

GUIDANCE FOR
IMPACT MEASUREMENT & MANAGEMENT
IN DEBT FINANCE

デットにおける インパクトファイナンスの考え方と インパクト測定・マネジメント ガイダンス

第1版(2023年7月)

目次

略語一覧	03
エグゼクティブサマリー	04
本論	06
第1章 はじめに	07
1-1 ガイダンス策定の背景	07
1-2 ガイダンスの対象	08
1-3 ガイダンスの目的	09
1-4 ガイダンスの読み方	10
第2章 インパクトファイナンスとは	11
2-1 国際的な定義・要件	11
2-2 インパクトファイナンスの基本的要素	12
2-3 インパクトに関する基本的考え方	16
2-3-1 インパクトに関する定義や規範の設定	16
2-3-2 インパクトの5つの基本要素	17
2-3-3 インパクトのABC分類	18
第3章 デットにおけるインパクトファイナンス	20
3-1 デットにおけるインパクトファイナンスの意義と特徴	20
3-1-1 企業の現状とデットの果たす役割	20
3-1-2 企業がインパクトファイナンスを調達する意義	21
3-1-3 金融機関がインパクトファイナンスを取り組む意義	21
3-1-4 インパクトファイナンス（デット）のストラクチャリング上の留意点	23
3-2 ファイナンスにおけるデット・エクイティの相違	25
3-2-1 企業とアセットクラスの関係	26
3-2-2 アセットクラスの中でのデットとエクイティの相違	28
3-2-3 インパクトファイナンスとしてのデットとエクイティの相違	28
3-2-4 デットの中での融資と債券の相違	29
3-3 インパクトファイナンスにおける融資と債券の相違	29
3-3-1 インパクトファイナンスに関する現状整理	30
3-3-2 組成・ストラクチャリングにおける相違	31
3-3-3 エンゲージメントにおける相違	32
3-4 デットにおけるインパクトファイナンスの類型	33
第4章 デットにおける IMM	37
4-1 デットの IMM の現状	37
4-2 IMM の基本要素	40
4-3 IMM 実践の主体を考えるにあたっての論点	44

各論	47
各論 1 インパクトファイナンスの類型	48
1-1 インパクトファイナンスの類型	48
1-2 資金用途特定型 [類型①] グリーン / サステナビリティ / ソーシャルボンド	49
1-3 資金用途特定型 [類型②] グリーン / サステナビリティ / ソーシャルローン	50
1-4 資金用途不特定型 [類型③] サステナビリティ・リンク・ボンド	51
1-5 資金用途不特定型 [類型④] サステナビリティ・リンク・ローン	52
1-6 資金用途不特定型 [類型⑤] ポジティブインパクトファイナンス (PIF)	53
各論 2 IMM を考える上での有効なフレームワークやツール	54
2-1 ポジティブインパクト金融原則 (PIF 原則)	54
2-1-1 ポジティブインパクト金融原則 (PIF 原則) について	54
2-1-2 UNEP FI が提供するツールについて	56
2-1-3 ポジティブインパクトファイナンスにおける評価と分析の実践	58
2-2 インパクト・マネジメント運用原則 (OPIM)	62
2-2-1 インパクトを追求するための 9 つの原則	62
2-2-2 独立した検証	63
2-2-3 OPIM の活用方法	63
2-2-4 デットファイナンスに活用する際の課題と展望	64
各論 3 案件組成の解説	65
3-1 融資	65
3-2 債券	67
各論 4 中堅・中小企業を対象とした融資の留意点	71
4-1 インパクトファイナンスの推進	71
4-2 取り上げ時のポイント	72
4-3 インパクトの特定	74
4-4 KPI の設定	74
4-5 モニタリング	75
4-6 開示	75
各論 5 第三者機関の役割	76
5-1 インパクトファイナンスの目的と説明責任	76
5-2 第三者機関の業態	76
5-3 OPIM における第三者機関の役割	77
5-4 PIF 原則における第三者機関の活用	78
〈別添〉 インパクト測定・マネジメントに係る指針	81
金融庁・GSG 国内諮問委員会共催「インパクト投資に関する勉強会」及びデット IMM 分科会について	82
デット IMM 分科会メンバー	83

略語一覧

GIIN	The Global Impact Investing Network / グローバル・インパクト投資ネットワーク
ICMA	The International Capital Market Association / 国際資本市場協会
IFC	International Finance Corporation / 国際金融公社
IFSI	Investing for Sustainable Impact
IMM	Impact Measurement & Management / インパクト測定・マネジメント
IMP	Impact Management Project
KPI	Key Performance Indicator / 重要業績評価指標
LMA	Loan Market Association
OPIM	The Operating Principles for Impact Management / インパクト・マネジメント運用原則
PIF	Positive Impact Finance
PRB	Principles for Responsible Banking / 責任銀行原則
SDGs	Sustainable Development Goals / 持続可能な開発目標
SPO	Second Party Opinion
SPTs	Sustainability Performance Targets / サステナビリティ・パフォーマンス目標
UNEP FI	UNEP Finance Initiative / 国連環境計画・金融イニシアティブ

エグゼクティブサマリー

社会課題解決のための政府や国際機関による対応には限界があり、その担い手が民間資金による投融資に求められている。その期待は ESG 投資のメインストリーム化やサステナブルファイナンスの隆盛からも明らかである。また、日本政府の掲げる「成長と分配の好循環」においても、経済成長と社会課題の解決を両立させる重要な手段としてファイナンスの果たす役割は大きい。しかし、そのようなファイナンスに対する期待にも関わらず、従来のファイナンスでは環境・社会への影響変化に十分対応できていない。

こうした課題認識に対応する取組みとして、近年「インパクトファイナンス」が注目されているものの、日本におけるインパクト投資残高はまだ発展途上の段階であり、社会の変化を生み出すために必要な資金規模には遠く及ばない状況である。特に日本におけるファイナンスで中心的な役割を果たしている融資や債券において、インパクトファイナンスを促進することは重要である。

しかし、現状のインパクトファイナンスの取組みは、特別な事例として位置付けられており、インパクトファイナンスの裾野を広げていくボトルネックの1つとなっている。そこで、その問題意識を少しでも緩和するために、融資と債券における取組みを後押しする「デットにおけるインパクトファイナンスの考え方とインパクト測定・マネジメントガイドライン」（以下「本ガイドライン」）の策定を企図した。

本ガイドラインでは、デットにおけるインパクトファイナンスについて、事例紹介や解説を踏まえながら、「主体性」「個別性」「発展性」の3つの視点からまとめている。また、インパクトファイナンスの基礎を習得した上で、実践に移行する段階にある以下の読み手を想定している。

- 債券・融資の商品企画やサステナブルファイナンスに携わる実務担当者
（債券・融資実務担当者）
- 所属する金融機関で新たにサステナブルファイナンスに取り組むことを検討している企画担当者
（債券・融資企画担当者）
- 主に金融機関を取引先として、サステナブルファイナンスの実行をサポートするサービス提供者
（サービス提供者）

また、本ガイドラインでは、読み手がインパクト測定・マネジメント（Impact Measurement & Management：以下「IMM」）のフレームワークについて理解し、インパクトについての対話やそれに関連した顧客提案を行うことができること、更にはインパクトに関するフレームワークや、他の金融商品に対する理解を深めることで、顧客への円滑なコンサルティングやサービス提供が自立的にできることを期待している。そして、インパクトファイナンスの実践により、企業と金融機関によるインベストメントチェーンが円滑に機能し、「成長と分配の好循環」が実現されることが、最終的に目指すところである。

しかし、インパクトファイナンス及び IMM を実践するにあたって、担当者の知見の水準も一様ではなく、金融機関における課題も様々である。そこで、本ガイドラインでは、本論と各論の二部構成とし、多様なニーズに対応できるよう工夫している。

まず本論では、実務の現状や議論の内容を基にして、インパクトファイナンスについての定義・要件からインパクトに関する基本的な考え方（第2章）まで、前提となる知見を整理している。その上で、金融機関や企業に対するデットにおけるインパクトファイナンスの意義や役割をはじめ、エクイティとデット、融資と債券との相違点も整理している（第3章）。また、デットにおけるインパクトファイナンスの IMM について基本的な要素を整理した上で、現状

と実務上の課題から論点を提示している（第4章）。これらの内容の多くは、インパクトファイナンスを現在実践している金融機関の意見をまとめたものであり、デットにおけるインパクトファイナンスの現在地を示すものである。

次に各論では、本論での内容を踏まえ、実際の実践をベースとして、インパクトファイナンスを実際に取り組む際の視点から5つの論点をまとめている。具体的には、インパクトファイナンスの種類（各論1）、IMMを考える上での有効なフレームワークやツール（各論2）、案件組成の解説（各論3）、中堅・中小企業を対象とした融資の留意点（各論4）、第三者機関の役割（各論5）となっており、既存の融資や債券発行の実務の延長線にインパクトファイナンスを位置づけている。金融機関における実践例や考え方の整理方法の紹介を通じて、これからインパクトファイナンスに取り組むことを検討している各金融機関の中で考えるヒントとなるような項目を整理している。

これら本論と各論から構成される本ガイドの策定を通じて、デットにおけるインパクトファイナンスの裾野を拡大させるきっかけとなるとともに、各金融機関において創意工夫が行われることを期待している。また、開示情報を作成する企業に代表される情報作成者や、インパクトファイナンスを推進する立場である金融当局の担当者にとっても有用な内容となっている。本ガイドの利用を通じて、インパクトファイナンスの取り組みの推進に少しでも貢献することを切に願う。

THE MAIN SUBJECTS

本論

第1章 はじめに

1-1 ガイダンス策定の背景

社会課題解決のための政府や国際機関による対応には限界があり、その担い手が民間資金による投融資に求められている。このことは、ESG 投資のメインストリーム化や、その後の様々なサステナブルファイナンスの動向からも明らかであろう。日本政府の掲げる「成長と分配の好循環」においても、経済成長と社会課題の解決を両立させる重要な手段としてファイナンスが果たす役割は大きい。しかし、そのようなファイナンスに対する期待に関わらず、従来リスクとリターンを軸とした我々の金融行動では、企業活動のもたらす環境・社会への影響に十分対応できていないというジレンマがある。

こうした課題認識に対応する取組みとして、近年「インパクトファイナンス」が注目されているが、日本におけるインパクト投資残高は5兆8,480億円であり、規模としては発展途上の段階である¹。潜在的な残高は、その数倍ともいわれているが、それを遥かに上回らなければ、社会の変化を生み出すために必要な資金規模を実現することができない。そして、我が国の金融機関が保有する金融資産は、欧米と比較してデット（融資・債券）の占める比率が高く²、それらのビジネスに関わる金融機関の責任は重大である。

インパクトファイナンスの重要性に関しては、既に認識されており、日本国内においても金融監督当局も関わりながら議論されている。その成果としてインパクトファイナンスの意義や、実際の取組み事例も既に公表されており、インパクトファイナンスの裾野を拡大させるための活動を行う民間主導のイニシアティブも設立されている。

しかし、現状のインパクトファイナンスの取組みは、既存の金融取引の延長線上にあるものというよりは、むしろ特別な事例として位置付けられている。このような考え方は、融資や債券の業務においては特に強く感じられており、インパクトファイナンスに取り組む上でのボトルネックの1つとなっている。融資と債券の実務においてインパクトファイナンスの実践を進めるためには何らかの処方箋が必要である。そこで、今般サステナブルファイナンスに関わる有志によって、融資と債券におけるインパクトファイナンスの取組みを後押しするために、「デットにおけるインパクトファイナンスの考え方とインパクト測定・マネジメントガイドライン」（以下「本ガイドライン」）の策定を企図した。

本ガイドラインは、新たな制度やフレームワークを対象にしたガイドラインと同様に、事例紹介や解説などに加えて、次の3つの特徴を備えている。

1つ目の特徴は、デットについての「主体性」である。現在、国内で行われているインパクトファイナンスに関する多くの議論は、当然ながらインパクトファイナンスを主体に語られている。しかし、債券や融資の実務においては、あくまでもインパクトファイナンスは債券や融資実務の一部に過ぎない。したがって、本ガイドラインの実務に関する記述の多くは、債券や融資の業務全体の視点からインパクトファイナンスについて議論を行っている。

2つ目の特徴は、デットについての「個別性」である。インパクトファイナンスに関するフレームワークや考え方では、アセットクラスの「多様性」を認めている。これはアセットクラス別の個別議論をフレームワークの中で行わないという理由付けにもなっている。しかし、アセットクラスを主体として考えた場合には、例えば、融資や債券はデットとして同じ括りであっても、それぞれの特徴があり、実務の内容も異なる。そこで、本ガイドラインでは、デットとエクイティの違いを踏まえ、さらにデットについて融資と債券の個別性に注目し、インパクトファイナンスの実践における違いについて明らかにしている。

1 Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会 (2023) 「日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2022 年度調査 -」
<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2022.pdf>

2 日本銀行が欧米の中央銀行と協働し毎年公表している「資金循環の日米欧比較」金融機関の金融資産・負債構成を参照。<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

3つ目の特徴は、「発展性」を重視している点である。ガイドラインの多くは、フレームワークと実務のギャップの解消を目的に共通のコンセンサスを示す教義的な側面も備えている。本ガイドラインでは、そのような一般的なガイドラインの性質に加えて、ガイドライン策定のプロセスにおいて実務家の中でも意見の分かれるものや、認識はされているものの明確な方向性が明らかにすることが難しい点も記載している。インパクトファイナンスそのものがまだ発展段階にあり、ガイドラインの内容に縛られず、今後のインパクトファイナンスの進展に応じて発展されていく余地を含めている。

このような実務的な特徴を備えた本ガイドラインの策定を通じて、これからの日本においてデットによるインパクトファイナンスが多くの金融機関で取り込まれること、また「環境・社会と資金の好循環」を後押しする原動力となることを期待している。

1-2 ガイドラインの対象

本ガイドラインでは、インパクトファイナンスの基礎知識を習得した上で、実践に移行する段階にある以下の読み手を想定している。

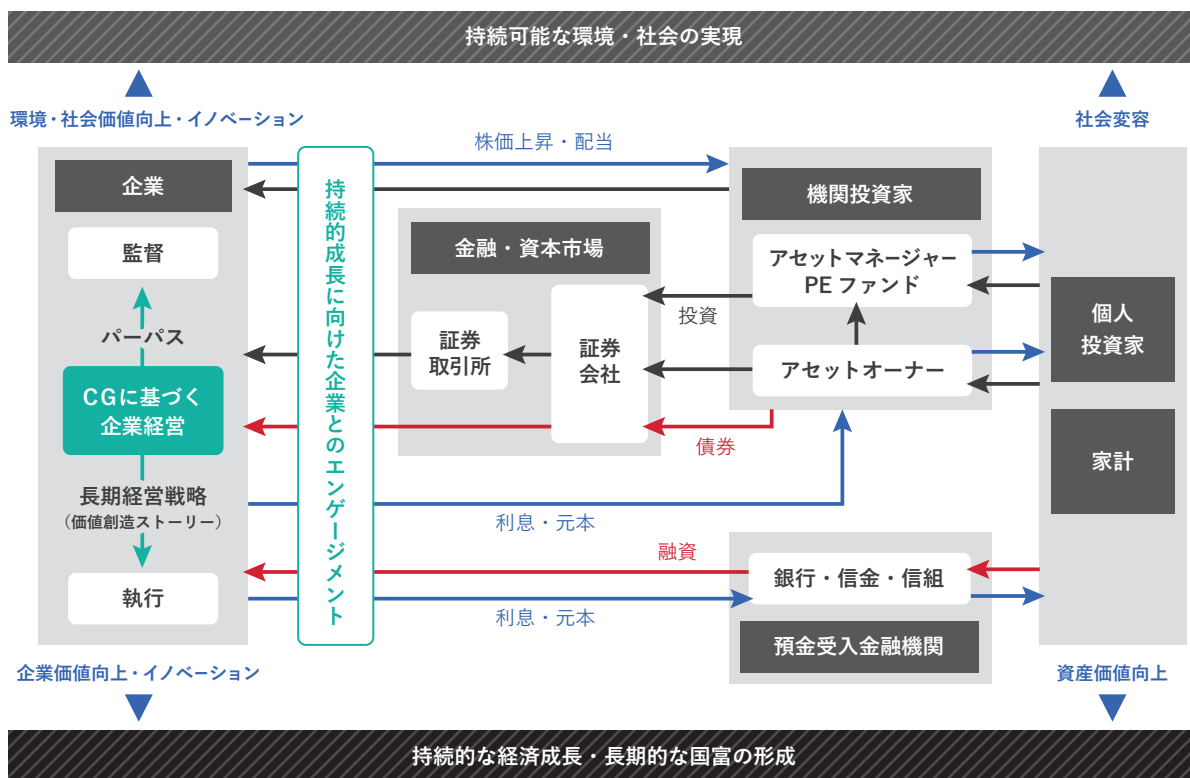
- 債券・融資の商品企画やサステナブルファイナンスに携わる実務担当者
(債券・融資実務担当者)
- 所属する金融機関で新たにサステナブルファイナンスに取り組むことを検討している企画担当者
(債券・融資企画担当者)
- 主に金融機関を取引先として、サステナブルファイナンスの実行をサポートするサービス提供者
(サービス提供者)

また、本ガイドラインは、上記以外にも、開示情報を作成する企業の担当者や、インパクトファイナンスを推進する立場である金融当局の担当者にとっても有用な内容となっている。

1-3 ガイダンスの目的

サステナブルファイナンスによる「成長と分配の好循環」は、図表 1 で示される人と企業と金融機関によるインベストメントチェーンが円滑に機能することが必要である。本ガイドラインでは、デット（債券と融資）によるインパクトファイナンスの実践により、「成長と分配の好循環」が達成されることを目指している。

図表 1 サステナブルファイナンスにおけるインベストメントチェーン



具体的には、「1-2 ガイダンスの対象」で示した想定される読み手の活動を後押しすることを目的としている。

- 1) 債券・融資実務担当者が、取引先の企業価値創造モデルについて理解し、取引先の企業に対するインパクトについての対話やそれに関連した提案を自立的に行うこと。
- 2) 債券・融資企画担当者が、自身の所属している金融機関の中で、インパクトに関する金融商品を企画していく際、そのインパクトの測定と実行された債券や融資の管理までの枠組みを金融商品全体の体系の中で整合させるために、インパクト測定・マネジメント (Impact Measurement & Management: 以下「IMM」) のフレームワークについて理解すること。
- 3) インパクトに関する金融商品やインパクト志向の経営方針・組織体制についての金融機関からの様々な依頼に対して、そのフレームワークとの整合性や、他の金融商品との比較可能性や網羅性を担保することで、円滑なコンサルティングやサービス提供をサポートすること。

1-4 ガイドンスの読み方

本ガイドンスが想定する読み手は、融資・債券の実務担当者、企画担当者、サービス提供者である。しかし、インパクトファイナンスを実践するにあたって、担当者の知見の水準も一様ではなく、ガイドンスに求める内容も異なってくる。金融機関におけるサステナブルファイナンスに対する取組み姿勢によっても、実践にあたっての課題は様々である。

そこで、本ガイドンスでは読み手の多様なニーズに対応するために、本論と各論の二部構成としている。まず本論では、実務の現状や議論の内容を基にして、インパクトファイナンス自体の理解を進める内容としている。次に各論では、本論での内容を踏まえ、実際の取組みをベースとして、インパクトファイナンスを実践する際のポイントや工夫などを一般化した内容を5つの論点にまとめている。

本ガイドンスをより効果的に利用するために、目的に応じて以下の3つの「読み方」を提案する。

1. 「本論」を通読した後に、必要に応じて「各論」を読む。

これは最も一般的な読み方であり、インパクトファイナンスの基本的な理解の習得から始めようとする読者を想定している。本ガイドンスでは、金融機関を対象としているが、そもそも本論ではデットとエクイティの違いや融資と債券の違いといったファイナンスの視点からインパクトファイナンスについて解説している。実際に金融機関に所属している読者にとっては、「あたりまえ」のこともあえて丁寧に記載している。結果として、企業のサステナビリティ担当者やサービス提供者にとっても有益な情報となっていると考えている。

2. 「各論」を通読した後に、必要に応じて「本論」を読む。

これは金融機関に所属している読者を想定している。多くの金融機関にとってサステナブルファイナンスは所与のものとなっている中で、インパクトファイナンスに対する課題認識はそれをいかに実務に織り込むかである。しかし、まだ発展途上である現段階での読者の関心は、現在の金融業界のスタンダードと自身の所属する組織との「距離感」である。その距離感の原因が、単なる知識によるものであれば、「各論」の内容でカバーすることができるであろう。しかし、例えば、融資業務における IMM についての議論を組織内で行う場合には、「本論」の内容を理解して組織の中で共有することも必要と思われる。このような読み方をここでは想定している。

3. 最初に目次を通読した後に必要な「本論」「各論」を読む。

これは読者を特定しない読み方であるが、本ガイドンスならではの読み方である。本ガイドンスは、啓発や教示を目的とするようなガイドンスとは異なり、「あるべき論」を説くことは想定していない。作成にあたっては、金融機関や金融機関にサービスを提供する組織に所属する、インパクトファイナンスの実務担当者を中心に議論をおこない、また自社の取組みを踏まえた内容を紹介している。その意味では、日本国内におけるインパクトファイナンスの現在地を示すことで「ガイドンス」としての役割を果たしていると考えている。したがって、デットにおけるインパクトファイナンスに関する抽象的な疑問点や、具体的な取組みを行う際の課題の多くは、目次に示された内容にその多くが包摂されている。担当者にとって困った時の初期段階に「便利帳」のような利用の方法にも対応している。

第2章 インパクトファイナンスとは

2-1 国際的な定義・要件

本ガイドラインにおけるインパクトファイナンスは、国際的には「インパクト投資 (impact investing)」と呼ばれる。「インパクト投資」は OECD、英国財務省、ロックフェラー財団などにより様々な定義がなされているが、米国のインパクト投資推進団体であるグローバル・インパクト投資ネットワーク (The Global Impact Investing Network : 以下「GIIN」)³ は、インパクト投資を「金銭的なリターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出すことを意図して行われる投資」と定義しており、この GIIN の定義は世界的に最も標準的なものである。

GIIN の定義で言及されているものは4つの要素からなる⁴。

- 1) 投融資を行う者が環境・社会課題の解決 (ポジティブインパクト) に向けて投資を行うという「意図 (intentionality)」をもつことである。そのことがインパクト投資と、ESG投資、責任投資、ネガティブスクリーニングなどの他の投資との相違点である。
- 2) 投融資に対する「金銭的なリターン」の獲得がある。投融資を行う者の期待に応じて市場リターン以下の水準の場合もあれば、リスクに応じた市場水準のリターンの獲得が意図されている場合もある。このことがフィランソロピーとの相違点である。
- 3) 投融資が生み出す「社会あるいは環境のインパクトを測定・報告すること」である。
- 4) 投融資対象は「すべての多様なアセットクラス」である。

すなわち GIIN が定義する「インパクト投資」は特定のアセットクラスに限るものではなく、インパクト「投資」という言葉にかかわらず、本ガイドラインで対象としている融資や債券などのデットが含まれていることは明らかである。

また、GIIN は 2019 年にインパクト投資を実践する投資家とともに、インパクト投資が信頼に足る市場として育てていくことを目途に、これから参入しようとする投資家への期待または参加要件としてインパクト投資の「4つの中核的特徴」を以下のようにまとめている。

³ <https://thegiin.org>

⁴ https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf

インパクト投資を行う投資家は⁵、

4つの中核的特徴	補足説明
<p>ポジティブな 1. 社会的・環境的インパクトに意図をもって貢献する。</p>	<p>「意図」はインパクト投資を特徴づける最大の要素とされており、インパクトが派生するのみではインパクト投資とはみなされないことが強調されている。</p>
<p>2. 投資設計において、エビデンスとインパクトデータを活用する。</p>	<p>可能な限りエビデンスやデータを活用し、投資家の「勘」に頼らないこと。</p>
<p>インパクトの創出状況 3. (インパクト・パフォーマンス)を管理する。</p>	<p>インパクト投資が「意図」をもつということは、その「意図」を達成するためのマネジメントを行うことを意味する。具体的には、フィードバック・ループを活用すること、関係者にパフォーマンス情報を共有すること等がある。</p>
<p>4. インパクト投資の成長に貢献する。</p>	<p>インパクト投資家は、それぞれがもつインパクト戦略、目標、パフォーマンスの叙述において共通言語や共通指標の開発に努める。加えて、社会的・環境的インパクトを生み出す経験則の普及のために、できる範囲で学びを共有する。</p>

2-2 インパクトファイナンスの基本的要素

上記の GIIN の定義・要件をもとに、よりわかりやすくインパクトファイナンスの基本的要素を解説する。GIIN は投融資先の企業ではなく、常に投資家・金融機関に対して、インパクトファイナンスの推進活動を行っており、その点は定義・要素の設定にあたって同じである。本節でも GIIN の整理にしたがって解説する。

1. 意図

インパクトファイナンスの出発点となるのは、環境や社会の問題の解決に向けて自らの投融資を通じてポジティブインパクトの創出に主体的に貢献しようとする意図の存在である。投融資の主体にインパクト創出の意図がなければ、インパクト創出のための戦略は必要とならず、インパクト創出をマネジメントするインセンティブも生まれにくい。インパクトのマネジメントを行わないのであれば、測定を行う意味もなくなる。仮に融資を行う金融機関や債券投資家が、この意図をもたずに形式的あるいは単に事後的にインパクトの測定だけを行って投融資をするのであれば、それはインパクトファイナンスとは言えない。

ここでしばしば問題となるのは、投融資を通じたインパクトの創出への意図は、それ自体、適切なりターンの確保と独立した目的とする意図である必要があるのか（ダブルマテリアリティ）、それともインパクトの創出を適切な

⁵ <https://thegiin.org/characteristics/>

リターンの確保という究極目的を実現するための手段であっても良いのか（シングルマテリアリティ）という議論である。この議論は PRI が委託したフレッシュフィールドズのレポート⁶でも報告されているが（いわゆる「目的的 IFSI（サステナビリティ・インパクトをもたらす投資：investing for sustainable impact）」と「手段的 IFSI」の議論）、インパクトファイナンスを行うにあたってはそのどちらの立場も許容されると考えられる。

