

# 株価向上に資する投資家視点の データ分析とESGインパクト

## 投資家と企業の情報の非対称性をなくし、両者のギャップ解消を

本邦上場企業の株価水準が諸外国と比べて見劣りしている。多くの企業が株価向上への対応に取り組んでいるが、道半ばである。投資家（本稿では、主に銀行・証券を含む機関投資家）と企業の活用できる情報には非対称性があり、両者の視点にギャップがある。そのため、企業の取り組みが市場で評価されずに株価が低迷している側面もあるのではないかと筆者はギャップ解消が株価低迷から抜け出すカギになると認識しており、本稿では、その処方箋として「投資家視点のデータ分析」の活用を提案する。

### 投資家視点に立った 意思疎通の促進

PBR（株価純資産倍率）で測った本邦上場企業の全体的な株価水準は、諸外国と比べて見劣りしている。2023年3月に東京証券取引所が上場企業の「PBR1倍割れ問題」を提起

した後、多くの企業が対応に乗り出したが、状況を一変するまでには至っていない。

PBR＝ROE（自己資本利益率）×PER（株価収益率）であるため、PBR改善にはROEまたはPERいずれかの改善が必要となる。このうちROEについては、15年のコーポレ

ートガバナンス・コード導入の効果もあり、課題はあるものの多くの企業がその改善に取り組んでいる。一方、PERは市場で決定されるため、企業側には制御不能との認識もあり、ほとんどの企業は十分に対応していない。

そのためROEが高まっても、

PWCジャパン監査法人  
パートナー

安達 哲也



ディレクター

愛敬 祥文



PERが想定外に低迷し、結果としてPBRが向上しないケースをよく見かける。PERは、一定の仮定の下で定率成長配当割引モデルを用いると、1+（資本コストー期待成長率）と表現できる。従って、ROEが向上している中でPERが低迷しているのは、企業のビジネスやその他の活動に係るリスクや不確実性について長期的な観点で市場（投資家）からネガティブな評価を受けている側面があり、これが資本コストを高め（期待成長率を抑え）ていることになる。

PERは企業にとってまったく制御できない指標なのだろうか。資本コストや期待成長率は投資家の企業に対する集合的な期待を反映して決定され、かかる期待は投資対象となる企業の特徴（業種、財務、非財務、市場テクニカル等）に関する競合他社との横比較を通じたリスク・リターンの相対評価に基づいて

て形成されることが考えられる。従って、企業が市場から適切な評価を受けるためには、投資家が企業のどのような活動や成果に注目して期待形成（価格付け）を行っているのか、すなわち「投資家視点」を理解して対応することが重要となる。

また、投資家の価格付けは他社との相対評価が基本であるから、投資家視点の理解のためには、自社の状況を理解するのみでは足りない。同業種内外の他社の状況も理解した上で横比較を行い、自社の相対的な優位点と劣位点を把握することが必要となる。投資家視点から認識された経営課題について企業側で必要な改善措置を取った上で、各種開示や直接的な対話などにより投資家と同じ視点に立った効果的なコミュニケーションを行うことが重要だ。これによって、投資家の企業に対するリスクや不確実性への回避態度を軟化させ、投資家の期待形成に働

きかけて、PERを能動的に改善できる可能性が高まる。

## 企業が投資家視点を理解するための方法

投資家視点を理解するためには、①市場が重要視する財務・非財務等の企業特性、②他社比較による自社の相対評価——を把握することが必要だ。そのためには次の二つの方法が考えられる。

一つ目は、投資家との対話頻度を上げることである。個々の投資家の関心はそれぞれの投資スタイル・テーマによって異なるため、可能な限り多数かつ多様な投資家と対話を行い、①、②の情報を収集・分析することで自社の相対的な優位・劣位点を把握できる。

