

将来財務情報を活用した 資本市場の企業価値評価

清水大吾 ゴールドマン・サックス証券株
業務推進部長 SDGs/ESG 担当

◆ Summary ◆

COVID-19の影響を受け、社会全体がサステナビリティ重視の方向に大きく動き始めている。この新たな動きは、企業が多様なステークホルダーと対話し、そのサポートを受け、企業価値を創造していくうえでの大きな原動力となるだろう。本稿ではCOVID-19後の、持続可能な経営が重視される時代における企業価値評価体系について考察した。なお、ここで述べられている意見は執筆者個人の見解であり、ゴールドマン・サックスの見解を示したものではないことにご留意願いたい。

I 経済活動の前提となる 持続可能な社会の重要性

COVID-19感染拡大予防策としてのロックダウンや外出自粛を通じて、我々は「お金で買えない物がたくさんある」ことを痛感したのではないだろうか。「お金があれば何でも手に入る」社会に生きていると漠然と考えていた我々は、COVID-19の経験を経て、「持続可能で安定した社会があって初めて、お金や経済活動が意味を持つ」という事実を思い知らされたのである。

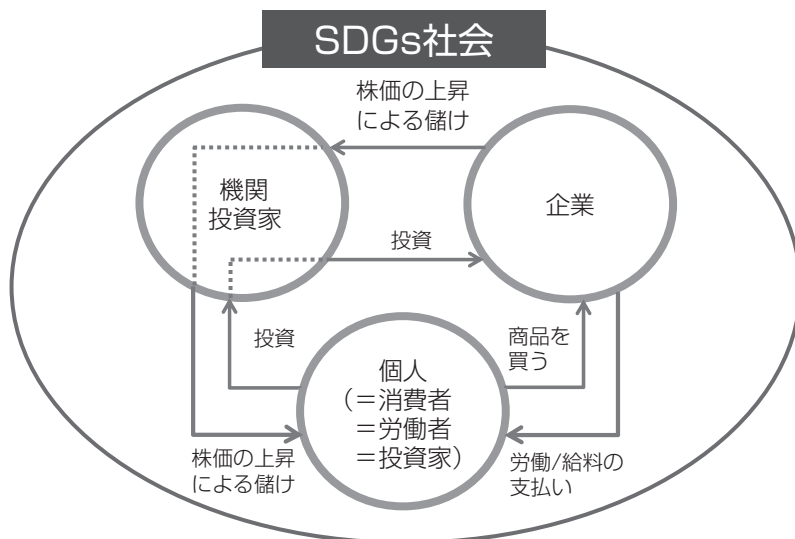
これはまさに、SDGsの考え方そのものといえよう。SDGsという概念の登場によって、経済活動の前提となる持続可能性を重要視する社会（これを“SDGs社会”と定義する）

へと変わりつつあるなかで、「企業はどうあるべきか？」という大命題を真正面から受け止め、自社なりの考え方を社会に対して打ち出していける企業でなければ、今後のSDGs社会では必要とされなくなるおそれがある。

II SDGs社会における企業と ステークホルダーの協働

図表1は、今後訪れるであろうSDGs社会におけるインベストメント・チェーンを表している。我々1人ひとりが消費者、労働者、そして投資家としてインベストメント・チェーンの中心にいるわけであるが、特に次世代を担う将来世代の持続可能性に対する関心は非常に強く、インベストメント・チェーンのあり方そのものを大きく変えていくであろう。筆者は、過去数年にわたり中高大学生向けの啓発セミナーを定期的に開催しているが、参加した学生からは、「地球や社会のためにも、消費者である私が行動を変えていかなければならないのだと改めて実感しました」、「自らの利益のためだけでなく、社会全体の幸福のために行動（勉強）をすべきだと考えました」といった声が寄せられており、いかに将来世代が持続可能性について真剣に考えているか

