

ESGのGと企業価値に係る一考察



早稲田大学大学院会計研究科 客員教授 柳 良平
SMBC日興証券株式調査部 チーフクオンツアナリスト 伊藤 桂一

1. はじめに

Yanagi (2018) およびYanagi and Michels-Kim (2021) (注1) では、ESG (環境・社会・統治) の価値 (IIRC (注2) の定義する5つの非財務資本) (注3) はPBRに織り込まれるという「PBR仮説」(IIRC-PBRモデル) の立場をとる。このモデルを柳 (2023) では、世界の投資家からの呼称から「柳モデル」として詳細を報告している。一方、柳 (2022) の世界の投資家サーベイでは約3/4の投資家が「本来ESGの価値の100%あるいは大半をPBRに織り込むべき」と回答している。

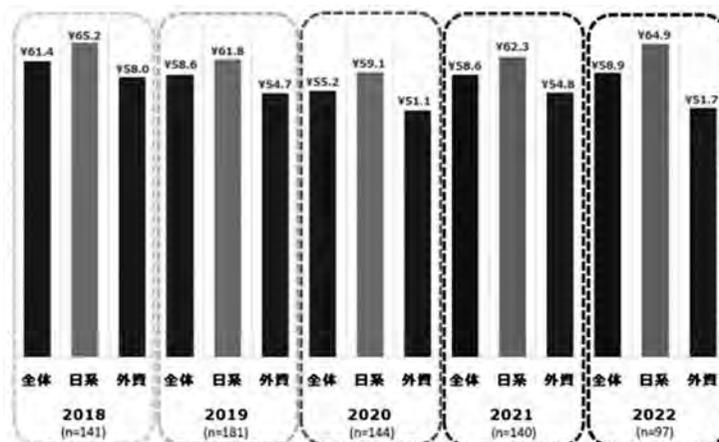
ESGと企業価値の関連性を訴求するのが「柳モデル」であるが、エーザイの重回帰分析 (柳2023) など、これまでは主にESGの「E」と「S」と企業価値の関係を追究してきた。柳・伊藤 (2019) (2022) も温室効果ガスや女性登用とPBRの相関を示唆したものである。

それに対して、今回、本稿では、ESGの「G」と企業価値の関係を「現金の価値」「自社株買いの効用」の2点にフォーカスして深掘してみたい。

〈目次〉

1. はじめに
2. 日本企業のGと保有現金の価値評価
3. Gと現金の価値および自社株買いの効用
4. おわりに

(図表1) バリュエーション (PBR) から勘案して帳尻を合わせると、現在の日本企業の保有する現金、有価証券100円をいくらぐらいで価値評価すると適切だと思いますか？



(回答の平均値を金額表示)

- A. 現金、有価証券の金額が時価総額よりも大きい企業も多く、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクが著しいので、ゼロに近い評価 (100円≒0円)
- B. 日本企業の相当がPBR1倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%以上) : (100円≒25円)
- C. 日本企業の相当がPBR1倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%前後) : (100円≒50円)
- D. 日本企業の相当がPBR1倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%以下) : (100円≒75円)
- E. 監査法人が担保する有価証券報告書の貸借対照表の現金、有価証券の価値は絶対的なので、等価で見ると : (100円=100円)
- F. 現金、有価証券は正のNPVを生む価値創造投資に使われる (あるいは自社株買い増配になる) ので、プレミアム評価 : (100円≒125円~)

2. 日本企業のGと保有現金の価値評価

ここでESGのGが企業の保有現金・有価証券の価値評価 (ディスカウント/プレミアム) に影響を及ぼすのか、定性面・定量面から考察する。

一定数の日本企業で保有現金が時価総額よりも大きいことを踏まえて、ガバナンスディスカウントの定性的証拠を訴求すべく、筆者 (柳) が行ってきた投資家サーベイ (柳2022) (注4) では「バリュエーション (PBR) から勘案して帳尻を合わせると、現在の日本企業の保有する現金、有価証券100円をいくらぐらいで価値評価すると適切だと思いますか？」と尋ねている (図表1)。

