

定量的な効果検証への取り組み



企業の強み・弱みを定量的に把握する「資本コストGAPモデル」

問題意識

- 投資家と企業が認識する「株主資本コスト」に大きなズレあり
- その結果、目標とするROE水準も認識の差が生まれ、PBR 1倍割れの状態が恒常化

取り組み

- 「株主資本コスト」を推定し、その変動要因を定量分解し、企業の取り組むべき課題を特定
- その結果を企業とのエンゲージメントに活かして、エンゲージメントの実効性の向上を目指す

株主資本コストの算出
(残余利益モデルをベース)

$$\text{株式価値} = \text{自己資本}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\text{ROE}_t - \text{株主資本コスト}) \times \text{自己資本}_{t-1}}{(1 + \text{株主資本コスト})^t}$$

※ 上記のように算出された株主資本コスト（インプライド資本コスト）を説明する要素として、様々な指標を検討しモデルに組み込み

様々な指標を資本コスト要因として組み込み



株主資本コストの要因分解

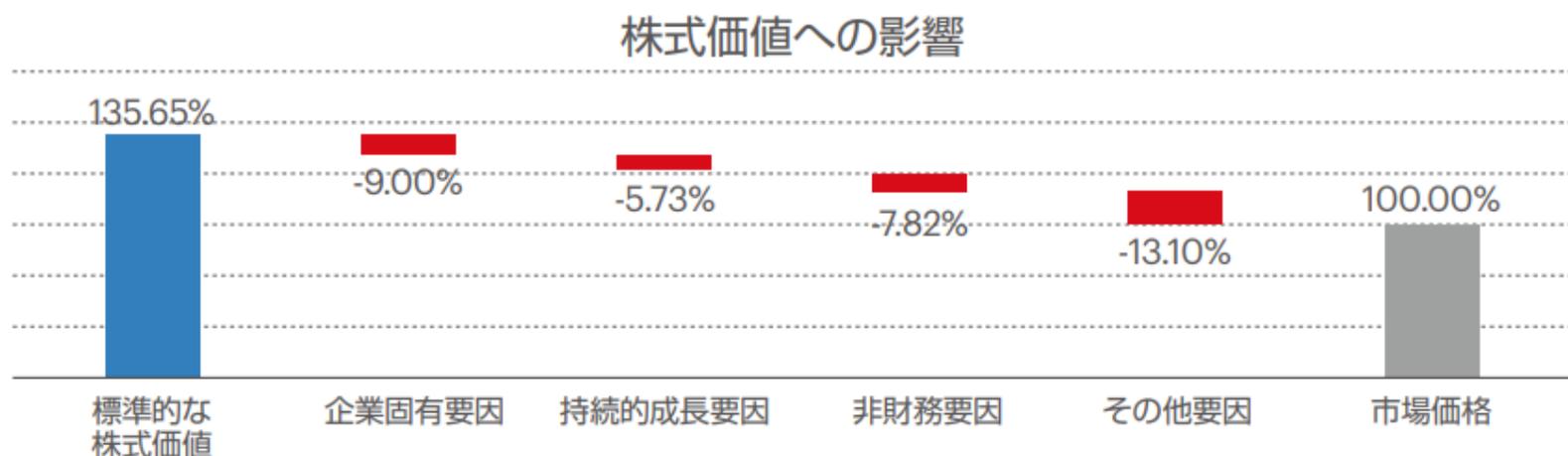
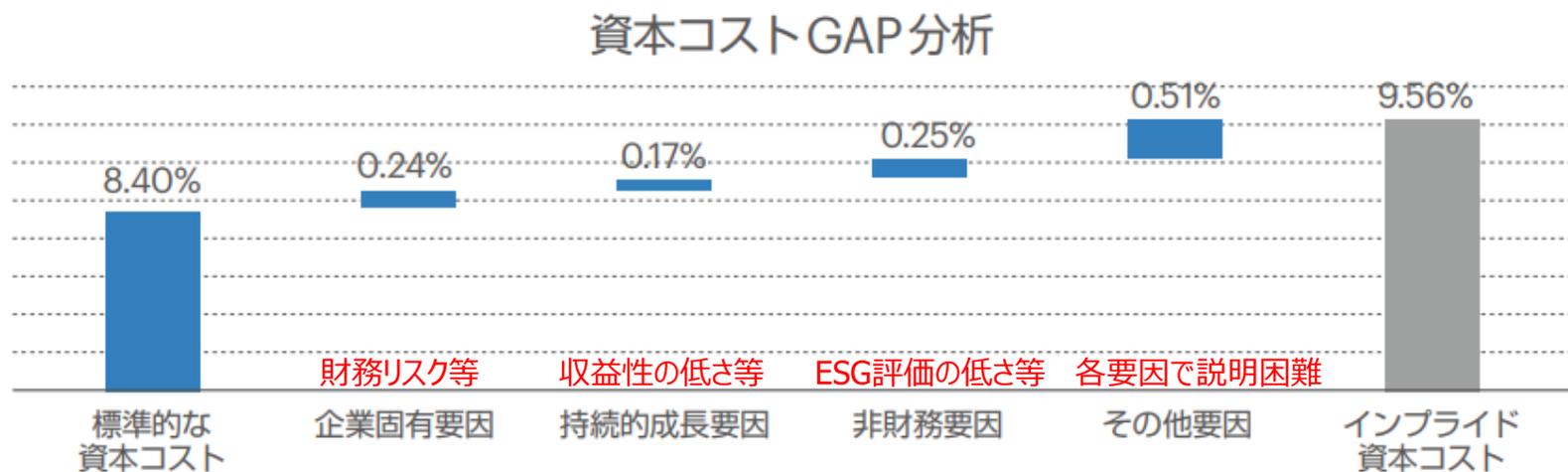
➤ 「市場から要求される標準的な資本コスト」と「企業独自の資本コスト（GAP ※）」に要因分解

