

書評

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

『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場『変革』
-「サステナビリティ」と「インパクト」への途-』

(金融財政事情研究会, 2022年12月)

若園智明

I. はじめに

本書は、東京理科大学の加藤晃教授を座長とする「サステナブルファイナンス3.0研究会」の研究成果に位置づけられる。同研究会は2021年9月に野村資本市場研究所に設置された。計7回の研究会において、研究会メンバーおよび外部識者による13の報告に基づく議論が交わされている。本書は、これらの研究会報告を各章のベースとしながら、複数の章で野村資本市場研究所の研究者による補論が加えられている。

金融庁によれば、サステナブルファイナンスは「持続可能な経済社会システムを支えるインフラ」に位置づけられている。サステナブルファイナンスには、産業や社会構造の転換を促す機能が求められており、そのような機能を発揮するために必要な施策の議論は、いまや金融資本市場分析においても中核に位置づけられていると言えよう。

評者は米国の資本市場規制を研究対象としているが、近年の米国規制においても ESG 関連情報の法定開示の拡充が進められている。本稿の執筆時点で、規制を担う米証券取引委員会

(SEC) は、投資顧問業や投資会社に対して運用にかかる ESG 情報の開示を新たに求めるとともに、主に上場会社（発行体）が開示する非財務情報において ESG 関連情報を追加的に求める提案規則を複数提示している。発行体の情報開示では、例えば2020年8月に非財務情報に人的資本の情報が含まれた他、昨年3月の規則提案では、TCFDの開示フレームワークに従った気候変動関連のリスクと影響に関する開示や温室効果ガス（GHG）の排出量の開示を発行体に求めている。これまでも SEC は発行体の気候変動関連情報の法定開示を整備してきたが、バイデン政権によるパリ協定復帰やサステナブルファイナンスの重要性の高まり、株主や潜在的投資家による情報への要求を背景に、大がかりな規則修正に臨んでいる。

しかしながら、GHGの排出量の開示規則だけを取り上げてみても、SECの規則提案には非常に強い抵抗や批判が寄せられている。提案規則を受けて SEC に提出されたパブリックコメントを読むと、発行体側からは情報開示にかかるコストの増加が強く懸念されている。ある報道機関の調査によれば、発行体の CFO の四分の三が提案規則を支持していない。さらに

は、歴代の共和党系 SEC 委員長や連邦議会の共和党議員からは、SEC の規制アプローチも批判の対象となっている。これらは GHG 排出量を法定開示とするコスト・ベネフィット分析の不足や、そもそも SEC には GHG 排出量の開示を定める法的権限が無いとの指摘である。多様な ESG の中でも気候変動へ対応する必要性は国際的にもコンセンサスがある分野であるに関わらず、ステークホルダー間の利害調整は容易ではなく、目的に至る手段も確立されているとは言えない。

それ故に、本書の12の章が記述する広範な事項に対する理解とさらなる議論・検討は持続可能な社会の構築にとって礎となろう。本書がタイトルで謳う「新キャピタリズム時代」を実現するためには、本書を踏まえて、さらに深く、さらに広範な分析と検討が求められている。

II. 本書の構成と概要

本書の構成は以下の通りである。

解題 コーポレートガバナンス改革から企業・金融資本市場の「新しい地平へ」

第1章 サステナブルファイナンス時代の到来と企業価値評価 - いま資本市場で起きていること -

第2章 サステナブルファイナンスの歴史の変遷と今後

第3章 株主主権下のサステナブル経営

第3章補論 米国のベネフィット・コーポレーション

第4章 「新SDGs」と「パーパス：志本主義」経営 - 30年先の視点から経営をとらえる -

第5章 サステナブル経営時代の役員報酬 - オムロンの事例より -

第6章 ESGの「見えざる価値」を企業価値につなげる - 「柳モデル」によるESGと企業価値の実証 -

第6章補論 持続可能な社会の一助となりうるインパクト加重会計

第7章 機関投資家の責任投資と環境、社会課題への取組み - りそなアセットマネジメントの事例より -

第7章補論1 ESG評価にみる国内企業のESGへの取組みの現状と課題

第7章補論2 情報提供者からみた開示拡充への「期待」と「懸念」 - 投資家は、情報開示の海に飲み込まれてしまうのか -

第8章 人的資本の報告に対する関心の高まりと課題

第8章補論 従業員のファイナンシャル・ウェルネス向上

第9章 サステナビリティ情報開示と保証 - トラスト確保の現状と展望 -

第10章 資本主義の非物質化、脱炭素化と経済成長

第11章 インパクト投資：社会・環境課題解決型資金の流れ

第12章 企業と株主・投資家との新しい関係を探る

本書はサステナブルファイナンスやESGを包括的に扱っており、これらに知見がある読者は興味がある章を読み込まれるが良からう。その一方で本書は、各章が個々の問題を独立して扱う形式のため、評者と同様にこの分野の知識が十分ではない読者は、どの章から読み始める

