

持続可能な資本市場の形成に向けた 非財務情報開示革新



一橋大学大学院経営管理研究科 教授

加賀谷 哲之

1. はじめに

本論文の狙いは、日本の資本市場の課題を整理したうえで、現在進展している非財務情報開示制度の革新が、持続可能な価値創造の基盤となる資本市場の形成にあたってどのような役割を果たすかを検討することにある。いうまでもなく資本市場には市場メカニズムを通じて経済主体間の資本移転を円滑化させることで、国や地域あるいは世界の経済発展を促すことが期待されている。しかしながら、

〈目次〉

1. はじめに
2. 日本の資本市場の特徴
3. ガバナンス改革と資本市場改革の連動
4. 持続可能な価値創造の基盤形成を促進する非財務情報開示

近年、そうした役割を十分に果たせるかといった観点からいくつかの懸念すべき事象が発生していると考ええる。

第1に、グローバルリスクが各国・地域の経済に与える影響がより深刻化し、かつその内容が変質しつつあることである。1990年代後半から新世紀にかけて進展した金融市場をめぐる規制緩和やIT化に伴い、金融市場やサプライチェーンのグローバリゼーションが進展し、ある国や地域で発生した事象がその他の国や地域に悪影響を及ぼす事態が頻発している。さらに各国・地域で進展する保護主義化がグローバルリスクに変質をもたらしている可能性がある。たとえば、小川・羅 (2023) では、グローバル金融リスクをS&P500株式指数のインプライド・ボラティリティで測定するVIX (S&P500 Volatility Index)、先進国と新興市場国の信用や資産価格などを通じて測定する金融ストレス指数 (FS: Financial Stress Index)、経済記事の数をも

とに経済政策をめぐる不確実性を測定する経済政策不確実性（EPU: Economic Policy Uncertainty）の指標をそれぞれ測定し、グローバルリスクがコロナ感染やロシアのウクライナ侵攻などを契機に増大していることを明らかにしている。グローバルリスクの類発を契機として、それらが資本市場に与える影響もより大きくなることが予想される。

第2に、環境・社会課題が地球や地域社会に及ぼす影響がより深刻なものとなり、資本市場に対しても、それらへの対応を求める声が強まっている点である。WWF（世界自然保護基金）が測定するエコロジカル・フットプリント（人類が環境にかけている負荷を土地面積にて定量化した指標）によれば、現在の人類全体の生活を持続的に支えるためには地球1.7個が必要となるとの試算もある。またGupta et al. (2024) では、人類の活動領域の中で不可逆的な変化を起こす可能性のある活動領域・程度についての限界値をPlanetary Boundariesとして定義し、8つの領域のうち7つの領域ですでにその限界値を超えていることを示している。こうした環境・社会課題の深刻化を契機として、2006年には国連の責任投資原則（PRI: Principles for Responsible Investment）が公表された。当該原則に基づき、投資機関は、ESG要因を投資決定や投資にあたっての企業との対話・エンゲージメントに組み込むことを求める原則に署名し、活動に織り込むことが求められている。その後、欧州におけるサステナブル・