※ 各企業の同規模・同業種と比較した強み・弱みを説明する要素



具体的な事例（企業Aのケース）

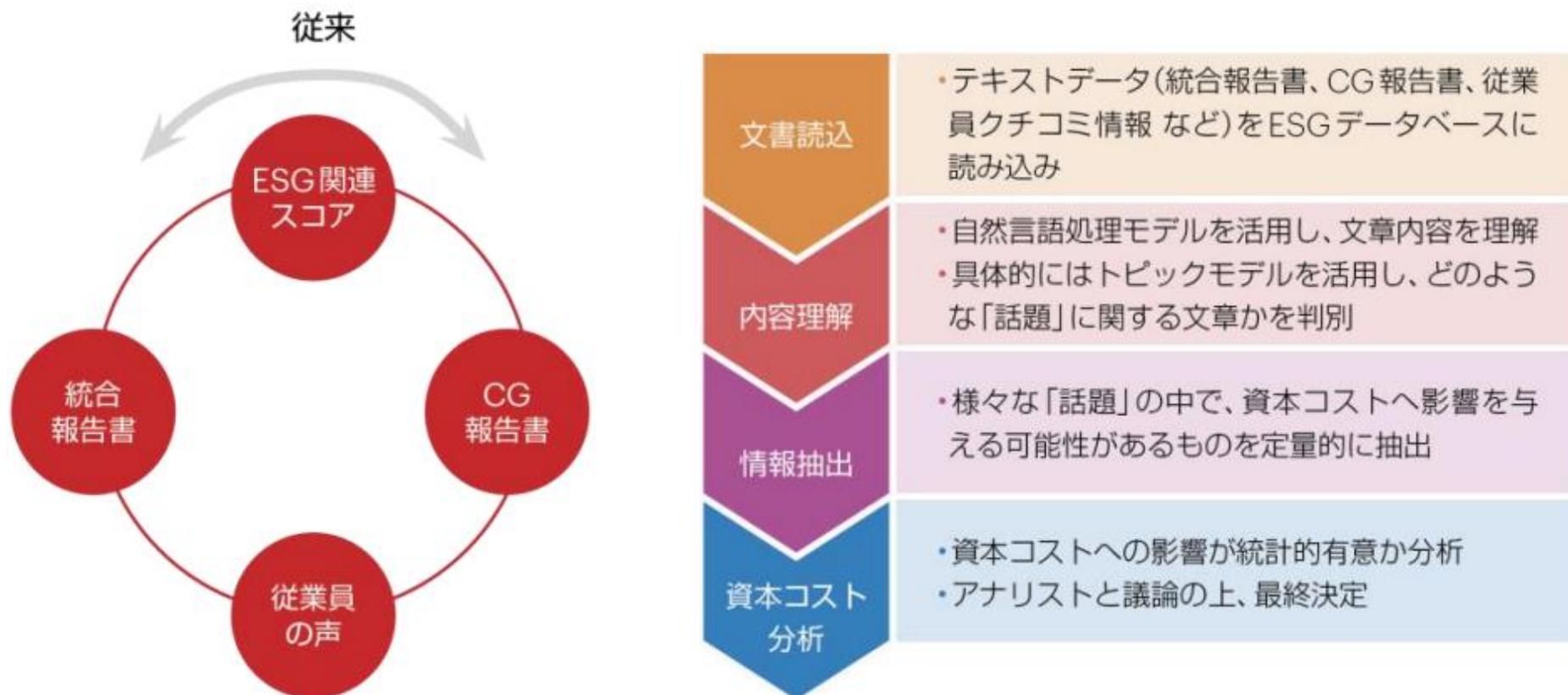
- 標準的な資本コストに比べ、企業Aのインプライド資本コストは高い。この差分を分解して変動要因を把握



