

# 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

水口 剛  
高崎経済大学

## 要 旨

本稿では、情報の主たる利用者である投資家の情報ニーズに着目することでサステナビリティ情報開示のあるべき姿を検討する。サステナビリティ情報開示に注目が集まる背景には ESG 投資ないしサステナブルファイナンスと呼ばれる投資家行動の新たな潮流があるが、ESG 投資やサステナブルファイナンスという投資実践自体も画一的・固定的なものではなく、進化し続けている。特に、ESG 投資を牽引してきた責任投資原則 (PRI) が Investing for Sustainability Impact (IFSI) という概念を提唱したことで、サステナビリティ・インパクトへの関心が高まった。

IFSI は、それをを行う動機の面から目的的 IFSI と手段的 IFSI に分かれる。このうち手段的 IFSI とは、気候変動や経済的不平等の拡大などの外部不経済が結果的に長期的な投資価値を毀損することから、サステナビリティ・インパクトを考慮するというものである。これは、従来リスクとリターンを基軸とした評価とは異なる投資判断を投資家に求めるものであり、情報ニーズにも変化があると考えられる。この場合、国内基準の国際基準へのコンバージェンスをどの程度求めるかについても、情報の有用性の観点から検討する必要がある。この点について、国による制度や慣行の違いが大きい雇用や働き方などの S (社会) の課題に着目して検討する。

## I 本稿の問題意識

国際会計基準審議会（IASB）を設置するIFRS財団が、2021年11月に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設置を公表し、ISSBは2023年6月に最初の国際基準を公表した。また日本では、2023年3月末に終了する事業年度より有価証券報告書に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の欄が設けられるとともに、2022年7月には企業会計基準委員会（ASBJ）を設置する公益財団法人財務会計基準機構（FASB）内に、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が設立された。SSBJは同年11月に基本となる運営方針を公表し、日本基準を国際的に整合性のあるものとして開発する方針を明記した。一方で、市場関係者からニーズの高い情報に関しては我が国固有の要求事項を検討することも示した（サステナビリティ基準委員会 [2022], pp.4-5）。

開示基準が策定されれば、実務上はいかに基準に沿った開示を行うかという現実的対応が課題となるが、一方で基準自体の妥当性を検討する視点も必要だろう。それではサステナビリティ情報の開示基準や開示内容は、本来どうあるべきだろうか。また、国内基準において固有の要求事項が求められるのはどのような場合か。それらの検討の起点となるのは制度の趣旨であり、サステナビリティ情報開示の基本的な制度趣旨は、情報利用者の意思決定に有用な情報を提供することである。

そこで本稿では、まず主たる情報利用者である投資家の情報ニーズに遡って、サステナビリティ情報開示のあり方について検討する。そこまで遡って考える理由は、いわゆるESG投資やサステナブルファイナンスなどの新たな投資行動の広がりが、サステナビリティ情報開示の制度化を促す動きの背景にあるからである。

しかもESG投資の起点となった責任投資原則（PRI）は、2021年のレポートでInvesting for Sustainability Impact（IFSI）という概念を提唱し、サステナビリティ・インパクトへの注目を促している。このような投資家行動の変化と関心事の広がりは、投資家の情報ニーズ、ひいては「意思決定に有用な情報」の内容を拡張するのではないか。

なかでもESGのS（社会）に関するサステナビリティ・インパクトに関わる情報は、社会の制度や構造の違いによって国ごとに異なり得る。そのことが国ごとに異なる開示事項の必要を生むのではないか。本稿ではこの点を、日本に固有の雇用慣行に着目して日本版のS指標を提言した研究報告を通して検討していくことにしたい。

## II 投資家の情報ニーズとサステナビリティ情報開示

### 1. シングルマテリアリティとダブルマテリアリティ

ISSBが2023年に公表した2つの国際基準（S1, S2）のうち、S1「サステナビリティ関連財務情報開示の一般的要求事項」はその目的を以下のように示している。

「IFRS S1『サステナビリティ関連財務情報開示の一般的要求事項』の目的は、一般目的財務報告の主要な利用者が企業への資源の提供に関連した意思決定をする際に有用なサステナビリティ関連のリスクと機会に関する情報の開示を企業に求めることである」（ISSB [2023a], par.1, pp.6）。

