

2019年5月16日

非財務情報とは〈未来財務情報〉である

企業分析における新たな視角

コンサルティング第二部
コンサルタント 青葉 亮

定性情報である非財務情報は、定量化可能である——このことを、数々の研究が示している。近年注目が集まるSDGsないしはESGといった概念によって示されている定性情報は、やがて財務情報へと変質されるべき〈未来財務情報〉である。こうした情報は、いかにして事業計画に織り込むことが可能なのか。本稿はこの点を、事例を交えて概説する。

〈未来財務情報〉は、やがて財務情報へと転換してゆく、未実現の財務情報、まだここに存在していない経済的価値である。これを投資判断において活用することには慎重さを要する。だからこそ、当該情報は時宜を得て投資家ないしはバリュエーターへ、適切に伝達されることが必要である。本稿の最後ではこの点について、〈未来財務情報〉が資本市場で適切に伝達されるための諸条件を考察する。

1. 〈未来財務情報〉とは何か

一般に、投資家やアナリストが企業を分析する際の視角は2つある。定量情報と定性情報である。前者は財務情報のことであり、主として有価証券報告書や決算短信、株価等から構成される。後者は、前者に包摂されない種類の情報であり、主だった項目としては、経営トップの資質、従業員の処遇や労務関連情報のほか、当該企業の社会的な責任とそれへの応答——いわゆるCSR——が含まれる。

企業の社会的責任に係るコンセプトは、以前別稿¹で論じたように数多く存在するが、なかんずく2015年に国連で採択されたSDGs（持続可能な開発目標群）に対して、近年注目が集まっている²。国内では、政府が2016年にSDGs推進本部を設置し、2017年には日本経済団体連合会が行動憲章の筆頭にSDGsを盛り込んだ³。こうした動きに即応するように2018年にも数多くの企業がSDGsを標榜しており、今後もしばらくは、SDGsを経営に実装する「ロ

¹ 青葉亮 [2019]

² 国内で流通している訳語は「持続可能な開発目標」だが、筆者は原語の意義に照らして「持続可能な開発目標群 (s)」と訳す。なお、SDGsに関しては次の論考も参照されたい。太田珠美 [2019]

³ 日本経済団体連合会 [2017]

ールモデル」の出現が待望されることだろう。

こうした時勢に相まって、企業の定性情報に対する注目が再燃しつつある。昨年コーポレートガバナンス・コードが改訂されたこともあり、かかる外部環境の変化もまた、企業を取り巻く状況を一変させた。

定量情報／定性情報という区別には、いまやどれほどの意味があるだろうか。企業分析は定量分析が基本であり、定性情報などありがた迷惑な「ご参考情報」にすぎない、とする見方もあるが、そのような捉え方は果たして適当だろうか。近年の複数の研究が示唆するように、定性情報はその多くが、定量化可能であり、企業分析において有意義な指標として注目されている⁴。

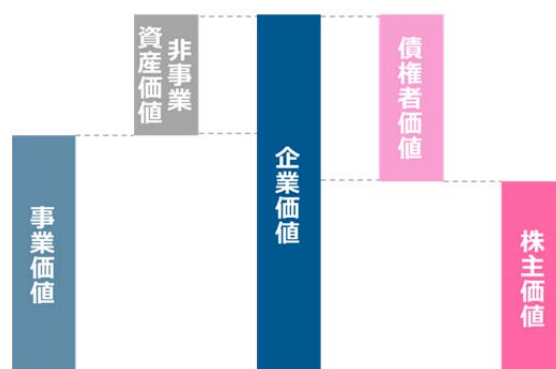
そこで本稿では、かかる定性情報——非財務情報——のことを、やがて定量情報に変質する事項群であるという意味で、〈未来財務情報〉と呼ぶこととする⁵。〈未来財務情報〉を、どのように定量化することが可能なのか、また、そうすることにより得られる効用にはどういったものがあるのかについて分析する。

2. 企業の〈価値〉とは何か——DCF 法から捉える

本章では、続く理路のために、企業の価値を分析する際のフレームワークについて、少しばかり教科書的な復習をしておきたい。

一般に、ファイナンスの分野において「企業価値」とされるものは、当該企業の事業価値に事業へ供さない資産（非事業用資産）を加算したもの、もしくは株式時価総額（株主価値）に有利子負債総額（債権者価値）を加算したものとして描出できる（図表1）。だからこそ、「企業価値（Value）は全ステークホルダーにとって意味がある」と言われている⁶。

