

CFOは、非財務情報と無形資本を 企業価値にどう統合するか 「レジリエント・ポートフォリオ」と 「変化能力」で支える企業価値経営



深井恒太郎



滑川正樹

CONTENTS

はじめに：非財務情報の現在地と次なる論点

- I 情報開示の義務化がもたらしたもの
- II 非財務情報が企業価値に作用するメカニズム：3つのプロセス
- III 揺れる前提との向き合い方：単一シナリオDCFの限界を超えて
- IV 評価軸の転換：「単一前提」の最適化から「レジリエント・ポートフォリオ」運用へ
- V 無形資本の再定義：全社の「変化能力」を支える基盤

おわりに：企業価値はレジリエンスの時代に

要 約

- 1 非財務情報の開示に関する制度は急速に整備されてきている。一方で、脱炭素などの長期トレンドを支える政治・経済・社会的な前提が大きく揺れている。こうした環境下でCFOがすべきことは、開示を単なる義務と捉えるのではなく、企業価値評価と資本配分の羅針盤として使いこなすことである。
- 2 揺れる前提の下では、単一シナリオを基にしたマネジメントには限界がある。それに対して、企業活動を「変化を受けやすい表層の事業」と「変化を受けにくい深層の基盤」の2層構造として捉えた枠組みを提示する。
- 3 表層へは、複数の選択肢を動的に組み替える「レジリエント・ポートフォリオ」を構築することで変化への耐性を高める。深層へは、無形資本を特定の事業に縛られない「変化能力の基盤」と再定義し、長期の方向性を見据えた投資を正当化しつつ、規律ある投資枠を設定する。
- 4 これらを実装するため、CFOは自社を点検する実践的な「4つの取り組み課題」に向き合い、前提が変わっても判断し続けられる動的な資本配分の仕組みを設計する責任がある。

はじめに：非財務情報の現在地と次なる論点

非財務情報をめぐる環境は、ここ数年で大きく変化した。非財務情報の開示に関する制度が整備され、開示の量と質はともに高まり続けている。一方、脱炭素をはじめとする長期トレンドは、その方向性こそ揺るがないものの、市場環境は短期的に大きく揺れている。さらに、企業価値の大部分はすでに無形資本が占めているにもかかわらず、その適正な投資量をどう判断するかについての実務的な議論はなお成熟していない。

これらの変化への対応は、サステナビリティ部門だけの課題ではない。非財務要素が将来キャッシュフロー、資本コスト、事業ポートフォリオの判断に影響する以上、その結果を最終的に引き受けるのはCFO（最高財務責任者）である。

本論考は、こうした非財務情報に関する現在地を踏まえ、CFOの視点から次の3つの問いに答えることを目的とする。第1に、非財務情報はどのような枠組みで企業価値と統合されるのか。第2に、揺れる前提の下で事業をどう管理すべきか。第3に、無形資本にどれだけ投資をするか。本論考の目的は、CFO自身が非財務情報を企業価値評価と資本配分の問題として捉え直し、不確実性に備える無形資本への投資をいかに規律づけるかについて示すことである。

本論考の流れを先に整理したい。

第Ⅰ章では非財務情報をめぐる環境認識として、開示制度の進展、脱炭素トレンドの揺れ、無形資本の比重の拡大という3つの動向を整理する。

第Ⅱ章では、非財務情報がキャッシュフロー（CF）、成長率（g）、割引率（r）を通じて企業価値に作用する構造を整理し、非財務情報を「資本構成を映す鏡」として捉え直す視点を提示する。

そのうえで、第Ⅲ章では、揺れる前提の本質を「不確実性」として捉え直し、企業活動を表層と深層の2層構造として捉える視座を示す。第Ⅳ章では表層への対応として、レジリエント・ポートフォリオという評価枠組みの転換を論じる。

さらに、第Ⅴ章では深層への対応として、無形資本を「変化能力の基盤」として再定義し、CFOがその投資をいかに正当化し、いかに実装するかを論じる。

最後に、CFOが自社で実装する出発点として、4つの取り組み課題を提起する。

これらを通じて読者が、先に述べた本論考の目的である非財務情報を企業価値評価と資本配分の問題として捉え直す一助となれば幸いである。

Ⅰ 情報開示の義務化がもたらしたもの

まずは、論考の出発点となる環境認識を整理しておきたい。

企業価値と非財務情報の関係を論じるに当たって、現在自分たちがどのような地点に立っているのかを明確にすることが不可欠である。特に近年は、さまざまな規制・資本市場改革が同時並行で進んでおり、数年前の前提に基づいた議論はすでに陳腐化しつつある。CFOが「数年前と同じ感覚」で経営判断を続けることは、もはや実質的なリスクになり

つつあるといえる。

本章ではこうした認識の下、3つの動向を取り上げる。

第1に、非財務情報の質と量の変遷である。国際的な制度が整備され、非財務情報は任意の補足情報から制度化された開示情報へと位置づけを変えつつある。対象領域も気候変動を超えて、人的資本・自然資本などへと急速に広がり、開示の対象範囲はかつてないほど拡張している。

第2に、脱炭素をはじめとする長期トレンドの揺れである。方向性は大きく揺らいでいないものの、政治・政策の前提は短期的に大きく変動しており、硬直的な事業計画はすでに機能しにくくなっている。「単一の方向に賭ける」だけでは経営は成り立たない時代に入りつつある。

第3に、無形資本の比重が拡大していることである。企業価値の大部分はすでに無形資本によって構成されており、その投資のあり方が経営の中核的な課題となっている。にもかかわらず、適正な投資量を語る共通言語はいまだ整っていない。

以下、それぞれの動向を順に説明したい。

1 非財務情報の質と量の変遷

最も分かりやすい変化は、非財務情報の開示についてである。非財務情報開示は、質・量ともに継続的に拡大している。統合報告書やサステナビリティレポートの開示は大企業にとってすでに当然のものとなり、開示項目の網羅性も年々高まっている。特に近年は、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）によるS1・S2基準の公表^{文献1}、日本国内におけるサステナビリティ基準委員会（SSBJ）

基準の策定^{文献2}により、比較可能性・第三者保証・財務情報とのつながりの強化という観点で大きな前進が見られる。

日本でも2027年3月期から有価証券報告書での義務化が段階的に予定^{文献3}されており、こうした開示の義務化の流れは今後さらに加速する見通しである。議論の対象領域も、気候関連情報から人的資本、自然資本、人権、サプライチェーンへと急速に広がっており、企業に求められる開示は、これまで以上に広範かつ深度のあるものとなっている。

2 脱炭素は超長期のトレンドだが揺れながら進む

ここ数年、欧米を中心に、サステナビリティ政策に対するバックラッシュ（揺り戻し）が顕在化している。2025年に発足した第2次トランプ政権はパリ協定からの再離脱を表明し、気候政策全般を急速に後退させている。インフレ抑制法（IRA）の見直し議論、アラスカLNG開発の促進^{文献4}、連邦レベルでの気候政策への逆風など、大きな方針転換が起きている。

しかし、産業界を見ると、長期トレンドそのものの方向性が変わってしまったわけではない。企業の長期戦略の基本的な方向性はおおむね維持されており、実際、ネットゼロ目標を明示的に下方修正した企業はごく少数にとどまる。欧州でも、2035年エンジン車禁止規制の撤回議論、CSRD・CSDDDの適用範囲縮小（オムニバス提案）^{文献5}など、制度の揺り戻しが目立つ。

すなわち、長期の方向性は変わらないがその経路が揺れている、というのが現状である。企業にとっては、単一の方向に賭ける戦

略だけではなく、変化に対応した経営の仕組みを持てるかが問われている。数値計画に寄った柔軟性の低い事業計画は機能しにくい状況になっている。

3 CFOが捉えるべき無形資本： その定義と戦略的重要性

(1) 「情報」と「実体」の違い

非財務情報と無形資本は、実務上、しばしば混同されるが、両者の関係をここで整理しておきたい。

非財務情報とは財務諸表に直接表現されない、企業価値にかかわる情報の総称である。気候関連、人的資本、自然資本、人権、サプライチェーン、ガバナンスなど、その射程は広い。一方、無形資本とはこれら非財務情報の多くが指している実体、すなわち事業を支えている資本を指す。人材、組織能力、技術プラットフォーム、知的財産、顧客との長期関係、ガバナンス体制など、いずれも企業価値の源泉として機能しているが、その価値は財務諸表の枠内では十分に表現されない。情報と実体の関係といってもよい。