ただし、企業が多数かつ多様な投資家と対話して、適切に情報の収集・集約・分析・報告を行うには、市場分析の知見・経験を持つ人材も求められるなど、

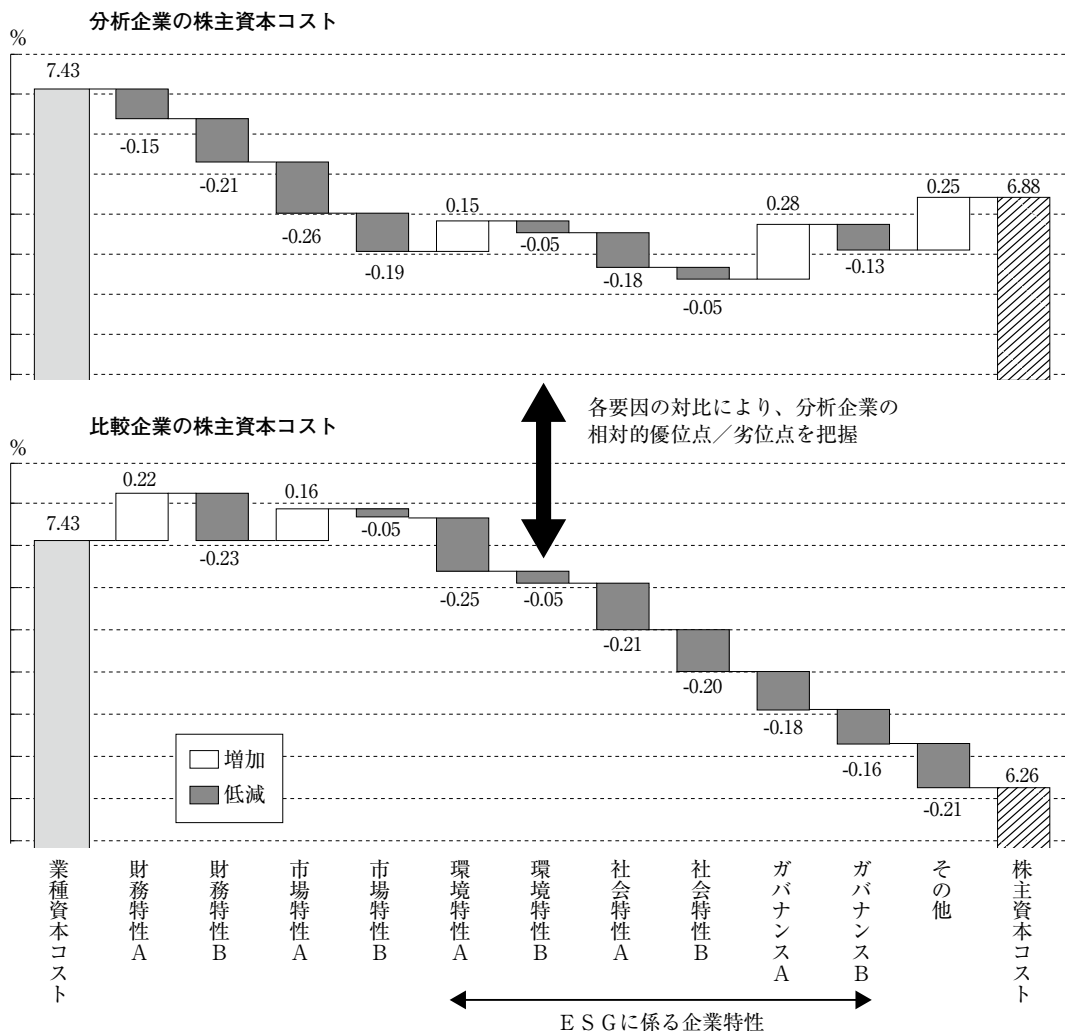
相応の社内体制の整備が必要になる。

二つ目は、投資家との対話を補完するものとして「データ分析の活用」が考えられる。投資家が用いているデータと分析手法を活用することができれば、投資家が価格付けで重視している企業特性を客観的に特定することが可能となる。そして、それら特性に関して企業間の比較分析を行うことで、企業価値向上に係る経営課題を投資家視点から把握することができる。

