

【第9回・完】

コーポレート・ファイナンス とESGの統合に向けて

【連載スケジュール予定】

第1回	そもそもESGとは	2020年10月20日号 (No.1592)
第2回	ESG情報開示①～何が企業に期待されるのか～	2020年11月1日号 (No.1593)
第3回	ESG情報開示②～データ品質マネジメントと第三者保証～	2020年11月20日号 (No.1595)
第4回	ESG情報開示③～日本企業の現状と課題～	2020年12月10日号 (No.1597)
第5回	気候変動への対応①～内部炭素価格の考え方と導入上の論点～	2021年1月10・20日号 (No.1600)
第6回	気候変動への対応②～再生可能エネルギー導入の方法と意義～	2021年2月10日号 (No.1602)
第7回	ERM(エンタープライズリスクマネジメント)へのESGの組込み	2021年2月20日号 (No.1603)
第8回	非財務情報の経営への活用～指標化とインパクト評価～	2021年3月10日号 (No.1605)
第9回	コーポレート・ファイナンスとESGの統合に向けて	2021年4月1日号 (No.1607)

この記事のエッセンス

- 外部環境が継続的に変化しており、企業のコーポレート機能は新しい現実に対応し変化するプレッシャーにさらされている。
- ビジネスのサステナビリティおよび非財務情報の収集、分析、報告のスタンダードの変化は、従来の財務報告プロセスからの大きな転換を示している。
- 既存のコーポレート・ファイナンス機能が、変化するビジネス環境において、「適切な役割を果たしているか」が問われている。

PwCあらた有限責任監査法人
フィリップ・マシー

はじめに

昨今の新型コロナウイルス感染症の拡大をはじめとする出来事は、世界がますます不安定で不確実、かつ複雑になっていることを示しており、それがビジネスに重大な影響を与えている。コロナ以前から、テクノロジーとデジタル化、気候変動に対する意識の高まり、サステナブルな経済への移行の必要性は、ビジネスに変革を求める重要なドライバーとして広く認識されていた。これらの変化のドライバーは、コーポレート・ファイナンス機能を含む、ビジネスのあらゆる分野に影響を及ぼしている。多くの企業にとって法定要件となっている財務報告と開示を例にとると、先進的な企業は、AIと感情分析アルゴリズムを活用し、読者にとってより読みやすい開示方法を編み出し始めている⁽¹⁾。

また、さまざまな変化のドライバーが相互に関係し合うケースがみられるようになってきている。PwCジャパンでは、財務報告書や統合報告書などのテキストデータから、一般的に非財務情報と呼ばれている環境・社会・ガバナンス(ESG)要因

と財務情報の関係性を特定・抽出するAIベースのツールを開発し、金融とサステナビリティの領域で、トリアルを開始している。こうした変化があるなか、特にビジネスのサステナビリティに関連する領域で、現在のコーポレート・ファイナンス機能が「適切な役割を果たしているか」が問われている。

⁽¹⁾ National Bureau of Economic Research, "Corporate Reporting in the Era of Artificial Intelligence", <https://www.nber.org/digest-202012/corporate-reporting-era-artificial-intelligence>

サステナブルなビジネスとコーポレート・ファイナンス機能

サステナブルな経済への移行のなかで、企業は長期的な価値創造と、財務的、社会的、環境的価値を統合する共有価値の創造に関する目標を採用するようになってきている。これは、従来の財務報告書では無形資産に起因する価値を捕捉できないため、企業価値が十分に捕捉されていないとの認識を反映している。

ビジネスとサステナビリティの関係についての考え方は、日々進化している。優れたESGパフォーマンスが財務パフォーマンスを向上させ

るとの理解が広まり、多くの企業はサステナビリティへのアプローチを従来のCSR（企業の社会的責任）から進化させ、戦略的にサステナビリティをビジネスモデルに統合するようになってきている。ESGを考慮することは、企業のコミュニケーションやリスク軽減の観点からの対応ではなく、新たな価値と収益を生み出すイノベーションとソリューションの機会を追求するものへと進化している。このアプローチは同時に、よりサステナブルなビジネスモデルへの進化に貢献する。

CSRからサステナビリティ・ビジネスへの進化に伴い、ESGがビジネスモデルに組み込まれるようになってきた。この変化は、コーポレート・ファイナンス機能の影響力の範囲に変化をもたらすなど、企業内での責任のシフトを伴っている。このような変化の例として、次のようなものがある。