本章1節で説明した開示制度の整備は、それ自体が企業価値を生むわけではない。開示の背後にある無形資本がいかに事業を支え、変化に応答する力を生むのか。CFO自らがこの問いに向き合わなければ、非財務対応は単なる開示業務の負荷増で終わってしまう。非財務情報を「自社の資本構成を映す鏡」として捉え直し、その鏡が映し出す無形資本にどう投資し、どう活用するかが本質的な論点となる。

(2) 高まる無形資本の

重要性と政策的後押し

無形資本は、企業価値の中でどの程度の比重を占めるのか。オーシャントモの2025年調査によれば、S&P500構成企業の市場価値の約9割は無形資本で構成^{文献6}されており、1975年時点の17%から半世紀で大幅に増加した。一方、日経225では同比率が3割強^{文献7}にとどまり、日米間の構造的な差は依然として大きい。

日本国内でも、人的資本可視化指針の公表、コーポレートガバナンス・コードへの知的資本に関する記述の織り込みなど、無形資本を経営の中核に位置づける制度的整備が進んでいる。「人材版伊藤レポート」は経営戦略と人材戦略の連動を求める枠組みを提示^{文献8}し、「価値協創ガイダンス」では知的資本・人的資本・社会関係資本などを企業価値創造ストーリーの中で統合的に説明^{文献9}することが求められている。

こうした政策的後押しの下、企業は無形資本を企業価値創造のドライバーとして経営に組み込むことが促されている。しかし、無形資本にどの程度・どのように投資すべきかという理論は、設備投資のそれに比べて未成熟である。設備投資であれば、投資回収期間、内部収益率（IRR）、感度分析といった共通言語が整備されているが、無形資本投資については効果が間接的かつ長期にわたるため、投資判断の基準が曖昧なままに置かれている。CFOにとって、この問いに答える枠組みを持つことが今後ますます重要となる。

II 非財務情報が企業価値に 作用するメカニズム： 3つのプロセス

非財務情報の重要性が叫ばれて久しいが、「それは結局、企業価値とどうつながっているのか」という疑問は依然として残る。統合報告書には数多くの非財務指標が並び、ESG評価機関は独自のスコアを公表し、投資家是对話の場で多様な非財務テーマを取り上げる。しかし、それらが自社のDCF、すなわち将来キャッシュフローの現在価値に対して、どのように、そしてどの程度、作用するのかを明快に説明できる経営者はまだ多くない。この作用を説明できるか否かが、非財務情報を「コスト」と捉えるか「投資」と捉えるかの分かれ目となる。

CFOにとって重要なのは、非財務情報を外部評価のための開示項目として扱うのではなく、企業価値の構成要素に作用する変数として位置づけ直すことである。DCFという企業価値評価の基本的な枠組みは、キャッシュフロー（CF）、成長率（g）、割引率（r）という3つの要素から成り立つ。非財務情報はこのいずれにも複数の因果関係を持っている。

本章では、まずDCFの基本構造に即して、非財務がCF・g・rに作用する理論的な因果関係を整理し、新規収益・損失回避・資本市場評価の3プロセスとして類型化する。最後に、整理してもなお残る非財務情報とDCFとの因果関係の限界を提示する。

1 企業価値（CF・g・r）と 非財務の関係

価値評価の基本的な枠組みであるDCFは、

将来生み出されるキャッシュフローを、そのリスクに応じた割引率で現在価値に引き直したものと定義される。永久成長モデルにて簡略化すると、企業価値 $=CF/(r-g)$ という式で表され、キャッシュフロー（CF）、その成長率（g）、そして割引率（r）という3つの要素によって決められる。なお本論考では、企業価値評価の枠組みを指す場合に「DCF」、個別投資案件の意思決定（投資額を差し引いた正味の価値）を指す場合に「NPV」を用いる。投資判断・事業判断の根底にある共通言語である。

非財務情報は、しばしば企業価値の「外側」にある外部評価、たとえばESGスコアや格付けとして理解されがちである。しかし、本論考が強調したいのは、非財務はDCFを構成するCF・g・rのすべてに作用し得るという点である。具体的にCFとgには、新規収益機会の創出とコスト・リスクの顕在化という2方向で影響が表れる。脱炭素関連ソリューションのような新規市場の獲得が前者、環境規制違反による罰金・訴訟コストやサプライチェーン断絶による売上機会逸失が後者に当たる。割引率rには、資本市場評価・調達条件・長期投資家比率を通じて影響が顕在化する。ESG評価の高い企業がより低い資本コストで調達できる傾向は、グリーンボンド市場のグリーンium（低コストでの調達）にも明確に表れている。

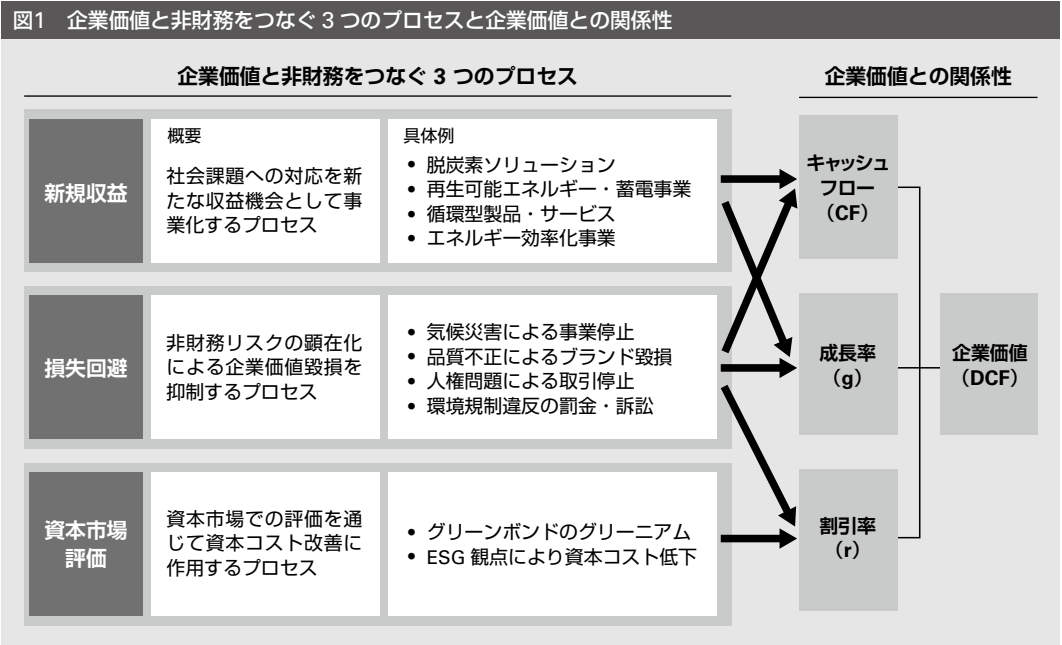
こうした考え方は、近年突如として現れたものではない。WBCSD（持続可能な開発のための世界経済人会議）の「A Review of the Link Between Sustainability Performance and Company Valuation^{文献10}」をはじめ、過去十数年にわたり、国際機関・アカ

デミア・実務家コミュニティにおいて非財務と企業価値のつながりを体系的に整理する試みが重ねられてきた。サステナビリティ会計、統合報告、インパクト加重会計など、アプローチは多様であるが、「非財務は企業価値に作用する」という基本認識自体は一定のコンセンサスを形成しつつある。残された課題は、因果関係を実務的にどう特定し、CFOの意思決定にどう組み込むか、という段階に移っている。

2 企業価値と非財務をつなぐ
3つのプロセス

CF・g・rへの因果関係は、企業実務においては3つのプロセスとして観察される（図1）。
第1に、新規収益の創出である。これは、非財務対応が新たなキャッシュフローを生み出すものであり、3つのプロセスの中でも「攻め」の色彩が強い。社会的課題への対応が新市場を切り拓き、それが本業の収益源と

なるものである。脱炭素ソリューション事業を拡大させることや、エネルギー効率・温室効果ガス（GHG）削減に合わせた省エネルギーソリューションで成長市場を獲得することなどが代表例といえる。
理論的には、Porter & KramerのCSV（共通価値の創造）論文^{文献11}が広く知られている。日本の多くの企業も統合報告書や中期経営計画の中でこの概念を参照しながら、社会課題と事業戦略の統合を語ってきた。CFOの観点からは、この因果関係は非財務対応にかかるコストを成長投資として再定義する視点を与えるものである。
第2に、損失回避である。非財務リスクの管理が企業価値のダウンサイドを抑制するプロセスであり、3つの中で最も伝統的なリスクマネジメントの延長線上にある。近年の事例を見ても、その影響の大きさは明らかである。
日本国内では、放送・芸能業界における人



