

インパクト投資の国際的な潮流 — 受託者責任とインパクト測定に有用な枠組み —

板津 直孝

■ 要 約 ■

1. 投資収益の確保に止まらず、環境的・社会的課題の解決を目指す「インパクト投資」に高い関心が寄せられている。
2. インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを生みながらも、環境や社会の課題解決を図る投資スタイル（ESG投資の一部と重なる）から、環境や社会へのポジティブな変化をより重視することで、マーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する、一般的な寄付に近い投資スタイルまで多岐にわたる。インパクト投資には、受益者の経済的利益以外の要素を重視する投資スタイルが含まれることから、機関投資は、インパクト投資に当たって、受託者責任の観点から投資スタイルの見極めが重要となる。
3. 投資スタイルを整理し、投資の意思決定に環境的・社会的インパクトを考慮する上で基礎となるのが、投資先が開示するサステナビリティ報告である。サステナビリティ報告に採用される枠組みは、環境的・社会的インパクトと企業の財務インパクトの焦点の当て方によって、設計思想が異なる。サステナビリティ報告は多様化してきたが、異なるインパクトの概念に従って、受託者責任の規律化において有用な「IFRSサステナビリティ開示基準」と、インパクト投資全般に有用な「EUサステナビリティ報告基準」の2つの国際的な基準に集約しつつある。
4. 両枠組みでは基準の最終化に向けて、サステナビリティ要因ごとのインパクト測定に有用な定性的及び定量的な指標と、特定の金融セクターに対する、環境的・社会的インパクトを投資戦略へ組込む上で参考になる、開示項目と指標の策定を進めている。

野村資本市場研究所 関連論文等

・板津直孝「インパクト投資と受託者責任—社会的・環境的インパクトと経済的リターンの議論—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年秋号。

I インパクト投資の投資スタイルと受託者責任

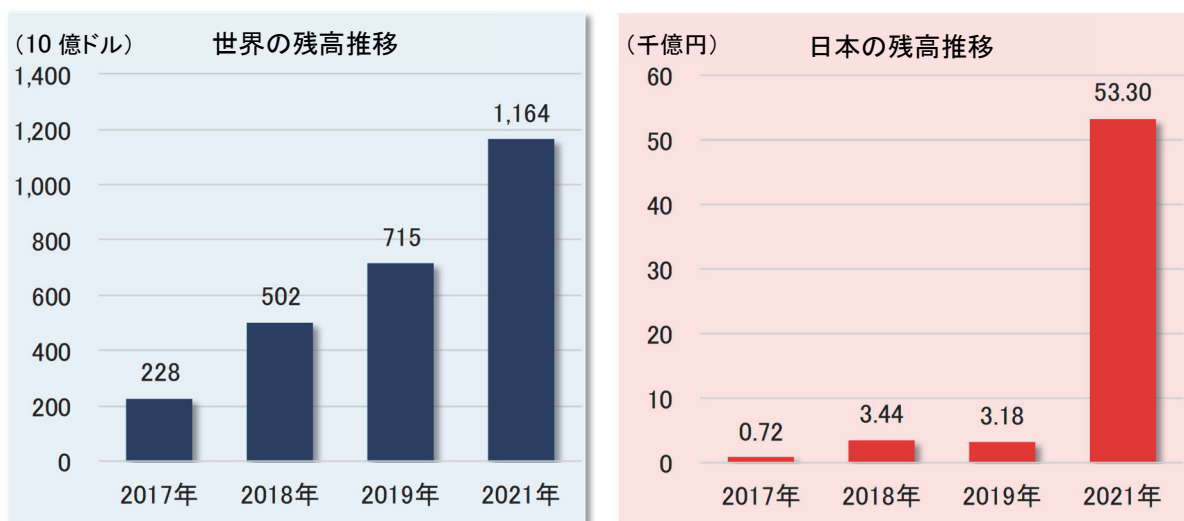
投資収益の確保に止まらず環境的・社会的課題の解決を目指す「インパクト投資」に高い関心が寄せられている。インパクト投資の市場規模は拡大傾向にあり、推計で 2021 年には世界全体で 1.1 兆ドル、日本では 5.3 兆円に達した（図表 1）。

世界の国々は、現在、地球温暖化による極端な気象現象や災害、生態系と生物多様性の危機、廃水による水質汚染、海洋マイクロプラスチックなどの環境問題に直面し、同時に経済的格差の拡大による貧困、強制労働や人種差別などの幅広い社会問題を抱えている。これらのサステナビリティ課題の多くは経済活動と密接に関係していることから、インパクト投資への関心の高まりは、持続可能な社会を構築する上で注目されている。インパクト投資を通じた経済活動が、環境や社会の課題を改善させる効果を持つからである。