資本コストGAPモデルの改良

- 自然言語処理の技術を活用し、各企業の記載内容を機械的に読み解く試みを実施
- 資本コストへの影響（統計有意性）を分析し、アナリストと定性的な解釈について議論を重ね、モデルを改良

資本コストGAPモデルの時系列的な変化（イメージ図）



エンゲージメントによる変化

- スチュワードシップ活動は実効性が問われるフェーズになっており、アセットオーナーは「エンゲージメントの報告は多くあるが効果は上がっているのか」という点に高い関心がある
- 1年のみでは改善が確認できない一方で、複数年にわたり、エンゲージメントを実施した企業においては、企業価値やガバナンス項目の改善点が多い結果
- 特に4年連続で対話を行うと5項目改善するという傾向あり。継続的なエンゲージメントの重要性を示唆

エンゲージメントの継続性と改善効果

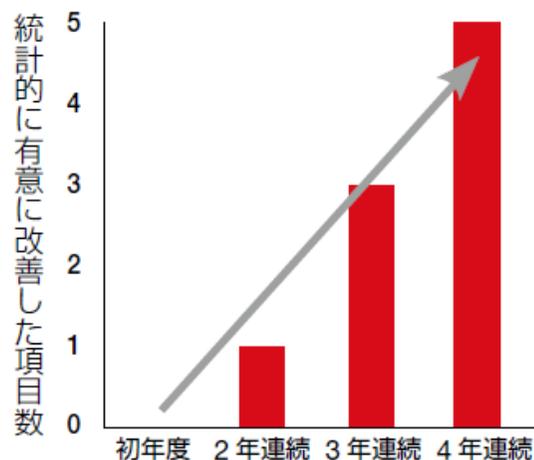
検証項目

ガバナンス 関連項目

- ① 独立社外取締役比率が上昇したか
- ② 政策保有株比率が減少したか
- ③ 現預金比率が低下したか
- ④ 役員持株比率が上昇したか
- ⑤ ストックオプションを採用したか