また、開示すべき情報内容について「短期、中期、長期で企業のキャッシュフロー、資本調達、資本コストに影響すると合理的に予想されるすべてのサステナビリティ関連のリスクと

機会に関する情報」と規定している（ISSB [2023a], par.3, pp.6）。

すなわち ISSB は、投資家を中心とした資金提供者を主たる利用者と想定し、リスクと機会に関する情報の開示を目的としている。それは具体的には、将来のキャッシュフローに関わるなど、企業価値に関連する情報である。

一方、EU ではそれまでの非財務報告指令（NFRD）の内容を強化した企業サステナビリティ報告指令（CSRD）を 2022 年 12 月に採択し、欧州域内で活動する一定規模以上の企業にサステナビリティ報告の開示を義務付けた。そして、欧州委員会が CSRD の開示基準となる「欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）」を 2023 年 7 月に採択した。具体的な基準はその ANNEX1 に示されており、ESRS の目的を次のように記している。

「特に ESRS は、企業が環境、社会、ガバナンスに関わるサステナビリティ課題に関して開示すべき、重要なインパクト、リスク、機会についての情報を特定する。（中略）ESRS に従って開示された情報は、サステナビリティ報告書の利用者が、人々と環境に対して企業が及ぼす重要なインパクト、及びサステナビリティ課題が経営成績と財政状態に及ぼす重要な影響を理解できるようにする」（European Commission [2023a] par.2, pp.2）。

ここでサステナビリティ報告書の利用者には、一般目的財務報告の主たる利用者である投資家・債権者だけでなく、市民社会や非政府組織等が含まれるとしている（European

Commission [2023b] p30）。このように、一見すると、ISSB と比べて想定する利用者の範囲が広いことが、要求される情報の範囲の違いに結びついているように見える。すなわち投資家を主たる利用者と想定する ISSB では、その情報ニーズは投資先の企業価値に関わるリスクと機会に関する情報と想定されているのに対し、ESRS は情報利用者の範囲を広げたがゆえに、その情報ニーズもリスクと機会だけでなく、社会・環境へのインパクトに関わる情報へと広がったように見える（表 1）。

ESRS はこのような立場をダブルマテリアリティと規定しており（European Commission [2023a] par.21, p5）、それとの対比で ISSB の立場はシングルマテリアリティと呼ばれる。

しかし、ISSB の S1 も par.2 では「企業が短期、中期、長期にキャッシュフローを生み出す能力は、企業とステークホルダー、社会、経済、自然環境との相互関係に密接に関わっている」とし、同時に「企業とそれらの資源、及びバリューチェーンを通じたそれらの関係は、企業活動を行う上での相互依存的なシステムを形成している」として、そのような資源と相互関係への依存と影響が、サステナビリティに関連するリスクと機会を生むと指摘している。そうだとすれば、投資家を主たる利用者と想定する場合でも、その情報ニーズは直接的なリスクと機会だけでなく、その背後にある環境や社会への依存と影響にまで広がり得るのではないか。次にこの点について、投資家行動の変化の側から見ていくことにしよう。

表1 ISSB と ESRS

	想定する情報利用者	想定される情報ニーズ	要求される情報範囲
ISSB	投資家・債権者	CF・資本コストへの影響	リスク・機会に影響する ESG 情報
ESRS	投資家・債権者, 市民社会, NGO, 労働組合等	人々と環境へのインパクト, 及び経営への影響	インパクト・リスク・機会に影響する ESG 情報

出所：ISSB [2023] 及び European Commission [2023] を基に筆者作成。

## 2. ESG 投資の意味と目的

投資家の情報ニーズは、投資行動の目的に依存する。サステナビリティ情報開示の制度化が議論される背景には、ESG 投資やサステナブルファイナンスと呼ばれる投資行動の進展があると言ってよいだろう。実際、投資判断にあたって ESG 要因を考慮するサステナブル投資の資金量は、2022 年時点で 30 兆ドル、世界の運用資産総額の 24.4% を占めると言われる (GSIA [2023], pp.10-11)。では、ESG 投資の目的とは何か。

