■書　評

サステナビリティと コーポレートファイナンス

砂川伸幸・山口敦之 編著

A5 判・284 頁　日本経済新聞出版刊

［評者］保田隆明
（慶應義塾大学）

ESG やサステナビリティ対応は企業価値や株主価値向上につながるのか。株式投資家にとっても企業の財務戦略の現場でも，最近最もホットなトピックの一つである。

序章ではまずアカデミックの研究状況と，企業での実践状況を俯瞰して整理してくれている。潮流としては，概ね企業価値や株主価値にポジティブな影響という状況が産学ともに見えつつある。その後の第１章～第３章にかけては，ESG，サステナビリティ推進の社会的背景，資本市場の変化，ESG 投資の概況が整理されている。これらは類書でも触れられていることも少なくないが，執筆陣が皆実務者であるがゆえに，資本市場との向き合い方をどうすべきかという点を意識して執筆されており，特に企業の実務担当者にとっては要点をコンパクトに理解しやすい。

第４章では債券投資家にとっての ESG，サステナブルファイナンスが扱われているが，個人的には本章はとても興味深かった。スプレッドが小さくなるため，資金調達コストを低く抑えられるというのはアカデミックでも実務でも知られたことではある。しかし，それ以上の議論はあまりなされることはない。本章ではより踏み込んで，ROE，PBR，資本構成への影響について論じており，財務戦略として全体的にとらえることを可能としてくれており，その価値は非常に大きい。

第５章では，2023 年に開催された日本経営財務研究学会全国大会（於京都大学）での統一論題「ESG サステナビリティと経営財務：企業と投資家」のパネルセッションの内容がまとめられている。口頭報告を書籍化する際，読みにくいことが多々あるが，こちらは書籍としてとても読みやすくまとめられている。また，報告内容は 2 年経った 2025 年現在においても全く色褪せていない。それほど日立製作所とオムロンの取り組みは先進的であり，また，両者のアプローチが異なることも読者の本分野への理解を助けてくれる。

最近は各所でサステナビリティへの模範的アプローチ企業，模範的開示企業の事例が報告されることが増えているが，自社にどう役立てるかに落とし込むには，それらベストプラクティスが導入された各社の背景，ストーリーまでを知る必要がある。しかし，事例集ではそこまでは通常カバーされない。その点，本書では，両社のストーリー，背景が語られることで，プラクティスがより立体的なものとして理解可能となる。

アセットマネジメント One を交えたパネルディスカッションでは，機関投資家が企業の取り組みの何をどの程度評価しているのかも理解できる構造となっている。企業と市場（投資家）の両方の視点がバランスよくまとめられている。

第６章では明治 HD，第７章ではレゾナック HD の取り組み事例が紹介されているが，B2C 企業と

B2B 企業での取り組みは当然異なる。ESG の模範事例としてよく取り上げられるユニリーバやネスレはまさに B2C であり，明治 HD の事例はそれら欧州企業との対比で見ていくのもよかろう。食品メーカーとして ESG，サステナビリティ対応はマストであり，強い意志でそれに取り組み企業価値を向上させようとしている姿がよく理解できる。一方，レゾナック HD は，経営統合をした２社の統合推進の一要素として ESG，サステナビリティがうまく活用されていることが理解できる。評者もよく，B2B 企業からどの程度 ESG やサステナビリティに対応すべきなのか，という質問を受けるが，レゾナック HD の事例は，事業ポートフォリオの変革と組織一体化にうまく ESG，サステナビリティを活用している。

第８章では，ESG，サステナビリティ推進のための組織運営における管理会計情報の活用についてまとめられている。ESG，サステナビリティの各取り組みの多くは組織面であることから，この管理会計情報の活用は今後ますます重要になる。あまり類書では触れられていないテーマである一方，企業側のニーズは高い分野であり，実務的価値は大きい。

最後にアカデミア，機関投資家，証券会社，監督官庁からの参加者での座談会「サステナビリティから考える金融・資本市場の将来と課題」で締めくくられている。この座談会がとてもよい。ESG，サステナビリティ対応は，企業も投資家も，どのように，どの程度対応すべきなのかの最適解を模索中である。絶対唯一の答えはない。我々コーポレートファイナンスに従事する人間が ESG やサステナビリティに対して，何かしっくりこなかったり，やや居心地が悪かったりするのは，この「答えがない」という状況をあまりこれまで経験してこなかったからであろう。

株式投資家は株価の先行指標を常に求める。一方の企業は，自社の価値を正しく正当に株式市場に評価してもらうべく，自社の様々な情報を提供する。それらの観点から，近年は非財務指標への関心が高まっており，ESG やサステナビリティはその代表格である。ただし，それらが実際に企業の業績に寄与して初めて価値ある情報となるのであり，市場はまだそれらをどの程度加味するかに関して，評価を定めていない。企業自身もそれらが自社の業績向上にどの程度寄与するのか，確信を持てていないのが実際である。

そのような状況ゆえに本書が提示する現況と今後の可能性，そして課題の整理は，投資家，企業の両サイドにとって有益である。特に最後の座談会はこれら領域に詳しい当事者でもいまだ最適解を模索していることを見せてくれている。本領域の研究者，実務者にとって今後の研究および実務上の指針を提供してくれる。

本書籍からは，執筆陣や座談会に登場するアカデミアと実務者が，お互いの領域に対しての深い理解とリスペクトがあることが感じられる。コーポレートファイナンス領域の発展には，まさに産学連携での研究蓄積とそれの現場への応用が重要であることから，同様の書籍や研究アプローチが増えて欲しいと願いながら読み進めた。本書をきっかけとしてこのような産学連携の場が，京都大学のみならず他大学でも広く展開されていくことを切に願う。