

「サステナビリティ開示制度の動向」と「インパクトファイナンスとサステナビリティ情報開示」に関するディスカッション

浅野 敬志
慶應義塾大学

要 旨

本稿の目的は、阪 [2024] と水口 [2024] の概要と特徴を整理するとともに、それぞれの課題について論じることにある。阪 [2024] では、サステナビリティ開示基準の背景と国内外の動向、社会的意義、そして日本企業のサステナビリティ開示事例について、包括的な説明が行われている。論文の特徴は、包括性、国際的視点、問題意識の明確化、実務的視点、時代性にある。ディスカッサントとして指摘したポイントは、サステナビリティ情報の提供先や開示内容、外部不経済の内部化に貢献する情報開示方法、社会的意義を考慮する重要性、ESG ウォッシュへの対処方法についてである。阪 [2024] において、サステナビリティ開示制度に関する重要な論点が提示されており、より効果的なサステナビリティ情報開示を実現するためにも、これらの議論を一層掘り下げるのが重要である。水口 [2024] では、投資家の意思決定目的が企業価値評価のみからインパクト評価を加えたものへと広がった場合、開示すべきサステナビリティ情報の範囲と内容がどう変わるのかについて、詳細な分析が行われている。論文の特徴は、網羅性と詳細性、国際的な視野、情報ニーズの多様性への対応、理論と実務の結びつき、そして地域ごとの適応性の認識にある。ディスカッサントとして指摘したポイントは、インパクトに関する情報を求める投資家の詳細、リスク・リターン・インパクトのバランス考慮と受託者責任の関係、インパクトに関する情報が持つ質的特性、国際的な統一と各国の独自性のバランスについてである。水口 [2024] において、インパクトファイナンスに関する重要な論点が提示されており、今後もこの議論を進め、より良い社会と環境を実現するための取り組みを継続していくことが重要である。

I 阪 [2024] の概要と特徴

阪教授の「サステナビリティ開示制度の動向：世界が求めるものと日本企業の対応について」（以下、阪 [2024]）では、サステナビリティ開示基準の背景と国内外の動向、社会的意義、そして日本企業のサステナビリティ開示事例について、包括的な説明が行われている。

具体的には、①サステナビリティ開示基準の背景には、気候変動問題やサステナブル投資（環境（Environmental）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）を考慮して行う投資）などがあり、特に金融市場の枠組みづくりのためにサステナビリティ情報が必要であること、②サステナビリティ開示に関するガイドラインや基準が複数存在し、比較可能性の面で課題があるため、国際的に統一された基準の開発が急務であること、③サステナビリティ開示基準に関する国内外の動向として、国際サステナビリティ基準審議会（International Sustainability Standards Board：ISSB）の設立とIFRSサステナビリティ開示基準開発の公表（2021年）、IFRS第S1号・S2号の公表（2023年）、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions：IOSCO）によるエンドースメント（承認）（2023年）、欧州委員会による欧州サステナビリティ報告基準（European Sustainability Reporting Standards：ESRS）の公表（2023年）、日本でのサステナビリティ基準委員会（Sustainability Standards Board of Japan：SSBJ）の設立（2022年）、日本版S1号・S2号の開発（現在進行中）などが見られること、④サステナビリティ開示基準の社会的意義として、外部不経済（外部コスト）の内部化の促進が挙げられること、④日本企業は有価証券報告書、サステナビリティ報告書、統合報告書においてサステナビ

リティ情報を開示しており、企業価値の視点からサステナビリティ情報を説明する企業も見られること、などが紹介されている。

阪 [2024] の特徴は、包括性、国際的な視点、問題意識の明確化、実務的な視点、そして時代性にある。まず包括性については、サステナビリティに関する開示基準と開示事例を包括的に論じ、多岐にわたる情報を網羅している。次に、国際的な視点については、国内のサステナビリティ開示基準の動向だけでなく、ISSBの取り組みや欧州委員会の方針など、グローバルな視点からの情報提供も行っている。問題意識の明確化については、サステナビリティ開示における課題（比較可能性など）が明確に示され、これらの課題に対する解決策や今後の展望も示している。また、実務的な視点については、日本企業がサステナビリティ情報を企業価値とどのように関連づけて説明しているかに焦点を当て、理論だけでなく実践的な示唆も提供している。最後に、時代性については、国内外の最新動向や取り組みについても詳細に記載しており、最新の情報を提供している。

