

TCFD 開示の意義に関する考察

朴 恩 芝

I はじめに

2023年6月に国際会計基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) 財団は傘下のサステナビリティ開示基準設定主体の国際サステナビリティ基準審議会 (International Sustainability Standards Board: ISSB) をとおして、気候関連開示を含むサステナビリティ開示基準として、IFRS S1号とS2号を公表した。基準は、いずれも気候関連財務情報開示 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD) 提言の枠組みを完全に取り入れている (IFRS財団, 2023)。

日本では、2022年4月東京証券取引所 (東証) が従来市場を、プライムとスタンダード、グロース市場の3つに再編する際に、プライム市場におけるTCFD開示の義務化を公表している。すでに、東証は2021年6月コーポレートガバナンス・コードの改訂の際に、サステナビリティをめぐる課題への取り組みの一環として、プライム市場上場会社に対し、TCFDまたはそれと同等の国際的枠組み⁽¹⁾に基づく気候変動に関連した情報開示の質と量の充実を求めている (東証, 2021)。

さらに、金融庁も2023年1月に公表した「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正において、有価証券報告書等に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄を新設し、「ガバナンス」と「リスク管理」について

(1) 気候変動の定義や範囲を示すことは困難である。情報の性質上、ひとまず気候の変動によって企業にもたらされる直接・間接的事象と考えることができる。

は必須記載事項とし、「戦略」と「指標及び目標」については重要性に応じた記載を求めている（金融庁、2023 a）。ここで注目する「ガバナンス」、「リスク管理」、「戦略」、「指標及び目標」はTCFDの提言において、気候変動関連の財務情報開示の質を向上させる中核要素として取り上げているものである。

TCFDでは、気候関連リスクと機会に連動するものとして、温室効果ガス（Greenhouse Gas：GHG）の排出量の削減と低炭素経済への移行に注目する。これらは気候変動への対応策として世界的に合意されており、⁽²⁾気候関連リスクと機会への対応による財務的影響に注目が集まることから、経営戦略の中核に位置付けられたと推測できる。

とりわけ、低炭素経済へのパラダイムの変化は、従来から行われてきたGHG排出量の削減にとどまらない、化石燃料に極端に依存する現在の経済システムからの脱却を意味する。いうまでもなく、化石燃料関連の産業における経済システムの変化は、本業での財務的損失をもたらす。TCFDによって、関連情報を有価証券報告書など主な財務報告書をとおして開示することが推奨される理由もそこにあり、投資意思決定における重要な情報と位置づけられる。

他方で、TCFDの情報開示の推奨を決定した主体が金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）であることの意味合いは、従来のサステナビリティ情報開示の動向とは大きく異なる解釈をもたらす。本来世界金融の安定化を狙いとするFSBが、率先して気候関連情報開示に関連するシステムを構築しその枠組みを提供するという態勢は、それまで企業の環境活動に関する評価に消極的、否定的であった投資家行動に決定的な影響を与えうる。さらに、TCFD開示を任意とするTCFDタスクフォースの意図とは別に、主要国を中心に開示の（事実上の）義務化の動きが本格化していることから、従来のサステナビ

(2) 気候変動に関する最近の科学的知見について評価を行う「気候変動に関する政府間パネル（Intergovernmental Panel on Climate Change：IPCC）」は、1990年以降数年に一回のサイクルで定期的に報告書を公表している。直近の第6次報告書は2018年から2023年までに全8種類が作成されており、近年進んでいるグローバルな目標に向けてのGHG削減について、21世紀中に気温上昇が1.5℃を超える可能性が高いことを指摘し、より急速かつ大幅な削減を訴えている。

リティ情報とは異なる企業対応が予想される。

本稿の問題意識は、従来のサステナビリティ関連活動への評価に比べ、TCFDの開示に関して進んでいる義務化とその背景の違いにある。TCFD開示に対する注目度も対応の真剣さも、さらに投資家の要求も高まっている状況は、TCFD情報そのものもつ特徴だけでなく、それを可能にしたさまざまな要素が存在したことに起因する。本稿では、このようなTCFD特有の状況を踏まえつつ、TCFD開示の義務化に注目、それが進む背景を検討し、TCFD開示の意義を考察する。

II 情報開示におけるTCFDの位置づけ

周知のとおり、近年非財務情報への関心が高まっている。主な理由として、まず従来の財務情報が投資に有用な情報を提供するという本来の役割を果たしているかに対する懐疑がある。企業が開示する財務情報は投資家が投資意思決定を行う上で重要な情報源である。一般的に、企業の将来キャッシュフローは過去の財務業績をもって予測し、そのため財務諸表は投資においてもっとも重要な判断材料とされる。しかし、近年財務情報の価値関連性が薄れ、株価形成に対する主要な財務指標の役割も縮小、財務情報からの判断に他のさまざまな情報が加わる傾向にある。