ファイナンスや日本におけるトランジション・ファイナンスなど投資コミュニティーに環境・社会課題の解決を促す挑戦が続いている。

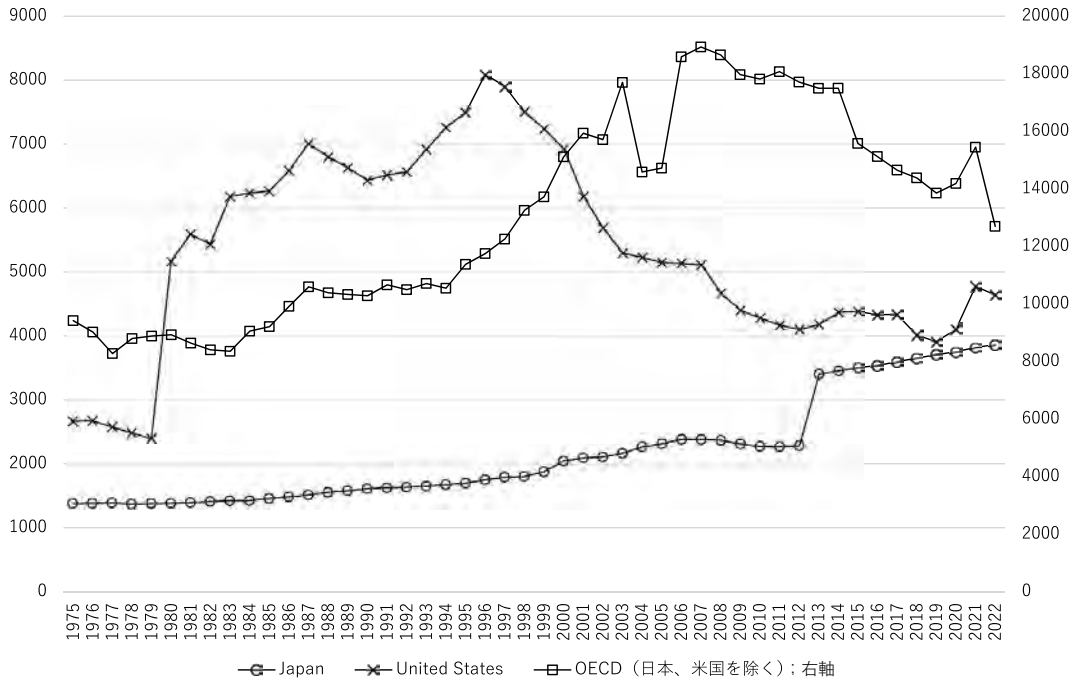
第3に、株式市場における短期志向に対する懸念が増大している点である。Haldane (2010) によれば、米国、英国、日本など各国における投資家の株式保有期間は1960年代には平均で10年近くあったものが、2000年代に入るとほぼ1年未満に短縮している。第1、第2で説明したグローバルリスクの増大や地球・環境課題への取組みなど長い時間軸での対応が資本市場サイドのプレイヤーにも求められる中、保有期間の短縮化に伴いそうした役割を果たすことを困難にさせるという懸念が増大しているのである。米国の主要な経営者から構成されるビジネスラウンドテーブルでは、2019年に株主資本主義では十分にそれらへの対応が難しくなる可能性があり、全てのステークホルダーを意識した経営へシフトすることを求めている。

■ 2. 日本の資本市場の特徴

こうしたグローバル資本市場をめぐる変化に対して、各国・地域の市場はどのような影響を受けるだろうか。ここではまず各国・地域における資本市場の特徴を整理し、そこから浮かび上がる影響を検討していくことにしよう。

まず各国・地域の株式市場の上場企業数の

(図表 1) 上場企業数の比較



変化から確認していくことにしよう。図表 1 には、日本、米国、OECD 諸国の上場企業数の 1975-2022 年の推移を示している。作成にあたっては、世界銀行がウェブ上で開示しているデータベースを参照した (<https://databank.worldbank.org/>)。これによれば、米国では 1990 年代後半、米国や日本を除く OECD 諸国では 2000 年代半ばより上場企業数は減少傾向にあるのに対して、日本は増加傾向にある。

ではなぜ米国や日本を除く OECD 諸国などでは株式市場の上場企業数は減少傾向にあるのか。Roe and Wang (2024) では、会社法や証券規制の対応負担の増加、その他の資金