〔図表1〕 SDGs 社会のインベストメント・チェーン



がうかがえる。

このような将来世代は、エシカル消費という考え方で商品を選別し、理念に共感できる企業へのみ労働力を提供するようになると考えられるが、そこで選ばれる企業になるためにはまず、SDGs社会における自社の存在意義や企業理念を自分達の言葉で語り、社会に対してその是非を問う必要があるだろう。戦後の右肩上がりの経済復興時においては、他社と似通った企業理念であったとしても問題なかったかもしれないが、将来世代による選別が厳しくなるSDGs社会においては、他社との差別化ができる独自の考え方が重要になると考えられる。

ステークホルダーからの信頼やサポートについての情報は、BS/PLには表れない非財務情報であるが、資本市場において投資家が企業価値を算定するにあたっては、考慮されるべき重要な要素であろう。特に長期目線で企業価値評価を行っている投資家であればなおさらだ。次章では、企業ごとにどのような

種類の非財務情報が注目されるべきなのか、そしてその情報をどのように扱うべきなのかを考察してみたい。

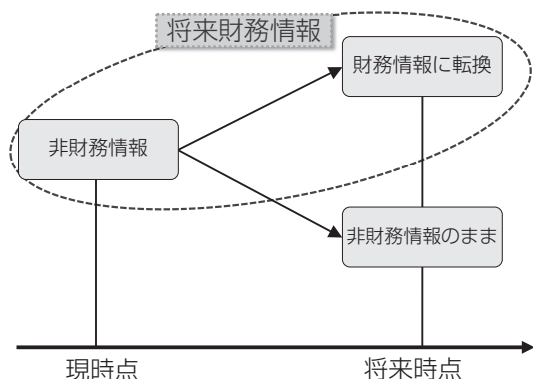
Ⅲ 非財務情報の選別と時間軸の重要性

まず、投資家が企業価値を算定する際に、無数の非財務情報の中からどのような情報を

選別すべきであるかを考えてみたい。ある非財務情報が、どれだけ時間が経過した後も非財務情報のままであるのなら、それは投資家にとって考慮する価値の低い情報といえるだろう。一方で、将来のある時点では財務情報に転換しうる非財務情報なのであれば、企業価値評価において考慮すべき重要な情報（“将来財務情報”）ということになる。この関係を図表2にて図示してあるが、投資家はまず、企業の特性や社会の動向を踏まえて当該企業における将来財務情報が何なのかを特定（“マテリアリティの特定”）する必要があるだろう。将来財務情報にはビジネスの拡大によるキャッシュフローの増大という側面と、既存ビジネスにおけるリスク回避によるキャッシュフローの安定化という側面の2つが考えられる。

さらに考慮すべきなのが、将来財務情報が財務情報に転換していく時間軸が将来財務情報の種類によって異なるということである。無数に存在する将来財務情報を大別すると、

〔図表2〕 将来財務情報



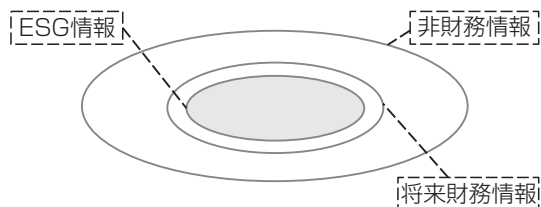
環境負荷 (Environment), 地域社会や従業員等の、企業が利害関係を持つ人々との関わり合い (Social), 企業の判断における合理性を担保するシステム (Governance) に分類できると考えられる (“ESG 情報”)。非財務情報と将来財務情報, ESG 情報の関係を図示すると図表3のようになると考えられる。ここで以下のように E, S, G それぞれに関して時間軸の観点から考察を加えてみる。

Environment : 地球環境の変動スパンの長さから、長期～超長期と考えられる
 Social : 中期～長期と考えられる
 Governance : 企業の判断における合理性を担保するシステムという観点では、中期～長期と考えられる (Governance がバランスシートの非効率という意味合いで語られる場合は、短期と考えられる)

