

サステナビリティをめぐる 不確実性に向き合い、 日本はその強みを活かせるか



深井恒太郎

日本の意思決定スタイルは 強みとなり得るか

「大胆な意思決定ができない」。これは長らく日本に向けられてきた批判である。その背景には、「欧米のように戦略を一点に絞り込み、経営資源を大胆に集中投下する姿勢に欠ける」「意思決定が遅く、漸進的にしか変化を見せず、賭けに出ない」といった声がある。グローバルな経営の文脈において、これは弱点として語られ続けてきた。

しかし、ここで一つの仮説を提示したい。サステナビリティの時代において、この「大胆に賭けない」という日本の意思決定スタイルは、むしろ強みとして機能する可能性があるのではないか。

開示義務化による進展、 揺らぐ前提

この仮説を検討するうえで、まず確認しておくべき事実がある。サステナビリティをめぐる制度・市場環境は、いま大きく変化している。

2027年3月期、日本のサステナビリティ情報開示は新たな段階に入る。サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が策定した基準に基づき、時価総額3兆円以上の企業を皮切りに、有価証券報告書でのサステナビリティ情報に関する体系的な開示が義務化される。対象はその後、1兆円以上、5000億円以上の企業へと毎年拡大していく。

国際的にも国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）がS1・S2基準¹を策定し、欧州では企業サステナビリティ報告指令（CSRD）²が段階的に適用を開始している。第三者保証によるデータの信頼性確保、企業間の比較可能性、財務的影響の可視化が要求されることで、非財務情報は企業価値を評価するための情報としてあらためて位置づけ直されつつある。

資本市場の構造変化もこの流れを加速させている。日本のサステナブル投資残高は2025年時点で671.8兆円、運用資産総額の63.4%に達している³。パッシブ投資の拡大やアセットオーナーの長期志向と相まって、非財務

情報は投資判断に構造的に組み込まれるようになっていく。サステナビリティは、企業活動の外側にある社会的要請から、企業価値を左右する内側の条件へと、その位置づけを変えていく。

一方で、サステナビリティをめぐる前提条件は大きく揺らいでいる。米国ではトランプ政権の下、パリ協定からの再離脱とインフレ抑制法（IRA）の見直しが進んだ。また、欧州でもグリーン政策に対する政治的反動が顕在化している。採算性の観点から一部の再生可能エネルギー事業から撤退を決断した総合商社、電動化シフトの加速が巨額損失につながった自動車メーカーなど、サステナビリティを前提にした大型投資が想定どおりの成果を生まない事例も目立つ。

サステナビリティは、技術革新のように一定の方向に直線的に進むわけではない。脱炭素政策、資源価格、地政学、社会的価値観など政治・政策・社会の影響を強く受け、揺れながら進む。ここに浮かび上がるのは一見矛盾した状況である。すなわち、開示に関する規制は本格化し、投資家の評価にも非財務情報が構造的に組み込まれていくのに対し、サステナビリティを支える政治・政策・社会的な前提は揺れ続け、長期投資の見立てをしづらくなっているのである。経営者は何を判断の軸とすべきか、この問いに、従来型の戦略思考では十分に答えられない。

こうした環境の中では、1つの将来像に資本を集中させる戦略は、前提が変わった瞬間に致命傷を負うリスクを抱える。むしろ、複数の選択肢を残しつつ段階的に判断を更新していく姿勢、つまり経営学でいうリアルオプション的な発想に通じる姿勢の方が、結果と

して企業価値の毀損を抑え、機会を逃さずに済む可能性がある。日本企業の漸進的な意思決定の進め方は、揺れながら進むトレンドに対しては必ずしも弱点ではない。むしろ、揺れる前提に対応するための1つの強みとなり得る。

もう1つの強み：無形資本の蓄積

日本企業にはもう1つ、伝統的に重視してきたものがある。終身雇用を背景とした人材育成、現場での技能蓄積、長期的視点での研究開発（R&D）投資などである。これらはいずれも、現在の経営用語でいう「無形資本」の中核となる要素である。

