

# 基礎研 レポート

## 上場会社にとって ESG の G とは何か、 目的は達成できているか

—企業価値の向上を株式評価モデルで考える—

金融研究部 専務取締役 部長 CFA 安孫子 佳弘  
(03)3512-1844 abiko@nli-research.co.jp



今や ESG は上場会社や機関投資家にとって、様々な意思決定をする際に無視できない、重要なファクターであることは言うまでもない。

その中で上場会社にとってのG（以下、コーポレートガバナンス）については、やるべきことが明確で、その中心には東京証券取引所が公表している「コーポレートガバナンス・コード」がある。東証で上場する企業にとっては当然重視すべきルールであり、コーポレートガバナンスの基本が集約されていると言えよう。

そこで本稿では、上場企業にとってのガバナンスについて、「コーポレートガバナンス・コード」を踏まえ、コーポレートガバナンスが有効に機能しているか、その目的に照らし、どのように評価すべきかを投資家目線でいろいろと考えてみたいと思う。具体的には、株式評価モデルを使ってみたい。

### 1—コーポレートガバナンス・コードの目的とは何か

東証が公表する「コーポレートガバナンス・コード（以下、コード）」は2021年6月11日付のものが最新だが、最初に、コードの内容から「コーポレートガバナンス」の目的がそもそも何であるかを確認してみたい。

まずはコードの表題である「コーポレートガバナンス・コード」の副題は「～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」となっており、コードの目的が「会社の持続的な成長」と「中長期的な企業価値向上」であることは明白である。

このことは、コードの中で「会社の持続的な成長」と「中長期的な企業価値向上」という言葉が、コードの各原則の目的として繰り返し何度も出てくることから分かる。コードの大半は、その目的達成のための手段もしくは制約条件として書かれている。

具体的記述については本稿の最後にコードの抜粋を添付したので参照していただきたい。

## 2——企業の「持続的な成長」と「中長期的な企業価値の向上」をどのように評価すべきか

コードの主な目的が「会社の持続的な成長」と「中長期的な企業価値の向上」だとすると、この「コーポレートガバナンス」の目的の達成度合いは、どう評価したら良いのだろうか。

イメージとしては「会社の持続的な成長」は増収・増益で、「中長期的な企業価値の向上」は中長期的な株価上昇という感じがするが、いずれにせよ、この2つは株主にとって有益かつ重要な成果を生むという意味では同じようなものであろう。

そこで、投資家目線、つまり株主にとっての価値ということで、証券投資理論における株式評価モデルを簡単に説明し、それを使って、コードの目的である「持続的な成長」と「企業価値の向上」をどのように評価できるかを考えてみたい。

株価評価モデルとして教科書や実務で使われるのは、主に配当割引モデル（DDMモデル）、割引キャッシュフロー法（DCF法）、残余利益モデルの3つであるが、この3つのモデルは理論的には同様のものであり、整合性のある同じ予測数値を用いると計算結果は同じになる。従って、使いやすいモデルを利用することに特段の問題はないと考えられる。

### 【企業価値とは何か】

本稿では「企業価値」は企業全体の経済的価値とし、以下のようなものとする。従って、「企業価値の向上」のためには、「株主価値の現在価値の増加」が必要となる。尚、「株主価値の現在価値」とは日々変動する「株式の時価総額」ではなく、理論上の本質的な価値を示す。

$$\text{企業価値} = \text{資産の現在価値} = \text{負債 (D)} + \text{純資産の現在価値}$$

$$\text{また、株主資本 (E)} \quad \equiv \quad \text{自己資本} \quad \equiv \quad \text{純資産 (注) とし、}$$

$$\text{企業価値} = \text{負債 (D)} + \text{株主資本の現在価値 とする。}$$

(注) 純資産と株主資本：通常、純資産の方が大きい、金額的にそう違いはないものとする。

$$\text{株主資本} = \text{資本金} + \text{資本剰余金} + \text{利益剰余金} - \text{自己株式}$$

$$\text{自己資本} = \text{株主資本} + \text{その他の包括利益累計額}$$

$$\text{純資産} = \text{自己資本} + \text{新株予約権} + \text{非支配株主持分} = \text{資産} - \text{負債}$$