権問題がスポンサーの離反・取引停止・時価総額の毀損という形で顕在化した。製造業においては、長年にわたる品質データの改ざんや検査不正が、経営トップの引責・受注減少・ブランド価値の低下を招いた事例が相次いでいる。米国では、カリフォルニア州における大規模山火事の原因を問われた電力会社PG&Eが連邦破産法の適用申請に追い込まれており、気候関連リスクが一企業の存続を直接揺るがし得ることを示した。

重要なのは、これらの多くが想定外の事故ではないことである。事前のガバナンス・カルチャー・サプライチェーン管理・気候変動適応への対応を組み込んでいれば、リスクの兆候を早期に捉え、企業価値の致命的な毀損を回避（あるいは極小化）する余地があったという点である。気候変動に関する情報開示の枠組みTask Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)^{文献12}は、こうしたリスクを制度的に可視化する試みといえる。CFOにとっては、非財務投資を「保険料」として正当化するための後ろ盾となる。

第3に、資本市場からの評価である。これは、資本コストや調達条件の改善を通じて、間接的に企業価値に作用するプロセスである。最も明示的に観察されているのは、グリーンボンド市場におけるグリーンプレミアム（同条件の通常債と比べたグリーン債の利回り低下幅）である。欧州中央銀行（ECB）のPietsch & Salakhovaは、ユーロ建てグリーン債で4～5 bp程度の存在^{文献13}を示した。エクイティ側でも非財務情報が資本コストに作用することは示唆されている。Pástor, Stambaugh & Taylorは、グリーン資産がブラウン資産より低い期待リターンで取引される均衡モデル

を提示^{文献14, 15}し、実証面でも一定の支持を得ている。投資家サーベイでも、CFA InstituteやPRIの調査により、機関投資家の多数が非財務情報をバリュエーション・モデルに組み込んでいることが報告^{文献16}されており、運用業界の実務認識としてもコンセンサスは形成されつつある。

企業側でも、こうした認識は急速に広がっている。2023年3月の東証による「資本コストや株価を意識した経営」要請^{文献17}を契機に、株価純資産倍率（PBR）や資本コストを経営目標として明示する企業が増え、その説明として非財務情報の開示強化やサステナビリティに対する取り組みを位置づける例が増えた。金融・製造業をはじめとする複数の日本企業の統合報告書・IR資料において、サステナビリティ経営の高度化や人的資本投資が投資家評価を通じて資本コスト低減につながるという因果関係が、明示的に語られるようになってきている。これは、非財務と資本コストのつながりにおいて、企業のIR実務でも共通認識が定着しつつあることを示している。

以上、これらプロセスは、CF・g・rのいずれか、あるいは複数に作用する実務的な観点として整理できる。非財務情報を企業価値に組み込むための出発点は、これら3つのプロセスをバラバラの事象としてではなく、相互関係を踏まえてその全体を捉えることである。

ここまで、非財務がDCFに作用する因果関係を整理してきた。しかしDCF自体は、多くの前提のうえに成立する枠組みである。前提が大きく変動する環境においては、いかに精緻に計算されたDCFもその妥当性を担

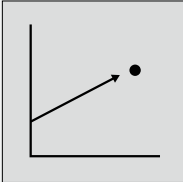
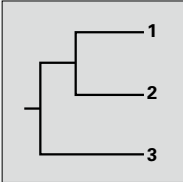
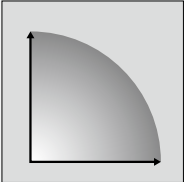
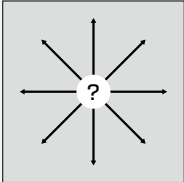
保できない。むしろ、算定の前提が崩れたときに起こり得る結果に対して、企業としていかに備え、対応できるかが重要である。不確実な環境ではDCFは本質的な限界を抱える。その限界についてここから論じていきたい。

III 揺れる前提との向き合い方：単一シナリオDCFの限界を超えて

DCFの限界とはどこにあるのだろうか。また、その限界はどのように乗り越えていくのか、それを考えるために「2層構造」という視点を提示したい。

1 「リスク」から「不確実性」へ：単一シナリオDCFが抱える限界

前提が揺らぐという状況の下で企業が直面しているのは、「リスク」ではなく「不確実性」である。リスクとは、確率分布として語ることができる事象に用いられる枠組みである。為替、需要、信用といった伝統的なリスクは、過去データから確率分布を推定でき、DCFの成長率gや割引率rの中に織り込むことが可能である。これに対し不確実性とは、確率分布そのものが未知のものを指す。こうした確率分布では捉えられない不確実性は、原理的にDCFには織り込めない。

表1 不確実性に対処方法					
不確実性のレベル		レベル 1 十分に明確な未来	レベル 2 複数の代替的未来	レベル 3 可能性の幅がある未来	レベル 4 真の曖昧性
概要		戦略決定に十分な単一の予測ができる	未来はいくつかの異なる結果が存在する	未来の結果の幅は存在。ただし、自然なシナリオは描けない	未来を予測する根拠がない
					
有効な企業活動	Big Bets 大きな賭け 多額の投資を先行的に行う	◎ 野心を持って	○	▲ 慎重に	△ 極めて慎重に
	Options オプション 選択肢を持っておくこと	○	○ いくつかのオプションが必要	◎ 複数オプションは必須	◎ 複数オプションは必須
	No-Regret Moves 悔いのない一手 どの未来においても重要性の高い活動	○	○	◎ 有効	◎ 極めて有効
出所) Courtney, Kirkland & Viguerie "Strategy Under Uncertainty" (1997) より作成					

近年の出来事の多くは後者に属する。コロナショック、ロシアによるウクライナ侵攻、米国の政権交代に伴う政策の急転換、イランをめぐる地政学的リスク、生成AIの急激な進化、いずれも事前に起こり得る確率を想定することが事実上不可能であった。脱炭素分野でも同様である。政策の転換、それに伴う補助金の停止や市場規模の縮小、最終的な融資適格性（Bankability）の低下は、連鎖的に起こり得る構造を持つ。こうした不確実性への対応は、近年、コーポレートファイナンスを超えた領域で急速に整理が進んでいる。

こうした不確実性の捉え方を、より実務に即した形で整理した枠組みとして、Courtney, Kirkland & Viguerieの不確実性4レベル分類^{文献18}が有用である（表1）。レベル1は「十分に明確な未来」であり、戦略決定に十分な単一の予測ができる状態を指す。レベル2は「複数の代替的未来」で、いくつかの異なる結果が想定でき、それぞれに確率を割り当て得る状態である。レベル3は「可能性の幅がある未来」で、結果の幅は描けるが自然なシナリオは描けない状態。レベル4は「真の曖昧性」で、未来を予測する根拠が存在しない状態を指す。

伝統的なNPV／DCFが有効に機能するのは、主にレベル1と限定的なレベル2の世界である。一方、近年の経営環境はレベル3・レベル4に該当する局面が増えており、確率分布を前提とした意思決定の枠組みでは対応し切れない領域が広がっている。この4レベル分類から得られる重要な示唆は、不確実性のレベルに応じて有効な企業活動が変わるという点である。確実性が高い局面では大きな賭け（Big Bets）が有効であるが、不確実性

が高まるにつれ、複数の選択肢を保有する構え（Options）や、どんな未来がやってこようとも価値を持つ活動（No-Regret Moves）の重要性が増す。

2 不確実性を乗り越える視座：

「表層」と「深層」の2層構造

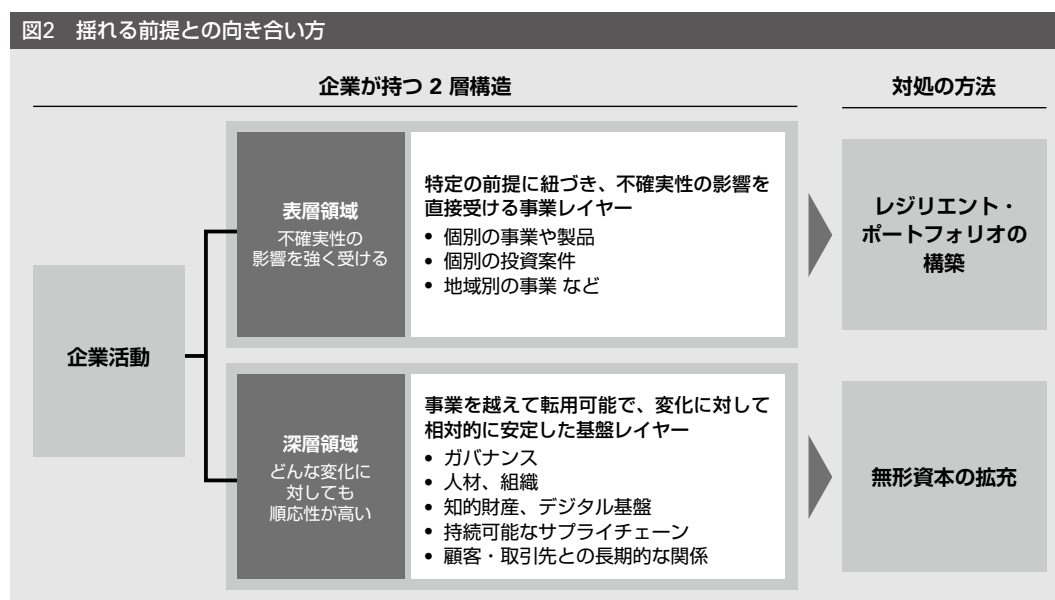
経営学の領域でも、こうした不確実性への対応として2つの議論が蓄積されてきた。

1つはリアルオプションであり、不確実性が高い状況下では、最初から大規模に投資するのではなく、段階的に投資し、状況の進展に応じて拡張・撤退・延期といった選択肢を持続ける^{文献19、20}ことに価値があるという考え方である。