企業価値 関連項目

- ⑥ Tobin's Qが上昇したか
- ⑦ 収益性(EBITDA/総資産)が上昇したか
- ⑧ ROEが上昇したか

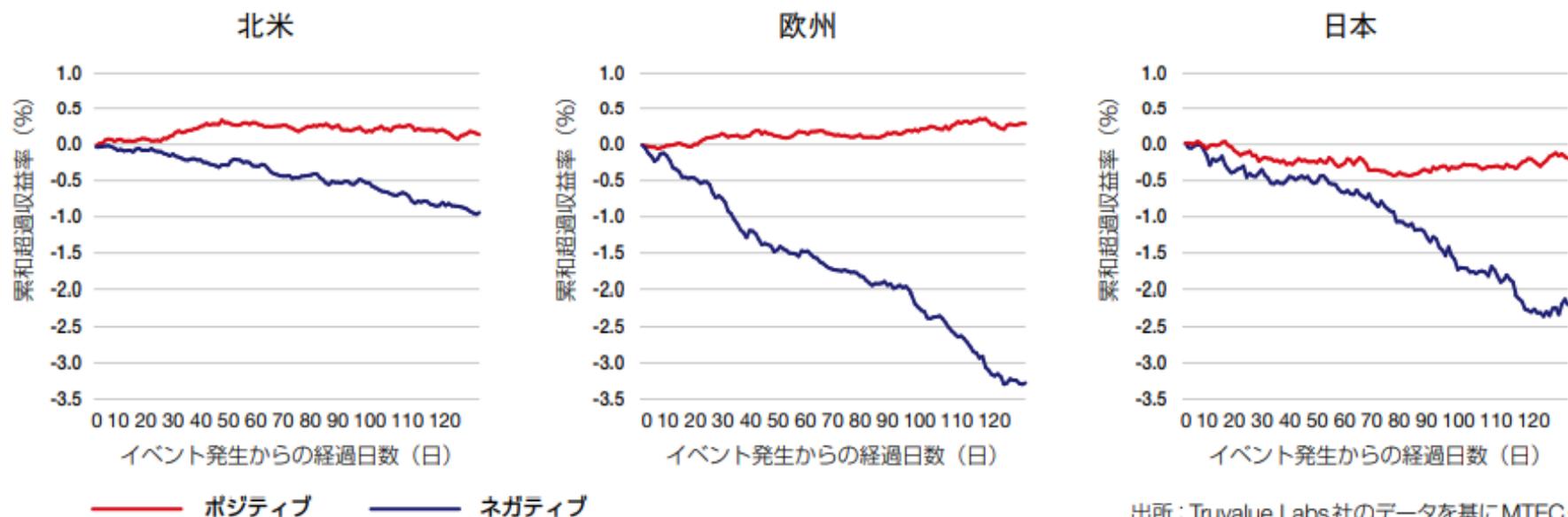


継続的に行った
企業ほど、
改善項目数が増加

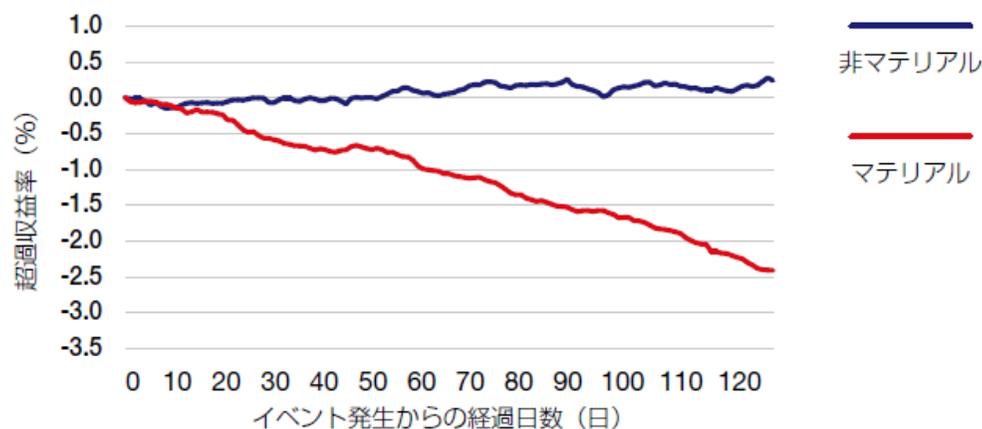
※対象:当社が2016年以降にエンゲージメントを行った企業
※「Tobin's Q=(時価総額+負債合計)/総資産」により計算

