

# インパクトIPO ワーキンググループ 第2回

## インパクトと株価の関係性に関する実証分析

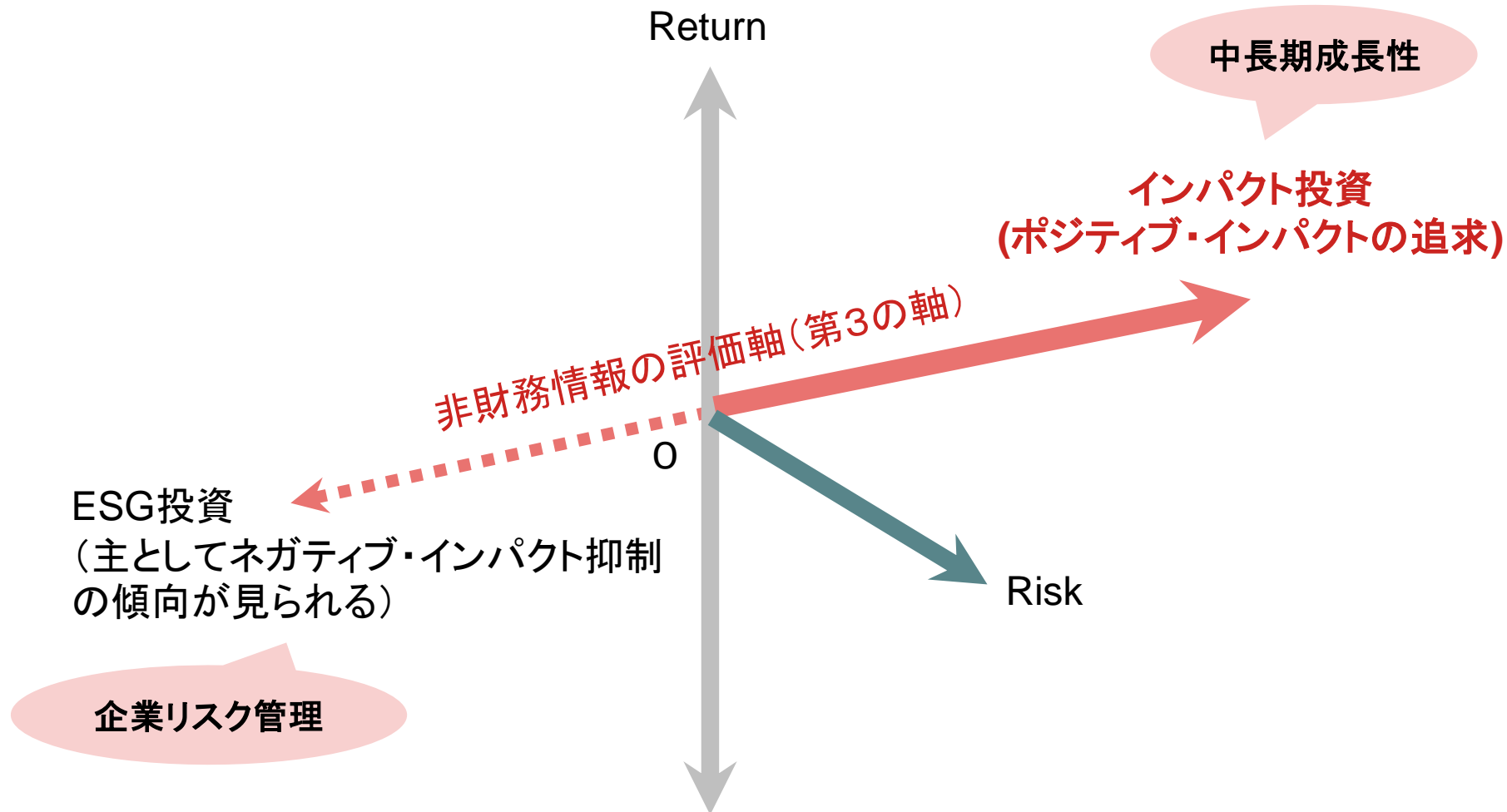
金融工学研究センター  
クオンツ・ソリューション・リサーチ部

2023年8月23日

野村證券株式会社

## 株式市場におけるESGとインパクト

株式市場では、ESGとインパクトは異なる評価軸で捉えられている可能性があります。  
ESG情報は株価に反映されていると考えられます。



# ESGは企業リスク管理

## ～株価(PBR)と関連性の高いESG開示情報(|t|≥2、27項目)

ESG開示情報			係数	t値	
E 環境	1	CO2排出量が多いビジネスからの収益割合	0~100%	-0.397	-8.89
	2	CO2排出量(スコープ1)/自己資本	実数(トン/百万米ドル)	-0.047	-7.53
	3	有毒排出物・廃棄物を生成するビジネス割合が20%以上か	該当:1 非該当:0	-0.173	-6.15
	4	陸地・海洋に負荷の大きいビジネスからの収益割合	0~100%	-0.242	-5.53
	5	CO2排出量(スコープ1+2)/自己資本	実数(トン/百万米ドル)	-0.034	-5.28
	6	環境関連製品の開発・販売機会が多いビジネスからの収益割合	0~100%	0.180	4.44
	7	再生可能エネルギーの補助金が多額である国からの収益割合	0~100%	0.172	3.24
	8	水を大量に消費するビジネスからの収益割合が20%以上か	該当:1 非該当:0	-0.090	-2.69
	9	森林または生態系の破壊に関する論争の数		-0.234	-2.19
	10	有毒排出物・廃棄物に関する重大な論争の数		-0.225	-2.04
S 社会	1	労働者の負傷率が高いビジネスからの収益割合		-0.257	-7.07
	2	虚偽のマーケティングへの申し立てに関する重大な論争の数		-0.534	-3.69
	3	従業員の健康と安全に関する論争の数		-0.055	-3.56
	4	人的資源開発に関する深刻な論争の数		-1.196	-3.50
	5	製品・サービスが安全及び公衆衛生へ与える悪影響に関する論争の数	0~	-0.014	-2.96
	6	労働者の負傷率が高い国・地域からの収益割合	0~100%	-0.120	-2.93
	7	消費者保護法または原則への違反に関する深刻な論争の数	0~	-0.432	-2.72
	8	過去3年間の大規模M&Aが雇用に影響を与えたか	該当:1 非該当:0	-0.046	-2.24
G ガバナンス	1	役員報酬が開示されていない	該当:1 非該当:0	-0.207	-7.55
	2	女性取締役比率	0~100%	0.497	6.79
	3	汚職への関与の可能性のあるビジネスからの収益割合	0~100%	-0.258	-5.17
	4	企業倫理に関する論争の数	0~	-0.104	-4.14
	5	独立社外取締役比率	0~100%	0.210	3.74
	6	倫理、詐欺、マネーロンダリング等に関連する重大な論争の数	0~	-0.310	-2.96
	7	独占禁止法に関する論争の数	0~	-0.347	-2.65
	8	独占・寡占価格設定および反競争的慣行に関する重大な論争の数	0~	-0.347	-2.65
	9	過度の影響力を持つリーダーがいるという懸念の有無	有り:1 無し:0	-0.047	-2.48

全体的に係数がマイナスの指標が多い  
つまり各指標が低いほど株価は高い  
したがって、指標を低くする(ネガティブ  
リスクを抑制する)ことが企業価値向上  
に繋がる可能性がある

