

非財務情報は今、 何を証明し始めているのか 資本市場の構造変化と非財務情報の再定義



飯野正文

CONTENTS

はじめに：法定開示化が問いかけるもの

- I 投資家類型から読み解く非財務情報の評価メカニズム
- II 持ち合い解消と新たな長期資本が求めるレジリエンス
- III 企業価値向上に向けた非財務情報の2層アプローチ
- IV CFO機能とIR機能の連携：内側の最適化と外側の媒介

おわりに：問いを投げる市場、解を創り出す企業

要 約

- 1 有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の法定開示化を背景に、非財務情報は企業の姿勢表明から、監査・検証を前提としたハードデータへと質的に転換した。IRの役割は、法的リスクと資本コストを同時に管理する、資本市場との財務的な交渉プロセスとして再定義されつつある。
- 2 非財務情報の評価や活用の仕方は運用スタイルによって異なる。パッシブ運用では、企業の開示情報は指数構成や議決権行使の判断基準として、一定のルールに基づき機械的に用いられる。一方、アクティブ運用では、将来のダウンサイドリスクやキャッシュフローの持続性を測るシグナルとして、企業価値評価に組み込まれる。
- 3 政策保有株式の解消が進む中、企業は中長期で企業価値を支える新たな長期資本の獲得を迫られている。先行きの不透明性が高まる中で、長期投資家は単一の成長計画の達成可能性よりも、環境変化に応じて戦略を転換できる「レジリエンス（適応力）」を重視しており、非財務情報はその証明手段となる。
- 4 企業に求められるIR機能は、市場の要求に最低限応える「ベースライン開示の徹底」と、事業環境の変化に伴う戦略的選択肢をオプション価値として示す「エクイティ・ストーリーの構築」の2層に移行する。財務を推進するCFO機能を補完し、世の中の不確実性を資本コストに反映させる媒介装置としてのIRへの進化が不可欠である。

はじめに：法定開示化が 問いかけるもの

有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の法定開示化が進み、非財務情報をめぐる議論は新たな局面を迎えている。非財務情報が、企業の姿勢表明や任意開示の領域にとどまらず、監査・検証を前提とした投資判断に資する情報として活用されている、という指摘自体はもはや目新しいものではない。

しかし、ここであらためて考えてみる価値があるのは、この変化が企業に何を求めているのかという点である。ここで問うべきは、サステナビリティ情報をどこまで開示すべきかという表面的な対応論ではない。開示された情報が、資本市場の評価プロセスにどのように組み込まれ、価格形成に影響を与えているのか。変化の本質はそこにある。

海外市場に目を向ければ、サステナビリティに関する開示であっても、誤解を招く表示や不十分な説明が、証券市場規制の枠組みの下で実際に制裁対象となる事例が相次いでいる。米国ではグリーンウォッシングに関する集団訴訟は150件以上確認されており、「環境に優しい」「サステナブル」「リサイクル可能」などの曖昧・誤解を招く表示が主な争点となっている。対象は日用品・食品・化粧

品・衣料などBtoC全般に広がっている^{文献1}。

こうした訴訟は年々増加しており、企業は環境訴求が実態と一致しない場合、消費者から法的責任を追及されるリスクが高まっている。

こうした事例が示すように、任意開示であるか否かにかかわらず、投資家の判断に影響を与える情報である以上、その正確性と説明責任が問われるという考え方が、すでに市場の前提条件となっている。

このような状況の下で、日本企業におけるIR（投資家向けコミュニケーション）の位置づけも変わり始めている。IRは、もはや企業の魅力を外部に伝えるための表面的なアピールにとどまるものではない。法的リスクと資本コストという2つの制約条件を同時に管理しながら、資本市場と継続的に向き合うための、財務的な交渉プロセスとして再定義されている。

また、非財務情報の評価は一様ではない。パッシブ運用では、開示情報は指数構成や議決権行使の前提条件として機械的に処理され、一定の規律を企業経営に課す。一方、アクティブ運用では、同じ情報が将来のダウンサイドリスクやキャッシュフローの持続性を測るシグナルとして解釈され、企業価値評価に組み込まれる。非財務情報とは、規範的評価のための指標ではなく、企業が直面する不

