

「サステナブルファイナンス 3.0 研究会」 活動報告

The logo consists of the words "Drive Sustainability." in a bold, italicized, sans-serif font, enclosed within a black-outlined triangle that points to the right.

野村資本市場研究所
野村サステナビリティ研究センター

2022 年 11 月 30 日

このレポートは、金融資本市場の動向に関する参考情報の提供を目的に作成されたもので、投資勧誘を目的としていません。このレポートのいかなる部分も(株)野村資本市場研究所に帰属しておりますので、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、どのような目的でも無断で複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

研究会における議論の要約

1. 日本においてコーポレートガバナンス(企業統治)改革の進展や SDGs(持続可能な開発目標)への取り組みが浸透する中、来るべき「新しい時代」における経済社会の枠組みは現在と大きく変化すると想定される。カギになるのは「サステナビリティ(持続可能性)」と「インパクト」である。
2. 「サステナビリティ」については、まず、「サステナブル経営」の実現に向け企業改革を行う上では、企業のパーパス(存在意義・志)を再定義し、それを利益といかに結びつけるかという視点が重要である。将来の「あるべき姿」から改革を考える「バックキャスティング」的発想への転換、エンゲージメント、社外取締役の自律、報酬ガバナンスなどを意識しながら実現を目指す企業が見られている。また、株式の所有構造が、配当や値上がり益の獲得を主眼とする機関投資家等の純投資家主体に変化する中、新しい時代の企業と株主・投資家は「緊張感を孕んだ信頼関係」となろう。投資家側では、新しい時代の実現に向け、企業をはじめとしたステークホルダーとの建設的な対話を重視しつつ、サステナビリティトランスフォーメーションを今後の考えるべき方策であることを意識した運用を行う機関投資家が見られている。
3. 「新しい時代」においては無形資産の企業価値に与える影響度が一段と高まる中で、非財務情報開示に向けた取り組みが各国で行われている。投資評価においても「リスク」、「リターン」に加え、「インパクト」という評価軸が耳目を集めているが、インパクトに関しては、その測定方法や、インパクトの追求と財務リターン創出との関係の整理などが必要である。しかし、その無形性ゆえに企業価値向上への貢献の可視化・定量化に困難も伴う。「グリーンウォッシュ」や「インパクトウォッシュ」といった「見せかけだけの活動」が拡がらないように、非財務情報の監査・報告における品質保証水準をさらに高めるとともに、従業員・顧客・環境に関連した非財務情報が企業へ与える正負のインパクトの財務的な可視化を目的とした「インパクト加重会計」などの実証的な研究の進展が期待される。
4. 脱炭素化という課題の解決に向けては、単なる温室効果ガスの排出削減問題にとどまらず、日本の産業構造転換を通じた新たな成長モデルの獲得を真剣に検討していかななくてはならない。価値の源泉の中心が無形資産中心に移行しつつある状況を踏まえ、「環境か経済か」の二項対立的な議論から脱却し、カーボンプライシングの活用などで日本の新しい経済発展をどう導くかといった建設的な議論を開始すべき時期に来ているといえるであろう。
5. 今後も社会情勢の変化に応じた新しい論点が生み出されることが想定される中、引き続き「新しい時代」の企業や金融資本市場の在り方に関し、多様な視点からの議論や研究を行うとともに、積極的な情報発信を行う必要があると考える。

I. サステナブルファイナンス 3.0 研究会設立の趣旨とその目的

野村資本市場研究所と野村サステナビリティ研究センターは2021年9月、加藤晃東京理科大学大学院経営学研究科技術経営専攻教授を座長とし、学識者及び実務経験者等により構成される「サステナブルファイナンス 3.0 研究会」を設立した（委員会のメンバーについては「別紙1 サステナブルファイナンス 3.0 研究会参加者」を参照）。