注) ESGデータ、その他各種データは2023年1月末時点。係数は各ファクターに対するPBRの感応度を表す。  
出所) MSCI、FactSetのデータをもとに野村證券作成

## PBR、PERの分解

PBRはROEとPERの掛け算で表されます。

また、PERは簡易的に、市場株価にインプライドされている株主資本コストと成長率( $g$ )の差から計算できます。

## PBR、PERの分解

$$\text{PBR} = \text{ROE} \times \text{PER} = \frac{\text{ROE}}{\text{株主資本コスト} - g(\text{成長率})}$$

ROE  $\geq$  (株主資本コスト -  $g$ ) の場合、PBRは1倍以上  
 ROE  $<$  (株主資本コスト -  $g$ ) の場合、PBRは1倍未満

株主資本コスト -  $g$ (成長率)事業  
リスク財務  
リスク株式流動性  
リスク株主還元  
政策

株主構成

成長性

# PERと関連性が高い指標

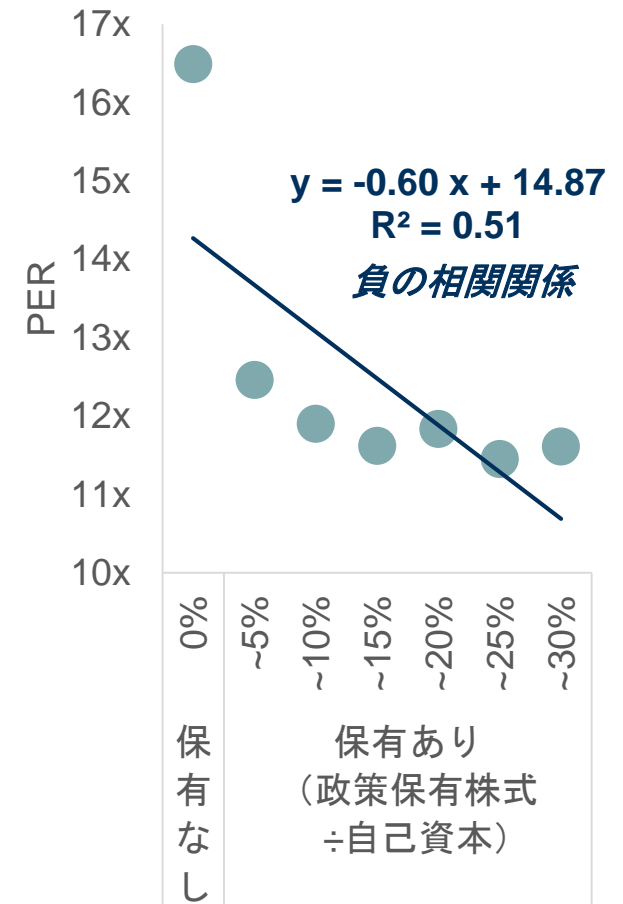
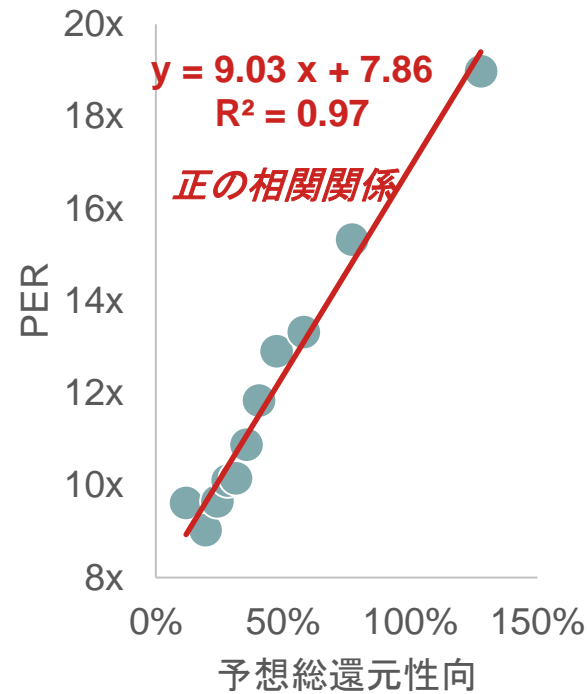
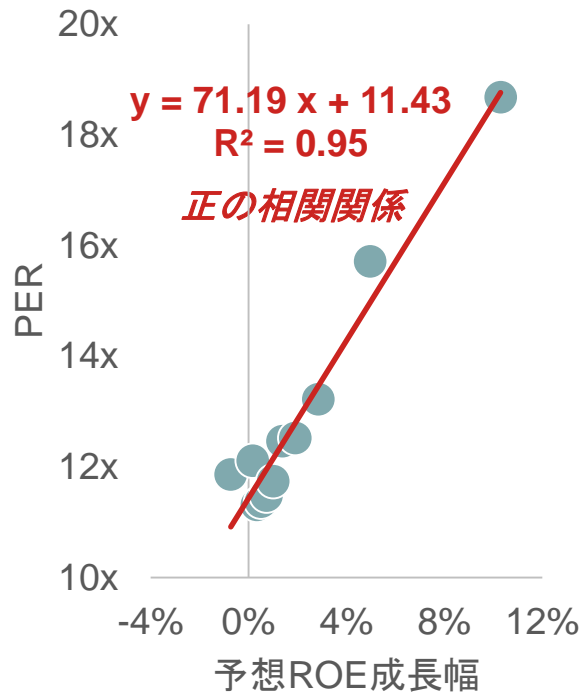
～成長性、株主還元、政策保有株保有量とPERには関連性がある

PERと成長性、PERと株主還元の間には正の相関関係、PERと政策保有株式比率(政策保有株式金額÷自己資本)の間には負の相関関係が見られます。

【成長性】予想PERと予想ROE成長幅

【株主還元】予想PERと予想総還元性向

【政策保有株】予想PERと政策保有株式比率



注1)23年7月末時点

注2)分析母集団はプライムまたはスタンダード上場企業。債務超過、予想純利益が負である企業は除外

注3) 予想ROE成長幅=(来期予想純利益-今期予想純利益)÷自己資本。予想総還元性向=(1年先予想配当総額+自己株式取得金額)÷1年先予想純利益。政策保有株式比率=政策保有株式(簿価)÷自己資本。時価総額は自己株式控除ベース。自己資本は直近四半期決算ベース。予想純利益、予想配当総額は最新値(優先度はFactSetコンセンサス>東洋経済)。自己株式取得決議(直近1年以内に公表)に基づく、実際の取得価額総額(取得中の場合、取得価額総額の上限)。政策保有株式簿価は直近本決算ベース。予想ROE成長幅と予想総還元性向は各財務指標の高低で1-11のグループに等サンプルで分け、各財務指標とPBRの中央値を算出。政策保有株式比率は保有比率ごとにPERの中央値を算出