表1 投資家による評価の視点

	パッシブ運用	アクティブ運用
目的	- 市場全体の底上げ - ダウンサイドリスクの排除	- 超過収益の獲得 - 企業価値の適正評価
情報の扱い	あらかじめ設定したルールに基づいて銘柄をスクリーニング	将来キャッシュフローやリスクを予測したうえで銘柄を選定
アクション	- 議決権行使における機械的な反対票 - 指数除外	- 価値評価モデルへの統合 - 資本コスト調整

確実性を、市場が価格づけ可能な形へと変換するための共通言語である（表1）。

政策保有株式の解消が進む日本市場では、企業は安定株主に依存した資本構造から離れ、中長期で企業価値を支える新たな長期資本を自らの力で獲得することを求められている。不確実性が常態化する中で、長期投資家が重視しているのは、単一の成長計画の達成可能性ではない。前提条件が崩れたとき、企業は戦略をどのように組み替え得るのか。その適応能力、すなわち戦略のレジリエンス（適応力）こそが評価の対象となっている。

本稿は、非財務情報をめぐる制度変化を出発点として、資本市場が企業に投げかけている問いの性質を整理し、その問いに企業はいかに応答すべきかを考察する。問われているのは情報量の多寡ではない。企業が不確実な未来とどのように向き合い、その姿勢を市場にどう示していくのかという、より根源的なコミュニケーションのあり方である。

I 投資家類型から読み解く 非財務情報の評価メカニズム

非財務情報の重要性が語られて久しいが、資本市場は決して単一の価値観で動いているわけではない。パッシブ運用とアクティブ運用では、同じ開示情報であってもその扱い方や評価の仕組みは明確に分断されている。この違いを直視しない限り、企業は的確な情報発信の糸口を見いだせない。

1 パッシブ運用による 機械的な規律の付与

市場の基盤を成すパッシブ運用は、個別の

銘柄選択を行わない代わりに、市場全体の底上げとリスク排除を目的として、独自の議決権行使基準を厳格に運用している。ここでの非財務情報は、企業価値のアップサイドを評価するためではなく、ガバナンス不全や環境・社会的リスクの露呈による価値毀損を未然に防ぐためのスクリーニング指標として機能する。

たとえば、気候変動関連の開示フレームワークへの賛同有無や、取締役会における多様性の基準など、特定のデータが欠落している場合、巨大アセットマネジャーは経営トップの選任議案に対して機械的に反対票を投じる。ここでのプロセスは、属人的な定性判断よりも、明確なガイドラインに基づくシステムティックな判定が重視される点に特徴がある。

パッシブ投資家の代表例であるブラックロックにおいて、非財務情報は企業価値を積み上げる判断材料としてではなく、投資対象としての前提条件を確認するための基礎情報として位置づけられている。ブラックロック・インベストメント・スチュワードシップ・チーム（BIS）は、議決権行使およびエンゲージメント（建設的な対話）を通じて、企業の取締役会が重要なリスクを適切に監督し、その内容を開示しているかを確認する機能を担う^{文献2}。

この枠組みにおいて、サステナビリティやガバナンスに関する情報開示は、優劣を評価される対象というよりも、企業が評価可能か否かを判断する前提条件として扱われる。開示や監督が不十分と判断された場合、ブラックロックは取締役再任などへの支持を行わない可能性を明示しており、これは企業の戦略内容に対する是非判断ではなく、資本市場に

おける情報の比較可能性と説明責任を確保するための手続き的な措置と位置づけられる。

このように、ブラックロックのスチュワードシップ活動は、非財務情報を用いて企業を選別・評価するものではなく、市場参加の最低条件を制度的に設定する役割を果たしており、本稿が示す、ベースラインとしての非財務情報開示という防衛線の性格を、代表的な事例として裏づけるものである。

企業側が投資家とのエンゲージメントの場でいかに前向きなストーリーを語ろうとも、自社の非財務データが投資家の定めるこの客観的なベースラインを満たしていなければ、ガイドラインに抵触したことを背景とした経営トップに対する反対票という形で、シビアナ判断が下される構造となっている。

2 アクティブ運用における 投資判断への統合 (インテグレーション)

一方、市場平均を上回るリターン（アルファ）を追求するアクティブ運用においては、非財務データは将来のキャッシュフローの持続性やリスクプレミアムを算定するための重要な変数として扱われる。