本研究会の名称にも使われる「サステナブルファイナンス（以下、SF）」という言葉は、D.シューメイカーらが著した『サステナブルファイナンス原論』（一般社団法人金融財政事情研究会 2020年）の中に登場する。同書によれば、持続可能で包括的な経済の実現に向け重視されるのは、（伝統的な）財務的価値の最大化から、環境的インパクト、社会的インパクトを視野に入れた財務的価値最大化（SF1.0）、三者の統合的価値の最適化（SF2.0）、さらには財務的価値を視野に入れた環境的インパクト、社会的インパクトの最適化（SF3.0）へと移行するという。そして、SF3.0の時代においては、社会的インパクトや環境インパクトが財務インパクトより重要視されるなど、その姿は現在の枠組みとは大きく異なるものになることが想定されている。

このような「新しい時代」へのトランジション（移行）を想定すると、多くの検討課題や議論が必要である。日本においても、コーポレートガバナンス改革の進展や、国際連合「持続可能な開発目標（SDGs）」への取り組みが浸透して「サステナビリティ（持続可能性）」が重視される中、「サステナブルファイナンス」や「インパクト投資」への関心が高まっている。投資評価においても「リスク」、「リターン」に加え、「インパクト」という評価軸が耳目を集める一方で、いわゆる伝統的な「株主主権」に対する疑問が提示され「マルチステークホルダー主権」への意識が高まるなど、これまでの経済的価値中心の追求から、公益的な価値（社会的価値）の追求への移行が謳われるようになった。

しかし、公益的な価値（社会的価値）の追求が企業価値や投資収益の改善・向上、さらには持続的な経済成長に繋がるかどうかについては、今なお議論がある。そのような中、「成長と分配の好循環」の実現を目指す「新しい資本主義」下での持続可能な経済成長や社会の実現に向けて、中長期的な視点で今後の企業の在り方や、金融資本市場の果たすべき役割、及び貢献に関する理論的支柱の構築に向けた議論や研究が必要と考えた。

以上のような問題意識から設立された本研究会は、「SF3.0」に象徴される「新しい時代」の企業や金融資本市場の在り方を考えることを主眼に、2022年3月までの7回にわたってファイナンス、経済学、法学、経営学、経営実務等、幅広い観点から研究報告及び議論を行った。取り上げた主なテーマとしては、サステナブルファイナンスの歴史的変遷と今後の課題及び企業価値評価、パーパス経営、サステナブル経営と報酬制度、ESGと企業価値評価、非財務情報の可視化、機関投資家の責任投資と環境、社会課題への取り組み、人的資本、サステナビリティ情報開示、資本主義の非物質化、脱炭素化と経済成長、企業と株主・投資家との新しい関係構築などである（別紙2「サステナブルファイナンス 3.0 研究会の歩み」を参照）。

これらのテーマにおいて検討すべき課題や議論すべき内容は多岐にわたり、かつ、その状況も日々変化していく。このため本研究会では、見解の統一や新しい時代への提言といった「結論」の導出を急ぐよりも、各テーマに潜在する様々な論点や課題等を浮き彫りにすることを主眼とし、各専門分野の動向に基づく尖った知見を大切にしていくことを基本とした。

II. 研究会で出された見解、知見

このようなスタンスで研究報告や議論を重ねた結果、以下をはじめ多くの見解、知見を得ることが出来た。なお、これらは本研究会における統一した見解や提言ではない。

【サステナブルファイナンス時代の取締役会と企業価値評価の実践】

コーポレートガバナンス・システムの進展により、上場会社の多くでは今後、指名・報酬・監査の3委員会に加え、サステナビリティ委員会・イノベーション委員会を設置する必要性が高まろう。ESG（環境・社会・企業統治）債券格付アナリストやTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）コンサルタントなど、新たな金融プロフェッションの登場で情報開示・分析・モニタリング機能が充実する中、これからの企業価値評価の実践を考えると、ファンダメンタルズ分析を緻密に行う「スーパーアナリスト」と、データサイエンスの知見をもつ「データアナリスト」との併存が理想であるとの見解が示された。