財務諸表に載らないが企業価値の源泉となる資本を、日本企業は意識的にせよ無意識的にせよ長く重視してきた経営の系譜がある。無形資本は不確実性の高い環境下でこそ真価を発揮する。事業ポートフォリオの組み替え、新たな技術領域への進出、規制や顧客選好の変化への対応など、こうした適応が求められる局面において、人的資本・知的資本・組織能力・ブランドといった無形資本は、企業が変化に応じて姿を変える基盤となる。

新しい追い風：資本市場改革

さらに企業の外側では、日本の資本市場そのものの位置づけが変わりつつある。コーポレートガバナンス・コード／スチュワードシップ・コードの導入から約10年、東証による株価純資産倍率（PBR）改善要請や資本効率を意識した経営改革も相まって、日本市場は海外投資家から再評価されつつある。日経平均の最高値更新もその表れであろう。

並行して、政策保有株の解消が進み、その

受け皿としてパッシブ投資やESG投資の比重が高まっている。日本のサステナブル投資残高は運用資産総額の6割を超え、長期視点で企業価値を評価する投資家層が市場の中心を占めるようになった。こうした資本市場改革は、企業の株価を下支えすると同時に、日本企業が内側の論理にこもることを許さず、多様な観点からのエンゲージメント、ときには厳しいプレッシャーを通じて変革を迫る装置としても機能する。

この環境変化は、先に述べた2つの強みを引き出す方向に作用し得る。長期視点を持つ投資家は、短期業績ではなく持続的な競争力や適応力を評価する。これは、漸進的な判断スタイルや無形資本に支えられた変化対応力と本来的に親和性が高い。これまで評価されにくかった日本企業の強みが評価される市場環境がようやく整いつつあるともいえる。

どうすれば強みを「活かせるか」

漸進的な意思決定スタイルと無形資本の蓄積、そしてそれらを引き出す資本市場改革という追い風。これらは、サステナビリティの時代に日本企業が持つ固有の基盤となり得る。しかし、強みを「持っている」こととそれを「活かしている」ことは別である。

本特集のタイトルに掲げた問いは、まさにこの点に向けられている。これら2つの強みとそれを引き出す環境の変化は、いずれも「経営の中核に統合されているか」という共通の問いに行き着く。すなわち、長く内に持ちながらも周縁に置かれてきたこれらの強みを引き出し、そしてそれを資本配分・戦略設計・投資家対話のそれぞれに翻訳することが求められる。それらが経営の中核で統合され

て初めて、強みは活きてくる。

サステナビリティの企業価値上の位置づけ変化と3つの断層

サステナビリティは、前述したように、これまで企業活動の外側にある社会的要請として扱われてきた。CSR活動、ESGスコア向上、統合報告書の作成など、いずれも重要な取り組みではあるが、本業の資本配分や戦略設計とは別のものとして扱われる傾向が強かった。非財務情報は対応すべき課題ではあったが、企業価値を左右する前提として認識されることは少なかったのである。