Profile

しみず・だいご◇2001年京都大学大学院を卒業し、日興ソロモン・スミスパーニー証券会社に入社。2007年にゴールドマン・サックス証券(株)に入社、金融商品開発部に所属。2016年株式営業本部に異動し、業務推進部を新設。業務推進部長として SDGs・ESG を担当し、数百社の事業会社や投資家との対話を重ねる事で資本市場の活性化に注力。

〔図表3〕 非財務情報と将来財務情報, ESG 情報



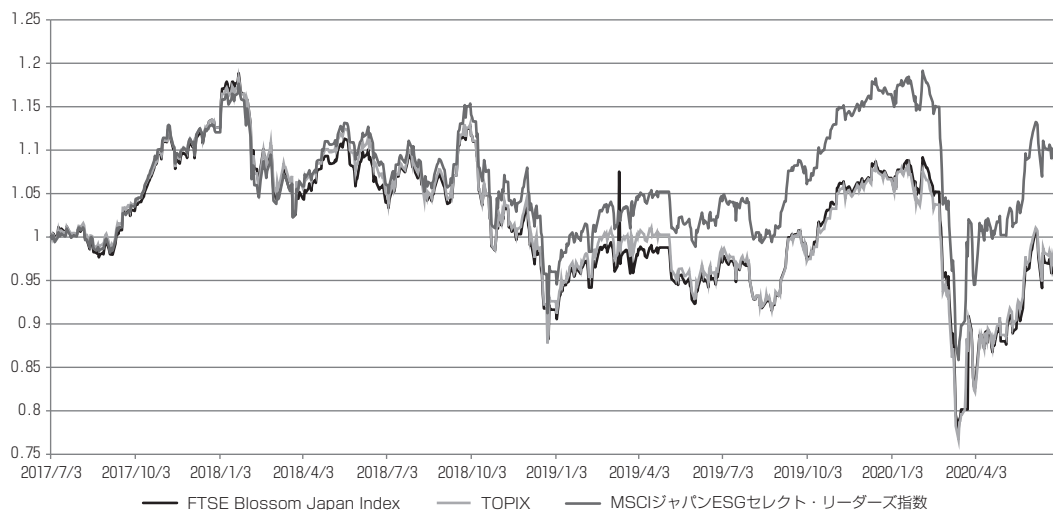
将来財務情報の選別だけではなく、将来財務情報が財務情報に転換するまでの時間軸の長短も考慮した企業開示が行われ、そのうえで企業と投資家の対話を活性化させることが求められよう。

IV 企業の ESG への取組みを考慮した資本市場での評価体系

では、企業の ESG への取組みはどのように資本市場で評価され、株価に織り込まれていくのだろうか。これには2通りの経路があると考えられる。

最初の経路はパッシブ運用を通じた買い需要である。GPIF による ESG 関連指数への投資もあり、ESG 関連指数に連動する運用資産が増加傾向にある。ESG 評価会社による高評価によって指数に組み入れられることで、パッシブ運用からの買い需要が期待されるという経路だ。図表4を見ると、特にMSCIのESG関連指数において、TOPIXを上回る傾向が見て取れる。しかしながら、この現象はあまりファンダメンタルを重視しない資金流入である可能性があるため、その持