べきか迷うかもしれない。本書の「編著者あとがき」でも整理された各章のハイライトが掲載されているが、勝手ながら評者として各章を分類すると、①求められる背景（第1章，第10章）、②サステナブルファイナンス（ESG）とは何か（第2章，第8章）、③サステナブルな経営（第3章，第4章，第5章，第6章）、④投資家からのアプローチ（第7章，第9章，第11章）、⑤課題と展望（第12章）となる。お読み頂く際の手助けになるかもしれない。この分類に従って、以下で概要と若干の感想を述べる。

2.1 サステナビリティや ESG が求められる背景（第1章，第10章）

J. ハスケルと S. ウェストレイクの著『無形資産が経済を支配する』（原題『Capitalism Without Capital』）が説いたように、米国では90年代の初めには無形資産への投資が有形資産への投資額を上回るなど、先進国の経済において無形資産の重要性が増していることが観察されている。サステナビリティや ESG を論じるにあたり、資本主義が非物質化しつつある現状を把握することは重要であろう。第10章は、過去30年の外部ビジネス環境の変化についてデータを用いて概観し、日本企業が競争優位を喪失した理由として、ビジネスモデルや組織構造が投資の無形化傾向に対応できなかったことを挙げている。この無形化（経済の非物質化）の代表例がデジタル化と脱炭素化であり、欧州の例を参照しながら、脱炭素化に対応すべく省エネや再生エネルギーへの投資を促すことで事業構造や産業構造が転換し、デジタル化を活用した付加価値の創出（経済成長）へと繋がっていることを示している。わが国の製造業をみると、自動

車産業のように炭素生産性と利益率が高次で関係している業種もある一方で、石油・石炭製品製造業を筆頭に、多くの産業が炭素生産性と利益率が低い状態に放置されているという事実は深刻に受け止めるべきであろう。第10章が提言するカーボンプライシングの導入による産業構造転換の促進のメカニズムは、低成長に喘ぐわが国の経済政策を考える上でも重要である。このようなマクロ経済の傾向と問題を把握することで、第1章が記すサステナブルファイナンスの重要性はより理解が容易となろう。第1章は、総論としてのサステナブルファイナンスや歴史的推移をまとめており、企業側のサステナビリティ情報の開示やガバナンス構造、資本市場プレイヤーとしての ESG 評価機関や情報ベンダーの登場について解説を加えている。第1章を踏まえることで、後述する第9章（開示基準）や第7章の補論1（ESG評価）に進むと理解がし易くなるだろう。

2.2 サステナブルファイナンス（ESG）とは何か（第2章，第8章）

本書の複数の章で、サステナブルファイナンスや ESG は多様であることが指摘されている。第10章で取り上げられている脱炭素化（気候変動）は、国際的にもコンセンサスが得られており、第2章や第9章が記すように複数の機関によって情報開示等の基準が作られている。評者は ESG の専門家ではないが、このような気候変動と比較してその他の ESG 項目に対する議論は明らかに不足しているのではないか。第2章は、現在のサステナブルファイナンスに通じる様々な事象と理論的な源流を記している。70年代の社会的責任投資（SRI）や環境銀行の推移とならんで、米国のコミュニティ再投

資法（CRA）と地域開発金融機関プログラムが果たした役割が述べられているが、この記述内容は貴重であろう。この他、欧米のサステナビリティ情報の開示についての記述は、第9章と繋げて読まれるのが良からう。上述したように、米国のSECは非財務情報において人的資本に関する情報の開示を求めている。第8章が扱う人的資本は、企業業績との関係などで多くの実証分析の分析対象となっている。わが国でも、2021年の改訂コーポレートガバナンス・コードにより、中核人材における多様性の考え方と現状、経営戦略と統合した人的資本への投資に関する情報の開示が求められ、上場会社は2023年3月期の有価証券報告書から開示が義務付けられる予定であるが、人的資本の情報は株主や潜在的な投資家（第7章）にとってGHG排出量以上に重要な情報であろう。第8章の真髄は、実際に「求められている人的資本の報告とは何か」をテーマに据えている点であり、2018年に定められたISO30414「人的資本の報告の指針」が提示する58の指標の概要と説明、雇用のあり方（企業内労働市場）や労働市場で人的資本情報を効率的に活用するために必要な機能（ピープルアナリストの活用、人事部門の役割）の記述は人的資本の価値を論じるにあたって必要な共通認識を提供している。