(1) 報告基準

CSR部門が中心となつて、CSR報告書の作成と公開をする従来のサステナビリティ報告のイメージが、変わりつつある。米国証券取引委員会（SEC）は、初めてESGを

10-Kに要件として組み込み、人的資本の開示を義務づけている⁽²⁾。欧州連合（EU）は、2014年以降、非財務情報開示指令を導入している。重要なESG課題と開示指標を特定するサステナビリティ会計基準委員会（SASB）⁽³⁾の業界セクター別スタンダードは、企業の開示や投資家が企業の業績を評価するためのスクリーニングやデュー・デリジェンスのプロセスに採用されるケースが増えている。国際会計基準審議会（IASB）の業務を監督するIFRS財団による、財務とESGパフォーマンスの報告を関連づけるサステナビリティ基準審議会（SSB）⁽⁴⁾を設立する提案は、ビジネスのサステナビリティパフォーマンス開示をコーポレート・ファイナンス機能の範囲内に明確に位置づけている。

- (2) PwC, "New human capital disclosure rules: Getting your company ready", <https://www.pwc.com/us/en/cfoirect/publications/in-the-loop/sec-new-human-capital-disclosure-rules.html>
- (3) SASB, "SASB Standards", <https://www.sasb.org/>
- (4) SSB, "The IFRS Foundation's new sustainability-reporting", <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/sustainability-reporting/>

(2) 企業の資本コスト

金融の観点からは、ESGパフォーマンスが資本コストに与える影響をCFO（最高財務責任者）が認

識して、コーポレート・ファイナンス機能にESGを組み込んでいることを示す多くの証拠がある。MSCIワールド・インデックスにおける資本コストとESGスコアに関する最近の分析では、ESGスコアが最も高い企業の平均資本コストが6.16%であるのに対し、ESGスコアが最も低い企業の平均資本コストは6.55%と報告されている。また、MSCIエマージング・マーケット・インデックスの分析では、より大きな資本コストのギャップが報告されている⁽⁵⁾。

- (5) MSCI, "ESG and the cost of capital", <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>

(3) 新しい金融商品

金融サービス市場の変化、とりわけサステナブル金融商品に対する需要の変化は、この変化にさらに拍車をかけている。日本で資本を調達する企業に向けて、いくつかの日本の大手銀行は、サステナブルな金融商品を市場に投入することを目的としたビジネスユニットを設立し、サステナブル・ファイナンスの定量的目標を達成することにコミットしている。従来は保守的と考えられてきた、日本の大手銀行によるサステナ

ブル金融商品の市場への導入の動きは、サステナブル・ファイナンスが将来的に注目すべきものではなく、今日のビジネスに関連していることを明確に示している。

なぜ今回は違うのか？

ビジネスのサステナビリティに関して変化が起きており、それがコーポレート・ファイナンス機能の影響力の範囲内にあることを認識した場合、「現状のコーポレート・ファイナンス機能は、変化に対応するために組織をサポートすることができているのか、適切な役割を果たしているのか」と問うのが当然の流れである。

従来の財務報告、コーポレート・ファイナンス・システムやプロセスは、過去の業績を測定することに焦点を当てていた。このことは、報告される資産の過去の価値と、その資産が将来生み出すであろうキャッシュ・フローとの関係を分析しようとした場合に困難をもたらす。非財務情報は、無形資産や将来のキャッシュ・フローから生じる企業価値の測定をサポートすることができたため、このギャップを埋める役割を担っている。このような認識が、C

S R の情報開示を広報文書から切り離し、S A S B などの ESG 課題とビジネスパフォーマンスを結びつける報告基準が出現している背景の1つとなっている。

非財務レポートディングは、環境、社会、従業員、倫理など企業業績の非財務面のデータを収集・開示し、企業戦略に基づいて測定方法、指標、関連目標を定義するプロセスである。

これは従来、グローバル・レポートイング・イニシアチブ(GRI)の開示フレームワークなどの基準を用いて、CSR報告書やサステナビリティ・レポートを通じて行われてきた。これが近年、財務諸表とサステナビリティ・レポートを1つにまとめ、組織の価値創造とそれを維持する能力を説明する統合報告書を発行する方向へと変化している。S A S B などの開示基準の適用や、新基準の導入が増えていることから、この移行は今後も続くと思われている。

多くのコーポレート・ファイナンス機能にとつての課題は、既存のプロセス、システム、チームの能力が財務データを中心に構築されていることである。CSR報告は、これまでにCSR部門のような別の機能が担

