TNFD に対応するだけで企業価値は高まるのか

― 日本企業 100 社の分析から見えてきたこと ―

福田総合研究所　企業向け研究レポート

エグゼクティブサマリー

- TNFD アーリーアダプター50 社と、業種・規模が近い非アダプター50 社を比較した。
- Tobin's Q の平均はアーリーアダプター1.17、非アダプター1.37 で、アーリーアダプターであること自体が企業価値を押し上げるという結果は得られなかった。
- 回帰分析でも TNFD ダミーは統計的に有意ではなかった（係数 -0.151、p=0.274）。一方、ROE は有意な正の関係を示した（係数 0.029、p=0.0046）。
- アーリーアダプター群の Tobin's Q の標準偏差は 0.46 で、非アダプター群 0.88 より小さかった。これは市場評価のばらつきが小さいことを示すが、TNFD がそれを引き起こしたという因果関係までは本研究では確認していない。
- 企業に求められるのは、登録・賛同をゴールにせず、自然への依存・影響を把握し、リスクと機会を評価し、KPI や経営戦略・ガバナンスへつなげることである。

1. なぜ今、TNFD なのか

気候変動に続き、生物多様性の損失や自然資本の毀損が企業経営上の重要なリスクとして認識されるようになっています。TNFD（Taskforce on Nature-related Financial Disclosures）は、企業が自然への依存・影響、リスク・機会を把握し、投資家などに開示するための国際的な枠組みです。2023 年 9 月に最終提言が公表され、日本企業でも対応が進んでいます。

しかし、企業にとって本質的な問いは「TNFD に対応したか」ではありません。その対応が資本市場でどのように評価され、企業価値とどのように関係するのかです。

2. 日本企業 100 社を比較

本研究では、TNFD 公式サイトに掲載された日本企業のアーリーアダプター55 社から、非上場企業・上場廃止企業 5 社を除く 50 社を処置群としました。これに対し、同一業種を基本とし、企業規模が近い非アダプター企業を 1 社ずつ選び、50 社の対照群を設定しました。主として 2025 年 3 月期または直近決算期のデータを用い、企業価値の代理指標として Tobin's Q を比較しました。

分析項目	内容
分析対象	TNFD アーリーアダプター50 社＋非アダプター50 社
企業価値指標	Tobin's Q =（時価総額＋負債）÷総資産
主な対象期	2025 年 3 月期または直近決算期
主な分析	ペア比較、記述統計、OLS 回帰分析

3. 結果①　「アーリーアダプター＝企業価値が高い」とは確認できなかった

Tobin's Q の平均は、TNFD アーリーアダプター群が 1.17、非アダプター群が 1.37 でした。少なくとも今回の対象企業・対象期間では、TNFD に早期対応した企業ほど企業価値が高い、という単純な関係は確認できませんでした。