実証研究においても、非財務資本の蓄積がテールリスク（発生可能性は低いが、影響が極大な下落リスク）を抑制し、結果として投資家が要求する資本コスト（割引率）を押し下げるメカニズムが確認されている。たとえば、非財務情報が資本コストに反映されるメカニズムについては、Pástor et al.が市場全体の需給バランスの観点から整理している文献^{3, 4}。その後の研究では、気候リスクなど、特定の非財務要素が価格形成に与える

影響が個別に検証されており文献⁵、非財務情報が、将来の不確実性の性質を市場に伝達する役割を果たしていることが実証されている。

アクティブ運用においては、非財務情報は理念的指標ではなく、将来のキャッシュフロー見通しや下方リスクを評価するための財務変数として活用されている文献⁶。特に、人的資本やサプライチェーンの強靱性といった無形資本は、不確実性が顕在化した際の損失抑制や、新たな成長機会への適応可能性を測るシグナルとして解釈され、投資家のバリュエーション・モデルに統合されている。アクティブ投資家にとって、非財務情報は理念的な善意の指標ではなく、超過収益の源泉を見極めるための価格づけツールとして機能している。

アクティブ運用における非財務情報の扱いを具体化する例として、キャピタル・グループの投資アプローチは示唆に富む。同社は、環境・社会・ガバナンスといった非財務要素を、独立した評価軸や価値の上乗せ要因としてではなく、将来のキャッシュフローに影響を及ぼし得る重要なリスクおよび機会として位置づけている文献⁷。業界ごとに整理された投資フレームワークを通じて、どの非財務要素が企業の収益持続性や資本毀損リスクに直結するかが分析され、投資判断に統合される。

特に同社は、短期的な株価変動ではなく、恒久的な資本毀損の回避をリスク評価の中核に据えており、不確実な環境下では、キャッシュフローの耐久性、事業モデルの強靱性、ならびに経営陣の資本配分規律が重視される。非財務情報は、こうした要素を定量情報だけでは把握し切れない部分により補完し、将来シナリオの分岐における下方リスクを評

価するための手がかりとして機能している。

この点で、キャピタル・グループのアプローチは、非財務情報を用いて予測精度を高めるといっても、不確実性下での損失回避能力を見極めようとするものであり、本稿が示す長期資本の評価視点と整合的である。

II 持ち合い解消と 新たな長期資本が求める レジリエンス

投資家の評価メカニズムが高度化する一方で、日本企業の株主構造も歴史的な転換点を迎えている。

政策保有株式の解消は、ガバナンス改革の成果として語られることが多い。しかし、より重要なのは、その結果として企業評価はどのように影響されたのかということである。安定株主という緩衝材を失ったとき、資本市場は企業の何を見ようとしているのか。本章では、日本企業が直面しているこのような変化を、長期資本の視点から捉え直す。

1 コーポレートガバナンス改革の 到達点と市場評価との 直接的な対峙

コーポレートガバナンス・コードの適用を期に、政策保有株式の縮減は日本企業における重要な構造変化として着実に進展してきた。メガバンクや大手損害保険会社を中心に、かつて経営の安定を支えてきた持ち合い関係は大幅に解消され、近年では例外的な合理性を説明できない限り、保有の正当性が問われる段階に入っている。

同時に、東京証券取引所が2023年に示した

「資本コストや株価を意識した経営」の要請は、企業に対し、安定株主の存在を前提とした経営から、資本効率や将来価値に基づく市場評価に正面から向き合う姿勢への転換を迫っている^{文献8}。政策保有株式の後退は、単に株主構成の変化を意味するのではなく、企業がグローバルな機関投資家による経済合理性に基づく評価と対話を、恒常的に受け止めなければならない環境へと移行したことを示している。

こうした環境下では、企業にとって最大のリスクは、短期的な株価変動そのものではなく、市場から戦略の合理性を説明できないと見なされることによる、恒常的なディスカウントである。

2 安定株主に代わる 長期資本獲得の必然性

企業が安定的な経営基盤を維持するためには、かつての持ち合い株主に代わる、新たな長期資本を自らの実力で引きつけ、引きとめなければならない。

不確実性が常態化する事業環境において、長期投資家が企業評価で重視する視点は、単一の成長計画や数値目標の達成可能性から、環境変化に直面した際の戦略の耐久力と適応能力へと明確に移行している。実証研究においても、無形資本や組織的適応力を備えた企業は、市場環境の急変時における株価下落や収益悪化の度合いが相対的に低いことが示されており、長期投資家はこうした特性を「戦略のレジリエンス」として評価に組み込んでいる。