ESGと株価の反応

地域別 ESG イベント発生から半年間の株価反応



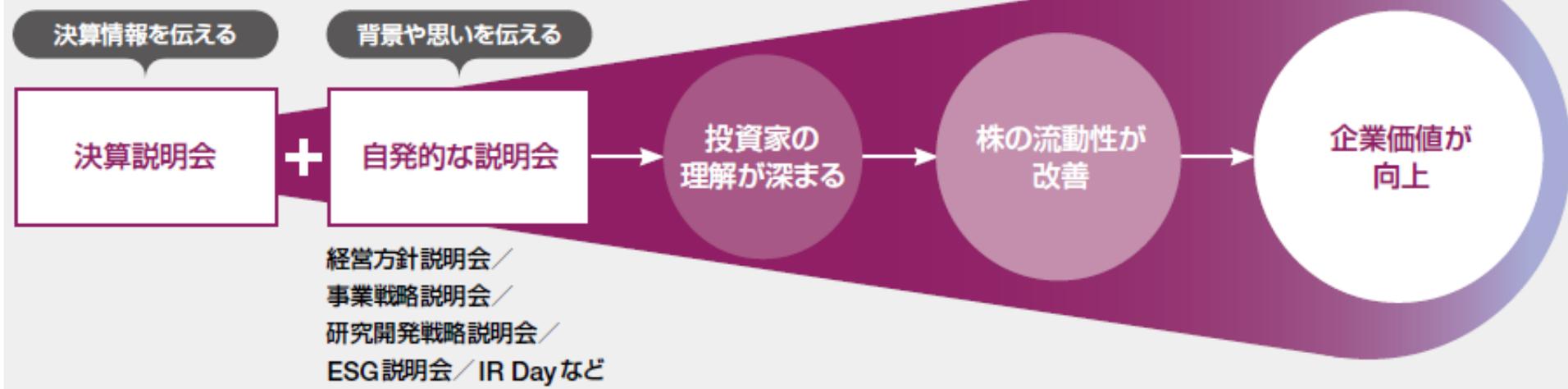
ネガティブなESGイベント発生から半年間の株価変化



情報開示と企業価値

➤ 経営者が行う自発的な開示が株式の流動性の増加を通じて企業価値にプラスの影響を与える可能性あり

説明会開催により企業価値が向上



流動性変化の結果

	説明会開催 企業群の 差分	非説明会開 催企業群の 差分	DID	説明会開催 企業群 サンプル数
流動性の変化 全サンプル	-0.014	0.007	0.021	274
経営者予想の 正確性が高い	-0.034	0.005	0.038	164
経営者予想の 正確性が低い	0.016	0.010	-0.006	110