従来、投資の意思決定は、「リスク」と「リターン」という 2つの軸に基づいていたが、インパクト投資は、これに「インパクト」という 3つ目の軸を取り入れ、企業が及ぼす環境的・社会的な変化や効果を把握し、環境的・社会的インパクトと経済的リターンの双方を両立させることを意図している。ESG（環境、社会、ガバナンス）投資が、企業の財務的リターンを最大化しリスクを適正化するために、ESG 要因である環境や社会への影響を投資分析や投資の意思決定に組み込むのに対して、インパクト投資は、環境や社会へのポジティブな変化を生み出すこと自体が投資の目的であると位置づけている。

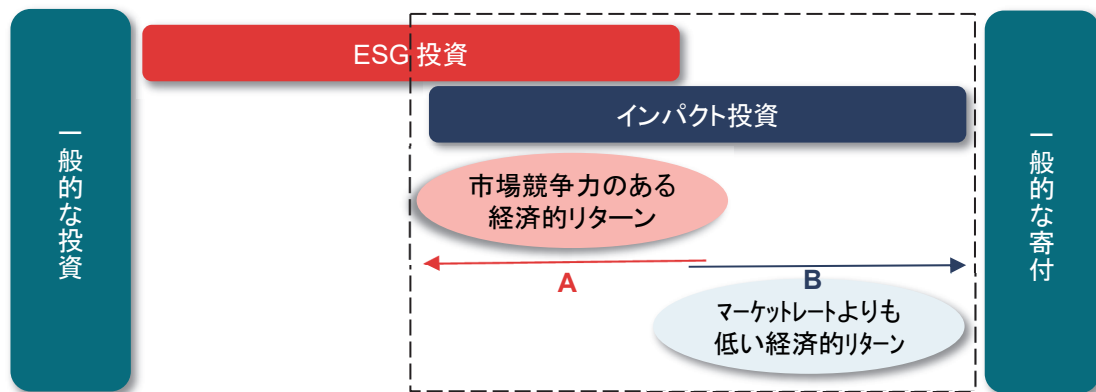
したがって、インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを持つ場合もあれば、リスク・リターンの 2軸に基づくマーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する場合もある（図表 2）。

図表 1 世界と日本のインパクト投資市場規模



（出所）金融庁「インパクト投資等に関する検討会（第1回）事務局資料」2022年10月28日より野村資本市場研究所作成

図表 2 インパクト投資の位置づけ



(出所) 金融庁「第6回サステナブルファイナンス有識者会議事務局資料」2021年4月22日より野村資本市場研究所作成

ESG投資は、企業価値を損なわない観点から、ESGに対する考慮やリスク緩和を念頭に置いた一般的な投資に近いスタイルから、市場競争力のある経済的リターンを生みながら、ESG課題解決を目的としたインパクト投資の一部と重なる投資スタイルにわたる。

これに対して、インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを生みながら、環境や社会の課題解決を図る ESG投資の一部と重なる投資スタイルから、環境や社会へのポジティブな変化をより重視することで、マーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する一般的な寄付に近い投資スタイルにわたる。

インパクト投資には、受益者の経済的利益以外の要素を重視する投資スタイルが含まれることから、受託者責任の規律下にある機関投資家は、投資スタイルの見極めが求められる。具体的には、インパクト投資を図表2の「A」と「B」の投資スタイルに整理することが重要であると言える。

受託者責任の考え方を踏まえれば、受託者責任の規律下にある主体においては、受益者が経済的リターンよりも環境的・社会的インパクトを優先させたいなどの事情がなければ、インパクト投資においても市場競争力のある経済的リターンを目指すことが求められるからである¹。

ここで言う受託者責任は、投資信託や年金の制度設計、資産の運用、運営管理等に携わる信託銀行、保険会社や証券会社等の受託者が、受益者に対して果たすべき責任と義務である。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」や、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」などがある。インパクト投資は、忠実義務の観点で議論が生じる。

受託者責任の規律下にある機関投資家が、インパクト投資の投資スタイル(図表2の「A」と「B」)を整理し、投資の意思決定に環境的・社会的インパクトを考慮する上で基礎となるのが、投資先が開示するサステナビリティ報告である。サステナビリティ報告

¹ PRI, "A Legal Framework for Impact, Sustainability impact in investor decision-making," July 21, 2021.

に適用される枠組みは多様化しており、想定する情報利用者によって異なる重要性の原則が採用されている。採用された重要性の原則によってインパクトの概念が異なってくることから、インパクト投資のスクリーニングに当たっては、投資先が開示するサステナビリティ報告が適用している枠組みを類型化することが必要になる。

II サステナビリティ報告の主要な枠組みの類型化

サステナビリティ報告の枠組みには、2つの重要性の原則がある。ひとつは、環境的・社会的インパクトに焦点を当てた重要性の原則で、幅広いマルチステークホルダーの目的に対応する。もうひとつは、企業の財務インパクトに焦点を当てた重要性の原則で、投資家の経済的な判断の目的に対応し、同時に前述の重要性の原則を構成する一部ともなる。