調達機会の増加などに伴い米国にて上場企業が減少していると説明している。加えて同研究では、上場企業数が減少しているにもかかわらず、上場企業全体の利益水準や GDP に占める上場企業の利益合計額の割合は増大傾向にあることを示している。この事実は、より上場企業 1 社あたりの競争力や経済に与える影響は増大傾向にあることを示唆している。裏を返せば、これらの事実は、上述したグローバル資本市場の変化に対して、上場を継続する企業は、資本市場における資金調達機会を活かし、その競争力を高める形で対応している可能性があることを示唆している。一方で、日本ではむしろ資本市場に上場する

(図表 2) 米国、欧州、日本の業績水準の比較

		株式時価総額 (兆円)	EBITDA (兆円)	PBR	ROE	PER
米国	1Q	2.546	0.218	2.008	9.030	19.627
	2Q	4.848	0.396	3.589	16.847	29.930
	3Q	10.122	0.823	7.209	30.378	42.575
	平均値	12.855	0.938	8.191	77.256	37.774
欧州	1Q	1.442	0.140	1.170	7.061	12.617
	2Q	2.948	0.268	2.220	12.353	20.955
	3Q	5.399	0.789	4.064	19.145	32.413
	平均値	5.282	0.697	3.867	14.491	26.117
日本	1Q	0.320	0.040	0.879	5.594	14.907
	2Q	0.554	0.076	1.305	8.737	20.190
	3Q	1.435	0.185	2.212	12.854	28.564
	平均値	1.659	0.207	2.011	9.356	25.372

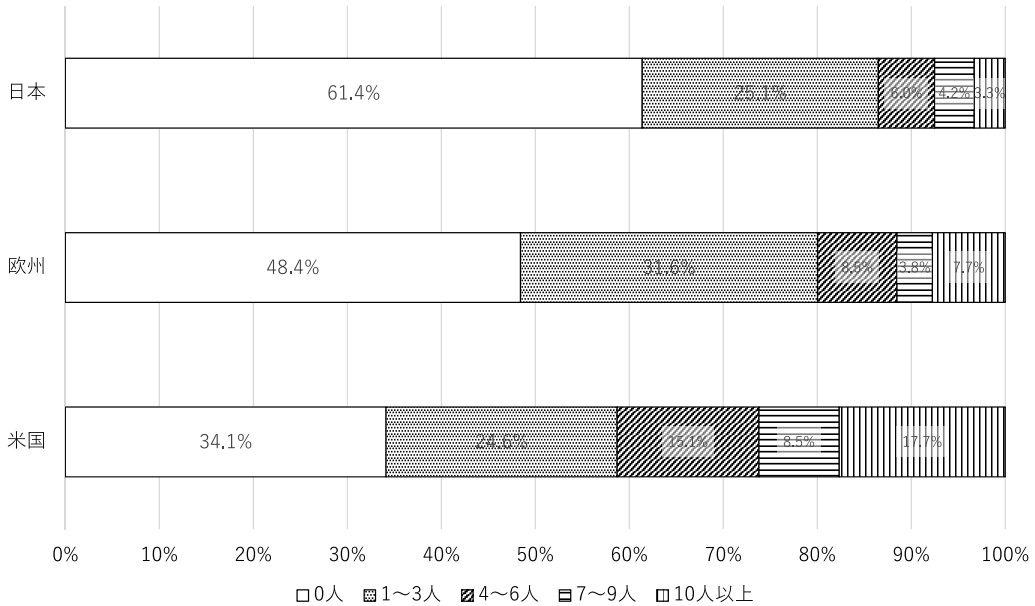
企業の数が増加傾向にあり、グローバルな先進国のトレンドとは異なる特徴を持っていることが確認できる。

次に米国、欧州、日本でのスケールや業績水準などの違いを比較することとした。比較にあたっては、S&P Global社が提供するCAPITAL IQを活用し、2024年12月時点で、米国（S&P500）、欧州（S&P Europe 350）、日本（S&P Japan500）を構成する企業の直近の決算数値を活用した。比較にあたっては、円ベースで株式時価総額、EBITDA（税・支払利息・償却費工場前利益）、PBR（株価純資産倍率）、ROE（自己資本利益率）、PER（株価収益率）をそれぞれ抽出している。これによれば、日本企業の株式時価総額は第3四分位で1.4兆円であるのに対して、米国企業は第1四分位で2.5兆円、欧州企業は第1四分位で1.4兆円とスケールという観点でも格差がある。EBITDAを比較しても同様