ここでは、投資家視点のデータ分析の事例として、PWCの分析フレームワークを紹介する。当社は、2000社超の上場企業の過去10年にわたる財務・非財務・市場データから構成される大規模パネルデータを導入している。これと金融財務理論や投資分析実務で確立している残余利益モデル（注1）をベースとしたインプライド・資本コスト・モデル（注2）を組み合わせ、

〔図表〕

## 株主資本コストの要因分解と企業間比較のイメージ



(注) 本例では、比較企業は分析企業と同業種とする。各企業が所属する業種の業種別資本コスト（一番左）に各企業特性（下段）に係る推定プレミアムを加減して各企業の株主資本コスト（一番右）を算定。

(出所) PwCジャパン監査法人

パネルデータ分析手法によりフォワードルッキングな資本コストと期待成長率を同時推定している。この推定プロセスの中で、市場が重要視している財務・非財務等の企業特性を統計的に検出している。そして、これら推定結果を用いて、資本コスト（期待成長率）を重要な企業特性ごとに要因分解し、各要因について企業間比較を行っている。それにより、分析対象企業の相対的な優位・劣位点を特定している（図表）。

このような投資家視点のデータ分析は、投資家が投資分析手段として伝統的に活用しているものの、非金融企業ではデータ整備や分析人材などの制約もあり、ほとんど活用されていない。この点で企業と投資家の間に利用可能情報に係る非対称性が存在している。企業側でデータ分析を活用できれば、投資家視点を理解するとともに、改善投資の費用対効果の可視化により、

社内外に向けて投資の合理性を説明する客観的な材料を提供できる。そして、市場で価格付けされている財務・非財務等の企業特性を改善することができれば、（市場の焦点と重なるため）投資家に評価される可能性が高まる。

## 株式グリーンニアムとESGプレミアム

近年、企業の環境特性と株式リターンの関係に係る実証研究が国内外で多数公表されており、特に環境に優しいグリーン株とそうでないブラウン株の期待リターン（資本コスト）の差である「株式グリーンニアム（Greenium）」の存在に係る議論が活発になってきている。最近では、コペンハーゲン・ビジネス・スクールのラッセ・H・ペデルセン博士のグループ（注3）が、企業の環境および開示パフォーマンスを反映した頑健なグリーンスコア（高いほどよりグリーン）を

構築した。これとインプライド・資本コスト・モデルに基づくフォワードルッキングな期待リターンを組み合わせることで、米国および日本市場を含む48カ国の株式市場を対象としたより正確な株式グリーンニアムを推定している。

この結果、米国市場（米国以外の市場）で推定された株式グリーンニアムが、年率でグリーンスコアの1標準偏差当たり▲25（▲30）b p、95%信頼区間が「▲45・▲4」b p（「▲44・▲17」b p）となることを示しており、よりグリーンな企業ほど、グリーンニアムによって資本コストが低減することが示されている。加えて、このグリーンニアムの大きさは拡大過程にあることが示されている。

前述した当社の分析フレームワークを用いた実証分析からは、旧東証1部上場企業を対象として10種類以上のESG特性（高いほどESG評価が高い）につ

いて統計的に有意な負のプレミアム（ESGプレミアム）が検出された。ESGプレミアム値（年率）の分布を見ると、TOPIX Mid 400企業群で平均▲1・0%程度、TOPIX Core 30+Large 70企業群で平均▲3・0%程度であった。つまり、ESGに積極的に取り組んでいる企業の資本コストがESGプレミアムにより低減している可能性が示唆された。

企業のESG特性に付与される負のプレミアムが意味しているのは、投資対象がより環境に優しくESGに積極的な企業である限り、投資家はより低い報酬を受け入れるということである。これは、投資家の選好として企業の環境政策やESGへの取り組みを重視していることの証拠である。それとともに、市場におけるESGへの懸念増大に起因する資産価値下落に対するヘッジ手段として、よりES