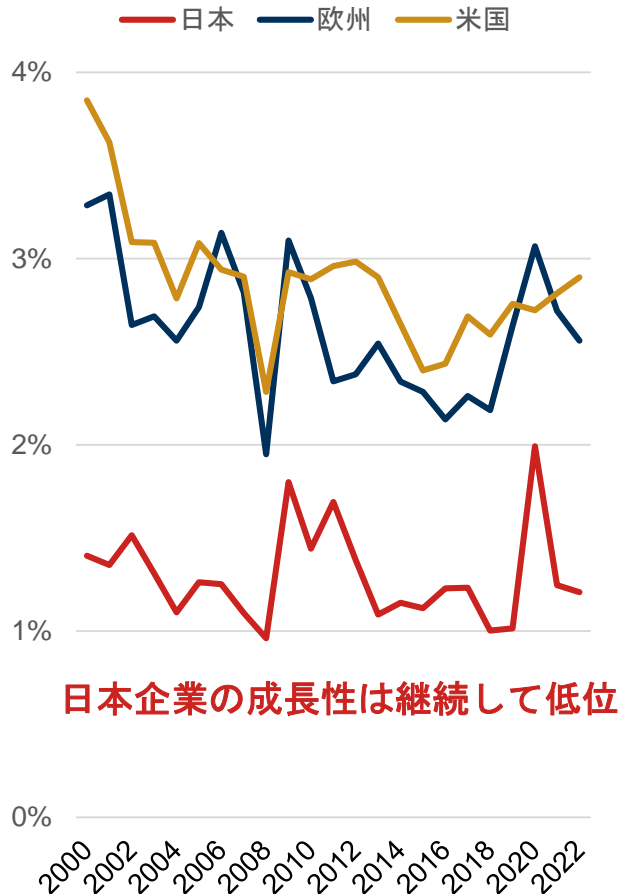
出所)FactSetより野村證券作成

# PERと関連性が高い指標の国際比較

～日本企業の成長性、株主還元、政策保有株保有量には改善余地がある

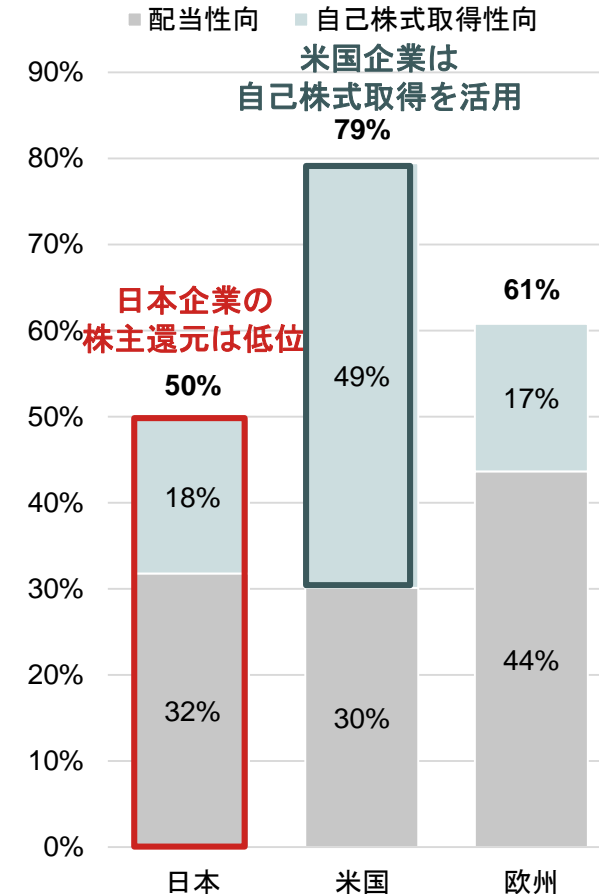
欧米企業と比べると、日本企業の成長性には改善余地があります。株主還元も日本企業は相対的に低位です。日本企業特有の株式持合はガバナンス評価に悪影響を与えており、ガバナンス向上戦略も重要です。

ROE成長幅



日本企業の成長性は継続して低位

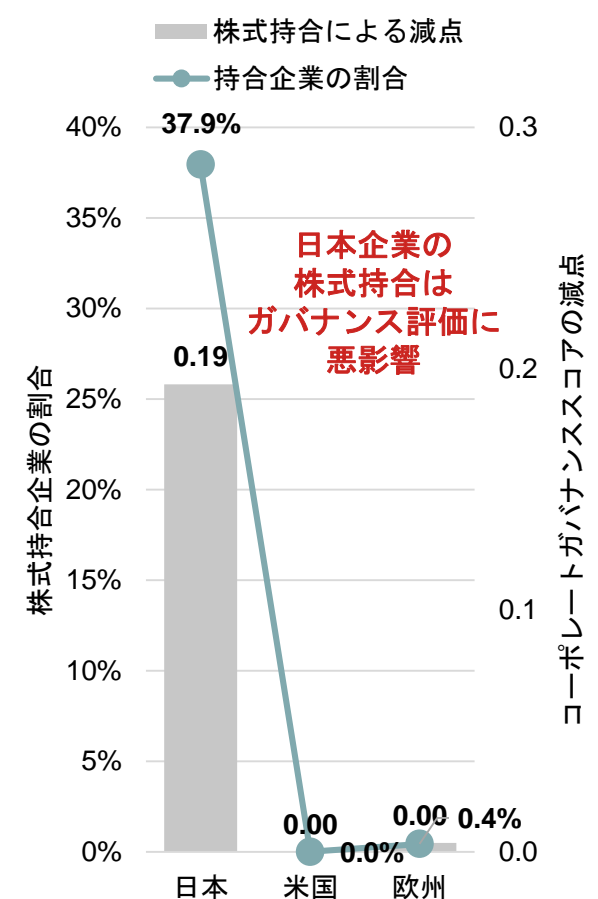
自己株式取得・配当性向



米国企業は自己株式取得を活用 79%

日本企業の株主還元は低位

株式持合企業とESG評価(MSCI)



日本企業の株式持合はガバナンス評価に悪影響

注1) 左図は各年度ごとに各地域で中央値を算出。真ん中と右図は23年3月末時点

注2) 分析母集団はFactSetコンセンサス予想が取得可能な債務超過でない企業。ただし金融及び不動産(含むREIT)及びGICS業種区分が取得できない企業は除く。

注3) PL指標は最新FactSetコンセンサス予想(1年先)。BS指標は直近の本決算。ROE成長幅は(来期予想純利益-今期予想純利益)÷自己資本で定義。配当(自己株式取得)性向は直近本決算の実績値より算出。企業の株式持合は「双方が議決権0.5%以上を保有されること」として定義(スコア減点含めMSCIのESG評価に基づく)