もう1つはダイナミック・ケイパビリティ（DC）であり、外部環境の変化を感知（Sensing）し、機会を捉え（Seizing）、組織を変容させていく（Transforming）能力を、企業の中核的な競争優位の源泉として位置づける枠組みである。Teece, Peteraf & Leihは、不確実性下ではNPV／DCFが本質的な限界を持ち、これら2つ、つまり、将来の選択肢を保有する仕組み（リアルオプション）と、変化に応じて自らを組み替える能力（DC）の併用が不可欠であると論じている^{文献21}。

この2つは企業活動の異なるレイヤーに対応する。リアルオプションは、個別事業や個別投資という「表層」での意思決定の柔軟性にかかわるものである。一方、ダイナミック・ケイパビリティは、それらの柔軟な意思決定を支える組織能力、すなわち「深層」の基盤にかかわるものである。ここから導かれるのが、企業活動を「変化を受けやすい表層の事業」と「変化を受けにくい深層の基盤（汎用

図2 揺れる前提との向き合い方



性のある基盤)」の2層構造として捉えるという視座である。表層と深層では、揺れに対する性質も、必要となる対応も大きく異なる。

ここで気をつけておきたいことは、表層と深層は単なる「短期と長期」の区分ではないという点である。表層は、特定の前提（市場の成長性、政策の継続性、技術の優位性）に紐づくが故に、不確実性の影響を直接受けるレイヤーである。個別の事業や製品、それに地域別事業や個別の投資案件などがこれに該当する。かたや深層は、特定の前提に紐づかず、複数の事業・道筋を貫いて機能するレイヤーである。ガバナンス、人材、組織、知的財産、デジタル基盤、サプライチェーン、顧客との長期関係など、これらは個別事業の前提が崩れても直ちに価値を失うわけではなく、前提変化に応じて事業を組み替える際の基盤として機能する（図2）。

表層と深層では対処の方法も本質的に異なる。表層に対しては、複数選択肢を保有し、動的に組み替えるレジリエント・ポートフォ

リオの構築が有効となる。深層に対しては、目標達成への道筋にかかわらず価値を保持し得る無形資本の拡充が有効となる。前者は第IV章のレジリエント・ポートフォリオ論で、後者は第V章の無形資本投資論で論じる。

IV 評価軸の転換：「単一前提」の最適化から「レジリエント・ポートフォリオ」運用へ

第III章で示した2層構造のうち、本章では表層、つまり揺れやすい事業群への対応を本格的に論じる。カギとなる概念がレジリエンスである。レジリエンスを軸に評価の発想を組み替え、それをポートフォリオ運用と動的な資本配分として実装することで、揺れる前提の下でも判断し続けられる経営の仕組みを設計する。

1 レジリエンスの重要性の高まり

レジリエンスはかつて、リスク管理や事業

継続計画（BCP）の文脈で語られる、受動的な概念であった。災害や事故からの復旧力、サプライチェーン断絶への耐性といった特定リスクへの備えとして理解されてきた。しかし第Ⅲ章で示したように、現代の経営環境では、確率論的に備えるリスクを超えた不確実性と向き合わなければならない。つまり、技術・政治・社会の変化が事業の前提を書き換える局面が、例外ではなく日常となっている。こうした環境において、レジリエンスは不確実性に対処するための手段を超え、企業価値を支える中核的な能力として再定義されつつある。

本論考で捉えるレジリエンスとは、前提変化に対する企業価値の耐性であり、2つの側面を持つ。1つは下振れ抑制、すなわち前提が悪化した局面で企業価値の毀損を一定範囲に抑える力である。手元流動性の確保、サプライチェーンの分散、財務レバレッジの抑制などが該当する。もう1つは上振れ確保、すなわち好機が到来した局面でそれを捉えるための選択肢を保有しておく力である。コーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）を通じた新興技術への接点、機動的に動かせる人材プール、プラットフォーム的な技術基盤などが典型例となる。

なぜ本論考は、レジリエンスを重要な考え方として据えるのか。それは、レジリエンスを単なる「守り」ではなく、「攻めの選択肢を持続ける力」として捉えているからである。こうしたレジリエンス概念の再定義は、本論考独自の主張ではなく、近年の国際的議論の中でも活発に取り上げられつつあるものでもある。World Economic Forum（WEF）が2022年に立ち上げたResilience Consortium

は、レジリエンスを「Absorb（ショックの吸収）」「Recover（迅速な回復）」「Thrive（変化を通じた繁栄）」の3層で再定義^{文献22}した。特に第3層の「Thrive」は、ショックを単に乗り切るのではなく、それを通じて競争ポジションをむしろ強化する能力を指しており、レジリエンスを防御概念から競争優位の源泉へと位置づけ直すものである。

ただし本論考は、すべての事業領域でレジリエンスを最優先せよと主張するものではない。前提が比較的安定している領域では、従来どおりの最適化が有効である。重要なのは、自社が直面している不確実性の強度を診断し、強度の高い領域においてレジリエンスを評価軸に据えることである。

2 最適化から振れ幅のマネジメントへ

レジリエンスを実装するには、評価軸そのものの見直しが必要となる。伝統的な投資判断は、単一シナリオから導いた一つのDCFを最大化することを軸としてきた。事業計画を一本立て、将来キャッシュフローを精緻に予測し、最も高いNPVを示す案を選ぶ。長らくCFO実務の基本作法とされてきた手続きである。

しかし、第Ⅲ章で論じたように、前提が大きく揺れる環境では一点に絞ったDCFは意味を失う。問題は計算の精度ではなく、計算が依拠する前提の脆弱性にある。ここで求められるのは、複数シナリオでのDCF分布を見て、その下振れと上振れの幅を管理する考え方である。個別シナリオの中の一つを「正解」として選ぶのではなく、複数シナリオを並走させ、あり得る結果の振れ幅全体をマネ

ジメントの対象とする。

CFOにとっての投資判断の基準は、「ただ一つのDCF評価値を最大化すること」から、「あり得る結果の振れ幅そのものをマネジメントすること」へと移行する必要がある。これは精度を諦めることではない。単一シナリオに基づく推定の精度に依存せず、前提変動への耐性を構造的に高めることで、より頑健な意思決定を実現する考え方である。DCF計算における技術の問題ではなく、不確実性に対する経営スタンスの転換といえる。

3 レジリエント・ポートフォリオ思考の導入

(1) レジリエント・ポートフォリオとは
結果の振れ幅をマネジメントするという考

え方を、具体的な経営の枠組みに落とし込むのがポートフォリオ思考である。本論考ではこれを「レジリエント・ポートフォリオ」と呼ぶ。

レジリエント・ポートフォリオは、伝統的な事業ポートフォリオマネジメントとは前提も目的も異なる（表2）。プロダクト・ポートフォリオマネジメントに代表される伝統的枠組み^{文献23}は、市場成長率や相対シェアによって事業を分類し、現時点での最適な資源配分を導き出すものであった。そこでは、各事業の将来性は事前にある程度判別可能であり、最適配分の解を見つけることが経営の役割とされた。これに対し、レジリエント・ポートフォリオは、市場・技術・政策に不確実性があることを前提とする。正解が事前に見