### (1) 割引配当モデル (DDM: Dividend Discount Model)

このモデルは、株主にとって実際にもらうのは配当 (d) だけという前提に立つ。株式を売却すると配当だけではなく売却代金も売った人に入るが、その人から買う株主は将来の配当をもらうことになるので、理屈としては永遠に配当だけが株式価値の源泉ということになる。その配当というキャッシュフローを、キャッシュフローが変動するリスク等に対応した株主資本割引率 (r) で割り引いて、現在価値を算出するというものである。配当が毎年一律 g % で成長という前提だと、以下のような簡単な式で株式価値が算出できる。

$$\text{株式価値} = d / (r - g)$$

この d を会社全体の配当額とすると、株主資本 (E) の現在価値となる。これに負債 (D) を加えると、「企業価値」となる。

つまり、このモデルによると「企業価値の向上」のためには、中長期的に配当が増える、つまり増配が継続する必要があるということになる。勿論、配当が毎年  $g\%$  で増える必要はないが、増配基調で中長期的に  $g\%$  成長が期待できるのであれば、「企業価値の向上」を達成することになる。株主資本割引率 ( $r$ ) の低下でも企業価値は上昇するが、具体策が少なく、そう簡単なことではない。

また、配当が持続的に増加すれば、「持続的な成長」というコードの目的も達成していることになる。「持続的」という意味から、無理して増配するのではなく、当期利益の範囲内で無理なく配当できるということが必要となろう。

但し、経営判断として自社の成長を優先して、配当をゼロまたは低水準にしている企業には、このモデルは適用できないので、次の DCF 法で評価することになる。

## **(2)割引キャッシュフロー法(DCF 法: Discounted Cash Flow method)**

この DCF 法は汎用性があり、企業買収や不動産価値等の評価に幅広く使われている。DCF 法では、企業がビジネスを通じて得るキャッシュフロー (CF) を、その CF のリスクに対応した割引率で割り引いて、企業価値を算出する。この CF は株主と債権者の両者のものなので、営業利益から税金やビジネスを継続・成長するための設備投資金額や運転資金増加額は差し引くが、金利の支払いは差し引かないフリー・キャッシュフロー (FCF) である。割引率は株主と債権者がリスクを負担しているので加重平均資本コスト (WACC : Weighted Average Cost of Capital : ワック) が使われる。

企業価値 = 将来の FCF を WACC で割り引いた現在価値

$WACC = D / (D + E) \times \text{税引き後利子率 } i + E / (D + E) \times \text{株主資本割引率 } r$

このモデルは単純化すると以下のような式で企業価値を算出できる。

企業価値 =  $FCF / WACC$

(FCF が一律  $g\%$  で成長と仮定すると、企業価値 =  $FCF / (WACC - g)$  となる。)

このモデルでは「企業価値の向上」というのは FCF が持続的に成長することになる。WACC の低下でも企業価値は上昇するが、これも株主資本割引率 ( $r$ ) の引き下げと同様、なかなか難しい。FCF の持続的成長のイメージとしては、キャッシュフロー計算書で、営業活動によるキャッシュフローが潤沢で年々増加し、将来への成長に向けた投資が行われ、現金残高も順調に増えているということになる。また、FCF が持続的に増加していれば「持続的な成長」も達成していることになる。

但し、急成長企業においては将来の成長のために多額の投資を継続し、FCF がマイナスとなり借入等でファイナンスする場合がある。この場合、このモデルでは簡単には判断できない。こうしたケースでは定性判断や将来の高成長を想定しての長期間の DCF 法などが必要となるだろう。

以上の2つのモデルを使って確認できることは、急成長企業等の一部例外のケースはあるものの、企業の業績が良く、増益や増配を継続的に達成していれば「企業価値の向上」と「持続的な成長」を達成できていると言える。ある意味、当たり前のことが確認できたことになるが、売上高の増加だけでは「企業価値の向上」とはならず、増益や増配等が必要である点が明確になっている。