機関投資家が投資の意思決定に投資先のサステナビリティ報告を利用する際には、投資先のサステナビリティ報告に適用されている枠組みが想定している、情報利用者に基づく設計思想に従って類型化し、重要性の原則の位置付けによって異なるインパクトの概念を見極めることが必要になる（図表3）。

IFRS サステナビリティ開示基準は、国際財務報告基準財団（IFRS 財団）が設置した国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）によって策定が進められている²。同基準は、企業価値の評価における投資家の情報ニーズを満たすように設計されており、金融資本市場の持続可能性に関する情報開示の包括的でグローバルなベースラインを形成することを目的としている。同基準の設計思想は、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の関与によるところが大きい。

TCFD は、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の要請を受け、2015年12月に金融安定理事会（FSB）により設立された民間主導のタスクフォースである。TCFD は、2017年6月、投資家等が、重要な気候関連のリスク及び機会が企業にもたらす財務インパクトを理解する上で、有用な開示の枠組みを提言した³。

図表3 想定する情報利用者による主要な枠組みの類型化

投資家	マルチステークホルダー
<ul style="list-style-type: none"> ● IFRS サステナビリティ開示基準 ● 気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言 ● サステナビリティ会計基準審議会(SASB)スタンダード ● 国際統合報告評議会(IIRC)フレームワーク ● 気候変動開示基準委員会(CDSB)フレームワーク 	<ul style="list-style-type: none"> ● EU サステナビリティ報告基準 ● グローバル・レポーティング・イニシアティブ(GRI)スタンダード

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

² IFRS, “ISSB delivers proposals that create comprehensive global baseline of sustainability disclosures,” March 31, 2022.

³ TCFD, “Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure,” June 2017.

IFRS サステナビリティ開示基準の策定には、技術的準備ワーキンググループ（TRWG）である、サステナビリティ及び企業価値に焦点を当てた主要な基準設定機関の連合による作業を基礎としている。TRWG は、国際会計基準審議会（IASB）、TCFD、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）と国際統合報告評議会（IIRC）が統合したバリュー・レポーティング財団（VRF）、気候変動開示基準委員会（CDSB）及び世界経済フォーラム（WEF）から成る。

EU サステナビリティ報告基準は、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）によって策定が進められている⁴。欧州理事会が 2022 年 11 月に承認して成立した「企業サステナビリティ報告指令（CSRD）」は、同基準を適用基準として位置付け、企業に対する報告要件が「EU タクソノミー規則」と一貫していることを保証する⁵。同基準は、投資家の経済的な判断の目的だけではなく、幅広いマルチステークホルダーの目的に対応する。EFRAG は、グローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI）スタンダードが、欧州で最も活用されているサステナビリティ報告基準であることに鑑み、GRI と協働して EU サステナビリティ報告基準の策定を進めている。

GRI は、1997 年に米国・ボストンで設立された NPO であり、サステナビリティ報告のガイドライン、スタンダードを発行している。GRI の枠組みは社会面・経済面・環境面のトリプル・ボトム・ラインを重視する考え方に基づいており、企業に対して全てのステークホルダーが意見形成や意思決定を可能にすることを目指している。GRI が 2022 年 12 月に公表した報告書では、EU サステナビリティ報告基準は可能な限り GRI スタンダードに準拠しているとしている⁶。

多くの枠組みの設定機関が、サステナビリティ報告の開示基準、フレームワーク、ガイドダンスなどを相次いで策定してきた。広範囲の任意の枠組みが公表されることで、機関投資家をはじめとする情報利用者は、サステナビリティ報告に採用される枠組みの多様性に直面してきた。多様なサステナビリティ報告の枠組みは、近年、想定する情報利用者によって異なる重要性の原則に従って、IFRS サステナビリティ開示基準と EU サステナビリティ報告基準の 2 つの国際的な基準に集約しつつある。

両枠組みは異なる重要性の原則を採用していることから、それぞれの基準に則したサステナビリティ報告は、機関投資家がインパクト投資のスクリーニングにおいて、投資スタイルに適合した投資先を選び出す上で、有用なサステナビリティ情報を提供する。

IFRS サステナビリティ開示基準は、情報利用者として投資家を想定し、投資先の財務インパクトに焦点を当てていることから、市場競争力のある経済的リターンを生みながら、ESG 課題解決を目的としたインパクト投資（図表 2 の「A」）に有用な情報を提供するとと言える。

EU サステナビリティ報告基準は、情報利用者としてマルチステークホルダーを想定し、

⁴ EFRAG, “EFRAG delivers the first set of draft ESRS to the European Commission,” November 23, 2022.

⁵ Council of the EU, “Council gives final green light to corporate sustainability reporting directive,” November 28, 2022.

⁶ GRI, “GRI reporting best prepares companies for new EU standards,” December 7, 2022.