（図表1）企業価値・事業価値・株主価値



出所：大和総研作成

⁴ 例えば、代表的な研究として次を参照。Ogawa, K., & Iiboshi, H. [2008] 及びEl Ghouli et al [2011]

⁵ この概念は、次の研究会成果を参考に行っている。産業技術環境局環境政策課環境経済室 [2017]

⁶ McKinsey & Company Inc. et al [2010]

かかる企業価値を算出するために行われるのが、バリュエーション (*Valuation*) である。バリュエーションの手法には複数のアプローチや考え方が存在するが、ここでは〈未来財務情報〉を主題とする本稿の目的に適った手法である、DCF 法 (ディスカунテッドキャッシュフロー法) について紹介する⁷。

DCF 法は、直訳すれば、割引キャッシュフロー法である。評価対象会社の価値の源泉を、事業及び非事業資産から生み出されるフリーキャッシュフロー (*FCF*) から計測する⁸。このとき、将来における経済的な価値を現在時点において算出している点に鑑み、当該将来稼得キャッシュフローを現在の価値 (*present value*) に割り引く、という操作を要する。このときに使用する変数が割引率 (ないしは割引係数) であり、当該変数は同法における最重要概念である⁹。

フリーキャッシュフローは、一般に、営業利益をベースとしてこれにキャッシュアウトを要しない項目を足し戻し、かつ、将来時点においてキャッシュアウトが予想される設備投資等の額を控除することで求められる。

そして、このように求めたフリーキャッシュフローを、将来の各計画期間において対応する割引係数で割り引く (*discounted*) ことで、それを現在価値へ補正する。さらに、計画最終期においては、最終的に事業が収斂してゆく価値——永続価値 (*terminal value*) ——を求めることで、ゴーイング・コンサーン (*going concern*) としての当該企業体が永続的に産出するキャッシュフローの水準を推定する。これら算出値を合計することで、事業価値が算出される。

ここに、事業の用途に供さない非事業資産の時価を足しあげれば、企業価値が算出される。また、株主価値を求める際には、当該企業価値から、債権者に帰属するキャッシュフローを控除すれば、株主に帰属するキャッシュフローが計測される¹⁰。

DCF 法は、数多くの M&A において一般的に使用される手法であるが、ここに概観してきたとおり、その算定対象はおおむね「定量化されたもの」に限定されている¹¹。先に、〈未来財務情報〉とは、経営の将来においてやがて定量情報へと転換される定性情報だと述べた。

⁷ バリュエーションの一般的な理解については次論文を参照されたい。間所健司 [2012]

⁸ 財務分析におけるキャッシュフロー概念とは性質が異なるため、注意が必要である。

⁹ 百分率で表示される割引率を逆数にしたものが割引係数である。

¹⁰ 債権者に帰属するキャッシュフローについても、本来であれば有利子負債を現在の価値に置換することが望ましいが、実務上は、簿価の時価とみなして算出することが多い。

¹¹ ここでは詳述できないが、「おおむね」と記したのは、定量化が困難とされる無形資産の価値を価値評価に織り込む手法が存在するからである。

これを定量化することは、DCF 法の世界に新たな定量指標を持ち込むことを意味する。では、この操作は、どのようにして可能なのだろうか。続いて説明しよう。

3. 〈未来財務情報〉は価値を向上させ、コストを低下させる

1章で定義した通り、〈未来財務情報〉とは、現時点においては定性的な情報であるが、経営の進捗に伴いやがて定量情報へと変質するものである。したがって、企業分析を行う際には、当該企業の「現在の姿」のみならず、将来像を理解しておく必要がある。これは、当該企業が開示するシナリオや成長ストーリー等によって示唆されている。

では、どうして〈未来財務情報〉に着目する必要があるのだろうか。その理由は、〈未来財務情報〉が、価値の向上及びコストの低下を通じて、総体としての企業価値の上昇に資するからである。

まず、コストの低下に関しては、割引率 (*discount rate*) の調整という方法が考えられる。当該変数は、企業価値評価においてはトップラインの改善以上のインパクトがあるため、慎重に設定する必要がある。

CAPM 仮説において、評価対象会社のマーケットに対するエクスポージャーは、ひとえにベータ値 (β) を通じてのみ、把握される (図表 2)。その他変数は、理論値や国債利回り数値であるために、評価対象会社の性質とは独立に決定される。すなわち、ベータ値こそが、株主資本コスト算出において評価対象会社の固有値であるととらえることができる。