大まかに言って、世界の投資家は日本企業の保有する現金・有価証券100円を50-60円程度に見做している (注5)。これが現金保有額の方が時価総額よりも大きい企業が存在する背景になっている。やはり、ESGのGが時価総額 (企業価値) に影響を及ぼしている蓋

(図表 2) コーポレートガバナンス (CG) が株主価値に与える影響を示す回帰分析結果

平均的な企業が保有する100円の限界的価値				
計測対象 CG尺度	現金 CG1	現金 CG2	現金(グロス) CG1	現金(グロス) CG2
良い(+2σ)	52.3	86.0	67.1	77.8
CG 平均	44.5	47.8	35.5	36.8
悪い(-2σ)	36.7	9.5	3.9	-4.2

CG1:アナリストCGのスコア CG2:外国人持ち株比率
 2005年—2016年6月末データ:東証一部(金融除く)
 異常値除く1851銘柄・年
 柳・上崎(2017)日本IR学会2017

然性が高い。

この定性的証拠を裏付けるべく、日本企業の現金の価値のディスカウント評価に係る定量的な証拠として、柳・上崎(2017)を紹介する。例えば、米国の先行研究では、Dittmar and Mahrt-Smith(2007)が、1990-2003年の米国企業1958社(延べ13,250個のサンプル)を対象に実証研究を行った結果、Gが劣後する企業グループの保有する現金の現在価値は1ドルあたり0.42-0.88ドルであり、Gの優良な企業の保有現金の現在価値は1ドルあたり1.27-1.62ドルと評価されることを明らかにしている。日本企業対象の調査では、山口・馬場(2012)の分析の結果、日本企業の保有するバランスシート上の現金1円は、0.55円-0.74円にディスカウント評価されていることが実証されている。

柳・上崎(2017)ではGの尺度として、日本証券アナリスト協会が公表する優良ディスクロージャー企業選定における、「コーポレートガバナンスに関連する情報の開示」の項目の評価を使用した。この評価の原数値を、時点および業種で規格化して、平均0、標準偏差1となるようスコア化した(以下、CG1)。Gについて株式保有構成が影響を与えるという指摘も多いことから代理指標の2つ目として、株式の外国人持ち株比率についても検証をした(以下、CG2)。

現預金の定義としては2つを用いた。ひとつは「現金」であり、財務諸表上の現金・預金の値で、狭義の現金を表す。他方は「現金(グロス)」であり、現金・預金に短期性有価証券と投資有価証券を加えた値で、広義の現金である。その分析結果(注6)を図表2に示す。

日本企業の「現金」では、柳・上崎(2017)によるコーポレートガバナンス評価(CG)が平均的な企業では100円が約45-48円と評価されるのに対し、CGが良い(ここでは+2

標準偏差 σ) 企業では100円が約52-86円と見なされるという結果となった。そして、CGが悪い(-2 σ) 企業では100円が約10-37円と見なされる。また、「現金(グロス)」では、CGが平均的な企業の100円では約36-37円と評価されるのに対し、CGが良い企業では100円が約67-78円と見なされるが、CGが悪い企業では100円が約マイナス4円-4円と、ほぼゼロに見なされるという結果^(注7)となった。

これらの定性的・定量的な証拠に鑑みて、概ね「平均的な日本企業の保有現金100円は50円程度に評価されている」と言ってもよいだろう。やはりESGのGが価値評価にインパクトを与えている。

ここから発展して、次節では筆者(伊藤)の行った「G→現金の価値→自社株買いの効用」に係る最新の実証研究を紹介する。

■ 3. Gと現金の価値および自社株買いの効用

完全市場のもとでは企業の配当政策と企業価値とは無関係(MM定理)である。しかし、実証的には増配や自社株買いによって株価は上昇することが多い。株価が上昇する理由としては、(1) 増配や自社株買いの発表そのものが、将来の業績や現在の株価に対する会社からのシグナルとなっている(シグナリング仮説)、(2) 増配や自社株買いは、過剰な現金やキャッシュフローの削減につながるため、エージェンシーコストが低下する(フリーキャッシュフロー仮説)、などの説明が一般的である。