2. 適切なリターンの確保

インパクトファイナンスは、フィランソロピーではない。インパクトファイナンスでは、投資家や金融機関にとって、それぞれの機関の特性に応じた適切なリターンを確保することが前提となっている。金融資本市場での競争に晒されているために、投融資を行う金融機関が適切なリターンを確保できなければ、収益性の低下から信用力の低下を招き、資金調達能力の低下を通じて新たな設備・人員投資に振り向けることのできる資金を確保できなくなる。そして市場で存続できる持続可能性を保てずインパクトの創出も継続的に行えなくなってしまう。適切なリターンの確保というのは、インパクトファイナンスを提供する金融機関の持続可能性という観点からとても重要な構成要件である。

キャッシュフローのボラティリティの高い投融資先には、よりリスク許容度の高いファイナンスが求められるが、当然のことながら、企業や事業から生じるキャッシュフローのボラティリティの高まりに応じて適切なリターンの水準も高くなり、また対応できるアセットクラスも限られる。インパクトファイナンスであっても、こうした金融の原理・原則は不変であり、投融資の対象となる企業や事業のリスクプロファイルに応じて適切なアセットクラスでの対応が求められる。特にアップサイドリターンが与えられないデットファイナンスにはリスク許容度においてエクイティファイナンスとは違いがあるため、投融資先のリスクプロファイルに応じたアセットクラスの選択やストラクチャリングが不可欠である。

3. 戦略とイノベーション

ポジティブインパクトを創出する意図があるのであれば、次に求められるのは、インパクトをどのようにすれば創出できるのかという具体的な戦略である。投融資先がどのような事業活動を通じてインパクト創出を行うことができるのかを投融資を行う側も考えたうえで、デットファイナンスの供与を通じてどのようにインパクトの創出が可能となるのかという戦略の策定が必要である。これが、Theory of Change やロジックモデルの作成といわれるものである。

戦略で重要となるのは、投融資先の事業変革や革新的な技術・ビジネスモデルの導入である。なぜなら、環境・社会課題が発生してきた背景は、これまでのベースライン（Business as Usual）の経済活動の下で課題が発生し解決できずにいたからであり、既存事業の変革やイノベーションを伴う製品・サービスの導入が行われなければ、課題解決は基本的に行えないはずである。事業変革やイノベーションの導入なしにインパクト創出を行おうとすれば、既存事業に負荷がかかるため純粋にコスト増が伴う（逆に、仮に少しの負荷もかからずにインパクト創出ができるのであれば、その課題はもとより容易に解決しえたはずである）。このコストアップを製品やサービスの価格に転嫁できればよいが、転嫁できなければキャッシュフローの減少やリターンの低下を伴うため、既存の金融の仕組みでは対応できなくなる。インパクトファイナンスがリターンとトレードオフの関係にあると受け止められやすいのは、まさにこのことに起因していると考えられる。

このため、インパクトファイナンスの実現にはかかるコストアップを吸収するなり、販売価格にプレミアムを生み出すような事業の変革や革新性の高いイノベーションを伴う製品・サービスの開発を行う必要がある。しかし、インパクト創出のために不可欠とされる変革やイノベーションの導入は、金融機関にとっては課題となる。

6 Freshfields Bruckhaus Deringer (2021) 「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み－投資意思決定におけるサステナビリティ・インパクト」
<https://www.unepfi.org/publications/a-legal-framework-for-impact-sustainability-impact-in-investor-decision-making/>

第1に、企業において社員の適応、顧客による新製品・サービスへの理解の定着、市場における浸透等、新たな価値創造プロセスの定着とマネタイズの実現に、比較的長期の時間を要するため、資金の回収を避けて通れない金融機関には時間的な忍耐を要求することになる。

第2に、事業の変革や新たなイノベーションの導入においては、その革新性が高ければ高いほどリスクも高いため、投融資元本回収やリターンの確保を行ううえで、原資となるキャッシュフローのボラティリティを高めるものとなる。この点はエクイティファイナンスでも同じであるが、デットファイナンスはキャッシュフローのボラティリティの悪影響をさらに受けやすく、リスク許容度が相対的に低いことに留意する必要がある。

したがって、インパクトファイナンスに取り組む金融機関は、投融資先が課題解決に向けて取り組むこととなるビジネスモデル・適用技術のイノベーションに対して、より積極的な支援をすることが求められる。その一方で、事業の変革は金融機関にとっては投融資のリスクを高める可能性を含んでいることから、金融機関には、企業が創出するインパクトと同時期にもしくはタイムラグを生じつつも十分なキャッシュフローが確保されるのかについての適切な分析やリスクテイクへの判断が求められる。

4. 測定とマネジメント

インパクト創出の戦略があるのであれば、その戦略の実行計画をマネジメントする必要がある。あたかもこれまでの金融が適切なファイナンシャルリターンの獲得に向けて、投融資先のモニタリングや管理を行ってきたのと同じように、インパクトファイナンスにおいては、インパクトの創出をマネジメントする必要がある。言い換えれば、資金を付けたら、インパクトの創出を投融資先に任せきりにするのではなく、自ら主体的に投融資先に対してマネジメントを行う必要がある。

インパクト創出にかかるマネジメントの手法は、様々なものがある。インパクト創出にかかる Key Performance Indicator (以下「KPI」) の測定とモニタリングは、最も基本的なものである。それに加えて、投融資先との対話・エンゲージメント、管理される KPI の目標達成可否に応じた金利の調整を通じたインセンティブ設定、従来は公開されてこなかった非財務指標の公開などを通じて実践することができる。

5. ネガティブインパクトの緩和

インパクトファイナンスは、課題解決を積極的に意図しているため、それ自体はある課題分野においてポジティブインパクトの創出を目指している。しかし、ある領域で大きなポジティブインパクトを創出している場合でも、同時に他のインパクト領域において大きなネガティブインパクトを創出している企業や事業もある。そのため、まず投融資先に存在する重要なネガティブインパクトを特定することが重要である。仮にそれが特定されるのであれば、ポジティブインパクト創出とともにその重要なネガティブインパクトの削減に向けた取組みを戦略の中に取り込む必要がある。

なお、説明の都合上、ネガティブインパクトの緩和についてここで触れているが、ネガティブインパクトの特定と緩和は、インパクトファイナンスの実践においてきわめて重要な要素であり、最初から戦略の中に取り入れられるべきものである。

6. 追加性

インパクトファイナンスには可能な限り追加性が求められる。追加性とは、融資を行う金融機関や投資家による新規の革新性のある介入によって付加的に生じうる資金動員上やインパクト創出上の望ましい結果が生まれることを

指す。言い換えれば、投資家によるその投資行動がなければ生じなかったであろう部分である。より具体的には、投資家が「これまでに存在しなかった革新的な商品を供給する」ことにより、「通常では期待できなかった付加的なシグナリング効果⁷⁾」が生じること、あるいは「従来とは異なるより効果的なエンゲージメントを行う」ことを通じてインパクトの向上が付加的に図れることなどである。なお、投資家の追加性に関しては、グローバルな場でも活発な議論が進展しているところである。

現状、一般的によく参照されるのが、Impact Management Project（以下「IMP」）による Investor contribution（投資家の貢献）の整理⁸⁾である。IMP は投資家の貢献を、① 投資家としてインパクトを重視しているというシグナルを市場に発する、② 投融資先の環境・社会的パフォーマンスを改善するために専門知識やネットワークを駆使し投融資先企業に積極的に関与する（エンゲージメント）、③ 新しい資本市場や供給不足の資本市場を成長させる、④ 柔軟性の高い資本を供給するという4つに分類している。例えば、具体的なエンゲージメントのあり方としては、金融機関が投融資先企業に対して、インパクト創出のために必要となる有効な事業提携先を紹介したり、課題解決上のボトルネックとなっている事項に関して他社事例を紹介して課題解決に自ら貢献することなどを指す。あるいは柔軟性の高い資本を提供する事例としては、非営利財団や政府機関による Catalytic Capital の提供を通じたブレンディッドファイナンスなどが含まれる。

COLUMN

コラム #1 | 金融機関・投資家間の協調・協力

金融機関・投資家間の協調・協力は、インパクトファイナンスの構成要件とまでは言えないが、きわめて重要な要素のひとつである。インパクトファイナンスを行う金融機関・投資家は、インパクトファイナンスそのものの成長に貢献すること、つまりインパクトファイナンスの質的・量的な拡充・拡大に寄与することでインパクトのスケールアップを目指すことが期待されている。しかし、一機関一投資家だけで行えることには限度があることから、インパクトファイナンスにおいては金融機関・投資家の間での協調・協力を進めることが必要となる。

具体的に協調・協力とは、インパクト創出にかかる戦略、IMM、指標の開発や個社の経験の共有にかかる協調・協力を意味している。GIIN の定める中核的特徴の第4点「インパクト投資の成長に貢献する」はまさにこのことを指している。これは財務的な成果では市場で互いに競争しあうものの、インパクトの創出に関しては、できるだけ互いに協調・協力しあって、インパクトの最大化に貢献することが互いの発展に繋がると考えられているからである。

実際のところ、これまでの金融業界の発展は、新しく開発された金融商品の仕様や契約約款の標準化、数値化や記号化（格付等）を通じて大量処理が可能となったことが重要な要因として挙げられる。今後、インパクトファイナンスが金融界に普及して量的に拡大するためには、これと同じように一定のレベルでの手法の標準化が必要となるが、こうしたインフラを整える意味でも金融機関同士の協調・協力は今後も必要である。ただし、インパクトファイナンスが普及し、実現するべきインパクトの質を重視すればするほど、標準化や大量処理に馴染まないインパクトファイナンスの課題の重要性も明らかになるため、金融機関同士の協調・協力は標準化に限らないという点にも留意が必要である。

7 追加的な資金動員が可能となる効果のこと。

8 IMP (2016) 「Investor contribution in public and private markets - Discussion document」

<https://www.impactprinciples.org/resource-library/investor-contribution-public-and-private-markets-discussion-document>

コラム #2 | インパクトアラインドインベストメント (Impact Aligned Investments)

インパクトファイナンスにおいては IMM が必須の要件である。しかし、ESG 投資の領域の中には、インパクトファイナンスの潜在的予備軍として様々な種類の投資が存在しており、IMM に組み込まれていないものもある。こうした状況を踏まえて、英国の Impact Investing Institute は、次のように記している⁹。

“ 「インパクト投資の延長線上には、ポジティブな環境・社会インパクトを創出するが、インパクト創出の意図がなくかつインパクトの計測を伴わない投資が多数ある。この報告書ではこのような投資を” impact aligned” と分類し、インパクト投資の定義からは除外する。しかしながら、第7章第3節において、住宅組合債を含め、いくつかのインパクトアラインド分野を紹介する” ”

同じ impact aligned investment であっても、これよりも狭義の解釈を行っているところもある。オランダの年金基金運用会社は、そのインタビューにおいて、impact aligned investments として、インパクト創出の意図があり測定・マネジメントを要件としているが、金融機関としての追加性の要件がないものを impact aligned investments としている。なお、我が国のインパクト志向金融宣言は、インパクト創出の意図と戦略があるものの、インパクトの測定とマネジメントを伴わないものだけを指して impact aligned investment として定義し、投資残高を集計している¹⁰。

2-3 インパクトに関する基本的考え方

インパクトファイナンスにおける「インパクト」や関連の用語は、特定の意味で使われている。インパクト投資が始まった 2000 年代後半、英語では普通名詞である「impact」は多種多様な意味で使われ始めた。なにをもってインパクトファイナンスとするかについて、多岐な解釈が生まれ、混乱も生じる中で、特に 2010 年代後半に入って概念整理を試みたのが GIIN と IMP である。

2-3-1 インパクトに関する定義や規範の設定

GIIN は、2009 年に設立された米国の非営利団体で、インパクトファイナンス（投融資）の基盤を構築・発展させることによって、その規模を拡大し、質を高めることを目的に活動している。年次会議など各種交流・普及事業、調査研究などを行っている。インパクト投資の中核的特徴¹¹の規定、規模拡大や信頼性確保のロードマップの作成¹²、年次調査報告の発表¹³など、業界を育てるための各種事業を展開している。

IMP は、2016 年から 2021 年の時限プロジェクトで、いかにインパクトを定義し、これを測定、管理し、レポートしていくかについて、2,000 以上の実務家（投資家・事業者）による国際的なプラットフォームを形成し、インパクト・マネジメントに関する合意形成と規範の提示を行ってきた。2021 年秋に発展的解消し、その取り組みをいくつかの団体が引き継いでいる。IMP がインパクトに関する規範提示を行った功績は大きく、インパクト投資業界を中心にその考え方が普及している。IMP を引き継いだ団体の一つである Impact Frontiers のサイトでは、インパクトとインパクト・マネジメントは以下のように紹介されている¹⁴。

9 <https://www.impactinvest.org.uk/wp-content/uploads/2023/04/Estimating-and-describing-the-UK-impact-investing-market.pdf>

10 2023 年 1 月 13 日発行のインパクト志向金融宣言による第 1 回プログレスレポート p10 の「インパクトファイナンスの定義 / 残高」を参照。

<https://www.impact-driven-finance-initiative.com/wp-content/uploads/2023/01/Progress-Report-2022.pdf>

11 <https://simi.or.jp/grc/core-characteristics-of-impact-investing/>

12 <https://simi.or.jp/grc/roadmap-for-the-future-of-impact-investing-reshaping-financial-markets/>

13 <https://simi.or.jp/grc/2020-annual-impact-investor-survey/>

14 <https://impactfrontiers.org/norms/>

■ インパクト

インパクトとは、組織によって引き起こされたアウトカム¹⁵の変化のことである。インパクトには、ポジティブなものやネガティブなもの、意図的なものと意図的でないものがある。

Impact is a change in an outcome caused by an organization. An impact can be positive or negative, intended or unintended.

■ インパクト・マネジメント

インパクト・マネジメントとは、企業が人や地球に与えるプラスとマイナスの影響を特定し、マイナスを減らしてプラスを増やしていくプロセスのことである。

Impact management is the process of identifying the positive and negative impacts that an enterprise has on people and the planet, and then reducing the negative and increasing the positive.

2021年に発展的解消をしたIMPが残した功績の中で、現在のインパクトファイナンス業界に大きな影響を与えたものとして、インパクトの「5つの基本要素」と「ABC分類」が挙げられる。

2-3-2 インパクトの5つの基本要素

インパクトには5つの基本要素（ディメンション：次元）があるという考え方で、インパクトを検証しようとする際には、以下の5つの側面から考えることが必要不可欠であるというもの。

- WHAT（アウトカムの内容や重要度）
- WHO（アウトカムが現れている対象）
- HOW MUCH（大きさ、深さ、期間を含めたアウトカムの発生度合い）
- CONTRIBUTION（変化に対する貢献度合い）
- RISK（予期されるインパクトがなかった場合のリスク）

図表 2 インパクトの5つの基本要素¹⁶

The IMP reached global consensus that impact can be measured across five dimensions: What, Who, How Much, Contribution and Risk	
Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
□ What	<ul style="list-style-type: none"> •What outcome is occurring in the period? •Is the outcome positive or negative? •How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?
○ Who	<ul style="list-style-type: none"> •Who experiences the outcome? •How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?
≡ How Much	<ul style="list-style-type: none"> •How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?
+ Contribution	<ul style="list-style-type: none"> •Would this change likely have happened anyway?
△ Risk	<ul style="list-style-type: none"> •What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?

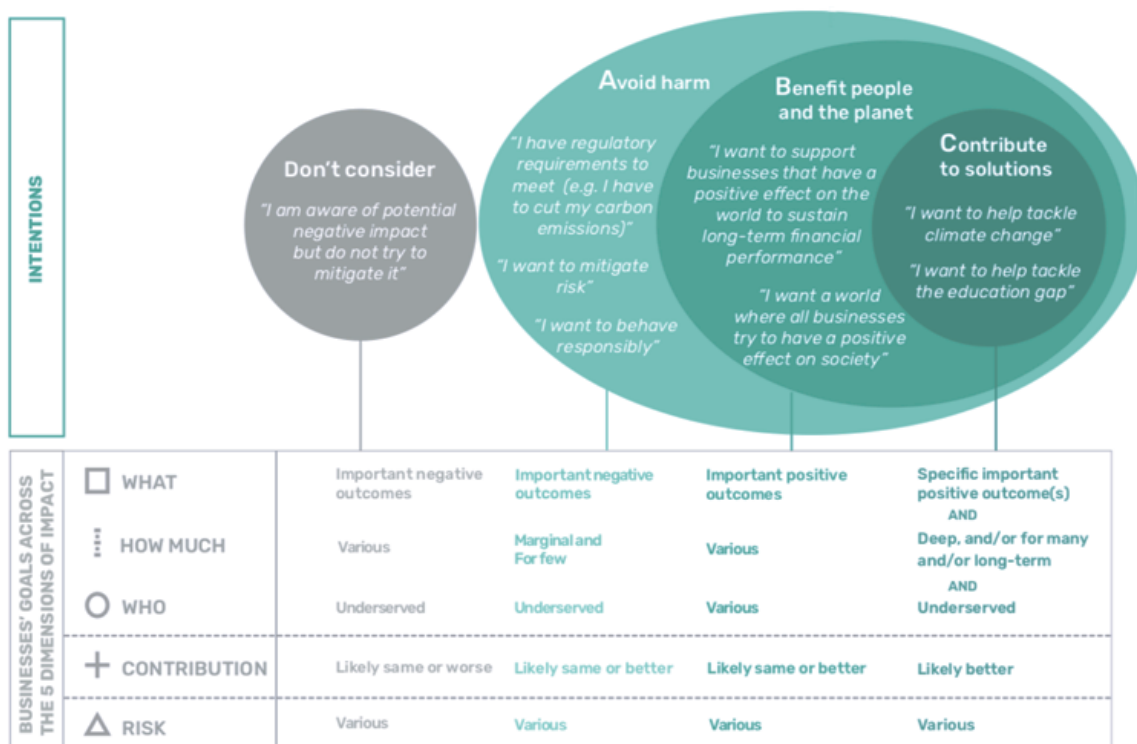
15 事業や取組みのアウトプットがもたらす変化、便益のこと。一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（2022）「社会的インパクト・マネジメント・ガイドライン（Ver. 2）」を参照。<https://simi.or.jp/wp-content/uploads/2021/07/Social-Impact-Management-Guideline-ver.2.pdf>

16 Impact Management Project

2-3-3 インパクトのABC分類

創出されるインパクトの深さを A (Avoid harm = 害を回避する)、B (Benefit stakeholders = ステークホルダーの利益となる)、C (Contribute to solutions = 課題解決に貢献する) の3つに分類したものである。これは現在のインパクトファイナンスの各種フレームワークや投資家独自の IMM において活用されている。例えば、以下は UNDP が策定した「SDG インパクト基準」の用語集に掲載されている ABC 分類の解説である¹⁷。

図表 3 インパクトのABC分類¹⁸



A (害を回避するまたは低減する行動)

既存のネガティブな結果を改善することにより、SDGs の達成を妨げるような害を含む、害を回避または低減するための行動 - 適切な結果のしきい値に対して、よりネガティブな結果からよりネガティブではない結果レベルに移行すること。

B (SDGs達成に関連してステークホルダーの利益となる)

既存のポジティブな成果を維持または改善することで、SDGs に関連するステークホルダーに利益をもたらすこと - 適切なアウトカムのしきい値と比較して、ポジティブな成果のレベルを維持する、またはポジティブな成果からよりポジティブな成果へと移行すること。

C (SDGsの達成に向けた解決に貢献する)

新しいポジティブなアウトカムを生み出す - 適切なアウトカムのしきい値と比較して、ネガティブなアウトカムからポジティブなアウトカムのレベルを維持することで、SDGs の達成に向けた解決に貢献すること。

17 <https://sdgimpact.undp.org/assets/SDG-Impact-Standards-Glossary.pdf>

18 Impact Management Project

コラム #3 | 「インパクト評価」の用語について

日本国内のインパクトファイナンスの世界において、投融資対象が生み出す環境的・社会的効果を定量・定性的に把握し、投融資の判断に役立てるものを「インパクト評価」と呼ぶが、これは英語では impact measurement の訳語である。ところが、「インパクト評価」の用語は、評価研究・評価学においては impact evaluation の訳語として使用されてきており、この2つが日本語では同じ用語になっていることで、混乱が生まれている。

評価研究・評価学において、impact evaluation とは因果命題である介入（原因）がアウトカム（結果）に対して及ぼす影響、すなわちインパクトを推定することであり¹⁹、介入が行われなかった対象と比較して介入と結果の因果関係の推定を主眼におくものである。一方、インパクトファイナンスにおける impact measurement は、必ずしも因果関係の特定を主眼に置くものではなく、市場の中で評価を一般化し、標準化やレーティングによって比較を可能にし、効果的な取組みが流通していくような仕組みを充実させていくことを目指している。

インパクトファイナンスにおいては、今後も上記の意味において「インパクト評価」の用語を活用していくと思われるが、このような用語の問題があることは念頭においておくべきであろう。

19 津富宏・正木朋也（2020）「プログラムの介入後の評価 - インパクト評価の方法 -」、山谷他編『プログラム評価ハンドブック』、晃洋書房、p.106-133

第3章 デットにおけるインパクトファイナンス

3-1 デットにおけるインパクトファイナンスの意義と特徴

3-1-1 企業の現状とデットの果たす役割

近年の ESG 投資の広がり、SDGs 達成に向けた潮流を受け、国内の企業は様々なステークホルダーから、経済的な成長だけでなく、持続可能性との両立を求められている。特に社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを「同期化」させるサステナビリティトランスフォーメーション（以下「SX」）の実践は、「伊藤レポート 3.0（SX 版伊藤レポート）」²⁰ の発行や、「価値協創ガイドライン 2.0」²¹ の公表により、さらに注目が集まっている。これらにより企業は、外部不経済（社会課題等）を内部化（事業を通して解決）することの期待が高まっている。

この観点において、企業は従来の取組みのベースライン（Business as Usual）を超えた、発展的な取組みが求められる。「2-2 インパクトファイナンスの基本的要件」の「(3) 戦略とイノベーション」で触れたが、環境・社会課題の解決には既存の事業の在り方の変革が必要であり、ゆえに SX の実践にはイノベーションが必要ということである。

また、近年は企業に CG コード改訂による TCFD 提言の実質義務化や、有価証券報告書上のサステナビリティの独立した記載欄の創設等により、非財務情報の開示が求められている。一方で、非財務情報が企業に与える影響、企業が社会に与える影響の可視化においては、手法の確立が途上であることから、対応に困る企業が多く、その中で企業がインパクトファイナンスを調達する意義は高いと考えられる。

一方、金融機関は、企業と中長期的な取引関係にある²²。例えば、「メインバンクガバナンス」といわれるほど、金融機関が企業の経営に関与しており、第三者の立場として成長戦略や事業構造改革に併走してきた背景がある。近年は伝統的な銀行業務だけでなく、コンサルティング機能を有する金融機関が多く、営業担当は企業の経営課題に踏み込んで、企業成長に資する提案を実施している。企業がイノベーションを生み出す新たな挑戦を試みる際は、一定のリスクをはらむものの、カネの動きだけで判断するのではなく、担当者がヒト・モノを総合的に評価することで資金提供が可能となる。

つまりデットにおける資金提供は、金融面の単純な資金提供のみならず、成長支援に必要な包括的な非金融サービスを幅広く提供する役割を果たしている。デットの特徴は、資金供給にあたって期限があること、経営権は持たないが中長期的な関係の上で成り立つことである。特にコーポレートファイナンスにおいては、営業担当が企業と併走しながら資金繰りを支援することを目的に、ヒト・モノ・カネを総合的に見て融資可否を判断する。

さらに債券においては企業の更なる成長と対外 PR に向けた資金調達手段の多様化を担ってきた。特に公募形式では、幅広い投資家（法人・個人）を相手に資金調達が可能となることから、サステナビリティにかかる対外 PR においては、いわゆるラベルファイナンス（SDGs 債）の発行引き受けを通じ大きな貢献をしてきたと言える。加えて、債券発行の引き受けにあたっては、主幹事か否かは問わず、融資と同様に都度長期の資金繰りを営業担当者が窓口となり審査を進める。

このようにデットによるインパクトファイナンスは、企業価値の向上に向けたイノベーション創出への挑戦を非金融の面（ビジネスマッチングやコンサルティング）でも支援することが可能であるため、デットだからこそ支援できるイノベーションによるインパクトの最大化が存在すると考えられる。

²⁰ <https://www.meti.go.jp/press/2022/08/20220831004/20220831004.html>

²¹ https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokukaikei/ESGguidance.html

²² デットは、エクイティとは異なり資金調達者に対する組織上の支配権を取得しない、期間が予め確定された個別契約による資金提供であるため、情報の非対称性を埋めるため中長期的な取引関係を構築し、企業パフォーマンスから事業競争力や資金流の把握まで含め企業全体の把握を行うことが多い。

3-1-2 企業がインパクトファイナンスを調達する意義

企業がインパクトファイナンスを調達する意義

- 企業は世界が“サステナビリティ”の方向へ大きく舵を切る中、「ビジネスモデル」や「事業への取組み方」を見直す必要性が求められている。
- 「インパクトファイナンス」は、包括的な企業価値向上を目指す IMM の実践を通じて、外部不経済の内部化の実践可否を確認し、非財務情報の可視化を叶えることができる。更に多様なステークホルダーからの支持の獲得が可能となる。
- その中で、企業が「デット」で調達することは、自社の中長期的視点からインパクトの最大化を企図する場合に意義がある。

企業は世界が“サステナビリティ”の方向へ大きく舵を切る中、SX の実践、イノベーションが求められている。大きくビジネスモデルを変更する必要性や、少なくとも Business as Usual ではなく事業への取組み方を変更する必要性が出てくる。その際に当然資金需要が生まれるが、適切な資金調達手法の1つとしてインパクトファイナンスがある。

SX に向けた資金需要であることはもちろんだが、資金使途に関わらず企業はインパクトファイナンスを通して包括的な企業価値向上を目指す IMM を実践することで、外部不経済の内部化の実践可否を確認し、非財務情報の可視化を実現することができる。これらにより、長期的な価値創造・長期的なリターン向上に向けて正しい方向であることが、企業だけでなく金融機関に認めさせることができ、信用力を得ることができる。また、IMM を通じてポジティブインパクトの最大化だけでなく、ネガティブインパクトの低減を図れるため、内部管理体制の強化にも繋がる。

