

基礎研 レポート

TISFD の設立背景と今後の行方 ——システム思考の観点から——

日本生命保険 執行役員、PRI 理事、TISFD Steering Committee メンバー
木村武
kimura51838@nissay.co.jp

【要旨】

- 不平等・社会関連財務情報開示タスクフォース（TISFD）が 2024 年 9 月に設立されました。「人々（people）」を巡る不平等など社会課題に起因するリスクと機会に企業や金融機関がどう直面しているか、そして、同課題に対して企業や金融機関が適切に対処しているかどうかについて、情報を開示するための枠組みの構築を目指しています。
- TISFD は、企業が人々のウェルビーイングに与える影響、不平等の蓄積の過程、そしてシステムレベルの金融的効果に関する概念的な基礎固めを通して、不平等や社会課題に起因するシステムレベル・リスクの重要性をステークホルダー間で共有することを目指しています。
- また、TISFD は、システム思考という観点で、「People」と「Planet（気候、自然）」をつなぐことを重視しています。環境、自然、社会のシステムが互いに密接に関連していることを踏まえ、自然の劣化や気候変動の社会的インパクト、企業や政府の行動が不平等に与える影響、そして不平等が環境政策等の有効性を阻害することがないかどうかを考慮することがポイントとなります。
- TISFD は、開示枠組みの構築において、TCFD や TNFD の 4 つの柱（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）との整合性を図りつつ、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）や GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）など既存の報告基準との相互運用性を確保していく方針です。TISFD の β 版を 2026 年央に、初版を 2027 年央に公表する計画にあり、今後の展開が注目されます。

1—— はじめに

不平等・社会関連財務情報開示タスクフォース（TISFD：Taskforce on Inequality and Social-related Financial Disclosures）が2024年9月に設立されました。「人々（people）」を巡る不平等など社会課題に起因するリスクと機会に企業や金融機関がどう直面しているか、そして、同課題に対して企業や金融機関が適切に対処しているかどうかについて、情報を開示するための枠組み。それを構築する国際イニシアティブがTISFDです。

TISFDは、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）、TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）に続く第三の開示タスクフォースとして注目されています。TISFDが公表した活動方針「[People in Scope](#)」によると、開示対象となる「人々」の範囲が、自社の従業員だけではなく、バリューチェーン上の取引先企業の従業員、そして（企業や工場が立地する、あるいは原材料調達先である）地域コミュニティ、消費者と非常に幅広いことが特徴の一つです。また、これら人々の不平等の側面についても、所得・資産だけではなく、健康状態、労働環境（安全性）、知識・スキルと対象範囲がとても広いものとなっています。

「人々（people）」は、全世界ありとあらゆる企業のステークホルダーであり、企業の事業基盤そのものです。今後、企業や金融機関がステークホルダーからTISFDによる開示を求められるようになった場合、おそらく、それは「社会的な営業許可証（social license to operate）」として位置付けられるようになると考えられます。

TISFDは、そのβ版を2026年央に、そして、初版を2027年央に公表することを目指しています。この先2～3年間で開示の枠組みが決まっていきますので、日本の企業や金融機関もその動向をしっかり把握していくことが重要です。

TISFDが設立に至る過程では、企業や金融機関のほか、市民グループ、労働組織、国際機関、学者・研究機関、コンサルティング会社、データプロバイダーなど、約1500人のステークホルダーから、様々な意見が聴取されています。加えて、公開イベントの開催やアンケート調査も行うなどして、ステークホルダーのニーズを確認しながら、TISFDのマネートとスコープの地固めが行われてきました。TISFDとステークホルダーのコミュニケーションについて取りまとめた[公表資料](#)をみると、不平等・社会課題に関する「システムレベル・リスク」がキーワードの一つとして浮かび上がってきます。

2—— 不平等・社会課題関連のシステムレベル・リスク

TISFDは、不平等・社会課題に関するリスクについて、「企業固有のリスク（entity-level risk, idiosyncratic risk）」と「システムレベル・リスク（system-level risk）」の2つに区別しています。企業固有のリスクとは、各企業にとって直接関係のある人々（自社の従業員、自社のサプライチェーン上の中小企業の従業員、自社の工場が立地する地域の住民など）の不平等や社会課題に起因するリスクです。例えば、ある企業が従業員の労働環境の安全性を確保しなかったり、最低賃金すれすれのレベルで賃金水準を抑制し続けた場合、従業員の離職率が高まったり、モラルや生産性が低下する結

