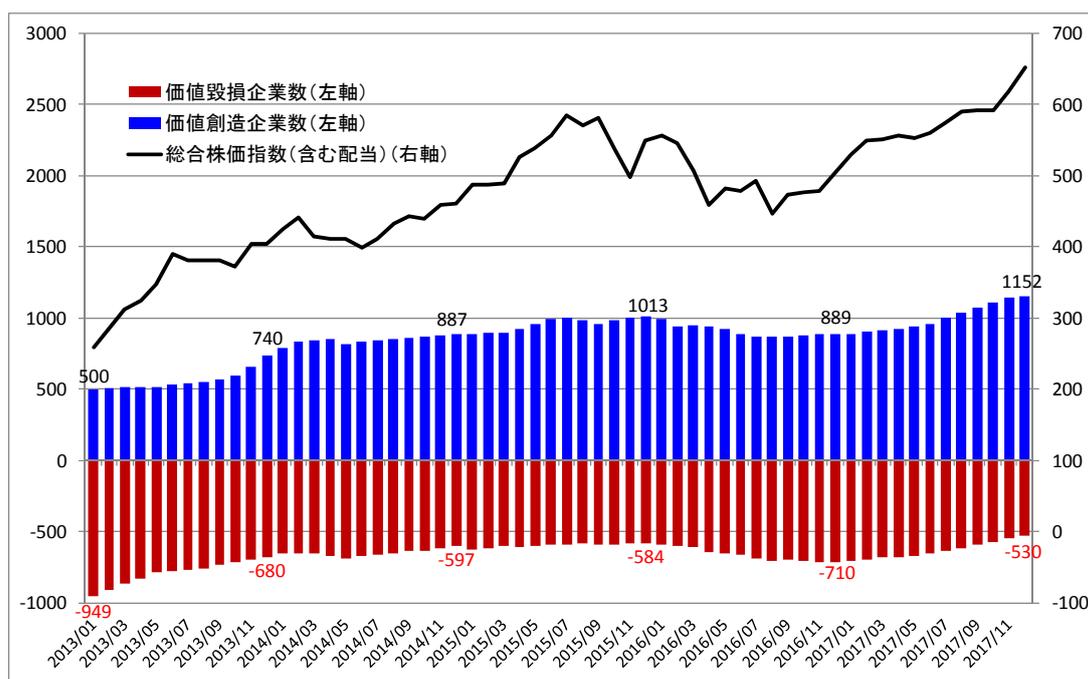


## 価値創造企業と価値毀損企業

別途解説した通り、株価純資産倍率 PBR が 1 を超えた分が、投資家が判断した当該企業の価値創造量である。逆に  $PBR - 1$  が負の場合、その分だけ価値が毀損されていると投資家が判断していることになる。それゆえに  $PBR - 1$  は経営者の通信簿と言えよう。

それでは、現在の東証一部上場企業には、どの程度、価値創造企業があり、価値毀損企業があるのだろうか。株価は毎日変動しており、日々、PBR が 1 を上回ったり下回ったりしている企業もあるだろう。そこで、過去 1 年間に一度も PBR が 1 を下回ったことがない企業を「価値創造企業」とし、一度も PBR が 1 を上回ったことがない企業を「価値毀損企業」と定義してみることにする。より具体的には NEEDS-Financial Quest データベースの月次平均 PBR データを用いて当月を含む過去 12 ヶ月の値で判定した。対象母集団は 2018 年 1 月現在の東証一部上場銘柄のうち REIT（投資法人）を除いたものとした。これらの銘柄について、2013 年 1 月から 2017 年 12 月まで、価値創造企業と価値毀損企業を数えてみた結果を図表 1 に示した。

図表 1 東証一部における価値創造企業数と価値毀損企業数の推移



(注) 価値毀損企業数はマイナス表示している

2017 年 12 月においては母集団 2,060 銘柄のうち、価値創造企業は 1,152 社 (55.9%)、価値毀損企業は 530 社 (25.7%) で、どちらにも属さない境界企業は 378 社 (18.3%) であった。図表 1 にはラッセル野村日本株総合指数 (含む配当) の推移も掲載した。株価が低迷していた 2013 年 1 月では、価値創造企業が 500 社に対して価値毀損企業が 949 社もあったが、株価水準が切り上がるにつれて、価値創造企業が増え、価値毀損企業が減っていった様子が見てとれよう。2015 年から 2016 年にかけての相場低迷の影響で若干の揺り戻しがあったが、その後回復し、2017 年 12 月は過去 5 年間で最も良好な状況になっている。