の違いが生じている。また日本企業のPBRは第3四分位で2.2倍であるのに対して、米国企業は第1四分位で2.0倍、欧州企業は第2四分位で2.2倍と大きく差がついている。ROEでも日本企業のほうが相対的に低水準であることが確認できる、これらを見ると、日本では上場企業数は増えているものの、スケールや資本生産性、収益性という観点で、欧米企業に劣後している可能性があることを示唆している。

次に投資コミュニティに目を移していくことにしよう。企業と投資家をつなぐにあたって重要な役割を果たしているものの一つとして、アナリストの存在があげられる。アナリストは、企業のファンダメンタルズやその将来性を分析することで、どのような株式に投資し、どのような株式を売却するかについての情報を提供する役割を果たしている。各社をカバーするアナリストの数を示すアナリ

(図表 3) 次期EPS予想アナリスト数



ストカバレッジが多く存在する場合には、それだけグローバルリスクや環境・社会課題への対応やそれらがどのような事業機会やリスクをもたらすかを丁寧に分析が展開されることが予想され、株式市場の短期志向化などの影響も受けにくくなることが予想される。ここでは、米国、欧州、日本におけるアナリストカバレッジ数の分布について比較してみることにしよう。具体的には2024年12月時点で、米国、欧州（EU加盟国+英国+スイス）、日本を構成する企業について、次期のEPS（1株あたり当期純利益）の予想を行うアナリストの数を比較することにした。比較にあたっては、各国・地域で上場する企業に関して次期EPSのアナリスト予想件数を比較することにした。図表3にその結果を示している。こ

れによれば、米国では4名以上のアナリストカバレッジがある企業が全体の4割、欧州では2割存在するのに対して、日本では1割強と低水準にとどまっている。日本では、企業と投資家とを結び付ける役割を果たすアナリストが相対的に不足しており、グローバルリスクや環境・社会課題、株式市場の短期志向化などに十分に対応できる基盤が整備されていない可能性がある。

まとめると、日本は上場企業の数が増加傾向にあるものの、そのスケールや業績は欧米企業と比べて十分な水準にあるとは言い難い。またアナリストカバレッジでも全体の9割は3人以下のアナリストしか企業をフォローしていない。欧米では上場企業の数が増え続けるプロセスのなかで、スケールや業績

水準での優れた企業1社1社に対して、そのファンダメンタルを評価するアナリストの数が多く、グローバルリスクや環境・社会課題への対応などについても丁寧に分析できる基盤が整備されている。一方で、日本ではスケールや業績が必ずしも優れているわけではないにもかかわらず、各社を評価するアナリストの数が限定的であり、各社の価値創造ストーリーが十分に評価されるような基盤が整っていない可能性がある。

■ 3. ガバナンス改革と資本市場改革の連動

日本では2014年8月に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)が公表され、それ以降、コーポレートガバナンス改革が進展してきた。この背景には、企業と投資家との間の対話・エンゲージメントを促すことで、企業の資本生産性を高めるとともに、企業に環境・社会課題の解決を推進させ、持続的な企業価値創造を実現することに狙いがある。