当しており、データ収集プロセスやシステムは財務報告プロセスとは異なるのが一般的であった。しかし現在、コーポレート・ファイナンス機能は、既存のシステムでは収集・分析できない非財務データを扱うことが求められており、新たな業績指標や報告プロセスの設定が求められている。その結果、組織は、経営陣と

(図表1) コーポレート・ファイナンス・チームへの影響

ポジション	コーポレート・ファイナンス・チームにおけるESG責任
CFO	利益パフォーマンスの改善とサステナブルなビジネスモデルの実現に貢献するESG関連戦略を作成し、CEOと取締役会に提示する。
ファイナンシャルプランナー	ESG要素を戦略的計画・投資に統合し、企業報告のダッシュボードにESG KPIを組み込むよう支援する。
コントローラー	ESGのKPIとリスクを財務報告書に統合し、ESG報告プロセスを簡素化する。
財務部長	サステナブル・ファイナンスの事業投資戦略への統合に責任を持つ。

外部ステークホルダーが求める情報が得られるよう、既存のデータ収集システム、分析ツール、およびその報告プロセスの適切性を検討することが必要となっている。

現在起こっている変化は、従来のコーポレート・ファイナンス・チームになかったスキルセットを求めている。ESGをコーポレート機能に統合することは、図表1が示すようにコーポレート・ファイナンス・チームの多様な階層に影響をもたらす。システムやプロセス改革に加え、サステナブル・ファイナンス、統合報告、ESG基準設定などのESGの取組み課題に対し効果的に対応するには、ビジネスオペレーションに関連するESG課題に対して、コーポレート・ファイナンス・チームのスキルアップが求められる。

企業の対応: サステナブルな金融を見据えて

コーポレート・ファイナンス・プロセスの革新は、「既存の財務プロセスは進化するESGの環境に適合しているか」という問いに向き合うことで進んでいる。多くの場合、ESGの取組みは、他の投資機会に比べ、

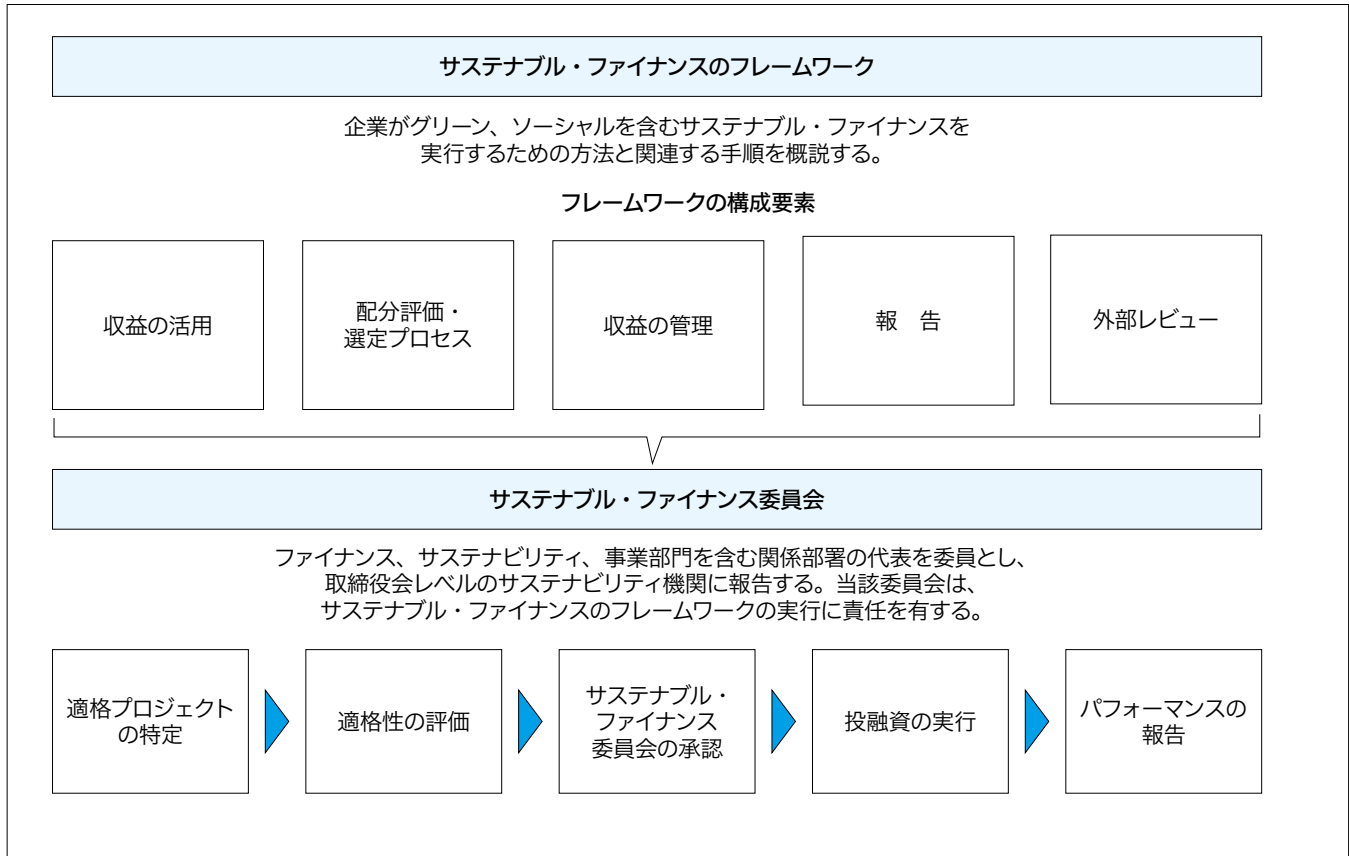
期待収益率を達成するためにより多くの時間を必要とするという点が課題となっている。資本支出予算編成プロセスでは、ESG関連投資に対して異なる内部収益率(IRR)の要件を定義し、ESG投資機会を確保するための専用の資金プログラムを設定するさまざまな「グリーンCAP EX(Capital Expenditure)」イニシアチブが実装されている。