### (3) 残余利益モデル(RIM: Residual Income Model)

このモデルは、財務諸表の損益計算書における将来の純利益から株主が期待する通常の利益（株主資本コスト：株主資本×株主資本割引率  $r$ ）を差し引いて残余利益とし、それを株主資本割引率  $r$  で割り引いて将来の残余利益の現在価値を算出し、それを財務諸表上の株主資本に加えて「株主資本の現在価値」を算出する。単純化して式で表すと以下のようなになる。

$$\text{株主資本の現在価値} = \text{財務諸表上の株主資本} + \text{将来の残余利益の現在価値}$$

この式は「株主資本の現在価値」を評価するのに、財務諸表上の株主資本を出発点とするので、とても分かりやすい。つまり、「企業価値の向上」は「株主資本の現在価値の増加」を意味するので、「将来の残余利益の現在価値」がプラスで増加することと同義となる。

しかし残念ながら、増益や増配については、企業の発表や各種ニュース、アナリストレポート等で確認できるが、「将来の残余利益の現在価値」は簡単に算出することはできない。

そこで株主持分の現在価値の代替として時価総額を用いてみたいと思う。株価は企業業績以外にも金融市場動向や政治状況や自然災害等にも影響されるため、日々変動し、理論的な本質的価値（ファンダメンタルバリュー）から乖離する。実際、この本質的な価値に照らして現在の株価が割高か割安かという判断はファンドマネージャーやアナリスト等のプロが切磋琢磨し、情報収集した上で、各種分析や予測をし、個々の銘柄の売買等を行っている。本質的価値の算出は簡単ではない。

ただ、本稿で問題にしているのは「中長期的な企業価値の向上」があるかないか、それが十分かどうかである。株式市場のある程度の効率性を前提とすると、株価はファンダメンタルバリューを中心に変動していると考えられる。

従って、残余利益モデルでの「将来の残余利益の現在価値」がプラスかマイナスか、十分なプラスかについては、ある程度の期間をとって計測すれば、その企業が「中長期的な企業価値の向上」という目的を達成しているかどうかの評価の目安にはなると考えられる。

そこで、残余利益モデルで「株主資本の現在価値」を時価総額とすると以下のような式になる。

$$\text{株式時価総額} = \text{財務諸表上の株主資本} + \text{将来の残余利益の現在価値}$$

つまり、以下のように変形できる。

$$\text{将来の残余利益の現在価値} = \text{株式時価総額} - \text{財務諸表上の株主資本}$$

ここで「将来の残余利益の現在価値」がプラスかマイナス、その度合いはどの程度かを見るという評価をするのであれば、株式時価総額と財務諸表上の株主資本のどちらが大きいかという話になるので、実は以下の数値が1より大きいかどうかという評価とほぼ同じ評価となる。

$$\text{株式時価総額} / \text{財務諸表上の純資産} (\equiv \text{株主資本})$$

$$= \text{株価} / \text{一株当たり純資産}$$

$$= \text{PBR}$$

つまり、PBR が1より大きければ、時価の方が純資産より大きいということになり、「将来の残余利益の現在価値」がプラスとなり、企業価値を向上させていることになる。

一方、PBR が1未満だと企業価値を毀損していることになる。勿論、投資家が見誤っているという見方もできるが、長期間に亘ってPBR が1以下の場合、「企業価値の向上」という目的は未達ということになるだろう。PBR は「企業価値の向上」を判断する上で、とても便利な評価基準となる。

尚、PBR は以下のような式にも分解できる（すべて一株当たり）。

$$\text{PBR (株価/純資産)} = \text{ROE (純利益/純資産)} \times \text{PER (株価/純利益)}$$

つまり、PBR はROE（企業の現状の収益力）×PER（投資家が期待する将来の成長力等）なので、PBR が高水準であれば、企業の収益力は高く、将来の成長性もあると投資家が期待していることになる。PBR を上げるには、企業はその両方とも達成しなければならないことになる。

