

## 「第3回 SDGs 推進ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成31年3月8日（金）午前10時～12時

場 所 日本証券業協会 会議室

出席者 小松座長ほか各委員

### 議事概要

#### 1. SDGsの取組み、ESG金融等の紹介（意見交換）

##### (1) 統合報告書とSDGs開示について

標記のテーマについて、仲委員から、配付資料に基づき説明後、次のとおり、意見交換が行われた。

（意見交換）

・統合報告書を開示することにより、どのような形で株価にインパクトを与えられるのか、あるいは資金調達コストにインパクトがあるのかは、定量化が難しく、今後の研究を待たなければならない分野ではないかと考える。

・非財務情報をめぐる開示の状況は、ESGの開示、統合報告書での開示、SDGsに関する開示といった議論が出てきている段階であるが、日本では、必ずしも整合的な動きがあるわけではない。

・開示自体を通じて、投資家との対話できていない一群には、開示をきちんとやっ  
ていきましょうというのが本WGの提言になっていくということだと思う。一方で、開示は適切に行っているにもかかわらず資金がついていないという一群も存在している。開示の問題ではなく、そもそもSDGsに向かって価値創造をしていくような案件自体が少ないという事実があるとすれば、金融セクターと事業者の双方が、一緒になってどのようにつくり上げていけばよいのかという疑問が生ずると思う。

・統合報告書は、投資家などとのコミュニケーションツールであり、統合報告書を開示する中で、各企業がどのように価値を生み出していくのかを真剣に考えるようにな

るのではないかと考えている。そのようなルートから、企業自身が様々なものや価値を生み出すための知恵を絞っていくことが重要だと思う。統合報告書をコミュニケーションツールとして明確に位置づけ、その中にSDGsを取り込んでいくことが、統合報告書の価値創造効果ではないかと考えている。基本的なメカニズムとしては、開示が改善されれば、そもそも案件が少ないということについても、イノベーションが起き、金融機関、第二種金融商品取引業者等の役割も増していこうと理解している。

・「統合報告書のあり方」は1つのソリューションではないかと考えている。

統合報告書を出さなければならない理由が腑に落ちておらず、CSRレポートとアニュアルレポートを張りつけ、とりあえず「統合」だと言っているケースも多いと思う。一方で、DNAとして「三方よし」のマインドを持っている日本企業は、消費者や従業員など、様々なステークホルダーのためという統合報告書の必要性を話せば、すっと理解してくれるケースも多い。ESGやSDGsは、かなり文化に紐づいたものなので、外のをいきなり持ってきても、なかなか日本に根づかないと考えている。

統合報告書というのは、従業員であり、消費者であり、もちろん投資家でもあるといったマルチステークホルダーに対する、「存在意義の証明」なのだという「定義の直し」を行ったうえで、各企業等に働きかけることが有用だと考える。

・現在行われているアニュアルレポートアワードなどは、基本的に投資家目線であり、マルチステークホルダーの視点が入っていないと思うが、そのようなものを提起して、統合報告書のあり方、実務指針等で日本人が納得するようなガイドラインを策定するのも一つの方法かと考えている。

・欧米企業をみていると2つのアプローチがあると考えている。ひとつは、企業にとって、「社会課題の解決に取り組んでいくことが、長期的にはファイナンシャルリターンに結びついていく」ということを推進していくもので、その観点から非財務情報の開示や統合報告書を推進する考え方とも一致する道筋だと考える。

・もうひとつは、企業が今行っているビジネスをそのまま変えずに続けていくと、様々なステークホルダーや、世の中の新しい潮流から取り残されて、莫大なネガティブコスト、ヒドゥンライアビリティ(hidden liability)を負ってしまう。非財務情報の中

で、そこをクローズアップして取り上げ、それを数値化し、企業にとってのファイナ  
ンシャルなコストとして、いち早く認識して、それを自らの戦略的な意思決定の中に  
位置づけていく。そうすることで企業の現在の立ち位置や古びた戦略があぶり出され  
ていく、そこまで厳しく、自身を追い込んでいる企業は、日本ではまだ少ないが、そ  
のようなこともあわせてやっていかないと、日本の一流企業が一流の統合報告書を出  
していくという道筋にならない面がある。2つとも重要だ。

・形骸的な統合報告書を出すのではなく、統合報告書を通じて、どのように金融業界  
と事業会社がエンゲージメントを深めて、真の価値創造に結びつけていくかという点  
がポイントだと思う。統合報告書を通じて、企業の内部を変えていくような、価値創  
造の仕組みをつくっていくような、形骸化しないためのマニュアルのような、本質は  
こうなのですよというようなマニュアルができるといいのかもしれないと思う。