役割を果たせなくなった主因といわれるのが会計上の無形資産の扱いである。現行の無形資産の会計処理は、財務諸表情報として用いられる法律上の権利や合併後ののれんなど、極めて限定的に行われており、主要資産の多くを有形固定資産が占めている。そのため、現在の限定的な財務（諸表）情報では企業価値の評価に不十分で、投資意思決定の有用性を失うきっかけを提供すると指摘される（伊藤編，2006：Lev and Gu（伊藤監訳），2021）。関連して、Levは無形資産をイノベーション（発見）、ユニークな組織設計、または人的資源に関する慣行によって生成されたものと評価し、財務情報に含めるべきとして⁽³⁾いる（Lev, 2001）。

他方で、環境・社会・ガバナンス（Environment・Social・Governance：ESG）

情報を経営の中核要素とする非財務的要素への注目度はますます上がっている。グローバル下で、長年表面化してきた環境や社会面での問題に対する企業への社会的責任の要求が、サステナビリティ情報開示というかたちで投資意思決定に有用なものとして、社会的地位を得つつある。⁽⁴⁾

なかでも、環境問題とりわけ気候変動問題が喫緊のグローバルな課題とされており、その対応枠組みとして注目されるものが気候関連財務情報開示(TCFD)である。2015年のG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、気候変動の問題が金融システムに与える影響について検討するよう、金融安定理事会(FSB)に要請がなされた。これを受けてFSBは、民間主導のTCFDタスクフォースを設立、2017年に気候変動がもたらす「リスク」及び「機会」の財務的影響を把握し開示することを狙いとした最終報告書「TCFD提言」を公表した(TCFD(訳), 2017, ii頁)。TCFDは、企業の気候関連対応が財務的にどのような影響を与えているのかを開示する枠組みを提供している。⁽⁵⁾

投資意思決定の有用性の対象は、従来、主に財務情報とされた。ここで財務情報とは、財務諸表と注記、それに関連する記述情報といった、いわゆる財務諸表監査の対象となる情報のことを指す。有価証券報告書の開示情報のうち、定性的情報、最近記載が義務付けられたサステナビリティ情報は非財務情報で、金融庁の定義する記述情報にあたる(金融庁, 2019, 1頁)。非財務情報は財務情報を補完するものと認識されているが、その重要性も注目されつつある。

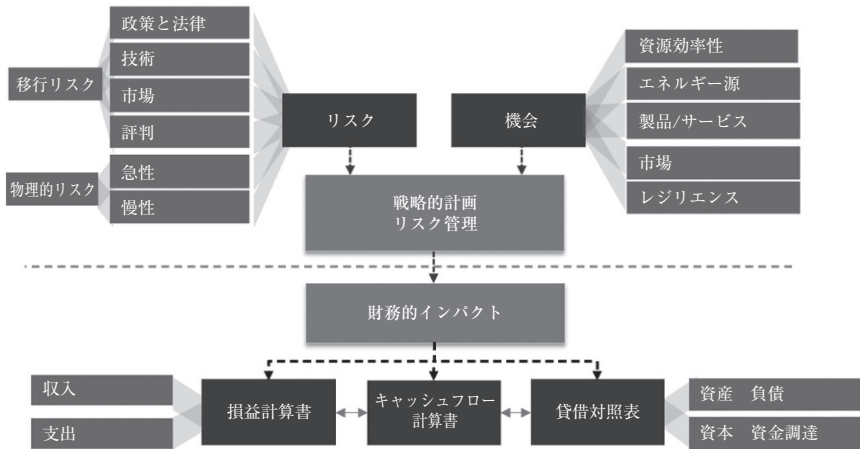
開示情報におけるTCFDは、財務情報と非財務情報の両方を含む。TCFDタスクフォースが活動の重要目標としているのは、気候関連リスクと機会の財務

(3) アメリカの知的資本投資銀行 Ocean Tomo によると、S&P500の市場価値の構成要素のなかで、無形資産の割合が近年急激に高まり、2020年には90%を占めることが報告されている(Ocean Tomo, 2023)。

(4) ある概念が一定の社会的地位、社会的合意を得ているかの判断は容易ではない。サステナビリティ関連について、日本では、最近金融庁の関連開示の義務化や公認会計士協会の非財務情報開示への対応などの動きがあり、このような社会的動向も根拠といえよう。

(5) 以下、提言に関するものはTCFDと称する。この提言に沿った情報開示を一般にTCFD開示とする(経済産業省, 2023)。

図表 1 気候関連のリスク、機会、財務的影響



出所 TCFD (訳, 2017), 『最終報告書：気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言』, 7頁。

的影響について、より定量的な財務情報開示をとおして開示情報の質を向上させることである(図表1)。そのため、情報開示のプロセスを重視しており、そのプロセスを情報として企業内で共有することで、企業行動に価値を付与すると期待される。