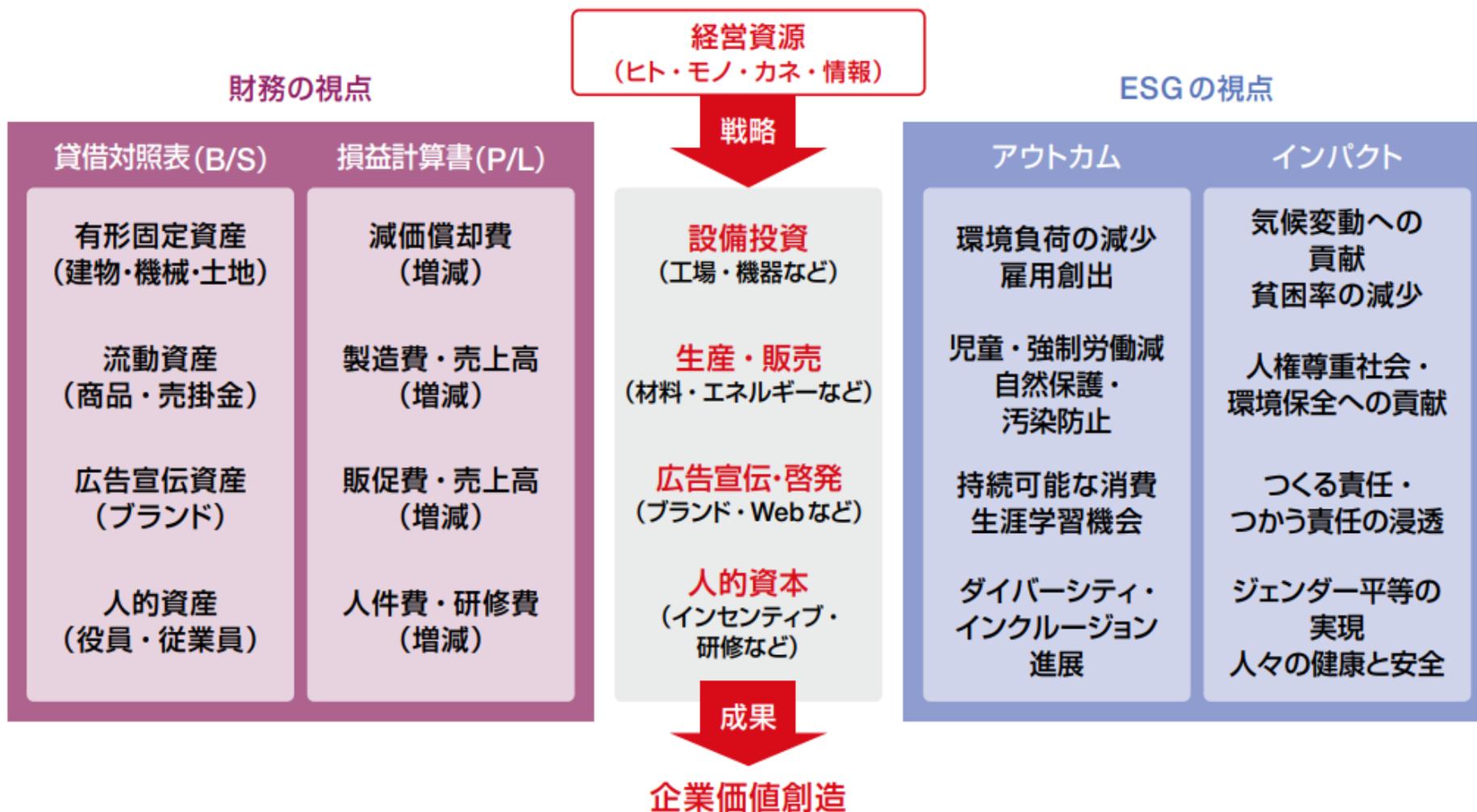
企業価値変化の結果

		Δ PBR	Δ Tobin'sQ	サンプル数
自発的な 説明会を 開催した企業	流動性改善	0.028	0.022	142
	流動性悪化	-0.031	-0.021	132
自発的な 説明会を開催 しなかった企業	流動性改善	-0.002	0.002	409
	流動性悪化	-0.033	-0.021	413

ご参考

「企業価値」評価の視点 ～ 「ESG」は特別ものではない ～

- 「企業価値」評価においては、「財務」と「ESG」の両視点からのより幅広いアプローチが重要
- 「財務」も「ESG」も事業活動の結果と言える中、ビジネスモデル・経営戦略などを理解する重要性が高まる



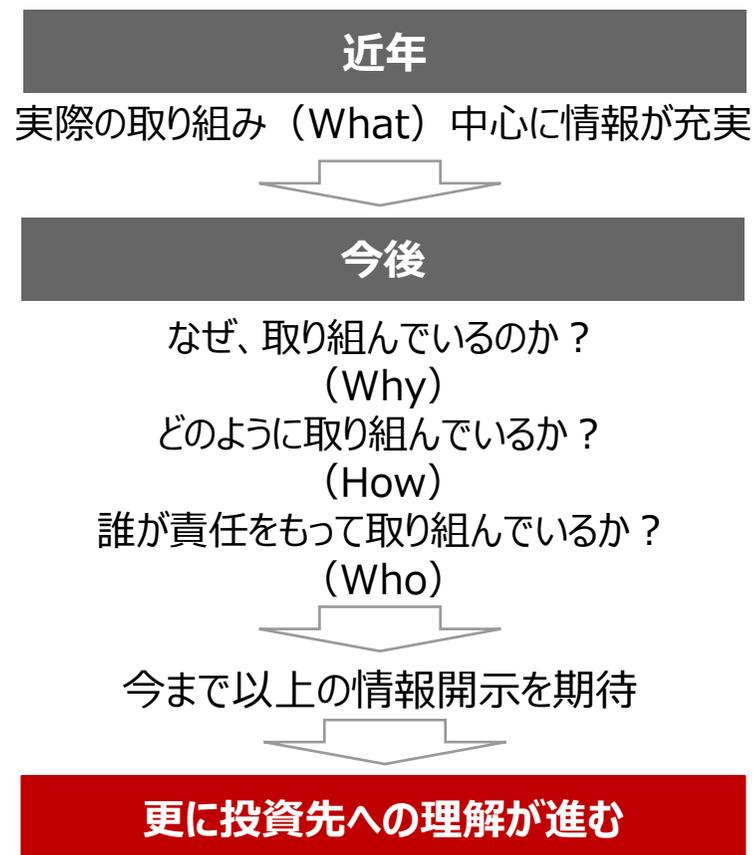
企業に期待する情報開示

- 統合報告書は、長期投資で重要となる経営者の考え方や企業理念、企業文化、社員の働き方など、「数字では見えない定性情報」も把握できる貴重な情報源の1つ
- 情報開示は、投資家のためだけでなく、経営（社内）の議論を促進し、指針の明確化に繋がることから重要