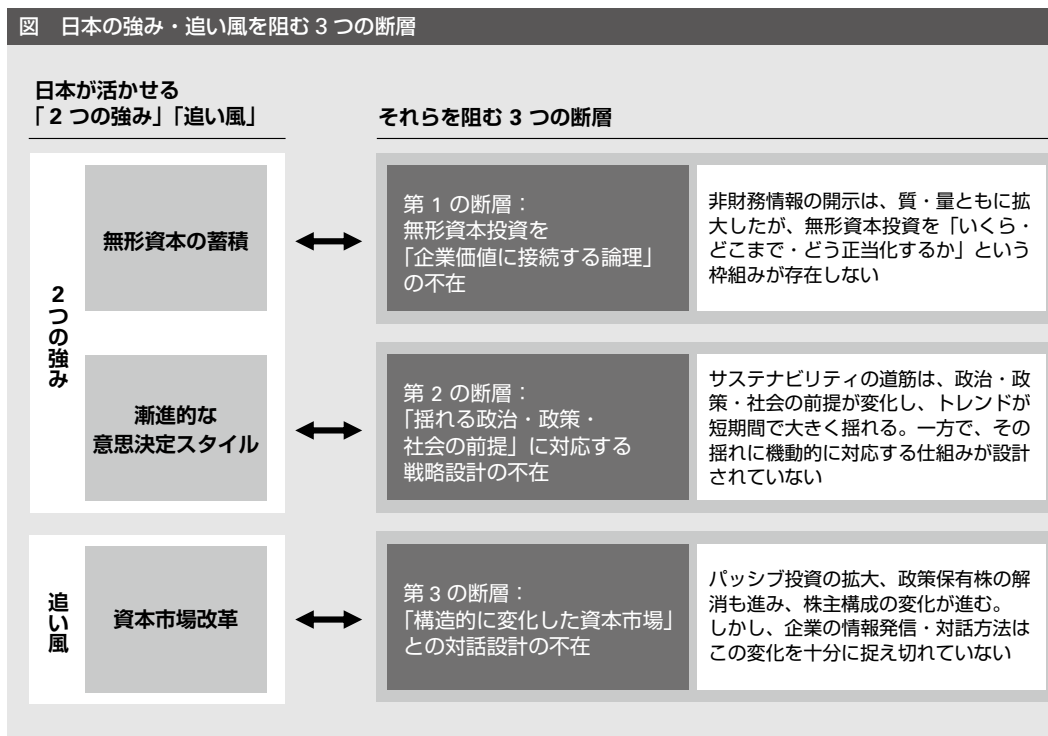
しかし、非財務情報の開示が制度化され、資本市場が構造的に変化したことにより、この位置づけは転換しつつある。非財務情報がキャッシュフロー、成長率、資本コストといった企業価値評価の前提条件に織り込まれるようになり、サステナビリティは「対応すべき課題」から「企業価値を左右する前提」へとその位置づけを変えた。

ところが、この変化に対して企業経営の枠組みは十分に追いついていない。筆者らがコンサルティングの現場で繰り返し直面してきたのは、非財務情報の重要性は認識されているにもかかわらず、それを実際の経営判断に反映させる仕組みが整っていないという実態である。具体的には、資本配分・戦略設計・投資家対話のそれぞれに対応する3つの断層が存在する(図)。

第1の断層：無形資本投資を「企業価値に接続する論理」の不在

非財務情報の開示は質・量ともに拡大し、その情報の背後にある企業の実態である無形

図 日本の強み・追い風を阻む 3 つの断層



資本こそが企業価値の源泉であるとの認識は広がっている。一方で、無形資本投資を「いくら・どこまで・どう正当化するか」という枠組みはいまだ成熟しておらず、CFO（最高財務責任者）が資本配分の判断軸として機能させられていない。日本企業が長く蓄積してきた人材・技術などの無形資本も、企業価値への接続プロセスが示されない限り強みとして発現しない。

第 2 の断層：「揺れる政治・政策・社会の前提」 に対応する戦略設計の不在

サステナビリティは直線的には進まず、政治・政策・社会の前提は短期間で大きく揺れる。それにもかかわらず、多くの企業は単一シナリオに基づく中期計画の下で意思決定を行っており、加速や減速、さらには撤退や転換を機動的に判断する仕組みが設計されてい

ない。この状況では、日本企業の漸進的な意思決定スタイルは単なる判断の先送りに陥る。

第 3 の断層：「構造的に変化した資本市場」 との対話設計の不在

パッシブ・アクティブといった投資家の類型ごとに、非財務情報の評価メカニズムは大きく異なる。加えて、資本市場改革の結果、政策保有株の解消も進み、株主構成も新たな局面に入った。長期的な資本は、「単一のシナリオの下、成長性があるか」ではなく、多様な環境変化に耐える「戦略のレジリエンスを備えているか」を評価軸として、その向かう先を変えつつある。しかし企業の情報発信・対話設計はこの変化を十分に捉え切れておらず、資本市場改革という追い風を取り込めていない。