本田・伊藤 [2023] は、ESG 投資を「ESG 等の非財務ファクターを投資判断に織り込み、リスクをマネージしつつリターン向上をめざす投資」と定義すると主張している (本田・伊藤 [2023] p.8)。そして「社会的課題の改善への貢献は ESG 投資の主目的ではなく、副産物」という (前掲 p.23)。この立場からは、投資家の情報ニーズは投資先企業の企業価値に直接影響するリスクと機会に関わる情報ということになるだろう。

一方、ESG 投資を主導してきた責任投資原則 (PRI) をはじめとする関係機関が共同で、2023 年 11 月に責任投資の各手法の定義を整理して公表した (表 2)。その中で ESG インテグレーションについて、「ESG 要素はリスクとリターンに影響し得るが、資産価格に完全には反映されていない」という認識に基づいて、リスク調整後リターンの改善を目的に ESG 要素を

考慮することだと説明している (CFA Institute, et al. [2023] p.8)。この説明は、本田・伊藤 [2023] の ESG 投資の定義と符合する。

だが、責任投資の方法は ESG インテグレーションだけでなく、他にもスクリーニングやスチュワードシップなどが挙げられている。そしてそれらの目的はリスク調整後リターンの改善だけではない。たとえばスチュワードシップとは「顧客と受益者の長期的な価値を守り、高めるための投資家の権利と影響力の行使」と定義され、そこには株主提案や議決権行使から投資先企業とのエンゲージメント、集团的イニシアティブへの参加まで、幅広い内容が含まれる。その目的である「顧客と受益者の長期的な価値」は多面的な概念だとされ、個々の投資先の個別のリターンではなくポートフォリオ全体の価値や、それを支える自然資本や社会関係資本などが含まれるという。

また表 2 では、インパクト投資が 1 つの手法として位置付けられている。これは「財務的リターンとともに、測定可能でポジティブな社会的・環境的インパクトを生む意図をもった投資」と定義される。

つまり PRI らが定義する責任投資の範囲は、本田・伊藤 [2023] が提案する ESG 投資の定義より広い。ここで ESG 投資、責任投資、サステナブル投資などの用語を整理すると、ESG という用語を初めて使ったのは Global Compact [2004] だが、そこには ESG 要素や ESG イ

ンテグレーションという言葉はあっても、ESG 投資という用語はなかった。また 2006 年に公表された PRI の本文にも ESG 投資という用語は使われていない。だが PRI の公表後、この原則にのっとった投資行動が、自然発生的に別名 ESG 投資と呼ばれるようになった。この経緯を踏まえ、本稿では ESG 投資と責任投資を同義と捉えている。また、グローバルサステナブル投資連合 (GSIA) が PRI らと共同で上記

の定義を公表していることから、サステナブル投資と責任投資も同義と理解する。

このように考えると、本田・伊藤 [2023] が提起する概念は ESG 投資の一種である ESG インテグレーションの定義であって、ESG 投資のすべてではない。両者の差異はリスク調整後リターンの改善を超える投資行動の目的にある。そのことを端的に表すのが IFSI という概念である。

表 2 責任投資の方法の定義

名称	定義
スクリーニング	投資が許されるかどうかを決める定義されたクライテリアに基づくルール適用。
ESG インテグレーション	リスク調整後リターンの改善を目的にした、投資の分析と意志決定プロセスにおける ESG 要素の継続的な考慮。
テーマ投資	特定のトレンドにアクセスするための資産の選択
スチュワードシップ	投資家の利益が依存する共有の経済的・社会的・環境的資産を含む、顧客と受益者の長期的な価値を守り、高めるための、投資家の権利と影響力の行使。
インパクト投資	財務的リターンとともに測定可能でポジティブな社会的・環境的インパクトを生む意図をもった投資。