次に図表2は価値創造企業と価値毀損企業の業種別分布状況を確認してみたものである。

企業数が20以上あり、価値毀損企業が価値創造企業より多い業種は、繊維、鉄鋼業、商社、銀行、倉庫の5つであった（電力・ガスは19社であるが、ここも価値毀損企業の方が多い）。これらの中で突出しているのは銀行である。86行のうち価値創造はわずか3行にすぎない。3行の具体名をあげると、あおぞら銀行、スルガ銀行、セブン銀行であった。

図表2 業種別にみた価値創造企業と価値毀損企業（2017年12月）

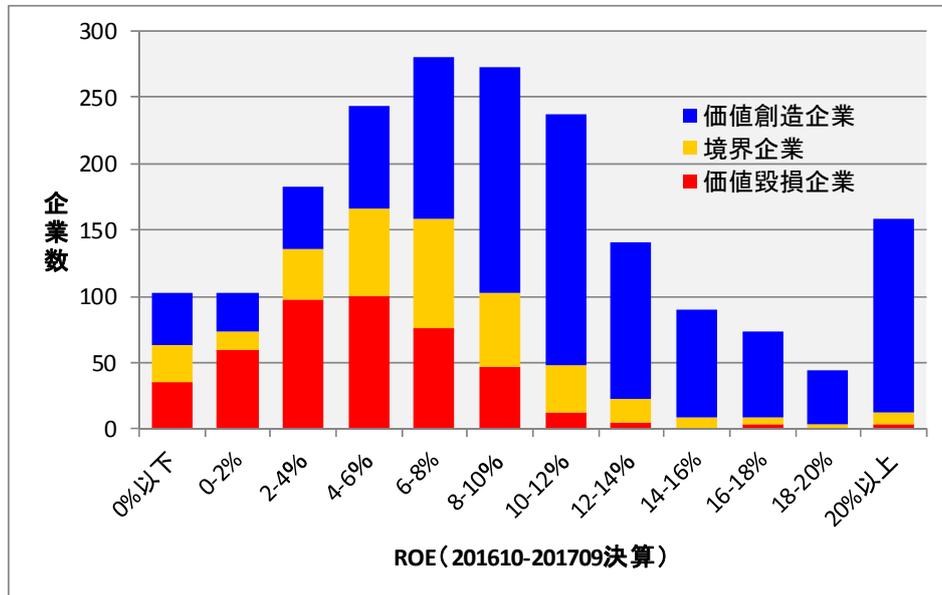
NEEDS業種中分類 (一部を統合)	企業数	企業数			構成比(%)		
		価値創造	境界	価値毀損	価値創造	境界	価値毀損
水産	7	5	2	0	71%	29%	0%
鉱業	7	0	2	5	0%	29%	71%
建設	100	43	37	20	43%	37%	20%
食品	80	61	9	10	76%	11%	13%
繊維	33	8	11	14	24%	33%	42%
パルプ・紙	12	4	3	5	33%	25%	42%
化学	134	77	28	29	57%	21%	22%
医薬品	41	36	3	2	88%	7%	5%
石油、ゴム	20	9	3	8	45%	15%	40%
窯業	32	12	10	10	38%	31%	31%
鉄鋼業	32	3	6	23	9%	19%	72%
非金属および金属製品	64	24	18	22	38%	28%	34%
機械	135	73	33	29	54%	24%	21%
電気機器、造船	163	88	44	31	54%	27%	19%
自動車・自動車部品等	61	24	18	19	39%	30%	31%
精密機械	32	20	7	5	63%	22%	16%
その他製造業	57	32	7	18	56%	12%	32%
商社	180	66	39	75	37%	22%	42%
小売業	147	91	24	32	62%	16%	22%
銀行	86	3	2	81	3%	2%	94%
証券、保険、その他金融業	56	23	15	18	41%	27%	32%
不動産	64	34	18	12	53%	28%	19%
鉄道・バス	23	21	1	1	91%	4%	4%
陸運、海運、空運	31	12	7	12	39%	23%	39%
倉庫	23	6	5	12	26%	22%	52%
通信	22	15	0	7	68%	0%	32%
電力、ガス	19	7	3	9	37%	16%	47%
サービス業	399	355	23	21	89%	6%	5%
合計	2060	1152	378	530	56%	18%	26%