Gに積極的な企業への投資に価値を見いだしていると解釈できる。従って、個々の企業においてESGへ積極的に取り組み、その成果を市場に効果的に伝達できれば、投資家に評価され、資本コストの低減を通じた株価向上が期待できる。

ただし、やみくもにESGへの取り組みを強化すべきではない。まずは投資家との対話やデータ分析を活用することにより、市場が重視しているESG項目から費用対効果が高い改善項目を選択し、経営資源の最適配分を行いながら改善施策を実行していく。その上で市場（投資家）の期待に働きかけることが、株価を高めるために最も有効な施策となる（注4）。

## 株価水準向上に向けた機関投資家の役割

投資家視点のデータ分析を行える非金融企業はごくわずかであることを勘案すれば、理想的

には、データと分析要員を具備している投資家が、エンゲージメント活動を通じて多くの投資先企業に投資家視点のデータ分析を提供することが期待される。より多くの企業で投資家視点のデータ分析を活用できれば、より多くの企業と市場（投資家）が同じ視点を持つことにつながる。さらには、企業のリスクや不確実性に係る投資家の回避態度の軟化を通じて、市場全体の株価水準の押し上げに寄与する可能性もある。

こうした投資家のエンゲージメント活動は、市場安定性の観点でも重要である。欧州委員会のルシア・アレッシ氏らは、欧州株式市場に株式グリーンアムが存在していることを実証した上で、環境懸念が高まりグリーン株のリターンがブラウン株を大幅に上回るというストレシナリオを用いたシナリオ分析を実施している（注5）。その結果、グローバル投資家に無視し得な

い損失が生じることを示しており、この原因として投資家の現状のポートフォリオ内のブラウン株のウェイトが、グリーンアムを考慮した場合と相対して高いことを指摘している。この状況への投資家の対応として考えられるのは、グリーンアムを考慮したポートフォリオの再構成を検討するとともに、エンゲージメント活動によりブラウン企業のグリーン化を促すことである。株式グリーンアムが市場で価格付けされつつある中で、ブラウン企業のグリーン化が滞れば、市場レベルのポートフォリオ再構成により、株価が低下する可能性をデータ分析により可視化できる。そのため、このような客観的な資料をエンゲージメントで活用することも有用だろう。

グローバル資本市場で企業の環境特性を含むESG特性が価格付けされつつある中で、株価水準向上と金融市場の安定性を

志向するためには、企業側における投資家視点の理解がカギとなる。同時に、その促進を可能とするデータ分析とそれを活用した投資家のエンゲージメント活動が今後重要性を増してくると思われる。

（注）1 配当割引モデルにクリーンサープラス関係（株主資本の増減は当期利益から社外流出（配当）を控除した額と同じ）を課したモデル。  $PBR = 1 + \frac{1}{r} (ROE - \text{資本コスト})$ （資本コスト＝期待成長率）で表現できるため、PBR1倍割れ企業について、ROEが資本コストとなっていることを示すことができる。

2 市場の効率性を前提として、株式詳細モデル理論値と測定時点の株価の同値性から資本コスト（期待成長率）を逆算して求めるモデル。

3 M.Eskildsen, M.Ibert, T.Jensen, and L.H.Pedersen, 2024, "In Search of the True Greenium," SSRN Electronic Journal

4 McKean, G.Serafeim, A.Yoon, 2016, "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality," Accounting Review 2016, 91 (6)では、企業にとって重要なSUS項目を選別して効率的に資源配分を行うことが、株価向上のために有効であるように示している。

5 L.Alessi, E.Ossola, and R.Panzica, 2021, "What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures," Journal of Financial Stability, vol. 54.

あだち てつや

米国系投資銀行トレーディング部門（クオワンツ）、大手監査法人金融部門、日本銀行、金融庁を経て現職。現在、企業価値創造に係るデータ分析業務に従事。学術博士（経済学）、公認会計士。

あいぎょう よしふみ

メガバンク、外資系証券会社でのクレジットトレーディング業務を経て現職。現在、企業価値創造に係るデータ分析業務に従事。公認会計士、日本証券アナリスト協会検定会員。