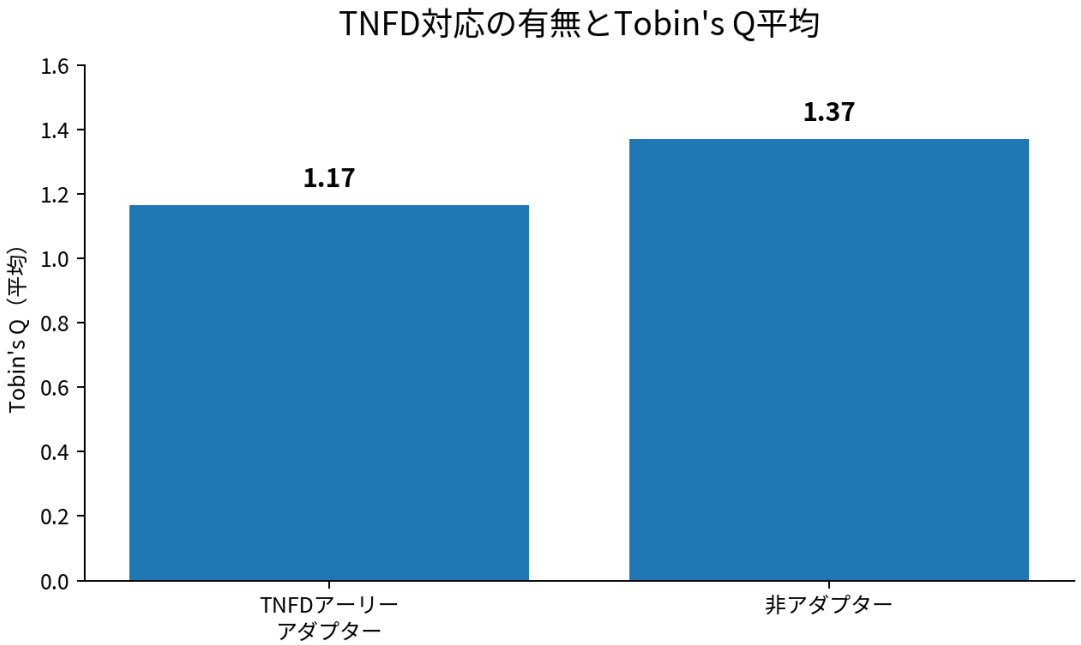


図 1　TNFD 対応の有無と Tobin's Q 平均

回帰分析でも同様です。TNFD アーリーアダプターであることを示す TNFD ダミーの係数は-0.151、p 値は 0.274 で、統計的に有意ではありませんでした。一方、ROE の係数は 0.029、p 値は 0.0046 で、有意な正の関係が確認されました。この結果は、企業価値を考えるうえで、まず収益性などの財務的要因が重要であり、TNFD への早期対応という属性だけでは市場からプレミアムを得ているとはいえないことを示しています。

4. 結果②　市場評価の「ばらつき」は小さかった

一方で注目されるのが、Tobin's Q の標準偏差です。アーリーアダプター群は 0.46、非アダプター群は 0.88 で、前者は後者の約半分でした。

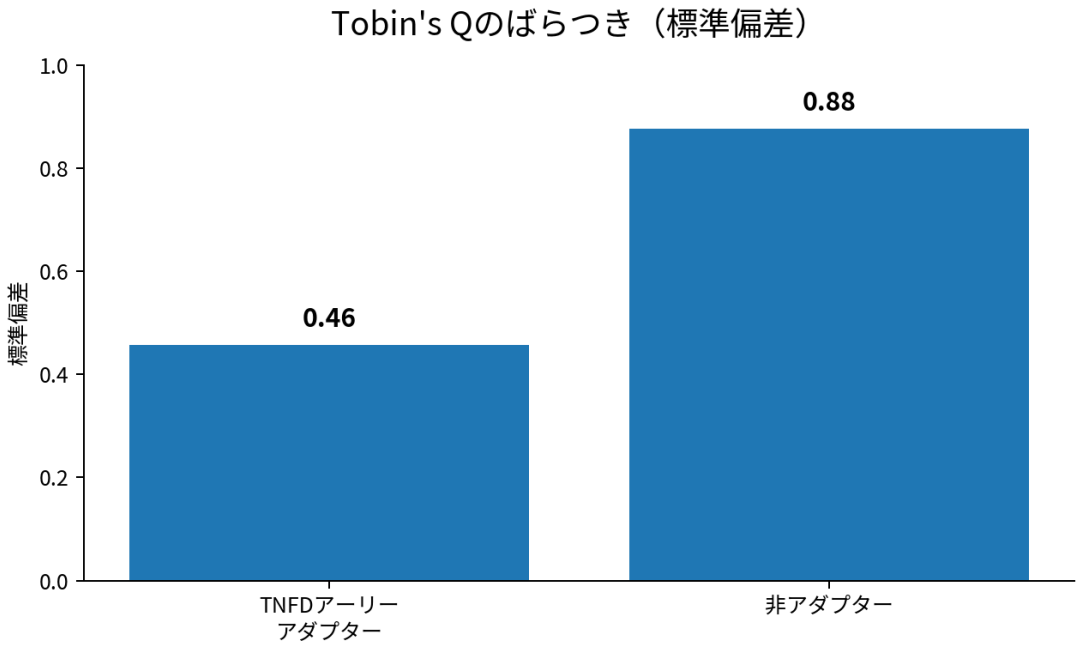


図2　Tobin's Q のばらつき（標準偏差）

この差は、アーリーアダプター企業の市場評価が比較的狭い範囲に分布していたことを意味します。自然資本情報の開示が投資家の情報不足を補い、将来リスクに関する不確実性の低減に寄与している可能性はあります。ただし、本研究は単年度のクロスセクション分析であり、標準偏差の差だけから「TNFD 開示がボラティリティを低下させた」と因果的に結論づけることはできません。

5. 重要なのは「登録」より「実質」

今回の分析が企業実務に投げかける重要な論点は、TNFD への登録・賛同と、自然資本を実際の経営に組み込むことを分けて考える必要があるという点です。TNFD が推奨する LEAP アプローチでは、Locate（自然との接点の発見）、Evaluate（依存・影響の診断）、Assess（リスク・機会の評価）、Prepare（対応・開示の準備）というプロセスを踏みます。