表2 伝統的なポートフォリオマネジメントとレジリエント・ポートフォリオ

	伝統的なポートフォリオマネジメント	レジリエント・ポートフォリオ
前提とする環境 (不確実性の捉え方)	市場・技術・政策の方向性の見通しが可能	市場・技術・政策の方向性そのものが不確実
目的	現時点での最適な資源配分を導き出す (どの事業に集中するか)	あり得る結果の振れ幅をマネジメントする (どの選択肢を保有し続けるか)
複数事業の意義	効率的な資源の循環 (「金のなる木」→「花形」など)	ポテンシャルのある選択肢の保有
配分の性格	静的最適化 (一度決めた配分の実行)	動的調整 (状況進展に応じた重みづけ変更)
評価の軸	ROIC、シェア、成長率などの財務・市場指標	ROIC+オプション価値+全社レベルの耐性
撤退・集中の判断	事前の撤退基準による判別	状況進展に応じた段階的な判断
経営者の役割	最適配分の解を見つけ、実行する	選択肢を保有し、動的に組み替え続ける

えないからこそ、複数の選択肢を意識的に保有し、状況の進展に応じて動的に重みづけを変えていくこと、これがレジリエント・ポートフォリオである。

(2) 特徴 1：不確実性に対する「耐性」と「成長の可能性」

具体的には、現在の企業価値を支える事業と将来の選択肢を保有する事業を意識的に組み合わせることを指す。伝統的なポートフォリオマネジメントが「キャッシュを生む事業」と「キャッシュを使う事業」の時間的な配分を主題としていたのに対し、レジリエント・ポートフォリオが扱うのは耐性と成長の可能性を同時に保有することである。

短期収益事業は単なるキャッシュ源ではなく、前提が悪化した局面でも企業価値を一定範囲に保つ「耐性の源泉」として機能する。長期の成長可能性を持つ事業は単なる将来のキャッシュ源候補ではなく、事業環境が大きく変化したときに、その変化をチャンスとしてつかむための「将来の選択肢」を確保する役割を担う。両者は対立するものではなく、むしろ、真のレジリエンスを築くために、互いに補完し合う関係にある。

(3) 特徴 2：一つの目的に対する「複数の道筋」

レジリエント・ポートフォリオのもう一つの特徴は、一つの目標を達成するために一つの方法に絞らず、複数の選択肢を同時に持ち続けることである。性格の異なる事業群（短期と長期、耐性と可能性）の組み合わせとは別に、目的が共通する複数の道筋を、勝者が見えない段階で同時に保有する戦略である。

Courtney, Kirkland & Viguerieは、不確実性下における戦略的姿勢の一つとして「Reserve the right to play」、つまり、将来の方向性が確定しない段階で、複数の選択肢に小規模なポジションを取り続け、状況の進展に応じて拡張・撤退を判断する姿勢を提示した文献¹⁸。これは、不確実性に直面した際の合理的な構えとして広く参照されている。ここでも、伝統的なポートフォリオマネジメントが「どの事業に集中するか」を問うのに対し、レジリエント・ポートフォリオは「どの選択肢を保有し続けるか」を問う点で、発想の起点が根本的に異なることに留意したい。

この「Reserve the right to play」は、近年の実務において具体的な戦略形態として現れている。トヨタ自動車のマルチパスウェイ戦略は、その典型例²⁴である。HV・EV・PHEV・FCVを並走させ、特定の技術への賭けに依存しない構造を構築するというこの戦略は、電動化の最終形がまだ確定していない中で、複数の技術選択肢を同時に保有し続けるという考え方に立っている。地域別の最適技術の差異、規制・インフラ整備の速度、消費者選好の変化など、これら複数の不確実性が並存する状況において、単一のシナリオへの集中投資は大きな下振れリスクを伴う。マルチパスウェイ戦略は、こうした不確実性下で各シナリオへの投資を将来選択肢の保有として位置づけ、状況の進展に応じて重みづけを動的に変える運営を可能にしている。

(4) CFOの役割の変化：

最適解の実行者から動的な戦略家へ

CFOにとっての示唆は、投資判断を個別

案件のNPV比較として行うのではなく、レジリエント・ポートフォリオ全体の構成として捉え直す必要があるという点である。短期収益事業の投下資本利益率（ROIC）と長期オプション事業のオプション価値は、同じ尺度では測れない。前者は確立された事業の効率性を測る指標であり、後者は不確実性下における将来選択肢の価値を測る指標である。両者を異なる尺度で評価しつつ、全社の資源配分として、振れ幅を管理し得る構成を継続的に組み替えていく枠組みが求められる。

これは、従来の「投資案件ごとのハードルレート設定」や「成長率・シェアによる事業分類」とは異なる考え方であり、ポートフォリオの構成そのものを動的な意思決定の対象とする視点への転換を意味する。CFOの役割も、最適配分の解を一度導いて実行することから、状況の進展に応じて配分を組み替え続けることへと変わる。

(5) レジリエント・ポートフォリオを支える「共通基盤」の重要性

もっとも、レジリエント・ポートフォリオが常にプレミアムを生むわけではない。ここで重要となるのは、シナジーを生むポートフォリオ構成とそうでない構成との区別である。共通基盤のない事業の寄せ集めは、シナジーが説明できず、経営資源の共有も限定的で、各事業が独立した会社として存在した方が望ましいような構成は確かにディスカウント要因となる。

しかし、無形資本を共通基盤として展開されるポートフォリオ構成は、性格が全く異なる。技術プラットフォーム、グローバル経営人材、ガバナンス能力、デジタル基盤、顧客

との長期関係資産など、これらの共通基盤が複数事業を貫いて存在する場合、レジリエント・ポートフォリオは個別事業の単純な合計以上の価値を生み出す。とりわけ前提変動が大きい局面においては、共通基盤を持つポートフォリオは事業間での資源の振替や能力の転用を可能にし、レジリエンスのプレミアム要因となり得る。共通基盤こそがポートフォリオ構成を正当化する。その共通基盤の正体が無形資本である、という論点が、続く第V章への伏線となる。

V 無形資本の再定義：全社の「変化能力」を支える基盤

第Ⅲ章で示した2層構造のうち、本章では深層、つまり揺れに対して相対的に安定し、企業価値を支える基盤への対応を論じる。

第Ⅳ章で示したレジリエント・ポートフォリオは、それを成立させる共通基盤を持って初めて機能する。共通基盤を欠いたまま事業を並走させても、それは単なる寄せ集めに過ぎず、むしろ企業価値のディスカウント要因となる。本章はその共通基盤の正体を無形資本として再定義し、CFOがその投資をいかに正当化するかという論点に踏み込む。

1 無形資本は何を生むのか

(1) 無形資本という言葉の曖昧さ

無形資本という言葉は、人的資本可視化指針やコーポレートガバナンス・コードを通じて急速に普及してきた。ここで、本論考の無形資本と開示義務化が進む非財務情報との対応を整理しておきたい。両者は別個の議論として扱われがちだが、実際には同じ対象を異

なる角度から捉えたものである。人的資本、知的資本、社会・関係資本、自然資本などはいずれも、非財務情報に関する開示制度の中では情報開示のテーマ類型として整理されているが、経営の実体としては企業価値を支える資本の構成要素である。

もっとも、こうした非財務情報の種類の整理が進む一方で、無形資本が経営にもたらす経済的意味は、依然として曖昧なままである。多くの場合、無形資本は「目に見えない資産」「BSに載らない価値」といった、その性質を外形的に説明する形で語られ、何を生み出すのかという企業価値への関係性に踏み込んだ定義はなされていない。

(2) 無形資本の「変化能力」としての再定義

本論考では、無形資本が生み出すものを「特定事業の将来キャッシュフロー」ではなく「変化する能力」として再定義したい。

伝統的な資本、すなわち設備や運転資本は、特定事業のオペレーションに紐づき、その事業の将来キャッシュフローを生み出す。投資判断もそれを前提に組み立てられてきた。工場を建てれば、その工場で生産される製品の販売収益が回収原資となる。両者の対応関係は明確であり、投資回収期間やIRRも算定しやすい。一方、人材、組織、知的財産、デジタル基盤、ガバナンスといった無形資本は、特定事業に固定されず、状況に応じて転用・再配置が可能である。優れた経営人材は事業領域を越えて価値を発揮し、デジタル基盤は新規事業立ち上げ時に再利用される。これらが生むのは、特定事業のキャッシュフローというより、事業環境が変化したと

きに自社を組み替え、新たな機会を捉える「変化能力」である。

(3) 無形資本が備えるべき性質

ここで重要なのは、無形資本が支える変化能力は方向性を持たないわけではないということである。変化能力は、自社が長期的に向かう方向性に整合しつつ、特定のシナリオには縛られないという、2つの性質を同時に備える基盤である。