3 長期投資家が注視する 「戦略のレジリエンス」

では、新たな長期資本の担い手は何を基準に企業を選別しているのか。地政学的な緊張の高まり、破壊的テクノロジーの台頭、各国の産業・環境政策の揺らぎなどにより、事業環境の不確実性が常態化する中で、投資家の関心は、将来予測の精度そのものから、予測が外れた場合の対応力へとシフトしている。

長期投資家が求めているのは、特定の技術や単一の市場成長を前提とした単線的な成長シナリオではない。ノルウェー政府年金基金や北米の公的年金基金が公表する運用指針では、事業モデルが環境変化に耐え得るか、前提条件が崩れた際に戦略を修正できるか、資本を他事業へ再配分できるかといった点が、投資判断およびエンゲージメントの中核要素として明示的に位置づけられている^{文献9}。これらは価値観の表明ではなく、超長期で資本を預ける投資家にとって合理的なリスク管理の帰結である。

こうした視点は、抽象的な理念にとどまらず、非財務情報を通じて一定程度観測・検証することが可能である。たとえばサプライチェーンの強靱性について、その重要性は事後的に確認されている。東日本大震災を対象とした実証研究では、供給網の寸断が企業業績のみならず、取引関係を通じて経済全体へと波及することが示されており、供給構造の冗長性や代替性を持つ企業ほど、ショック後の回復力が高いことが確認されている^{文献10}。

これらの知見が示すのは、レジリエンスとは事後的な成功物語ではなく、人的資本、ガバナンス、サプライチェーンといった非財務情報を通じて、事前に推し量ることが可能な

企業特性であるという点である。つまり、非財務情報とは、単なる社会的配慮の証左ではなく、不確実な将来において企業が価値を維持・再構築できるかを、市場が事前に判断するためのエビデンス基盤にほかならない。

Ⅲ 企業価値向上に向けた 非財務情報の2層アプローチ

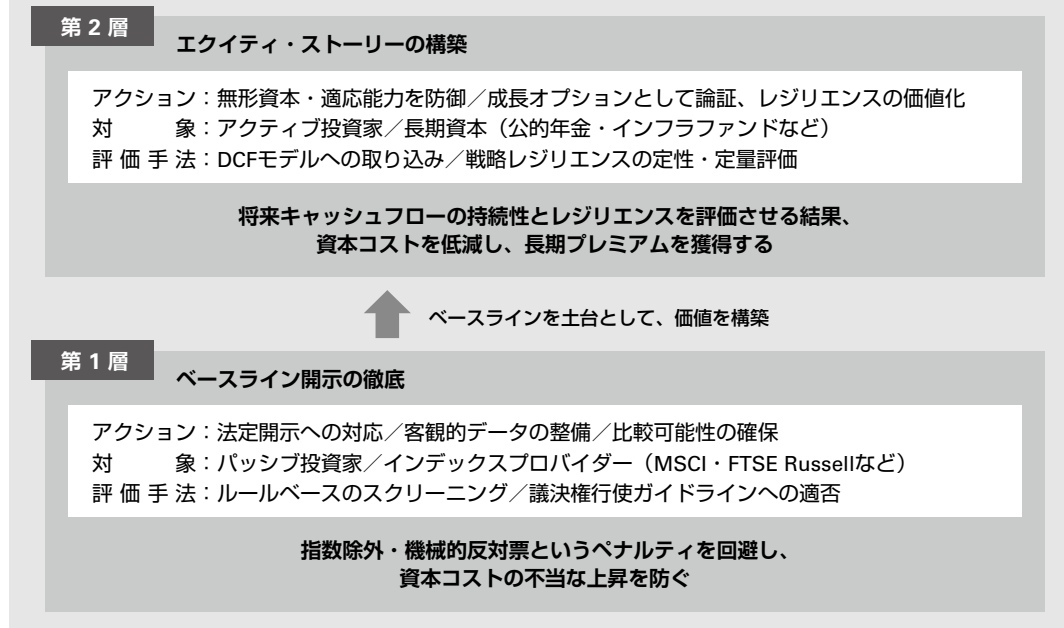
他方、非財務情報の開示を充実させれば無条件に企業価値が高まるかといえば、現実はいずれほど甘くはない。持ち合い解消後の市場において、企業に求められる非財務情報の開示は、性質の異なる2つのアプローチへと分化している。本章では、資本市場の評価構造を踏まえ、企業に求められる非財務情報が2つの層へと分化していることを明らかにする。