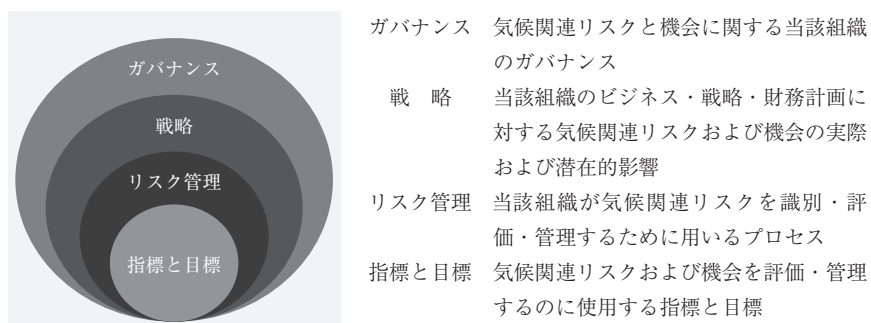
その際、TCFDの枠組みに基づき、求められる各々のステップ、すなわち、GHG量の削減目標や実績、気候変動による物理的なリスクはもちろん、低炭素経済への移行に関連したリスクおよび機会に関する情報など、サステナビリティ情報が科学的根拠の下で提供され、金額情報と関連情報は財務情報として、その他の記述情報は非財務情報として有価証券報告書(財務報告書)に記載される。

TCFDの提言では気候変動関連リスクおよび機会項目に関して、中核要素として4つの領域に分類して示すことを推奨している。経営陣の積極的な理解と

(6) 現在の会計基準の枠内でも、気候変動による財務的影響を把握し対応できるものとして、減損、金融商品、保険などの分野が注目されている。今後、ISSBのIFRSサステナビリティ開示基準などにより財務的影響の尺度が確立するにつれ、対象科目が明確になることが予想される。

関与の下で（ガバナンス領域）、企業経営に対する短・中・長期のリスクと機会、事業・戦略・財務に及ぼす影響、2℃目標等の気候シナリオを考慮した組織戦略の強靱性（レジリエンス・回復力）の開示のための戦略を立てる（戦略領域）。その際、関連するあらゆるリスクとその管理を行うとともに（リスク管理領域）、リスクと機会の評価に関する指標の判断や、目標への進捗度評価のために、組織が戦略・リスク管理下で用いる指標、GHG排出量、リスクと機会管理上の目標と実績をまとめる（指標と目標領域）。これらの全プロセスを情報として開示することが求められる（図表2）。

図表2 推奨された気候関連財務開示の中核要素



出所 TCFD（訳，2017），『最終報告書：気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言』，v頁。

なかでも、戦略領域におけるシナリオ分析は、不確実性の高い課題に対する長期的戦略の側面での根拠と対応をより具体的に示すものである。とりわけ、業種によっては気候関連リスクの影響が大きく、企業ごとのシナリオが設定できるうえ、企業固有の状況や独自の対応能力が判断できるポイントとなるため、開示情報として注目度が高い。

(7) TCFDの提言では、気候関連リスクは低炭素経済への「移行」リスクと、気候変動による「物理的」変化リスクに大別、気候関連機会は気候変動緩和策・適応策による経営改革の機会として分類し例示している（TCFD（訳），2017）。

これまでのところ、TCFD への対応には TCFD タスクフォースが意図したとおり、金融セクターだけでなく非金融セクターにも取り組みが広がっている⁽⁸⁾。その一方で、TCFD 情報を開示する企業にとって、どこまでどのように開示するかは判断の難しいところである。

多くの企業はサステナビリティ情報として、すでに TCFD 提言で推奨する関連情報の多くを開示している。しかし、TCFD が提供する枠組みによってもたらされる対応企業による開示の差は、現状では企業にも投資家にも未知数として働く。低炭素社会への移行リスクのような対象リスクの拡大と膨大な機会活用に基づくシナリオ分析、そこから求められる財務的影響は、企業の規模、組織的な能力、性質諸々から、対応企業において、必然的に差が開く構図となっている。

Ⅲ TCFD 開示の義務化

1. 日本の動向

2022 年 4 月から再編された東証はプライム市場上場会社（2023 年 9 月末時点 1,835 社）に対し、気候関連財務情報開示（TCFD）またはそれと同等の枠組みの開示を義務化している。それに先立って、2021 年 6 月に東証はコーポレートガバナンス・コードを改訂した際、コンプライ・オア・エクスプレイン⁽⁹⁾（Comply or Explain）の枠組みの下で、気候変動に積極的に取り組むよう求めた⁽¹⁰⁾。

(8) TCFD は金融セクターとして銀行、保険会社(再保険含み)、資産所有者、資産会社を、非金融セクターとしてエネルギー産業、運輸産業、素材と建築物産業、農業・食料・林業製品産業を識別している（TCFD（訳）、2017、13 頁）。

(9) 企業の個別事情に照らし、実施が適切でないと判断する原則があれば、「実施しない理由」を十分に説明（エクスプレイン）することにより、一部の原則を実施しないことができる（東証、2022）。

(10) コーポレートガバナンス・コード【原則 3-1 情報開示の充実：補充原則 3-1-1③】プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