前者は戦略との整合性である。無形資本は、将来のビジネスモデル、事業ドメインの定義、目指す顧客価値、競争優位の置きどころと整合した形で意図的に構築されて初めて戦略の実装基盤として機能する。後者はシナリオを選ばない有効性である。グローバル経営人材は、脱炭素ソリューション事業でもデジタル事業でも新興国展開でも価値を発揮する。デジタル基盤は、想定していた事業が縮小しても、隣接領域で再利用が可能である。この「方向性をもって構築されるが、特定のシナリオには縛られない」性質こそが、変化能力の基盤たる無形資本の本質である。

脱炭素が加速しようが減速しようが、地政学が分断に向かおうが統合に戻ろうが、AIがどの方向に進化しようが、無形資本への投資は一定の意味を持ち続ける。特定の単一シナリオに賭ける投資とは、性格を大きく異にする。

理論的には、Teeceのダイナミック・ケイパビリティ論とその基盤となるResource Baseの議論^{文献25、26}に連なる。Teeceの枠組みでは、Resource Baseが企業の保有する資源の総体を指し、ダイナミック・ケイパビリティはそれを環境変化に応じて組み替える上

位の能力として位置づけられる。本論考では両者をまとめて「深層の基盤」と呼び、Teeceの枠組みをやや拡張的に解釈する。CFOの実務感覚としては、両者を厳密に分離して管理するよりも、変化能力を支える基盤群として一体的に捉えた方が、投資意思決定の俎上に載せやすいためである。

また、こうした能力にはライフサイクルがあり、放置すれば陳腐化する。一度構築すれば永続するものではなく、定常的なメンテナンス投資の対象として捉える視点が不可欠である。

2 不確実性の中で判断し続ける力としての無形資本

(1) 戦略的な「時間の先取り」

第Ⅳ章で示したレジリエント・ポートフォリオは、複数の選択肢を意識的に並走させることで不確実性に対応する仕組みであった。しかし、選択肢を保有すること自体は、不確実性への対応の半分に過ぎない。個別事業はそれぞれ特定の前提に紐づいており、選択肢をいくら並走させても、それを「いつ」「どう」行使するかを判断し、組織として動ける力がなければ、ポートフォリオは静的なものにとどまる。

ここで重要となるのが、時間軸の違いである。不確実性は、しばしば短期間でその大きな影響が顕在化する。コロナ禍は数週間で世界経済の前提を書き換え、ウクライナ侵攻はエネルギー市場の構造を一夜にして変えた。生成AIの急速な普及も、わずか数年で多くの産業の競争の前提を書き換えつつある。

一方、人材、組織、知的財産、ガバナンスといった能力は、短期間では構築できない。

不確実性が顕在化してから能力を蓄積し始めても、機会を捉えるときには間に合わない。したがって、無形資本は不確実性が顕在化する前に長い時間をかけて構築しておく必要がある。これは戦略的な「時間の先取り」であり、CFOの投資判断における重要な前提となる。

(2) 適応サイクルを回す組織能力

不確実性下で求められるのは、一度きりの正しい判断ではなく、環境変化を捉え、判断し、組織を動かすサイクルを回し続ける力である。ダイナミック・ケイパビリティの3層、つまり、Sensing（環境変化の感知）、Seizing（機会の捕捉）、Transforming（組織の変容）は、このサイクルを支える具体的能力として位置づけられる。

Sensingは、シナリオプランニング、外部環境モニタリング、CVCや技術スカウティングといった、変化の兆候を継続的に捉える仕組みへの投資である。Seizingは、投資意思決定プロセス、ステージゲート設計、人材リテンションなど、感知した機会を実際の資源配分判断へと転換する仕組みである。Transformingは、組織設計、ガバナンス構造、ナレッジマネジメント、企業文化の形成など、必要に応じて組織自体を組み替える基盤への投資に当たる。

この3層は段階的に積み上がるものではなく、相互に補完し合いながら同時並行で機能する。重要なのは、いずれの未来がやっても、このサイクルを回せる組織であれば適応できるという点である。逆にいえば、特定シナリオに最適化された組織は、想定外の事態には脆弱である。

Microsoftがナデラ体制下で進めたクラウド事業への転換^{文献27, 28}は、この点を端的に示している。「Know-it-all」から「Learn-it-all」へという文化変革、人事評価や報酬制度の組み替え、リーダーシップ開発の刷新といった一連のTransformingへの投資は、当初はクラウドビジネスの成長を目的としたものであった。しかし、その過程で築かれた「判断と適応のサイクルを回せる組織」という基盤は、後に到来した生成AIの潮流への素早い適応を可能にした。クラウドへのシフトを決めた時点で生成AIの隆盛は予見されていなかったが、特定シナリオに最適化したのではなく、判断と適応の能力そのものに投資していたからこそ、想定外の機会にも乗ることができた。

こうした能力は、経験の蓄積と意図的な学習プロセスを通じてのみ構築される。市場の中で自然淘汰的に獲得されるものではなく、経営の意図的かつ継続的な投資の対象としてしか確立し得ない。

これらの能力は個別事業のキャッシュフローには直接結びつかない。またその構築には長期的かつ継続的な投資を要する。CFOはこれをいかにして実装できるのか。次節ではその正当化と実装の考え方について整理する。

3 投資正当化と実装の考え方

(1) 無形資本投資の「規律」と

良しあしの「判別」

無形資本投資をめぐる議論は、近年「重要だからもっと投資すべき」という方向に傾きがちである。確かに日本企業における無形資本の企業価値に占める割合は国際比較で見て低水準にあり、底上げが必要であることは間

違いない。しかしCFOの視点から見たとき、本当の難しさは「投資すべきか否か」ではなく、「どこまで投資し、どこで歯止めをかけるか」「投じた資金が実際に変化能力へと転化し、測定されるか」という規律をどのように設計するかにある。

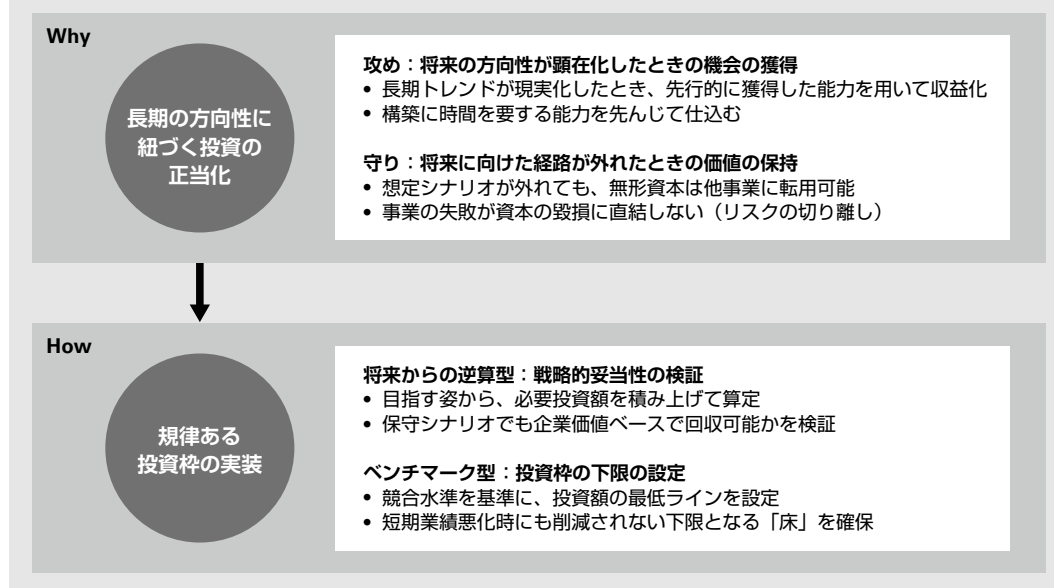
無形資本投資は、効果が間接的かつ遅延的であるため、青天井に陥る可能性もある。「重要だから増やす」という論理だけでは、フリーキャッシュフローを圧迫し、株主還元を毀損し、結局は経営としての説明力を失う。

加えて重要なのが、投資の質の判別である。一見、同じ「人材投資」「DX投資」でも、その内実は大きく異なる。特定事業のスキル習得を目的とした人材投資と、事業を越えて転用可能なリーダーシップ能力への投資は別物である。業務効率化を目的としたDX投資と、判断と適応のサイクルを高速化するためのデジタル基盤投資は別物である。

本章1節で論じたとおり、投資の質は、投じた資金がどれだけ「変化能力」に寄与したかで決まる。同じ予算項目に分類されていても、変化能力に資する投資とそうでない投資を峻別することなく総額だけを増やしていけば、結果として「広く薄く分散した、特定のシナリオにも汎用基盤にも転化しない投資」が積み上がる。日本企業の無形資本投資がしばしば全方位的・分散的になりがちであり、にもかかわらず変化能力としての成果に結びつきにくいという構造的問題は、ここに起因する部分が大きい。