出所：CFA Institute, Global Sustainable Investment Alliance, and Principles for Responsible Investment [2023], *Definitions for Responsible Investment Approaches* より抜粋して筆者作成。

### 3. IFSI の提唱と投資家の情報ニーズの拡大

IFSI は、PRI などの委託で 2021 年に作成された報告書『インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み』(Freshfields Bruckhaus Deringer [2021]) の中で提起された概念である。同報告書によれば、IFSI とは「投資家が意図をもって、資金提供やその他の活動を通じて、サステナビリティ課題に関して評価可能なアウトカムを生むために、投資先企業やその他の第三者の行動に影響を与えようとする活動を幅広

く捉える概念」であるとされる。ここでは投資家の行動の目的が直接的なリスクとリターンの外側へと拡張されている。

IFSI とインパクト投資は混同されがちだが、異なる概念である。インパクト投資は明確な輪郭をもつ 1 つの投資手法であるのに対して、IFSI はサステナビリティ・インパクトの追求という目的観に着目した概念であって、特定の手法ではない。したがって IFSI はインパクト投資も含むが、それだけでなく、表 2 に示したさまざまな手法で実践される。ではなぜ投資家

は IFSI を行うのか。

投資家の動機の面から、IFSI は目的 IFSI と手段 IFSI の 2 つに分かれる。目的 IFSI とは、サステナビリティ・インパクトの追求自体に価値があると考えられる場合の IFSI である。これは、最終受益者にサステナビリティを重視したいという価値観（サステナビリティ選好）があることが前提となる。

一方、手段 IFSI とは、長期的な投資価値を守るための手段としてサステナビリティ・インパクトに注目する IFSI である。その論理を図 1 に示した。長期・分散投資をする投資家にとって、健全な自然環境や社会環境を守ることが経済活動の基盤を守ることにつながり、投資ポートフォリオ全体の財務的価値を守ること

になる。これは、PRI が 2010 年に提起したユニバーサルオーナーシップの論理と整合する（UNEP FI and PRI [2010]）。すなわち市場の幅広い銘柄に投資するユニバーサルオーナーの場合、外部不経済を縮小し、システムリスクを防止するように行動することが合理的な投資行動となるのである。

この 2 種類の IFSI のいずれの場合でも、投資家の情報ニーズは、将来キャッシュフローや資本コストに直接影響するリスクと機会だけでなく、投資先企業の事業活動に伴う社会的・環境的インパクトに関わる情報へと広がる。したがって「意思決定に有用な情報」の範囲も広がると考えられる（表 3）。

図 1 手段的 IFSI の論理

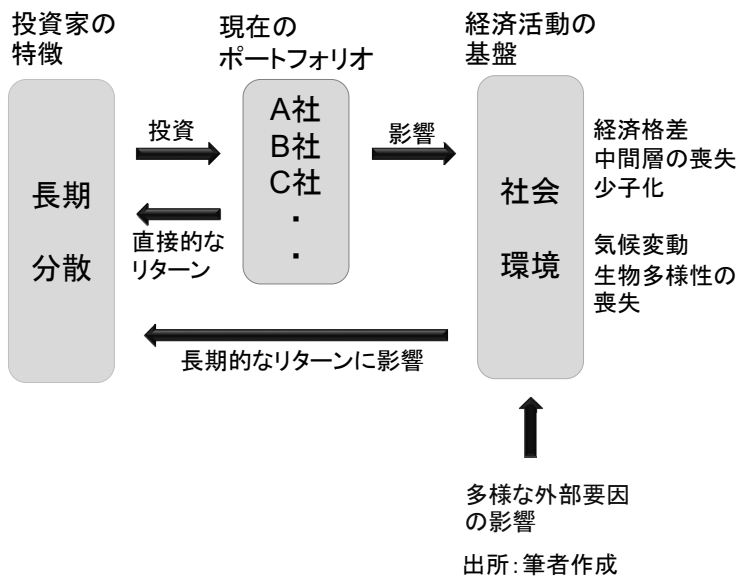


表 3 投資行動の変化に伴う情報ニーズの変化

情報利用者	ESG 投資の論理	情報ニーズ	情報の範囲
ESG 投資を行う投資家	ESG 要素の考慮がリスク・リターンを改善する。	CF・資本コストへの影響	リスク・機会に関わる ESG 情報
	手段的 IFSI 負の外部性を縮小し、システムリスクを防止する。	事業活動の環境・社会への依存と影響	リスク・機会・インパクトに関わる ESG 情報
	目的的 IFSI 個人にサステナビリティ選好が存在する。		