自社株買いにおいては、企業は保有している現金を活用することになる。前節で紹介した柳・上崎(2017)の分析では、平均的な日本企業が保有する100円の価値は100円を大きく下回るとともに、コーポレートガバナンスが良好な企業ではその価値が高まる一方、ガバナンスが悪い企業ではさらにその価値が低下することが示されている。コーポレートガバナンスが平均的あるいは平均以下であるような銘柄では、現金の市場価値が非常に低く評価されているため、割安な現金を用いて自社株買いを行うことはきわめて合理的な行動と言えるだろう。

一方で、現金の市場価値が高い場合(例えば100円の現金が150円で評価されているようなケース)には、現金を使って自社株買いすることが適切かどうかは自明ではない。保有現金にプレミアムが付与されているということは、保有している現金を近い将来活用し、資本コストを上回る収益を得ることを投資家が期待していると考えられる。Gが現金の市場価値に影響を与えているのであれば、自社株買い発表後の株価パフォーマンスは、コー

(図表 3) 日本企業の保有現金の価値 (パネル分析)

		I	II
現預金	回帰係数	0.44	0.33
	t値	4.76	3.68
	p値	0.00 ***	0.00 ***
現預金× ガバナンス スコア	回帰係数	1.59	1.61
	t値	20.87	21.12
	p値	0.00 ***	0.00 ***
年固定効果		Y	Y
業種固定効果		Y	N
企業固定効果		N	Y
サンプル数		15,836	15,836

現金100円の価値が
33円-44円に評価さ
れていることを示唆

(注) ユニバースはTOPIX除く金融、不動産。データは2007年以降毎年6月末時点の直近実績値。被説明変数は企業価値 (EV)。説明変数は、上表の2つのほか、経常利益、同2期先変化率、自己資本、研究開発費、日興ガバナンススコア。日興ガバナンススコアは、持ち合い比率や独立社外取締役比率、英文開示の有無など9つのファクターについて、対数P/Bに対する感応度を乗じて合計したもの。

(出所) QUICK、東洋経済、NEEDS-Cges、日興リサーチセンター、SMBC日興証券

ポレートガバナンスの質に影響を受け、「ガバナンスの悪い銘柄のほうが発表後のパフォーマンスが良く、ガバナンスの良い銘柄は発表後のパフォーマンスが劣化する可能性」が考えられる。

まず、改めて日本企業の現金保有価値とESGのGとの関係を確認する。現金保有価値を推計する方法としては、被説明変数を企業価値 (EV) とするPinkowitz and Williamson (2007) の方法と、被説明変数を超過リターンとするFaulkender and Wang (2006) の方法がある。いずれも大きな違いはなく、前者は企業価値を現金やその他の説明変数で直接説明を行うモデルであるのに対し、後者は企業価値の変化を現金やその他の説明変数の変化で説明するモデルであると理解することができる。ここでは前者のモデルを利用し、ガバナンスの水準 (日興ガバナンススコア) が平均的な企業における現金の保有価値と、その現金の価値がガバナンスの質によってどの程度変動するかを同時に推計した (注8)。

全データを用いたパネル分析による推計結果 (図表 3) を見ると、ガバナンスが平均的な企業が100円の現金を保有した場合、その市場価値はおよそ33円から44円程度である。100円の現金を企業が保有していたとしても、それは将来資本コストを賄えるほどのプロジェクトには活用されないと市場が判断しているため、大幅なディスカウント評価となっていると考えられる。一方で、現金とガバナンススコアとの交差項に関しては、大きな正