こうした規律と判別軸を前提としたうえで、無形資本投資を経営判断として正当化し、実装するための考え方をここから整理す

図3 無形資本への投資ロジック



る（図3）。すなわち、長期トレンドに紐づく投資の正当化、そして規律ある投資枠の実装の考え方である。これらは、「全社の企業価値を支える基盤への投資」という共通の枠組みの下で統合的に理解されるべきものである。これらを分離して語るのではなく、CFOの意思決定プロセスの中で連動して機能させることが要諦である。

（2）長期トレンドに紐づく投資の正当化

無形資本投資を正当化する考え方は、長期のトレンドを見据えた必要な能力への先行投資である。第I章で論じたとおり、脱炭素・デジタル化・高齢化といった長期のトレンドが確信できたとしても、その実現に向けた道筋は確率分布として描き出すことはできない。

こうした環境の下では、それぞれの市場の予測精度を高めることに資源を投じてでも得られるリターンには限界がある。むしろ、合理

的なのは、長期のトレンドを起点に必要な能力基盤を先に築き、その道筋が見えた段階で素早く動ける体制をつくっておくことである。

そのうえで重要なのは、自社が長期的に向かう事業ドメインと長期トレンドを照らし合わせ、その交点に立ち上がる「必要な無形資本」を定義する知的活動である。グローバル経営人材、技術プラットフォーム、デジタル基盤、Post Merger Integration（PMI）能力など、何がそれに当たるかは、事業ドメインの定義と長期トレンドの組み合わせによって決まる。本章2節で論じた時間軸の先取りを踏まえれば、これらの能力構築は機会が顕在化する前に着手しておく必要がある。以下、攻めの側面と守りの側面について説明する。

①攻めの側面：シナリオどおりの機会獲得

「攻め」の側面は、シナリオどおりの機会が獲得できる局面で、構築した無形資本が新たな

なキャッシュフローを生む。代表的な事例として日立製作所を挙げたい。

日立製作所は、社会イノベーション×グローバルという戦略ドメインに対して、グローバル経営人材、Lumadaプラットフォーム、PMI能力という必要能力を定義し、人事制度改革、上場子会社整理、ABB Power Grid（約1兆円）、グローバルロジック（約1兆円）といった一連の買収^{文献29}を重ねてきた。結果として時価総額は約15年で10倍を超えたが、本論考が注目したいのは結果ではない。各時点で「方向性に対して必要な能力を先に築く」という判断軸が一貫していた点である。

リーマンショック後の経営危機の中で、目先の収益事業の整理だけでなく、長期戦略に必要な基盤への投資を並行させたこと、上場子会社という日本企業特有の構造に踏み込んだことは、いずれも個別案件のNPV計算のみでは正当化し切れない判断であった。ASMLの極端紫外線（EUV）に対する30年スパンの研究開発（R&D）投資（累計300億ユーロ超）^{文献30}、SK Hynixの広帯域メモリー（HBM）への2010年代前半からの先行投資^{文献31}なども、同型のロジックで読み解ける。いずれも長期トレンドは確信できるが、市場化のタイミングと規模は不確実という状況の下で、必要能力への投資を先行させた事例である。

②守りの側面：想定シナリオが外れたときの価値の保持

一方、無形資本投資は、特定のシナリオが想定どおりにやってこなかった局面においても価値を保持し得る。これが「守り」の側面

である。

通常の投資判断は、想定シナリオでの期待リターンを基準に行われる。しかし不確実性の下では、それに加えて「最大リスクが発現した局面で何が残るか」を問うことが重要となる。想定した市場が立ち上がらず、政策が転換し、技術が変わるなど、こうした下振れ局面において、個別事業の価値は大きく毀損し得る。しかし、その事業に紐づく無形資本が他事業に転用可能であれば、リスク発現時にもその無形資本は価値を保持し得る。すなわち、無形資本は「事業のリスク」と「資本のリスク」を切り離す機能を持つ。これは、特定用途に固定され遊休化する設備投資にはない、無形資本固有の特性である。この考え方は、最大損失局面での残存価値を問うEarnings-at-RiskやValue-at-Riskの考え方^{文献32}と通じる。

ただし、ここでいう汎用性は「何にでも使える」という無限定なものではない。第V章1節で論じたとおり、無形資本は戦略整合性と汎用性を同時に備えるべきものであり、ここでの汎用性も「自社の事業ドメインの範囲内で、複数の戦略にまたがって機能する」という限定された性格を持つ。Microsoftがクラウド事業のために構築したデジタル基盤と「Learn-it-all」の組織文化は、当初想定されていなかった生成AIの潮流に対しても再利用された。日立製作所のグローバル経営人材は、鉄道・エネルギー・デジタル・PMIなど複数事業領域で機能し、ポートフォリオを組み替える局面でも人材自体は活用が継続される。いずれも、特定のシナリオとは独立に価値を保持し得る無形資本の典型である。

攻めと守りは、別個の投資判断ロジックではなく、長期トレンドに紐づく無形資本が持

つ二面性である。同一の投資が、市場機会が顕在化すれば機会を捉えるものとして、想定シナリオが外れれば価値を保持するものとして機能するということである。CFOの観点からは、無形資本投資の検討に当たって「方向性が当たった場合の上振れ」と「想定が外れた場合の残存価値」の両側面を併せて評価することが、規律ある正当化の出発点となる。これは第IV章のレジリエンス概念を、無形資本投資の文脈に応用したものである。

(3) 規律ある投資枠の実装

「なぜ無形資本に投資すべきか」という正当化の論理をここまで述べた。しかし、CFOの実務においては、それと同時に「いくら投資するか」という規模感の決定が不可避である。抽象的な正当化だけでは現場からの投資要求に歯止めをかけることができず、結果として「重要だから増やす」「他社並みに増やす」といった粗い議論に陥りやすい。本節冒頭で論じたとおり、無形資本投資の本当の難しさは「投資すべきか否か」ではなく「どこまで投資し、どこで歯止めをかけるか」にある。

ここで重要な認識は、無形資本投資の意思決定構造は設備投資と同型であるという点である。到達したい状態を定義し、そこから必要な投資量を算定し、複数シナリオで回収可能性を検証するというサイクルは、両者に共通する。CFOがこの領域を「未知の対象」として身構える必要はなく、既存の投資管理の枠組みを応用することで十分に実装可能である。

ただし一点、本質的な差異がある。設備投資が特定事業のキャッシュフローで回収され

るのに対し、無形資本投資は複数事業に分散的・遅延的に効果を及ぼす。したがって回収検証も特定事業のキャッシュフローではなく、全社レベルでのケイパビリティ寄与として捉える必要がある。投資の正当化の「守りの側面」で論じたシナリオの非依存性の考え方がここでも活き、複数事業・複数のシナリオにまたがる効果として無形資本の価値を評価することが求められる。具体的なアプローチは大きく2つあり、両者を併用することが実務的に有効である。

①逆算型：戦略的妥当性の検証

1つは必要資本量の逆算型で、到達したい状態（売上高、企業価値）から必要な無形資本量を定義し、その投資総額が幅を持って企業価値レベルでペイするかを検証する方法である。「保守シナリオでもペイするか」を最低限のハードルとする発想は、設備投資の意思決定と全く同じである。

投資の正当化で定義した「長期の方向性×事業ドメインの交点に立ち上がる必要能力」を出発点に、その能力を構築するための投資総額を積み上げ、複数シナリオでのキャッシュフロー幅と照らして回収可能性を検証する。

②ベンチマーク型：下限の設定

もう1つはベンチマーク型で、R&D比率と同様に業界・競合との比較で売上高比率の下限を設定する方法である。ASMLのR&D比率15%超、シュナイダーエレクトリックのR&D比率5～6%といった水準^{文献33}は、その業界で競争力を維持するための事実上の下限を示している。これは「他社が投じている

水準を下回れば、長期的に競争力を失う」という防御的なロジックに基づく。人的資本投資、デジタル投資など、ほかの無形資本領域でも同様のベンチマーク設定が可能である。ベンチマーク型の意義は、最低限の投資水準を「床」として固定することで、短期的な業績変動に応じて無形資本投資が削られすぎること防ぐ点にある。

実務的にはベンチマーク型で下限枠を確保しつつ、逆算型で戦略的妥当性の検証を併用することが想定される。前者が「戦略実現のために追加でいくら必要か」に対して、後者は「最低限こまでは投資する」という床の設定を導く。この2層構造によって、無形資本投資は青天井の議論から脱し、規律ある経営判断として位置づけ直される。ベンチマーク型のみでは「他社並み」の追従に終わり戦略性を欠く一方、逆算型のみでは経営の意志次第で投資額が大きく振れるリスクがある。両者の併用が、規律と戦略性を同時に担保する。