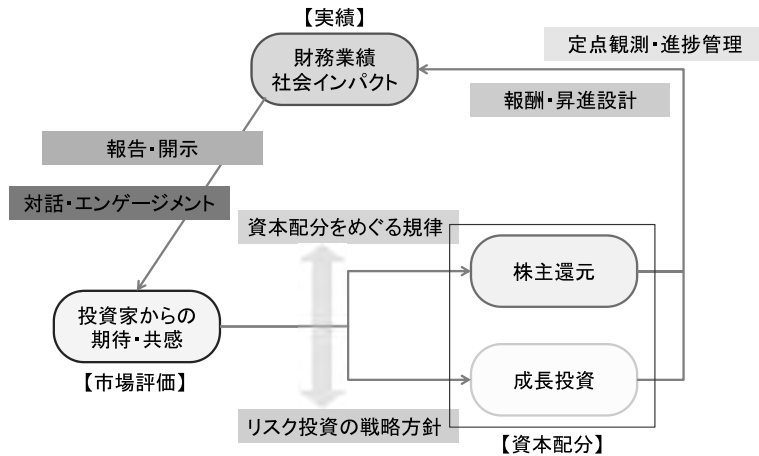
コーポレートガバナンス改革を契機として、日本企業ではROEやROICといった資本生産性を企業経営に組み込む動きは加速した。加賀谷(2023)によれば、日本企業はかつてと比べて資本収益性は上昇している、株主還元などもかつてと比べると積極的になっているなどの事実が明らかになっている一方で、取組みを進めることができている企業の

割合は他国と比べるとなお相対的に低水準であることが確認できる。また、株主還元に積極的ではない企業が多く、加えて成長投資を積極的に行っている企業の割合も相対的に低いことが確認できる。またその成長機会を十分に評価されていないがゆえに、予備的動機として投下資本を一定水準維持する必要があることも確認できる。結果として、十分に資本生産性を高めることができおらず、米国や欧州の資本市場ほど十分にグローバルリスク、環境・社会課題、株式市場の短期志向などに十分に対応できる基盤が整備できているとは言い難い。

一般的に、資本生産性の向上を持続的な企業価値創造に結び付けるためには、報告・開示や対話・エンゲージメント、資本配分をめぐる規律やリスク投資の戦略方針、定点観測・進捗管理や報酬・昇進システムなどの設計を通じて、図表4のような企業価値創造の好循環を生み出す必要がある。

ではなぜ日本では図表4のような好循環が描き出せていないのか。資本生産性の向上を期待に結び付けるためには、それらを持続させるための取組みが強化される必要がある。資本生産性の向上をもたらした適切な規律付けが一時的なものではない点、さらにそれに基づき、ベストオーナーの視点から自社が保有すべきではない事業については積極的に撤退するなど事業ポートフォリオの改革がダイナミックに進展していくことへの信頼感が確立されていく必要があるが、これらが必ずし

(図表4) 企業価値創造の好循環



も十分にできていない可能性がある。こうした信頼感を醸成していくためには、価値のスケールや財務業績などのさらなる改善を進めるとともに、各社の持続的な価値創造を丁寧に分析し、企業との対話・エンゲージメントを通じて、持続的な価値創造をめぐる仮説を磨き高めていく投資コミュニティの存在が不可欠となる。

こうした基盤を築き上げることなくして、グローバルマーケットがまさに直面しているグローバルリスクの増大や環境・社会課題の深刻化、株式市場の短期志向化などといった課題への対応が難しくなりつつある。日本では、現在、プライム、スタンダード、グロース市場などの区分の変更など資本市場改革が進展している。また2023年3月には、東京証券取引所より「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」なども公表されている。これらの背景には、ガバナンス改革と

資本市場改革を連動させることで、上述した課題への対応力を磨き高めていると考えることも可能である。

4. 持続可能な価値創造の基盤形成を促進する非財務情報開示

では、日本企業がグローバルリスクの増大、環境・社会課題の深刻化、株式市場の短期志向などがもたらすネガティブな影響を緩和させ、持続可能な価値創造を実現させるためには何が求められるだろうか。

稼ぐ力を高めつつ、グローバルリスクや環境・社会課題などへの対応を行っていくことは容易ではない。短期的には、グローバルリスクや環境・社会課題への対応にはコストがかかり、稼ぐ力に負の影響を与えかねないためである。そもそもグローバルリスクや環境・