果、企業業績が将来悪化するリスクがあります。これは、その企業固有のリスクです。

一方、システムレベル・リスクとは、不平等や社会関連の問題が、個社のレベルに止まらず、広く社会経済に広がることによって、社会経済システムや金融システムの機能が低下・棄損するリスクです。不平等の拡大は社会の分断や不安定化を招いたり、政府に対する信頼の低下につながることは広く指摘されていますが、影響はそれに止まりません。例えば、不平等の拡大は、低所得者層における人的資本の劣化をもたらし、経済全体の生産性や成長率が低下することが実証研究で報告されています。また、一般に、富裕層は低所得者層に比べ消費性向が低い——貯蓄率が高い——ため、貧富の格差が拡大すると、経済全体では消費需要の伸びが低下し、経済成長率も下押しされます。経済成長率が低下すれば、低所得者層の賃金は伸び悩み、所得格差が固定化されていきます。さらには、金融資産にゆとりのある富裕層は、低流動性資産への投資などリスクテイクを志向する傾向があるので、資産格差の拡大は金融システムの脆弱性を高め得ることも報告されています。

もちろん、ある一つの企業が自社に直接関係のある人々の不平等や社会課題を適切に考慮しなかっただけで、企業固有のリスクがシステムレベル・リスクに発展することはありません。しかし、多くの企業が不平等や社会課題を考慮せず放置していると、企業固有のリスクが累積し、企業間でリスクが相乗的に増幅することで、システムレベル・リスクに発展します。システムレベル・リスクが顕在化すると——例えば、経済全体の成長率が低下したり、労働市場全体でみて人的資本の劣化が進めば——、人々のウェルビーイングの改善に取り組んできた優良企業であっても、その影響は免れません。もちろん、短期的な利益拡大やコスト削減を優先し、自社に直接関係のある人々のウェルビーイングに配慮してこなかった企業は、より業績が下振れするでしょう。つまり、不平等・社会課題に関するシステムレベル・リスクは、負の外部性を通して、ありとあらゆる企業にマイナスの影響を及ぼします。

3——システムレベル・リスクの影響を受ける機関投資家

不平等に関するシステムレベル・リスクは、企業だけではなく、機関投資家にも影響を与えます。投資家のリターンを以下のように分解してみましょう。

$$\text{投資リターン} = \text{ベンチマーク（市場全体のリターン, } \beta \text{）} + \text{超過リターン（} \alpha \text{）}$$

投資家は、不平等・社会課題に適切に対応している優良企業——企業固有のリスクが小さく、かつ成長機会のある企業——に投資をすることで、超過リターン（いわゆるアルファ）を得ることが可能です。しかし、投資家が超過リターン獲得のために優良企業のみを焦点をあて、投資先企業を選別するようになると、不平等・社会課題への対処に問題のある企業の行動はなかなか改善しません。そうすると、社会全体でみた不平等は拡大し、システムレベル・リスクに発展することになります。その結果、あらゆる企業の財務パフォーマンスが悪化し、投資家にとってベンチマークとなる市場全体のリターン（いわゆるベータ）が下振れます。機関投資家の投資リターンの長期的な変動については、アルファよりベータの寄与が大きいことが知られています。つまり、不平等に関するシステムレベル・リスクが機関投資家のリターンを長期的に大きく左右する可能性があります。

こうした問題は、気候変動と全く同じです。クライメート・ソリューションに特化したインパクト投資ファンドは投資家に超過リターンをもたらし得ますが、投資家が温室効果ガスの排出量の多い企業をダイベストすると、同企業のネットゼロに向けた移行をサポートする機会を失うため、社会全体でみた脱炭素化は達成できません。結果として、地球温暖化が進行し、企業の事業基盤である環境システムが劣化することで、様々な企業の持続可能性が損なわれ、機関投資家のポートフォリオ全体のリターンが悪化してしまいます。気候変動も不平等の問題も、システムレベル・リスクとなって機関投資家に影響を与え得るという点では同じです。