また、中長期的関係性を前提とした間接金融の役割を踏まえると、企業は IMM を実施する際の伴走者を得ることができると言える。ゆえにインパクトの最大化を企図する場合、デットで調達する意義が出てくる。インパクトファイナンスを調達していること、IMM を通じて認識したインパクトを対外発信することで、インパクト投資家からの資金調達・消費者の支持・SDGs 教育を受けた若い世代の採用等にメリットがあると考えられる。

3-1-3 金融機関がインパクトファイナンスを取り組む意義

金融機関がインパクトファイナンスを取り組む意義

- 金融機関は、インパクトファイナンスの IMM を実践することで、「正のインパクト（ポジティブインパクト）」だけでなく「負のインパクト（ネガティブインパクト）」も含めた包括的な企業分析を通じ ESG リスク管理強化を実践し、金融機関は Risk Appetite Framework（以下「RAF」）²³ 運営の高度化を展望することが可能となる。
- デットによる資金提供は、インパクトファイナンスの提供を通じ、金融機関の「ポートフォリオはより持続可能性」が高いものとなるため、投資家は投資先の中長期的な企業成長を展望できる。
- 更に、インパクトの拡大を支援することが可能であるため、投資家の資金をより集めやすくなることも想定される。

23 Risk Appetite Framework：将来的なリスクも踏まえたフォワードルッキングなリスク管理手法のこと。

金融機関は IMM を実践することで、自社のポートフォリオの持続可能性をより高めることができる。通常の融資・債券発行の業務においては、企業の財務報告書をもとに将来の事業性評価を実施するが、インパクトファイナンスでは「正のインパクト（ポジティブインパクト）」だけではなく「負のインパクト（ネガティブインパクト）」も含めて包括的に企業を分析した上で融資・発行する。中長期的な視野で IMM を実践するため、金融機関は従前見逃していたかもしれないネガティブインパクトを認識し回避または低減することが可能となる。これらの IMM を通じて ESG リスク管理強化を実践することで、金融機関は RAF 運営の高度化・信用コストの削減を展望することが可能となる。

例えば、ポジティブインパクトファイナンス（Positive Impact Finance：以下「PIF」）は、ポジティブインパクトの最大化とネガティブインパクトを低減させるための IMM が求められている。特に PIF のツールとして利用されるインパクトレーダーは UNEP FI が開発したもので、包括的なリスクと機会を把握することができる（詳しくは「各論 2 IMM を考える上での有効なフレームワークやツール」を参照）。

また、間接金融機関または債権投資家は、デットによるインパクトファイナンスの提供を通じ、長期的なポジティブインパクトの拡大が可能となる。上述の通り、IMM を実践する金融機関のポートフォリオはより持続可能性が高いものとなるため、投資家は投資先の中長期的な持続可能性を展望できる。インパクトファイナンスを実践する金融機関に投資することで、インパクトの拡大を支援することが可能であるため、投資家の資金をより集めやすくなることも想定される。さらに企業と同様にインパクトファイナンスを通じたインパクト創出に積極的に関わる姿勢を対外発信することで、自社のサステナブルブランド向上や SDGs 教育を受けた若い世代の採用等への効果を期待することが可能と考えられる。

COLUMN

コラム #4 | デットによるインパクトファイナンスの実践例

企業は自身の事業による外部性の内部化を進めることにより「サステナビリティの実現」に寄与することを様々なステークホルダーから求められ始めている。そこで、自社を取り巻く環境や社会的価値と企業価値の両立に向けたイノベーション創出に向け、ポジティブインパクトだけではなくネガティブインパクトも含めて包括的に理解し企業経営を行うための手段（企業にとっての IMM）を検討する。ここで、その中長期的な取引関係に基づくデットでの資金仲介を通じた包括的な企業価値（財務・非財務や内部統制高度化）プロセス改善支援を期待して、間接金融機関の利用を検討するのではないだろうか。このことは、同時に金融機関からのインパクトファイナンス調達の対外発信による自社のクレディビリティ補完効果も企図しているとも考えられる。

一方、実際に資金を提供する間接金融機関や債券への投資家は、デットによるインパクトファイナンスの提供を通じ、インテションをもって「サステナビリティ実現」に資する長期的なポジティブインパクトの拡大に加え、投融資先の企業価値向上と企業信用力向上により自行のポートフォリオの価値²⁴改善ならび同ポートフォリオの ESG リスク管理強化を通じた RAF 運営などの高度化を展望することが可能となる。このように企業・金融機関の双方の「サステナビリティの実現」に貢献できるため、デットによるインパクトファイナンスを取り組む意義があると考えられる。

24 例えば、貸出先の信用コストの低下による RWA の減少を通じた RORA 改善や発行体の信用力改善による債券価値向上が挙げられる。

3-1-4 インパクトファイナンス（デット）のストラクチャリング上の留意点

本項では、デットを通じたインパクトファイナンスのストラクチャリング上の留意点について説明する。

[留意点1] 環境・社会課題の解決に資するプロジェクトに対する資金充当の特定の有無

インパクトファイナンスのストラクチャリングにおいては、環境・社会課題の解決に資するプロジェクトに対する資金充当の特定を行うか否かが、ファイナンスの準備開始時点における最初の分岐点となる。プロジェクトに対する資金充当は、国際資本市場協会（The International Capital Market Association：以下「ICMA」）の原則に適合したグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドにおいて肝要（コーナーストーン）である。例えば、ボンドの調達資金が、再生可能エネルギー発電事業というグリーンプロジェクトに限定して充当されることを通じて、実質的に温室効果ガス排出削減に直結しているプロジェクトに投資を促進させようとする狙いがある。しかし、グリーンプロジェクトに資金充当を特定したボンドの発行がなされていても、発行体の個別プロジェクトでの排出削減に過ぎず、当該企業全体として排出を削減できている（インパクト）とは言い難い。すなわち、ボンドの調達資金の特定だけでは、発行体のインパクトの測定・管理を行っていないければ、発行体の事業全体においては必ずしもインパクト創出ができたとは言えない。

一方で、サステナビリティ・リンク・ボンド、PIF、サステナビリティ・リンク・ローンにおいては、インパクト創出にかかる KPI 設定がなされるために、環境・社会課題の解決に資するプロジェクトに対する資金使途の特定が要件となっていない。しかし、インパクト投資家の見立てによっては、サステナビリティ・パフォーマンス目標（Sustainability Performance Targets：「SPTs」）の目標設定の野心性の度合いによっては、むしろ資金使途特定に重きを置く場合もあることが、北米の投資家のインタビューからも確認されている。このため、インパクトの創出という観点からその設定には総合的な判断が必要である。

[留意点2] ローン：返済期限・ボンド：償還期限

ローンの返済期限やボンドの償還期限は、当該借入人・発行体の要望を踏まえつつも、基本的にはその資金調達者の信用力に応じて決められる。インパクトの創出という観点を踏まえれば、短期の融資や債券による支援では、企業が新たにインパクトを創出することは簡単ではなく（実際には多くの場合3年～7年程度の期間は必要となる）、インパクト創出のために必要な期間と企業の信用力に相応しいファイナンスの返済期間は必ずしも一致しない。例えば、中堅中小企業向け PIF 等においては、ローンの返済期間が1年となり、インパクト創出の期間設定が3年と、リファイナンスを前提に実行されることがある。一方、ボンドにおいては、償還までにインパクト創出を想定した期限の設定を行う。

[留意点3] 環境・社会課題に関する目標管理の契約書・関係書類における位置づけ

インパクトファイナンスにおいては、借入人・発行体が取り組む環境・社会課題に関する何らかの数値指標（KPI）と目標が設定され、企業がその達成に向けて取り組むことが想定されている。このことを、インパクトファイナンス以外の一一般の金融の契約書に倣って考えれば、かかる指標の設定は、資金調達にかかる契約書において企業の義務（コベナンツ）として規定され、その義務不履行は貸出の停止や期限の利益喪失対象事由としてストラクチャリングすることが理論的には考えられる。

しかしながら、PIF やサステナビリティ・リンク・ローン、サステナビリティ・リンク・ボンドのいずれにおいても、指標設定は契約書上の義務（特約条項）ではなく、その不達は原則として契約書上の新たな義務や効果の発生を伴わない。唯一の例外の効果は次に述べる金利の調整であるが、これも PIF においては行われない。

一方で、経営者の交代などに伴って融資期間の途中において指標達成にかかる意思を企業側が完全に喪失してしま

うようなケースが、今後は件数の増加に連れてより顕在化することが考えられる。このような場合において、既に对外公表しているインパクトファイナンスのラベルを維持するのか、それとも当該ラベルの取りやめの在り方をどのように対応するかの判断は今後の課題である。

[留意点4] 金利

借入人・発行体が取り組む環境・社会課題に関する数値指標（KPI）などの目標の達成可否に応じて、ローンやボンドの金利の調整を行うか否かは、当該借入人・発行体とともに資金供給を行う金融機関・投資家のインセンティブ構造を考えるうえで重要な論点である。しかし、資金を借りる企業の側が、自らの価値創造プロセスを環境・社会の持続性を踏まえて改善することを通じ企業価値向上に向けて積極的に努力しているとすれば、KPIの達成可否に応じて金利を調整されなくとも、企業はKPI達成に向けて取り組む十分なインセンティブを有していると考えられる。

企業が実施する取組みが企業価値に反映されるまでには長い年月を必要とするような場合、その達成に応じて金利によるインセンティブが付与されることは、KPI達成上も重要な効果を発揮する。一般的には、PIFにおいては、金利の調整メカニズムは前提となっておらず、ほとんどのケースでは金利の調整メカニズムは存在しない。一方で、サステナビリティ・リンク・ローンやサステナビリティ・リンク・ボンドにおいては、KPIの達成に応じて金利を引き下げるメカニズムが形成されている。また、不達の場合に金利を引き上げるケースもある。サステナビリティ・リンク・ボンドではKPIが不達の場合において、一方的に投資家がウィンドフォールの利益を受領するのは本来の趣旨ではないという観点から、当該金利分を投資家が関連する環境・社会課題解決に資すると判断される団体や基金等への寄付や、カーボンプレジットへの投資に繋がる資金に活用する設定がされるケースもある。

[留意点5] 目標設定の野心性

インパクトファイナンスの融資や債券の取組みにおいては、設定される目標の野心性の判断が重要である。資金調達を行う企業の設定する目標において特段の野心性が確認できず、Business as Usualな目標に留まっているのであれば、当該インパクトファイナンスの実行について環境改善・社会的便益に繋がる意義はほとんどなくなる。実際のところ、サステナビリティ・リンク・ローンやサステナビリティ・リンク・ボンドにおいて、その原則上も設定目標の野心性は重要な概念であり、必要な要件となっている。ポジティブインパクト金融原則(以下「PIF原則」)においては、野心性という言葉はないが、ポジティブインパクトの適格性という表現に沿って、実質的な野心性が求められていると金融機関・評価機関から理解されていることが多い。ただし、目標設定の野心性にかかる判断には明確な基準が存在するわけではない。当該企業が過去実績との比較に加えて、当該企業と同じ業界内において、より標準以上の取組みとなっているかが専門的に問われるため、その野心性の判断を巡って次に述べる第三者機関による検証が行われることが多い。

地域金融機関は中堅中小企業との取組みに対して、同様の判断が求められることになるが、十分な野心性が確認できない場合もある。かかる場合においては、野心性が必要要件となっている、サステナビリティ・リンク・ローンなどのラベルを付けて融資を行うのではなく、別の独自のラベルで融資を行っているような地域金融機関の実例もある。

[留意点6] 第三者検証

我が国のデットのインパクトファイナンスにおいては、第三者による検証が行われることがほぼ一般的である。第三者検証がなされる例としては、野心性を巡る判断があることは先に述べたが、第三者検証の対象はそのことに限らない。例えば、金融機関は、PIF原則やサステナビリティ・リンク・ローン、サステナビリティ・リンク・ボンド原則、環境省「グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン/グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」²⁵との整合性について、格付機関、外資系のサービスプロバイダー、その他金融機関グルー

25 <https://www.env.go.jp/content/000062495.pdf>

プ内の研究所等に対して検証を求めることが多い。そして当該第三者検証が行われることで、インパクトファイナンスのインパクト創出にかかる仕組み（要は IMM）の信頼性が強化されると考えられる。第三者機関が起用される場合には、ファイナンスに組み込まれた IMM の信頼性が高まるため、ほとんどのケースにおいて、融資・債券の契約の成立時点において、第三者検証の内容の概要が公開される。

[留意点7] KPI のモニタリング

インパクトファイナンスにおいては、目標設定された KPI のモニタリングが重要である。モニタリングされる KPI の指標については、一義的には借入人・発行体がモニタリングを行って、自らその進捗状況を定期的に管理する。この時、モニタリングにおいて検討課題となるのは、融資開始・債券投資後の残高存続中の KPI 進捗状況を対外的に公表するか否かである。環境省「グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン / グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」では、借り手は SPTs の達成状況を開示するように求めているが、サステナビリティ・リンク・ローンの場合で開示しているケースは少ない。判断は各ケースで異なるが、大手企業向けの融資、PIF の場合には、途中の進捗状況についても借入人のホームページ等を通じて対外的に公表されることが多い。

一方で、中堅中小企業向けの案件の場合には、当初の目標設定は融資の実行とともに公表されるものの、進捗状況にかかるモニタリング結果は公表されないことがほとんどである。融資期間が 1 年間と短い場合であっても、モニタリングの義務は 5 年間に設定するなど、融資期間とモニタリング期間が異なる場合もある。また、サステナビリティ・リンク・ボンドなどは、公募債では投資家を含めた第三者が SPTs の達成状況を判別できるようにするため、進捗状況モニタリングは年次報告書、CSR 報告書、環境報告書、サステナビリティレポート、統合報告書等に含めること、またはウェブサイト等に掲載されて対外公表される。

3-2 ファイナンスにおけるデット・エクイティの相違

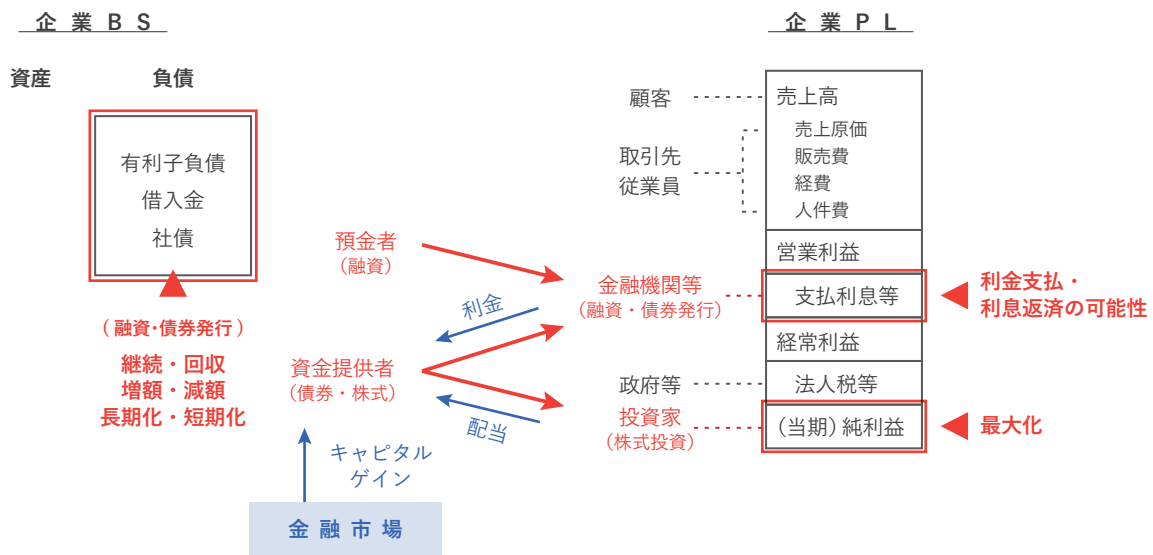
インパクト投資やインパクトファイナンスに関する世界的な議論の中では、多様性を許容するという言葉の中で、アセットクラスの違いについての議論が見過ごされてしまっている。しかし、これはインパクトの視点から見た金融に対する視点の議論であり、金融からインパクトを考える金融の実務者の視点から見た場合、アセットクラスの違いによる議論は、むしろ重要な論点と考える。そこで、インパクトファイナンスに関する理解をより深めるために、本節では、デットに関する 3 つの階層からの整理をおこなう。

まず金融機関にとって、アセットクラスの違いについての議論の重要性を明らかにするために、企業とアセットクラスの関係について整理をおこなう。特に投融资先へのエンゲージメントを含めた IMM の在り方が依拠するアセットクラス別のインベストメントチェーンについても言及する。次にアセットクラスの階層として、デットとエクイティについての整理をおこなう。最後に商品性の階層として、融資と債券について整理する。整理にあたっては、権利や経済的価値に関しても注視している。これらの 3 つの整理を通じて、それぞれ異なるアセットクラスを取り扱う金融機関が、既存の全体のポートフォリオや商品群の中でインパクトファイナンスについての議論を行う際の論点を整理することが可能となる。

3-2-1 企業とアセットクラスの関係

アセットクラスの違いについては、企業の財務情報とステークホルダーとの関係から整理することができる（図表4）。企業活動は、売上高から（当期）純利益に至るまで様々な情報を開示しているのは、それを求めるステークホルダーが存在するからである。デットに携わる金融機関の財務情報に対する直接的な関心事項は、利金や利息の支払いがフローの利益によってカバーできているか否かである。それに加えて有利子負債の貸出・発行だけでなく、その後も、償還時においては、継続・回収、増額・減額、長期化・短期化などの条件が金融機関と企業の間で協議される。また、デットの資金的な背景について資金提供者（アセットオーナー）を意識するか否か、キャピタルゲインの有無によって法令や規制等のルールによって同じデットに携わる金融機関でも行動や志向に相違が生まれる。このことは、エクイティとデットの投資家の相違についても同様のことが言える。株式投資に携わる金融機関の財務情報における直接的な関心事項は、（当期）純利益の最大化であり、債券投資に携わる金融機関の関心事項とは異なっている。したがって同じ投資家でも、エクイティとデットにおいても行動や志向に相違が生じる。

図表4 企業とアセットクラスの関係



また、金融機関の関心事項の違いから金融機関の行動にも相違が生まれる。図表5は、金融機関の融資と投資における金融行動を比較したものである。融資においては、まず利息の返済可能性としての融資判断があり、その後、信用と金利のリスクの観点から貸出金利の水準を決定する。融資を決定した以降も水準の適性についてモニタリングを行う必要があることから、企業と融資を行う金融機関は水準に関するエンゲージメントを実施してきた。一方、株式に代表される投資では、投資判断があり、その最大化のために企業経営者とのエンゲージメントを行い、議決権行使や市場での売買なども、資金提供者の意向も踏まえ実行してきた²⁶。このようなエンゲージメントの質的な相違もアセットクラスを特徴づける要因となっていると考えられる。

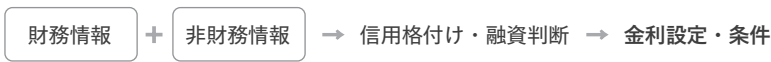
近年のESG投資のメインストリーム化に伴い、各アセットクラスにおける判断基準やエンゲージメントにおいては、財務情報だけでなく、非財務情報も重要視されるようになってきた。従前は経営者の人物評価などの非財務情報も判断の材料として利用される場合もあったが、企業として開示している情報はほとんどなかった。しかし、非財務情

26 債券投資家においては、融資判断（水準）と株式の投資の判断（売買による利益の最大化）を目的とし、企業とエンゲージメントをおこなうといった両者を折衷した金融行動をおこなっている。本文においては、説明の明快さを優先し、融資と株式の事例のみとした。

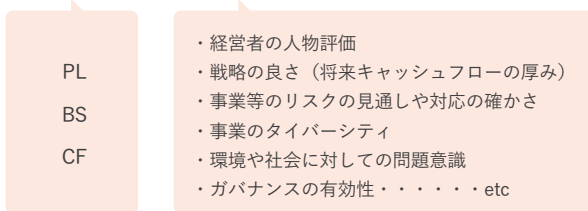
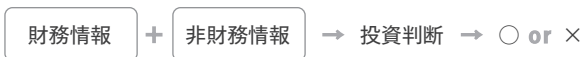
報利用の拡大に伴い、情報開示を行う企業に対する要望が高まっている。また、更に非財務情報の開示促進が、企業価値向上や投資家との良好なリレーションにつながるという認識が浸透し、開示が企業にとってのインセンティブにつながるようになった。

図表 5 企業情報と金融機関の関係

銀行における信用判断



投資家における投資判断



→ 情報の構成は投資も融資も似ているが、実務上は、公開情報と非公開情報の利用など異なる場合もある。（上場株式の場合）

企業とアセットクラスの関係は、金融機関の関心事項だけでなく企業の情報開示が関係し、それらの違いとも関係することを説明してきた。しかし、ステークホルダーと企業を結び付ける情報開示を促進させ金融行動をするのは金融機関である。それらの金融機関は、金融の長い歴史的な背景や金融技術の進展に伴いアセットクラスによって様々なインベストチェーンを構成している（図表 6）。

アセットクラスによる相違を考える場合には、このようなインベストメントチェーンの特徴や果す役割なども踏まえた上で議論を行う必要がある。

図表 6 アセットクラス別のインベストメントチェーン

エクイティ：上場



エクイティ：非上場



デット：債券（公募債）



デット：融資



3-2-2 アセットクラスの中でのデットとエクイティの相違

投資主体とその権利において、デットは資金供給者として企業への経営に関与する一方で、エクイティでは企業の所有者として議決権行使を通して関与する。証券投資では、投資主体が求める利益はインカムゲインとキャピタルゲインが対象となる。インパクトファイナンスとして考える上でも、その意義をインカムゲインとキャピタルゲイン、そして返済期限の観点からみるべきである。

図表 7 デットとエクイティの相違点

	デット	エクイティ
投資主体	債権者。貸し手としての資金供給者	株主。企業の所有者としての資金供給者
企業経営への関与	議決権のような法的権限はない ファイナンスとして資金供給面で関与	議決権を行使して、法的権限で関与
返済期限	償還・期限あり	永続的存続を前提
インカムゲイン	利子（業績等に関わらず支払）	配当（利益等を源泉とする剰余金の配当）
キャピタルゲイン	基本なし。債券では信用改善等で可能	あり。上場取引市場を通じた売却取引 または M&A で可能

3-2-3 インパクトファイナンスとしてのデットとエクイティの相違

アセットクラスの中での相違点を踏まえたうえで、インパクトファイナンスの商品としてのデットとエクイティの最大の相違点は、イノベーション導入との関係にある。技術やビジネスモデルのイノベーションを伴わず、既存の事業モデルのままにインパクト創出を行おうとすれば、事業におけるコストの増加もしくは投資のリターンの低下を伴わざるを得ない。したがって、適切なリターンの創出を前提とするインパクトファイナンスにおいては、イノベーションを伴う事業に投資するという視点が重要である。

しかしながら、イノベーションを伴う事業モデルにおいてはトラックレコードが蓄積されておらず、イノベーションの度合いが高まれば高まるほど事業キャッシュフロー（以下「CF」）のボラティリティも高まることになる。この時、デットは特定の償還期日でのあらかじめ約定された金額の返済・償還が必要とされ、その不払いは債務不履行（デフォルト）となり、事業の再構築を余儀なくされるという硬直的な性質を有する。一方、エクイティはデットに比べてCF配分の優先順位が劣後することに加えて、配当支払いについては債務不履行のような制裁もないため、イノベーションに伴うCFのボラティリティに対応する柔軟性を有する。

ところで、エクイティはまさにその柔軟性のある性格から資本市場においてより高いリターンを要求されていることから、資本コストが高い。一方、デットは確定期日で返済受けるために優先性のあるCFの配分を受けることから、コストの低い資金である。したがって、インパクトファイナンスにおいては、対象とする事業が伴うイノベーションの度合いやCFのボラティリティの度合いに応じて、適切な割合でエクイティとデットを組み合わせる必要がある。

3-2-4 デットの中での融資と債券の相違

次に融資・債券のそれぞれの商品性について比較し、併せて権利や経済的価値について整理する。投資主体としては、融資は金融機関として、メガバンクは幅広い企業が、地域金融機関は中小企業が融資先となっており、相対取引をベースに IMM プロセスが大きく異なってくる。社債は投資家として大企業向けにデット資金を供給し、不特定多数に対して開示・公表を行い、IMM プロセスでも公表している内容をベースに進められている。

デットにおけるインパクトファイナンスとして考える上でも、その意義を金融機関の立場・投資家の立場を考慮して求めていく傾向にある。

図表 8 融資と債券の相違点

	融資	債券
投資主体	金融機関	投資家・金融機関
投融资先	大手金融機関では広範囲の企業が対象 地域金融機関では中小企業中心	上場企業中心
取引形態	相対契約 シンジケートローン形式で多数との 開示・契約を行う事例が増加 プロジェクトファイナンスでは、個別企業 ではなく、プロジェクト単位で取引	不特定多数を前提に開示・公表を行う 私募債形式があるが、多数との 開示・契約を行うことが前提
返済期限	返済後も継続的に資金供給を行い、 融資先を継続的にサポート	返済後は、改めて投資先を検討
キャピタルゲイン	基本なし	債券では金利水準の低下・信用改善で可能

3-3 インパクトファイナンスにおける融資と債券の相違

前節では、デットとエクイティ、同じデットの中でも融資と債券では相違があることを示した。本節においては、インパクトファイナンスについて、①金融機関内の企画、②金融商品として組成、③顧客とエンゲージメントの実践、それぞれの段階で融資と債券における共通点と相違点について整理をおこなった。ただし、内容に関しては、ガイドラインとしての一定の方向性を示すのではなく、まだ発展途上であるインパクトファイナンスの現時点での立ち位置を示すものである。したがって、今後の実務の進展状況によっては、内容が大きく変わる可能性がある点を留意いただきたい。

3-3-1 インパクトファイナンスに関する現状整理

金融機関の中で新たにインパクトファイナンスを取り扱うことを企画した場合、以下の3つの「整理」について検討することが必要となる。

- 1) 既存のポートフォリオとインパクトファイナンスの整理
- 2) 金融機関全体としての一般的な IMM についての整理
- 3) 個別商品レベルでの IMM についての整理