社会課題への対応の多くは短期的な解決が容易ではないケースが多い。そうした中長期的な課題への対応は、直近で求められる稼ぐ力の向上に比べて、その対応が劣後しがちである。加えて企業の経済活動に伴い発生するグローバルリスクや環境・社会課題などは、取引当事者にとどまらず、その他のステークホルダーにもネガティブな影響を与えるといった「外部性」を持つことが知られている。企業サイドの説明責任範囲や説明責任の対象となるステークホルダーを広げなければ、これらの課題が増幅し、経済や社会の持続性に重大な影響を与えかねない。このため、近年、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）や欧州の企業サステナビリティ報告指令（CSRD）などの国際機関が気候変動、生物多様性、ビジネスと人権、人的資本などの開示を求め始め、グローバルベースラインとなるような他社と比較可能なサステナビリティ情報の開示を求め始めているのである。

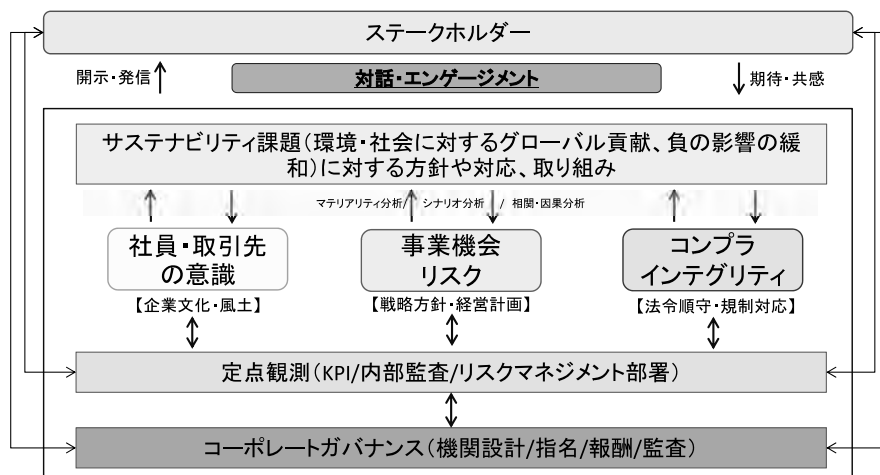
では、ISSBやCSRDなどベースラインとなる非財務情報の開示を行えば、サステナビリティ経営が進展するののかといえば、必ずしもそうではない点に留意する必要がある。Christensen et al. (2021) では、それまでに実施されたCSRなどに関連した先行研究を包括的にレビューしたうえで、環境・社会課題などの取組みが株式市場からの評価や資本コストなどに反映されていることを明らかにしている。その一方で、Berg et al. (2023) では、そうした研究で活用されるESG評価機関から

提示されているESGスコアなどが必ずしも同一の評価軸ではなく、ばらつきがあることを示している。またSerafeim (2023) では、ESGを投資対象とする投資家といっても、そのアプローチや重視すべき要素が一様ではなく、どのような投資家をターゲットとするかで、訴求すべき内容が異なってくることを示している。こうしてみると、非財務情報開示の基準設定機関などが求める情報を開示したからといって、必ずしも株式市場から評価を得られるとは限らない。グローバルベースラインとして開示が求められる非財務情報など比較可能な情報に基づき、自社のグローバルリスクや環境・社会課題に対する取組みを強化することにとどまらず、自社の価値創造ストーリーに基づき、環境・社会課題の解決に関連してどのような事業機会やリスクが重要であると認識し、それをいかに社員・取引先の意識や戦略方針・経営計画、法令順守・規制対応などに織り込んでいくのか、その進捗をいかに測定していくのかといった視点も極めて重要となる。