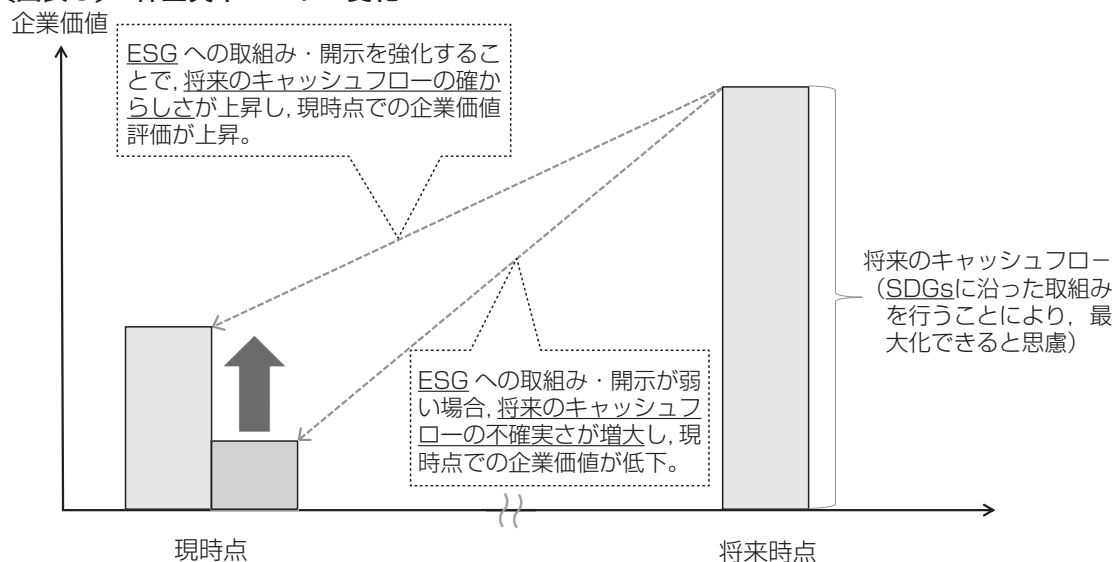
〔図表4〕 GPIF の ESG 指数のパフォーマンスと TOPIX の比較



➤ GPIFが採用したESG指数のパフォーマンスをTOPIXと比較(GPIFによるESG指数への投資が公表された2017年7月3日をベースに標準化)

(出所) GPIF ウェブサイト「2019年度業務概況書」(https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp.pdf),
ロイター (2020年7月2日時点)

〔図表5〕 株主資本コストの変化



続可能性には疑義があるのではないだろうか。

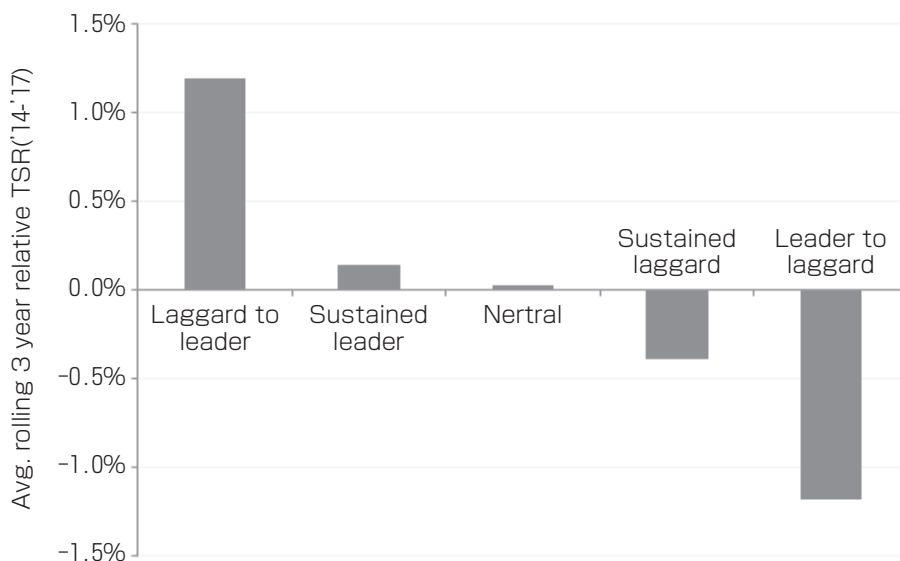
より本質的な経路は、企業価値評価で重要となる株主資本コストがESGへの取組みによって変わってくることであろう。これを図示すると図表5のようになる。まず、企業価

(1215)

値の源泉である将来のキャッシュフローは、自社商品の競争力や、SDGsに沿った取組みを強化することによって最大化できるであろう。その将来のキャッシュフローを現在価値に割り引いて企業価値を評価するわけである