これまで述べたように、政策保有株式の後退によって企業は市場の評価に正面から向き合う立場に置かれ、長期資本は単一の成長計画ではなく、不確実性下における戦略のレジリエンスを企業選別の参考としている。そして、そのレジリエンスは、非財務情報を通じて事前に測られ、資本コストや投資判断に反映されている。

この市場構造の下では、非財務情報の最低限の開示を欠くこと自体が、企業の戦略的レジリエンスの欠如を示すシグナルとして解釈され、理由を問われることなく資本コストの上昇という形で処理される。したがって、企業にとって非財務情報の開示は、理念的要請やガバナンス上の付随事項ではなく、資本市場における評価ディスカウントを回避するための構造的な防衛行為に用いられる。

こうした市場からの新たな要請に応えるた

図1 不確実性下における非財務情報の2層アプローチ：ペナルティ回避の「守り」と長期資本の「攻め」



めには、市場との対話の最前線に立つIR機能の役割を見直さなければならない。

企業に求められるIRの役割は、単一の延長線上で高度化するのではなく、性質の異なる2つの機能へと分化する。すなわち、市場からの即時的なペナルティを回避するためのベースラインとしての非財務情報開示と、不確実性下における戦略的選択肢とその実行能力を市場に論証するための価値創造としての非財務情報活用である（図1）。

1 資本コスト上昇の抑止 （ベースライン開示の徹底）

第1の層は、パッシブ運用を中心としたルールベース評価からの防衛である。主要なアセットマネジャーは、取締役会による重要リスク（サステナビリティを含む）の監督と、それを裏づける比較可能な情報開示を、議決権行使判断の前提条件として明示している。

また、MSCIやFTSE Russellといった指数プロバイダーにおいても、ESG評価および指数組み入れは企業の公開情報を前提としており、必要な開示を欠く企業は投資ユニバースから自動的に排除され得る。

この評価構造の下では、非財務情報の未開示や不十分な開示は、それ自体が企業のリスク管理能力やガバナンス体制の欠如を示すシグナルとして解釈される。企業の事業内容や収益力とは無関係に、指数除外や議決権行使における反対票といった形で即時的なペナルティが発動される点に、この防衛線の特徴がある。

たとえば、GPIFが採用するMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数やS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数では、温室効果ガス排出量に関する基礎的な開示が前提となっており、これらの情報が不十分な企業は、業績にかかわらず機械的に組み入れ対象

から外れる、あるいは投資ウェイトを引き下げられる。これは抽象的な評価ではなく、実際に公的年金資金が連動するベンチマークを通じて資本配分に直結するルールとなっている。

ISSB基準の導入や日本における法定開示化の進展は、この構造を一層鮮明にしている。非財務情報は、もはや企業が語りたいテーマを選択的に開示するものではなく、資本市場が企業間比較と監督を行うための共通インフラとなった。したがって、ベースラインとなる非財務データを正確に整備・開示することは、価値創造以前の問題として、理由なき資本コスト上昇を回避するための最低限の条件に位置づけられる。

2 オプション価値の論証と

将来キャッシュフローの創出

第2の層は、アクティブ運用や長期資本に向けた能動的な対話設計である。ここで企業に求められるのは、第Ⅱ章3項で示した戦略のレジリエンスを、企業価値評価の文脈に翻訳することである。長期投資家が評価しているのは、将来シナリオの正確さではなく、想定が外れた際にどのような選択肢を持ち、どの程度迅速に行使できるかという点にある。

この視点は、リアルオプションの考え方と親和的である。撤退・転換・拡張といった戦略的判断を、事後的な結果ではなく、事前に設計された選択肢の集合として市場に提示できる企業は、不確実性下においてもダウンサイドを抑制しつつ、新たな成長機会を取り込む可能性を有していると評価される。レジリエンスとは、こうしたオプションを保持し続ける能力にほかならない^{文献11}。

重要なのは、これらのオプションを実行可能なものとして支えるのが、人的資本、組織能力、ガバナンス、サプライチェーンといった無形資本である点である。実証研究が示すとおり、無形資本を厚く備えた企業ほど、危機局面における価値毀損が小さく、回復も早い。IRの役割は、これらの無形資本が、将来キャッシュフローの下振れを防ぐ防御的オプションとして、また上振れ機会を獲得する成長オプションとして、どのように機能するのかを論理とデータをもって説明することにある。