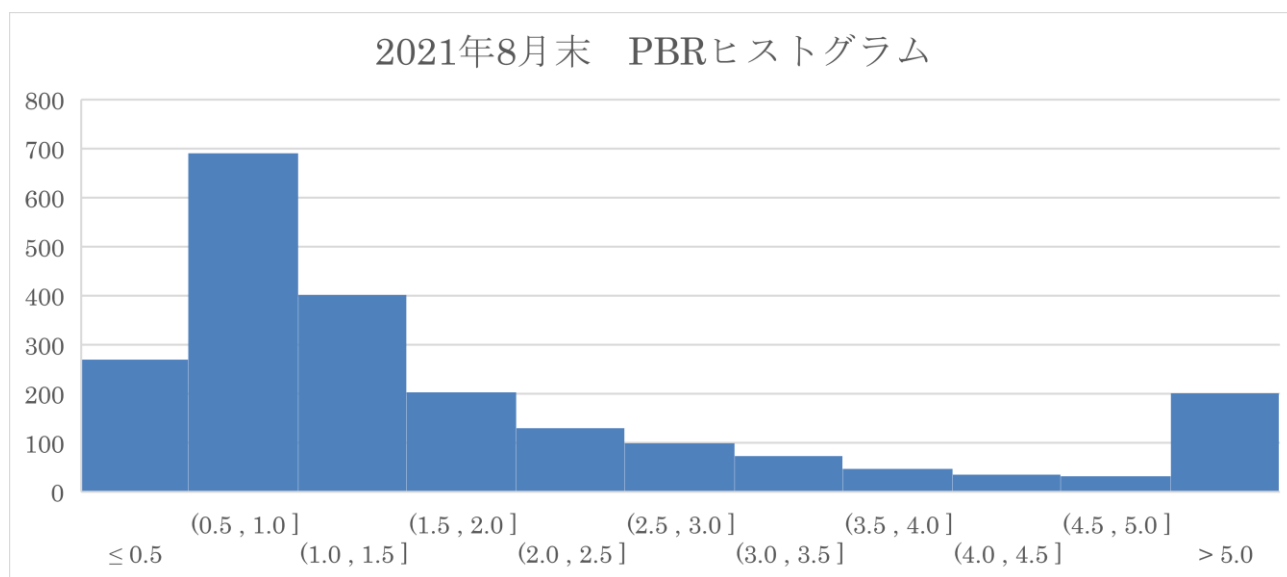
### 3—上場企業はコーポレートガバナンスの目的をどのくらい達成しているのか

それでは、日本の上場企業はコードの目的をどのくらい達成しているのか、PBR で見ていきたい。具体的には代表的な日本企業である東京証券取引所第一部上場企業の PBR を確認するため、コロナ禍前の2018年8月末と2021年8月末におけるTOPIXのPBRの分布データを見てみる。

ちなみに2021年8月末のPBRは、TOPIXで1.3、日経225で1.2、米国のS&P500で4.8である。2021年8月末のPBRは、TOPIXで1.3、日経225で1.2、S&P500で3.5である。日本株のPBRは米国株と比べて、かなり低い水準にとどまっている。

TOPIX 銘柄のPBRについて、2021年8月での単純平均は2.69、中央値は1.13、2018年8月での単純平均は2.19、中央値は1.16である。TOPIXが時価加重平均のインデックスであることを踏まえると、時価の小さい企業のPBRは高く、時価の大きな企業のPBRが低い傾向にあり、極少数のPBRが極めて高い企業がPBRの単純平均を大きく引き上げていることが分かる【グラフ】。

【グラフ】 TOPIX 銘柄 PBR 分布（具体的社数および2018年8月データは【図表】を参照）





【図表】 TOPIX 銘柄企業の PBR の分布（2021年8月末と2018年8月末：社数）

PBR	≤0.5	≤1.0	≤1.5	≤2.0	≤2.5	≤3.0	≤3.5	≤4.0	≤4.5	≤5.0	>5.0
2021/8	270	691	402	203	130	99	73	47	35	32	201
2018/8	128	639	490	236	162	82	79	48	42	21	174