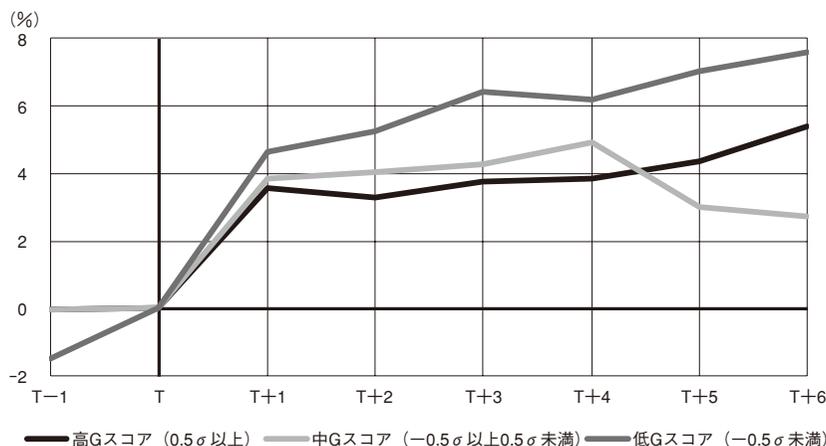
の値となっている。コーポレートガバナンスが良好な企業では、保有している現金の価値が高まり、100円の現金保有が100円以上で評価されるケースもある一方、ガバナンスが悪い企業では、さらに現金の価値が低下することが分かる。この結果は、前述の柳・上崎(2017)の分析結果や、他の日本企業に関する先行研究と整合的である。

以上の分析は、2007年以降約15年分のデータを一括して分析したものである。加えて、同じデータを用いて年ごとに分析を行い、現金の市場価値が時系列でどのように変化したかを確認した。説明変数は先の分析と同じで、業種固定効果を考慮した。その結果、現金および現金とガバナンススコアとの交差項に対する感応度は、アベノミクスのガバナンス改革佳境の2015年ごろに大きく変化したことが分かった。現金に対する回帰係数は、2015年以前は負の値となっていたものが、その後は正の値となっている（ただし1を超えることはほとんどなかった）。2015年以前の平均的な回帰係数は -0.5 程度であり、100円の現金を保有している企業は、50円分のペナルティを受けていたことになる。2015年以降は、資本効率に対する企業の意識が変化したこともあり、現金保有はそこまではペナルティを課せられる状況ではないが、100円の現金を100円で評価するには至っておらず、現金保有に対する投資家の評価は依然厳しい。ガバナンススコアとの交差項の回帰係数は一貫して正であり、ガバナンスが良好な企業ほど現金の価値が高まる傾向は以前から見られていたが、その水準は2015年以降大きく上昇して、一部のガバナンスが良好な銘柄では、100円の現金保有が100円以上で評価されるようになった。

自社株買いは、主に保有している現金を利用する。このため、100円の現金保有が100円を大きく下回っている場合は、割安に評価されている現金を使って自社株買いを行うことは理にかなった行動だと言えるだろう。一方で100円の現金保有が100円を上回って評価されている場合は、割高な現金を自社株の購入に充てるべきかどうかは検討の余地がある。保有現金の市場価値がガバナンスの質に大きく影響を受けているのであれば、ガバナンスの質の低い銘柄ほど自社株買いの発表後のパフォーマンスが良く、ガバナンスの質が高い銘柄は自社株買い発表後のパフォーマンスは見劣りするかもしれない。

2016年初以降に公表されたTOPIX500銘柄による自社株買い案件のうち、買付比率（買付予定株数をその時点の発行済株式数で除したもの）が3%以上のものに限って、ガバナンスの水準（日興ガバナンススコア）別パフォーマンスを分析した。自社株買い公表前月末の日興ガバナンススコア（Z値）が -0.5σ 未満（低ガバナンス、すなわち現金の市場価値が低い銘柄群）、 -0.5σ 以上 $+0.5\sigma$ 未満（中ガバナンス、現金の市場価値が中程度）、 $+0.5\sigma$ 以上（高ガバナンス、現金の市場価値が最も高い）に分けて、対TOPIX累積超過