認識・設計・対話：

3つの論考が描く全体像

3つの断層に対して、本特集では3つの論考がそれぞれ対応する。これらは「認識・設計・対話」という一連の対応プロセスを構成するとともに、日本企業が長らく培ってきた自らの強みを引き出し、活かすための3つの条件でもある。

第一論考「CFOは、非財務情報と無形資本を企業価値にどう統合するか——『レジリエント・ポートフォリオ』と『変化能力』で支える企業価値経営」は、第1の断層、すなわち無形資本投資を「企業価値に接続する論理」の不在に対応する。本論考の重要な主張は、非財務情報への向き合い方を開示対応から企業価値評価・資本配分へと捉え直すことである。前提が揺れる時代の企業価値経営は、表層と深層の2層で支える。表層では、複数の選択肢を意識的に保有し動的に組み替える「レジリエント・ポートフォリオ」によって環境変化への耐性を確保する。深層では、それを支える無形資本を「変化能力の基盤」として再定義したうえで、CFOがその投資に対して規律をもって正当化するための枠組みを提示する。長らく重視されながらも企業価値への接続が曖昧であった無形資本を、資本配分の新たな判断軸として機能させることがこの論考のポイントとなる。

第二論考「CSOは、戦略の自由度をどのようにに規定すべきか——『調整可能性』を実装する新たな役割」は、第2の断層、すなわち「揺れる政治・政策・社会の前提」に対応する戦略設計の不在に対応する。本論考では、競争優位の源泉を「正しい方向に賭ける速度」から「前提変化に応じて戦略を組み替え

られる調整可能性」へと転換することを提案する。ビジョンの一貫性と柔軟さを両立させるレジリエントなバックキャストिंगを提言し、それを実装するために経営として適切に対処していくことをCSO（最高戦略責任者）の新たな役割として位置づける。漸進的な意思決定スタイルが、判断の先送りではなく本当の意味で日本の強みへと転化する条件が、ここで示される。

第三論考「非財務情報は今、何を証明し始めているのか——資本市場の構造変化と非財務情報の再定義」は、第3の断層、すなわち「構造的に変化した資本市場」との対話設計の不在に対応する。本論考の主張は、投資家類型ごとに異なる評価メカニズムと、政策保有株解消後の新たな長期資本の評価軸を踏まえ、非財務情報の活用を再設計することにある。指数除外や議決権反対を回避する「ベールスラインの開示」と、戦略的な選択肢をオプション価値とする「エクイティ・ストーリー」の2層のアプローチを提示する。資本市場改革という追い風を企業価値として顕在化させる対話のあり方がこの論考の主眼である。

書き換えられた地図の中で 強みを活かす

サステナビリティ、たとえば脱炭素化された世界の実現は、いずれ向き合うべき方向性である。しかし、それに向けた変化のプロセスは一つではなく、また、変化の速度も一様ではない。将来への道筋を示す地図は刻々と書き換えられている。だからこそ問われているのは、正しい方向に賭けることなく、前提が変わっても判断し続けられる経営の仕組みを持てるかどうかである。

日本企業はサステナビリティの時代に活かせる強みを持っている。しかし、強みを「持っている」と「活かしている」ことは別である。その強みを資本配分・戦略設計・投資家対話のそれぞれに翻訳し、経営の中核に据え直すことが求められている。本特集が、サステナビリティ部門や開示対応の枠を超え、長期の時間軸で経営のあり方を問い直す契機となれば幸いである。書き換えられた地図の中で、日本企業がその強みを活かしていくために、本特集が一つの視座を提供できることを願っている。

注

1 IFRS財団が定めたサステナビリティ情報開示に

関する基準S1号ならびにS2号。S1号は「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的
要求事項」、S2号は「気候変動関連」の情報に関
する開示を要求

2 EU域内で活動する企業に対し、環境・社会・ガ
バナンスに関する詳細な報告を義務づけるEUの
法律

参考文献

日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投
資残高調査2025」(2026/3/31)

著者

深井恒太郎（ふかいこうたろう）

野村総合研究所（NRI）経営コンサルティング部 サ
ステナビリティ・価値創造グループマネージャー
専門はサステナビリティ経営、サステナブルファイ
ナンス