・実効的なマニュアルが大事だと思う。ただし、おそらく完全なものはない前提で考  
える必要がある。

また、ステークホルダー側がその意味を理解し、適切な対話がなされる仕組みも、  
必要だと思うので、企業側だけに統合報告書をつくるよう提言するのではなく、ステ  
ークホルダー側でも、その意味を解釈ができるような取り組みが必要だと思う。

企業に対して、統合報告書にSDGsを入れ込んだ形に変えてくださいといっても、  
なかなか難しいと思うので、むしろステークホルダーを入れた枠組で、SDGsを推  
進する方が良いと思う。

金融の力が働き、ファイナンシャルリターンを後押しするために、統合報告書には  
どのようなことが書いてあって、どのように評価したらよいと考えるのか、それらに  
関して蓄積、学習、公表していくような仕組み、仕掛けを作っていくことが、金融セ  
クターとしての役割かも知れない。

・統合報告書等を作成する立場からは、マルチステークホルダー向けにつくると、結  
局あれもこれも書かなければならず、百科事典のような統合報告書ができて、それで  
いいのかという悩みがある。

1つの大きなターゲットである投資家目線で考えたら、そのような読み物のようなも

のではなく、会社、特にトップコミットメントが、どう考えているのか、リスクと機会をどのようにとらえていて、それを今後の企業経営の中にどう活かしていこうとしているのか、そのような端的なもので良いのではないかとも思う。一方で、投資家のためだけにレポートしているわけではなく、企業の行っている活動の応援者になって欲しいという思いもあるので、そうすると、対象を分けざるを得ないというのが現場の正直なところである。そうであれば、統合報告書を投資家目線で考えたときに、どういう開示をして欲しいのかを明確にし、それとはまた別に知ってもらいたいと思うことは、サステナブルレポートと呼ぶか、また何か別の形でつくらざるを得ないと思う。

・統合報告書のあり方で、結局、最終的に企業の目的は企業価値の向上、株価を上げることなので、最終的には投資家がメインだということには、非常に同意する。一方で、この企業は、様々なステークホルダーからどうサポートされているかという情報を投資家は、知りたいのではないかという意味で、マルチステークホルダー向けなのではないかと理解している。

大学生を対象に、今後、就職して労働者や投資家になる立場などから、企業にどういった情報を出してほしいかなどのアンケートを実施し、情報を発信するのもおもしろいかと思う。

・統合報告書を「価値創造についてのコミュニケーションツールである」と考えると、例えばその企業の中で、自分たちは今、こういうビジネスモデルで価値を創造しているが、将来、こういうふうに変えたいといったようなビジョンやそのための戦略について、企業の中できちんと議論したものを報告書の中にきちんと書くことは、必ずしも、大きなコストがかかるとは思えず、中小規模の金融機関、事業会社でも対応可能だと考える。

## (2) ブラックロックのサステナブル投資への取り組みについて

標記のテーマについて、内藤委員から、配付資料に基づき説明後、次のとおり、意見交換が行われた。

(意見交換)

・運用者として、社会的なインパクトを出していることをゴールとする運用を望む投資家に対しては、ファイナンシャルリターンと必ずしも連動性がないかもしれないインパクトを出している企業を、例えばネガティブスクリーニングをした上で、投資先として選定するような対応はできていると思っている。

ただ、運用者として、投資としての意味があるかもしれないという切り口で、様々な分析、モニタリングを続けており、財務インパクトとの関連性があるものをグループの中に集めて、その中で運用ができるような形が理想なのではないかと思っている。

・10年前より5年前、5年前より今のほうが、開示データのみならず、それ以外のデータソースも非常に多様化していると思う。また、それを目利きする投資家側の能力というものも同時に進化している。相関を見出す分析技術等が進歩することによって、投資時には分からなかったが、実は連関性があったという証明が行いやすいものが出てきたり、データが全くない時代には、見ようにも見えない部分についても相関を特定する可能性が高まっているように感じている。

・何をベースに「ミレニアル世代が動くか」という投資行動の箇所で、60%以上が単純な経済的リターンではなく、社会課題解決を重要視するというデータを、ご説明の中に登場されたLarry氏が述べられていた。これは、非常に大きなポイントであり、その見える化のようなものがテーマの1つだと思う。