1) 既存のポートフォリオとインパクトファイナンスの整理

金融機関は、様々な目的、リスクカテゴリー、規制によって分類し管理を行う中で、新たにインパクトファイナンスを取り組む場合、ポートフォリオにおいてその位置づけをどのように整理し、整合させるかということが1つ目の課題である。その際、デットにおける債券と融資の相違点は以下の通りである。

図表 9 インパクトファイナンスにおける債券と融資の相違点

債券・融資共通	<p>「社会的・環境的課題に企業が取り組むにあたって、解決を支援する」といった計量化されない非財務的な目的によって区分されるファイナンスである。</p> <p>通常の融資や債券の金利リスク、信用リスク、流動性リスクと同一の統合リスク管理の枠組みの中で管理されている。</p>
融資	<p>融資は、融資実行後は、自行のポートフォリオの資産として計上され、リスク管理される。</p> <p>更に、目的や資金使途といった対顧客上との関係によって内部管理においてインパクトファイナンスとして区分している。</p> <p>現在でも広義サステナブルファイナンスについて既に社内で区分管理している金融機関もあることから、インパクトファイナンスとしてポートフォリオ内で区分すること自体は可能。</p>
債券	<p>債券は、基本的には、発行体である企業と投資家の橋渡しをする役割である。したがって、普通社債、資金使途特定のグリーンボンド等の SDGs 債、KPI・SPTs を採用して条件等が変わるサステナビリティ・リンク・ボンドなどの債券の種別によって区分していない。</p>

2) 金融機関全体としての一般的な IMM についての整理

IMM そのものは、金融規制とは直接的な関係はないが、昨今、多くの金融機関もサステナビリティ経営を経営課題としている。その中で自社の社会的課題への取組みについて SDGs などと関連付けがなされており、インパクトファイナンスとの整合性を考える場合には、金融機関全体としての IMM の位置付けを明確にする必要がある。

図表 10 債券と融資における IMM の位置づけの相違点

<p>債券・融資共通</p>	<p>金融機関において、経営課題としてサステナビリティを位置付けている場合、社会的課題を SDGs のアイコンで表現。</p> <p>金融機関全体としてインパクトや IMM についての言及はなされていないが、対顧客との取引においては、インパクトや IMM を意識するような金融商品企画や営業ツールなどが整備されている。</p>
<p>融資</p>	<p>相対取引の中でのインパクト測定であることから情報開示を前提していない IMM の取り扱い。（融資側から積極的に開示する必要がない）</p>
<p>債券</p>	<p>法令の枠組みを踏まえたインパクトの測定であることから情報開示の前提とした IMM の取り扱い。（発行体も投資家も開示された情報を前提に取引）</p>

3) 個別商品レベルでの IMM についての整理

IMM の考え方は、インパクトファイナンスの定義を満たしていなくても、既存のファイナンスであってもその要素を盛り込むことができる²⁷。サステナブルファイナンスは、どのタイプであっても、本来課題解決に貢献するものである。課題は理想と現実ギャップがあることでありそれに対して変化を生み出すものである以上、マネジメントしていくことが必要である²⁸。しかし、現状はインパクトファイナンスを取り扱っている金融機関は限定的であり、取引の経緯も金融機関によって異なる。本ガイドラインでは、統一的な意見を示さず、実務の進展状況によって改めて議論することとしたい。

3-3-2 組成・ストラクチャリングにおける相違

インパクトファイナンスを金融商品の視点から見た場合、既存の融資や債券の取引とは大きく異なる。たとえば、インパクトファイナンスを取り組む金融機関の考え方の表明や、顧客（発行体）、更に債券であれば投資家の意向などの調整を行わなければならない。また、ここでも融資と債券における実務上の相違点が、組成・ストラクチャリングにも影響を及ぼしていることを留意する必要がある。

図表 11 組成・ストラクチャリングにおける融資と債券の相違点

<p>債券・融資共通</p>	<p>企業がインパクトファイナンスに取り組むインセンティブとして、資金調達そのものよりも自社のサステナビリティに関する戦略の開示や金融機関・格付会社の評価を通じて投資家やステークホルダーへの情報発信の充実にあること。</p>
<p>融資</p>	<p>金融機関側からは、企業全体の包括的且つ継続的なアプローチを重視²⁹。</p>
<p>債券</p>	<p>企業がインパクトファイナンスに関する外部評価を取得することは、投資家側のニーズとも合致。</p>

27 例えば、金融機関が独自の取組みが、社会的課題解決や SDGs に貢献するもので実質的に IMM を実践されているのであれば、インパクトファイナンスの IMM との統合が可能ではないかという意見もあった。

28 プロジェクトファイナンスをメインに取り組む金融機関では、グリーンに特化したファイナンスの占める比率が高いが、その中でもサステナビリティ・リンク・ローンでも同じ発想で IMM を実践しているという意見もあった。

29 議論の中で具体的なアプローチとして、金融機関が、企業全体の価値創造プロセスの診断し重要課題や KPI の設定をサポートしながら企業価値向上に貢献するなどが例としてあげられた。

3-3-3 エンゲージメントにおける相違

企業と金融機関とのエンゲージメントに関しては、インパクトファイナンスに限らず、既存のデット取引の中でも行われている。また、両者のエンゲージメントにおいては、債券と融資とでは位置付けや考え方が異なっている。企業と投資家のエンゲージメントは、エクイティを中心に発展してきたものの、債券におけるエンゲージメントは、エクイティと共通する部分と議決権行使など根本的に異なる部分が存在する。一方、融資においては、調達の観点では企業の財務部門とのエンゲージメントが伝統的に行われてきたが、近年、サステナブルファイナンスの進展により経営部門や CSR、IR など様々な部門とのエンゲージメントの範囲を拡大させている。

デットのインパクトファイナンスにおけるエンゲージメントについては、実務の進展状況によって改めて議論する必要があると考える。融資の場合、金融機関によって組成からエンゲージメント、その後の IMM まで一貫した活動が行われている。債券の場合、発行までは証券会社が主体的に投資家と協働している。しかし、引受後から償還までのエンゲージメントの主体は、投資家が主体となるのか、証券会社も引き続きエンゲージメントに参画していくのか、現時点では統一的な意見をまとめる段階に至っていない。したがって、本ガイドラインでは、エンゲージメントに関する相違点について、現行の業務の中で特徴的な取組みについて紹介するに留める。

図表 12 インパクトファイナンスのエンゲージメントにおける融資と債券の相違点

<p>債券・ 融資共通</p>	<p>エンゲージメントの頻度は年に 1 回程度 サステナビリティレポートや統合報告書などにより非財務情報を確認しながら KPI の進捗を確認。</p>
<p>融資</p>	<p>サステナビリティに対する目標や取組みをヒアリングしながら金融サービスのニーズを発掘する営業のチャンネルの 1 つとして活用。</p>
<p>債券</p>	<p>投資家のエンゲージメントの論点は、証券会社が投資家に債券を販売した後に、投資家がエンゲージメントの責任をどこまで持つべきかという点である。 債券引受時、証券会社が引受審査を通して資金使途を確認する（資金使途特定型は第三者意見を取る）。 債券引受後、証券会社が発行体とのエンゲージメントを行い販売先の投資家にアップデート。若しくは、債券を購入した投資家自身が直接、発行体とエンゲージメントを行う。</p>

コラム #5 | 機関投資家におけるデットのエンゲージメント

一般的なエンゲージメントの手法としては、①企業とアセットオーナーとのやり取りによるコーポレートエンゲージメント、②アセットオーナーが複数の企業と同時にエンゲージメントを行うセクター&バリューチェーンエンゲージメント、③他のアセットオーナーとペーパーを確認するポジションペーパーコントリビューション、④アセットマネージャーが行うエンゲージメントが知られている。投資家の中には、予め手法を明記している場合もある。

生命保険会社などはこれからデットのエンゲージメントを行う際には株式での手法を利用する意向が強いが、大手の場合、責任投資の部署で集約させておこなう場合もある。融資業務も行う場合には、同じデットということで債券についても財務部門で対応する場合もある。しかし、議決権行使を行う部署は、デットのエンゲージメントとは関わっておらず、現状、まだ各機関投資家の組織形態にあわせて試行錯誤の状態で取り組んでいるというのが実態のようである。

COLUMN

3-4 デットにおけるインパクトファイナンスの類型

本ガイドラインの目的は、インパクトファイナンスの実務や商品企画に携わる読者を対象とし、IMM のフレームワークに基づいたインパクトの測定やマネジメントの実践をサポートすることである。実務担当者間で IMM が議論となるのは、「IMM と既存の取組みとをどのように使い分け、もしくはどのように既存の取組みに IMM の視点を付加していくべきなのか」という点ではないだろうか。「3-3 インパクトファイナンスにおける融資と債券の相違」で述べたとおり、同じデットファイナンスであっても融資と債券では、投資主体や取引形態が大きく異なる。そのため、本節ではインパクトファイナンスを類型化し、類型ごとにこれから IMM に取り組むための考え方について整理を試みた。

デット分野のインパクトファイナンスは、大きく債券か融資か、資金用途が特定されているか・いないかで大別できる。その特徴と商品性にに基づき、下表の類型①-⑤のとおりに分類した。ICMA のグリーンボンド原則や Loan Market Association (以下「LMA」) のグリーンローン原則などの国際的な原則類(以下、総称して「原則類」)に則ったインパクトファイナンス以外にも、国内の自治体と地域金融機関が連動し、独自の評価基準を設定した取組みもインパクトファイナンスの1種として捉え、類型⑥として末尾に記す。

図表 13 インパクトファイナンスの類型³⁰

	債券	融資
資金用途 特定型 (インパクト特定型)	[類型 ①] 発行体の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した債券 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャル／トランジションボンド)	[類型 ②] 借入人の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した融資 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャル／トランジションローン)
資金用途 不特定型 (インパクト包括型)	[類型 ③] 発行体の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する債券 (例：サステナビリティ・リンク・ボンド) 発行体の脱炭素社会にむけた長期的戦略に基づき、温室効果ガス削減に資する取組みを資金用途とする債券 (トランジション・ボンド)	[類型 ④] 借入人の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する融資 (例：サステナビリティ・リンク・ローン) 借入人の脱炭素社会にむけた長期的戦略に基づき、温室効果ガス削減に資する取組みを資金用途とする融資 (トランジション・ローン)
	—	[類型 ⑤] 借入人の企業活動が環境・社会・経済にもたらす正負のインパクトを分析・評価し、設定した目標達成にむけたエンゲージメントを重視した融資 (例：PIF)

30 トランジション・ファイナンスは資金用途の特定／不特定、債券／融資に関わらず、脱炭素社会の実現にむけた長期戦略に則り、温室効果ガス削減の取組みを行う企業を支援するための資金調達を指し、類型①-④の何れにも該当する可能性がある。

以下に、類型別の概要及び IMM の活用に向けた考察を記載する。前出の類型に基づき、すでにインパクトファイナンスに取り組んでいる金融機関、投資家、資金調達主体（発行体・借入人）の実務者を対象として、本ガイドラインの作成過程におけるワーキンググループでの意見に基づき、IMM の活用に向けた考察を取り纏めている。

資金用途特定型

[類型 ①]

発行体の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した債券
 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャル／トランジション)

〈 概要 〉

原則類に基づき、グリーン、ソーシャルのラベリングがされた資金用途特定型の債券は、ほとんどの発行体が外部評価機関によるセカンドパーティ・オピニオン（以下「SPO」）を取得している。多くの証券会社は、SPO を取得済みの債券を投資家に勧めている。一部の投資家においては、SPO に加えて発行体に関する ESG に関する情報をベースに、ある程度の投資峻別は可能であるのが一般的である。

〈 IMM の活用に向けて 〉

- 投資家の立場では、SPO 及び自組織で有する ESG に関する情報に加えて、更に IMM を活用することは、投資家による発行体へのエンゲージメントとして対応し得ると考えられる。
- 証券会社の立場では、SDGs 債のストラクチャリングを行う際には、発行体に対してインパクトをどのように考え説明するかという点が課題となっている。金融庁のソーシャルボンドガイドラインのインパクト指標例や、環境省のグリーンボンドガイドラインのインパクト指標例などを参考にして説明するケースもある。発行体のマテリアリティや事業内容をいかにサステナブルストーリー（企業価値の向上や ESG）と両立できるかを検討している。
- 本類型は、インパクトファイナンスの先駆けでもあり、起債準備～外部評価機関からの SPO 取得～起債に至るまでのプロセスがマーケットで認知されている。そのため、既存のプロセス上で IMM を活用し得るベースができていても言える。例えば、ICMA のグリーンボンド原則では、近年、資金用途の事業・アセットが創出するインパクトのレポートを推奨しており、ガイドンス文書ではテンプレート等も提供されている。このような状況下、投資家が発行体に対して、インパクト・レポートのプロセスにおける IMM の 5 側面のモデルを活用したエンゲージメントを実施することは十分考えられるだろう。

[類型 ②]

借入人の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した融資
 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャルローン)

〈 概要 〉

債券同様、ほとんどの借入人が外部評価機関から SPO を取得している。多くの銀行はその結果に基づいて融資を実行する他、協調融資の場合はアレンジャーである銀行が、協調先の金融機関に対しても SPO を用いて、当該融資の環境・社会側面が共有されるのが一般的である。

〈 IMM の活用に向けて 〉

LMA 等が提供するグリーンローン原則には、グリーンローンの借入人が提供したサステナビリティ情報を融資期間中にモニターし、検証することができるという記載がある。このことから、既存のグリーンローンやソーシャルローンにおいて、IMM が示すインパクトの 5 側面の分析や、インパクトのマネジメントに銀行がよりコミットしていくようになるのではないだろうか。

資金用途不特定型

[類型 ③]

発行体の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する債券（例：サステナビリティ・リンク・ボンド）

〈 概要 〉

原則類に基づき、SPTs が設定された債券は、発行体の多くが外部評価機関による SPO を取得している。加えて、SPTs の達成状況のモニタリングとして、毎年外部評価機関による検証を受けることが義務づけられている。そのため、証券会社、投資家ともに SPTs の達成状況を外部評価機関のレビューに基づき確認する。

〈 IMM の活用に向けて 〉

設定する SPTs の指標の内容によっては、環境・社会側面の具体的なものもあるが、グローバルな ESG 評価の格付けや認証に紐づけた SPTs も存在する。前者の場合であれば、「エネルギー効率の改善」「温室効果ガスの削減」といった具体的な SPT であることから、IMM の文脈にも沿い、5 側面の分析なども可能と考える。一方、後者の場合は、インパクトの内容がやや包括的であることから、投資家の立場からは、発行体が格付改善のために行う取組み等について確認することが一種のエンゲージメントに繋がるのではないかと考える。

[類型 ④]

借入人の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する融資（例：サステナビリティ・リンク・ローン）

〈 概要 〉

原則類に基づき、SPTs が設定された融資は、借入人の多くが外部評価機関による SPO を取得している。加えて、SPTs の達成状況のモニタリングとして、毎年外部評価機関による検証を受けることが義務づけられている。そのため、銀行は SPTs の達成状況を外部評価機関のレビューに基づき確認する。

〈 IMM の活用に向けて 〉

- SPTs に関しては類型③とほぼ同様の点が IMM の活用においては考え得る。
- 銀行の立場においては、複数の借入人に対して、サステナビリティ・リンク・ローンを実行している場合でも、5 側面の分析といった共有のフレームワークを実施することによって、総合的なインパクト評価を実施することも可能だろう。
- その他、地域金融機関においては、IMM という形で、SPTs のモニタリングをしていく体制を含め、マネジメントの観点からまだまだ課題があるだろう。今後の普及浸透のためには、運用の効率化・簡素化が求められるが、例えば、SPTs を「エネルギー効率の改善」「温室効果ガスの削減」などに絞り込んだ運用の検討なども必要だろう。

[類型 ⑤]

借入人の企業活動が環境・社会・経済にもたらすポジティブ・ネガティブのインパクトを分析・評価し、設定した目標達成にむけたエンゲージメントを重視した融資（例：PIF）

〈 概要 〉

銀行が評価したポジティブ・ネガティブのインパクトと、その KPI の内容等について、社内での評価または外部の評価機関からのレビューを取得する。PIF 原則に則り、特定したインパクトのモニタリングを行う。

〈 IMM の活用に向けて 〉

PIF 原則に IMM の考え方が反映されていることから、当該原則の適切な運用を以てして、IMM が実施されていると考える。

その他の類型

[類型 ⑥]

国際的な原則類ではなく、自治体や金融機関の独自基準に基づいたインパクトファイナンス

本ガイドラインの読者の中には、インパクトファイナンスに取り組んでいても、必ずしも全てが ICMA や LMA によって策定された国際的な原則類に則った取組みだけではないと考える。

例えば、埼玉りそな銀行では、サステナビリティ・リンク・ローンに倣い、独自の目標設定特約付き融資を設定されている。外部評価機関による評価は用いず、自治体が有する登録制度と紐づけることで、評価の負担を減らしつつ、中小企業による制度活用を促進していると言える。

〈事例〉 埼玉りそな銀行「ESG 目標設定特約付融資 ～ TryNow ～」³¹

〈概要〉 SDGs の取組みを自ら実施・公表する「埼玉県 SDGs パートナー」登録制度と連携し、ESG 目標の選択肢に同制度への登録・維持を設ける。以下の何れかの目標を設定する。目標設定後は定期的に達成状況の検証を行い、達成した場合には借入金利を優遇する。

その他、横浜銀行では、地方公共団体が取り組む事業活動温暖化対策計画書制度等に則り、温室効果ガスの排出量削減に取り組む借入人を応援する融資商品、「地方公共団体連携～事業活動温暖化対策・リンク・ローン」を提供している。

〈事例〉 横浜銀行「地方公共団体連携～事業活動温暖化対策・リンク・ローン」³²

〈概要〉 地方公共団体（神奈川県、横浜市、川崎市、相模原市）の事業活動温暖化対策計画書制度等において、年率 1%以上の温室効果ガス削減計画を策定し、計画書が地方公共団体に公表されている法人・個人事業主の顧客に対して、一定の条件を満たす場合に、融資スプレッドを 0.05% 引き下げる。

もともと地域金融機関はリレーションシップバンキング³³ という考え方に基づく、エンゲージメントの手法に取り組んできている。地域金融機関によってその差があるものの、PIF 原則に規定されるようなエンゲージメントに対してその考え方にはあまり抵抗感がないのではないかと、という意見もあった。

この 10 年の間に、サステナブルファイナンスの市場には融資・債券ともに様々な金融商品が登場した。グリーンボンドを皮切りに成長した国内のインパクトファイナンス市場において、今後その透明性・信頼性を確保するためには、金融機関、投資家、資金調達主体（借入人・発行体）、外部評価機関という異なる役割を有するプレイヤーのそれぞれにインパクト志向を根付かせていくことが必要である。インパクトファイナンスは、どの類型であっても、本来環境問題・社会課題の解決に資する金融行動であり、インパクトの創出を目指すものである以上、それを主体的にマネジメントしていくことは今後更に重要視されるだろう。

31 「ESG 目標設定特約付融資～ Try Now ～」の取扱開始について
https://www.resona-gr.co.jp/holdings/news/hd_c/download_c/files/20210916_1s.pdf

32 横浜銀行「地方公共団体連携～事業活動温暖化対策・リンク・ローン」
<https://www.boj.co.jp/hojin/sdgs/global-warming/index.html>

33 金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデルのこと。

第4章 デットにおける IMM

4-1 デットの IMM の現状

日本におけるデットの IMM の発展をみると、開発金融機関である独立行政法人国際協力機構（JICA）では 1975 年以來 ODA を中心に実施してきた事業評価の中で、インパクト評価³⁴の実施を進めており、近年では ODA のみならず海外投融資事業でもインパクト評価を含む事前・事後の事業評価を実践している。JICA は後述する国際金融公社（International Finance Corporation：以下「IFC」）関係者が中心になって開発したインパクト投資の運用原則（The Principles for Positive Impact Finance：以下「OPIM」）に日本で初めて署名し、民間企業向けの海外投融資事業に関して運用原則を適用することを表明している。

民間金融機関についてみると、デットの分野においては投融資判断において ESG 要素を考慮するという ESG 投融資の発展形として、さらに踏み込んでインパクトを重視するインパクト投融資の認知が高まっていると考えられる。より具体的には、2017 年に UNEP FI が「ポジティブインパクト金融原則（PIF 原則）」を公表して以降、PIF がデット、特に融資分野における IMM やインパクトファイナンスの概念の認知拡大を牽引している。2020 年 3 月には、環境省の ESG 金融ハイレベル・パネルの下にポジティブインパクトファイナンスタスクフォースが設置され、すでに国際的に発展してきたイニシアティブを基礎としてインパクトファイナンスの概念や手法の整理が行われ、「インパクトファイナンスの基本的考え方」として取り纏められた。これを踏まえて環境省は、アセットクラスを問わずに活用できる「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」³⁵を作成・公表し、IMM について解説しているほか、地域金融機関が組織全体として ESG 地域金融機関に取り組むための手引きとして作成した「ESG 地域金融実践ガイド」³⁶においても、IMM という言葉こそ用いられていないものの、その要素を取り入れた内容となっている。

こうしたガイダンスの整備もあり、融資分野では、個別案件レベルでの PIF の実行件数がこの数年で急速に増加している。融資の全体から見るとその規模はまだ限定的ではあるものの、地域金融機関では複数の金融機関が資金提供者としての PIF フレームワークを設定しており、実際に地方銀行による PIF の実行件数が増加している。このほかにも複数の金融機関が協働しインパクト志向の金融の実践を推進することを目的に 2021 年に設立された「インパクト志向金融宣言」には信用金庫や信用組合も参加している。同宣言は、IMM を伴う投融資活動や金融商品の提供を推進することを掲げており、狭義の PIF に限らない様々なレベルでの IMM の実践が今後幅広く拡大していくことが期待される。

債券分野についてみると、インパクト投資や IMM をうたったファンドや商品は多くはないものの、GSG 国内諮問委員会が実施しているアンケート調査「日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2021 年度調査 -」³⁷によれば、残高は小さいものの公社債を通じたインパクト投資を実施していると回答した機関が存在することが確認される。投資環境・社会を考慮する債券投資の初期の事例としては、2006 年に国際金融ファシリティ（IFFIm）が初めて発行したワクチン債や 2007 年に欧州投資銀行（EIB）が発行したクライメイト・アウェアネス・ボンド、2008 年に世界銀行によるグリーンボンド等が挙げられることが多い。その後、2014 年に ICMA がグリーンボンド原則を策定して以降、グリーンボンドやソーシャルボンドの市場規模は年々拡大し、日本の年間発行額も 1 兆円を突破している。

こうした国際開発機関や開発銀行の発行する債券や企業が発行する SDGs 債がインパクト債券投資の主な投資対象となっていると考えられる。例えば、モニタリングを実施し独自のインパクト基準を満たす企業にのみ投資を行う

34 「インパクト評価」の用語については「コラム 3（16 ページ）」を参照のこと。

35 <https://www.env.go.jp/press/109376.html>

36 https://www.env.go.jp/press/press_01375.html

37 <https://impactinvestment.jp/resources/report/20220426.html>

事例や、インパクトを考慮した投資戦略に基づきグリーンボンドやソーシャルボンドといった資金使途特定型のSDGs 債への投資によりポートフォリオを構築し、発行体に対してエンゲージメントを実施するなど、インパクトの評価やエンゲージメント、情報開示といった実質的な IMM を行う事例（Affirmative Investment Management³⁸、シュローダー・グループのブルーオーチャード³⁹など）が見られる。

デット分野における IMM の更なる普及にあたっての課題としては、企業による IMM の浸透への仕組み整備、IMM 実践にかかるリソース不足、ファイナンスやエンゲージメント多様化への対応、また実施に関するステークホルダーとのコミュニケーションに付随する課題としてインパクトウォッシュの防止等が挙げられる。これらの詳細については「4-3 IMM 実践の主体を考えるにあたっての論点」で触れることとするが、ここでは実践のためのノウハウ・知見の不足を補うために有効なツールとして、デットの IMM の実践において活用できるフレームワークや原則の概要を紹介する。詳細については「各論 2 IMM を考える上での有効なフレームワークやツール」を参照されたい。

a. 【原則】 The Principles for Positive Impact Finance (ポジティブインパクト金融原則)

作成者	国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)
作成年	2017 年
目的	金融関係者及びそのステークホルダーが、インパクトを分析し、マネジメントを行い、ビジネスのインパクト向上に向けた出発点となるハイレベル・フレームワークを提示する。
実施レベル	ポートフォリオレベル、トランザクションレベル
概要	銀行、投資家・寄付者、監査会社・格付け会社を対象に、すべての業態あるいは形態の金融機関と金融商品に適用される、持続可能な開発の 3 つの側面（経済、社会、環境）を総合的に考慮し、プラス面とマイナス面両方の影響評価にもとづいた、持続可能性の課題に総合的なアプローチを提案するものである。 インパクトトレーダーのほか、ポートフォリオインパクト分析ツールやコーポレートインパクト分析ツールといった実務で活用できるツールも併せて公開している。

38 <https://affirmativeim.com/>

39 https://www.schroders.com/ja-jp/jp/intermediary/media-centre/news_20221109/

b.【原則】 Operating Principles for Impact Management（インパクト・マネジメント運用原則）

作成者	IFC 関係者中心に設立したワーキンググループ。原則成立後、Impact Principles として独立している。
作成年	2019 年
目的	投資家が投資のライフサイクルの中に、インパクトについての考えを意識的に組み込めるフレームワークを提供する。
実施レベル	ポートフォリオレベル
概要	インパクト・マネジメントのステップを 9 つの原則としてまとめている。原則 9 に「独立した検証」を置いているのも一つの特徴である

c.【ガイダンス】 インパクトファイナンスの基本的考え方

作成者	ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース
作成年	2020 年
目的	インパクトファイナンスを ESG 金融の発展形として環境・社会・経済へのインパクトを追求するものと位置付け、大規模な民間資金を巻き込みインパクトファイナンスを主流化していくことを趣旨とし、その第一歩として、日本の大手金融機関・機関投資家・サービスプロバイダー等における実践を促進する。
実施レベル	ポートフォリオレベル、トランザクションレベル
概要	UNEP FI の PIF 金融原則、GIIN のインパクト投資の定義、IMP の考え方等を基礎として「インパクトファイナンス」の 4 つの要素を示すとともに、投融資手法やアセットクラス、インパクト領域に関わらずに個別の投融資において共通する基本的な流れを整理している。また 2021 年に公開された「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」では、基本的な流れに沿った手順や評価事例、代表的なツール等が紹介されている。