【サステナブル経営の実践と情報開示のジレンマ】

長期的な視座に立ったサステナブル経営を追求するための実際の取り組みの例として、先進的な企業ではバックキャスティング的発想への転換、エンゲージメント、社外取締役の自律、役員報酬ガバナンスから具体的なKPI（重要業績評価指標）などの施策をとっていることが紹介された。現在取り組んでいる、あるいはこれから取り組みを進める企業にとって参考になるだろう。一方補論として、企業の情報開示について、情報開示担当者には「情報開示は誰のためのものか」、「なぜ求められる情報開示水準とのギャップが生じるのか」などといったジレンマが存在するとの指摘がされた。

【法学的観点からみたサステナブル経営と株主主権】

法学的観点からのサステナブル経営と株主主権との関係について、委員から次のような見解が示された。もし、株主ではなく経営者が会社を支配しており、基本的に自社の利益にしか関心をもたないなら、環境対応のための費用支出は過小となる。ゆえに、気候変動のような世界規模の環境問題に対処するためには、株主のコントロール権をむしろ強めることが効果的との見解が出された。

【パーパス経営、社会的使命を追求する企業】

株式会社は何のために存在するのか、そのパーパス（存在意義・志）から再検討する動きが広がっている。経営においてパーパスを利益にどう結びつけるかが事業を継続するうえではきわめて重要であり、新SDGs（Sustainability, Digital, Globals：地経学）の視点でとらえ直す意義は大きい。パーパス経営を行う上では、自社の「ありたい姿」を描き、目指す姿を「なぜ実現できないのか」を考えた上で、目指す姿に変えるにはどうすればよいかを検討し、それらの実現に向け、変革のための行動プログラムをつくる作業が重要との見解が示された。また、補論として、米国では、社会的使命を追求する企業に対し、州法に基づくベネフィット・コーポレーションが認められることが紹介された。社会的使命を追求する企業としての認知度が高まり、共感する人材や消費者の獲得が期待できる上に、社会的責任投資を志向する投資家の増加が資金調達に寄与すると考えられるため、日本でも検討の公益を重視した会社形態の検討を進める必要があるとの示唆があった。

【企業・投資家間の新しい関係構築】

日本のコーポレートガバナンス改革は一定の成果を上げているものの、ROE（自己資本純利益率）の伸び悩みや企業の保有現預金の積みあがりなどの課題もある。マルチステークホルダーを満足させる分配を行うためには、収益性や資本効率の改善が日本企業には必要である。よって、「株主主権」と「マルチステークホルダー主権」を両立させるべきものであるとの見解が示された。一方、日本の株式所有構造が国内外の機関投資家などの純投

資家中心へと変化した中で、企業と投資家間の新しい関係構築の観点から、純投資家による「経営陣への健全なリスクテイクの後押し」、提案、戦略的提携による「投資資産の収益率向上」、さらに、それらを可能とする「緊張感を孕んだ相互信頼関係」は、今後着目すべき事項との指摘がなされた。

【機関投資家による新しい資本主義時代実現への働きかけ】

機関投資家においても新しい資本主義の実現を意識した運用を行っている。例えば、第三の軸として時間軸を加えてサステナビリティトランスフォーメーションを進むべき方策と位置付け、責任投資における評価において因果性検証を重視する機関投資家の例が紹介された。ただし、モニタリング等の費用負担など課題もあるとの意見もあった。また、日本企業の ESG 評価は総じて高いが、分野・規模によって開示の状況および改善度は異なるとの研究結果が紹介された。

【非財務情報開示への取り組みに対する日本の課題】

サステナブルファイナンスの発展に向け、非財務情報をいかに財務諸表に企業価値として表示していくかに向けての取り組みが米国、EU など各国地域で行われている。日本の取り組みをみると、各省庁がそれぞれ（法的な拘束力のない）ガイドラインを出しているが、投資家の信頼を高める上では、政府が法的な基準を打ち出し、それを国際的にアピールしていくことが有用との指摘が出された。