出所：筆者作成

#### 4. Future taker と Future maker

IFSI は概念を提起したもののだが、実際に IFSI に基づく投資行動が行われているのか。言い換えれば実際にそのような情報ニーズは存在するのか。

まず目的的 IFSI については、Bauer and Smeets [2021], 阿部他 [2021] など個人に一定のサステナビリティ選好が存在することを示す研究が蓄積されてきた。また、EU のサステナブルファイナンス開示規則 (SFDR) は、個人にサステナビリティ選好があることを前提に機関投資家に開示を義務付けている。

一方、手段的 IFSI に関しては、すでに年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) などがユニバーサルオーナーシップの概念を採用し、負の外部性を考慮した投資行動を行っている。ポートフォリオ全体での温室効果ガス排出ネットゼロをコミットするグラスゴー金融同盟 (GFANZ) や、気候変動に関する共同エンゲージメントを行う Climate Action 100+ などのイニシアティブへの参加も手段的 IFSI の一種と言える。そのような投資家の行動を合理的と考えるかどうかは、資本市場をどのようなものと捉えるかという市場観の違いに関わる。

市場参加者の数が十分に多くて、かつ個々の

市場参加者の規模が十分に小さく、その行動が市場価格に影響を与えないと仮定するとき、与えられた価格を前提に行動する市場参加者を **Price taker** と呼ぶ。同様に、個々の投資家の行動が将来の環境や社会に影響を与えないと仮定するならば、その投資家は将来の環境や社会の変化に受動的に適応する **Future taker** である。その場合には、サステナビリティに関するリスクと機会のみ注目し、それを投資判断に適切に織り込むことが合理的な行動となる。

これに対して自らの投資行動が将来の環境や社会に影響を与え得る投資家は **Future maker** である。その場合には、環境や社会に与える影響も考慮して、ポートフォリオ全体の価値を守るように行動する手段的 IFSI がより合理的になる。

インパクト投資とは **Future maker** となることを意図する投資行動であり、PE ファンドにおけるインパクト投資も盛んであることを考えると、投資家が **Future taker** となるか、**Future maker** となるかは、必ずしも資金規模だけで決まるわけではない。また、仮に個々の投資家が **Future taker** であっても、投資家の集合的行動は **Future maker** となり得る。そのように行動することが社会全体としてより合

理的であるなら、そこに一定の規範を組み込むべきとも考えられる。PRI がしてきたのはそのような規範作りであったとも言えるし、ISSB の S1 の par.2 の記述も規範の強化につながるだろう。

それでは投資行動の目的と投資家の情報ニーズを以上のように想定したとき、具体的な情報開示の内容が適切かどうかはどのように判断すべきか。情報の質的特性の観点から検討する。

### Ⅲ サステナビリティ情報の目的適合性

ISSB の S1 と欧州委員会の ESRS はいずれも、サステナビリティ情報に求められる基本的な質的特性として忠実な表現（faithful representation）と目的適合性（relevance）をあげている。開示が忠実な表現と言えるためには、情報の完全性、中立性、正確性が求められる（ISSB [2023a], Appendix D, par.D10, pp.39）。

一方、目的適合性のある情報とは、情報利用者の意思決定に違いをもたらす情報を意味する（ISSB [2023a], Appendix D, par.D4, pp.38）。では、サステナビリティ情報開示において個々の開示項目や開示内容に目的適合性があるかどうかをどのように評価すべきだろうか。

リスクと機会に関する情報であれば、その企業の将来キャッシュフローや資本コストなど、企業価値に影響するかどうかという観点から、情報の有用性を検証することができる。たとえば温室効果ガス（GHG）排出量と株価の間に関係性があることが実証されれば、そのような情報の開示は意思決定に違いをもたらす、すなわち目的適合的であると言えるだろう。