すなわち、オプション価値としてのレジリエンスを、評価可能なエクイティ・ストーリーへと昇華させることが、第2層におけるIRの中核機能である。

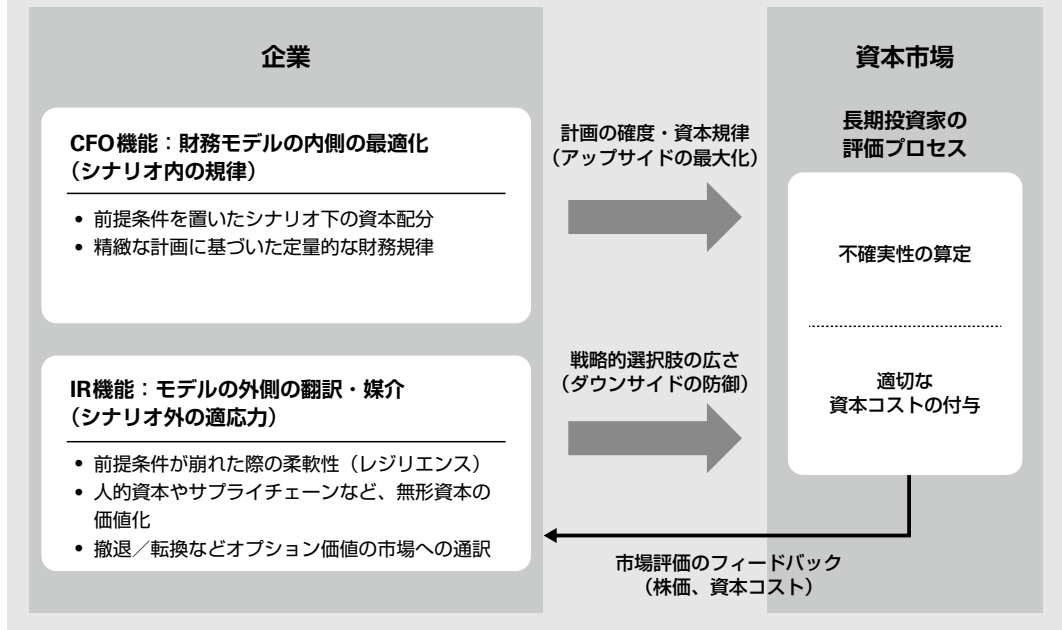
Ⅳ CFO機能とIR機能の連携： 内側の最適化と外側の媒介

戦略のレジリエンスを市場に伝える責任は、誰が担うべきなのだろうか。CFO（最高財務責任者）か、それともIRか。

第Ⅰ章から第Ⅲ章で見てきたように、資本市場が非財務情報を通じて企業のレジリエンスを評価し、それを資本コストに反映する構造が定着する中で、企業内部においても、従来の機能分担を前提としたままでは市場との高度な対話に対応できなくなっている。

本章が示すのは、個別機能の優劣ではない。不確実性を扱うレイヤーの違いに応じ、企業内部の役割分担そのものを再設計する必要性である。これらの機能を相互補完的に設計することが、不確実性下における企業価値最大化の前提条件となる（図2）。

図2 CFOとIRの機能連携



1 役割分担の明確化： シナリオ内の最適化と シナリオ外の管理

CFOの主たる責務は、企業が採用した戦略シナリオの下で資本配分を設計し、投下資本利益率（ROIC）やキャッシュフロー創出力を最大化することである。具体的には、事業ポートフォリオの構成、投資回収期間、資本構成の選択、ならびに短中期計画における数値整合性を確保することが、CFO機能の中核を成す。ここで扱われる財務モデルは、一定の前提条件を置いたシナリオ内での最適化を目的としている。

このような役割分担が抽象論にとどまらず、実務としてどのように表れているかを示す例として、シュナイダーエレクトリックの投資家向け情報開示は示唆に富む。CFOが説明する財務パートでは、売上成長率や利益率、キャッシュフローといった指標が、過去

実績と中期的なレンジとして整理されており、一定の前提条件の下での資本規律が一貫して示されている。一方で、同社の事業ポートフォリオや成長ドライバーは、単一の成長ストーリーに収斂させる形ではなく、複数の市場・技術領域に分散したポートフォリオとして提示されており、財務面での規律が明確にレンジ化されているのとは対照的に、事業面では柔軟性を内包した構造となっている文献^{12、13、14}。