2.3 サステナブルな経営について（第3章、第4章、第5章、第6章）

第3章は日米の会社法からみた株主主権とサステナブル経営を論じている。ESGは企業経営に求められる観点だと言われているが、会社法が定める株主の利益の最大化（株主主権）との関係を明確にした上での議論は必要条件となる。米国の会社法（州法）が定める取締役の義

務とその履行は長期的な株主利益の実現を基本としており、サステナブルな経営はこの株主主権を何らかの形で維持した上で成り立つ。日本の会社法の規定でも、取締役が株主に追う義務は米国のように明確ではないものの、原則として取締役は株主利益の最大化をはかる義務を負うとの解釈が主流となっている。このような日米の会社法を踏まえて、第3章は、①サステナブル経営は、株主の利益にかなう、②サステナブル経営は、株主の利益にはかなわないが、（多数の）株主の意思にはかなう、③サステナブル経営は、株主の利益にも意思にもかなわないが、なんらかの方法で計測した社会全体の利益にはかなう、の3つのシナリオを提示して、サステナブル経営と株主主権が両立するための条件を検討している。紙幅の都合で、これ以上の詳細に触れることは避けるが、第3章の論述はサステナブルファイナンスやESGを語る上で基盤となる知識を与えてくれる。第3章は、第10章とならんで必読の章であろう。さらに第3章補論は、米国のベネフィット・コーポレーションを紹介している。この会社形態は、州法である利害関係者法に基づき、会社役員が株主の利益以外の利益を考慮することが出来る会社であるが、フランスのPACTE法に基づく「ミッションを有する企業」と良く比較されている。ミッションを有する企業は、評者の所属先が発刊している『証券レビュー』の2021年2月号に東北大学石川真衣准教授が寄稿されている。「「ミッションを有する企業」とは何か」がわかりやすい。第4章は、2019年8月の米国ビジネスラウンドテーブルが打ち出した「ステークホルダー資本主義」からはじまり、パーパス経営について紹介をしている。ただし、このビジネスラウンドテーブルのステートメントにつ

いては、第3章の論述を踏まえた上で読まれるのが良からう。続く第5章と第6章は、ともに実務家が執筆している点で興味深い。株主や潜在的な投資家からの要求に対して、企業（発行者）側の内情を含めた事例は貴重である。第5章はオムロン社におけるサステナブル経営を踏まえた役員報酬制度（インセンティブ制度）とその変遷を詳細に紹介している。第6章は非財務情報におけるESG情報の開示に関して、ユーザイ社が統合報告書で開示している実証研究（ESGのみえる化）や、同社の従業員インパクト会計の試みを紹介している。投資家は企業に対して、ESG（非財務情報）とROE（企業価値）の関連性の説明を求めており、企業側は「あいまいな綺麗ごと」に陥りがちなESGを可視化して説明する責任を負うとの指摘はもっともであろう。

2.4 投資家からのアプローチについて (第7章, 第9章, 第11章)

第7章はりそなアセットマネジメント社の責任投資への取り組みを、同社のパーパスの設定を基軸において紹介している。2020年のステューワードシップ・コード（導入は2014年）の再改訂もあり、資産運用者としての機関投資家のエンゲージメントには、さらなる実効性が求められている。第7章は、同社の取り組みがどのように進化してきたかとともに、ESG投資を行ううえでの情報源や責任投資の評価についての考え方も披露している。第7章のESG評価は、わが国でも金融庁が昨年の12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範（最終版）」を公表するなど、その在り方に注目が集まっている。同章の補論1はESG評価に関して外部評価機関の具体例を挙げて整理しており

(第1章と関連性あり)、また補論2では情報開示の拡充にかかる問題の提起も行っているなど、第7章にとってすぐれた補論が提供されている。投資家がESG投資の決断やエンゲージメントに臨む際に、基本となる情報源は企業の開示情報であるが(第7章)、そのような情報は他社との比較が可能となるような基準をもって開示されることが望ましい。第9章はサステナビリティ関連情報の開示と、その情報に対する外部機関の保証について簡潔にまとめており非常に有用であった。ESGに関連する情報は企業がボランタリーに開示する情報のみならず、法定開示で発信される情報も増加している。情報の氾濫を防ぐ観点から、開示情報の基準化が企画されることは当然であろう。しかしながら、評者のような専門外の間人からみると、民間の諸団体から多くの基準が提示されており、それらの違いを理解するだけでも相当の労力を要する。第9章は、主要な基準であるGRI基準、IIRC基準、SASB基準を比較し、各基準の背景や特色、動向をも記述している。さらには、開示情報に関する第三者保証に関しても、監査法人系の保証業務が利用するISAE3000基準（IAASBが公表）と非監査法人系が利用することが多いISO14064-3やAA1000基準の比較も行っている。第11章は、インパクト投資の定義や種類と事例、インパクト投資を巡る議論やインパクト投資市場の状況を報告している。