サステナブルな金融ポリシーとフレームワークを確立し、サステナブルな金融の展開について組織全体に明確な指針を与えることは、ESGを融資プロセスに組み込むための体系的なアプローチの例である。

では、サステナブル・ファイナンスのフレームワークとは何か。これは、組織がどのようにESGを資金調達の意思決定に組み込んでいくかを定めるフレームワークである。多くの場合、当初はグリーンボンドやソーシャルボンドなどの金融商品を対象としてきたが、時間の経過とともに、組織が行うすべての財務活動を対象としたものへと拡大することが想定されている。

フレームワークの典型的な概要および構成要素は、次頁図表2、次頁図表3のとおりである。

(図表2) サステナブル・ファイナンスのフレームワーク概要例



(図表3) フレームワークの構成要素

- ・収益の活用：信用枠や社債の発行などの財務活動から得られる収益を、期待される環境および社会的便益を含めて、どのように活用するかを定義する。
- ・配分評価・選定プロセス：資金要請が、収益の活用によって定義された活動に適合しているかどうかを決定するプロセスを確立する。
- ・収益の管理：出資と資金の配分を追跡するプロセス
- ・報告：環境・社会的業績目標の達成に金利に関連づける貸し手に対するものを含め、パフォーマンスや報告に関する情報を収集するプロセスを確立する。

企業がなぜ変化を起こし、サステナブル・ファイナンスのフレームワークを導入し始め、サステナブルな金融商品を選択しているのかについては、さまざまな理由が挙げられる。たとえば、リスクマネジメントプロセスの強化で、ESG要因を考慮することで、融資決定に伴うリスクをより徹底的に評価することが可能になり、信用リスクスコアの向上やレピュテーションリスクの低減につながる可能性がある。また、サステナブルな金融商品に低い金利を提供する商品を選択することは、資本

フィリップ・マシー (Philip Massey)
PwCあらた有責任監査法人
サステナビリティ・サービス マネージャー
オランダ ナイエンローデ経営大学校卒(MBA)
(ゼネラルファイナンスおよびファイナンス)。15年以上にわたり、環境・社会・ガバナンスのアプローチを駆使し、非財務ドライバーに関連するビジネスリスクと機会評価の分野に携わる。企業が一般的に使用する分析手法をサステナビリティ関連の問題に適応させることに重点を置き、モデル化手法を使用したデータ駆動型リスク/機会分析について豊富な経験を有する。

コストの低減に貢献すると同時に、サステナブルな金融の領域で活動する新しい貸手グループへのアクセスを可能にする、という点も挙げられる。

企業がESGの目標を達成しようとするにつれ、ESGをコーポレート・ファイナンス機能に統合するプロセスが強化されると予想される。コーポレート・ファイナンス・チームの中心的役割は、価値創造プロセスをサポートし、サステナブルなビジネスモデルを実現することである。新たな機会に対応する先見性のあるコーポレート・ファイナンス部門は、政府主導の基準や規制を待っている企業よりも、環境の変化から利益を得るために有利な立場にあると考えられる。