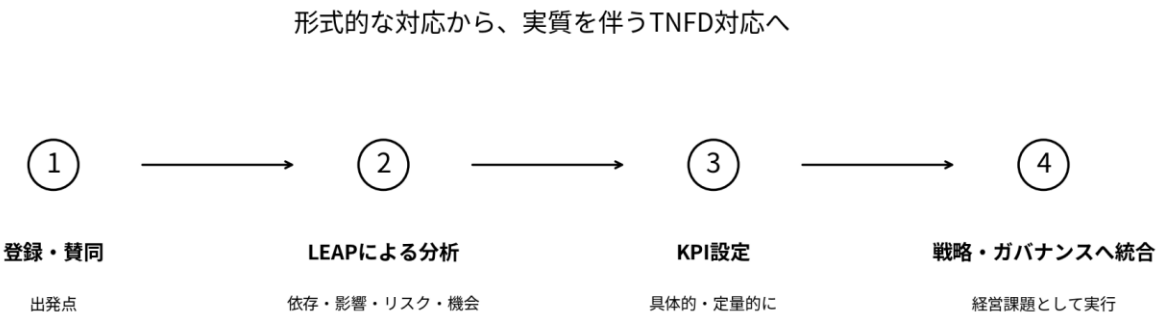


図3　形式的な対応から、実質を伴う TNFD 対応へ

本研究では、統合報告書やサステナビリティ関連資料を用い、LEAP の実践度を 0〜4 点で評価しました。ただし、この開示スコアは筆者による評価であり、複数評価者による信頼性検証など、客観性をさらに高

めることが今後の課題です。したがって現段階では、「開示の質が高ければ企業価値が上がる」と断定するのではなく、登録の有無だけでなく開示の質に着目する必要がある、と捉えるのが適切です。

6. 企業への 5 つの提言

1　登録・賛同をゴールにしない

TNFD への対応表明は出発点です。市場が評価するのは、その先にあるリスク管理や事業戦略です。

2　自社と自然との接点を具体的に把握する

事業拠点、原材料、サプライチェーンなどを通じ、どの自然資本に依存し、どのような影響を与えているかを明確にします。

3　リスクだけでなく機会も評価する

規制・調達・操業上のリスクだけでなく、ネイチャーポジティブへの移行が新商品、調達改革、競争優位につながる可能性も検討します。

4　具体的な KPI を設定する

定性的な方針表明にとどめず、進捗を追跡できる指標や目標を設定し、継続的に開示します。

5　経営戦略・ガバナンスに組み込む

自然資本を環境部門だけの課題にせず、取締役会、リスク管理、投資判断、事業戦略と接続します。

7. 「企業価値を上げる開示」だけでなく「企業価値を守る開示」へ

TNFD 対応を考える際、「開示すれば株価が上がるのか」という問いだけでは十分ではありません。自然資本のように不確実性の大きい領域では、企業が自社の依存・影響とリスク対応を説明すること自体に、投資家の理解を助ける役割があります。今回、アーリーアダプター群で市場評価のばらつきが小さかったという事実は、その可能性を検討する一つの手掛かりです。

TNFD は「企業価値を上げるための開示」だけでなく、「企業価値を守るための開示」として考える必要がある。

8. まとめ

今回の日本企業 100 社の分析では、TNFD アーリーアダプターであること自体が Tobin's Q を有意に高めるという結果は得られませんでした。一方、アーリーアダプター群では Tobin's Q のばらつきが小さいという特徴が確認されました。制度導入初期の現在、企業が目指すべきなのは「TNFD 対応企業」というラベルを得ることではなく、自然への依存・影響を把握し、リスクと機会を経営戦略に組み込み、投資家に理解可能な形で伝えることだと考えられます。

本研究について

本レポートは、2026 年 6 月 28 日に日本ファイナンス学会第 34 回大会で発表した「生物多様性の取組みが企業価値に与える影響の研究―TNFD アーリーアダプターの検証―」を、企業の経営者、IR・経営企画・サステナビリティ担当者向けに再構成したものです。

注：本研究は対象企業・対象期間に基づく分析であり、TNFD 対応と企業価値との一般的な因果関係を断定するものではありません。また、開示の質に関する評価手法の客観性向上、時系列分析、自然資本への取り組みが財務キャッシュフローへ結びつく経路の検証などは今後の研究課題です。