4-2 IMMの基本要素

IMM 実践の基本要素としては、①投資戦略、②組成・ストラクチャリング、③モニタリング・エンゲージメント、④売却判断・レポートの4つのステップが考えられる。これは、現在、IMM のフレームワークとしての参照頻度の高い OPIM の整理に従ったものである。

各ステップにおいて、まずフレームワーク及び原則を踏まえた一般的な考え方を示し、次にエクイティとデットにおける実務上の取り扱いをまとめている。ここでは実務上、まだ途上である部分に関しては課題として現時点での状況の説明にとどめている場合もある。更にデットの中では、債券と融資における共通点と債券・融資の相違点についてそれぞれ言及し、アセットクラスにおける実務上の取り扱いと課題を明確化している。

(1) 投資戦略

フレームワーク・原則の中での考え方	
<p>インパクト投資における投資戦略とは、単なる財務的な利益を得るためだけでなく、社会的または環境的に特定の有益な効果を生み出すことを目的とする。したがって、戦略の策定にあたっては、投資の「意図性」から始め、インパクトを達成したい領域であるインパクト・テーマ、そしてインパクト目標を設定する。戦略の実践にあたっては、企業の社会的責任や社会全体に積極的に貢献する義務に関する企業のコミットメントを考慮する。</p>	

実務上の取り扱い	
エクイティ	<p>金融機関・投資家における自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げた上で、より全社的な戦略として一貫した IMM プロセスを導入して対応する。例えば、インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、インパクトの意図を実現するために、インパクト・テーマの設定やその戦略への組み込み、配当というインカムゲインと将来的なキャピタルゲインという経済性と社会性の両立の程度、適切なIMMの実施体制を検討する。エクイティストーリーの性質上、革新性の高いイノベーションに注目し、企業の成長プロセスの初期段階にインパクト創出を想定する。</p>
デット	<p><u>債券・融資共通する特徴</u></p> <p>企業の成長プロセスの成熟段階において、インパクト創出を想定しており、実現可能性の高いイノベーションの実現を想定している。事業キャッシュフローという観点では、ボラティリティが低く、ESGのリスク低減を促していく役割が期待される。債券であれば、サステナビリティ・リンク・ボンド、融資であればサステナビリティ・リンク・ローンのように、債券・融資ともインパクト投資における商品設定は現状を見る限りではアセットクラス全体の戦略ではなく商品戦略の1つとしての位置付けとなっている。</p>

(2) 組成・ストラクチャリング

フレームワーク・原則の中での考え方
<p>インパクトファイナンスの組成やストラクチャリングにあたっては、投資先の事業モデルやビジネスプランの構築にも注目し、更にはインパクト創出のロジックモデルを共有することが必要である。したがって、インパクトファイナンスの組成にあたっては、ファイナンスの実行の段階で、事業内容、事業の生み出すアウトカム、それらを通じたインパクトを各アセットクラスの特徴を踏まえた上で把握する必要がある。</p>

実務上の取り扱い	
エクイティ	<p>ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、インパクトを多面的に分析後、当該事業のアウトカムを表す「インパクト指標」を設定し、更に「インパクト KPI の目標値」を定める。</p> <p>ファンドの投資先への資金使途の観点からチェックを行い、そこからのインパクト創出した結果に対する投資の貢献を整理する。</p>
デット	<p>債券・融資共通する特徴</p> <p>デットには、アセットクラスとしての特徴として期間という概念があり、企業は金融機関・投資家に利金と元本返済義務を有する。インパクトファイナンスにおいては、信用力に応じた利金などの経済的価値とともに、社会的価値であるインパクトについても、信用力の取れる状況に応じてインパクトを管理することが求められる。取組みの意義や会社全体の ESG 取組み全般を投資家やステークホルダーに訴求する目的にしている場合もある。</p> <p>融資における特徴</p> <p>融資の特徴として、返済期限があげられるが、実務上は、金融機関と企業との合意のもと資金供給の継続性は維持されている。融資におけるインパクトファイナンスは、債券と比較して企業との長期の関係性を生かすことのできる取組みと考えられる。融資の実行に際しては、個々の取引に対するインパクトよりも企業全体の包括的なアプローチが重要である。そのためには、企業全体の価値創造プロセスの診断を行い、取り組むべきである KPI を設定し改善していくことで、企業全体の価値を高めていくことが考えられる。</p> <p>債券における特徴</p> <p>融資と同様に期限があるが、債券の場合には、投資家に対する資金の償還とインパクトの関係を意識する必要がある。グリーンボンド等では第三者認証機関からのオピニオンを踏まえて ICMA 原則に適合しているかどうかという評価に止まっている場合が多い。レポートングとして環境改善効果を公表することは想定されているが、社会的な意義としてのインパクトをどのように示していくかという点が課題である⁴⁰。第三者認証機関からオピニオンを取得して債券を発行する理由には、発行体の ESG の取組みをアピールすることや、投資家やステークホルダーにアピールすることが挙げられている。</p>

40 金融庁のソーシャルボンドガイドラインや環境省のグリーンボンドガイドラインのインパクト指標例を参考にすることは可能。IMM プロセスを活用して、どこにインパクトを与えるのかという整理が可能かもしれない。

(3) モニタリング・エンゲージメント

フレームワーク・原則の中での考え方	
<p>インパクトファイナンスに関するモニタリングやエンゲージメントは、企業活動が環境・社会・経済に及ぼすインパクトを包括的に分析・評価した結果を踏まえて、開示情報に基づき指標の達成状況をモニタリングし、エンゲージメントを通じて活動を支援することを目的とする。</p>	

実務上の取り扱い	
<p>エクイティ</p>	<p>IMM におけるモニタリング及びエンゲージメントは、投資期間中実施する。その際、ファンド・マネージャーが、財務 KPI やインパクト KPI に関する目標達成状況について管理をおこなう⁴¹。エンゲージメント手法やそのレベル感については、ケースバイケースであるが、自社のインパクト・ファンド戦略に沿って実施する。インパクト・ファンドにおける議決権の考え方については、経済性と社会性の両立に関して法的権限の拘束力が想定され、インパクトを創出することに関しては理解が得られる傾向にある。</p>
<p>デット</p>	<p><u>債券・融資共通する特徴</u></p> <p>IMM におけるモニタリング・エンゲージメントの考え方は、取り組む金融機関によって異なっている。デットにおける議論として、投融资の資金とインパクトを紐付けることの困難さが指摘されている。また、エクイティにおける議決権のような法的な権限もなく、エンゲージメントによる影響力も限定的になってしまう。債券では投資家との IR ミーティング、融資では与信管理とエンゲージメントを実施する。モニタリング期間と融資期間・発行年限が一致しないなどの課題が見られる。また、モニタリングの実施にあたって、資金使途やインパクトの創出及び KPI のいずれにおいても、インパクトファイナンスとそれ以外のファイナンスとの管理上の区分を明確にすることが困難な点も課題である。</p> <p><u>融資における特徴</u></p> <p>そもそも融資における IMM は、戦略等を検討する融資企画部門よりも、審査部門の一部のなかで取り扱われるケースが多い。また、インパクトファイナンスは、融資ポートフォリオの一部に過ぎず全社的な IMM まで体制整備はおこなわれていない。継続的な取引の中で、会社のモニタリングの一環として、ESG リスクの削減だけではなく、ポジティブインパクトを加味したモニタリングツールを活用することは可能である</p> <p><u>債券における特徴</u></p> <p>公募債の場合、起債の時期が非常に明確であるため、当初の段階でしっかりとインパクトを見据えた判断を行っている。現状は、投資家との対話を通して年1回の頻度でエンゲージメントを実施している⁴²。証券会社は引受審査も併せて実施する場合、インパクトの測定という観点では、グリーンボンドの方はレポーティングによる確認は行っているものの、個別のボンド全般でインパクトを測定することまでは至っていない。</p>

41 プライベート・エクイティ投資等においては、将来的にはキャピタルゲインという観点から、中長期的にモニタリングに労力をかける傾向があるとの意見もあった。

42 ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンスにおいて、エンゲージメントの方法や目標設定が明記されており、参考にできるとの意見もあった。

(4) 売却判断・レポート

フレームワーク・原則の中での考え方
<p>期限のないエクイティは、投資戦略によって、売却の判断をおこなう。一方、デットにおいては、債券の場合、流通市場があることからエクイティと同様に売却が可能であるが、融資の場合、期限における融資の回収若しくは継続の判断をおこなう。インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、そしてポジティブ及びネガティブのインパクトを比較検証し、レポートを行い、IMM の改善に活かす。</p>

実務上の取り扱い	
エクイティ	<p>IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中のモニタリング及びエンゲージメントを実施する。売却にあたっては、投資先のインパクトの持続性への影響を考慮しながら、また受託者責任を勘案しながら、時期やストラクチャー、プロセスを検討する。モニタリング及びエンゲージメントの結果、インパクトが実現できないと判断した場合も売却を選択する場合がある。</p>
デット	<p><u>債券・融資共通する特徴</u></p> <p>企業の成長に応じて追加で借入をおこない、更に既存の融資も継続されると残高が増加する。このような段階において、融資残高の金額増加は、エクイティであればその企業価値の向上の結果、上場企業であれば株価情報と同様に考えられる。インパクトファイナンスの実務上の議論では、アセットクラスの相違点が注目されるが、エクイティ・債券と融資における売却と回収、保有と継続には資金提供者として同様の判断が働くことがわかる。返済期限があるため、投資期間中のモニタリング・エンゲージメントについてもその期間が前提となり、その中で回収・売却判断・レポートを行う。</p> <p><u>融資における特徴</u></p> <p>融資では、例えば、インパクトを達成できないなどの目標を達成できない場合には、コベナンツ変更や、サステナビリティ・リンク・ローンであれば金利条件の変動などの中間的な手段を有している。</p> <p><u>債券における特徴</u></p> <p>債券では、受託者責任の観点から途中売却という選択も可能であり、投資開始時点で予想されていたインパクトと、実際のインパクトを比較検証することはエクイティ投資と同様に可能である。債券では KPI を設定することが、エクイティ投資の IMM プロセスを投資対象先に求めるまでの検証は行われておらず、サステナビリティ・リンク・ボンドの指標に関しても投資家が設定には関与しない。</p>

4-3 IMM 実践の主体を考えるにあたっての論点

企業と資金提供者の双方が期待する情報を埋める取組みは進展しているが、依然として、サステナビリティに関する対話においては、企業と資金提供者間にギャップがある。その原因の一つとして、従来の ESG 投資における KPI だけでは、長期的な企業価値向上に向けたサステナビリティの機会の獲得に向けた長期目標、長期経営戦略等を十分反映していない場合があるとの指摘がある。

そこで従来の ESG 投資における KPI を一歩進めた、パーパス起点の対話に資する新たな追加指標として「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果を示す指標」であるインパクト指標をステークホルダー間の共通言語として用い、企業自らのビジネスモデルを通じて、これをどのように実現していくかが検討され始めている⁴³。この検討の中で、いかにインパクトウォッシュを防止し、本質的なインパクト追求を実践することができるかについても取り沙汰されている。

つまり、インパクトファイナンスにおける IMM には、以下の両面があり、KPI、SPTs、情報公開の程度について合意した企業と資金提供者の両方が IMM 実践の主体であると言える。

- 1) 企業の IMM：企業が環境・社会的価値と企業価値の両立に向け、ポジティブ・ネガティブ両方のインパクトを含めて包括的に理解し企業経営を行う長期的な企業価値向上プロセス
- 2) 資金提供者の IMM：資金調達先の IMM を通じた金融機関自らのインパクト創出にかかるインテンションの実現可否の見極めと資金調達先 IMM 支援（金利の調整によるインセンティブストラクチャー、非金融支援の提供ならびにモニタリングなど）

一方で、インパクトファイナンスの黎明期である現時点においては下記の課題があり、それぞれが補完しながら事例の積み上げとノウハウの蓄積を行うことが求められる。過渡期における対応として、資金提供側がインパクト評価を実践し、エンゲージメントを通じ企業のインパクト目標の達成に向けたマネジメントを支援することが期待される。その意味において資金提供する金融機関としての非金融サービス提供の活用が可能と考えられる。

〈主な課題〉

- 企業による IMM の浸透への仕組み整備（企業価値向上への効果実感、第三者認定など）
- IMM 実践にかかるリソース不足
- ファイナンスやエンゲージメント多様化への対応（シンジケーション、コレクティブエンゲージメント⁴⁴など）

これらについて、以下で少し詳しく見ていきたい。

〈貸し手・借り手双方による IMM への期待〉

サステナビリティに関する企業と資金提供者の対話（エンゲージメント）において、資金提供者が企業に期待する情報開示の水準と、企業が提供する情報に乖離があることが認識されている。近年は国内外で気候関連開示の義務化の進行や、サステナビリティ開示基準のグローバルベースラインの策定が進んでおり、それによりこのギャップは解消される方向に向かっている。また、情報開示だけでなく、本質的なサステナブルな事業運営を促すべく、国内でイン

43 経団連金融・資本市場委員会建設的対話促進ワーキング・グループ（2022）「“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」
<https://www.keidanren.or.jp/policy/2022/060.html>

44 投資家と投資先企業の 1 対 1 の対話ではなく、複数の投資家・金融機関がまとめて投資先・資金供給先とエンゲージメントすること。

パクト指標をステークホルダー間の共通言語として用い、自社のビジネスモデルを通じて、インパクトの達成を実現していくことが検討され始めている。

インパクトファイナンス黎明期は、金融機関主導で IMM を進めてきたものの、上述の通り企業が意思を持ちインパクトを志向しインパクト指標を設定する環境が整ってきており、IMM について金融機関だけでなく、企業も主体として対応できるところまで発展しつつある。

本ガイドラインにおいて、企業が実践する IMM、金融機関が実践する IMM について以下の通りに整理する。

- 1) 企業の IMM：企業が環境・社会的価値と企業価値の両立に向けポジティブ・ネガティブ両方のインパクトを包括的に理解し、事業運営する。その際、ポジティブインパクトは最大化し、ネガティブインパクトは最小化させる意図を持って事業運営し、自社で測定・評価・管理し、長期的に企業価値を向上させるプロセスが企業における IMM である。
- 2) 資金提供者の IMM：資金調達先のポジティブインパクトの最大化、ネガティブインパクトの最小化を企図し、資金調達先の IMM 評価を通じ、金融機関自らのインパクト創出を目指す。加えて、資金調達先のインテンションの実現可否の見極めとそのための支援（金利の調整によるインセンティブストラクチャー、コンサルティングなどの提供ならびにモニタリング）。これらが資金提供者としての IMM である。

一方で、インパクトファイナンスの発展途上期である現時点において、IMM を実践するにあたって大きく以下の 3 点の課題がある。それぞれが補完し合いながら事例の積み上げとノウハウの蓄積が求められる。

〈主な課題とその打ち手〉

1. 企業による IMM の浸透への仕組み整備（企業価値向上への効果実感、第三者認定など）

現状の IMM は金融機関主導であることが多い。企業が IMM の主体となる「企業の IMM」を浸透させるためには、IMM を実践するメリットを実感してもらうことや、実践した IMM を評価する仕組みが必要となる。インパクトファイナンスを調達するメリットは「3-1 デットにおけるインパクトファイナンスの意義と特徴」に記載の通りだが、金融機関主導の取組みであるがゆえ、金融機関のメリットが主に考えられている。

企業の IMM を浸透させるには、IMM を実践することで得られるメリットを企業が認識する必要がある。インパクトファイナンスでの資金調達が広がり、調達することを対外的に PR することで、インパクト志向が強い消費者・顧客獲得に繋がり、インパクトファイナンスの資金調達が強化される。また、インパクトの最大化を目指して事業運営を進めることで、インパクトが可視化され、企業価値が向上することも展望できる。一方で、企業価値向上への効果実感は遅効性であり一朝一夕に達成されるものではない。そのため、中長期的な効果を見据えつつ、企業が IMM に取り組むより短期的なインセンティブづくりが必要となるだろう。

短期的な対応としては、インパクトファイナンスを調達した企業の事例紹介、IMM を実践する企業同士のコミュニケーション等が考えられ、それにより裾野の拡大が期待される。また、長期的には企業が実践した IMM を評価・認定する団体等が企業価値との相関性をデータ化することにより、企業として IMM に取り組むメリットをアピールすることが可能になるだろう。

2. IMM 実践にかかるリソース不足

企業による IMM、資金提供者による IMM はいずれも工数がかかるものとして理解されている。現段階では、体系的なマニュアル化された資料は存在せず、試行しながらの IMM 実践になっている。また、IMM の対象に応じて測定するインパクトが多様であり汎用化が難しいこと、特に中小企業に見られる人材不足等がリソース不足の要因と考え

られる。これらを解決するためには実績を増やし、ノウハウの共有を進め、できる限り汎用化を進めることが重要になる。IMM にかかる工数削減を進めることで中小企業等の取組みも進めやすくなり、インパクトファイナンスの裾野は広がるだろう。また、過渡期対応として、まずは資金提供側がインパクト評価を実践し、エンゲージメントを通じインパクト目標の達成に向けたマネジメント支援を企業に対して行うことが期待されるが、その際は企業が独力でIMMを実践できるように、IMMの知見を共有することや伴走型でIMMを実践することが重要となる。

3. ファイナンスやエンゲージメント多様化への対応（シンジケーション、コレクティブエンゲージメントなど）

インパクトファイナンスは発展途上期であり、続々と調達事例は増えつつある。近年はある企業が複数の金融機関から別個のインパクトファイナンスを調達する事例や、シンジケーションでインパクトファイナンスを調達する事例などが出つつある。従来のIMMは金融機関と企業が相対でエンゲージメントを実施することで成立してきたが、複数の金融機関とエンゲージメントする場合、企業は異なるインパクト指標を設けるのか、メインバンクが代表してエンゲージメントするのかなどの論点が出てきている。これらについて決まったルールはないため、事例を積み重ね課題を整理し、慣例を作っていく必要がある。

本ガイドラインの検討プロセスにおいては、中長期的にはコレクティブエンゲージメントに収れんしていくという意見が多かったものの、過渡期の対応としては、アレンジャー行によるエンゲージメント、各金融機関が別個でエンゲージメントを実施する等の対応が求められると考えられる。また、コレクティブエンゲージメントは複数の金融機関がまとまって企業にエンゲージメントをするため、影響力は大きくなるという利点がある一方、複数の金融機関が同じ場に揃ってエンゲージメントすることで、金融機関が個別の議論をしづらくなる懸念もあることは考慮する必要がある。

また、以上の3点に加え、インパクトファイナンスに注目が集まるにつれ、過剰なインパクト達成を喧伝する向きも散見し始めており、インパクトウォッシュの防止が新たな課題として浮上しつつある。これを防止していくためには、資金提供者と企業のエンゲージメントにおける事実に基づいた真摯なコミュニケーションの規範を打ち立てるとともに、インパクト報告書の読み手のリテラシー強化、インパクトウォッシュ防止にまつわる業界のガイドライン設定など、今後、複合的な取組みが求められる。

DISCUSSION HIGHLIGHTS

各論

各論について

本ガイドランスは、融資・債券実務担当者、企画担当者、サービス提供者を対象としている。まず本論では、実務の現状や議論の内容を基にして「インパクトファイナンスがどのようなものであるのか」という問いに答える内容を目指して整理をおこなった。それらの内容を踏まえて各論では、インパクトファイナンスを実際に取り組む視点から、「インパクトファイナンスを実践するために何をしなければならないか」という問いに対して5つの論点をまとめている。

特に各論では既存の融資や債券発行の実務の延長線にインパクトファイナンスを位置付けており、現在の金融機関における取組み内容を前提にまとめている。したがって、チェックリストや手順を具体的に示した「CookBook」的な内容とはなっていない。あくまでも金融機関における実践例や考え方の整理方法の紹介を通じて、これからインパクトファイナンスに取り組むことを検討している各金融機関の中で考えるヒントとなるような項目を記載している。

具体的には、既存の金融商品との分類方法についての考え方、企画から実行までの時間軸、更には適用するフレームワークの内容の紹介やツールの利用例も紹介している。また、非上場企業を対象とした場合のインパクトファイナンスの例やその背景となる考え方、インパクトの客観性を担保するための保証についても言及している。したがって、各論における内容はいずれも現在、先行してインパクトファイナンスに取り組んでいる金融機関での選択の結果に過ぎず、絶対的な内容とはなっていない。ここからの内容を踏まえて、各金融機関において創意工夫が行われることを期待している。

各論 1 インパクトファイナンスの類型

各論 1 では、金融商品を資金使途に注目してインパクトファイナンスの分類をおこなっている。デットファイナンスにおいて資金使途とは、融資期間や金利水準と並んで重要な要素であるが、「インパクト」の認識とも強く関連している。そこで、まず「本論 3-4 インパクトファイナンスの類型とガイドラインにおける整理」において、インパクトファイナンスとして認識されている金融商品の類型化をおこない、その中で IMM の取組みや視点を整理した。

また、本論での整理を踏まえて、インパクトファイナンスの分類に該当する具体的な金融商品に類型化し、それら取引主体（融資であれば貸手・借手、債券であれば発行体・投資家）を示したうえでスキーム図も利用して概要を示している。インパクトファイナンスの議論における資金使途を可視化し、更に具体的な金融商品の内容やスキームを整理することによって議論の前提となる「用語・言葉」の知識レベルを統一化することを目的としている。

1-1 インパクトファイナンスの類型

デット分野のインパクトファイナンスを、債券か融資か、資金使途の特定型か・不特定型かで分類した（下表：再掲）。次節以降で各類型の特徴と商品性を述べていく。

図表 14 インパクトファイナンスの類型^{45 46}

	債券	融資
資金使途 特定型 (インパクト特定型)	[類型 ①] 発行体の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに使途を限定した債券 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャル／トランジション債券)	[類型 ②] 借入人の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに使途を限定した融資 (例：グリーン／サステナビリティ／ソーシャル／トランジションローン)
資金使途 不特定型 (インパクト包括型)	[類型 ③] 発行体の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する債券 (例：サステナビリティ・リンク・債券) 発行体の脱炭素社会にむけた長期的戦略に基づき、温室効果ガス削減に資する取組みを資金使途とする債券 (トランジション・債券)	[類型 ④] 借入人の SPTs の達成状況によって金利条件が変動する融資 (例：サステナビリティ・リンク・ローン) 借入人の脱炭素社会にむけた長期的戦略に基づき、温室効果ガス削減に資する取組みを資金使途とする融資 (トランジション・ローン)
	— 47	[類型 ⑤] 借入人の企業活動が環境・社会・経済にもたらす正負のインパクトを分析・評価し、設定した目標達成にむけたエンゲージメントを重視した融資（例：PIF）

45 類型にトランジション・ファイナンスは含めていない。その理由は、資金使途の特定／不特定、債券／融資を問わず、脱炭素社会の実現にむけた長期戦略に則り、温室効果ガス削減の取組みを行う企業を支援するための資金調達を指し、類型①-⑤の何れにも該当する可能性があるためである。

46 本論 3-4 では、類型⑥として、国際的な原則類ではなく、自治体や金融機関の独自基準に基づいたインパクトファイナンスの取組みについても言及しているが、各論においては、類型①-⑤の概要に留めておく。

47 PIF 型の債券発行ができないわけではないが、本稿執筆時点では発行体が金融機関に限られており、国内外での事例も多くないことから、説明を割愛する。

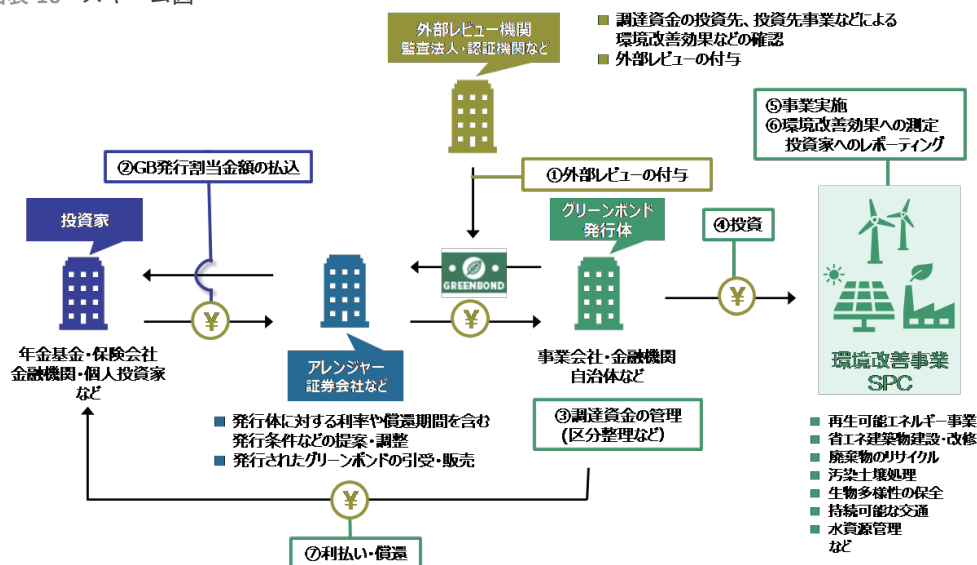
1-2 資金用途特定型 [類型①] グリーン / サステナビリティ / ソーシャルボンド

概要	発行体の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した債券
主な特徴	<ol style="list-style-type: none"> 1. 調達資金の用途がグリーンまたはソーシャルプロジェクトに限定される。 2. 調達資金が確実に追跡管理される。 3. 発行後のレポートを通じて、調達資金の用途やインパクトについての透明性が確保される。
主な発行体	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自らが実施するグリーンまたはソーシャルプロジェクトの原資を調達する一般事業者（専らグリーンまたはソーシャルプロジェクトのみを行う SPC を含む） 2. グリーンまたはソーシャルプロジェクトに対する投資・融資の原資を調達する金融機関 3. グリーンまたはソーシャルプロジェクトに係る原資を調達する地方自治体
主な投資家	<ol style="list-style-type: none"> 1. ESG 投資を行うことを表明している年金基金、保険会社などの機関投資家 2. ESG 投資の運用を受託する運用機関 3. 資金の用途に関心を持って投資をしたいと考える個人投資家
原則類	<ul style="list-style-type: none"> ・ ICMA「グリーンボンド原則（GBP）」「ソーシャルボンド原則（SBP）」 ・ 環境省「グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン 2022 年版」 ・ 金融庁「ソーシャルボンドガイドライン」等