【重要度高まるサステナブル情報開示と品質保証】

グリーンウォッシュ、サステナビリティウォッシュが話題になっている。見せかけだけの経営が横行するようでは、環境・社会的課題が改善されることはなく、むしろ真に貢献する企業やプロジェクトに資金が回らなくなる可能性すらありうる。そのため、外部からは見えづらい第三者保証機関（監査・報告）が適用する保証基準 ISAE（国際保証業務基準）3000 及び EER（拡張された外部報告）ガイダンスは、押さえるべき基準であるとの見解が示された。

【拡大するインパクト投資とその課題】

社会・環境の課題解決を目指した投資である「インパクト投資」の残高が急拡大している。日本でも 2022 年 6 月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2022」においてインパクト投資の重要性が位置づけられた。その一方で、インパクトの測定・管理実務、インパクトの追求と財務リターン創出との関係の整理、日本における発展に向けた年金基金によるインパクト投資への議論の深化と受託者責任論をめぐる解釈、金融機関による新たな価値創造プロセスの構築、いわゆる「インパクトウォッシング（見せかけのインパクト投資）」の問題など課題の存在も指摘された。

【人的資本を巡る動向】

「人的資本」の情報開示の動きが世界各地で進む一方で、その無形性ゆえに企業価値向上への貢献の可視化・定量化に困難を伴う。このため、人への投資を費用（フロー）としてではなく、人的資産（ストック）としてとらえ、従業員・顧客・環境等に対する企業の正と負のインパクトの財務的な可視化を目的とした「インパクト加重会計」などの実証的な研究がアカデミアを中心に進められていることが紹介された。また、人的資本の情報開示要求に応え、価値創出のシナリオを描く上で、デジタル時代の中核的機能として「ピープ

ルアナリティクス」と呼ばれる人事の新たな分析手法は検討に値するであろう。さらに、補論として、企業が従業員のファイナンシャル・ウェルネス向上を支援することは、健康維持・増進の支援と同様の観点から一定の合理性があると指摘された。

【脱炭素化と産業構造転換の必要性】

脱炭素化は単なる温室効果ガスの排出削減問題にとどまらず、産業構造転換を通じ、日本経済がどのように新たな成長モデルを獲得するかという課題ととらえられる。価値の源泉の中心が無形資産中心に移行しつつある状況を踏まえ、「環境か経済か」の二項対立的な議論から脱却し、カーボンプライシングの活用などで日本の新しい経済発展をどう導くかといった建設的な議論を開始すべき時期に来ているとの見解が示された。

Ⅲ. 結びに代えて

「サステナブルファイナンス 3.0」に象徴される「新しい時代」に向かう「過渡期」といえる現状において、企業や金融資本市場を巡る多様な議論に対し本研究会で取り組み、その成果として本報告書まとめることが出来た。しかし、本研究会において議論し尽くされたわけではなく、変化の続く社会情勢に応じ、現在でも新しい論点が生み出されている状況である。野村資本市場研究所と野村サステナビリティ研究センターでは、引き続き、多方面からの協力を仰ぎつつ、「新しい時代」の企業や金融資本市場の在り方に関し、多様な視点からの議論や研究を行うとともに、積極的な情報発信を継続していく所存である。

なお、本研究会の活動成果については、「新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場『変革』」（加藤晃、野村資本市場研究所サステナブルファイナンス 3.0 研究会編著、2022 年 12 月発刊）にて詳述している。

以上

別紙1 サステナブルファイナンス 3.0 研究会参加者

(役職は 2022 年 3 月 31 日当時 50 音順 敬称略)

<研究会委員>

(座長)	加藤 晃	東京理科大学大学院経営学研究科技術経営専攻教授
	安藤 聡	オムロン株式会社 取締役
	江夏 あかね	株式会社野村資本市場研究所 野村サステナビリティ研究センター長
	大塚 隆史	野村證券株式会社 IB 企画部マネージング・ディレクター
	園部 晶子	野村ホールディングス株式会社サステナビリティ推進室長
	富永 健司	株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員
	長生 太郎	野村アセットマネジメント株式会社 運用部 CIO (マルチアセット&ソリューションズ) 資産運用研究所 主席研究員 (ESG プロジェクト担当)
	西山 賢吾	株式会社野村資本市場研究所 主任研究員
	野村 亜紀子	株式会社野村資本市場研究所 研究部長
	橋口 達	株式会社野村資本市場研究所 研究員
	藤井 良広	一般社団法人 環境金融研究機構代表理事
	諸富 徹	京都大学大学院地球環境学堂／経済学研究科教授
	飯塚 竜介	野村證券株式会社 IB 企画部ヴァイス・プレジデント