II 阪 [2024] の課題

阪 [2024] に対するディスカッションとして指摘したポイントは以下の4点である。

最初のポイントは、基準設定者が、どのようなサステナビリティ情報を、どのような利用者に向けて提供することを意図しているかについてである。例えば、米国のサステナビリティ会計基準審議会（Sustainable Accounting Standards Board：SASB）は主に「投資家」を対象とし、「環境・社会問題が企業に与える財務的影響」に関する情報開示を求めており、いわゆる財務マテリアリティの考え方に基いている。他方、欧州のグローバル・レポーテ

イング・イニシアティブ（Global Reporting Initiative：GRI）は広く「ステークホルダー全般」を対象とし、「企業活動が環境や社会に与えるインパクト」に関する情報開示を求めており、いわゆるインパクト・マテリアリティの考え方に基づいている。このような2つの考え方が並行して存在し、それぞれ有効性が主張されている。

ISSBは財務マテリアリティを基本とし、各国がその上に独自の開示項目を追加できるビルディング・ブロック・アプローチを提案している。これは、財務マテリアリティを最低ラインとし、各国がインパクト・マテリアリティの考え方を追加で採用することを排除しない柔軟なアプローチといえる。日本では、SSBJがIFRSサステナビリティ開示基準を基盤としつつ、国内の基準開発を進めているとされているが、GRIスタンダードやESRSについても、どの程度参考にしているのかなどの説明があれば、読者の理解がより深まるものと思われる。

第2のポイントは、具体的にどのようなサステナビリティ情報が開示されるべきか、そしてそれが市場メカニズムの有効な機能や外部不経済（負の外部性）の内部化にどのように貢献すると想定されているのかについてである。一般的に、サステナビリティ情報は企業の中長期的な業績に影響を及ぼすと認識されているものの、この情報には会計基準のような明確な基準が欠けており、その信頼性や比較可能性に課題がある。そのため、サステナビリティ情報と企業価値との関連性について、一貫した分析結果を得ることがまだ難しい状況である。また、社会（S）に関する情報は各国の労働慣行や労働法制等に大きく影響されるため、各国の独自性の強い情報と言える。このような状況下では、強制開示と任意開示のバランスを取ること

が難しい課題となるため、強制開示として何が開示されるべきかを明示することが重要である。

外部不経済の内部化についても、単に環境に関連する情報を開示するだけでは内部化とは言えないかもしれない。内部化とは、環境問題などに対する費用負担を市場メカニズムに組み込むことである。一部の先進的な企業は、事業活動による環境や社会への負の影響を貨幣換算し、利益から控除することで、外部不経済の内部化に取り組んでいる。Serafeim et al. [2019]によると、世界の56社が独自の手法で環境面・社会面のインパクト（社会的インパクト）を測定し、貨幣換算して情報開示を行っている。他方、環境や社会関連の情報を定性的に開示している企業も存在し、市場がこれらの情報を価格に織り込んでいるのかは十分に明らかにされていない。したがって、情報開示が外部不経済の内部化にどのように貢献するかを考える際には、情報開示方法に関する更なる言及が必要である。

第3のポイントは、第2のポイントと密接に関連しており、基準の開発過程で利用者の意思決定への有用性だけでなく、その社会的意義（外部不経済の内部化など）が考慮されているかどうかについてである。阪教授は、日本のサステナビリティ開示基準の開発において主導的な役割を果たすSSBJの委員として活動されている。委員会での議論の進捗や決定について、ぜひ知見を共有いただきたいと願っている。

最後のポイントは、サステナビリティ開示基準が存在しても、一部の企業がESGに配慮しているように見せかけ、都合の悪い情報を隠す可能性が否定できないことについてである。このような行動はESGウォッシュとして知られており、企業が実際よりも優れたESGパフォーマンス