・社会的な意義をわかりやすくするという意味においては、テーマ型というエリアが大事だと考える。ESGという言い方では、少し幅広過ぎて、「このエリアに投資をしたい」というインセンティブにつながりにくい。ミレニアル世代に対して、よりアピールを強めていくためには、その中の何なのかということ、例えばインクルージョン&ダイバーシティや、ガバナンスに特化していますなどのテーマ型について、現在、研究・開発している。

・ESG、SDGsのエリアには、やはり宗教論争的な部分があると思う。社会的な貢献をしたいという気持ちがあるが、このような投資行動を生んでいるという理解はしているが、資金をお預かりしている立場にある年金基金、銀行等、保険会社などのプロ投資家から見ると、やはり財務リターンは必ず目指さなければならないというところが

あり、そこを超えて、ESGのテーマが来るというのは、いわゆるフィデューシャリー・デューティーの問題があるという、伝統的な考え方はやはり根強いと思う。「投資としての意義が何であると考えているのか」を伝えることに尽きるとしている。

・投資家に、自分が欲しているものは一体何かということを理解してもらうような選択肢を提示し、それが、会社側にとっても新しい力学として働く、そういう循環を起こす仕掛けをうまくつくれるといいと思う。

・その正の循環スパイラルができるためには、企業と投資家の間に立つアセットマネジャー等の金融業者も、目利き能力、プロセス判断能力が、どのように合理的なものなのかという説明ができなければならず、そのためのデータの分析力や情報を読み取る力が重要と思う。

・様々なデータからインパクト投資と長期的なリターンとの関係に相関が見いだせないかとデータ解析に取り組んでいることは極めて重要であるが、明確かつ有意な相関が見いだせておらずトラックレコード蓄積にまだ時間がかかるのであれば、機関投資家を呼び込むことは簡単ではない。

### (3) SDGs推進に向けた評価手法導入の検討について

標記のテーマについて、鈴木委員から、配付資料に基づき説明後、次のとおり、意見交換が行われた。

(意見交換)

・インパクトエバリュエーションは、開発の分野では、契約条項にも入っている状況となっており進んでいる。インパクト評価手法の開発について、学術的には、一番良い方法が一番良いというのが決まってしまう、そこを曲げるのは難しい。実際に企業が使えるような、目的に合った手法を開発していくことが重要だと思う。

・学術的には、開発の分野でのインパクト評価は、ランダム対照化実験(RCT)が、理論的に正しいと思うが、それは非常にコストがかかる。

例えば、インパクト投資のファンドレイジングをする人に、どこまでインパクトに

ついて事前にコミットしてもらい、プロジェクトの実施後、そのインパクトをどう評価するかというときに、どこまでやればいいのかという疑問がある。RCTまで求めると、コストがかかり過ぎる。一方で、例えば観光業への投資で、観光客何人増などの形でインパクトを事前に設定して、後でチェックするような単純な手法でいいのかというと、なかなか難しい問題がある。

そのような点を、アカデミアと産業界が議論等を通じて、インパクト投資のファンディングの際、どの程度の開示が必要なのか、さらに議論していく必要があると思う。

・インパクト投資を推進していくために、1つの課題や目標を設定するということは十分あると思う。事業や企業が行うインパクト評価は、複雑で、コストもかかるが、どこまでやるのか、評価のコストが問題になると思う。一方で、あまりに簡単にしてしまうと、非常にいい加減な、この程度でいいのかというものしかできなくなってしまい、せっかく評価を行っても、誰もあまり参照しないものに成りかねない。やはり良いものを、適度の実施しなければならないと考える。

・インパクト評価には「社会的インパクト評価イニシアチブ」のようなものも日本にはあるが、現在、日本で民間の団体が行っているメソッドロジーなどが、国際的に見ても十分しっかりしたものなのかは、今後よく見て行く必要がある。でないと、日本のインパクト投資の信頼性が揺らいでしまう。また、イギリスのBig Society Capitalが行っている評価指標が一番良いという意見を専門家から聞くことがあるが、そのようなものがある程度良いものであれば、場合によっては、それを利用した取組みを行う企業に対し、評価にかかる初期コストを協会等が支援するというようなことも、1つの案になるのではないかと思う。

・学術的に、精緻にやり過ぎるとコストがかかる、一方で、簡単にすると意味がなくなるというのはもちろんで、バランスが重要だと思う。評価だけを専門に行っている団体があつて、RCTで評価をすると、そのケースに関しての因果関係は出せるが、それが必ずしも他の事例に合うかどうかかわからず、外的妥当性は確保されないということが常に言われている。それを改善するために、今までに行われたRCTを登録するサイトをアメリカの経済学会が運営しており、インパクトエバリュエーションの結果ばかり