(図表 4) ガバナンスの水準別に見た自社株買い公表後の株価パフォーマンス



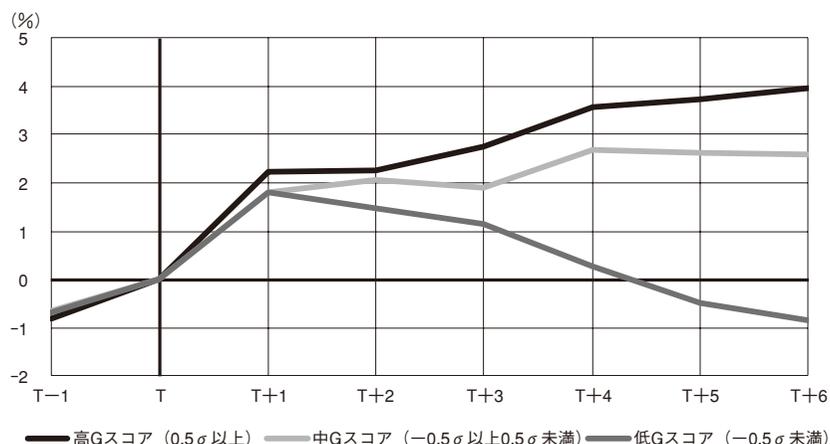
(注) 自社株買いの公表前月末をTとし、その1ヵ月前から半年後までの、対TOPIX累積月次超過リターンの平均値を示す。自社株買い公表の前月末時点の日興ガバナンススコアの水準によって3つにグループ分けした。
 (出所) QUICK、NEEDS-Cges、日興リサーチセンター、SMBC日興証券

リターンの平均値を示したのが図表 4 である。自社株買い公表前月末を基準とし、基準日の1ヵ月前 (T-1) から半年後 (T+6) までの月次超過リターンを累積している。T は自社株買い公表の前月末、T+1 は自社株買い公表当月末を示す。

自社株買い公表月の平均超過リターンは、ガバナンススコアの水準で大きな格差は見られず、いずれのグループでも超過リターンの平均値はおおよそ4%程度だった。その後は格差が拡大し、最もガバナンスの低いグループでは、半年後まで継続的にベンチマークをアウトパフォーマンスする傾向が見られた一方で、最もガバナンスが高いグループでは、基準日から4ヵ月後まではほとんど超過リターンが得られなかった。この結果は、現金の市場価値とESGのGとの関係から想定された自社株買い公表後のパフォーマンスと整合的である。自社株買い公表後に株価がアウトパフォーマンスする背景として、フリーキャッシュフロー仮説 (Jensen 1986) でも説明が可能であることの傍証とも考えられよう。

一方、企業による株主還元策としては、自社株買いのほかに増配もある。エージェンシーコストの低下を通じて、自社株買いが特に低ガバナンス企業の企業価値を高めるのであれば、低ガバナンス企業が増配を発表した場合でも株価パフォーマンスが良好となるのだろうか。そこで、先ほどの分析と同様のロジックで、増配を発表した企業の発表後のパフォーマンスを計測した (配当データは日経予想配当を使用)。2016年初以降のTOPIX500

(図表 5) ガバナンスの水準別に見た増配公表後の株価パフォーマンス



(注) 増配の公表前月末をTとし、その1ヵ月前から半年後までの、対TOPIX累積月次超過リターンの平均値を示す。増配公表の前月末時点の日興ガバナンススコアの水準によって3つにグループ分けした。
 (出所) QUICK、SMBC日興証券

構成銘柄について、予想一株当たり配当金が前月末より10%以上上昇した銘柄（復配も含む）を「増配」ユニバースとし、これを日興ガバナンススコアを用いて、高ガバナンス（0.5σ以上）、中ガバナンス（-0.5σ以上0.5σ未満）、低ガバナンス（-0.5σ未満）の各グループに分ける。各グループの対TOPIX超過リターンを、増配発表前月末を0として累積した（図表5）。