4——人々の不平等が解決されてこそそのステークホルダー資本主義

企業による TISFD 開示が進めば、機関投資家は、投資先企業について、どのような企業固有の不平等・社会関連のリスクや機会があるかについて理解できるようになります。その情報をもとに、超過リターン（アルファ）を追求し得るようになるだけではなく、投資先企業の取組みに課題があるとわかれば、対話を通してその解決に向けた対応を促すこともできます。企業としても、TISFD 開示の浸透によって、投資家から横並びで比較されるようになると、資本へのアクセスを改善するために——資本コストが低下するように——、不平等・社会課題に向けた対応を自ら進めるようになることが期待されます。多くの投資家が、企業による TISFD の開示情報をもとに対話を進めていけば、社会全体でみた不平等や格差の問題は緩和され、システムレベル・リスクも小さくなることが期待できます。その結果、市場全体のリターン（ β ）が底上げされ安定するようになり、投資家は資本市場を通して、多くの企業の健全な発展をサポートできるようになるという好循環が生まれていきます¹。

また、年金基金や保険会社など機関投資家も、自らの TISFD 開示を通して、受益者や保険契約者に対して、運用ポートフォリオがどのような不平等・社会関連のシステムレベル・リスクに晒されているのか、説明責任を果たしていくことが重要になると考えられます。受益者や保険契約者は、年金基金や保険会社の資産運用を通して、投資先企業の間接的な株主になっているだけではなく、企業の従業員であり、また、企業や工場が立地する地域コミュニティの住民、消費者としての顔も持ち合わせています。つまり、資金の最終的な出し手であるだけではなく、TISFD が開示対象とする「人々（people）」そのものです。受益者や保険契約者は、様々な企業のステークホルダーとして、自分たちのウェルビーイングが改善されるよう、年金基金や保険会社が資産運用を適切に行っているかどうか——企業と適切に対話を行っているかどうか——、資金の出し手として機関投資家に対して説明を求めるのはある意味当然です。金融資本市場にステークホルダー資本主義が根付くには、不平等・社会課題の解決

¹ システムレベル・リスクの問題を受け、近年、機関投資家の間では、「システムレベル投資」の重要性が認識されるようになっていきます。伝統的な ESG 投資が企業固有のリスクや機会に焦点をあて、リスク調整後リターンの最大化を狙うのに対して、システムレベル投資は、環境・社会システムや経済システム、金融システムそれぞれが（あるいはシステム相互間の関連性が）ポートフォリオ全体のリターンやリスクにどう影響を与えるかという視点を重視するものです。投資家にとってみると、ポートフォリオの一部企業への ESG 投資で超過リターンを得たとしても、システムレベル・リスクの顕在化によってポートフォリオ全体のリターンが低下したのでは意味がありません。環境や社会課題に注目するという点では、ESG 投資もシステムレベル投資も同じですが、システムレベル投資はポートフォリオ全体の観点から受託者責任を果たすために、市場全体のリターン（ベータ）を改善させようとするものであり、ある意味、ESG 投資の進化型・発展型と位置付けることができます。

が不可欠といえます。

5——ダブル・マテリアリティとシステム思考

ここまで、人々(people)の不平等・社会課題に関して、企業と投資家がどのように関係し、TISFD がこれらについてどう開示していこうとしているのか概観しました。容易に想像がつくように、TISFD は開示において、財務マテリアリティ(financial materiality)とインパクト・マテリアリティ(impact materiality)の双方に基づく、ダブル・マテリアリティのアプローチを採用します。投資家にとって、投資先企業の財務パフォーマンスを左右する、企業固有のリスクと機会の情報はとても重要です(財務マテリアリティ)。また、企業の様々なステークホルダー(市民社会、労働組織、NGO、規制当局など)にとっては、企業が直接関与する人々のウェルビーイングに対してどのようなインパクトを及ぼしているかに関する情報が重要です(インパクト・マテリアリティ)。また、企業が人々のウェルビーイングにもたらすインパクトは、財務マテリアルな企業固有のリスクや機会の根本原因になっているので、同インパクトに関する情報は投資家にとっても重要です。システムレベル・リスクとしての不平等の重要度(財務マテリアリティ)を評価するうえで、ダブル・マテリアリティのアプローチは不可欠と考えられます。

