視点・論点

2023 年 5 月

# リアル・エフェクトと投資効率の改善

長谷部 賢

日本サステナブル投資フォーラムの「サステナブル投資残高アンケート調査」では、22 年度末投資残高（日本株）は、119 兆 8873 億円と前年度比で 10%減少した。前回調査に参加した 7 機関が回答を見合わせたことが原因の 1 つであり、その理由は社内での「定義見直し」だという。また、米国のサステナブル責任投資フォーラム（US・SIF）の調査結果においても、その投資残高は 22 年時点で 8 兆 4000 億ドルと、前回調査の半分以下の水準となり、その理由は「集計方法の見直し」にあるという。さらに、世界持続可能投資連合（GSIR）による「投資白書 2020」では、全体の投資資産は増加したものの、EU は前回に比べ減少しており、これは EU の法律でサステナブル投資の定義を大幅に変更したことが原因であると言われている。おそらく次回調査では、US・SIF による調査機関と機関投資家の双方による定義の厳格化から、さらなる減少が見込まれる。こうした動きは、これまで実体を伴わないまま「ESG」として開示・解釈されてきた課題が剥落しつつあると考えられ、今後企業はより厳格な開示ルールに基づいた適正な開示が求められることになるだろう。

一方、こうした企業の情報開示が、企業自身の行動に生じさせる影響に対して研究上の関心が高まっている。このような研究群は、「リアル・エフェクト」を扱う研究として位置づけられる。リアル・エフェクトとは、「企業の情報開示が情報の送り手である企業自身の行動に与える影響」として定義される。Kanodia and Sapra（2016）[1]は、投資家にとっての有用性や基準設定主体が掲げる表現の忠実性に関する原則だけでなく、リアル・エフェクトを考慮することが基準設定の議論において重要であることを指摘している。その理由として、企業の情報開示に関するルールは、企業自身の行動を変える可能性があり、そのようなリアル・エフェクトもまた投資家の厚生（welfare）に影響を与えるためであると説明している。

こうした情報開示を通じた企業行動の意思決定の変化を表す指標として「投資効率」がある。学術研究上、投資効率とは売上高やキャッシュフローから投資水準を推定するモデルを構築し、予測された投資推定値と実際の投資水準との乖離幅が小さいほど投資効率が高いとする考え方である。これまで多くの先行研究において、財務報告の質の向上は情報の非対称性を緩和することを通じて投資効率を改善させ、企業の経済パフォーマンスの向上をもたらす効果があるという主張が支持されてきた。

近年、非財務情報の開示の質（ESG 評価機関によるスコア等）を財務報告の質の代理変数とみなし、投資効率との関係について分析する研究が進んでいる。たとえば、Cook, Romi, Sanchez, and Sanchez（2018）[2]は、非財務情報の開示水準の高い企業ほど投資効率が高いと結論づけている。ESG を重視する幅広い分野に関心を持つ経営者は、長期的視野に立った意思決定を行うことから、企業内の様々な意思決定も効率的に行うことが出来ると指摘している。つまり、非財務情報の開示水準が高い企業の経営者は、多くのステークホルダーとコミットすることになるため、そうしたステークホルダーからの監視がより強固になることから、行動規律が強化されることになる。その結果、経営者による自己中心的な意思決定は抑制され、投資効率も改善すると論理づけている。これは非財務情報の開示水準が高い企業ほど、経営者は効率的な投資決定を行うことになり、その結果財務報告の質も改善されることを示唆している。

日本における非財務情報開示にかかる政府の検討会では、ISSB の S1、S2 が確定し、非財務情報の標準化が不可避になるなか、今まさに非財務情報と財務情報の同時報告の義務化について議論の最中にある。これは、これまで独自の統合報告書文化を醸成してきた日本にとって、開示体系の在り方そのものの見直しとも言え、情報開示における大きな転換点とも呼べる環境下にある。今後、そうした開示ルールの見直しに対してどう対応していくか、企業にとって重要な局面となるだろう。さらに、開示に対するリアル・エフェクトとして企業自身の行動がどのように変化したかについても学術上の研究が進む可能性が高い。

---

[1] Kanodia, C., and Sapra, H. 2016. A real effects perspective to accounting measurement and disclosure: Implications and insights for future research. *Journal of Accounting Research*

[2] Cook,K.A.,Romi,A.M.,Sánchez,D.,and Sánchez,J.M. 2018. The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*,