情報開示の考え方

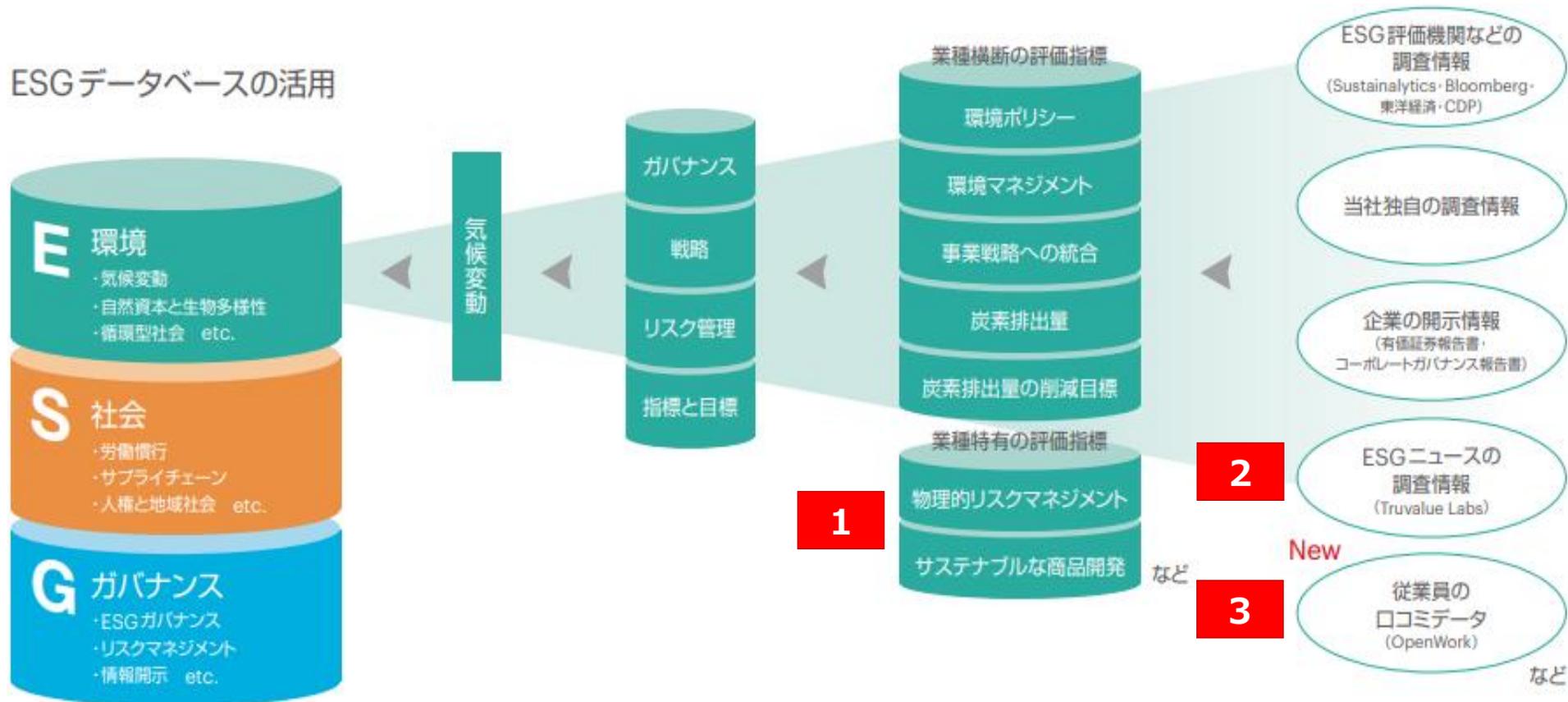


変化しつつある「重視したい情報」



独自「ESGデータベース」の構築と改善

- 投資先のESGリスクを効率的かつ客観的に把握するため、独自「ESGデータベース」を構築して「ESG評価」実施
- 業種横断の評価指標に加え、業種毎にESGイベントや株価との関連性が高いと考えられる評価指標や、即座にスコアに反映する機動的な評価指標としてESGニュース、企業価値と関連性が見られた従業員口コミデータを採用



終わりに

- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあることを予めご了承下さい。
- 本資料は、弊社がお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
- 本資料に記載している情報は、信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 弊社は、いかなる場合であっても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、あらゆる直接的、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料に関するお問い合わせ先

MUFG AM サステナブルインベストメント

フェロー 加藤正裕

E-mail : masahiro_kato@tr.mufg.jp