金融庁も 2023 年「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正において、有価証券報告書等に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄を新設し、「ガバナンス」と「リスク管理」については必須記載事項とし、「戦略」と「指標及び目標」については重要性に応じた記載を求めている（金融庁、2023 a）。つまり企業は、金融庁の「記述情報の開示に関する原則」に基づきサステナビリティ情報の開示における考え方をまとめるが、その際、「戦略」と「指標及び目標」について重要性を判断した上で、記載しない場合でも当該判断やその根拠を開示し、重要な気候変動に対応する際には「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の枠で開示すべきである。

関連して Scope 1・Scope 2⁽¹¹⁾の GHG 排出量については、必ずしも重要性の判断を考慮せずとも積極的な開示を求めている。なお、Scope 3 については、TCFD、Global Reporting Initiative (GRI) スタンド、ISSB の IFRS S2 号「気候関連開示」基準など、気候関連の代表的な国際基準やガイドラインにおいて求めており、企業が設定する GHG 排出量削減の国際水準の目標である SBT (Science Based Targets) にも含まれるなど、今後さらなる対応が注目されている。しかしながら、企業外部のものを対象とすることから正確性が担保されず、測定⁽¹²⁾の困難は避けておれない。企業にとってかなり負担の大きい領域となるため、いくつかの基準では救済措置を提示している。

(11) Scope 1 は当該企業の直接の排出、Scope 2 は他社から供給された電気等の間接排出、Scope 3 は原材料の生産から製品の使用、廃棄、従業員の出張・通勤等、事業者の活動に関連する他社の排出も含むすべての間接排出（バリューチェーンからの排出量）である（金融庁、2023 a、7 頁）。

(12) ISSB 基準では、気候関連開示基準の一時的免除の救済措置を講じており（金融庁、2023 a、38 頁）、アメリカの証券取引委員会（SEC）も 2022 年の気候関連規則（案）において、訴訟関連企業の懸念事項を緩和する狙いで、開示した将来見通しが外れても訴訟対象にならないとする「セーフハーバー・ルール」を適用している（SEC、2021）。

日本でも、将来情報の記述と虚偽記載の責任に関する「開示ガイドライン」において、有価証券報告書に記載した将来情報（合理的根拠と説明）と実際の結果との差異に対して、虚偽記載等の責任追及に慎重であることを求め、単純参考の場合は、参考先の書類の虚偽表示に対する責任も問われないことを明示している（金融庁、2023 a）。

2. 国際的動向

TCFD 開示の義務化は、主要国を中心に国際的に進んでいる。⁽¹³⁾ EU の欧州委員会では 2018 年「サステナブルファイナンス・ハイレベル専門家会合（High-Level Expert Group on Sustainable Finance: HLEG）最終報告書」⁽¹⁴⁾ の公表を機に、非財務情報の報告を規制する EU の非財務情報報告指令（Non-Financial Reporting Directive: NFRD）への TCFD 報告の取り入れを検討した。2021 年には NFRD の改訂として、TCFD に準拠する企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Report Directive: CSRD）を公表、2023 年 1 月から段階的に施行している（環境省、2023、23 頁）。CSRD は企業の非財務情報を企業間で比較可能なものとし、さらに信頼性の高いものにすることを目的とするものである。⁽¹⁵⁾

イギリスでは G 20 初の TCFD 開示の義務化を目指し、2020 年財務省（HM Treasury）が「TCFD に準拠した開示の義務化に向けたロードマップ（A Roadmap towards mandatory climate related disclosures）」を公表、5 年間段階的に進めることを表明した。以降、ロンドン証券取引所上場規則や会社法改正、新しいルールの制定を進め、上場会社と大手アセットオーナーに対する TCFD 情報の開示義務付けが 2022 年 4 月以降の報告から適用、その他の企業や機関に対しても 2025 年までには義務化が一段落する予定である。

アメリカでは、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）が TCFD に沿った開示の義務化を進めている。2020 年 5 月にアメリカ独自の ESG 開示フレームの検討を推奨するレポートを発行し、ESG 開示枠の作成におい

(13) TCFD を設置した金融安定理事会理事長（当時）のマーク・カーニー氏が、TCFD 開示義務化を推進した（経済産業省、2021、3 頁）。

(14) HLEG では、EU の 2030 年気候変動目標やパリ協定・SDGs へのコミットを踏まえ、グリーン技術投資促進や持続可能な EU の成長を支える金融システムのあり方が検討された（経済産業省、2020、104 頁）。

(15) TCFD は財務的な重要性を測るシングルマテリアリティを採択しているが、CSRD は、ダブルマテリアリティ（財務・環境・社会的重要性）に基づき、企業が環境・社会に影響を及ぼす ESG 関連情報の開示を要求している。一方で、マテリアリティが時間とともに動的に変化するダイナミックマテリアリティ概念も注目されている（サステナブルファイナンス有識者会議、2021、10 頁）。