投資先の財務インパクトの観点と環境的・社会的インパクトの観点のいずれか、又は両方の観点からの重要性の原則を採用していることから、インパクト投資全般（図表 2 の「A」と「B」）に有用である。なお、環境的・社会的インパクトの観点でのみのサステナビリティ情報については、マーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する一般的な寄付に近い投資スタイル（図表 2 の「B」）の情報に相当することから、受託者責任の規律下にある機関投資家は、受益者が経済的リターンよりも環境的・社会的インパクトを優先させたいなどの意向の有無の整理が必要になる。

Ⅲ サステナビリティ報告で開示されるインパクト指標

インパクト指標は、企業の事業や活動の結果として生じた、環境的・社会的な変化や効果を示す指標であり、環境や社会に及ぼすインパクトを可視化するインパクト測定において設定される。機関投資家と投資先のインパクト指標を活用した対話により、インパクト投資の推進が期待されている。しかし、インパクト指標は、具体的な指標の特定に当たって課題がある。

IFRS サステナビリティ開示基準と EU サステナビリティ報告基準は、それぞれの異なるインパクトの概念に基づき、サステナビリティ要因ごとに、報告企業が持続可能性に関連する企業戦略の実施の有効性と、長期的な目標に対する有効性を測定し報告するために使用する定性的及び定量的なインパクト指標の策定を進めている。日本経済団体連合会が 2022 年 6 月に公表した、「“インパクト指標”を活用し、パーパス起点の対話を促進する」では、報告企業がインパクト指標を特定する際には、IFRS サステナビリティ開示基準などの国際的なフレームワークを参照することを推奨している。

1. 基本的な基準構成と指標の位置付け

IFRS サステナビリティ開示基準と EU サステナビリティ報告基準の基本的な基準構成は、全般的な基準、サステナビリティ要因別の基準、セクター別の基準から成り、いずれの枠組みも、企業運営の中核的要素を構成する 4 つの柱である、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」に焦点を当てている。

指標の定義や設定に対する考え方については全般的な基準で示されており、具体的な指標は、サステナビリティ要因別の基準及びセクター別の基準において定められている。

サステナビリティ要因別の基準は、企業のセクターを問わずサステナビリティ要因に広く関連する事項を対象としている。サステナビリティ要因別の基準の一部を成すセクター別の基準は、特定のセクター内の企業間の比較可能性を促進するために、セクター毎にサステナビリティ要因に関連する開示項目を特定し、セクター毎に関連する活動に合わせて調整された、指標及びその他の開示要件を確立している。

IFRS サステナビリティ開示基準については、ISSB が 2022 年 3 月に公表した公開草案の

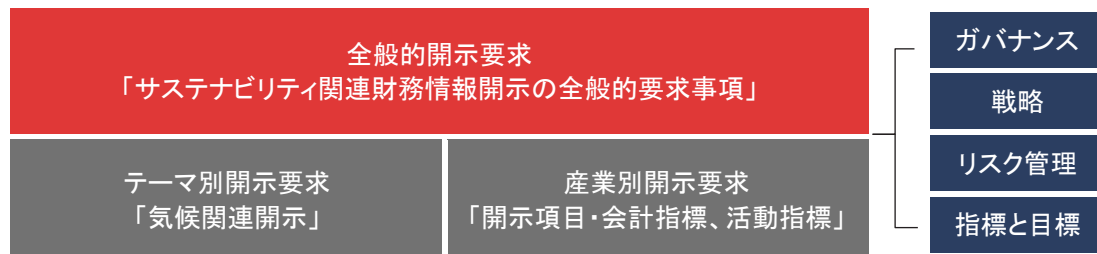
段階では、「全般的開示要求」、「テーマ別開示要求」のうち「気候関連開示」、気候関連開示の一部を成す「産業別開示要求」が公表されている（図表4）⁷。今後、他のサステナビリティ要因を対象にした、テーマ別開示要求及びテーマ別開示要求の一部を成す産業別開示要求が順次策定される予定である。

IFRS サステナビリティ開示基準は、報告企業の財務インパクトに焦点を当てていることから、全般的開示要求では、指標及び目標は、サステナビリティ関連のリスク及び機会に関する企業のパフォーマンスを長期的に評価、管理及びモニタリングするために用いられる情報であると定めている。指標には、IFRS サステナビリティ開示基準において定義された指標、第 54 項で識別されたその他の情報源から識別された指標及び企業自身が開発した指標が含まれるとしている。第 54 項で識別された指標とは、IFRS サステナビリティ開示基準と同様に、情報利用者として投資家を想定し報告企業の財務インパクトに焦点を当てている、SASB スタンダードなどの他の基準設定主体による直近の公表文書、及び同じ産業又は地域における企業が用いる指標を指す。