出所) FactSetより野村證券作成

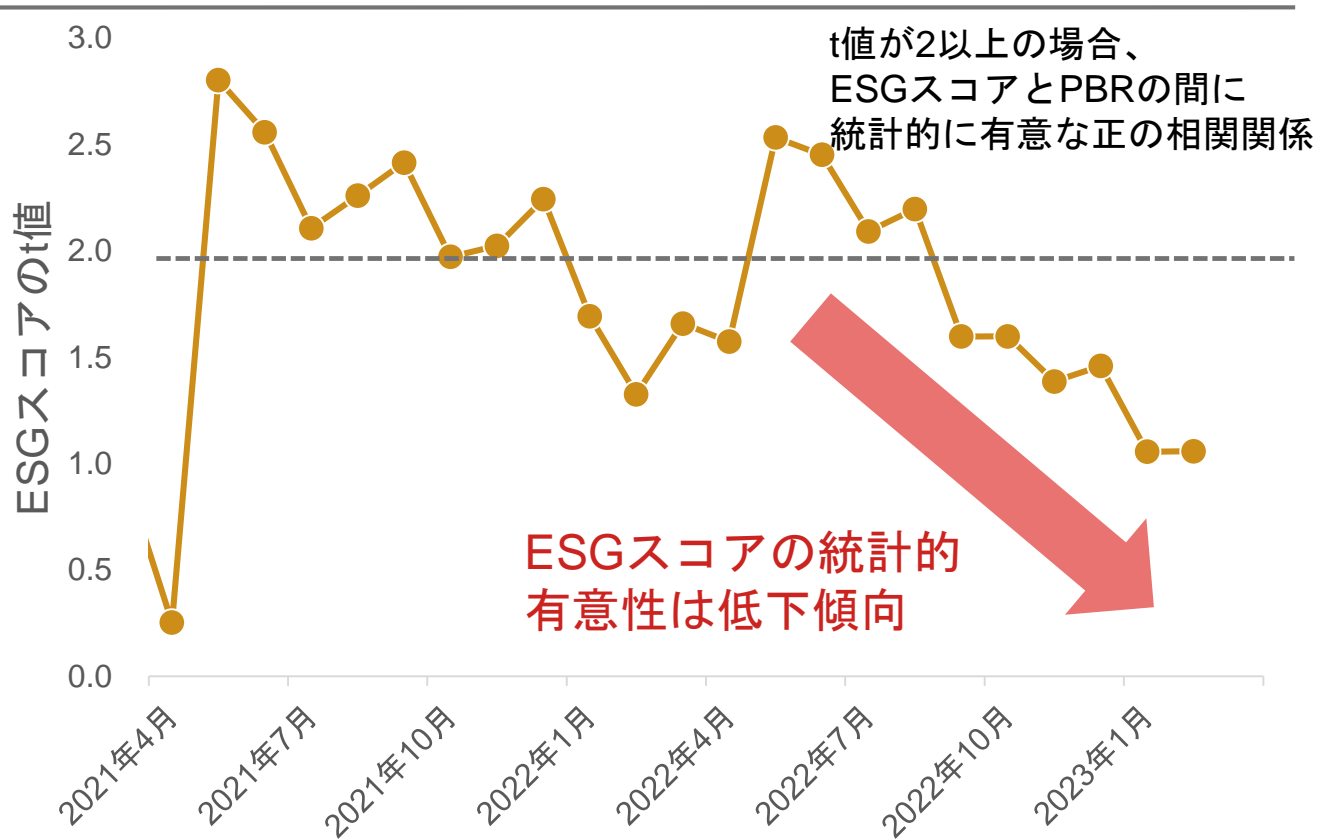
# 本邦上場企業PBRの決定要因 ～ESGスコアの統計的有意性は低下傾向

本邦上場企業のPBR格差は①ROE、②ROE成長幅、③予想総還元性向、④政策保有株式比率により約70%説明できます。①～④の財務指標を改善することでPBRは向上すると考えられます。このモデルにMSCI ESGスコアを加えたモデルを作成したところ、ESGスコアの統計的有意性は低下しており、直近では統計的に有意な相関は確認されませんでした。

本邦上場企業PBR推計モデル

	係数	t値
①予想ROE	0.843	29.4
②予想ROE成長幅	2.457	9.5
③予想総還元性向	0.048	2.6
④政策保有株式比率	-0.204	-2.6
決定係数	70.6%	
サンプル数	1,040社	

ESGスコアとPBRの関係



※上記ファクターに加えて業種要因も考慮

注1) 左表の本邦上場企業PBR推計モデルは23年2月末時点の多変数回帰によるもの

注2) 分析母集団はプライムまたはスタンダード上場のMSCI IMI構成銘柄。債務超過、予想純利益が負、その他指標が算出できない企業は除外

注3) 予想ROE成長幅=(来期予想純利益予想-今期予想純利益予想)÷自己資本。予想総還元性向=(今期予想配当総額+自己株式取得金額)÷予想純利益。政策保有株式比率=政策保有株式(簿価)÷自己資本。時価総額は自己株式控除ベース。自己資本は直近四半期決算ベース。予想純利益、予想配当総額は最新値(優先度はFactSetコンセンサス>東洋経済)。自己株式取得金額は遡る1年間の自己株式取得金額。政策保有株式簿価は直近本決算ベース。PBR及び予想ROEは常用対数に変換。ロバスト回帰を利用

注4) MSCI ESGスコアは各月末時点の産業調整後スコアを利用

## 持続的な価値創造に必要なこと

PERに影響を与える3要素のうち、株主還元と政策保有株式縮減は短期戦略であり、比較的取組みやすいものです。

日本企業においては、長期にわたり低迷している成長性の向上がもっとも重要と言えます。

持続的な価値創造には、事業リスクの抑制、中長期の利益・キャッシュフローの成長が重要です。

ESG情報やインパクトなどの非財務情報を通して事業戦略を語ることで、PBR向上に対する説得力が増すと考えられます。

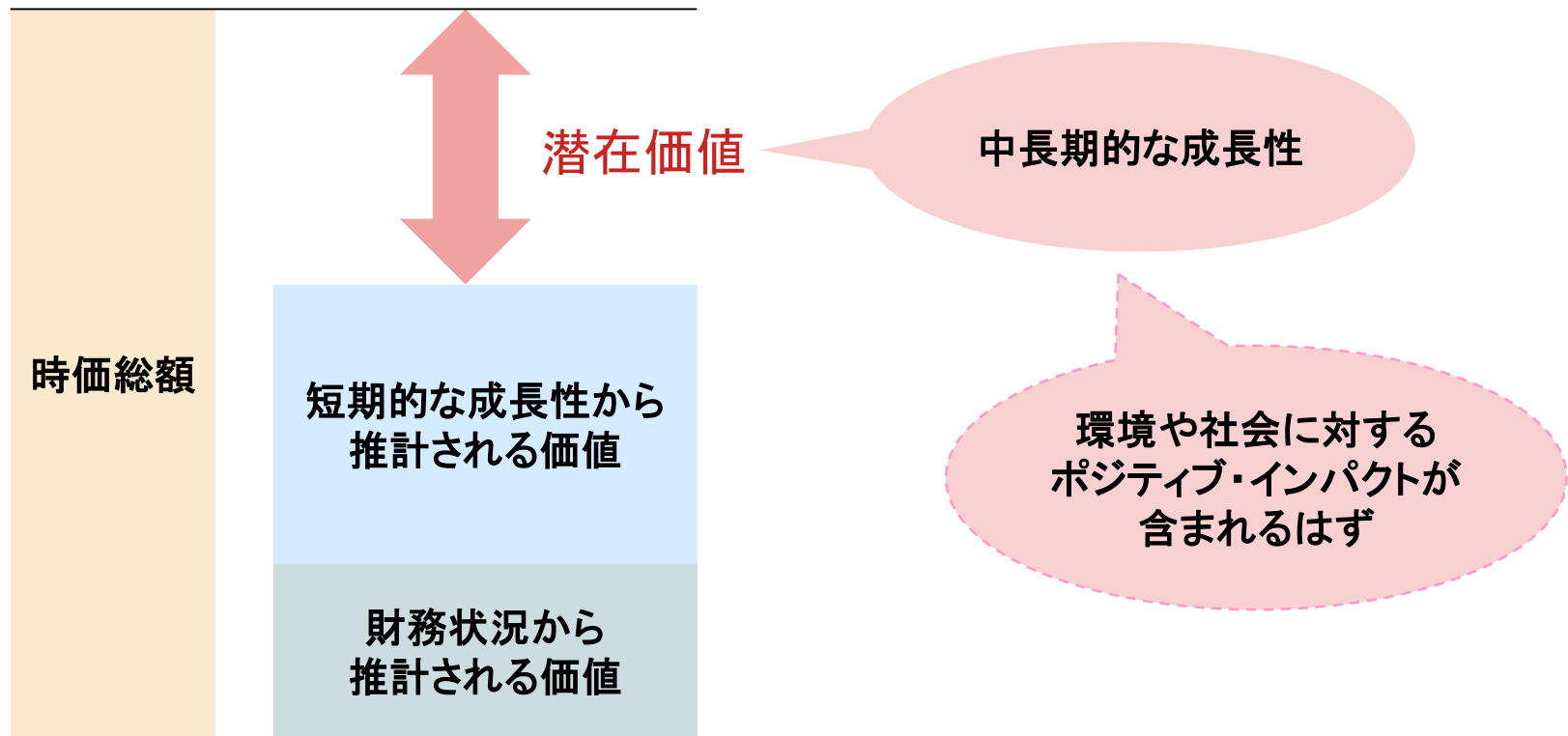
次頁以降では、株価に内包されている「中長期成長性（g）」に関する考察を行います。