これに対して、投資行動の目的がサステナビ

リティ・インパクトの追求にある場合、原因と結果との関係を実証的に検証することは難しい。環境や社会へのインパクトは企業の外部で生じるものなので、当該企業の行動以外のさまざまな要因の影響を受けるからである。たとえば地球の平均気温の上昇や貧困、経済的格差の拡大などは、投資先企業の行動の影響もあるが、それだけでなく、他の企業の行動や政府の政策、国際関係など多様な要因の複合的な結果であって、個々の企業の影響だけを抽出して実証することは難しい。

だが一方で、インパクト投資の領域では、インパクトの測定・管理（Impact Measurement and Management：IMM）が必須とされている。では投資による社会的インパクトへの貢献をどう測定するかと言えば、インパクト創出の Theory of Change が前提となる。どのような行動がどのようなインパクトに結びつくかというロジックモデルを描き、それに基づいて具体的な KPI を設定して、その進捗を測定・管理するのである。そうであるならば、サステナビリティ情報の開示も、サステナビリティ・インパクトの創出に関するロジックに説得力があることで、目的適合的と言えるのではないか。

たとえば GHG 排出は地球温暖化の直接的な原因なので、GHG 排出量の削減がインパクトを示すというロジックは分かりやすい。したがってサステナビリティ・インパクトの観点からも GHG 排出量は目的適合性のある情報と言えるかもしれない。ただし Future Maker の視点からは、現時点での排出量よりも、将来どれだけ削減できるかがより重要となる。特に、hard to abate 産業と呼ばれる鉄鋼業や電力産業などは、一定の時間をかけて脱炭素型の事業構造に転換（transition）することが不可欠であり、そのためのトランジション戦略の有無と内容が、目的適合性を測る際の鍵になると思われる



る。一方で、経済的不平等や貧困などの社会課題は原因がより複雑であり、サステナビリティ・インパクトを生むロジックも国によっても異なり得る。では、日本における社会（S）課題のロジックとはどのようなものだろうか。

## IV S 課題におけるサステナビリティ情報

### 1. システミックリスクとしての経済的不平等

S の課題は幅広いが、ISSB は 2023 年 5 月に開始した意見聴取（Consultation）の中で、今後策定するテーマ別の開示基準の候補として、生物多様性と並んで、人権問題と人的資本をあげている（ISSB [2023b] pp.21-27）。このうち人的資本に関しては、日本では経済産業省が 2020 年に「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」を設置し、同年 9 月に『人材版伊藤レポート』と題する報告書を公表した [経済産業省（2020）]。同報告書は、企業の競争力の源泉は人材であるとの認識を基礎に、経営戦略と人材戦略の連動、現状とあるべき姿のギャップの定量的な把握等を提唱した。この論理はシングルマテリアリティであり、リスクと機会の観点から開示すべきサステナビリティ情報があることを示している。

実際、新しい資本主義実現会議の下に置かれた非財務情報可視化研究会は、人的資本への投資が企業価値向上の中核的要素だとして、2022 年に「人的資本可視化指針」を公表した。同指針は資本市場への情報開示に焦点を当てたもので、人材版伊藤レポートと合わせて活用することを推奨している。

他方で、雇用と労働に関わる企業行動は外部性を持つ。たとえば非正規雇用の増加によって中間層が縮小し、経済的不平等が拡大するとい

った影響が考えられる。それは、結果的に社会全体での人的資本のプールを枯渇させ、結局は企業経営や投資成果に跳ね返ってくる可能性がある。

OECD [2015] は経済的不平等の拡大が人的資本への投資を阻害し、結果として 1990 年から 2010 年までの間に OECD 諸国全体で成長を平均 4.7%押し下げたとの試算を示した。持続可能な開発のための世界経済人会議（WBCSD）が設置した「不平等に取り組むビジネス委員会（BCTI）」の 2022 年のレポートは、経済的不平等が社会の連帯や結束を侵食し、政治の二極化を助長し、結果として企業や投資家の利益に跳ね返るシステミックリスクだと指摘している。