以上、本章では深層の基盤たる無形資本が生み出すものを「変化能力」として再定義し、その投資をCFOがいかに正当化し、いかに実装するかを論じてきた。正当化の考え方（攻めと守りの二面性）と、実装の考え方（逆算型とベンチマーク型の併用）は、いずれも個別事業のNPVには還元し切れないが、全社の企業価値を支える基盤への投資として一貫した説明力を持つ。第Ⅳ章のレジリエント・ポートフォリオ（表層）と本章の無形資本（深層）は、いずれか一方では機能せず、両者が噛み合っ初めて、不確実性下での企業価値創造のアプローチとなる。CFOに求

められるのは、表層の機動性と深層の持続性を両立させる規律ある資本配分である。

おわりに： 企業価値はレジリエンスの時代に

本論考では、CFOの視点から非財務情報と企業価値の関係を捉え直し、揺れる前提の下での経営の資本配分について論じてきた。

本論考の出発点に立ち返れば、長期トレンドとしてのサステナビリティの方向性は依然として存在する。脱炭素、人的資本、自然資本、人権のいずれも、長期で見れば企業価値の中核を規定する要素であり続けるだろう。しかし、それに向けての政治・政策・社会の前提は揺れている。市場規模の見通しは数年単位で書き換えられ、政策は政権交代のたびに転換し得る。私たちが拠って立つ「地図」そのものが、書き換えられ続けている時代に入ったのである。

こうした時代において、CFOに問われているのは「単一の方向に賭ける」ことではない。むしろ、前提が変わっても判断し続けられる経営の資本配分を、自社の中にどう築くかである。企業価値は今、最大化の時代から、レジリエンスの時代へと静かに移行しつつある。

本論考が示した枠組みをCFOが自社で実装する出発点として、以下4つの取り組み課題を提起したい。

取り組み課題①

非財務情報を「開示」から「価値」へ
つなげられているか

自社が開示している非財務情報は、CF・

g・rのどこに、どのシナリオで作用しているかを説明できるか。開示業務の負荷増として処理されていないか。非財務情報の背後にある無形資本が、自社の事業をどう支えているかを、自社の言葉で語れるか。

取り組み課題②

自社が直面する不確実性の強度を診断できているか

自社の主要事業が直面しているのは、確率分布で語れるリスクか、それを超える不確実性か。単一シナリオのDCFを基準にした投資判断が、なお有効な領域はどこか。複数シナリオでの分布を見る必要がある領域はどこか。

取り組み課題③

事業ポートフォリオは「振れ幅」をマネージできる構成になっているか

自社のポートフォリオは、前提が悪化した局面での下振れを抑制し、好機が到来した局面で上振れを捕捉できるか。短期収益事業と長期オプション事業を組み合わせた構成ができてきているか。同一目的に対する複数のシナリオを並走させることができてきているか。

取り組み課題④

無形資本投資は規律をもって継続されているか

自社の無形資本投資は、長期の方向性と事業ドメインにとっての必要な「変化能力」として定義されているか。シナリオが外れた場合にも価値が残る汎用性を備えているか。無形資本投資は逆算（戦略的妥当性）とベンチマーク（下限）の2層で規律づけられ、青天

井でも凍結でもない投資の対象として位置づけられているか。

これら4つの取り組み課題に、自社の言葉で答えを持つことが、レジリエンスの時代におけるCFO実務の出発点となる。揺れる前提の下で判断し続ける経営の仕組みを設計する責任は、今、CFOの手に委ねられている。

参考文献

- 1 IFRS Foundation, “IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information”“IFRS S2 Climate-related Disclosures”, 2023
<https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/>
- 2 サステナビリティ基準委員会「サステナビリティ開示ユニバーサル基準」「サステナビリティ開示テーマ別基準 第1号一般開示基準」「同第2号気候関連開示基準」（2025/3/5）
https://www.ssb-j.jp/jp/ssbj_standards.html
- 3 金融庁「金融審議会『サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ』報告の公表について」（2026/1/8）
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20260108.html
- 4 榊原 渉、深井恒太郎「2-2 トランプ政権とサステナビリティへの逆風——『実質重視の持続可能性』を問う」『金融ITフォーカス特別号』野村総合研究所（2025/4）
- 5 European Commission, “Omnibus Simplification Package”, 2025
https://commission.europa.eu/publications/omnibus-i_en
- 6 Ocean Tomo, “Intangible Asset Market Value Study”, 2025
<https://oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>
- 7 経済産業省「通商白書2022」第Ⅱ部第2章第3

- 節 無形資産と経済成長 (2022年)
<https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2022/2022honbun/i2230000.html>
- 8 経済産業省「人材版伊藤レポート」(2020年)／「人材版伊藤レポート2.0」(2022年)
https://www.meti.go.jp/policy/economy/jinteki_shihon/index.html
- 9 経済産業省「企業と投資家の対話のための『価値協創ガイダンス 2.0』(価値協創のための統合的開示/対話ガイダンス2.0)——サステナビリティ トランスフォーメーション (SX) 実現のための価値創造ストーリーの協創」
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/ESGguidance.html
- 10 WBCSD, “A Review of the Link Between Sustainability Performance and Company Valuation”, 2025
- 11 Porter, M. E., & Kramer, M. R., “Creating Shared Value”, Harvard Business Review, Vol.89, No.1/2, 2011, pp.62-77
- 12 Task Force on Climate-related Financial Disclosures, “Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures”, 2017 (2021改訂)
<https://www.fsb-tcfd.org/recommendations/>
- 13 Pietsch, A., & Salakhova, D., “Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium”, 2022, Working Paper No.2728
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2728~7baba8097e.en.pdf>
- 14 Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A., “Sustainable investing in equilibrium”, Journal of Financial Economics, Vol.142, No.2, 2021, pp.550-571
- 15 Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A., “Dissecting green returns”, Journal of Financial Economics, Vol.146, No.2, 2022, pp.403-424
- 16 CFA Institute. “FUTURE OF SUSTAINABILITY IN INVESTMENT MANAGEMENT”, 2020
<https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.pdf>
- 17 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」(2023/3/31)
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>
- 18 Courtney, H., Kirkland, J., & Viguerie, P., “Strategy Under Uncertainty”, Harvard Business Review, Vol.75, No.6, 1997, pp.67-79
- 19 Dixit, A. K., & Pindyck, R. S., “Investment under Uncertainty”, Princeton University Press, 1994
- 20 Trigeorgis, L., “Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation”, MIT Press, 1996
- 21 Teece, D., Peteraf, M., & Leih, S., “Uncertainty, Innovation, and Dynamic Capabilities: An Introduction”, California Management Review, Vol.58, No.4, 2016, pp.5-12
- 22 World Economic Forum, “Resilient Firms and Economies: How Companies, Governments and Multilateral Development Banks can Help Unlock Growth in Emerging Markets”, 2025
- 23 Henderson, B. D., “The Product Portfolio”, BCG Perspectives, 1970
- 24 トヨタ自動車「有価証券報告書 (第121期)」(2025年)
- 25 Teece, D. J., “Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance”, Strategic Management Journal, Vol.28, No.13, 2007, pp.1319-1350
- 26 Teece, D. J., “The foundations of enterprise performance”, Academy of Management Perspectives, Vol.28, No.4, 2014, pp.328-352
- 27 Nadella, S., Hit Refresh: The Quest to Rediscover Microsoft’s Soul and Imagine a Better Future for Everyone, HarperBusiness, 2017
- 28 Ibarra, H., Rattan, A., & Johnston, A., “Satya Nadella at Microsoft: Instilling a Growth Mindset”, London Business School Case Study,

LBS Ref: CS-18-008, 2018

- 29 日立製作所『統合報告書』日立製作所（各年版）
- 30 ASML Annual Reports（各年版）
<https://www.asml.com/en/investors/annual-report>
- 31 SK Hynix公式資料
<https://www.skhynix.com/>
- 32 Jorion, P., Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk (3rd. ed.), McGraw-Hill, 2006
- 33 シュナイダーエレクトロニック Annual Report（各年版）
<https://www.se.com/ww/en/about-us/investor-relations/>

著者

深井恒太郎（ふかいこうたろう）

野村総合研究所（NRI）経営コンサルティング部
サステナビリティ・価値創造グループマネージャー
専門はサステナビリティ経営、サステナブルファイナンス

滑川正樹（なめかわまさき）

野村総合研究所（NRI）経営コンサルティング部
サステナビリティ・価値創造グループシニアコンサルタント
専門はパーパス・ビジョンを中心とした組織変革支援、非財務戦略策定支援など