この点に関連して、TISFD の設計思想には「システム思考(systems-thinking)」がベースにあることについて触れておきたいと思います。システム思考とは、物事を「バラバラな部分」として捉えるのではなく、「全体のつながり」として見る考え方です。例えば、みなさんが会社に遅刻したとしましょう。遅刻の直接の原因は「スマホの目覚まし時計のスヌーズを何度も繰り返してしまった」ことにあったかもしれませんが、それだけでは全体像は見えません。システム思考では、この遅刻がどのような要素に影響されているかを考えます。前の晩に夜更かしをしたとか、二日酔いになるほど深酒をしたとか、深酒は会社で溜まったストレスが関係しているとか、他にも原因がないかどうか考えます。システム思考は、こうした「原因と結果のつながり」を重視して物事を見ます。問題が一つの原因だけではなく、複数の要素や影響の結果であることを理解し、どうすればその問題を解決できるかを考えます。遅刻を繰り返さないようにするには、目覚まし時計をもう一つ買うのも選択肢かもしれませんが、全体のつながりを考えることも重要です。

TISFD は、システムレベル・リスクとしての不平等の重要度(materiality)について明らかにするために、①個々の企業が人々のウェルビーイングに及ぼすインパクト、②不平等の蓄積過程、③企業、投資家、市場に対するシステムレベルの金融的効果(financial effect)の関係について、今後、概念の基礎固めを行っていく方針です。システム思考たる所以です。

6—— People, Climate, Natureをつなぐ

システム思考という観点で、TISFD にはもう一つ重要なポイントがあります。People と Planet

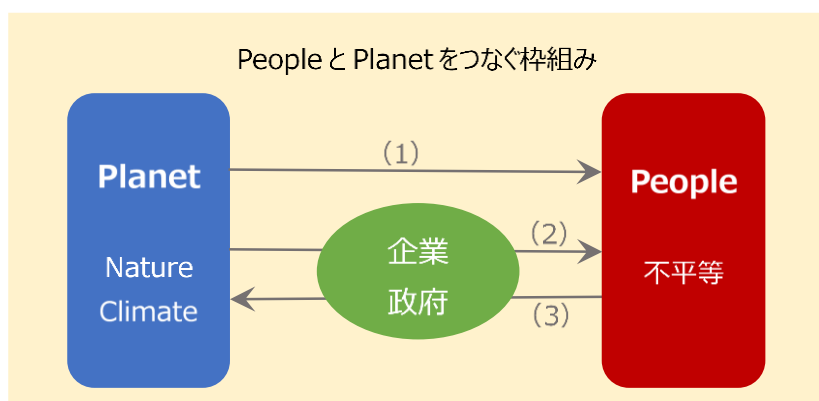
(Climate、Nature) をつなぐという視点です。

2030 年達成を目指す SDGs の進捗は遅れに遅れています。2030 年に向けて順調に改善が進んでいる SDGs のターゲットは全体の 2 割程度で、残りのターゲットはほとんど進捗していないか、むしろ後退している状況です。これには様々な要因が考えられますが、サステナビリティ課題に対する企業の「サイロ型アプローチ」——すなわち、企業がある程度実現可能でかつ取り組み易い目標のみを選択すること——も影響しているのは否めません。企業や金融機関が、気候変動や自然資本など環境課題への対応を進める一方、必要な社会課題への対応を十分に行ってこなかったということです。

温室効果ガス排出量の削減などの気候変動の対応は、外部不経済の内部化に伴うコストプッシュ型のインフレ圧力を高めると考えられます。また、再生エネルギーへの移行過程において、ロシア・ウクライナ問題の影響から、エネルギー供給が不安定化し、物価高がさらに進みました。所得格差が広がる中でのインフレは、低所得者層の購買力低下と格差のさらなる拡大をもたらしました。また、森林破壊や土地劣化への対応、海洋保護など自然資本への対応は、農林水産業の持続可能性のために不可欠ですが、短期的には一次産業従事者の活動に制約を課すことで彼らの生活を不安定にします。気候や自然といった環境課題の対応を進めても、社会課題が未解決のまま放置されたのでは、反 SDGs、SDGs 疲れとなつて、net zero や nature positive に対するモメンタムも損なわれてしまいます。

こうしたことを背景に、サステナビリティ課題間の相互関連性を重視するアプローチの重要性が非常に高まっています。国際機関や大学などの研究機関では、サステナビリティ課題への「nexus（つながり、相互関係）アプローチ」と呼ばれていますが、「システム思考型アプローチ」と言い換えてよいでしょう。そして、まさに TISFD は、システム思考型アプローチを体現したものといえます。TISFD は、環境システム、自然システム、社会システムが相互に密接に関連していることを踏まえ、企業や金融機関による net zero や nature positive に向けた公正な移行（just transition）を促進できるよう、People（人々）と Planet（地球）をつなぐ枠組みの構築を目指しています。