<オブザーバー>

	北川 哲雄	青山学院大学名誉教授・東京都立大学特任教授
	田中 亘	東京大学社会科学部研究科教授
	名和 高司	一橋大学ビジネススクール客員教授
	柳 良平	エーザイ株式会社専務執行役 CFO

＜ゲストスピーカー＞

・第4回（2021年12月23日）

松原 稔（りそなアセットマネジメント執行役員責任投資部長）

・第5回（2022年1月25日）

安間 匡明（社会変革推進財団エグゼクティブアドバイザー）

・第6回（2022年2月16日）

小澤 ひろこ（ピープルアナリティクス&HRテクノロジー協会研究員）

加藤 茂博（ピープルアナリティクス&HRテクノロジー協会副理事）

・第7回（2022年3月23日）

久禮 由敬（PwC あらた有限責任監査法人パートナー）

盛 浩之（PwC あらた有限責任監査法人ディレクター）

別紙 2: サステナブルファイナンス 3.0 研究会の歩み

(敬称略、所属は本研究会開催時のもの)

第 1 回 (2021 年 9 月 27 日)

- ・ 西山 賢吾 (野村資本市場研究所主任研究員) : コーポレートガバナンス改革の「成果」と「課題」
- ・ 柳 良平 (エーザイ専務執行役 CFO) : ESG の「見えざる価値」を企業価値につなげるー「柳モデル」による ESG と企業価値の実証ー

第 2 回 (2021 年 10 月 22 日)

- ・ 藤井 良広 (一般社団法人環境金融研究機構代表理事) : 「サステナブルファイナンス」攻防
- ・ 北川 哲雄 (青山学院大学名誉教授・東京都立大学特任教授) : サステナブルファイナンス時代の到来と企業 (投資) 価値評価ー今、資本市場に起っていること

第 3 回 (2021 年 11 月 22 日)

- ・ 名和 高司 (一橋大学ビジネススクール客員教授) : パーパス経営ー新 SDGs と志本主義経営 30 年先の視点から経営を捉えるー
- ・ 田中 亘 (東京大学社会科学研究所教授) : 株主主権とサステナブル経営

第 4 回 (2021 年 12 月 23 日)

- ・ 諸富 徹 (京都大学大学院経済学研究科教授) : 資本主義の非物質化、脱炭素化と経済成長
- ・ 松原 稔 (りそなアセットマネジメント執行役員責任投資部長) : 機関投資家の E (環境)、S (社会) 課題の取り組み

第 5 回 (2022 年 1 月 25 日)

- ・ 安藤 聡 (オムロン取締役) : サステナブル経営時代の役員報酬
- ・ 安間 匡明 (社会変革推進財団エグゼクティブアドバイザー [非常勤]) : 社会・環境解決型資金の流れ インパクト投資

第 6 回 (2022 年 2 月 16 日)

- ・ 小澤 ひろこ (ピープルアナリティクス&HR テクノロジー協会研究員、日本シェアホルダーサービス ESG/責任投資リサーチセンター長)、加藤 茂博 (ピープルアナリティクス&HR テクノロジー協会副理事リクルート Division 統括部ビジネスプロデューサー) : 人的資本経営の報告に対する関心の高まりと課題
- ・ 加藤 晃 (東京理科大学大学院経営学研究科技術経営専攻教授) : サステナブルファイナンス 3.0 に向けて

第 7 回 (2022 年 3 月 23 日)

- ・ 久禮 由敬 (PwC あらた有限責任監査法人パートナー)、盛 浩之 (PwC あらた有限責任監査法人ディレクター) : ESG 開示と保証ートラスト確保の現状と展望ー