(図表 2) CAPM 仮説による株主資本コストの計算式

$$ER = Rf + [\beta(Rm - Rf)]$$

ER = Expected return on a security

Rf = Risk-free rate

Rm = Expected return of the market

出所：大和総研作成

かかるベータ値を、当該対象企業における〈未来財務情報〉を考慮することで調整することができれば、当該情報を数理モデルに組み込んだことを意味しよう。なお、WACC モデルを前提とするならば、他人資本コスト (負債コスト) の算定において、〈未来財務情報〉の活用により信用コストを低下させるような調整を行えば、同様の効果を得ることができよう。

また、価値の向上については、〈未来財務情報〉に記載された経営目標の実行がもたらす種々の収益機会の獲得をはじめ、取引上の諸コストの低下によって達成することができよう。すなわち、キャッシュインフローを前提とする DCF モデルにおいて、トップラインの上昇ないしコストの低減は、最終的にキャッシュフローの増加に寄与する。したがって、例えば〈未来財務情報〉において、SDGs 等の社会的目標に適合する新規事業の収益見込み等が試算されていれば、当該計画をバリュエーションに織り込むことが可能である¹²。

4. 〈未来財務情報〉の定量化事例——割引率の調整、レベニューの向上

前章で述べた2つの視点について、事例を紹介しよう。まず、コストの低下については Sycomore Asset Management 社による試みが参考になる。上述した DCF 法における重要変数であるベータ値を調整することで、〈未来財務情報〉を定量化する試みである（図表3）¹³。

例えば、ひよこ豆やスイートコーン等の製品で知られる仏 BONDUELLE（ボンデュエール）社については、環境負荷の軽減に資する農業技術の活用や投資家との対話への取組み等を評価し、当該システムによって A 評価としている。そのため、ベータ値を 10%減算する調整を行い、当初ベータ値 1.25 から 1.13 へ下方修正した。

同様に、仏 Unilever（ユニリーバ）社については 2020 年に向けた高い目標を掲げて行動していることから、A 評価としており、当初ベータ値 0.7 から 0.63 まで下方修正している。片や、供給者との関係構築や投資家との対話に取り組んでいる英 Tesco（テスコ）社については、ビジネスの展開に係る会計上のリスクがあることから B 評価としており、ベータ値の調整値をゼロとしている。なお、ここでは詳述しないが、社会的な責任を果たすことを通じた信用コストの低下等によっても、コストを引き下げ最終的な価値の向上に資することがあるだろう。

（図表3）〈未来財務情報〉によるベータ値の調整

SPICE rating	Beta adjustment
A+	-20%
A	-10%
B	0%
C	+10%
C-	+20%

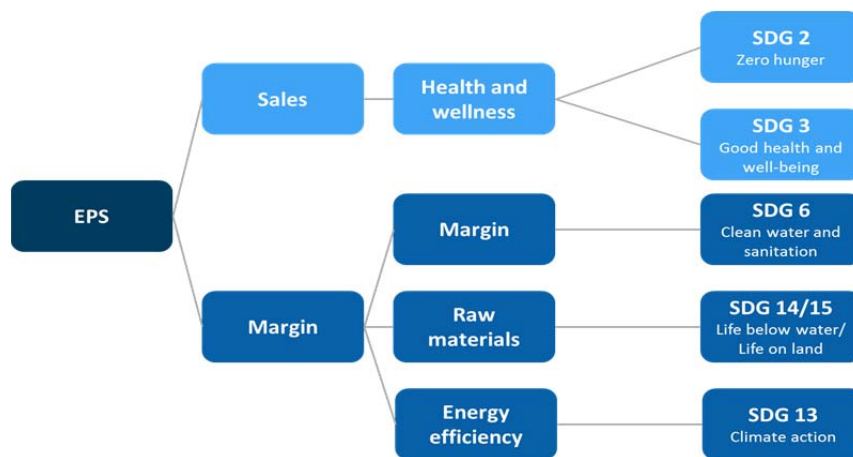
出所：Sycomore Asset Management (PRI [2016])

¹² むろん、通常のバリュエーション同様、当該事業の成否については、別途、ビジネス DD 等によるフィージビリティテストを行う必要があるだろう。

¹³ 下記の記述は PRI [2016] を参照。なお、図表中の SPICE rating とは、Sycomore Asset Management によるもので、企業を取り巻く 5 つのステークホルダー（suppliers/society/states, people, investors, clients and the environment）に対して、価値を創造しているかを計る指標である。