パフォーマンスを装って評判を操作する可能性がある (Ingram and Frazier [1980])。先行研究によれば、このような ESG ウォッシュの存在が ESG 開示と ESG パフォーマンスの関連性を弱めたり (Pinnuck et al. [2021])、ESG 開示と投資意思決定の関連性にネガティブな影響を与えたりすることが確認されている (Griffin et al. [2017]; Guiral et al. [2020]; Khan et al. [2016])。このような課題に対処するために、基準設定主体はどのような計画や仕組みを検討しているのか、特に SSBJ の議論の中でこの点を取り上げられている場合には、ぜひ詳細に説明いただきたいと願っている。

Ⅲ 水口 [2024] の概要

水口教授の「インパクトファイナンスとサステナビリティ情報開示：S 指標からの示唆」(以下、水口 [2024]) では、投資家の意思決定目的が企業価値評価のみからインパクト評価を加えたものへと広がった場合、開示すべきサステナビリティ情報の範囲と内容がどう変わるのかについて、詳細な分析が行われている。

その結果、①IFRS サステナビリティ開示基準と ESRS では、マテリアリティ (重要課題) に対する考え方 (シングル vs. ダブル)、想定する利用者 (投資家 vs. 投資家を含む利害関係者)、情報ニーズ (CF・資本コストへの影響 vs. 人々・環境へのインパクト及び財務への影響)、そして要求される情報範囲 (リスク・機会 vs. インパクト・リスク・機会) が異なっている、②サステナビリティ情報の主たる利用者として投資家を想定したとしても、その情報ニーズは CF・資本コストへの影響に加えて、環境・社会へのインパクトにまで拡張できる、③インパクトに関する情報は、どのような経路でインパクトに結びつくかというロジックに説明力

があれば目的適合的と言える (インパクトに関する情報は有用と判断できる)、④サステナビリティ開示基準が国際基準に収斂していくのは自然なことと思われるが、例えば雇用や労働など社会に関する情報は国・地域に固有の問題構造が存在しており、国ごとに一定の追加・修正が必要になる、といった点を明らかにしている。

水口 [2024] の特徴は、網羅性と詳細性、国際的な視野、情報ニーズの多様性への対応、理論と実務の結びつき、そして地域ごとの適応性の認識にある。網羅性と詳細性については、投資家の投資意思決定におけるサステナビリティ情報の重要性を強調しつつ、具体的な情報ニーズやサステナビリティ開示基準の比較など、広範なテーマを詳細に分析している。国際的な視野については、ISSB や欧州委員会の動向を取り上げ、国際的な視野からサステナビリティ開示基準の変化や展望について論じている。情報ニーズの多様性への対応については、投資家の情報ニーズが従来の財務情報だけでなく、環境や社会へのインパクトにも拡大していることを指摘している。これらの多様な情報ニーズを踏まえ、投資家が持つサステナビリティ情報への関心や要求の変化を示唆している。理論と実務の結びつきについては、理論的な枠組み (マテリアリティの考え方など) を実務の観点から具体的な例や課題と結びつけながら議論している。これにより、学術的な洞察と実務的な問題解決の両面からサステナビリティ情報の重要性を示している。最後に、地域ごとの適応性の認識については、サステナビリティ情報の開示基準が国や地域によって異なることを認識し、国際基準の収斂だけでなく、地域ごとの追加や修正が必要であることを指摘している。これにより、地域の特性や文化的背景を考慮したサステナビリティ情報の開示が必要で

あることを示唆している。

IV 水口 [2024] の課題

水口 [2024] に対するディスカッサントとして指摘したポイントは以下の4点である。

最初のポイントは、インパクトに関する情報を求める投資家についてである。ここでのインパクトとは、社会的活動がもたらす変化や成果、影響を指す。例えば、ある企業が途上国の子供に向けて翻訳絵本を10万冊寄付し、その結果、子供の識字率が20%向上したとする。この場合、インパクトは「途上国の子供の識字率が20%向上した」という具体的な成果である。インパクトは企業が社会に提供する価値(社会的価値)をより明確に示すため、その創出を意図したインパクト投資は、社会的課題の解決や社会的価値の創造に直結する事業への取り組みを後押しする。