て、TCFD や GRI、アメリカのサステナビリティ会計基準審議会（Sustainability Accounting Standards Board：SASB）⁽¹⁶⁾ の基準を有用と認識した。2022年3月すべての上場会社に気候変動リスクの開示に関する規則案を提案、そのなかでは企業規模や内容に応じた段階的な導入と、企業への配慮が求められている。開示は2023年会計年度から Form 10-K のような年次報告書や（証券）登録届出書に気候関連情報を新設、適用すると表明し、Scope 1・Scope 2 の保証は2024年会計年度から段階的に導入することを予定している。ただ、2023年9月末現在、まだ最終的規則はできていない。

このように、現在主要国を中心にTCFDの（事実上の）義務化の取り組みが進んでおり、いまの気候変動に関する国際的な圧力を考慮すると、より拡大することが予想される。

IV 義務化の背景

気候関連財務情報開示（TCFD）の義務化が進むことで、企業は開示の対応を、投資家は企業評価の新たな尺度への適応を迫られている。他のサステナビリティ情報開示に比べ、迅速に開示が求められる背景には、TCFDを取り巻く特殊な環境があると考えられる。ここでは、TCFDが急速に企業からの注目度と対応力を高めた主な理由を検討し、TCFD開示の意義を探る。

1. 枠組みの有効性

先述のとおり、TCFDの開示に関連しては、日本を含む主要国の政府がTCFDに準拠した開示ルールをすでに策定または策定中であり、義務化のための準備が進んでいる。TCFDは、気候関連の財務情報に対する需要増大を認識してお

(16) 国際的には、非財務情報開示に関する基準の乱立と不整合を解消し有効な基準設定を推進するために、設定主体の連携、統合作業が行われている。2021年、国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council：IIRC）とSASBが統合し価値報告財団（Value Reporting Foundation：VRF）を設立、GRIとは連携関係を築いている。同年、VRFはCarbon Disclosure Project（CDP）および気候変動開示基準委員会（Climate Disclosure Standards Board：CDSB）とともに、IFRS財団に統合された。

り、気候関連のリスクと機会に関する情報開示を改善することにより、気候変動の潜在的な財務的影響を確実にかつ一貫性を持って分析する際に必要な指標と情報を提供することを目的とする。

それを可能にするのが、気候関連リスク範囲の拡大と機会の認識を意識した枠組みの存在である。なかでも気候関連リスクを、従来とらえてきた物理的リスクをはるかに超える低炭素経済への移行に関連するリスクにまで拡大し、経済システムの大変革までも対象としている。さらに、気候変動にはリスクだけでなくそこから導き出される機会もあることを強調する。これは、リスクという費用・損失だけでなく、気候変動の対策により事業の展開や組織そのものに収益の面でも影響を与えうるという発想⁽¹⁷⁾で、対応する企業のみならず、投資家も注目する要素となっている。すなわち、TCFDの開示情報は究極的に企業の将来性に大きくかかわるものである。

他方で、サステナビリティ情報開示に関するさまざまな枠組みや基準も、TCFDとの整合性を前提に設定や改訂がなされている。そこには、TCFD自ら標準化した枠組みを提供するだけでなく、共通の基準として、他に国際的な影響力をもつガイドラインや基準にも枠組みを提供するという特徴がある。それはTCFDの枠組みが気候変動関連領域において独歩的な位置にあることを示すもので、そのような認識のもとで開示されるTCFDの情報には、企業の潜在能力の判断材料として一定水準での信頼が付与される。

このような位置づけが可能なのは、気候変動に特化しているという性質もさておきながら、気候変動と財務への影響との関係性を明確にし、そのための具体的なプロセスを提示することで、企業も投資家も意識すべき「かたち」になったからである。

このような状況を踏まえると、企業はTCFDを単なる従うためのだけの枠組

(17) 地球温暖化の対策には、主にGHG排出量を削減するまたは植林などによって吸収量を増加させる「緩和」と、気候変化に対して自然生態系や社会・経済システムを調整することにより気候変動の悪影響を軽減または気候変動の好影響を増長させる「適応」の二本柱がある（気候変動適応情報プラットフォーム、2023）。

みではなく、その情報を企業レベルでしっかり把握し対応することで、短・中・長期のリスク管理はもちろん、機会にもつなげ、事業展開に直接役立たせる重要な手段として認識すべきである。また、投資家にとっては、従来のサステナビリティ情報のもつ解釈や判断の曖昧さと倫理性の議論などを一定水準で克服し、事業に対し直接的かつ大規模なリスク管理と機会になることから、企業が持続可能なのかを判断する重要な材料として利用する誘因となる。

2. ISSB 基準における全面的導入

2023年IFRS財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は、サステナビリティ開示基準としてIFRS S1号「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項」とIFRS S2号「気候関連開示」を公表した。ISSB基準に対しては、それまでのサステナビリティ関連基準やガイドラインの乱立を解消することが期待されている。基準は一般目的財務報告の主要な利用者にとって意思決定に有用な、サステナビリティ関連または気候関連のリスクと機会に関する一連の開示要求事項の提供を目的としており、いずれもTCFD提言の枠組みを完全に取り入れている（IFRS財団、2023）。