〈スキーム〉* 事例はグリーンボンド

発行体は資金用途を特定する必要があること、投資家に資金用途の効果をレポートすること、社会・環境側面に関する外部レビュー機関の評価を付与することが、通常の債券発行と大きく異なる部分である。

図表 15 スキーム図⁴⁸



48 環境省グリーンファイナンスポータルに記載の図をもとに作成。

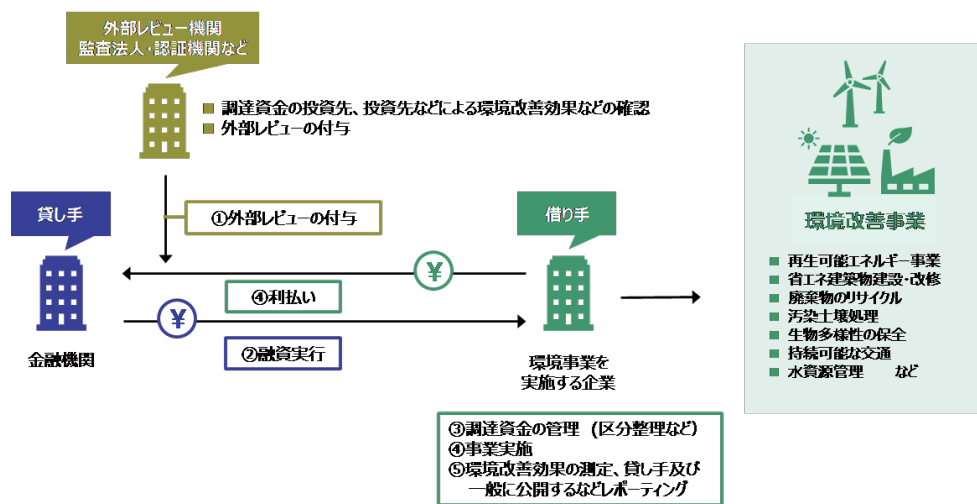
1-3 資金用途特定型 【類型②】 グリーン / サステナビリティ / ソーシャルローン

概要	借入人の環境問題・社会課題の解決に資する事業・アセットに用途を限定した融資
主な特徴	<ol style="list-style-type: none"> 1. 調達資金の用途がグリーンまたはソーシャルプロジェクトに限定される。 2. 調達資金が確実に追跡管理される。 3. それらについて融資後のレポートングを通じ透明性が確保される。
主な借り手	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自らが実施するグリーンまたはソーシャルプロジェクトの原資を調達する一般事業者（専らグリーンまたはソーシャルプロジェクトのみを行う SPC を含む） 2. グリーンまたはソーシャルプロジェクトに対する投資・融資の原資を調達する金融機関 3. グリーンまたはソーシャルプロジェクトに係る原資を調達する地方自治体
主な貸し手	ESG 融資を行うことを表明している金融機関等
原則類	<ul style="list-style-type: none"> ・ LMA, APLMA, LSTA 「グリーンローン原則」「ソーシャルローン原則」 ・ 環境省「グリーンローンガイドライン 2022 年版」

〈スキーム〉 * 事例はグリーンローン

借り手は資金用途を特定する必要があること、貸し手に資金用途の効果をレポートングすること、社会・環境側面に関する外部レビュー機関の評価を付与することが、通常の融資と大きく異なる点である。

図表 16 スキーム図⁴⁹



49 環境省グリーンファイナンスポータルに記載の図をもとに作成。

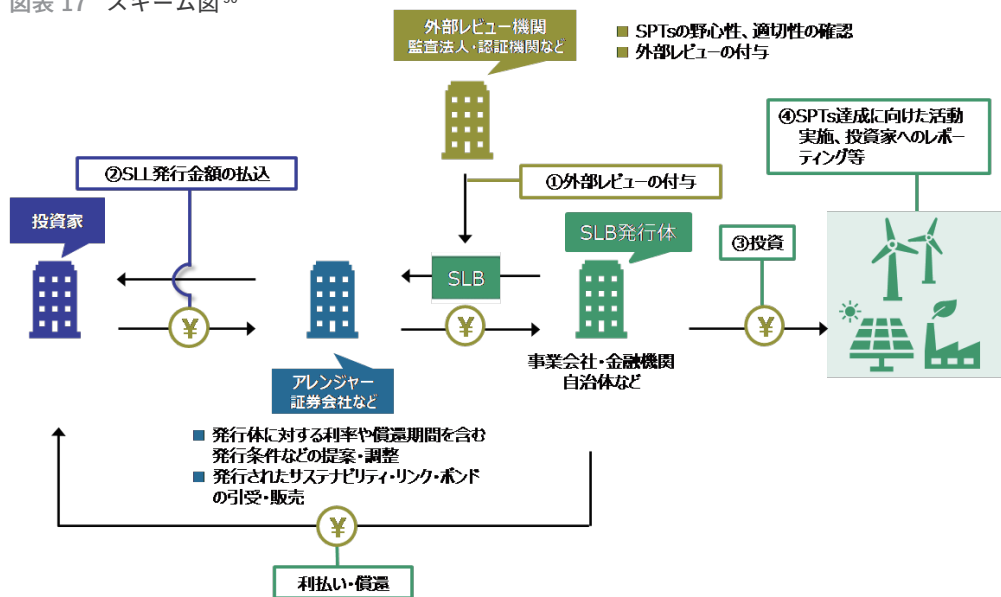
1-4 資金用途不特定型 【類型③】 サステナビリティ・リンク・ボンド

概要	発行体が野心的な SPTs を達成することを奨励する債券
主な特徴	<ol style="list-style-type: none"> 1. 発行体がサステナビリティに関する野心的な SPTs に向けて行動し、その達成度合と融資条件が連動している 2. グリーンボンド等と異なり、調達資金の対象が特定のプロジェクトに限定されない 3. 融資後のレポーティングを通じて、SPTs の進捗・達成状況等の透明性が確保される
導入目的	発行体のビジネス全体にとって野心的な SPTs を設定し、その達成に向けて強く動機付けられることで、発行体のサステナビリティ向上に繋がる
主な発行体	SPTs の達成に向けて、環境・社会面等で持続可能な経済活動の推進をする主体である、企業や地方自治体等
主な投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・ ESG 投資を行うことを表明している年金基金、保険会社などの機関投資家 ・ ESG 投資の運用を受託する運用機関等
原則類	<ul style="list-style-type: none"> ・ ICMA 「サステナビリティ・リンク・ボンド原則 (SLBP)」 ・ 環境省 「グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン 2022 年版」

〈スキーム〉

発行体は、資金用途の特定は不要だがサステナビリティに関する野心的な SPTs を設定し、その達成状況を投資家に報告する必要があること、そして、SPTs の設定及び達成状況について外部レビュー機関による評価や検証を実施する点が通常の債券発行とは異なる点である。

図表 17 スキーム図⁵⁰



50 環境省グリーンファイナンスポータルに記載の図をもとに作成。

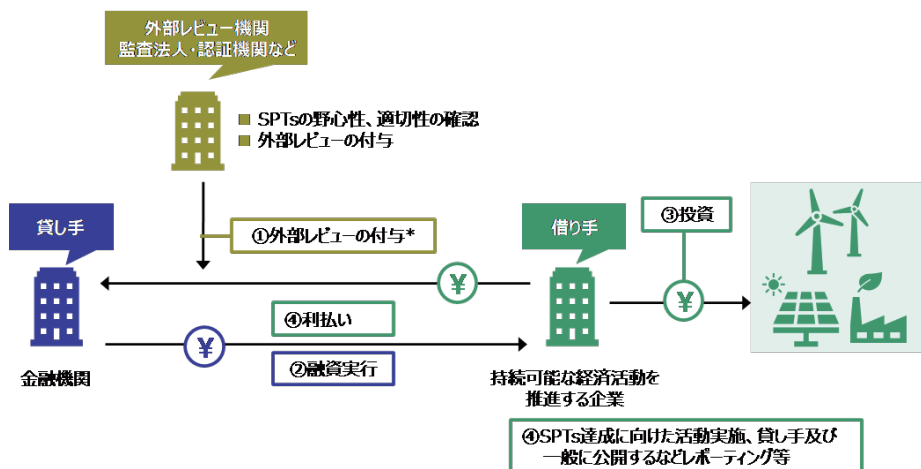
1-5 資金用途不特定型【類型④】サステナビリティ・リンク・ローン

概要	借り手が野心的な SPTs を達成することを奨励する融資
主な特徴	<ol style="list-style-type: none"> 1. 借り手がサステナビリティに関する野心的な SPTs に向けて行動し、その改善度合と融資条件が連動している 2. グリーンローンと異なり、調達資金の対象が特定のプロジェクトに限定されない 3. それらについて融資後のレポーティングを通じ透明性が確保される
導入目的	借り手のビジネス全体にとって野心的な SPTs を設定し、その達成に向けて強く動機付けられることで、借り手のサステナビリティ向上に繋がる
主な借り手	SPTs の達成に向けて、環境面等で持続可能な経済活動の推進をする主体である、企業や地方自治体等
主な貸し手	インパクトファイナンスを通じた借り手へのエンゲージメントを行うことを表明している金融機関等
原則類	<ul style="list-style-type: none"> ・ LMA・APLMA・LSTA「サステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）」 ・ 環境省「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2022 年版」

〈スキーム〉

借り手は、資金用途の特定は不要だがサステナビリティに関する野心的な SPTs を設定し、その達成状況を貸し手に報告する必要があること、そして SPTs の設定及び達成状況について外部レビュー機関による評価や検証を実施する点が通常の融資とは異なる点である。借り手は、KPI の SPTs の達成状況について、年 1 回以上独立した外部機関による検証が必要とされる。

図表 18 スキーム図⁵¹



51 環境省グリーンファイナンスポータルを参照して作成。

1-6 資金用途不特定型【類型⑤】 ポジティブインパクトファイナンス (PIF)

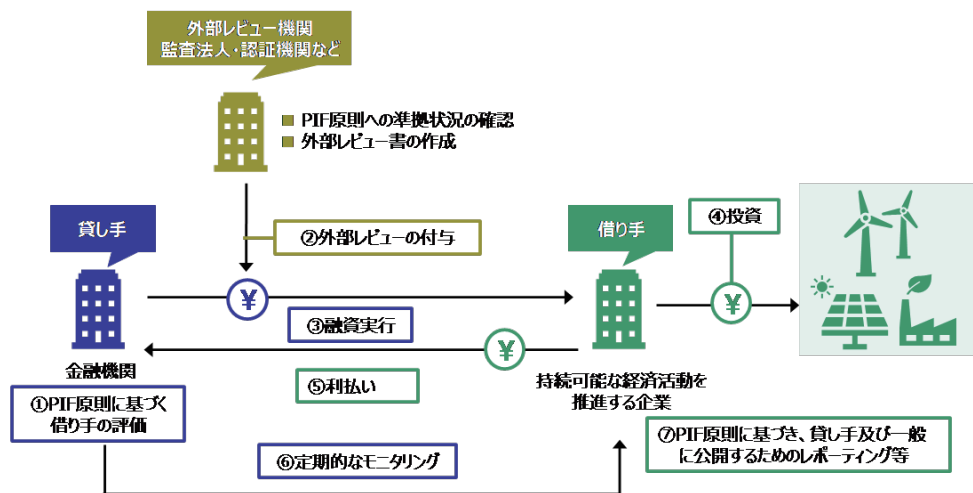
概要	借り手の企業活動が環境・社会・経済にもたらすポジティブ・ネガティブのインパクトを分析・評価し、設定された目標の達成に向けたエンゲージメントを重視した融資
主な特徴	<ol style="list-style-type: none"> 1. 投融資時に環境面及び社会面にポジティブなインパクトを生み出す意図がある 2. 具体的には、環境・社会・経済のうち少なくとも1つに大きなポジティブなインパクトを与え、ネガティブなインパクトが適切に管理及び緩和されている又はしようとするもの 3. インパクトの意図、管理及び緩和に当たり、定量的なインパクトの把握、報告を行うもの
導入目的	借り手の企業活動におけるポジティブ・ネガティブなインパクトの評価を行うことで、借り手の財務的リターンに加え、環境・社会・経済に正のインパクトを創出することを意図するもの
主な借り手	環境・社会・経済の3側面で持続可能な経済活動の推進をする企業等
主な貸し手	インパクトファイナンスを通じた借り手へのエンゲージメントを行うことを表明している金融機関等
原則類	<ul style="list-style-type: none"> ・ UNEP FI「ポジティブインパクトファイナンス原則」 ・ 環境省「インパクトファイナンスの基本的考え方」、「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」

* PIF に関する詳細は、「各論 2IMM を考える上での有効なフレームワークやツール」を参照のこと。

〈スキーム〉

PIF においては、貸し手による評価内容を外部レビュー機関が原則に照らしてレビューを行い、結果を付与することが一般的である。貸し手は借り手のインパクトを定期的にモニタリングし、可能な範囲で情報開示を進めていくことが望ましい。

図表 19 スキーム図⁵²



52 環境省グリーンファイナンスポータルを参照して作成。

各論 2 IMM を考える上での有効なフレームワークやツール

現在、インパクトファイナンスに関する様々な基準やフレームワークが公表されており、その選択だけでなく利用方法についてもグローバルな試行錯誤が続けられている。日本では、ESG 金融ハイレベル・パネルが中心となって「インパクトファイナンスの基本的考え方（以下「基本的考え方」）」⁵³ を公表し、日本の金融における位置づけと担い手、インパクトファイナンス促進についての方向性を明確にしている。

各論 2 では、「基本的な考え方」に平仄をあわせ、インパクトファイナンスの IMM を考えるにあたっての有効なフレームワークを 2 つ取り扱う。1 つ目は、「ポジティブインパクト金融原則（PIF 原則）」である。ここでは、単なる原則の内容を紹介するだけでなく、実際に日本の金融機関において当該原則をいかに日本の金融実務の中に取り込んでインパクトファイナンスを実践しているかを紹介する。2 つ目は、「インパクト投資のマネジメント原則」である。当該フレームワークは賛同に関して署名を求める形式をとっており、グローバルに利用されているものである。日本の署名機関はまだ少ないが、「基本的な考え方」に整合するフレームワークでもあることから取り上げている。内容に関しては、原則についての説明だけでなく、実際の金融実務への適用の課題等や、今後の浸透の可能性についても言及している。

2-1 ポジティブインパクト金融原則（PIF 原則）

2-1-1 ポジティブインパクト金融原則（PIF 原則）について

ここでは、ポジティブインパクト金融原則(PIF 原則)について、具体的な各原則の内容について説明する。PIF 原則は、大きく 4 つから構成されており、第 1 原則においてファイナンスに関する定義をおこない、第 2 原則においては、その担い手と実行するために必要な要件を示している。第 3 原則並びに第 4 原則では、インパクトを創出させ、それを担保するために透明性と評価について各々定めている。さらには、各原則に対する具体的な補足事項が別途定められている。

原則 1	内容
定義	<p>ポジティブインパクト金融はポジティブインパクト・ビジネスのための金融である。</p> <p>持続可能な開発の 3 つの側面（環境・社会・経済）のいずれかにおいて潜在的なマイナスの影響が適切に特定され緩和され、なおかつ少なくともそれらの一つの面でプラスの貢献をもたらす。</p> <p>ポジティブインパクト金融は、このように持続可能性の課題を総合的に評価することから、持続可能な開発目標（SDGs）における資金面での課題に対する直接的な対応策の一つとなる。</p>
補足事項	
<p>1. この原則は、すべてのカテゴリーの金融商品及びそれを支える事業活動に適用される。</p> <p>2. 持続可能性の課題における相互関連性を認識して、対象セクターだけではなく、しかもグローバルに、インパクト（影響）のプラス面とマイナス面双方を評価するものである。</p>	

53 <https://www.env.go.jp/content/900515884.pdf>

原則 2	内容
<p>枠組み</p>	<p>ポジティブインパクト金融を実行するには、事業主体（銀行、投資家など）が、それらの事業活動、プロジェクト、プログラム、及び / または投融資先の事業主体のポジティブインパクトを特定しモニタリングするための十分なプロセス、方法、ツールが必要である。</p>
<p>補足事項</p>	
<p>1. 事業主体は、ポジティブインパクトを判断するための一定のプロセス、基準、方法を設定する。分析には、活動、プロジェクト、プログラムだけでなく、子会社等も含める。</p> <p>2. 事業主体は、ポジティブインパクトの適格性判断に、従来の ESG リスク管理プロセスを適用する。</p> <p>3. 事業主体は、金融商品として有効な期間全般にわたり、意図するインパクトの達成状況をモニターし、検証するためのプロセス、基準、方法を確立する。</p> <p>4. 事業主体は、上記のプロセスを実行するために、必要なスキルをもち、然るべき任務を与えられたスタッフを配置する。</p> <p>5. 事業主体は、上記プロセスの導入が適切かどうかについて、セカンドオピニオンまたは第三者による保証を求めることが推奨される。</p> <p>6. 事業主体は、プロセスを随時見直し、適宜更新する。</p> <p><u>事業主体が具体的に整備すべき事項</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • PIF 取組みプロセスを定めた社内規定（モニタリング実施も含む） • インパクト分析・評価の方法とツール（インパクトレーダーなど）を定めた分析・評価手順書 • PIF 取組みならびに評価の実施体制 	

原則 3	内容
<p>透明性</p>	<p>ポジティブインパクト金融を提供する主体（銀行、投資家など）は以下のような点について透明性の確保と情報開示が求められる。</p> <p>ポジティブインパクトとして資金調達した活動、プロジェクト、プログラム、及び / または投融資先の事業主体の意図したポジティブインパクトについて（原則 1 に関連）。</p> <p>適格性を判断し、影響をモニターし検証するために確立されたプロセスについて（原則 2 に関連）。</p> <p>資金調達した活動、プロジェクト、プログラム、及び / または投融資先の事業主体が達成したインパクトについて（原則 4 に関連）。</p>

原則 4	内容
<p>評価</p>	<p>事業主体（銀行、投資家など）が提供するポジティブインパクト金融は、意図するインパクトの実現度合いによって評価されなければならない。</p>
<p>補足事項</p>	
<p>インパクトの評価基準には多様性、有効性、効率性、倍率性、追加性が組み込まれる。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 多様性：多様なポジティブインパクトがもたらされているか 2. 有効性：大きなインパクトがもたらされているか 3. 効率性：投下資本に対し相対的に規模の大きいインパクトが得られているか（ファイナンス手法の効率性等） 4. 倍率性：公的資金または寄付に対する民間資金活用度合い（公的資金の使途最適化等） 5. 追加性：追加的なインパクトがもたらされているか <ul style="list-style-type: none"> • SDGs が未達あるいは対応不足の領域への対処を促しているか • SDGs 実現のための大きな前進となっているか 	

このような原則やフレームワークは、絶対的な「モデル」ではなく、そのまま適用しようとしても具体的な業務にまでには至らない。また、インパクトファイナンスにおいては、採用する金融機関の自社の考え方や戦略に従い固有のアプローチを検討することが求められる。更には実際にフレームワークを採用しインパクトファイナンスを実践しようとする金融機関は、適用のための試行錯誤やテストを繰り返しながら時間をかけて改良している。そこで、次項では実際の金融機関での PIF 原則の内容を踏まえてツールと実際の PIF の業務フローと考え方を紹介する。

2-1-2 UNEP FI が提供するツールについて

原則 2 では、その枠組みについて、投融資先の事業主体のポジティブインパクトを特定しモニターするための十分なプロセス、方法、ツールの必要性を述べており、その実践のために UNEP FI がツールを提供している。本項ではモデルフレームワークとインパクトレーダーの 2 つを紹介する。

1. モデルフレームワーク⁵⁴

モデルフレームワークは、資金用途を特定しない金融商品を対象としており PIF 原則を正しく解釈し金融商品や金融サービスにインパクト実装するために開発された。主な利用者としては、金融商品を提供する金融機関・金融仲介者や、監査役、アナリスト、第三者の評価者等が想定されている。

特に以下の 1～4 に関して、自身の実務に適用するため基本的な手順を示している。

- 1) 包括的なインパクト分析
- 2) 第三者機関の重要性
- 3) 透明性
- 4) 追加性

この 4 つの項目のうち、1. 包括的なインパクト分析の章では、「包括的」の意味について明らかにし、モデルフレームワークの対象と目的を明らかにしている。更に「認識」「評価」「モニタリング」の 3 つのステップにおいて何を行うのかを解説している。それぞれのステップには、まず目的が記載されており、さらに実践のためのヒントとして「可能なアプローチとツール」としてインパクトファイナンスを取り組むにあたっての他のフレームワークや基準などの様々なヒントが参考 URL とともに紹介されている。

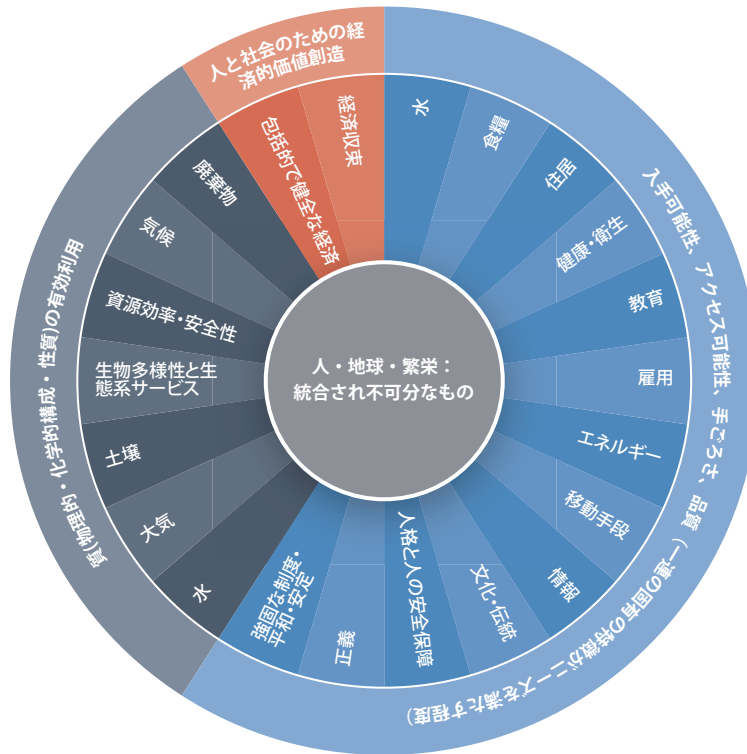
2. インパクトレーダー⁵⁵

インパクトレーダーは、金融機関がインパクトファイナンスを検討する際、SDGs（マクロ目標）とインパクト・カテゴリーを関連付けインパクトの特定を目的としたツールである。単にツールとして提供するだけでなく、方法論や活用法も提示されている。

54 <https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-publications/model-framework-for-financial-products-for-corporates-with-unspecified-use-of-funds/>

55 <https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-publications/unep-fi-impact-radar-2022/>

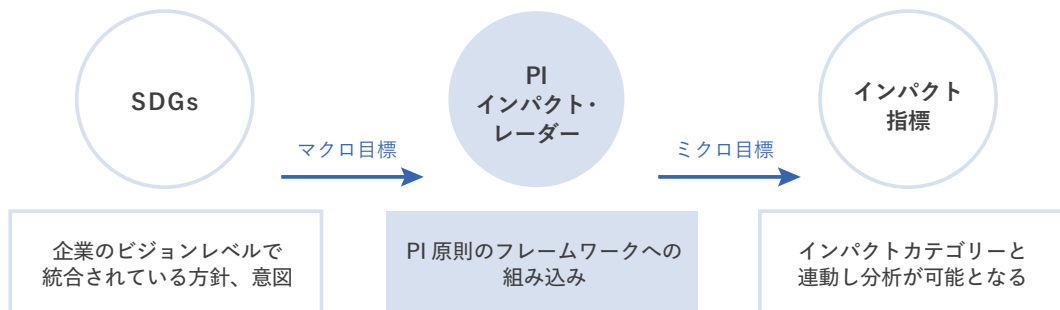
図表 20 インパクトレーダー⁵⁶



インパクトレーダーでは、持続可能な開発の3つの側面（環境・社会・経済）を網羅する22のインパクト・カテゴリと国際標準産業分類（ISIC）等の業種の対応関係が示されている。これによって、金融機関は、インパクトを与えるカテゴリ、影響の内容を確認することができる⁵⁷。

社会課題をファイナンスによって解決しようと考えた場合、その金融行動の結果がどのような社会課題の解決に関連し、影響しているかということ特定することが難しい。インパクトレーダーの目的は、SDGsの普遍性のある（マクロな）目標をファイナンスに付随させる具体的（ミクロな）目標に変換させることである。

図表 21 インパクトレーダーの位置付け⁵⁸



⁵⁶ インパクトレーダー 初版（2018年） https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/12/PI-Impact-Radar_J.pdf

⁵⁷ インパクトレーダーに関しては、2022年7月に改定版が公表されている。改定版では初版におけるインパクト・カテゴリを再校正し、12のインパクトエリアと34のインパクトトピックとして整理・再校正されている。初版におけるインパクト・カテゴリは、改定版においても網羅的に内包されている。本ガイドラインにおいては、先行している実務が初版をベースとして行われていることから説明の整合性を担保するために初版の内容に平仄をあわせている。

⁵⁸ UNEP FI 公表図表の一部抜粋

当該ツールによって金融機関は、SDGs が掲げる目標の相互関連性を認識しながら、提供するファイナンスが創出するインパクト指標を特定し、そこからポジティブな影響とネガティブな影響の分析を行うことが可能となる。いわば、SDGs からインパクトファイナンスの実践の橋渡しの役割を担うことを企図されている。

2-1-3 ポジティブインパクトファイナンスにおける評価と分析の実践

ここでは、資金用途を特定しない投融資の取引として、インパクト評価にあたり事前確認事項と包括的インパクト分析の実務における「インパクトの特定」を中心にその考え方やフローについて説明する。更に「評価」「モニタリング」に関しては、評価書のモデル例を中心として必要な事項についての提示をおこなう。

まず事前確認事項として大きく 2 点あげられる。1 つ目は取引先の事業そのものがインパクトファイナンスの取り組みの先であるか否かである。対象企業の事業内容についてセクターポリシー等で確認することができる。2 つ目は取引先がインパクトファイナンスを取り組むにあたって金融機関からの要請に対応できるインパクト・マネジメント体制が整備できているかの確認である。具体的には以下の内容等を満たしていることが必要であると考えられる。