水口 [2024] では、特に巨額の資産を持ち、幅広い資産や証券に分散投資を行っているユニバーサルオーナーが、インパクト投資に向いていると指摘されている。なぜなら、一部の投資先企業が短期利益を追求し、環境や社会に負荷をかけた場合、ポートフォリオ全体の利益に悪影響を及ぼす可能性があるからである。そのため、投資ポートフォリオ全体の利益を守る立場にあるユニバーサルオーナーにとって、インパクトに関する情報が重要であるという点に異論はない。

一方、他の投資家はどうかという疑問が提起される。将来の環境や社会に影響を与えることを考慮し、ポートフォリオ全体の価値を守るような行動を取る「Future maker」と呼ばれる投資家が存在するとされているが、このようなサステナビリティ選好を持つ投資家が資本市場にどの程度存在するのだろうか。具体的

な説明があれば、読者の理解がより深まると思われる。

第2のポイントは、第1のポイントと関連するが、インパクトの追求自体に価値があると考えられる目的 IFIS (サステナブル・インパクトのための投資) が、受託者責任(受益者の利益を第一に考える義務)に反するという見解についてである。

受託者責任(Fiduciary duty)とは、受託者が受益者に対して果たすべき責任と義務である。具体的には、受益者の利益に反する取引を行わず受益者の利益のためだけに職務を遂行する「忠実義務」と、各々の立場にふさわしい者がふさわしい知識に基づいて注意を払う「善管注意義務」がある。金融庁は金融機関が果たすべき受託者責任として、投資運用業者には「系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用」、販売会社には「顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と総合的な業績評価」を促している。

この考え方に基づけば、インパクト投資が受益者の利益と乖離した社会課題の解決のために行われる場合、忠実義務違反になる可能性がある。機関投資家と受益者の間で投資方針に関して合意がある場合や、受益者の意識に基づく場合には、インパクト投資が許容される可能性もあるが、その場合においても、リスク、リターンに加えてインパクトという第3の軸を考慮するインパクト投資において、リスク、リターン、インパクトのバランスをどう取るべきかについての検討が必要だろう。

第3のポイントは、インパクトに関する情報が持つ質的特性についてである。インパクトに関する情報は、「目的適合性」(利用者の意思決定に違いをもたらす可能性のあること)を満たすかもしれないが、「忠実な表現」(表現しよう

としている現象を完全で、中立的で、誤謬なく描写すること)を満たすことは容易ではないと思われる。

インパクト評価で収集するデータは、将来的には重要性、信頼性、比較可能性、追加性、普遍性といった 5 つの性質を備えることが求められる。しかし、インパクトはしばしば定量化が難しいものや定量化できないものもあり、さらに定量化できたとしても測定上の信頼性が問題視されることもある。このため、インパクトの測定は投資家や企業に依存し、その検証と比較が重要な課題とされている(浅野[2022])。

インパクトの検証と比較は ESG ウォッシュ

への対処にも関連しており、これに対処するための重要なイニシアチブが複数立ち上がっている。世界銀行グループの国際金融公社が 2019 年に策定した「インパクト投資の運用原則」や、企業間もしくはファンド間で比較しやすくするためのインパクトの測定ツールの開発などがその一例である。しかし、後者の取り組みはまだ実験段階であり、インパクト測定の信頼性や適用の拡張性には課題が残されている。「忠実な表現」を確保するための取り組みは今後の重要な検討課題であり、さらなる研究と実践の進展が待たれる。

表 1 人的資本に関する開示項目の対比

ISO30414	人的資本可視化指針	
リーダーシップ	育成	リーダーシップ
後継者育成		育成
スキルと能力		スキル・経験
組織文化	エンゲージメント	
採用・異動・離職	流動性	採用
		維持
		サクセッション
ダイバーシティ	ダイバーシティ	ダイバーシティ
		被差別
		育児休暇
健康・安全・福祉	健康・安全	精神的健康
		身体的健康
		安全
従業員の労働力コスト	労働慣行	労働慣行
		自動労働・強制労働
		賃金の公正性
		福利厚生
		組合との関係
コンプライアンスと倫理	コンプライアンス・倫理	
生産性		

最後のポイントは、サステナビリティ情報のうち国際的に統一すべきものとそうでないもののバランスについてである。水口 [2024] では、「日本版ディーセントワーク 8 指標」が紹介され、国際的な社会 (S) 指標との整合性を考慮しつつ、日本固有の状況を反映した指標が提示されている。また、最終的に目指す理念やゴールが国際的に共通する項目については、国際基準に収斂していく可能性があることも指摘されている。