- ・ 投資家は企業の中長期成長性に期待しているか？
- ・ グローバル・米国・日本を対象に検証



## 潜在価値(中長期成長性)の定量化

- 企業の時価総額のうち、財務や短期成長率で説明出来ない残差部分を潜在価値と考えます。



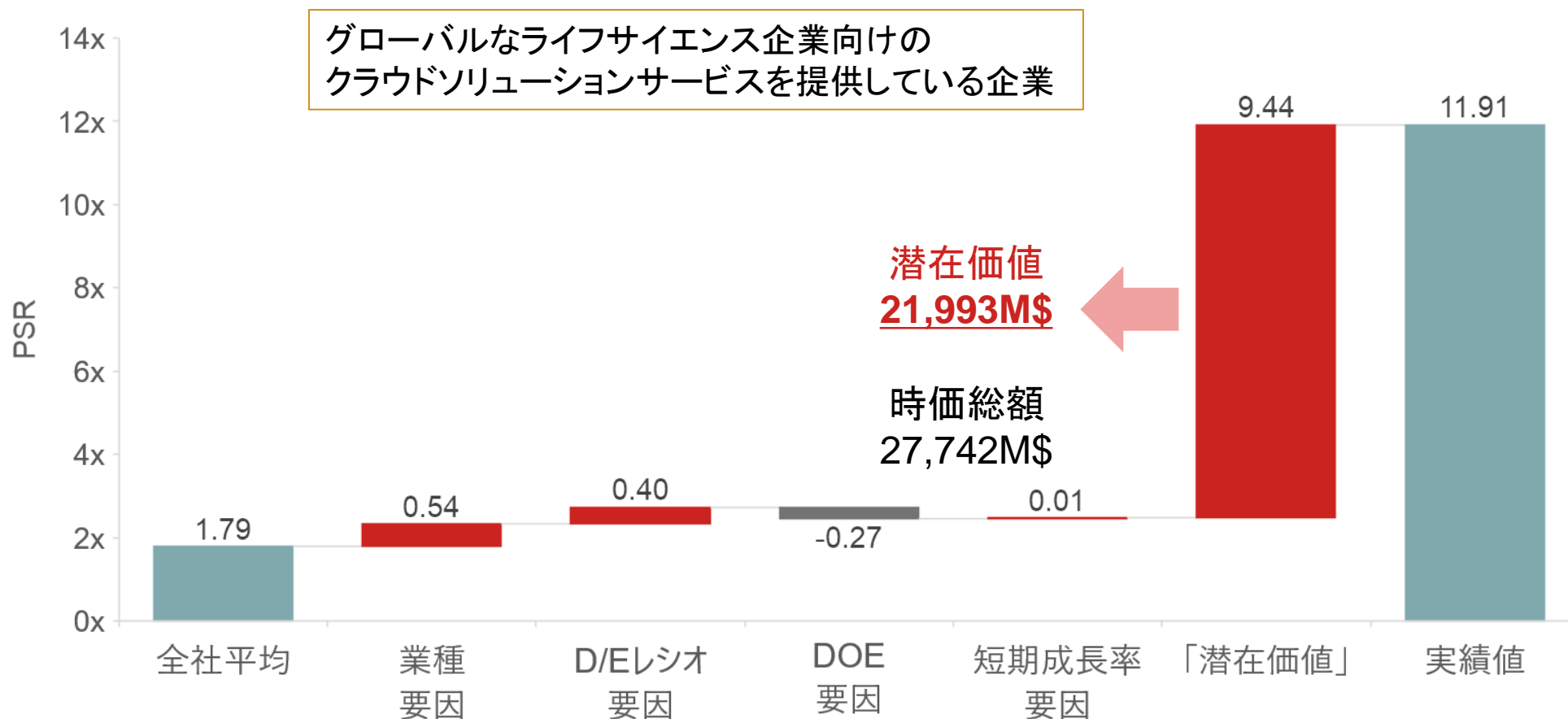
<モデル式>

$$\text{Ln(推計PSR or 推計PER)} = A_1 \times \text{負債比率} + A_2 \times \text{DOE} + A_3 \times \text{短期成長率} + \text{業種ダミー} + \text{国ダミー}$$

注)BS項目は直近本決算値、PSR=時価総額/1年後予想売上高、PER=時価総額/1年後予想純利益、D/Eレシオ=有利子負債/純資産、DOE=1年後予想配当/自己資本、短期成長率=ln(来期予想売上高/今期予想売上高)、  
 予想値はFactSet予想値を利用し1年後予想は今期予想と来期予想の加重平均で算出、業種ダミーはGICS産業グループを利用  
 出所)野村証券

# 米国パブリック・ベネフィット・コーポレーションによる分析事例 ～VEEVA SYSTEMSのPSR要因分解

- VEEVA SYSTEMSの「潜在価値」は大きく、財務や短期成長率では説明できないプレミアム要因の存在が示唆されます。



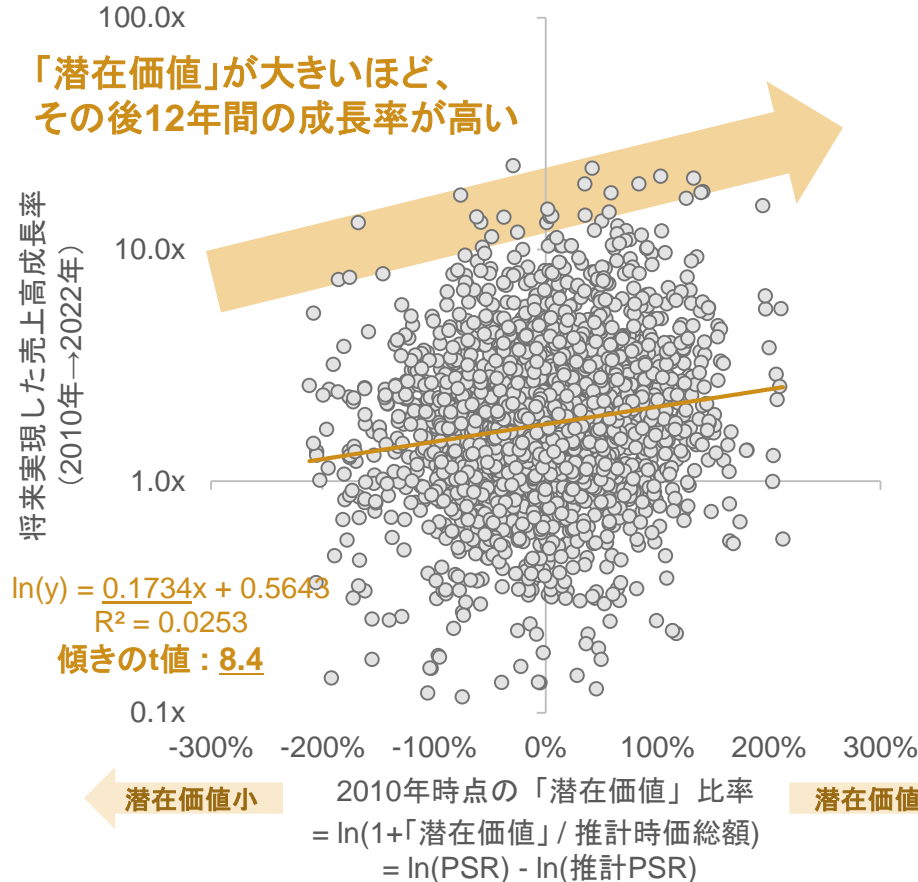
注)2022/6/30時点。PSR要因分解における各ファクター要因は、前々頁のモデルを利用し以下のように算出。1.各ファクターの全社平均からの差分を算出。2. EXP(1の値×回帰係数)を算出。3. 2の値をグラフの左から順に掛け算して各ファクター考慮PSRを算出。4. 3に対してひとつ前のファクター考慮PSRとの差分を図示