自社株買いと同様に、発表当月時点では、ガバナンススコアの高低によるパフォーマンス格差はほとんどない。しかしその後のパフォーマンスは大きく異なり、高ガバナンス銘柄群はその後も安定したパフォーマンスを示す一方、低ガバナンス銘柄群は増配発表当月末をピークに、その後パフォーマンスが悪化し、5ヵ月後には発表前の水準を割り込んでしまう。パフォーマンスの形状は自社株買いと大きく異なっている。この背景はきちんとした分析が必要ではあるが、配当は主にフローの利益から支払われるのに対し、自社株買いは現預金というストックから行われることが大きな要因であると思われる。ガバナンスが良くない銘柄は、投資家の関心をひくために根拠の弱い配当を増加させるのであれば、増配はむしろ将来の財務の悪化を懸念させることにつながりかねない。ガバナンスが良い銘柄は、きちんとキャッシュフローがマネジメントされており、将来の業績懸念が相対的に少ないと考えれば、増配というニュースを織り込んで株価が上昇しやすい（シグナリング仮説）とも考えられる。

自社株買いと増配で、コーポレートガバナンスの質に対する株価の反応が正反対となるということは、投資家が企業とエンゲージメントを行う際の重要な示唆となるだろう。保有している現金が多く、コーポレートガバナンスが見劣りする銘柄に対しては、ESGのGの改善を訴求することに加え、一気に自社株買いによる株主還元を求めることが、株価の上昇につながる可能性がある。しかし保有現金が多くても、コーポレートガバナンスが良好な企業に対しては、自社株買いを求めるよりは、その現金を活用して積極的に投資を行うよう促すか、収益機会が少ないのであれば、これ以上現金が増えないように長期的な増配を勧めることが適切と考えられる。

■ 4. おわりに

本稿では、ESGのGが企業価値に影響を及ぼしているかについて、「保有現金の価値」と「自社株買いの有効性」にフォーカスして検討を行った。現金の価値については、定性的な投資家アンケートの結果の通り、定量的な分析でも柳・上崎（2017）および新規の筆者（伊藤）の実証結果が、日本企業の保有する現金100円は100円以下に評価されていることを示唆している。ただし、日本企業の保有現金の価値はコーポレートガバナンスの優れた企業ほど高く、劣位にある企業ほど低い。ESGのGが企業価値評価に影響を及ぼしているのである。

さらに、ここから自社株買いの意義を考察すると、ガバナンス劣位企業の自社株買いはバランスシートマネジメントとエージェンシーコストの低減の見地から株価にプラスだが、高質なガバナンスを有する企業の場合は保有現金100円の価値が100円を上回る場合も想定されるので、一義的には投資が有効であり自社株買いは必ずしも株価パフォーマンスが優れない。増配の分析結果は逆になる。一般に「自社株買いは機動的に。配当は安定的に。」というのが企業財務のポリシーになるが、企業と投資家のエンゲージメントでは、ガバナンス低位企業に対しては自社株買いで一気にエージェンシー問題を解決する一方、ガバナンス高位企業には長期投資も促しながら、長期安定的な増配を求めていくスタンスも有効であろう。

結論として、「保有現金の価値」「自社株買いの有効性」においてESGのGが企業価値評価に影響を及ぼしていることが示唆されており、柳モデル（PBR仮説）を支持する一つの材料が得られたと史料する。

[参考文献]