EU サステナビリティ報告基準については、EFRAG が 2022 年 11 月に公表した最終草案では、「横断的基準」を定めた全般的な要求事項と開示要件に加え、「テーマ別基準」を定めた、環境課題を対象とする 5 つの基準（気候変動、汚染、水と海洋資源、生物多様性と生態系、資源の利用と循環型経済）、社会課題を対象とする 4 つの基準（自社の従業員、バリューチェーン内の従業員、影響を受けるコミュニティ、消費者及びエンドユーザー）、ガバナンス課題を対象とするひとつの基準（事業運営）が提案されている（図表5）⁸。なお、最終草案に含まれていない、「セクター別基準」と「中小企業向け基準」の公表が今後予定されている。テーマ別基準の一部を成すセクター別基準は、IFRS サステナビリティ開示基準と同様に、特定のセクター内の企業間の比較可能性を促進するために、セクター毎に関連する活動に合わせて調整された指標が示されると推察される。

EU サステナビリティ報告基準は、財務インパクトの観点と環境的・社会的インパクトの観点のいずれか、又は両方の観点からの重要性の原則を採用していることから、横断的

図表 4 IFRS サステナビリティ開示基準の基本的な構成



（出所）IFRS Foundation, “Summary of the Technical Readiness Working Group’s Programme of Work,” November 2021 より野村資本市場研究所作成

⁷ IFRS, “ISSB delivers proposals that create comprehensive global baseline of sustainability disclosures,” March 31, 2022.

⁸ EFRAG, “EFRAG Delivers the First set of Draft ESRS to the European Commission,” November 23, 2022.

図表5 EU サステナビリティ報告基準の基本的な構成

横断的基準 「ESRS1 全般的な原則」 「ESRS2 全般的な開示」		中小企業 向け基準 (公表予定)
テーマ別基準 「環境、社会、ガバナンス」	セクター別基準 (公表予定)	
環境	社会	ガバナンス
ESRS E1 気候変動	ESRS S1 自社の従業員	ESRS G1 事業運営
ESRS E2 汚染	ESRS S2 バリューチェーン 内の従業員	
ESRS E3 水と海洋資源	ESRS S3 影響を受ける コミュニティ	
ESRS E4 生物多様性と 生態系	ESRS S4 消費者及び エンドユーザー	
ESRS E5 資源の活用と 循環型経済		

(出所) EFRAG, “EFRAG Delivers the First set of Draft ESRS to the European Commission,” November 23, 2022 より野村資本市場研究所作成

基準では、指標は、人や環境に対する悪影響を弱め、好影響を強める上でどの程度効果的であるか、及び、又は、企業に財務インパクトを及ぼす可能性の洞察を提供するとしている。指標の開示に当たっては、重要性の原則に基づいて、重要なインパクト、リスク、機会に関連して、パフォーマンス及び有効性を評価するために使用する指標を開示し、テーマ別基準で定義されている指標のほか、他の情報源から取得したものであるか、企業が開発したものであるかを問わず、企業固有の基準で特定された指標を含むとしている。

2. 枠組みによって異なる気候関連の指標の比較

IFRS サステナビリティ開示基準と EU サステナビリティ報告基準は策定の途上にあることから、さまざまなサステナビリティ要因別の基準やセクター別の基準において示される指標を、現時点では具体的に比較することができない。しかし、気候関連の基準については、両枠組みにおいて優先的に公表されている。

IFRS サステナビリティ開示基準のテーマ別開示要求「IFRS S2 気候関連開示」は、すべての企業が開示を要求されることになる 7 つの産業横断的指標カテゴリを示している⁹。すなわち、絶対量及び原単位に基づく温室効果ガス（GHG）排出、移行リスク、物理的リスク、気候関連の機会、気候関連のリスク及び機会に対する資本投下、内部炭素価格、経営者に対する報酬のうち気候関連の考慮事項と結びついているものの割合である。GHG 排出の測定には、「GHG プロトコル」¹⁰を適用することとしている。

GHG プロトコルは、1998 年に世界環境経済人協議会（WBCSD）と世界資源研究所

⁹ IFRS, “[Draft] IFRS S2 Climate-related Disclosures,” March 2022.

¹⁰ GHG Protocol, “A Corporate Accounting and Reporting Standard,” March 30, 2004.

(WRI) によって共同設立された、政府機関、企業、NGO の集合体である。GHG 排出の範囲を定めた 3 つのスコープは、気候関連財務情報開示のデファクト基準となっている。直接及び間接の排出源について明らかにし、透明性を高め、様々な組織や種類の温暖化対策方針や事業目的に役立つように、スコープ 1 (GHG の直接排出)、スコープ 2 (エネルギーの使用に伴う GHG の間接排出)、スコープ 3 (その他の GHG の間接排出) から構成される 3 つのスコープが、GHG の測定及び報告を目的として設定されている。