また、価値の向上については、〈未来財務情報〉が対象企業の事業計画におけるトップラインを引き上げ、キャッシュインフローが上昇することで達成される。例えば、Alliance Trust Investments による研究では、健康食品会社 Kerry Group（ケリーグループ）社の主要事業を SDGs における目標群と対応させて整理している（図表4）。これに基づく収益予測では、より健康的な食事へのシフトという定性的なトレンドの影響等による更なる成長が見込まれている¹⁴。

（図表4）事業と SDGs 目標群の対応関係（Kerry Group）



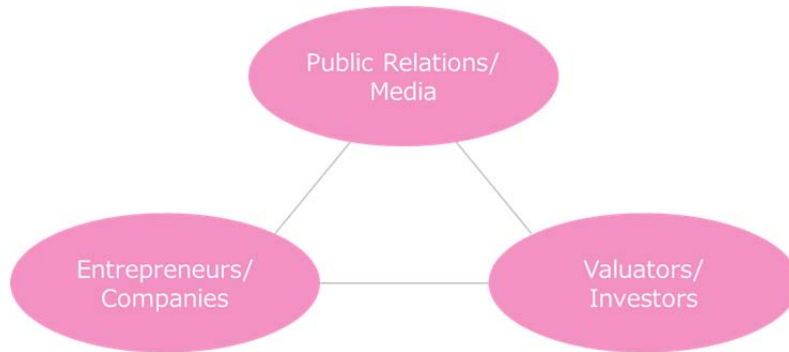
出所：Alliance Trust Investments (PRI [2016])

5. 〈未来財務情報〉の有効化を支える三幅対 ——企業家・バリュエーター（投資家）・PR（メディア）

本稿の最後に、以上に述べてきたとおりの〈未来財務情報〉をより有効なものにする諸条件として次の3点を指摘したい。それは、①健全な企業家／起業家、②健全なバリュエーター／投資家、そして③健全なパブリックリレーションズ／メディアである（図表5）。これらは緊密にかかわりあっており、いずれもが無くてはならない要素である。3要素の健全な関係性は、適切な情報の流通と活用を実現するだろう。

¹⁴ PRI [2016]

(図表5) 企業家・バリュエーター・PRの三幅対



出所：大和総研作成

何よりもまずは、〈未来財務情報〉の有効性を理解し、実践する企業家（起業家）が必要である。例えば、GCNJ（グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン）と IGES（地球環境戦略研究機関）による SDGs への取組みに関する調査では、回答企業のうち7割以上が何らかの取組計画を設計しており、なかには2030年までの長期プランを描いている企業もある¹⁵。

事業計画の短期化トレンドのなかで、長期的展望を維持することはたやすいことではあるまい。とりわけ創業間もない企業においては、絶えざるプレッシャーの中で投資家の様々な意見を聞くことだろう。この過程では、他の成長フェーズにある企業以上に、〈未来財務情報〉に関するストーリーテリングが求められる。しかしながら、そこで敢えて長期的な目標を宣言することは、市場に対する明確なメッセージともなる。

また、SDGs 等にコミットする企業を評価する投資銀行ないしはバリュエーターらにおける理解も欠かせない。これは同時に、投資家サイドにおける理解を促すことにつながる。

今やバリュエーター——そしてその委託元たる投資家——には、PRI（責任投資原則）が示すように、対象企業をどれだけ長期的な時間軸で評価（*Valuation*）することができるかが問われている。〈未来財務情報〉を読み解き、場合によっては評価対象会社への綿密な取材も重ねながら、これを数字に落とし込んでいく努力が求められるのである。

こうした機運が高まったのも、ラリー・フィンクが述べるがごとく、金融危機以降世界中の投資家が短期主義（*termism*）の弊害を痛感しているからである。このような時代の流れや社会的要請に誠実に向き合い、評価対象会社の姿を適切にとらえることのできるバリュエーターの存在が待望されているといえよう。

¹⁵ GCNJ, IGES [2017]

そして、最後に是非とも指摘しておきたいのは、健全なるパブリックリレーションズ (PR) の存在である。〈未来財務情報〉は、あくまでも情報である以上、それがいかなる文脈で、どのような時期に伝達されるかも重要である。なお、国内では訳語の関係上よくある誤解だが、パブリックリレーションズは「本来は「広報」でも「プロモーション」でも「広告」でもない」¹⁶。むしろ、これら下位概念を包括する上位概念である。それは、原語が示すとおり、公的かつ円滑な関係構築のためのコミュニケーションを目指すものである¹⁷。