たとえば、エンドマーケット（データセンター、ビル、産業、インフラ）や、ビジネスモデル（プロダクト、システム、ソフトウェア）といった複数の事業軸が並走する構成として示されている。さらに、M&Aや事業売却を通じたアクティブ・ポートフォリオ・マネジメント方針が明記されており、現時点での姿が将来にわたって固定されることを約束する形では語られていない。こうした情報設

計は、どの事業が将来も中核であり続けるかを断定するものではなく、環境変化に応じて資源配分の優先順位が変わり得る余地（オプション価値）を、市場に示す役割を果たしている。

重要なのは、これら2つの情報群が混線せずに提示されている点である。財務数値は「前提条件が置かれた世界」における結果として整理され、事業構成やポートフォリオの入れ替え方針は「前提条件が変化し得る世界」における選択肢の幅として示されている。この分離によって、投資家は、計画の精緻さと適応能力を同時に評価することが可能となる。シュナイダーエレクトリックの事例は、CFOが内側の最適化を担い、IRが設計する対話の枠組みの中で、経営陣が不確実性下の選択肢を語るという分業が、情報設計のレベルで実装されていることを示す具体例として位置づけられる。

こうした情報設計はシュナイダーエレクトリックに特有の取り組みにとどまらず、事業環境の不確実性が高いグローバル企業において、計画の精緻化と戦略的柔軟性を同時に市場と共有するための一つの実務的解として、広く観測される傾向にある。

2 戦略的レジリエンスの翻訳： オプション価値を 市場価格に転換する

第Ⅱ章3項で示したとおり、長期投資家が評価している戦略的レジリエンスとは、環境変化に直面した際にダウンサイドを抑え、新たな機会を取り込む能力である。しかし、この能力は企業内部で暗黙知として共有されていることが多く、そのままでは資本市場のバ

リュエーション（企業価値評価）には反映されない。ここに、IR機能が介入する必然性がある。

戦略的レジリエンスを市場に伝達するカギとなるのが、オプション価値の提示である。撤退、転換、拡張といった経営判断は事後的に語られがちだが、投資家が真に知りたいのは、その判断がどのような条件下で、どの程度の確度で行使可能なのかという点である。

では、IRは無形資本の価値を、どのように投資家が評価可能な言語へ翻訳すべきか。たとえば、マクロ環境や技術トレンドが悪化した場合、市場は「この企業は不採算事業に固執し、価値を破壊するのではないか」というリスクを織り込み、資本コストを引き上げる。ここでIRが行うべきは、自社のガバナンス体制が迅速な撤退や事業売却（アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント）を可能にする規律として機能していることを、過去の意思決定のトラックレコードとともに証明することである。これが防御的オプションの提示である。

一方、成長オプションの提示においては、人的資本や技術プラットフォームの転用可能性を語ることが極めて重要になる。市場の前提が崩れた際、社内に蓄積されたエンジニアやデジタル人材を、どれほどのスピードで別の成長領域へ再配置できるのか。IRはこうした組織の動的な組み替え能力を、事業間での人材の流動性やリスクリングの実績といった具体的なKPIと結びつけて市場に論証する必要がある。

CFOが事業のオプション価値を内部的に設計し、IRがその設計思想と実行能力を外市場に伝達する。IRが不確実な未来に対

する自社の選択肢の広さを論理とデータで語り尽くして初めて、市場は過度なリスクディスカウントを払拭させ、合理的な資本コストを付与することが可能となる。

おわりに：問いを投げる市場、解を創り出す企業

本稿で見てきたのは非財務情報の技術論ではない。資本市場が企業に対して、どのような問いを投げかけ始めているのか、そして企業はいかに応答すべきかという構造である。

政策保有株式の後退や非財務情報の法定開示化、資本コストを重視した市場評価の浸透は、企業に対する命令ではなく、評価の前提条件と制約を明確にしたに過ぎない。資本市場が企業に突きつけているのは、何をすべきかという解答ではなく、何を評価するかという問いである。