- ・伊藤桂一 (2022) 「クオンツ：良い自社株買い、悪い自社株買い」 SMBC日興証券株式調査レポート、2022年11月15日
- ・柳良平 (2023) 『CFOポリシー第三版』中央経済社.
- ・柳良平 (2022) 「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座の変遷—グローバル投資家サーベイ時系列分析 (2007–2022) — 『月刊資本市場』 2022 (7) : 42–53.
- ・柳良平・伊藤桂一 (2019) 「柳モデルと自然資本のエビデンス」 『月刊資本市場』 2019 (9) : 36–46.
- ・柳良平・伊藤桂一 (2022) 「ダイバーシティと企業価値の関係性：柳モデルと女性登用の実効性」 『月刊資本市場』 2022 (5) : 4–14.
- ・柳良平・上崎勲 (2017) 「日本企業におけるコーポレートガバナンスと保有現金価値の関係性—平均的な企業の保有する現金の限界的価値の検証—」 『インベスター・リレーションズ』 2017 (11) : 22–40.
- ・山口聖・馬場大治 (2012) 「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」 『経営財務研究』 2 (1.2) : 108–122.
- ・Dittmar A. and J. Mahrt-Smith (2007) “Corporate Governance and the value of cash holdings”. *Journal of Financial Economics* 83 : 599–634.
- ・Falsarone, A. (2022) “The Impact Challenge”. CRC Press.
- ・Faulkender, M., and R. Wang (2006), “Corporate Financial Policy and the Value of Cash” *Journal of Finance*, 61, 1957–1990
- ・G7 Impact Taskforce (2021) : “Financing a better world requires impact transparency, integrity and harmonization”, (Workstream A).
- ・Haut, S. (2022) “The Case for Impact”.
- ・IIRC (2013) “The International IR Framework”. International Integrated Reporting Council.
- ・Jensen, M. C. (1986) “Agency Cost for Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Takeovers”. *American Economic Review* 57 (2) : 283–306.
- ・Panella and Zochowski (2021) “Uses and Applications of Impact-Weighted Accounts”, Harvard business School Impact Weighted Accounts.
- ・Pinkowitz, Lee, and Williamson, Rohan (2007), “What is the Market Value of a Dollar of Corporate Cash?”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 3 (1, 2007) : 74–81
- ・Yanagi, R. (2018) “Corporate Governance and Value Creation in Japan”. Springer.
- ・Yanagi, R. and Michels-Kim, N. (2021) “Eisai’s ESG Investments”. *Strategic Finance (IMA)* : 2021 (5).

(注1) G7 Impact Taskforceの英国政府あて答申書 (G7 Impact Taskforce 2021)、ハーバードビジネススクール (HBS) のインパクト加重会計イニシアティブ (IWAI) の論文 (Panella and Zochowski 2021)、2022年に話題となったサステナビリティ投資家の著書 “The Impact Challenge” (Falsarone 2022), “The Case for Impact” (Haut 2022) 等の海外の著書や論文、報告書でも「柳モデル」として引用されている (以下「柳モデル」とする)。

(注2) 国際統合報告評議会 (IIRC) とサステナビリティ会計基準審議会 (SASB) は、合併を完了しValue

Reporting Foundation (VRF) を設立したことを、2021年6月9日に正式に発表した。

(注3) IIRC (VRF) は「知的資本」「人的資本」「製造資本」「社会・関係資本」「自然資本」の5つの非財務資本と「財務資本」の6つの資本を定義している (IIRC 2013)。

(注4) 例えば、直近の2022年サーベイの調査期間は2022年2月9日 - 4月14日である。回答者は日系投資家52名、外資系投資家45名、合計97名 (無効回答を除く) で、回答者の所属機関の日本株投資総額は約100兆円 (2022年3月現在の数値で推計)。

(注5) 2022年の調査では、外国人投資家は日本企業の保有する現金100円を平均では約52円で評価している。例年、外国人投資家はより厳しく、日本企業の現金100円を50円程度に評価している。

(注6) 柳・上崎 (2017) では、Gが保有現金の価値に与える影響の検証は、Dittmar and Mahrt-Smith (2007) の方法にならない、配当込みリターンを被説明変数として、現金、純資産、純利益、研究開発費、配当、利子、レバレッジ等を時価総額で除した数値を説明変数としてコントロールして重回帰式による推計を行った。

(注7) 「現金」と「現金 (グロス)」を比較すると、後者の方が評価は低くなっており、Gの観点から投資家の株式持ち合いへの懸念と整合的な結果になっている。

(注8) 分析対象はTOPIX構成銘柄で、2006年以降の毎年6月末のデータを利用した (3月期決算銘柄の本決算データが出揃うタイミング)。