具体的には、TISFD は以下の 3 点を念頭においています。第一に (1)、自然の劣化、生態系の崩壊、気候変動が人々や社会に及ぼす潜在的、現実的なインパクト（ならびに、同インパクトに関連するリスク）を考慮する。第二に (2)、net zero や nature positive に向けた企業や金融機関の行動、そして政府の政策が人々や社会に与えるインパクト——特に不平等に与えるインパクト——を考慮する。第三に (3)、人々における不平等が、気候変動や自然資本に関する政策や戦略の有効性を阻害する要因になっているのかどうかを考慮する、という点を重視しています。



7——相互運用性の確保と今後の動き

TISFD は、People と Planet (Climate & Nature) をつなぐ開示の枠組みを構築していくうえで、TCFD と TNFD の4つの柱（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標）との整合性を図りながら、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）や GRI（Global Reporting Initiative）も含む既存の報告基準との相互運用性を確保していく方針です。

TISFD の勧告は、TCFD と TNFD の開示勧告とともに、気候、自然、社会・不平等に関連するリスクとインパクトに対して、企業や金融機関が首尾一貫した、互いに補完的な方法で対応し、公正な移行（just transition）に向けた取り組みが促進されることを目指しています。そのことを実現するために、TISFD は、①TCFD と TNFD の基本的なアプローチを維持することと、②不平等・社会関連課題の独自性・特殊性に対応していくために、両タスクフォースのアプローチを改良させていくことについて、適切なバランスをとっていく必要があります。具体的には、TISFD は、(1)TCFD と TNFD によって提供された情報開示の枠組みの全体構造と整合性を図る一方で、(2)ビジネスや金融が人々に与えるインパクトに関する国際行動基準（ビジネスと人権に関する指導原則 [国連]、責任ある企業行動に関する多国籍企業行動指針 [OECD]）の内容を踏まえるとともに、(3)不平等に起因するシステムレベル・リスクなど、人々へのインパクトが財務リスクにつながる固有の経路を開示枠組みの内容に反映させていく方針です。

人的資本に関するリスクと機会の開示基準の策定を検討している ISSB との比較では、TISFD の開示対象はより広範なものとなっています。冒頭で紹介しました通り、TISFD が開示対象とする「人々」の範囲は、(ISSB が対象とする) 自社の従業員やバリューチェーン上の従業員だけではなく、消費者や（企業や工場が立地する、あるいは原材料調達先である）地域コミュニティも含みます。また、これら人々のウェルビーイングについて、人的資本だけではなく、所得や健康状態、労働環境（安全性）も開示の対象としています。こうした違いは、ISSB がシングル・マテリアリティ（投資家にとって重要な財務マテリアリティのみ）を採用しているのに対して、TISFD がダブル・マテリアリティ（財務マテリアリティとインパクト・マテリアリティ）を採用していることと関係しています。不平等・社会課題の解決には、企業や金融機関だけではなく、市民社会や労働組織も巻き込んでいくことが重要です。実際、TISFD の運営委員会（steering committee）は、企業、金融機関、市民社会、労働組織の代表からバランスよく構成されています。市民社会や労働組織は、（投資家にとって重要な）財務マテリアリティよりも、インパクト・マテリアリティを重要する傾向にあります。

TISFD と ISSB には、こうした違いがありますが、両者の相互運用性を確保していくことは非常に重要であり、緊密に連携していくことが期待されています。TISFD は、基準設定主体になることは意図しておらず、ISSB や各国法域の基準設定主体の知識パートナー（knowledge partner）として有効に活用してもらうことを目指しています。

TISFD のβ版は2026年央に、初版は2027年央に公表される見通しですので、この先2～3年間の展開をしっかりみていきたいと思います。

木村武（きむら・たけし）

日本生命保険執行役員

1989年に日本銀行入行。米国連邦準備制度理事会（FRB）金融政策局への出向を経て、企画局政策調査課長、松江支店長、金融機構局審議役、決済機構局長を歴任。この間、FSB/AGV（金融安定理事会、脆弱性分析グループ）やBIS/CPMI（国際決済銀行、決済・市場インフラ委員会）のメンバーとして活動。

2020年に日本生命保険入社、21年にPRI理事に就任（23年末に再任）、24年にTISFD Steering Committeeメンバーに就任。工学博士、経済学修士。

（お願い） 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。