そもそも稼ぐ力と環境・社会課題の解決を短期的に両立することは容易ではない。環境・社会課題の解決には、取引当事者以外への影響などの「外部性」が発生することもあり、その負担をどのように行うのかといった点についての合意が得られにくいためである。加えて企業のステークホルダー間の利害の対立などを伴うケースも少なくない。また企業ごとに保有するリソースや強みが異なることか

(図表5) サステナビリティ経営のフレームワーク

サステナビリティ経営は、**稼ぐ力を高めるとともに、環境・社会課題の解決**を通じて、持続的な企業価値創造を実現することを目指す経営モデル。



ら、そのソリューションも多様である可能性が高い。このためESGに関する評価手法についてもグローバルな決定版といえるモデルが開発されていないのが現状である。さらに遠い先の課題であると考えていた問題が、環境や社会の変化によっては、突然に差し迫った課題へと転換することもありうる。こうした高度な解決が求められる事象に対応するうえで重要となるのは、①社員一人ひとりや取引先が自社にとって重要となる環境・社会課題に対する意識を高め、感度高く対応すること、②それがもたらす事業機会やリスクを丁寧に分析し、短期・中長期それぞれの時間軸で戦略方針や経営計画に織り込むこと、③世界での規制動向や経営・経済の最新の潮流などを感度よく収集し、法令順守や規制対応、リスクマネジメントに反映させることが重要とな

る。また①～③の取組みについて定点観測し、取締役会などで討議するとともに、それらが企業に対するステークホルダーからの期待や共感を得るにあたって十分であるのかなどについて、ステークホルダーとの対話・エンゲージメントを通じて確認をし続けていくことが重要である〈図表5〉。

近年、日本でも市場改革をめぐる取組みが進展している。プライム市場、グロース市場などの組替と共に、よりそれぞれの市場にあった企業経営のあり方を追求する動きが進展している。第2節で言及したとおり、日本の資本市場は他国と比べて、①上場企業数が多い、②個々の企業の価値スケールや財務業績が低水準である、③企業のアナリストカバーレッジ数が少ないなどの特徴を持つ。日本での資本市場改革は、上場企業が個々の競争力

を高めることで、グローバルリスクや環境・社会課題など新たに直面している課題にも対応できる体制を構築するための取組みとみることもできる。

しかしながら、こうした改革を成功に結び付けるためには、稼ぐ力のみではなく、グローバルリスクや環境・社会課題の解決に向けた取組みに、企業サイド、投資家サイドが一丸となって取り組む体制を構築することが不可欠となる。日本及び海外で進展している非財務情報開示の革新はこれらを後押しする動きとみることもできる。一連の改革を通じて、稼ぐ力を高めるとともに、グローバルリスクや環境・社会課題の解決を通じて、持続的な価値創造を進める日本企業が増大することを期待している。

[参考文献]

- ・ Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022) . Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26 (6) , 1315-1344.
- ・ Christensen, H.B., Hail, L. and Leuz, C., [2021] Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26 (3) , pp.1176-1248.
- ・ Gupta, J., Bai, X., Liverman, D. M., Rockström, J., Qin, D., Stewart-Koster, B., ... & Gentile, G. (2024) . A just world on a safe planet: a Lancet Planetary Health–Earth Commission report on Earth-system boundaries, translations, and transformations. *The Lancet Planetary Health*, 8 (10) , e813-e873.
- ・ Haldane, A G (2010) , “Patience and Finance”, speech given at the Oxford China Business Forum,

Beijing.

- ・ Serafeim, G. (2023) . ESG: From Process to Product. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, (23-069) .
- ・ 加賀谷哲之「低PBRを解消する知財・無形資産の開示・投資の革新」『月刊資本市場』 No.457、2023年9月号、2-11頁
- ・ 小川英治・羅鵬飛「グローバルリスクの構造変化-グローバル金融リスクと政策不確実性の構造変化の検証」小川英治編『ポストコロナの世界経済 グローバルリスクの構造変化』（東京経済大学出版社）、2023年、3-42頁