（注）PBR：≤0.5は0.5以下、≤1.0は0.5超1.0以下、>5.0は5.0超を示す。

（資料）日経 NEEDS より作成

実は、2021年8月末で、東証一部の企業においてPBRが1以下の企業は961社と全体の44%を占めており、かなり多い。つまり、単純に考えると、これらの企業は「持続的な成長」も「企業価値の向上」も達成できていない。少なくとも投資家はそう見ていることになる。もし、PBRが1以下の企業のコーポレートガバナンスやESGレーティングのGで高評価であったとしたら、手段や制約条件の達成状況は高く評価できるが、残念ながら結果が伴っていないということになる。

勿論、投資家である株主との建設的な対話がうまく行かずに将来の成長性等が正当に評価されていない（PERが低い、株主資本割引率が高い）だけなのかもしれない。また、たまたま企業の業績が一時的に悪い（ROEが低い、株主資本割引率が高い）というケースもあると思われる。「企業価値の向上」に向けた経営戦略の成果が出るのに多少時間がかかっているのかもしれない。しかし、もし長期間に亘ってPBRが1以下とか低水準である場合は、やはり、コードの目的である「持続的な成長」や「企業価値の向上」は達成できていないということになるのではないだろうか。

従って、こうした低PBR企業がコードに基づいて、形式的に独立社外取締役を増員し、各種委員会を設置し、経営理念を策定したりして、各種コード原則を遵守してGで高評価を得て、これで十分としているのであれば論外である。コストをかけて手段や制約条件をクリアしても、肝心のコードの目的である「持続的な成長」や「中長期的な企業価値の向上」を達成していないからである。手段や制約条件を目的化し、そこで立ち止まってはならないと思う。企業の事業戦略で収益の拡大を目指すのが本筋であろうが、事業戦略が上手く行かない場合でも、自己株式取得等の財務戦略でROEの向上や株主資本価値を高める方法もあるのではないだろうか。

#### 4—まとめ

ESG全般に言えることだが、ESGそのものは目的ではなく、手段もしくは制約条件であり、上場企業としての最も重要な使命は「持続的な成長」や「中長期的な企業価値の向上」なのではないだろうか。最近良く喧伝される、株主だけではなく、気候変動や株主以外の利害関係者にも配慮すべきという意見は至極もっともではあるが、株主を軽視して良いということにはならないと思う。

投資家目線で考えると、各企業が環境に配慮し（E）、悪いことをせず各方面に誠実に対応し（S）、しっかり内部統制する（G）ことを日々実践しながら、中長期的に優れた企業業績を挙げて、結果として中長期的に株価上昇をもたらすことが、各企業の目的であってほしい。

もし、多くの日本企業が ESG を尊重しつつ、より良い商品やサービスを提供して収益を拡大し、持続的に企業価値を高めることに成功すれば、米国株のように日本株も長期的に上昇するであろうし、日本株に投資する人も自ずと増え、日本国内における多くの人の資産形成や老後資金の準備も、より容易になるであろう。

まさにコードが冒頭に述べているように、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

上場企業には「企業価値の向上」を達成するためのコーポレートガバナンスへの尽力、そして、「企業価値の向上」に向けた具体的な経営戦略についての投資家への明確な説明を期待したい。

## <<コードの目的が分かるコード内の記述の抜粋>>

日本取引所グループ「改訂コーポレートガバナンス・コードの公表」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html>

### 【冒頭】「コーポレートガバナンス・コードについて」

「本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則をとりまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。」

### 【基本原則2】

「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創造は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、・・・」

### 【原則2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

「上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、・・・中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。」

### 【原則2-4. 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保】

「上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち・・・」

補充原則2-4① ……また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多

様性の確保に向けた人材育成方針と・・・

#### 【基本原則4】

「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく。・・・」

補充原則4-2② 取締役会は、中長期的な企業価値向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組について基本的な方針を策定すべきである。・・・

#### 【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

「上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効活用を図るべきである。

(i) 経営の方針や経営改革について、自らの知見に基づき、会社の持続的成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点から助言を行うこと

・・・」

#### 【原則4-8. 独立社外取締役の有効活用】

「独立社外取締役は会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1・・・」

#### 【基本原則5】

「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。・・・」

#### 【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

「上場会社は、株主からの対話（面談）の申し込みにに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲内で前向きに対応すべきである。・・・」

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。