出所:FACTSETより野村證券作成

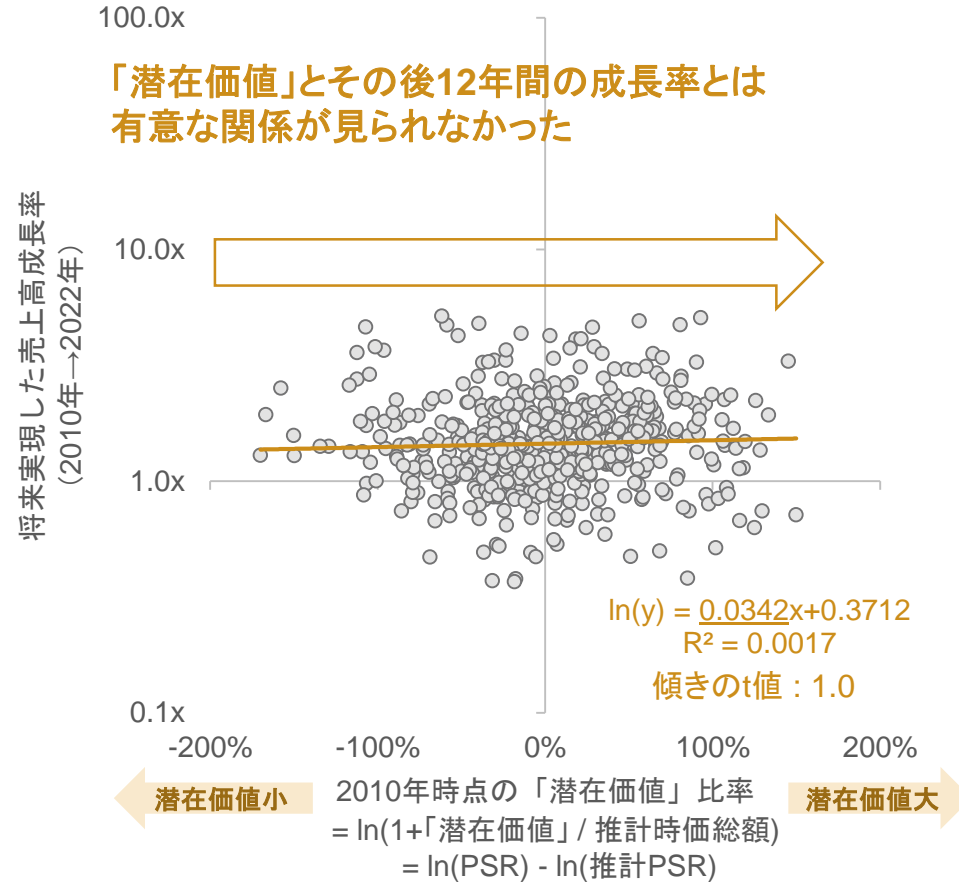
# グローバルでは潜在価値と中長期成長性に関係あり 日本企業は関係なし

- グローバルでは潜在価値が大きかった企業ほどその後成長している傾向が見えますが、日本ではその傾向は見えませんでした。
- グローバルでは潜在価値に「中長期成長性」が織り込まれており、それが株価に反映されていると考えられます。

## グローバル



## 日本



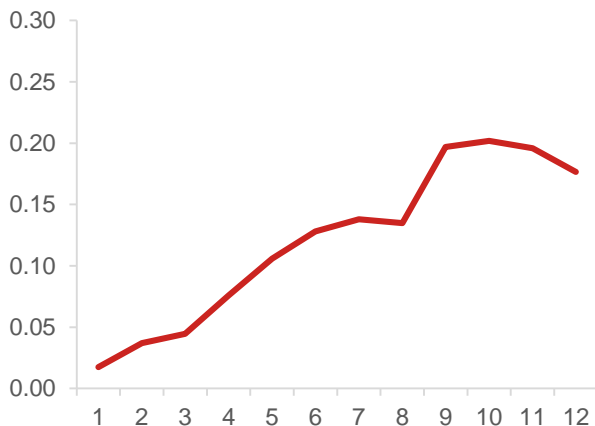
注1) グローバルは、MSCI ACWI IMIを対象(先進国および新興国において各市場で浮動株時価総額合計が投資適格銘柄の99%を占めるように規模が大きい銘柄から対象に組み入れたindex)。そのうち、国・取引所・通貨の組み合わせで20社以上存在する国・取引所・通貨の組み合わせの企業のみを採用。中国・香港除く。自己資本が負の企業は除外。  
 注2) 日本は、日本企業でTKS、JASに上場しており自己資本が正で時価総額が100億円以上の企業(MSCI ACWI IMIに限定しない)。  
 注3) 2010/6/30時点で前頁同様のモデルを作成し「潜在価値」比率を推計、2010/6/30直近実績売上高から2022/6/30直近実績売上高の成長率と比較。  
 出所)FactSet, Capital IQのデータを元に野村證券作成