国際的に重要とされる項目については、国際的な統一が効果的である一方、国ごとの課題や優先順位が異なる場合には、国際的な統一ではなく、柔軟性を持たせた各国独自の項目を導入することが望ましいだろう。そのため、「適切な労働時間と賃金」と「人的資本への投資」のように、正規・非正規等の雇用管理区分別の開示を求める項目については、国際的な統一ではなく、国ごとの柔軟なアプローチが望ましいとする意見に賛成である。

しかし、人的資本に関連する開示項目には多くの選択肢がある。例えば、人的資本開示の国際的ガイドラインである ISO30414 と内閣官房の人的資本可視化指針には、多くの重複がみられる (表 1 参照)。日本版ディーセントワーク 8 指標をこれらの項目と比較すると、多くの指標は概ね共通しているものの、「柔軟な働き方」と「サプライチェーンの働き方」については異なっているように思われる。これらの異同点に着目すると、「柔軟な働き方」と「サプライチェーンの働き方」は日本独自の指標を採用し、それ以外の指標については国際的に統一することが望ましいということになる。このように、サステナビリティ情報の国際的な統一と各国の独自性のバランスについて、一部の項目では明確な方針が存在するが、全体としてはまだ不明確な部分も多い。今後、このバランスを

するための議論と検討を深めていくことが重要である。

V 最後に

阪 [2024] と水口 [2024] は、両方ともサステナビリティ情報の重要性とその開示に関する複雑な問題について深く掘り下げている。阪 [2024] は、異なる基準設定者やアプローチの有効性について洞察を提供し、ESG に対する企業の責任に直面する課題を指摘している。一方、水口 [2024] は、インパクト投資や地域固有の要件と国際的な統一のバランスなど、将来の持続可能な投資と企業の運営に関する示唆に富んだ洞察を提供している。

両論文が示すように、サステナビリティ情報の開示は持続可能な未来を構築するための重要な手段であり、基準設定者、企業、そして投資家がこれらの課題に真剣に取り組むことが不可欠である。国際的な基準と各国固有の要件のバランス、インパクト投資の評価手法の発展、そして情報の信頼性や比較可能性の向上が、これらの取り組みの鍵となるだろう。

今後も、両論文で提示された議論を深め、より良い社会と環境を実現するための取り組みを推進していくことが重要である。

参考文献

- 浅野敬志 [2022] 「サステナブル資本主義における会計の役割」北川哲雄編著『ESG カオスを超えて：新たな資本市場構築への道標』中央経済社、213-232 頁。
- 阪知香 [2024] 「サステナビリティ開示制度の動向：世界が求めるものと日本企業の対応について」『国際会計研究学会年報 (2023 年度第 1 号)』
- 水口剛 [2024] 「インパクトファイナンスとサステナビリティ情報開示：S 指標からの示唆」『国際会計研究学会年報 (2023 年度第 1 号)』
- Griffin, P.A., D.H.Lont, and E.Y.Sun [2017], “The Relevance to Investors of Greenhouse Gas

- Emission Disclosures,” *Contemporary Accounting Research* 34 (2), pp.1265-1297.
- Guiral,A., D.Moon, H.T.Tan, and Y.Yu [2020], “What Drives Investor Response to CSR Performance Reports?,” *Contemporary Accounting Research* 37 (1), pp.101-130.
- Ingram,R.W. and K.B.Frazier [1980], “Environmental Performance and Corporate Disclosure,” *Journal of Accounting Research* 18 (2), pp.614-622.
- Khan,M., G.Serafeim, and A.Yoon [2016], “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality,” *The Accounting Review* 91 (6), pp.1697-1724.
- Pinnuck,M., A.Ranasinghe, N.Soderstrom, and J.Zhou [2021], “Restatement of CSR Reports: Frequency, Magnitude, and Determinants,” *Contemporary Accounting Research* 38 (3), pp. 2376-2416.
- Serafeim,G., T.R.Zochowski, and J.Dowing [2019], *Impact-Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy*, Harvard Business School.