EU サステナビリティ報告基準のテーマ別基準の環境に属する「ESRS E1 気候変動」では、企業が気候変動の緩和と適応政策を支援するために設定した目標を達成するために、5 つのセクター横断的指標カテゴリを示している¹¹。すなわち、エネルギー消費と混合及びエネルギー原単位、スコープ 1・2・3GHG 総排出量と総 GHG 排出量及び GHG 排出原単位、炭素クレジットを通じて資金提供される GHG 除去及び緩和プロジェクト、内部炭素価格、重要な物理的リスクと移行リスクによる潜在的な財務的影響及び重要な気候関連の機会を追求する可能性である。カテゴリ 15「投資」に属するスコープ 3 排出量の測定には、金融機関は「金融向け炭素会計パートナーシップ (PCAF)」のスタンダードを考慮しなければならないと定めている¹²。

PCAF は、2015 年に欧州金融機関を中心として発足した国際的なパートナーシップで、世界中の金融機関が協力して、投融資ポートフォリオにおける GHG 排出量の測定及び開示の手法を開発している。PCAF は、2020 年 11 月、GHG プロトコルの「企業のバリューチェーン (スコープ 3) の算定・報告基準」¹³を補完することを目的として、ファイナンスに係る排出量を測定する方法論に特化した、PCAF スタンダードの第 1 版を公表した¹⁴。

GHG プロトコルが財務情報と親和性があるのに対して、PCAF は「EU タクソノミー規則」を踏まえた「EU ベンチマーク規則」¹⁵に基づいており、財務インパクトの観点と環境的・社会的インパクトの観点のいずれか、又は両方の観点からの重要性の原則を採用していると推察される。

3. IFRS サステナビリティ開示基準における気候関連の指標

「IFRS S2 気候関連開示」では、以下の通り、7 つの産業横断的指標カテゴリ毎に具体的な定性的及び定量的指標を定めている (図表 6)。

図表 6 の 2) から 7) の開示に当たっては、当該金額と付随する財務諸表において認識及び開示されている金額との関係を検討し、可能な場合には、これらの開示における情報

¹¹ EFRAG, “Draft European Sustainability Reporting Standards, ESRS E1 Climate Change,” November 2022

¹² 板津直孝「重要性の概念が異なる GHG プロトコルと PCAF – 投資先の GHG 排出量を開示する目的の明確化が重要 –」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年冬号参照。

¹³ GHG protocol, “Corporate Value Chain (Scope 3) Accounting and Reporting Standard,” October 3, 2011.

¹⁴ PCAF, “The Global GHG Accounting and Reporting Standard for the Financial Industry,” November 2020.

¹⁵ EUR-Lex, “Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818 of 17 July 2020 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks,” December 3, 2020.

図表 6 IFRS S2 気候関連開示の産業横断的指標

- 1) 絶対量及び原単位に基づく GHG 排出
 - (1) 報告期間中に企業が生成したスコープ 1、2、3 に分類された GHG 排出の絶対総量
 - (2) スコープ 1、2、3 毎の GHG 排出原単位
 - (3) スコープ 1、2 の排出量について以下の排出量を個別に開示
 - ① 連結会計グループ(親会社及びその子会社)
 - ② 関連会社、共同支配企業、非連結子会社又は①に該当しない関係会社
 - (4) (3)②に含まれる事業体の排出量を含めるために使用したアプローチ
 - (5) (4)の手法を選択した単一又は複数の理由及び指標と目標の開示目的との関連性
 - (6) (1)スコープ 3 について
 - ① スコープ 3 排出量の測定値に上流及び下流の排出量を含める。
 - ② スコープ 3 排出量の測定値に含めたカテゴリを開示する。
 - ③ スコープ 3 排出量の測定値にバリューチェーン上の事業体から提供された情報が含まれる場合には、当該測定の根拠を説明する。
 - ④ ③の GHG 排出量を除外する場合には、除外理由を記載する。
- 2) 移行リスク
移行リスクの影響を受けやすい資産又は事業活動の金額及び割合
- 3) 物理的リスク
物理的リスクの影響を受けやすい資産又は事業活動の金額及び割合
- 4) 気候関連の機会
気候関連の機会と整合した資産又は事業活動の金額及び割合
- 5) 気候関連のリスク及び機会に対する資本投下
気候関連のリスク及び機会に投下された資本的支出、ファイナンス又は投資の金額
- 6) 内部炭素価格
 - (1) 排出コストの評価に用いている GHG のメートルトン当たり価格
 - (2) 企業が炭素価格を意思決定にどのように適用しているのかの説明
- 7) 経営者に対する報酬のうち気候関連の考慮事項と結びついているものの割合
 - (1) 当期の役員報酬のうち気候関連の考慮事項と結びついているものの割合
 - (2) 気候関連の考慮事項が役員報酬にどのように組み込まれているのかの記述

(出所) IFRS, “[Draft] IFRS S2 Climate-related Disclosures,” March 2022 より野村資本市場研究所作成

と財務諸表における金額のつながりを説明しなければならないとしている。これは、全般的開示要求の第 37 項及び第 38 項において、サステナビリティ報告は、一般目的財務報告の利用者が親会社及びその子会社の企業価値を評価することを可能にするものであり、企業はサステナビリティ報告が関連する財務諸表を開示しなければならないと定めていることによる。