# X年後(横軸)の潜在価値比率と売上高成長率の関係性

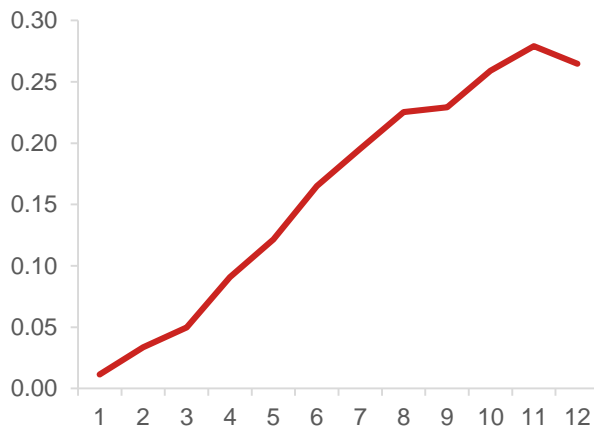
~グローバル、米国は株価に10年先の成長性が織り込まれている

PERで見てもPSRで見ても、グローバル・米国では潜在価値が高かった企業ほどその後成長している傾向が見えます。一方、日本ではその傾向は見えません。

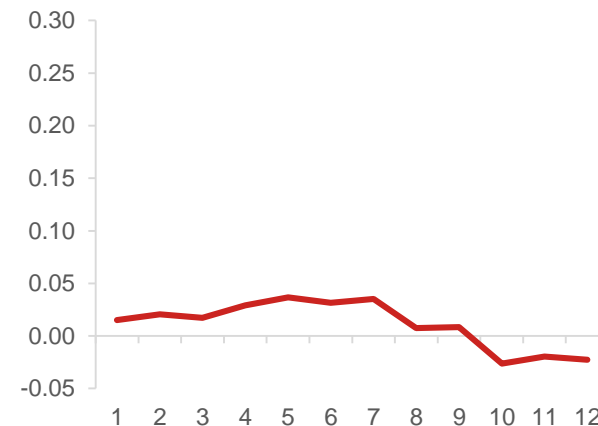
グローバル:PER



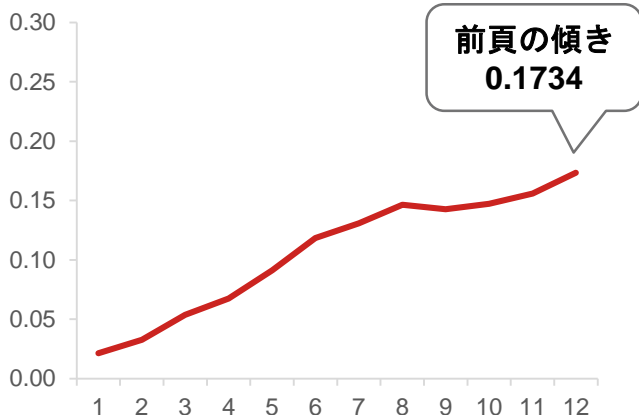
米国:PER



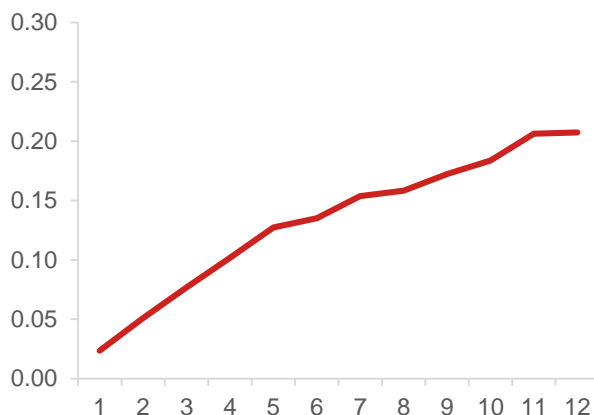
日本:PER



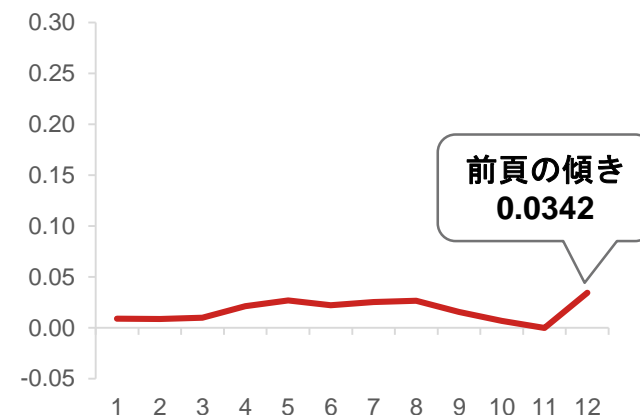
グローバル:PSR



米国:PSR



日本:PSR



注1)分析対象は、グローバルはMSCI ACWI IMIのうち、国・取引所・通貨の組み合わせで20社以上存在する国・取引所・通貨の組み合わせの企業のみを採用(中国・香港除く)。米国・日本はそれぞれ各時点で時価総額1億ドル以上の企業。

自己資本が負の企業や金融、指標が計算できない企業を除く。

注2) Yを2010~2021、Xを1~12とする。(Y+X)年時点直近本決算売上高 / Y年時点直近本決算売上高(各年6/30時点)をY年時点の「潜在価値」比率(計算式は前頁参照)で回帰するモデルを作成。各Xに対し(異なるYの)回帰係数の中央値を集計したものが縦軸、Xが横軸。