【図表6】 株価への影響

モメンタムの改善はパフォーマンスに寄与、その逆もまた然り。
E&Sスコアの変化と、平均TSRの関係（2014-2017, MSCI ACWI）



図表6は、MSCI ACWI 構成銘柄の中で一定水準以上の開示が有る企業を母集団とし、2014年から2017年までを起点とする3年間において、E&Sスコアとモメンタムスコアの変化度合いによって5グループに分類した際の、それぞれのグループの企業群の株価のMSCI ACWIに対する相対パフォーマンスをグラフ化したものである。

Laggard to leader：期間の始めのE&Sスコアが第4四分位であったが、期間の終わりに第2四分位以上まで順位を上げ、モメンタムスコアが第1四分位であった企業群

Sustained leader：E&Sスコアが期間中常に第1四分位であり、モメンタムスコアも第1四分位であった企業群

Neutral：期間中常にE&Sスコアが第2-3四分位であった企業群

Sustained laggard：期間中常にE&Sスコアが第4四分位であった企業群

Leader to laggard：期間の始めのE&Sスコアが第1四分位であったが、期間の終わりに第3四分位以下まで順位を下げ、モメンタムスコアが第4四分位だった企業群

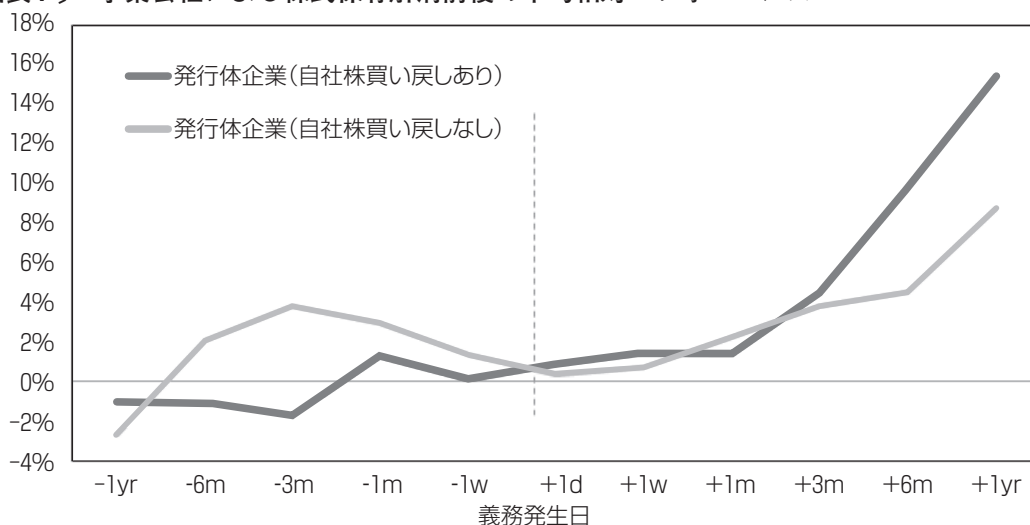
(出所) Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

(ゴールドマン・サックス証券株) (2018) 投資調査部門レポート “Momentum & Materiality — Building blocks for ESG integration (2018年12月10日発行) (<https://marquee.gs.com/content/research/en/reports/2018/12/11/a4dfb177-03f2-4f3c-abf5-620082a5c169.html>)

が、もし当該企業のコーポレートガバナンスが脆弱で環境問題に適切に取り組んでおらず、従業員や地域社会からのサポートも得られていないという状況であったならば、将来のキャッシュフローの達成可能性が低いといわざるを得ず、将来のキャッシュフローを大幅に割り引いて企業価値を見積ることになるだろう。

一方で、このような状態にあった企業が本質的なESGへの取り組みを開始したならば、将来のキャッシュフローの達成可能性が上昇したと判断でき、資本市場での評価が改善すると考えられる。これは、ESG評価の絶対値ではなく、改善/悪化モメンタムが株価に影響を与えうるということを示唆している。図表6にその実証データを掲載してあるが、

〔図表7〕 事業会社による株式保有解消前後の平均相対パフォーマンス



変更報告書による開示（2015年6月以降）をもとに、事業会社による上場株式保有の解消事例を分析。相対パフォーマンスは、変更報告書の提出義務発生日の1日前終値を基準に対TOPIXで算出。