集めている3ieという団体もある。インパクトエバリュエーションを行ったプロジェクトの方が、行わないプロジェクトより良いか等のインパクトエバリュエーションのインパクトエバリュエーションを行っている団体もある。欧米で進んでいるのは、評価を集約し、全体の傾向を出すということである。よって、必ずしも、同じようなRCTを何個も行う必要はなく、何個か行われた中での「傾向」を出すというようなことを行っているので、「やるべきところ」と「やるべきではないところ」について、何らかの結論が導かれたら良いと思う。

- ・SDGsの達成に向けたギャップを埋めていくためには、開発の現場というものを置き去りにしたまま議論していても何も進まないと思う。

一方で、開発の現場での評価について、金融のマーケットからどの程度のアクセスがあるのかとか、資金が回っているのかということを見ると、この第二種金融商品取引業者というものが、まさに金融庁が、わざわざ別のカテゴリーをつくって、既存の金融機関ではできない金融、アクセスを、金融商品取引業者を定義してやっているわけなので、まさに金融が開発の現場にどういうふうに資金を流していくのかを議論していくということは非常に重要だと思う。

開発の現場には、既存の金融マーケットに既にアクセスしているような、上場会社を通じてしか資金が流れていかないのか、もしくは別の方法論があるのかというのは、重要なテーマとして考えていくべきだと思っている。

- ・精緻に評価を行えば、当然コストがかかる。情報を取得するのもコストがかかる。使い方、目的次第で、適切な粒度、労力のかけ具合、かけ方を設計することが大事と感じる。新しい事業設計する場合には、おそらく、それなりに確証を持ちうる方法でやる必要があるで、しかし、モニタリングを行うような場面では、最初に作った方法論の中で、拾えばいい所を軽く拾い、様子を確認できれば良いなど、使う場面によって、あるいは、求められるファクターに応じて、精緻度や重みを変え、できるところは簡略化することで、スピーディー、タイムリーな評価につなげていくことが良い方法と思う。

- ・「何のために評価するのか」は、一番重要だと思う。しかし、企業が、儲からない事

業や、叩かれている事業を正当化するために、社会的インパクトがありますというような主張をすることを、インパクト評価のモチベーションとしているのは、とても危険だと思っている。営利事業としてやっていくからには、社会的価値とか、環境的な価値が、どういうふうに企業としての価値向上に結びついていくのかという視点がなない限り、そのインパクトを計る意味はないので、コストをかけて精緻なことをやる意味はないと考える。

一方で、儲からなくても、社会的意義があって、経済的に意義があるので、そういう種類の資金を調達する必要があるというところであれば、開発のようなインパクト評価を、それなりの粒度でやっていくということだと思う。

どれくらいの労力をかけて、どれくらいでやるのかということ、きちんと考えてやらないと、無意味なものになってしまうのではないかと思う。

・ドイツのフランクフルトで大手会計事務所、コンサルタント、OECD、EU、世界銀行等が、企業のインパクト評価のようなものの標準化を進めていくというイニシアチブが立ち上がっている。日本企業は、まだ参加していないので、ぜひ日本企業にも参加して欲しいと言われているので、関心がある企業があれば、お知らせ願いたい。

・インパクトについて、定量的評価ができれば、もちろん良いが、過去に遡ってどうであったかというような話なので、難しいと思う。

しかし、「傾向」であれば、多分、トライアル程度のデータから出せるはずであり、そこまでが限界だという割り切りも重要だと考える。「傾向」と、それを使う側の教育があれば、ある程度のレベルは担保できるのではないかと考える。

・PDCAサイクル自体が、本当に万能なのかと、最近疑問に思っている。トライ・アンド・エラーで、それを次に活かしていくというのは、ものをつくる場合には、非常に大事だと思う。しかし、今の時代、そのようなビジネスモデルばかりではない中で、事前にどれだけ目利きできるかという、目利き力が重要なのではないかと思う。評価についても、事前評価に重きを置く方が良いと思う。

## 2. 次回WG

第4回WGは、平成31年4月15日（月）に開催する。

（配付資料）

資料 1 統合報告書とSDGs開示

資料 2 ブラックロックのサステナブル投資への取り組みについて

資料 3 SDGs推進に向けた評価手法導入の検討

以上