なかでも、IFRS S2号「気候関連開示」基準は、サステナビリティ開示に関するISSB初の個別基準として、気候関連のリスクと機会に関する情報の開示に焦点をあてている。IFRSという、企業の財務情報と開示に関する国際基準をつくる唯一の機関としての絶対的な影響力を考慮すると、同財団が本格的にサステナビリティ開示基準を提供する重みは極めて大きい。そのような基準においてTCFDの枠組みが全面的に取り入れられたことは、TCFDに気候関連枠組みとしての高い信頼度を付与する重要な要因となる。

3. 仕組みの有効性

(1) FSB からのTCFD発信

TCFD開示に注目する主な理由として、発信元である金融安定理事会（FSB）の国際機関としての影響力がある。FSBは、2022年末時点で、主要25か国・

地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体、国際通貨基金（IMF）、世界銀行、国際決済銀行（BIS：事務局）、経済協力開発機構（OECD）等をメンバーとして国際的な金融安定上の課題を検討する機関である（日本銀行、2023）。そのため、TCFD をとおして、気候変動が金融システムの安定を損ねるとの認識を各国の金融システムと迅速につなぐことで、金融システムの安定やその脆弱性への対応を担う当局間の協調を促進することができる。

実際、TCFD 開示への関心は年金、保険、金融機関などの金融セクターの働きによるところが大きい。気候変動という、財務評価の対象としては抽象的性質の強いものを経済的意思決定の主要な要素と位置づけたうえで、金融セクターが投融資、保険の引受の際の評価基準として盛り込む態勢は、個別企業にとって強い圧力になる。この働き方は、個別企業に ESG 経営を促すために、機関投資家を覚醒させることを意図した責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI）の仕組みとも似通っている⁽¹⁸⁾。

(2) 国連の UNEP-FI と UNGC からの PRI 発信

責任投資原則（PRI）は 2006 年国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP-FI）と国連グローバル・コンパクト（UNGC）が策定し、当時のアナン国連事務総長が世界の金融業界に向けて提唱した原則である。投資の意思決定プロセスに、再定義された受託者責任（fiduciary duty）⁽¹⁹⁾に基づく ESG 観点を組み込むべきとする世界共通のガイドラインとして位置づけられており、機関投資家が ESG 課題を考慮することを求めた 6 つの投資原則を提示し、原則への署名と原則実践のための協力を促している。

(18) PRI は原則の対象を機関投資家にし（PRI, 2023）、TCFD は金融セクターとして、銀行（貸付業）、再保険を含む保険会社（保険業）、資産管理会社（資産管理業）、公共・民間の年金計画、基金、財団を含む資産所有者（投資業）を想定する（TCFD（訳）、2017、12 頁）ことから、両方の対象は同様であると思われる。

(19) PRI は、受託者責任（Fiduciary Duty）について、第 3 者の利益のために行動してはならないとする伝統的な忠実義務（Royalty）を再定義し、投資において ESG の問題など長期的に企業価値向上をけん引する要素を考慮することの重要性を主張する（朴、2021、113-115 頁）。

これを機に、主要な年金基金や運用機関が ESG 要素を投資に考慮する方針を示し、企業行動にも重大な影響がもたらされた。PRI 原則への署名機関数は、2023 年 9 月末時点で資産運用機関、4,076 (76%)、アセットオーナー、733 (14%)、サービスプロバイダー、521 (10%) となっている (PRI, signatory directory)。

日本では、2017 年に年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund: GPIF) が署名したことで注目され、以降日本での ESG への認識拡大に大きな影響を与えた。機関投資家の行動は、投資先企業の ESG 課題への取り組み状況を適切に把握し、投資に反映するという意味で、PRI の狙いとおりに当該または潜在的投資先の企業行動を強く制約する働きとなっている。

このように、PRI 原則の特徴は、機関投資家をとおして個別企業に働きかけることで、確実な対応を導き出す仕組みにある。それまで個別企業が行ってきた ESG 活動への自主的努力は一定水準で評価されてきたものの、とりわけ投資意思決定に有用な情報として用いられるには限界を露呈していた。それが、機関投資家の評価要素になる半強制的な仕組みによって、個別企業も ESG 活動を経営の中核要素と意識して、本格的に取り組まざるを得ない状況に置かれたのである。その後のスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの要請は ESG 経営の重要性を確実なものにする。

PRI の特徴的な仕組みは TCFD でも類似して見られ、金融システムの安定化を目標に、金融セクターが開示する気候関連財務情報が、個別企業から提供される気候関連情報に基づくことを明確にし、企業の対応を促す仕組みとなっている。

4. 経営者の関与度

TCFD 開示には、これまでのサステナビリティ情報の開示より高い経営者の関与が予想される。長年、財務活動以外の領域は企業の自主的取り組みととらえられてきた。1990 年代のグローバルな環境問題、2000 年代以降企業の社会

的責任（Corporate Social Responsibility：CSR）から近年の ESG まで企業の取り組みの重要性が社会的に注目され、自主的でありながらも積極的な対応がなされた経緯がある。