（出所）各社開示資料，ブルームバーグ，Quick Astra Manager

（ゴールドマン・サックス証券株（2018）投資調査部門レポート「持合い解消イベント・スタディ：ガバナンスの向上を市場は評価」（2018年9月13日発行）（<https://marquee.gs.com/content/research/ja/reports/2018/09/13/d5d06225-47d9-4eeb-9dbb-b1e7e9c89fd1.html>））

EとSの評価が改善している企業の株価は α を生んでいることが見て取れる。

V 将来財務情報に関する具体的な事例を考察

将来財務情報と株価の相関に関する分析を行うにあたっては、数多くの企業による充実した開示とデータの蓄積が必要となるため、現時点ではまだ道半ばといわざるを得ない。特に環境関連に関しては、地球環境に対する影響を分析するためには長い時間を要するであろうから、政府やNPOを巻き込んだ息の長い取り組みが必要になろう。

また今回のCOVID-19下では、業務の継続力、効率性が企業の競争力を大きく左右するという認識が広まったため、今後はBCPへ

の取組み状況、業務の効率性、従業員のロイヤリティ、ダイバーシティ等に対する注目度が高まると考えられる。

これらの分野においてはグローバルと日本において考え方に大差はないと思われるが、ガバナンスの分野に関しては日本特有の事情を考慮する必要があるだろう。たとえば日本の取締役会は、従業員と一体となって業務に邁進することで経済成長を成し遂げてきたため、欧米諸国で一般的となっているモニタリング型取締役会とは設計思想が異なる。日本でもコーポレートガバナンス改革の進展に伴いモニタリング型取締役会へ移行しつつあるが、そもそもの出発点の違いを理解したうえで日本企業の取締役会を分析しなければ実態を見失うおそれがある。取締役会が本当に他のステークホルダーと同等に株主を重

視しており、時々刻々と変化する社会情勢や企業の成長ステージに応じて数多くのステークホルダーの利害関係を調整する機能を備えているかどうかは、社外取締役の数だけでなく、取締役会のスキル・マトリックスやダイバーシティ、役員報酬の制度設計等を総合的に判断する必要がある。

さらに筆者が注目するのは、政策保有株主の存在である。何かしらの商取引と紐付いている可能性がある政策保有株の存在により、中長期的な株価の上昇を望む少数株主の声が届かなくなり、企業の説明責任が曖昧になってしまうおそれがある。一方、政策保有株主が売却したケースは、売却された側の企業の株主に対する説明責任が強化されるという将来財務情報と考えられ、株価と正の相関があると予想される。そもそも政策保有株の定義が曖昧なために厳密な分析を行う事はできないのだが、図表7では事業会社の株主が売却したケースにおいて、売られた側の企業の株価パフォーマンスが市場を上回る傾向にあることが見て取れる。

VI 本質的な取組みに向けた日本の資本市場の課題

ここまで、SDGs 社会における企業とステ

ークホルダーの協働と、資本市場における企業価値評価体系を論じてきたが、日本の資本市場における取組みはまだ緒についたばかりといわざるを得ない。筆者が数多くの事業会社と投資家との対話を経て感じるのは、根深い相互不信の存在である。短期化してしまった資本市場の揺り戻しにより長期的な視点が大事だとはよくいわれるようになってきたが、長期的という言葉が曲解されているように感じることがある。長期的という言葉は決して短期をおろそかにしてよいという訳ではなく、長期的な目標に向けて正しい方向に進んでいるかについて、日々ステークホルダーに対して説明責任を負い、その結果としてステークホルダーからサポートし続けてもらう必要があると筆者は考える。

日本の資本市場を活性化し、日本という国を持続可能な形で次世代に引き継ぐためには、資本市場に携わる者すべてが襟を正してSDGs 社会における自社の存在意義を見つめ直し、長期的で持続可能な企業価値の創造に邁進すべきであろう。