2.5 課題と展望 (第12章)

第12章は、第10章を踏まえて読まれることをお勧めする。本章はコーポレートガバナンスの総論としてわが国のガバナンス改革の推移と課題（低いROEと保有現預金額の積み上がり）、株主所有構造の変化（政策保有投資家比率の減

少) がもたらす企業と株主の新たな関係について論じている。第12章の特色は、近年の米国で議論の対象となっている「ボード3.0」のわが国への導入についての検討であろう。ボード3.0とは、2019年に米国でR. ギルソン（スタンフォード大）とJ. ゴードン（コロンビア大）が提唱した新たな取締役会構成の選択肢である。そもそも米国では、2001年のエンロン事件などを受けて、2002年7月に成立したサーベンス・オックスリー法において社外取締役の独立性の要件が厳格化されていた。しかしながら、経営陣との利益相反を考えると社外取締役の独立性は望ましく、また第三者の視点での監督が期待できるものの、ボード3.0の提唱者によれば、①社内の情報不足への対処が困難、②活動のリソースが不足している、③意欲には限界がある、などの問題が内在している（3つの限界）。ボード3.0は、ベンチャー・キャピタルやプライベートエクイティ・ファンドなどから、長期視点を持った本当の意味でのプロ投資家を取締役に加えることで経営陣の戦略策定と遂行をより効果的に監督することが可能となるとの考えである。本章では、ボード3.0に関する経済産業省の研究会における議論と見解もまとめられている。

Ⅲ. おわりに

本書は、サステナブルファイナンス（ESG）にかかる広範な議論をまとめており、この分野に興味がある方であれば、いずれかの章で有益な知識を与えてくれる良書である。しかしながら真なる「変革」をもたらすためには、もっと多様な項目を扱い、更に議論を深めていく必要がある。「サステナブルファイナンス3.0研究

会」の次の研究成果を期待したい。

評者が観察する米国市場をみると、ESGに関連する投資が急速に増加し、その後を追うように種々の市場規制が整備されている。その一方でUS SIFが昨年末に公表した報告書によると、米国内のサステナブル投資（ESG投資）の残高は2年前と比較してほぼ半減している（この主な理由はSECが定めたグリーンウォッシュを防ぐ規制にある）。評者のような門外漢にとって、ESGなどの必要性や標榜が先行しており、実態はその影に隠れているようにもみえる。

サステナブルファイナンスやESGとは何か。これらのホットワードは金融資本市場の中核となり、市場参加者の行動を革新へと導くのであろうか。

米国資本市場では、むしろサステナブルファイナンスやESGは混迷を深めているようにもみえる。連邦レベルでは、DCプランが投資決定を行う際にESG要因を考慮するように求めた労働省の新規則（2022年12月）に対して、連邦議会両院が同規則を差し止める両院合同決議を採択している（バイデン大統領は拒否権を発動）。州レベルではさらに深刻となる。「はじめに」で述べた昨年3月のSECによる規則提案に対して、共和党支持が強い21の州で司法長官が反対を表明するとともに、本年1月にはテキサス州をはじめとする25の州が上記の労働省の新規則の差し止めを求めて提訴を行っている。さらにESG投資を例に挙げると、民主党支持が強いメイン州が州法により化石燃料関連の企業を運用対象から外すことを公務員年金プランに求めるなどESG投資を推進する州がある一方で、共和党支持が強いフロリダ州やテキサス州などでは、同じく公務員年金の運用において

加入者の運用利益を最優先させるべく、資産運用業者の ESG 投資を牽制している。この反 ESG 的とも捉えられる方針を受けて、複数の大手資産運用会社でも行動に変容がみられている。例えばバンガード社は、2050年までに温室効果ガスの排出の正味ゼロを目指す Net Zero Asset Managers Initiative からの脱退を昨年の

12月に表明した。気候変動リスクは ESG の中でも最もコンセンサスを得られている分野であるが、それでもなお意見や利害の調整は容易ではない。

サステナブルな社会の実現に向けての議論が乗り越えるべき課題は多い。

(当研究所主席研究員)