そうだとすれば投資家は、雇用や労働に関わる問題を、ポートフォリオ全体の価値を守る手段的 IFSI の観点からも考える必要がある。それでは、そのような投資家の情報ニーズに応えるサステナビリティ情報とはどのような情報だろうか。言い換えれば、雇用や労働の面でサステナビリティ・インパクトにつながるロジックモデルとはどのようなものか。またそこには国・地域による固有性があるのだろうか。

### 2. 日本に固有の問題構造

S の指標に関してはグローバル・リポーティング・イニシアティブ（GRI）やサステナビリティ会計基準審議会（SASB）などが国際基準を提案してきた。だが、雇用や労働、働き方に関する課題には国・地域に固有の問題構造があるのではないか。そのような問題意識から、連合総合生活開発研究所（連合総研）と QUICK ESG 研究所を共同事務局として 2020 年 9 月に「ESG-S 指標に関する調査研究委員会」を立ち上げ、2023 年 7 月に最終報告書を公表した。

日本においても経済的不平等の拡大はシス

テミックリスクだが、それに関わる日本に特有の構造的課題として同報告書が注目したのは、正社員の企業拘束性の高さである（表 4）。日本企業の正社員は企業拘束性が高いと言われる。残業を厭わず、労働時間が長く、職務や勤務地も限定されないという意味である。一方で私たちの生活では家事、育児、介護など「ケア」を担う人が要る。正社員の拘束性が高すぎるとケアを担う人は正社員になりづらい。日本では女性がケアを担うケースが多く、その結果、男性の非正規雇用が約 2 割であるのに対して、女性は半数以上が非正規雇用となっている。

しかも正社員の拘束性の高さは、雇用管理区分間での賃金格差を正当化する論理とされてきた。つまり日本の労働市場では、拘束度が高く処遇の高い働き方と、拘束度は低い処遇も低い働き方に選択肢が二極化している。そのため処遇の高い働き方と家族のケアが両立しにくいのである。このことが男女の賃金格差や、子供を持ちにくい社会構造につながっている。2023 年 6 月の厚生労働省の発表によれば、日本の合計特殊出生率は 7 年連続で低下し、2022 年は 1.26 であったという（厚生労働省 [2023] p.3）。出生率の低下は少子化を加速し、日本全

体での人的資本の供給源を枯渇させ、結果的に企業や投資家の利益にも跳ね返るシステミックリスクと言ってよいだろう。

また、雇用管理区分間での処遇の違いは研修などの人への投資にも表れる。人材版伊藤レポートは日本では全体的に見て人への投資が少ないことを指摘したが、特に非正規社員への教育投資は少ない。それは、非正規社員を低スキルのままに放置することで格差の固定化につながる。同時に、男女合計で全体の約 4 割を占める非正規の従業員を「能力の発揮主体」としてとらえず、人的資本の縮小を助長する。

以上のような検討を基に、報告書は日本の構造的課題を踏まえた S 指標として「日本版ディーセントワーク 8 指標（JD8）」を提案した。本指標は、男女別平均賃金や教育投資など、基本的な構成要素は既存の国際的な基準やガイドラインと比較的共通だが、正規・非正規等の雇用管理区分別の開示を求める点で、日本で特徴的な雇用慣行を反映したものとなっている。

すなわち正社員と非正規社員間の賃金や働き方の格差を縮小していくことが、雇用・労働の面でサステナビリティ・インパクトを生む日本固有のロジックだということである。

表 4 日本の雇用・労働問題の構造

雇用管理区分	企業拘束性	処遇	教育投資
正規社員	高い	高い	行う
非正規社員	低い	低い	行われにくい

出所：筆者作成

## V まとめ

ここまで検討してきた通り、ESG 投資の目的はリスク調整後リターンの改善にとどまらず、サステナビリティ・インパクトの追求へと広がりつつある。したがって投資家の情報ニー