今このタイミングで情報を発信することによる影響は何か、その先に社会へポジティブな影響を与えるシナリオが存在するのか、といった観点から、時宜を経た情報開示を促進するのである。ファイナンス的な観点から捉えれば、こうした戦略は、むやみに企業価値を毀損することを回避し、当該企業の社会的な評価を「本源的価値」に漸近させる。

耳目を引くというだけの理由で、「見出しの躍る記事」を公開するのではなく、その情報を発表するタイミングとそれに伴う対外的な影響等を総合的に勘案したうえで、戦略的に情報発信していくことが肝要である。そのためには、パブリックリレーションズエージェントのみならず、当該概念をふまえた善良なメディアの存在も必須である。むしろ、評価対象会社における IR 担当の理解も欠かせない¹⁸。

換言すれば、記事の PV (*page view*) を過度に重要視するのではなく、長期的な視点に立ち、「今この情報を放つこと」が最終的に企業価値を高めるか——あるいは最終的に社会・経済的な価値を生み出すことにつながるか——を、戦略的に考えられるインテリジェンスが必要であろう¹⁹。ここにおいても、PV という定量性にのみ注目するのではなく、社会的なインパクトといった定性面に着目している点に注意されたい。

以上本稿では、企業価値を算出する際に、〈未来財務情報〉がいかにして定量化可能かを、また、〈未来財務情報〉が資本市場において適切に流通するための諸前提について述べてきた。ESG や SDGs といったトピックが、今後ますます注目されていくなかで、〈未来財務情報〉の重要性は確実に増していく。本稿が、こうしたトピックに関する施策立案を少しでも前進させられれば幸いである。

—以上—

¹⁶ 尾上玲円奈 [2014]

¹⁷ パブリックリレーションズの理論的な背景については、次を参照。井之上喬 [2015]。

¹⁸ なお、IR (*Investor Relations*) もまた、パブリックリレーションズの下位概念である。

¹⁹ 東洋経済デジタル編集長、NewsPicks 編集長を歴任した佐々木紀彦氏は、昨今のウェブメディアにおける PV 至上主義を批判し、この潮流はやがて終焉する、と予告する (渡辺裕子 [2015])。

参考文献

- 青葉亮 [2019] 「SDGs なき世界のために企業が果たせる役割——〈合理的愚者〉か、さもなくば協調的発展か」、大和総研レポート、https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision/20190206_020616.html
- 井之上喬 [2015] 『パブリックリレーションズ 第2版——戦略広報を実現するリレーションシップマネジメント』日本評論社
- 太田珠美 [2019] 「企業が SDGs に取り組む意義（上）わかります？——企業の CSR と SDGs の違い」、エキサイト、https://www.excite.co.jp/news/article/Jcast_kaisha_347111/
- 尾上玲円奈 [2014] 「専門領域と得意なリレーションズ活動をもつ PR パーソンは強い」、value press、https://www.value-press.com/top_interview/inoue-pr
- 産業技術環境局環境政策課環境経済室 [2017] 「グリーンファイナンスと企業の情報開示の在り方に関する「TCFD 研究会」（第1回）議事要旨」
- 日本経済団体連合会 [2017] 「「企業行動憲章」の改定について」、<https://www.keidanrensds.com/home-jp>
- 間所健司 [2012] 「M&Aにおける買収価格の考え方——ひとつの方法に固執せず、多面的な評価が必要」大和総研レポート、<https://www.dir.co.jp/report/consulting/ma/12051601.html>
- 渡辺裕子 [2015] 「「PV？見ません」——NewsPicks 佐々木編集長が語るスマホ時代に勝つメディア6つの法則」、<https://globis.jp/article/1358>
- El Ghouli et al [2011] “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?” *Journal of Banking and Finance*, 35 (9): 2388-2406.
- GCNJ, IGES [2017] 「動き出した SDGs とビジネス——日本企業の取組み現場から」、https://pub.iges.or.jp/pub/SDGs_Business_in_Practice
- McKinsey & Company Inc. et al [2010] *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition, Wiley, Hoboken
- Ogawa, K., & Iiboshi, H. [2008] “Does the agency cost model explain business fluctuations in Japan? : A Bayesian approach to estimate agency cost for firms classified by size.” *Journal of the Japan Statistical Society*, 38(3), 349-378.
- PRI [2016] “A practical guide to ESG integration for equity investing,” <https://www.unpri.org/download?ac=10>