市場が重視する評価視点が、単一の成長計画や将来予測の精度から、不確実性下における戦略のレジリエンスへと移行した背景には、投資家自身が未来を正確に見通せないという現実がある。将来を確実に見通すことが不可能である以上、長期投資家が頼るのは、前提条件が崩れた際に企業がどのように行動できるかという、適応能力そのものである。レジリエンスとは、理想論や精神論ではなく、将来の価値毀損をどこまで抑え、再び価値創造の軌道に戻れるかという、極めて現実的な視点である。

しかし、市場はその問いを提示することはできても、解を創り出すことはできない。撤退するのか、転換するのか、あるいは新たな成長機会に資源を再配分するのか。こうした

意思決定は、企業内部でしか行えない。資本市場は評価者であり、事業の主体ではない以上、レジリエンスという能力そのものは、企業が自らの意思と行動によって創り出すしかない。

この文脈において、IRの役割は根本的に変化している。IRは、過去の実績や中期計画を説明する機能ではなく、企業が直面する不確実性を、管理可能なリスクとして市場に翻訳する経営機能である。ベースラインとしての非財務情報開示によって評価ディスカウントを回避しつつ、戦略的選択肢とその実行能力をオプション価値として論証する。この2層構造を継続的に提示できるかどうか、長期資本を獲得できる企業と、そうでない企業を分ける分水嶺となる。

不確実性が常態化する資本市場において評価される企業とは、特定の未来を約束できる企業ではない。前提条件が崩れることを前提に、価値創造のシナリオを組み替え続ける能力を持つ企業である。資本市場が投げかける問いに対し、独自の解を創り出し続けること。それこそが、これからの企業経営とIRに課せられた最も本質的な使命である。

参考文献

- 1 TINA.org, "By the Numbers: Greenwashing Class-Action Lawsuits", 2023/10/30
<https://truthinadvertising.org/articles/by-the-numbers-greenwashing-class-action-lawsuits/>
- 2 BlackRock, "BlackRock Investment Stewardship Annual Report 2025", 2025
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blackrock-investment-stewardship-annual-report-2025.pdf>
- 3 Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A.,

- “Sustainable investing in equilibrium”, *Journal of Financial Economics*, Vol.142, No.2, 2021, pp.550–571
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X20303512>
- 4 Pástor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A., “Dissecting green returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol.146, No.2, 2022, pp.403–424
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X22001672>
 - 5 Bolton, P., Kacperczyk, M., & Samama, F., “Do investors care about carbon risk?”, *Journal of Financial Economics*, Vol.142, No.2, 2021, pp.517–549
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X21001902>
 - 6 CFA Institute, “FUTURE OF SUSTAINABILITY IN INVESTMENT MANAGEMENT: FROM IDEAS TO REALITY”
<https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.pdf>
 - 7 キャピタル・グループ “ESG fuelled by the power of 3”
<https://www.capitalgroup.com/intermediaries/li/en/investments/esg/our-approach-esg-integration.html>
 - 8 日本取引所グループ「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（プライム・スタンダード市場）」
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html>
 - 9 Norges Bank Investment Management, “Responsible Investment 2025”, 2026/ 2 /26
<https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2025/responsible-investment-2025/>
 - 10 Carvalho, V. M., Nirei, M., Saito, Y. U., & Tahbaz-Salehi, A., “Supply Chain Disruptions: Evidence from the Great East Japan Earthquake”
<https://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/alirezat/JapanEQ.pdf>
 - 11 Victor Manuel Castillo Delgadillo and Luz del Carmen Díaz-Peña, “Real Options for IFRS-S1 and S2 2024 Mandatory Disclosures: An Alternative Approach to Capital Budgeting Valuation”, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol.18, No.10, 2025, Article 540
<https://www.mdpi.com/1911-8074/18/10/540>
 - 12 シュナイダーエレクトリック “2025 Universal Registration Document”, 2025
https://download.schneider-electric.com/files?p_Doc_Ref=2025-URD
 - 13 シュナイダーエレクトリック “Advancing Performance: Energy Tech for Shareholder Value, Capital Markets Day 2025”
<https://www.se.com/ww/en/assets/pdf/2025-capital-markets-day-finance-presentation>
 - 14 Euronext “Investor Day 2024”
<https://www.euronext.com/en/investor-day-2024>

著者

飯野正文（いいのまさふみ）

野村総合研究所（NRI）経営コンサルティング部 チーフコンサルタント

専門は資本市場コミュニケーション、投資家対応を通じた企業価値向上およびリスク管理