インパクト・マネジメント体制

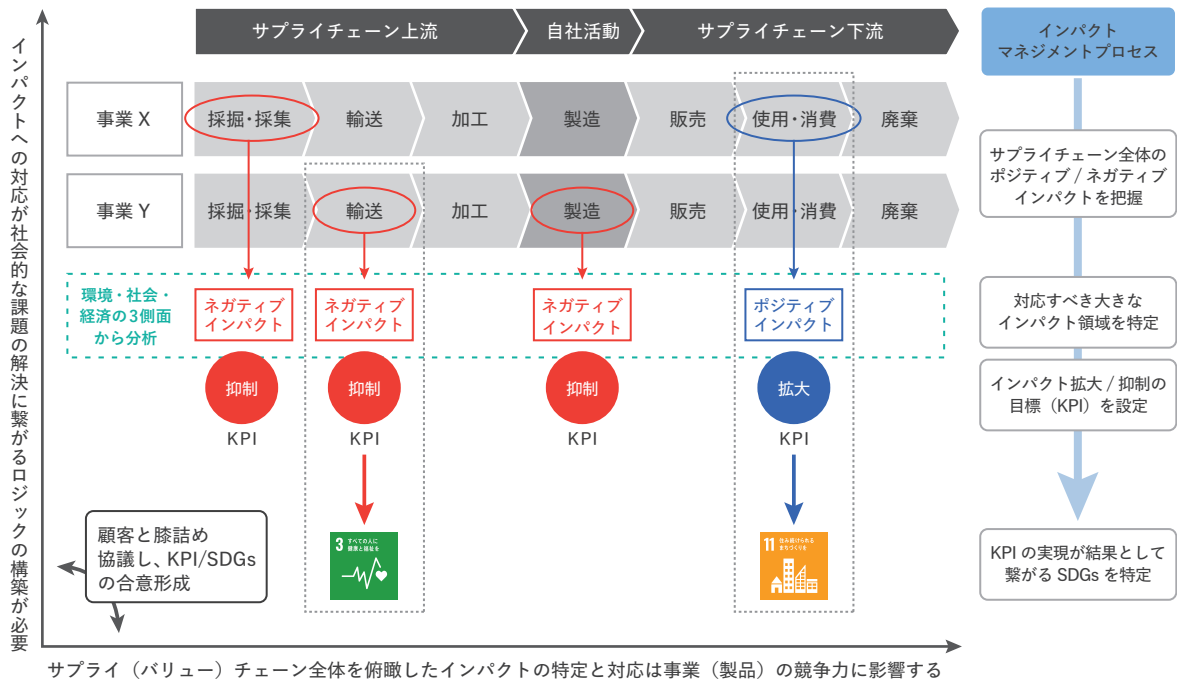
- ・サステナビリティに関する方針・体制及び運営の整備状況
- ・マテリアリティの開示の有無、特定プロセスの妥当性
- ・社会・環境に及ぼすリスクに対する方針・管理体制の構築
- ・情報開示の状況（具体的にはサステナビリティ活動の統合報告書、サステナビリティレポート、ホームページなどでの開示）
など

包括的インパクト分析とは、持続可能な開発（環境・社会・経済）の 3 つの側面を横断して、ポジティブ・ネガティブ両方のインパクトを理解することを意味する。そこでの実務の流れとしては、「インパクトの特定」「評価」「モニタリング」の流れとなる。

次に「インパクトの特定」に関しては、前項で紹介したインパクトレーダーを用いる。ここでは、持続可能な開発の 3 つの側面（環境・社会・経済）をインパクト・カテゴリーと業種の対応関係を調べて、インパクトの内容を確認する。

その具体的な分析プロセスのイメージを示したものが、図表 22 である。ここでは、取引対象企業の複数の事業領域の中から売上及び営業利益の大きな事業を中心にインパクトを抽出する（図表 22：事業 X、事業 Y）。その各事業エリアのサプライチェーン全体の中でポジティブ・ネガティブインパクトを把握する。次に各領域についてインパクトの種類（環境・社会・経済）について分析をおこない領域の特定をおこなう。そして、意図したポジティブインパクトの達成度の確認と重大なネガティブインパクトの管理のためにインパクトを測定する。これにより、各領域についてインパクトの種類（環境・社会・経済）と影響（ポジティブ・ネガティブ）、インパクトレーダーのカテゴリーや SDGs との関連性、主要な事業活動と取組み方針を整理して目標と KPI を設定することができる。

図表 22 インパクト特定及び分析の事例（イメージ図）



また、特定したインパクトについてインパクトリーダー及びコーポレートインパクト分析ツール（Corporate Impact Analysis Tool）を用いてインパクト・カテゴリーと業種の対応関係を調べ、インパクトを与えるカテゴリー、影響の内容を確認する。マッピングしたカテゴリーをロジックモデルで特定したインパクトの内容と比較し確定させる⁵⁹。図表 23 では、インパクトリーダーによって抽出されたインパクト領域に対して、個別要員を加味してインパクト領域を特定するイメージを具体例として示している。インパクトリーダーで抽出されたネガティブ・ポジティブのインパクトに対して、個別要因を加味した場合、4つのポジティブインパクトの領域が追加されていることがわかる。

59 コーポレートインパクト分析ツール（Corporate Impact Analysis Tool）は、各論 2-2-2 では、取り上げていないが、インパクトリーダー同様、UNEP-FI の提供しているツールである。以下の URL より入手することができる。
<https://www.unepfi.org/impact/unep-fi-impact-analysis-tools/corporate-impact-tool/>
 また、ツールについての活用方法については、「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」（ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース）の付属資料VIIにおいて詳細な説明がなされている。
<https://www.env.go.jp/content/900517271.pdf>

図表 23 個別要因を加味してインパクトを特定する事例（イメージ図）⁶⁰

インパクト領域	インパクトレーダーで抽出されたインパクト領域		個別要因を加味して特定されたインパクト領域	
	ポジティブ	ネガティブ	ポジティブ	ネガティブ
水	○	○	○	○
食糧	○	○	○	○
住居	○	○	○	○
保険・衛生	○	●	○	●
教育	○	○	●	○
雇用	●	●	●	●
エネルギー	○	○	○	○
移動手段	○	○	○	○
情報	○	○	○	○
文化・伝統	○	○	○	○
人格と人の安全保障	○	○	○	○
正義・公正	○	○	○	○
強固な制度、平和、安定	○	○	○	○
水質	○	●	○	●
大気	○	●	○	●
土壌	○	●	○	●
生物多様性と生態系サービス	○	○	○	○
資源効率・安全性	○	●	●	●
機構	○	●	●	●
廃棄物	○	●	○	●
包摂的で健全な経済	●	○	●	○
経済収束	○	○	●	○
その他	○	○	○	○

最後に、「評価」と「モニタリング」に関しては、評価書等への記載事項や留意点について説明する。PIFでの「評価」は、環境・社会・経済の3つの側面について、プラス（ポジティブ）とマイナス（ネガティブ）の両面でおこなわれている。この「評価」を通じて期待されている内容は、特定したプラスとマイナスの影響（インパクト）に関して、ポジティブインパクトの指標とマイナス影響に対処するための適切な行動（対策）を決定することである。そして、その結果については、原則3に従いインパクト評価書として開示がおこなわれている。その際の開示手段として、多くの金融機関は、第三者意見への掲載を手段としている。以下は、インパクト評価書における「評価」に関する記載事項・留意点をまとめたものである。

60 インパクトレーダーにおいて仮の業種・エリア設定で作成しており、特定の企業を指すものではない。

項目	記載事項及び留意点
KPI の設定	<ul style="list-style-type: none"> ・インパクト（インパクトレーダーでの領域の記載） <ul style="list-style-type: none"> ・目的、テーマ ・取組み内容 ・SDGs との関連性 ・KPI（指標と目標） <p>KPI 設定における留意点としては以下の内容が挙げられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・具体的で明瞭な設定 ・計測可能 <p>定量目標：データ収集可能性や継続的な開示の可否 定性目標：設定の明確性（例えば、何をどのように変えるのか？等）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・目標達成期限 ・SDGs との関連性も確認する ・野心的な目標設定 ・会社の設定した目標との比較 ・競合他社との比較 ・政策目標との整合性（例えば、内閣府が定める SDGs アクションプラン 2021、環境省のゼロカーボンシティ、自治体の政策等）
評価コメント	<ul style="list-style-type: none"> ・人事、環境などの方針、執行体制、ロードマップ、具体的な施策・実績・外部認証（SBTi、TCFD、健康経営優良法人、くるみん、えるぼしなど）について記載 ・インパクトを念頭に法定対応超の取組みか否かを記載
その他	PIF 原則・フレームワークへの適合に関する所見

ポジティブインパクト金融における「モニタリング」の目的は、金融商品（ファイナンス）の開始時に顧客のポジティブインパクトとして特定された事項が引き続き満たされ、ネガティブインパクトの低減・回避が継続していることを確認することである。また PIF として適格性を有することを確認することもモニタリングの重要な役割である。

モニタリングの実施方法は、対象企業の情報開示ならびにヒアリングで実施する。モニタリング結果の開示については、「入手可能な情報の範囲で、かつ秘密保持契約等に反しない範囲で、統合報告書やアセットオーナー向けレポート、Web サイト等により、情報開示を行う。」と留意点として定めている場合もあり、一部の金融機関が公表している場合もある。以下は、評価書における「モニタリング」に関する記載事項・留意点をまとめたものである。

項目	記載事項及び留意点
方法	情報開示及び面談
頻度	年 1 回以上
期間	基本的には、投融資期間中であるが必要と認める場合にはそれ以降も実施
KPI の変更	変更の必要がある場合には、対象企業、貸出金融機関、評価者、第三者意見機関で協議
モニタリング開示	「インパクトファイナンスの基本的考え方」（環境省）の中では求められている
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・KPI 達成後のモニタリングの取り扱い（基本的には、達成後もモニタリングを継続） ・金融機関によるサポート

それ以外にも、直接的には PIF の原則や要件とは関係がないが、企業開示とサステナビリティ情報開示の視点から、報告書の冒頭には以下の項目が開示されている場合が多い。

項目	記載事項及び留意点
事業概況	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業規模、売上高（事業セグメント及び売上・収益の構成） ・ 設立年、従業員数、所在地（工場拠点、子会社、海外拠点含む）、 ・ 事業内容（特に製造プロセス、サプライチェーン）
経営理念・経営方針	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営方針・体制の整備状況 ・ 理念体系（経営理念・パーパス・ビジョン・ミッション）
サステナビリティ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業固有の方針（サステナビリティ方針等） ・ 外部イニシアティブの賛同・順守方針（人権、環境等） ・ 運営体制 サステナビリティ推進体制（サステナビリティ委員会、構成メンバー等） ・ サステナビリティとガバナンスとの関係（取締役会への定期的報告・頻度、議題等）

本項で紹介した内容は、取り組む金融機関の実情に即した内容で PIF を取り組むことができることを示している。したがって、既に公表されているガイドラインやマニュアルの方法論や手順と異なる部分があったとしても、むしろ各金融機関が他社の例も参考にしながら継続的に創意工夫を重ねることが重要であるとの考えから執筆したものである。今後、新たに PIF を取り組む金融機関においても更なる工夫がなされることを期待したい。

2-2 インパクト・マネジメント運用原則（OPIM）

インパクト・マネジメント運用原則（OPIM）とは、2019 年 4 月に IFC 関係者が他の主要なインパクト投資家とともに策定したものである。「本論 4-1 デットの IMM の現状」でも示した通り、インパクトをポートフォリオレベルで管理するための 9 つの原則から構成されている。原則の適用にあたっては、署名を要件としている⁶¹。署名機関に対して、経済的利益だけでなく、インパクトについても精査し、モニタリングすることが求められている。

2-2-1 インパクトを追求するための 9 つの原則

OPIM の特徴として、投資のライフサイクル全体を通してインパクトの考え方を意図的に組み込むことを目指して投資プロセスの 5 つの主要素の中に 9 つの原則をそれぞれ適用している点である（図表 24）。

61 2023 年 6 月現在で、世界 173 の機関が署名している。

図表 24 投資プロセスと OPIM の 9 つの原則について

インパクト投資の運用原則（9つの原則）			
戦略上の意図	組成とストラクチャリング	ポートフォリオマネジメント	エグジット時のインパクト
1. 戦略的なインパクト目標を投資戦略に沿って定義すること	3. インパクトの実現に対するマネージャーの貢献を明確にすること	6. 各投資のインパクト実現への進捗度を予想に照らしてモニタリングし、それに応じ適切な対策を取ること	7. インパクトの持続性への影響を考慮しながら、エグジットを実行すること
2. 戦略的インパクトは、ポートフォリオ単位で管理すること	4. 各投資から予想されるインパクトを一貫したアプローチに基づき評価すること	5. 各投資がもたらし得る、潜在的なネガティブインパクトを評価、対処、モニタリング及び管理すること	8. 投資の意思決定とプロセスをレビューし、文書化、さらに実現したインパクトと得られた知見に基づいて改善すること
独立した検証			
9. 本運用原則との整合状況を開示するとともに、整合状況について独立した検証を定期的実施すること			

2-2-2 独立した検証

もう一つの特徴的な点としては、検証プロセスを原則の中に織り込んでいる点が挙げられる。具体的には、9つ目の原則に対する「独立した検証」の年次開示を各機関のウェブサイト上で公表する義務を課している。一方、開示内容については、インパクトの結果の数値目標等の定量的な内容の開示を義務づけておらず、どのように原則を遵守しているかという定性的な内容の開示が求められる。また、検証にあたっては、外部の独立した機関や部署（社内の監査部や外部のコンサルタント）が担うものとされ、署名機関の中では BlueMark 社⁶² が多く利用されている⁶³。

2-2-3 OPIM の活用方法

① 社内のインパクト・マネジメント体制構築の指針として

社内で新たにインパクト・マネジメント体制を構築する場合、要素に漏れない OPIM は大いに参考となる。まず全社のインパクト戦略から、ポートフォリオごとにインパクト戦略を策定する。その際、特に独立した検証を受ける

62 <https://bluemarktideline.com/>

63 今後、国内の機関でも外部検証サービスが進んでいくことで、日本語による原則の考え方や手当等についての解説やサポートも進み、本邦内での普及が促進されていくものと考えられる。

際には Theory of Change 等をベースとした説明ができることが望ましいとされている。その後、各条に沿った評価・モニタリングの体制をマニュアル化・組織化していくとことで、要件が満たされていく。デットを主に扱う金融機関にとっては、「3. マネージャーの貢献」や「7. エグジット実行」等の条項への手当てが難しいところである（詳細は後述）が、全てに完璧に準拠していなければならないものとして捉えるのではなく、社内の現況を適切に認識し、自社としてのスタンスを明らかに説明できることが肝要である。

また、OPIM の署名機関には、年次のレポート作成・開示が求められる。形式に特段の定めはないものの、各条項に応じた社内体制や取組み状況を報告するスタイルが主流である。自社のインパクト管理体制（及びその高度化に向けた取組み）の開示を通して、社外からの“インパクトウォッシュ”の誹りを受けることの回避にも貢献するのみならず、社内のインパクト・マネジメントに対するモチベーション・動機付けにも効果が期待できる。

② 取引先とのエンゲージメントツールとして

インパクト領域のグローバルスタンダードとして取り上げられることの多い OPIM は、それに準拠していることで取引先とのエンゲージメントにも活用できる。特にエクイティ投資においては、株主として投資先のインパクト・マネジメントに直接経営に関わるインパクト投資家として、自らの戦略と意図を OPIM という共通の尺度を用いて共有できることは、エンゲージメントの質を向上させる。一方で、ローンをはじめとしたデットファイナンスの位置づけでは未だその効果は発揮されづらい。それは、グリーン・ソーシャルボンド / ファイナンスあるいはサステナビリティ・リンク・ローンといったファイナンスごと、個別の金融商品を用いたインパクトエンゲージメントを深化させていく（逆にエクイティには存在しない）アプローチが主流となっており、自らデットファイナンスの出し手の包括的なインパクト戦略、インパクト・マネジメントに焦点が当たっていないからともいえる。

今後、より明確に金融機関自身の環境・社会課題に対するインパクトの意図が求められるようになれば、デットファイナンスにおいても OPIM をベースとしたインパクト・マネジメント体制が構築されている金融機関こそが、事業の伴走者として選ばれていくに違いない。

2-2-4 デットファイナンスに活用する際の課題と展望

主にエクイティ投資を前提に策定された OPIM においては、前述のように、デットを主に扱う金融機関にとって、いくつかの条項において準拠が難しいものが存在する。最も顕著なものが「7. エグジット」に係るものであるが、特にローンのエグジットを“インパクトの達成基準”ベースにするという立て付けへ仕立てるには、取引先との深いインパクトエンゲージメントが必要とされる。実際には契約文言のみならず、取引先・金融機関の双方が目指す共通のビジョン・インパクトといった方向性と、達成の意図・インパクト KPI を設定したモニタリングに対する合意が欠かせない。

また、「3. マネージャーの貢献」についても、当たり前のように見えて実はハードルが高い。ローンの場合にはファンドのマネージャー等と比して、インセンティブと成果の連動性は高くなく、かつ組成額の大きい案件を実行すれば即ちマネージャーの貢献もその分大きくなるという話ではない。組織の体制面での整備がしにくい点とも併せ、ローンならではのマネージャー貢献の整理にも余地が残っている。

OPIM の原則内容や事例・レポート等は、公開されているものが大半であり、まずは署名せずとも参照するところから始めるのも一案である。また同時に、OPIM 署名の有無にかかわらず、デットファイナンスを主に扱う金融機関が考え方や工夫の知見を共有しつつ、議論をリードしていくことで、エクイティに限らずインパクトファイナンスに取り組む全機関に受け入れやすい原則へと OPIM そのものをバージョンアップさせていくことも併せて期待したい。

各論 3 案件組成の解説

デッドによるインパクトファイナンスに取り組む以上、資金調達者との交渉や組織内での調整、債券業務であれば投資家への説明など既存の業務と整合する部分がある。一方で、インパクトファイナンス固有の業務が「どこで」「どのような」内容が追加されるかということを確認することが実務上の重要な課題となっている。

各論 3 では、インパクトファイナンスの案件を組成するという視点から、融資と債券業務について時系列に段階を追って説明している。インパクトファイナンスに取り組む金融機関が、IMM やそれに付随するインパクトに関わる業務を既存の業務プロセスの中に落とし込むことを検討するためのヒントとなるように実際の取組み事例を紹介している。したがって、内容に関しては、金融機関の規模や既存の業務プロセスに違いがあることから、それぞれの事情にあわせて検討する必要がある。

3-1 融資

ここでは、代表的なインパクトローン（PIF、サステナビリティ・リンク・ローン）の組成について時系列にどのような実務が発生するかを説明している。説明にあたっては、融資の実行前、実行、実行後の大きく3つの段階に分けている。スケジュールはあくまでも目安であり、実際は企業規模や金融機関内のプロセス等によって異なる。

図表 25 融資における組成プロセス

項目	段 階		内 容
	スケジュール目安	項目	
項目	6 か月～3 か月前	①	与信可能性の判断
	3 か月前	②	インパクトファイナンスの調達の実現可能性を評価・確認
	2 か月～1.5 か月前	③	KPI/SPTs について企業と協議・確認
	1 か月前	④-1	外部の第三者・内部の評価部署等による評価
		④-2	評価書公表の準備
実行	-	⑤	融資実行及び評価書公表
実行後	-	⑥	モニタリング

【時期：実行までの6か月～3か月前】

段階 ① 与信可能先の判断

インパクト融資の提案に先立ち、そもそも与信可能先として適切かどうかを確認することが重要である。例えば、提案前に一定以上の格付(社内的なもの、公表されているもの含む)の有無、今後の事業継続性等を確認する必要がある。インパクト融資の実行に向け時間をかけて KPI の議論やマテリアリティについて会話した後、与信判断の結果融資が難しいとなった場合、企業にとって資金調達の機会損失となる可能性が高いためである。

【時期：実行までの3か月前（目安）】

段階 ② インパクトファイナンスの調達を実現するサステナビリティ・ESG 戦略について、銀行が評価・確認する

段階①で融資先として適格性を判断した後、インパクト融資先としての適格性を確認する。銀行と企業の関係は中長期的に継続するため、営業担当が継続的に顧客とリレーションを取ることで、企業のインパクト志向（企業自

身が当初認識していなかったとしても)や、インパクトと事業の相関性を確認することが可能である。ただし、インパクトへの「意図」は提案の際に企業側の共感が確認されれば充足とし、提案前の適格性判断の絶対条件となるかはケースバイケースである⁶⁴。また、一定程度の規模がある企業については、サステナビリティレポート、統合報告書等にマテリアリティや重視するリスクや機会項目が掲載されている場合もあるため、開示情報からサステナビリティ志向やサステナビリティに関する戦略を確認することもできる。

これらの情報をふまえ、インパクト融資の有効性(サステナビリティ戦略の強化・実現、企業価値の向上等)や調達と企業戦略のストーリーラインの有無を確認する。また、提案においては、通常の融資に比べ、段階③(エンゲージメント)及び④(評価者による評価)で時間を要するため、企業の資金繰りと調達までの時間軸の整合性は留意する必要がある。

【時期：実行までの2か月前～1か月半前(目安)】

段階③ インパクト融資で採用されるKPI・SPTsを企業と協議・確認

段階②で確認した戦略とインパクトの関係を踏まえ、インパクト領域を特定する。PIFの場合はUNEP FIが公表するPIF原則、サステナビリティ・リンク・ローンはLMAが公表するサステナビリティ・リンク・ローン原則を参考にしながら、KPIとSPTsを決定する。特にPIFでは、UNEP FIが公表するインパクトレーダー、ポートフォリオインパクト分析ツール、コーポレートインパクト分析ツールなどを活用しながらKPIを特定することができる⁶⁵。その際は、顧客が意識する重点課題(マテリアリティ)とKPI・SPTs、事業の方向性に相関性があるかを確認する。

KPI・SPTsは内部的(サステナビリティ戦略に沿って企業が決めたもの)、外部的(外部機関の格付基準に対して独立したプロバイダーが評価したもの)いずれも自由に決められる。ただし、サステナビリティ・リンク・ローンで設定するSPTsには、「野心性」が求められること、また経済的インセンティブの付与も検討課題であること⁶⁶に留意する。設定するKPIによっては、融資調達時に加え調達以降も継続的に費用が掛かることについても説明する必要がある。

【時期：実行前までの1か月前(目安)】

段階④-1 評価者による評価

企業とフロント間で条件等が決まったところで、「インパクトファイナンス」としてラベル付け可否の評価を評価者へ依頼する。外部の認証会社等による評価、もしくは金融機関内の評価部署による評価でも可能である。近年はインパクト評価を実施する部署を設置する金融機関の事例もある。ただし、金融機関内で評価するのであれば、評価フレーム自体がPIF原則やサステナビリティ・リンク・ローン原則に準拠・適合しているか認証を得る必要がある。また、第三者性の確保の観点から、フロントとは独立した部門が評価する必要がある。当然、評価者のスキルや能力等の適切性も重要となる。

段階④-2 評価書公表の準備

評価書はローン実行時に対外的に公表されるため、非公開情報が含まれていないかという観点で評価機関と企業との確認を断続的に実施する。企業はインパクト融資を対外的なPR・エンゲージメントのツールとして活用可能であ

64 むしろインパクトを意識していない企業へ提案することで、インパクト投資の広がりに寄与することは、金融機関に求められる機能であるとの意見もあった。

65 詳細に関しては、各論2をご参照。モデルフレームワークのIdentificationでは、「十分な情報やツールがない場合にPIインパクトレーダーを用いることができる」としている。Should information or tools be lacking to apply the above strategies, the Product Initiator can resort to impact mapping using an impact-scoping tool such as the PI Impact Radar.