現在経営全般において進められている ESG 情報開示の特徴は、経営戦略としての位置づけにある。PRI 原則を機に、機関投資家による企業への ESG 経営の要求を、経営者がどう理解するか、また ESG 経営の必要性と戦略を一般投資家にどう説明するかが重要となってきた。そのため、企業の経営者はエンゲージメント⁽²⁰⁾（投資家との建設的な対話）をとおして投資家に説明し、意見を交わす経営姿勢が求められている。

CSR とは違って、自主的でありながらも半強制的な性質をもつ ESG 経営のもとで強化されつつあるエンゲージメントは、義務化が進む TCFD 開示において、経営者の関与度合いをより強めることが予想される。

TCFD は中核要素としてガバナンスを掲げており、TCFD 関連活動における経営者のかかわりを強調している。経営者は、気候関連問題が事業にどのようなリスクをもたらすか、その管理ができているのか、さらにリスクを機会に変える策としてどのような戦略があるのかを財務的影響をも含めて考慮することが求められる。

企業の存続と将来性に密接に関連することから、TCFD 開示は投資家にとって投資意思決定のもっとも重要な要素となりうる。しかしながら、TCFD 開示の義務化が進む一方で、認識と測定方法が定まっていないことから、企業はもちろん投資家にとっても理解と判断にさまざまな困難が予想される。そのため、関連リスクと機会を意識した事業内容を、経営者の言葉でより丁寧に投資家に説明し説得する場として、エンゲージメントは以前にも増して重要な手段となる。

そのとき、経営者自らが十分理解し積極的に対応するためにも、常に最新の TCFD 関連活動と情報に関心を持って関与しないと、エンゲージメントは空回

(20) GPIF はスチュワードシップ活動原則のなかで、運用機関に対し重大な ESG 課題に関する積極的なエンゲージメントを求めている（GPIF, 2023, 1 頁）。

り、とくに中長期的な投資家の信頼が得られない危険性がある。すなわち、経営者には従来の財務活動同様 TCFD 活動にも関与することが求められる。

5. 機関投資家からの信頼

世界主要機関投資家（42社：総額 29兆米ドル運用）を対象に行った機関投資家調査（古木，2022，44頁）によると、機関投資家の95%が「ESG関連リスク・機会を考慮する重要性が高まった」と答え、ESGテーマのなかでも気候変動に最も高い関心を寄せている⁽²¹⁾。さらに、97%が気候変動を投資判断において「非常に重要」または「やや重要」と回答し、ESG情報開示での枠組みとして、気候関連財務情報開示（TCFD）（75%）、アメリカサステナビリティ会計基準審議会（SASB）（53%）、企業独自の開示（39%）順で信頼するという結果もあり、TCFDへの信頼が高い水準であることが読み取れる。

TCFDは気候変動に特化した枠組みで、企業が気候変動リスクと機会を把握・評価し、経営戦略とリスク管理に反映させ、財務上の影響を計測、開示することを求めるものである。気候変動という要素と財務情報が直接つながるため、企業の将来性判断にも直結することから投資家による注目度も高い。先述のISSBのような国際的な影響力の大きい基準に採用されたことも、TCFDに対する機関投資家の信頼をさらに高めていると考えられる。

V 結びに代えて

気候変動という、環境問題のなかでも限られた領域に対するTCFDの具体的な取り組みは、グローバル化とともに広がってきたサステナビリティ活動を、企業経営の中核に確実に位置づけるものとして大きな意義をもつ。定性的、抽象的活動とみられてきた環境問題がもたらす財務的影響は、企業にとっては、

(21) 同様に、GPIFが株式および債券の運用を委託している日本国内外パッシブ・アクティブの運用機関に対して行った調査でも、重大なESG課題のうち、全機関において「気候変動」が最優先課題とされ、外国株式アクティブ（86%）以外は100%となっている（GPIF，2023，3-5頁）。

リスク管理と機会の活用により企業価値をあげる仕組みのものとして期待される。

リスク管理と機会の活用、とりわけ低炭素社会への移行という経済システムの大転換に沿う対応という、一連の仕組みづくりは、最終的に企業の将来性に強くかかわる。仕組みが整えば、リスクと機会の検討と管理、それをとおして改善スパイラルが展開でき、企業価値の向上につながる。つまり、TCFDの提示するプロセスを丁寧に繰り返すことで、TCFD活動と情報内容が充実し、投資家に有用な情報、他の企業と比較可能な情報として意味をもつ。

その情報を利用する投資家にとっては、TCFD情報を含むサステナビリティ情報が財務情報と非財務情報として開示されることで、投資意思決定に有用である。科学的根拠に基づく企業特有のシナリオ戦略からできる企業間の評価の差異は、投資家にとって魅力的な情報となりうる。

いずれすべての企業にTCFDの開示が求められることが予想されるなか、TCFD開示に対応不足または対応しない場合、短期的な問題が重なり、中・長期的に経営そのものの脆弱化を招くことで、最終的に企業のサステナブル経営を妨げる危険性がすでに警告されている（環境省、2023、18頁）。

