

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。筆者はギャップ解消が株価低迷から抜け出す力ぎ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。

投資家視点に立つた 意思疎通の促進

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

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

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。

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、ほどどの企業は十分に対応している。

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ます。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。

PwCジャパン監査法人
パートナー

安達哲也



テイレクター

愛敬祥文

企業の投資家視点による株価向上対策

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、 $1 + \frac{\text{（資本コスト} - \text{期待成長率}）}{\text{ROE}}$ 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は企業にとってまつ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性（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、

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、 $1 + \frac{\text{（資本コスト} - \text{期待成長率}）}{\text{ROE}}$ 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。

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。

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。

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、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。

企業が投資家視点を理解するための方法

きかけて、PERを能動的に改善できる可能性が高まる。

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

したインパライド・資本コスト

・モデル（注2）を組み合わせ、

効果的なコミュニケーションを行なうことが重要だ。これによつて、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く

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・報告を行なうには、市場分析の知見・経験を持つ人材も求められるなど、

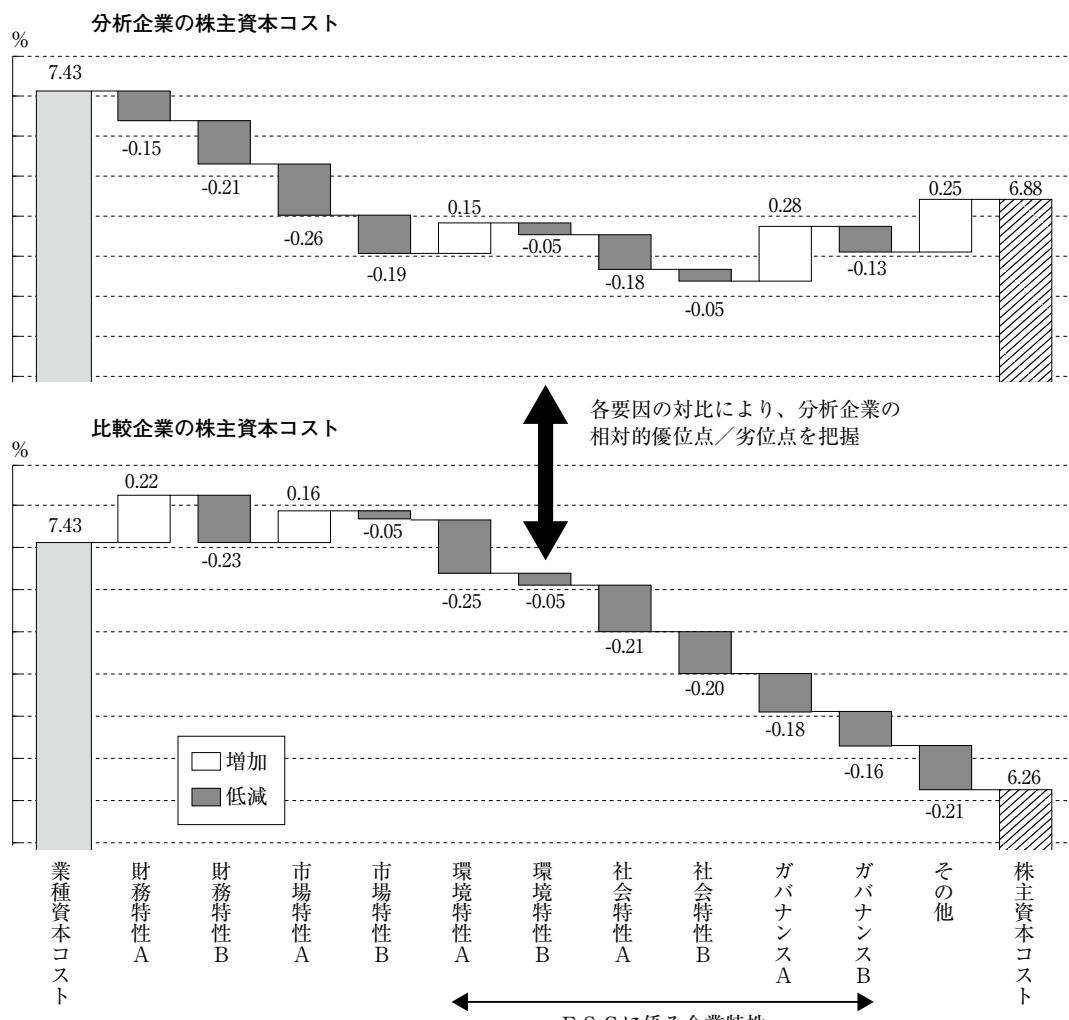
相応の社内体制の整備が必要になる。

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できる。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パライド・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オ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、

パネルデータ分析手法によりフオ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、

企業の投資家視点による株価向上対策

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「株式グリーニアム（greenium）」の存在に係る議論が活発になっている。最近では、コンハーゲン・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）につ

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カ国のおよび日本市場を対象としたより正確な株式グリー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）bp、95%信頼区間が【▲45・▲4】bp（【▲44・▲17】bp）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 Core 30+Large 70企業群で平均▲1・0%程度、TOPIX Core 30+Large 70企業群で平均▲3・0%程度であつた。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ESG

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。従つて、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