出所)FactSet, Capital IQのデータを元に野村證券作成

# インパクトレポート掲載企業

## りそなAM

### 10の課題領域 (Impact Target) と投資先企業



## 野村AM（一部を抜粋）

### 個別企業のインパクト達成度合いを測る指標 (CPI: Company Performance Indicator) 一覧

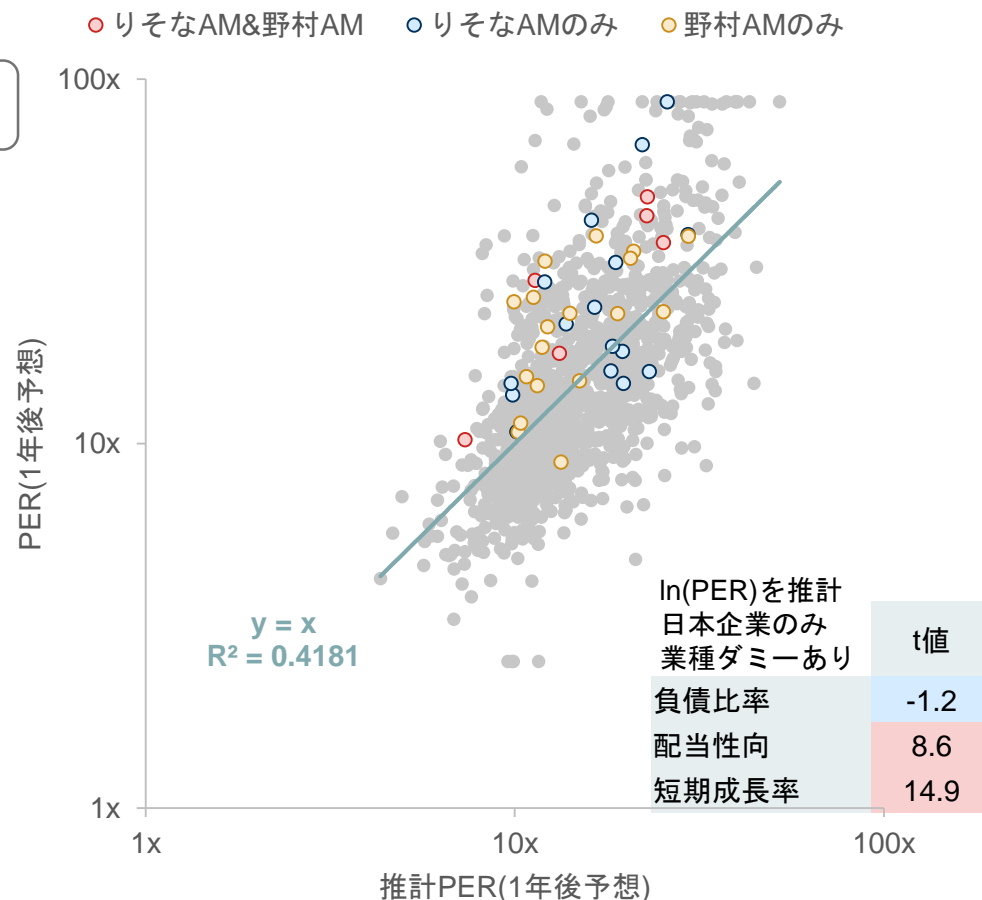
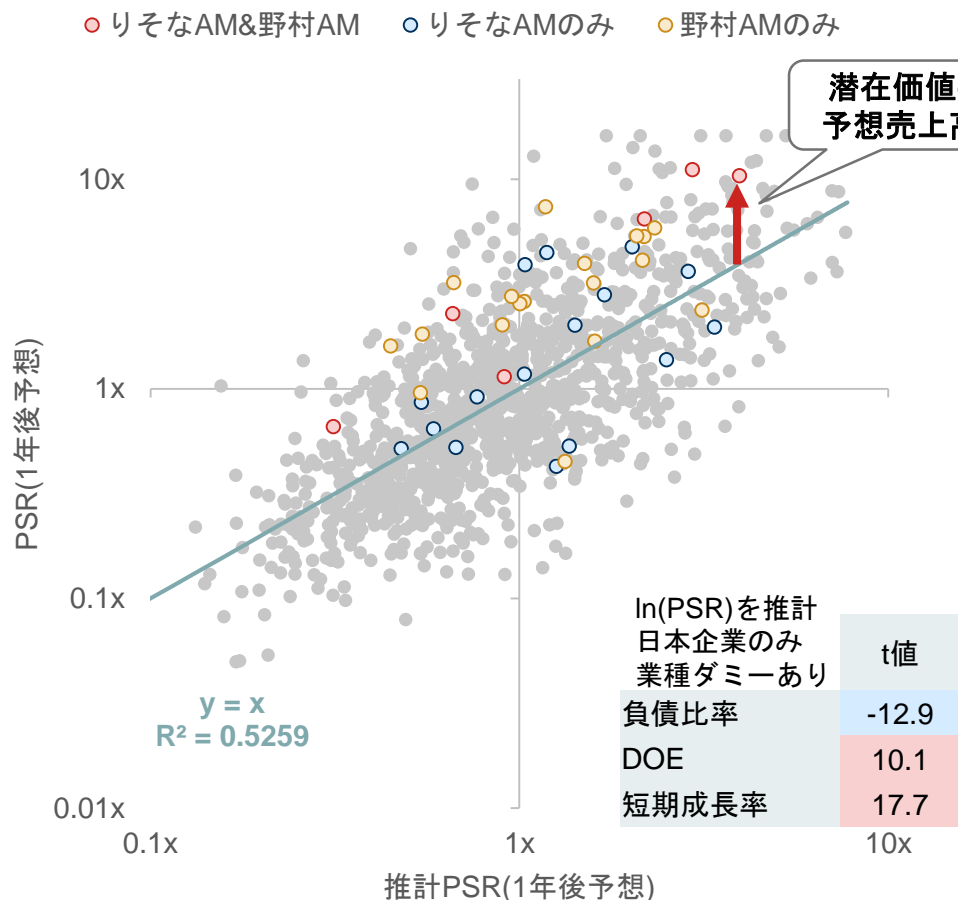
投資企業名	対応するSDGsテーマ	計測項目	2020年度	2019年度
シスメックス	3 9	研究開発投資	225億円	217億円
ダイキン工業	3 11 12 13	GHG貢献削減量	7,000万t-CO <sub>2</sub>	6,800万t-CO <sub>2</sub>
日本電産	7 11 13	①研究開発費 ②EVトラクションモータシステム販売台数	673億円 8.3万台	786億円 4.9万台
塩野義製薬	3 9 12	医薬品への研究開発投資額	542億円	479億円
エーザイ	3 12 17	医薬品への研究開発投資額	1,503億円	1,401億円
日本M&Aセンターホールディングス	8 9 17	① 中堅・中小企業の「存続と発展」による経済損失回避効果額 ② 中堅・中小企業の「存続と発展」に貢献する友好的「M&A」の仲介社数	3,767億円 405社	3,272億円 403社
ファーストリテイリング	1 8 12	国連高等弁務官事務所 (UNHCR) 等を通じた難民・避難民へのリユース・リサイクル品の提供	508万枚	454万枚
ニトリホールディングス	1 8 9 12 13	Nクール/Nウォーム販売枚数	909万枚 / 671万枚	903万枚 / 533万枚
JCRファーマ	3 9 12	高度なバイオ技術、細胞治療・再生医療、遺伝子組換え技術による希少疾病・難病の医薬品の研究開発のための研究開発費	54億円	—
村田製作所	9 12 13	研究開発費	1,017億円	1,025億円
朝日インテック	4 9 12	医療用機器の研究開発投資額	75億円	66億円
リンナイ	9 12 13	省エネルギー・環境性を追求した給湯・暖房機器の普及による商品使用時におけるCO <sub>2</sub> 削減貢献量	450万t-CO <sub>2</sub>	430万t-CO <sub>2</sub>
島津製作所	3 9 12	① 研究開発費 ② 国内外での特許申請件数	157億円 750件	169億円 822件
エムスリー	3 9	医療従事者向け情報プラットフォームにおける医師の会員登録数	600万人	600万人

# インパクトレポート掲載企業のPSR, PERによる潜在価値評価

野村AMLレポートの掲載企業は、PSR,PERどちらで見ても、財務から推計される平均的なPSR,PERより高い企業が多いように見えます。りそなAMLレポートの掲載企業は、PERで見ると高め、PSRで見ると平均的なものが多いように見えます。

PSRモデル：短期成長率・負債比率・DOE・業種から推計

PERモデル：短期成長率・負債比率・配当性向・業種から推計



注1) 2022年6月末時点。金融除く。各指標平均±3σを超える場合は、平均±3σの値に置換して分析。  
 注2) 野村AMLレポート掲載企業は24社、りそなAMLレポート掲載企業25社のうちFactSetコンセンサス予想が取得できた22社を対象とした。  
 出所) FactSetより野村証券作成

## 株価形成に関する考察

### 上場インパクト企業の株価形成に関する考察

---

- 投資家からインパクト企業と捉えられている日本の上場企業には、概ね、プラスの潜在価値が見えました。
- インパクト企業の株価には、中長期的な期待成長性が内包されている可能性があります。

### インパクトスタートアップ企業の株価形成に関する考察

---

- 一方、大半の日本企業の株価に中長期の期待成長性が確認できないのが現状です。マーケットにおいてインパクト企業としての認知度が未だ高くないインパクトスタートアップ企業において、IPOバリュエーション時に中長期の期待成長性( $g > 0$ )をどこまで織り込めるかは不透明であると言えます。
- 上場後にインパクトの出現とキャッシュフロー創出を正しく継続的にアピールしていくことで、それらが投資家に認知されれば、潜在価値(長期的な期待成長性)が高まり、株価にインパクトが織り込まれた状態になる可能性があります。(上場企業の大半がPBR1倍割れ、低成長の状態ですが、インパクト企業と認知された場合そうはならないと期待します)→つまり、上場後の振る舞いが非常に重要
- まずは財務KPIで事業戦略を具体的に語り、さらにインパクトKPIで長期の成長ストーリーを語る方法が有効だと言えます。またその際に、個社性が強いインパクトを、社会課題別・業種別などある程度の共通指標で示せるようになることは、幅広い投資家を獲得するために有効であると考えます。

本資料は、ご参考のために野村証券株式会社が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書およびプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、野村証券株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。