TCFDタスクフォースは、TCFDの提言が公表された年度を起点に、5年の時間フレームで実施に向けた道筋を提示していた（TCFD（訳）、2017、36頁）。2017年公表以降、2018年から5年を経ており、2023年現在から完成度の高い企業対応の成果と金融システムにおける本格的な活用が予想される。

参 考 文 献

- HM Treasury (2020), *A Roadmap towards mandatory climate-related disclosures*, UK Government. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/933783/FINAL_TCFD_ROADMAP.pdf
- Lev, B. (2001), *Intangibles : Management Measurement and Reporting*. Washington D. C. : Brookings Institution Press.
- Lev, B. and F. Gu (2016), *The End of Accounting and The Path Forward for Investors and Managers*, Wiley. (伊藤邦雄監訳 (2021)『会計の再生』中央経済社)

Ocean Tomo (2023), *Intangible Asset Market Value Study* (Fig. Components of S&P500 Market Value). <https://oceanomo.com/intangible-asset-market-value-study/>

Principles for Responsible Investment (PRI), ‘What are the Principles for Responsible Investment?’ Sep. 31, 2023.

<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

Principles for Responsible Investment (PRI), Signatory directory.

<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>

Securities and Exchange Commission (SEC) (2021), ‘Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures’. <https://www.sec.gov/files/33-11042-fact-sheet.pdf>

Securities and Exchange Commission (SEC) (2022), ‘Press Release: SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors’, US Government.

<https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) (2017), *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. (TCFD (株式会社グリーンパシフィック, 山田和人・藤森真理子・山本麻子訳) (2017)『最終報告書: 気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言』)

伊藤邦雄編 (2006)『無形資産の会計』中央経済社。

環境省 (2016)『平成 28 年度環境・循環型社会・生物多様性白書』。

<https://www.env.go.jp/policy/hakusyo/h28/html/hj1601010101.html>

環境省 (2023)『TCFD を活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド 2022 年度版～』。

https://www.env.go.jp/earth/TCFD_guidbook.pdf

気候変動適応情報プラットフォーム (2023)「気候変動と適応」。

金融審議会 (2022)「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」12 月 27 日。

金融庁 (2019)「記述情報の開示に関する原則」。

<https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sustainability03.pdf>

金融庁 (2023 a)「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の改正案に対するパブリックコメントの結果等について」, 1 月 31 日。

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/20230131.html>

金融庁 (2023 b)『脱炭素等に向けた金融機関等の取り組みに関する検討会報告書』。

経済産業省 (2020)『平成 31 年度地球温暖化対策における国際機関等連携事業委託費 (TCFD・開示に関する国際会合の開催) 報告書』TCFD サミット 2019。

経済産業省 (2021)「TCFD に関する動向と経済産業省の取組」。

https://adaptation-latfarm.nies.go.jp/archive/conference/20211022/pdf/k04_meti.pdf

経済産業省 (2023)「日本の TCFD 賛同企業・機関」。

国際会計基準 (IFRS) 財団 (2023)「ISSB 最初のサステナビリティ開示基準公表」6 月 26 日 Press Release。

サステナブルファイナンス有識者会議（2021）「（第6回）事務局資料」金融庁。

https://www.fsa.go.jp/singi/sustainable_finance/siryoku/210422/01.pdf

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）（2023）「GPIFの運用機関が考える『重大なESG課題』」。 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20230310_esg_issues.pdf

古木謙太郎（2022）「『非財務開示』の充実が株主との対話のカギだ」『企業価値の新常識』1月22日号，東洋経済新報社，44-45頁。

東京証券取引所（東証）（2021）「改訂コーポレートガバナンス・コードの公表」6月11日。

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html>

東京証券取引所（東証）（2022）「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」。

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-tt/nlsgeu0000064ydu.pdf>

日本銀行「金融安定理事会（FSB）とは何ですか？」。

<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/intl/g06.htm/>

日本経済新聞（電子版）（2022）「米SEC，気候リスク開示規則を提案 企業に排出削減促す」3月22日。 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN2135F0R20C22A3000000/>

日本公認会計士協会（2022）「米国SECの気候関連開示に関する規則案の概要」Global Sustainability Insights Vol. 6.

https://jicpa.or.jp/specialized_field/ITI/files/0-0-0-2-20220602.pdf

日本公認会計士協会（2023）「サステナビリティ保証」。

https://jicpa.or.jp/about/activity/activities/assurance_aup/non_fi_assurance/

日本取引所グループ（2023）「2022年度株式分布状況調査の調査結果について（要約本）」『調査レポート』。 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/aocfb40000001ut8-att/j-bunpu2022.pdf>

朴 恩芝（2021）「ESG投資の拡大と受託者責任」『経済論叢（香川大学）』第93巻第4号，107-119頁。

（注 各 Website への最終アクセス日 2023年9月30日）

【謝辞】

本稿の作成にあたり，2人のレフェリーの先生方から貴重なご指摘・ご助言を頂いた。ここに記して，深く感謝申し上げます。なお，本稿は科学研究費（課題番号：21K01814）の助成を受けて行われた研究成果の一部である。