4. EU サステナビリティ報告基準における気候関連の指標

「ESRS E1 気候変動」では、以下の通り、5つのセクター横断的指標カテゴリ毎に具体的な定性的及び定量的指標を定めている（図表7）。

横断的基準の「ESRS1 一般的な要求」では、サステナビリティ報告における指標は、企業が持続可能性に関連する方針の実施と長期的な目標に対する有効性を、測定及び報告するために使用する定性的及び定量的な指標を指すとして、影響を受ける人々、環境、企

図表7 ESRS E1 気候変動のセクター横断的指標

- 1) エネルギー消費と混合及びエネルギー原単位
 - (1) 気候へのインパクトが大きいセクターの非再生可能エネルギー源からの各総エネルギー消費量
 - ① 石炭及び石炭製品の燃料消費量
 - ② 原油及び石油製品の燃料消費量
 - ③ その他の非再生可能資源の燃料消費量
 - ④ 核製品の消費量
 - ⑤ 購入又は取得した非再生可能資源の電力、熱、蒸気、冷却の消費量
 - (2) 再生可能エネルギーの各総エネルギー消費量
 - ① 再生可能エネルギーの燃料消費量
 - ② 購入又は取得した再生可能エネルギーの電力、熱、蒸気、冷却の消費量
 - ③ 自己生成した非燃料型再生可能エネルギーの消費量
 - (3) 気候へのインパクトが大きいセクターのエネルギー原単位（純売上当たりの総エネルギー消費量）
- 2) スコープ1・2・3GHG 総排出量と GHG 合計排出量及び GHG 排出原単位
 - (1) スコープ1GHG 総排出量
 - (2) スコープ2GHG 総排出量
 - (3) スコープ3GHG 総排出量
 - (4) 総 GHG 排出量
 - (5) GHG 排出原単位（純売上当たりの総 GHG 排出量）
- 3) 炭素クレジットを通じて資金提供される GHG 除去及び緩和プロジェクト
 - (1) 自社の事業及び上流と下流のバリューチェーンからの GHG 除去量と貯蔵量
 - (2) 炭素クレジットの購入を通じて資金提供されるバリューチェーン外の気候変動緩和プロジェクトによる GHG 排出削減量又は除去量
- 4) 内部炭素価格
 - (1) 内部炭素価格設定スキームの適用の有無
 - (2) 内部炭素価格設定スキームを適用している場合、どのように意思決定を支援し、気候関連の方針と目標の実施を奨励しているか。
- 5) 重要な物理的リスクと移行リスクによる潜在的な財務的影響及び重要な気候関連の機会を追求する可能性

（出所）EFRAG, “Draft European Sustainability Reporting Standards, ESRS E1 Climate Change,” November 2022
より野村資本市場研究所作成

業に関する企業の成果の測定を支援するとしている。セクター横断的指標の中でも、エネルギー消費と混合及びエネルギー原単位は、財務インパクトの観点だけではなく、環境的・社会的インパクトにも重要性の焦点を当てる、EU サステナビリティ報告基準の特徴を示している。

経済的目的を超えた環境的・社会的対応は、企業の間で徐々に広がりつつある。米国の大手 IT 企業であるアップル（Apple）は、100%再生可能電力で事業を行うことなどで、2020 年以降、カーボンニュートラルなグローバル企業となっている。同社は、2022 年 10 月には、グローバルサプライチェーンに対して、GHG の排出に対処するための新たな措置を取ること、及び脱炭素に向けた包括的なアプローチを取ることを求め、グローバルサプライチェーンとすべての製品のライフサイクル全体で、カーボンニュートラルを達成するという野心的な目標に向けて注力している。2030 年までに脱炭素化することが、グローバルサプライチェーンに対して要請されていることから、直接製造費の支出先の 70% 以上に当たる 200 社以上のサプライヤーが、すでに、すべてのアップル製品の製造に風力や太陽光などのクリーン電力を使うことを確約している¹⁶。

IV 環境的・社会的インパクトの投資戦略への組み込み

サステナビリティ報告の枠組みは、機関投資家がインパクト測定をする上で有用な投資先のサステナビリティ報告の開示を促進するとともに、機関投資家が環境的・社会的インパクトを投資戦略へ組み込む上でも参考になる。

「IFRS S2 気候関連開示」の一部を成す産業別開示要求では、金融セクターの「資産運用及び管理業務」において、環境的・社会的インパクトを投資戦略へ組み込む上で参考になる開示項目と指標を定めている。具体的には、投資管理及びアドバイザー業務における ESG 要因の組み込みと、移行リスクへのエクスポージャーに関する、定性的及び定量的指標を示している（図表 8）。