銀行を除くと、多くの業種で濃淡はあるものの、価値創造、境界、価値毀損の企業が比較的万遍なく分布している。このため、これら企業を構成銘柄とする3種類の株価指数（価値創造企業指数、価値境界企業指数、価値毀損企業指数）を作ってみたらどうか。スチュワードシップコードのフォローアップ会議で、パッシブ運用のエンゲージメントを効果的に行うために、TOPIXより銘柄数を絞った新しいベンチマーク指数を開発したらどうかという提案が何度か行われていたが、これらの3種類の株価指数は一つの答えになるかもしれない。

最後に、これらの企業群が持つ財務的特性について確認してみた。以下の2つの図表では

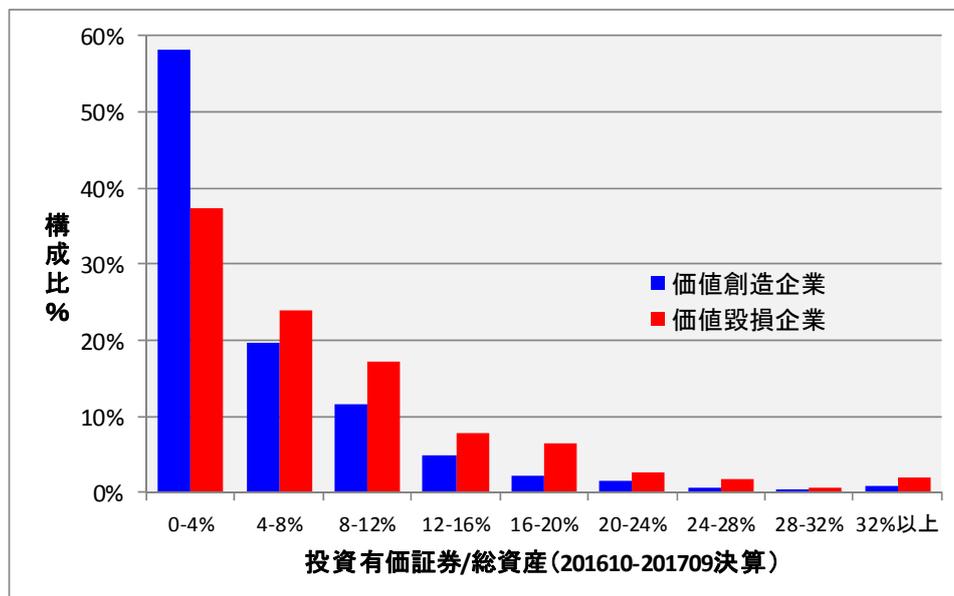
東証一部上場企業のうち、REITと銀行・証券・保険などの金融銘柄を除いている。

図表3 価値創造企業と価値毀損企業のROE分布



ROEは価値毀損企業では2~6%が、境界企業では4~10%が、価値創造企業では8~12%が最頻区間になっている。このROEは2016年10月から2017年9月までに終わる決算期の財務諸表から計算した、たった1期だけの実績値である。企業価値創造量は、本来、将来期間における永続的なROEで判断されるべきものであることに留意していただきたい。

図表4 価値創造企業と価値毀損企業の投資有価証券比率の分布



今後のフォローアップ会議での注目テーマの一つは政策保有株である。政策保有株を正確に定義し特定することは不可能であるが、代理項目として投資有価証券（固定資産）を採用し総資産に対する割合の分布状況を比較してみた。顕著な差があるとは言えないが、価値毀損企業の方が投資有価証券を多めに保有している状況が確認される。(以上)