ズもリスクと機会に関わる ESG 情報に加え、インパクトに関わる ESG 情報へと広がると考えられる。各企業の ESG 情報と実際に生じたインパクトの関係を実証的に検証することは難しいが、情報の目的適合性はインパクト創出につながるロジックの観点から評価すること

ができる。

ESG の E (環境) の課題と同様, S の課題に関しても, 人権, 平等, 格差是正など, 最終的に目指す理念やゴールは広い意味で国際的に共通するので, 開示基準に関しても, 一定程度国際基準に収れんしていくのは自然なことだと思われる。一方で, 特に S の課題に関しては, 国によって制度や慣行に違いがあり, それが固有の問題構造を生んでいる可能性もある。その場合, サステナビリティ・インパクトを生むロジックにも違いがあり, インパクトに関わる ESG 情報の内容も, 国ごとに一定の追加や修正が必要であることがわかった。E の分野では Science Based Target のように科学的根拠に基づく指標の設定が推奨されているが, S の分野でも, 国や地域に固有の問題構造を的確に把握するために, 労働経済学等の知見を科学的根拠として参照することが有用と思われる。

## 参考文献

- 阿部圭司・水口 剛・佐藤敦子・宮田庸一 [2021] 「投資家のサステナビリティ選好に関する国際比較研究」『異文化経営研究』18, pp.55-68.
- Bauer, R., Ruoff, T., and Smeets, P. [2021], “Get real! Individuals prefer more sustainable investments”, *The Review of Financial Studies*, 34(8), pp.3976-4043.
- BCTI [2022], *Tackling Inequality: The need and opportunity for business action*.
- CFA Institute, Global Sustainable Investment Alliance, and Principles for Responsible Investment [2023], *Definitions for Responsible Investment Approaches*.
- ESG-S 指標に関する調査研究委員会 [2023] 『日本版ディーセントワーク 8 指標』
- European Commission [2023a], *ANNEX to the Commission Delegated Regulation supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards (Annex1 European Sustainability Reporting Standards (ESRS))*.
- European Commission [2023b], *ANNEX to the Commission Delegated Regulation supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability*

- reporting standards (Annex2 Acronyms and Glossary of Terms)*.
- Freshfields Bruckhaus Deringer [2021], *A Legal Framework for Impact*, Generation Foundation, UNEP FI and PRI association.
- Global Compact [2004], *Who Cars Wins – Connecting financial markets to a changing world*.
- GSIA [2023], *Global Sustainable Investment Review 2022*.
- 非財務情報可視化研究会 [2022] 『人的資本可視化指針』。
- 本田桂子・伊藤隆敏 [2023] 『ESG 投資の成り立ち, 実践と未来』日本経済新聞出版社。
- ISSB [2023a], *IFRS S1: General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, International Sustainability Standards Board.
- ISSB [2023b], *Consultation on Agenda Priorities*, International Sustainability Standards Board.
- 経済産業省 [2020] 『持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書～人材版伊藤レポート』。
- 厚生労働省 [2023] 『令和 4 年 (2022) 人口動態統計 (確定数) の概況』
- OECD [2015], *In it together: Why Less Inequality Benefits All*, OECD Publishing, Paris.
- 大鹿智基 [2023] 『非財務情報の意思決定有用性—情報利用者による企業価値とサステナビリティの評価』中央経済社。
- サステナビリティ基準委員会 (SSBJ) [2022] 『サステナビリティ基準委員会の運営方針』
- 島永和幸『人的資本の会計—認識・測定・開示』同文館出版。
- UNEP FI and PRI [2010], *Universal Ownership – Why environmental externalities matter to institutional investors*.

(付記) 本稿は, 国際会計研究学会第 40 回研究大会統一論題「サステナビリティ開示の現状と課題」における報告内容に基づくものである。貴重な機会を頂いた座長の梶原晃先生 (久留米大学) をはじめ, 報告者の阪智香先生 (関西学院大学), 島永和幸先生 (神戸学院大学), 中野貴之先生 (法政大学), ディスカッションの浅野敬志先生 (慶應義塾大学), 音川和久先生 (神戸大学) に御礼申し上げる。