同産業別開示要求では、投資戦略へ ESG 要因を考慮することで、ポートフォリオのレジリエンスを示すことができるとしている。

「資産運用及び管理業務」企業は、顧客に対する受託者責任を有している。したがって、これらの企業は、ESG 要因を含む、全ての重要性がある情報を検討し、分析することを投資の意思決定に組み込む必要がある。ESG 要因の組み込みプロセスには、評価、モデリング、ポートフォリオ構築、議決権行使及び投資先とのエンゲージメントにおいて、ESG 要因を考慮することが含まれ、その結果、アセットマネージャー及びウェルスマネージャーによる投資の意思決定が行われる。非財務資本の管理及び利用が市場価値にこれまで以上に寄与しているため、投資先の分析に ESG 要因を組み込むことは、重要性の観点での関連性が高まっている。企業が一定の ESG 要因を管理することは、会計上の利益のみならず、企業の時価総額などにも重要な影響を及ぼすことが調査により判明している。したがって、

¹⁶ Apple, “Apple calls on global supply chain to decarbonize by 2030,” October 25, 2022.

図表 8 気候変動に対する資産運用及び管理業務の開示項目と指標

開示項目	指標
投資管理及びアドバイザー業務における ESG 要因の組み込み	(1)ESG 課題の統合、(2)サステナビリティをテーマとした投資並びに(3)スクリーニングを実施する資産クラス別の資産管理額
	投資又はウェルス・マネジメント(又はこの両方)のプロセス及び戦略に ESG 要因を組み込むためのアプローチについての記述
	議決権行使並びに投資先へのエンゲージメントポリシー及び手法についての記述
移行リスクへのエクスポージャー	ファイナンスに係る排出の計算に含まれる運用資産残高総額の割合
	(1)絶対総量の(a)スコープ 1 排出、(b)スコープ 2 排出及び(c)スコープ 3 排出並びに(2)関連する運用資産残高総額
	(1)(a)スコープ 1 排出、(b)スコープ 2 排出及び(c)スコープ 3 排出ごとの総排出原単位並びに(2)関連する運用資産残高総額
	ファイナンスに係る排出を計算するために用いた方法の記述

(出所) IFRS, “[Draft] IFRS S2 Climate-related Disclosures Appendix B Industry-based disclosure requirements,” March 2022 より野村資本市場研究所作成

サステナビリティ課題に関する投資先とのエンゲージメントと同様に、投資先の ESG パフォーマンスについての深い理解、並びに評価及びモデリングにおける ESG 要因の統合によって、資産運用企業は優れたリターンを獲得することができる。一方、これらのリスク及び機会を投資管理において考慮していない資産運用及び管理業務企業は、ポートフォリオの投資収益率が低下し、パフォーマンス報酬が低下する可能性がある。長期的には、運用資産残高が流出し、市場シェアが失われ、管理手数料が低下する可能性があるとして、産業別開示要求では、投資管理及びアドバイザー業務における ESG 要因の組み込みの重要性を示している。

移行リスクへのエクスポージャーは、ポリシーの変更、規制の新設又は技術イノベーションから生じるが、これらはより一般的となり、これまで以上に投資の意思決定に組み込まれるようになってきている。これらのリスク及び機会を識別及び評価する構成要素は、投資ポートフォリオの GHG 排出を測定する能力であり、この概念はファイナンスに係る排出と呼ばれる。このリスクの管理ができない場合、アセットマネージャーの投資ポートフォリオのリターンが低下し、パフォーマンス報酬が低下する可能性がある。長期的には、このリスクの不適切な管理は、運用資産残高の流出を引き起こし、市場シェアの喪失及び収益の減少をもたらす可能性がある。一方、このリスクの効果的な管理によって、投資機会が生じ、パフォーマンスの改善及び運用資産残高の増加に伴う手数料の増加につながり、市場シェアの強化をもたらす場合もあるとして、産業別開示要求では、気候関連の移行リスクの管理の重要性を示している。

各指標には、第三者の保証に適した基準を構成することを目的として、定義や範囲など

に関する「技術プロトコル」が付されている。例えば、開示項目の ESG 要因の組み込みの指標のひとつである、「ESG 課題の統合、サステナビリティをテーマとした投資、スクリーニング」の定義は、「PRI 報告フレームワーク：主な定義」2018 年版¹⁷によるとしている。移行リスクへのエクスポージャーの指標である GHG 排出については、GHG プロトコルによるとしている。

EU サステナビリティ報告基準のセクター別基準については、今後公表が予定されている。同基準に対しては、財務インパクトではなく環境的・社会的インパクトに焦点を当てた、サステナビリティ要因の投資戦略への組み込みについて、開示項目と指標が定められることが期待される。

IFRS サステナビリティ開示基準と EU サステナビリティ報告基準の両枠組みに基づいて、それぞれのサステナビリティ情報を開示する投資先は、極めて少ないと考えられる。しかし、投資先による情報開示がされていなくとも、各枠組みで示された指標等は、機関投資家が投資先との建設的な対話を進める上で、又は投資先から具体的に情報提供を求める上で参考になる。

¹⁷ PRI, “PRI Reporting Framework, Main definitions,” November 2018.