66 金融機関の中では、債務者に十分にインセンティブを与えることができればその他の貸出条件に連動させる創意工夫の余地があるとの意見もあった。この議論に関する参考事例として、「環境省サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」P116などを参照。

るため、金融機関や企業のウェブサイトに調達に関するリリースを掲載することを検討する。また、企業は評価書をエンゲージメントに活用することが期待されるため、当該リリースに評価書を添付する事例が多い。

【実行時】

段階⑤ ローン実行&評価レポートを公表

段階④の評価をもって「インパクトファイナンス」とラベル付けした融資を実行する。同時に評価機関による評価レポートを公表し、必要に応じリリースを出す。

段階⑥ モニタリング

PIF 原則、サステナビリティ・リンク・ローン原則はともに定期的なモニタリングが必要とされている。金融機関は少なくとも KPI の進捗状況を確認し、報告を受ける。有効な IMM を実践するにあたっては、定期的に事業が想定していたインパクトを生み出しているかを確認し、継続的にフォローすることが望ましい。

3-2 債券

ここでは、代表的なインパクトボンドとしてサステナビリティ・リンク・ボンド（以下「リンクボンド」）の組成について時系列にどのような実務が発生するかを説明している。説明にあたっては、起債公表と条件決定に注目し、起債公表前、起債公表～条件決定前、条件決定後～起債後の大きく3つの段階に分けている。スケジュールはあくまでも目安であり、企業や投資家の個別事情や第三者認証機関による評価取得の手続きによって異なる。

図表 26 サステナビリティ・リンク・ボンドの組成プロセス

	段 階		内 容
	スケジュール目安	項目	
起債公表前	5 月～3 月前	①-1	インパクトファイナンスの調達の実現可能性を評価・確認
		①-2	KPI/SPTs について企業と協議・確認
		①-3	起債スケジュールの検討
	3 月～2 月前	②	第三者認証機関への事前確認と選定
		2 月～1 月前	③-1
	③-2		債券特性の設定、レポーティング、検証について確認・決定
	③-3		第三者認証機関との継続的協議（適合性）
	1 月前～前日	④-1	第三者認証機関とのインタビュー事前準備と当日対応
④-2		デット IR 用の資料作成、想定 Q&A を開始	
起債公表～条件決定前	公表当日～決定 1 週間前	⑤-1	第三者認証機関の評価レポートを公表
		⑤-2	個別デット IR 実施
条件決定以降（起債後）	-	⑥-1	年次公表（レポーティング）
		⑥-2	検証（条件変動公表・実施）
		⑥-3	IR 活動（エンゲージメント）

【時期：起債公表 5 か月前～3 ヶ月前】

段階①-1 インパクトファイナンスの調達を実現するサステナビリティ・ESG 戦略について、証券会社による評価・確認

インパクトを与える債券として、リンクボンドの組成を行う際に、発行体のサステナビリティ・ESG 戦略に基づいて、マテリアリティや事業内容をいかにサステナブルストーリーとして整理できているかを確認する。債券を主幹事として引受を行う証券会社（以下「主幹事証券会社」）は、リンクボンド発行がサステナビリティ・ESG 戦略の実現に財務面にコミットするものであり、幅広いステークホルダー（社債投資家、ローン提供する債権者、株主、顧客、役員・従業員）に対する PR 活動の展開に繋がり、その結果として企業価値向上に繋がるかを確認する。リンクボンドは、大企業向けにデット資金を供給し、不特定多数に対して開示・公表を行う。そのため、デットファイナンス全般において、インパクトにおける社会的投資意義を金融機関・投資家の双方の立場を考慮して、リンクボンドの案件として進めていくことになる。

段階①-2 リンクボンドで採用される KPI・SPTs を発行体と協議・確認

現在、リンクボンドは ICMA のサステナビリティ・リンク・ボンド原則や環境省のサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン（以下「リンクボンド原則」）に適合して発行されているものが、公募債として発行することが浸透している。リンクボンド原則では、KPI・SPTs に関しては以下の通り、定義されている。

- ・KPI の選定：KPI は、発行体マネジメントの管理下にあり、サステナビリティ・ESG 戦略や事業戦略にとって中核的かつ重要（material）である必要
- ・SPTs の調整：SPTs は、発行体の包括的目標の枠内にあり、同業他社とパフォーマンスを比較可能で、科学的知識を参照し、野心的である必要

KPI に関しては中核的かつ重要である点、SPTs に関しては野心的であることを、主幹事証券会社が確認する。現状のサステナビリティ・ESG 戦略に基づいており、かつ発行体としてインパクトを実現する KPI・SPTs に関して絞り込みを行う。

段階①-3 起債スケジュールの検討

発行体における資金調達ニーズや、公募債発行に影響を与え得るイベント（適時開示、金融商品取引法上の開示）のスケジュールを踏まえたスケジュールの検討を行う。開示内容が貸し手である金融機関に限定されるローンとは異なり、公募債においては法定された開示を行うことになる。

【時期：起債公表 3 か月前～2 ヶ月前】

段階② 第三者認証機関への事前確認と選定

リンクボンド原則では、第三者認証機関を獲得することが求められている。インパクトウォッシュを避けることが背景と推察される。主幹事証券会社とともに、KPI・SPTs が発行体のサステナビリティ・ESG 戦略に基づくものであり、中核的かつ重要であるか、また野心的であるかどうかを第三者認証機関に事前に確認を実施する。リンクボンド原則において、KPI・SPTs 以外の要素である債券条件の設定、レポーティング及び検証についても第三者認証機関に事前に確認を行う。その内容を発行体にフィードバックを行うか、あるいは発行体の要望に応じて第三者認証機関に意見照会を主幹事証券会社が行う。サステナビリティ・ESG 戦略を通じて、発行体が希望する KPI・SPTs を具体的に評価できると前向きに回答した第三者認証機関をリンクボンドの第三者認証機関として発行体が正式に選定する。

【時期：起債公表 2 か月前～1 ヶ月前】

段階③-1 商品設計（年限、償還日、発行額）について協議

発行体と主幹事証券会社が、ファイナンスとして投資家に販売して必要となる発行額が確保できるかどうかという観点、調達年限として発行体としてのニーズに合致しているかどうかという観点を踏まえて、年限、償還日、発行額について協議する。融資と異なり、短い年限を継続的に資金調達することで環境改善や社会貢献を促すという観点がなく、債券は償還までのタイミングで環境改善・社会貢献というインパクトを実現する目標値である SPTs と、債券特性の設定を検討する必要がある。

段階③-2 債券特性の設定、レポーティング、検証について確認・決定

債券特性の設定に関して、利率がステップアップ・ダウンするスキームにこだわる必要がなく、より幅広くサステナビリティを重視する投資家に販売していくことを考慮し、寄付などの設定が増えている。SPTs の目標達成時期と、債券特性の設定における条件等の変動時期との整合性をどのように整理するかを明確にする必要がある。具体的には、2030 年度について具体的な目標設定を起債検討開始前に予め公表している場合に、債券の年限設定を 2030 年度以降にする必要がある。一方、例えば GHG 排出削減量を KPI として採用する場合には、比例的に達成可能とする目標値を改めて 2027 年に設定して、債券（2023 年発行の場合）の年限設定を 5 年（2028 年償還）として設定することも可能である。

レポーティングに関しては、債券特性の設定について実施するタイミングまでは、年 1 回のレポーティングを求めている。検証は第三者認証機関とは異なる機関が実施することで問題なく、債券特性の設定を変更する際に実行する。

段階③-3 第三者認証機関と継続的に協議

第三者認証機関は、商品設計や KPI・SPTs の内容を考慮して、リンクボンド原則に適合する内容かどうかについて協議を継続する。SPTs は 1 つに限らず、複数設定することが可能である。環境改善・社会貢献というインパクトを 1 つに限定せず、発行体のサステナビリティ・ESG 戦略に合致する KPI から複数検討し決定する。複数の SPTs を設定することで、幅広く環境改善や社会貢献をインパクトとして提示することができ、投資家サイドからはインパクト投資としての整理が可能であると言える。

【時期：起債公表 1 ヶ月前～前日】

段階④-1 第三者認証機関とのインタビュー 事前準備と当日対応

第三者認証機関は、インタビュー実施に向けて発行会社が準備できるように事前に質問を送付する。発行会社はその質問事項を踏まえて、回答を準備する。KPI・SPTs に関連した内容としては、設定した根拠、社内体制とともに、包括的なサステナビリティ・ESG 戦略や環境・社会に対する方針等との整合性、その戦略や方針を踏まえた取組み状況等が考えられる。その他の内容としては、債券の特性、レポーティング、検証というリンクボンド原則の他の要素に関しても確認して準備を行う。

段階④-2 エンゲージメントとしてのデット IR 用の資料作成、想定 Q&A を開始

ボンドにおいて資金供給を行う投資家は、KPI・SPTs の設定以前のプロセスにおいて関与はできない。フレームワークの概要が対外的に公表されて初めて、KPI・SPTs を認識できるようになる。投資家が KPI・SPTs を含むフレームワークを認識するために、購入検討段階でデット IR として、主に発行体とのエンゲージメントを行う。その際にフレームワークを説明するデット IR 資料を作成して、事前に Q&A を準備する。主幹事証券会社がその作成・準備を行うケースが多い。

段階④-3 商品設計（年限、償還日、発行額、債券条件の設定）、デット IR 用の資料、想定 Q&A について確定

国内外の債券市場環境や、発行会社の信用リスクを踏まえて、リンクボンドの商品設計を確定する。償還期限に関しては、インパクトを創出する KPI・SPTs と、債券の特性として条件面の変動時期を考慮して決定する。発行額については最終決定ではないが、対外公表して、債券投資家が購入できる金額をイメージして内定する。

【時期：起債公表当日～条件決定日前 1 週間】

段階⑤-1 第三者認証機関の評価レポートを公表

投資家が公募債としてリンクボンドを購入検討するために、第三者認証機関の評価レポートが重要である。第三者認証機関の評価レポートは、インタビュー実施内容を踏まえて策定されるレポートであり、発行会社が明示したフレームワークに対する意見表明である。インパクト創出に繋がる KPI・SPTs 設定になっているかどうかを含めて、その内容を投資家は精査する。

段階⑤-2 エンゲージメントとして、個別デット IR 実施

ボンドにおいて資金供給を行う投資家は、KPI・SPTs の内容についてフレームワークの概要が対外的に公表されて初めて KPI・SPTs を認識できるようになる。そのため、エンゲージメントとして投資家毎にデット IR を行い、KPI・SPTs という個別設定だけでなく、会社全体の戦略としてのサステナビリティ・ESG について、投資家における理解向上を図る。なお、実務としては、全ての投資家に対してエンゲージメントミーティングを実施できないため、証券会社の営業員が購入を検討する投資家との対話を実施し、間接的にエンゲージメントを実施することになる。

【時期：条件決定日以降】

段階⑥-1 年次のレポートの公表

リンクボンド原則では、少なくとも年 1 回、選択した KPI パフォーマンスに関する情報をレポートすると規定されている。債券の条件変動をもたらす SPTs の達成見通しや情報についてもレポートが行われる。融資と異なり、公募債として幅広く公表することが望まれており、ウェブサイトや統合報告書における公表を行うケースが多い。

段階⑥-2 検証、債券の条件変動の公表・実施

リンクボンド原則では、各 KPI に対する各 SPTs の達成状況について、債券の条件変動に対する最終判定日まで少なくとも年 1 回、独立した外部検証を受けるべきとされている。SPTs の達成状況に関する外部検証は公開情報として開示されるべきと明示されており、ウェブサイトや統合報告書における公表を行うケースが多いと考えられる。

段階⑥-3 エンゲージメントとして IR 活動の実施

リンクボンドが国内で初めて発行された 2020 年以降、市場拡大となっており、KPI パフォーマンスや SPTs 達成状況に関して発行体が対外的に公表する動きは徐々に増えている。投資家としては、ウェブサイトや統合報告書で公表されたレポートや外部検証を確認しつつ、インパクト創出に対しての確認やサステナビリティ戦略を行うべく、エンゲージメントとしての IR 活動を行うことが想定される。債券投資家の IR としては企業の財務状況やクレジット動向について確認するとともに、より積極的にインパクト創出についてディスカッションを行うことが期待される。

各論 4 中堅・中小企業を対象とした融資の留意点

各論 4 では、中堅・中小企業を対象としたインパクトファイナンスを融資として取り組む場合の留意点として実際の取組み事例も交えて紹介する。日本におけるインパクトファイナンスの「基本的な考え方」においては、その担い手を大手金融機関等に想定しており、また取引も上場企業を対象にすることを念頭に議論がおこなわれている。しかし、今後は担い手となる金融機関や取引の対象を拡大することによって、インパクトファイナンスの裾野の拡大が期待されている。

ここでは、地方銀行等が、中堅・中小企業を取引対象としてインパクトファイナンスに取り組むことを想定し、2つの視点から考え方を紹介する。1 つ目は、インパクトファイナンスの営業推進の考え方や案件に取り組む際のポイントである。ここでは中堅・中小企業で取ってインパクトファイナンスに取り組むことの理由付けを顧客と金融機関内の目線でまとめている。2 つ目は、インパクトの特定、KPI の設定、IMM・モニタリング、開示といった一連のインパクトファイナンスの項目に対して、中堅・中小企業を対象としたインパクトファイナンスに取り組む際の留意点を示している。これらは、より具体的な事例をベースとして留意点をまとめることによって、インパクトファイナンスと通常の融資との差異を明らかにし、新規の取組みのハードルを引き下げること企図している。

4-1 インパクトファイナンスの推進

企業がインパクトファイナンスに取り組むメリットとして、金融機関やシンクタンクによる第三者からの目線で、自社の事業活動が環境・社会・経済にどのような影響を与えているかという評価が行われ、評価書・意見書が発行されることが挙げられる。評価書が対外的に公表されることによって様々なステークホルダーの支持の獲得に繋がるといったものであるが、中小企業の場合は株主といったステークホルダーの影響が少ないため、株主に対する説明責任としての効果は限定的であると考えられる。では中小企業にインパクトファイナンスを推進する意義は何だろうか。

まず ESG・SDGs・脱炭素に向けた取組みが世界的な潮流となる中で、大企業のサプライチェーンの観点から、中小企業においても ESG・SDGs・脱炭素の取組みが求められ始めているが、中小企業がサステナビリティ経営に取り組むうえで以下の3つのハードルがあると考えられる。

サステナビリティ経営に取り組む上での3つのハードル

1. SDGs・ESG と自社の事業活動のひも付き（マッピング）ができないこと
2. マッピングはしたものの、合っているか自信がないこと
3. マッピングできることに気付いていないこと

1 つ目は経営資源が少ない中小企業において、自社でサステナビリティ経営を勉強してマッピングしていくことが非常に負担になるというものである。2 つ目は、マッピングは自社でしてみたものの、専門家でない人員がマッピングしたことから、誤っている場合に「〜ウォッシュ」といった見せかけの取組みのように外部から見られてしまう恐れによって取組みや公表を躊躇してしまうものである。3 つ目は、自社では当たり前のように取り組んでいるため、マッピングできることに気付いていないことであり、実はこれが重要な部分であると考えている。金融機関といった

外部の視線では「この企業はできている」といったことでも、自社ではどこが ESG や SDGs、サステナビリティ経営につながるのか気づいていない場合が多い。

中小企業が PIF 等のインパクトファイナンスに取り組むことで、金融機関はその企業を包括的に分析することとなる。今まで自社のことを説明できなかった中小企業は、中小企業版統合報告書のような評価書を通じて、サステナビリティ目線から自社の強み・弱みを認識することが可能となる。自社の内部体制の強化や企業価値の向上に向けて、中小企業のオーナーや従業員のマインドを変えていくという一面は、中小企業がインパクトファイナンスを推進する意義と考えられる。

4-2 取り上げ時のポイント

中小企業向けのインパクトファイナンスを取り上げるにあたり、一定のスクリーニングをする必要があると考えられる。対象とする企業・事業をスクリーニングすることによって、インパクトウォッシュの防止、または資金提供者としてのレピュテーションリスクを抑えることができると考えられる。

以下は取り上げ時に確認する例示であり、これらに限定されるものではなく、各金融機関が独自のチェック項目を策定することでスクリーニング体制を構築することが望ましい。

取り上げ時のポイント事項（例）

1. 一定レベルの金融機関内の格付けを有しているか。
2. 事業活動を通じて環境・社会・経済にポジティブインパクトを与えているか。
3. 社会的責任投資（Socially Responsible Investment：SRI）で除外されている業種（酒・たばこ・ギャンブルなど）や各金融機関の投融資方針で特定されている業種・セクターについて対象外としているか。
4. 過去（現在において）、不祥事・死亡事故・訴訟に代表されるネガティブ事象が発生していないか。
5. 対象企業は情報開示に協力的か、リレーションが構築できている先であるか。
6. 取り上げ時だけでなく、投融資後の IMM についても長期的に協力を得られるか。
7. 地域との関連性を考慮したインパクトを確認しているか。

上記3については、対象外を設けないケースも想定されるが、例えば、酒類製造業向けのインパクトファイナンスを取り上げる際、「多量飲酒等の不適切飲酒が、心身の健康に害を及ぼすこと可能性あるため、不適切飲酒撲滅に向けたセミナー開催や小冊子の配布を通じてネガティブインパクトの低減に向けた取組みが行われていることを確認する」といった、同業種・セクターに対してはネガティブインパクトの低減について通常以上に対策が講じられているかを確認する体制を各金融機関が設けることが望ましい。

上記4については、ネガティブ事象が起きたからすべて対象外とするものではない。しかし、そのネガティブ事象について対象企業が真摯に受け止めて再発防止策等の措置を講じているかがポイントとなる。例えば、労働安全確保の観点から労働災害の発生の有無について評価書に記載する可能性があるため、仮に労働災害が発生している企業を対象とする場合には、企業に対して評価書に記載される旨があることを伝えた上で取り上げていくことが重要だと考える。

上記7については、大企業に比べて与えるインパクトの範囲が限定される中、対象企業の地域における課題に着目し、対象企業の事業活動が地域課題の解決に貢献しているか否かを確認することが望ましい。

COLUMN

コラム #6 | 中堅・中小企業を対象とした PIF における「地域課題との関連性」

PIF 評価において、大企業向けと中小企業向けの違いとして、想定するインパクトの“範囲”がある。すなわち、豊富な経営資源を有する大企業と比べて、経営資源に限りのある中小企業はインパクトが届く範囲も限定的で、評価の基準を全国あるいは全世界に置くと無理が生じる。また、もう1つの視点として、グローバルに展開する大企業と異なり、地域で雇用を確保し、地域に顧客や取引先を有する中小企業は、地域からの信頼を得ないと持続可能な経営は成り立たないため、評価対象となるサステナビリティ活動も、いかに地域の課題解決に資するものが1つの評価軸となる。したがって、中小企業向けの PIF 評価においては、UNEP FI が提唱する PIF 原則に則ることはもちろんだが、一方で、評価対象企業のサステナビリティ活動がその地域の課題にいかに関与しているかといったローカルの視点も重視すべきだろう。

例えば、静岡銀行が国内で初めて中小企業向けに実行した平野ビニール工業株式会社の PIF 評価書を見ると、同社は労働集約型の業種であり、優秀な外国人従業員を多数抱えているが、会社の使命として「仁財創り」を掲げ、それらを行動指針に落とし込んだ「HIRAVI DNA15 カ条」などによって、外国人従業員が高いモチベーションを保ちながら貴重な戦力として成長し、会社の業績伸長に貢献していた。また、自社のこうした取組みを周知することで、社会問題化している外国人労働者問題解決の糸口になることが、同社が PIF に取り組む最大の目的であった。

そこで、PIF 評価においては、インパクトを与える活動として「多文化共生」を挙げるとともに、地域課題との関連性として、県内企業にとって大きな課題である“人手不足”解消のために、静岡労働局のデータを基に県内の外国人労働者が7年連続で増加している状況を踏まえた上で、県が策定した「ふじのくに多文化共生推進基本計画」（多文化共生意識の定着、外国人県民の雇用の安定化、外国人の活躍等）への寄与について言及している。

このように、地域課題との関連性を考える上では、地域の課題を最も把握している県内自治体の総合計画や分野別計画への貢献を見ることが有効だろう。評価対象企業の業種や企業規模、注力しているサステナビリティ活動の分野などによって異なるものの、例えば、総合計画や地方創生に関する総合戦略への貢献や、「SDGs 未来都市」の計画への貢献、環境基本計画や循環型社会計画など環境面への貢献、産業成長戦略など経済的側面への貢献などが主たるものとなる。またそのほかにも、地震被害想定など防災関連や長寿社会保健福祉計画など医療・福祉関連、建設産業働き方改革推進宣言や多文化共生推進基本計画など働き方やダイバーシティ関連など、参考とすべき計画は多岐にわたる。

ここで注意したいのは、地域の課題ありきではなく、企業のサステナビリティ活動を分析した上で、その活動が自治体等の掲げる課題とどのようにリンクし、地域課題の解決にどのように寄与しているかを評価する点である。中小企業の多くは、地域課題解決のために事業活動をしている訳ではなく、ましてや地域課題を念頭に置いた事業計画等を策定している企業はほとんどない。したがって、PIF 評価を通じて、自社の事業活動が地域に貢献していることを認識したり、気づきを得ることで、次の段階として地域課題を踏まえた事業計画・目標の設定につながればこれに越したことはない。

なお、KPI の達成によって自社が成長し、売上高や従業員数を増やすことは、地域経済の成長にもつながる。静岡銀行の PIF 評価書では、KPI 達成時の予想売上高・従業員数をヒアリングし、県が公表している産業連関表を用いて地域に与える経済波及効果を算出している。これにより、地域経済への貢献度合いが定量的に可視化され、KPI 達成のモチベーション向上につながる事が期待される。

4-3 インパクトの特定

中小企業の場合、自社のマテリアリティの特定ができていないケースが多く、対象企業の業種や活動地域においてどのようなインパクトをもたらしているかといった「共通認識」を持つことが重要である。そして、金融機関から見た対象企業の取組みにおける強みと弱みを可視化し、対象企業に伝えることが大切である。

インパクトファイナンスに取り組む際、UNEP FI が作成したインパクト分析ツール等を用いてスクリーニングを実施し、インパクトを特定する。PIF では金融機関がハンズオンで直接的にポジティブインパクトの向上とネガティブインパクトの低減に関わる一方、案件によっては金融機関が直接インパクトをマネジメントできない場合もある。そのため、金融機関自らがマネジメントできる範囲か否かでインパクトの特定を行うケースもある。

中小企業に対するインパクトの特定は、大企業のものとは異なる部分がある。大企業の場合、インパクトの特定の際には自社の事業活動に止まらず、サプライチェーン全体を俯瞰することが求められ、特にネガティブインパクトの洗い出しの漏れには留意する必要があるが、中小企業の場合には、原材料調達先や販売先に対してまで影響力が及ばないことが想定されるため、自社事業の範囲内で包括的に分析されることがある。ただし、販売先などから求められているネガティブインパクトの抑制や CSR 調達方針に則った活動が行われているかは確認する必要があると考えられる。

また、更に創出するインパクトが、組織的にかつ持続して発揮されていくかといった観点から、該当企業のサステナビリティ方針やサステナビリティ推進体制を検証する必要があるが、中小企業の場合は、経営資源も限られていることから大企業に比して堅固なものを求めていく必要はないとの意見もある。

4-4 KPI の設定

KPI の設定においては、大企業に比べてより細かい支援が必要となる。これは PIF だけでなく、サステナビリティ・リンク・ローンにも共通しており、先述した「共通認識」をもとに、中長期の KPI のすり合わせを行っていくが、何を KPI として設定したらよいかといったところからスタートするケースもある。KPI の測定方法についてもやるべきことを示したり、KPI の設定についてもステップバイステップでの対応が求められるケースもある。例えば、2050 年のカーボンニュートラルに向けた KPI を設定していく場合、2030 年の中間目標をどうするか、そもそもいつから排出量の算定を開始し、削減目標を立てていくかといった道筋をともに協議していくことが考えられる。

そして、KPI の目標値の高さについても注意が必要である。大企業、特に上場企業は元々高い目標を設定する傾向にあるが、中小企業にとってはインパクトに関連する KPI を定めることは初めてであるケースがほとんどであり、あまり目標値を高く設定しすぎてしまうとモチベーションの低下に繋がりがかねない。「ありたい姿」や「目指すべき姿」を一緒に意識し、バックキャストによる目標を示したうえで、中小企業のステージに応じて対話を通じながら柔軟に目標値を設定していくことが望ましいと考えられる。

また、中小企業ではインパクトファイナンス実行後の一定期間を経て、代表者の関心が変わったり、インパクトファイナンスを通じて意識が高まり、別の KPI を設定したいといったニーズも出てくるケースがある。その場合には、これまでの KPI との関連性を踏まえながら、対話を通じて、これまでよりも野心性のある目標であれば目標を変更していくことも検討していくことが考えられるが、「目標値が高すぎるから変えたい」といった要望に対しては、簡単に受け入れることはせず、何故できないのか要因を対象企業と考え、達成するための支援を行っていくことが望ましい。

4-5 モニタリング

インパクトを最大化する上で、モニタリングは重要である。モニタリングの際には、KPI に対する取組みのみならず、サステナビリティ方針やサステナビリティ推進体制にも注視していく必要があるが、「各論 4-3 インパクトの特定」で記載した通り、経営資源の限られた中小企業においては堅固なものまでは求めないものの、KPI 以外のサステナビリティ活動の有無等について対話をしていくことで意識の変容について確認することが望ましい。

IMM の手法は確立の途上であり、どのようにインパクトを測定・管理をしていくかについては各金融機関とも課題と感じている。中小企業をメイン先としている地域金融機関は、リレーションシップバンキングという考え方に基づくエンゲージメントをこれまで実施してきており、PIF の推進自体に関しては抵抗感をそれほど抱かないものの、インパクトの最大化に向けたエンゲージメントの仕方については今後も最善策を探していく必要がある。

現在、中小企業向けに行われているモニタリングとしては、年1回程度、KPI の達成状況や今後の方針について対象企業とエンゲージメントを行っているケースがあるが、中小企業に対しては毎月1~2回という頻度で訪問する中において、金融機関の営業店担当者レベルまでサステナビリティ経営やインパクトの考え方が浸透すれば、より踏み込んだエンゲージメントを通じてモニタリングが可能になることが考えられる。更に営業店担当者がインパクトファイナンスを推進し、インパクトを特定する段階から深く対象企業と共有することがエンゲージメントの基礎部分にも繋がると考えられる。

先述の通り、中小企業では一定期間を経過することで、代表者の関心が KPI に定めていない事項に変わったり、モチベーションの低下によって進捗が芳しくないといった事象も想定される。そのような事象が発生した時にも、対象企業とのエンゲージメントを通じて、要因を分析し、KPI 達成に向けた取組みに対してソリューションを提供しながら伴走支援ができるように、担当者レベルまでモニタリングの重要性を理解してもらうことが重要である。

4-6 開示

開示に馴染みのない中小企業も多く、開示をしてもらう意義を理解してもらうことは難しい部分ではあるものの、透明性の確保・インパクトウォッシュの防止といった観点から、開示は重要であると考えている。開示することで、銀行だけが評価するのではなく、ステークホルダーが評価することに繋がるためである。ただし、対象企業と金融機関との間で KPI 達成に向け真摯に取り組んでおり、金融機関がインパクトをモニタリングしているのであれば、中小企業が開示をする必要までではないのではないかという意見もあり、今後も議論をしていく必要がある。

また、何を開示するかもポイントである。一般的に上場企業の場合、ステークホルダーへの PR といった思いもあると思うが、中小企業の場合、同業他社や同じ地域の企業などからのやっかみを受けたり、対象企業の取引先から値下げ要求を受けるといった可能性も想定され、PR に消極的な経営者が多い。さらに、将来の設備投資の案件等、営業戦略上情報公開に対して抵抗感がある事項もあることから注意が必要だ。

さらに、自社でインパクト評価を行う体制や人員もない場合が多い。大企業の場合は投資家からの圧力や消費者による声で取り組む必要性がでてくるが、現時点では中小企業への要望はそこまで強くないため、意識がいかない状況にあるほか、開示に関するリテラシーが不足している部分も課題である。中小企業の場合、内部的にあるものの、それが開示できていなかったり、見せ方がうまくなかったりすることもあるため、今の時代の潮流にあった形で開示を行うことを助言しているケースもある。

各論 5 第三者機関の役割

会計監査の対象外となる開示情報は、信頼性を担保するために第三者機関による保証等を別途検討する必要がある。インパクトファイナンスに関しても同様にフレームワークに従った取組みに対しての第三者による評価が実務上求められている。ただし、フレームワークでの義務付けの有無や、評価の対象が異なることから実務的な見解を論じることは難しい。

各論 5 では、OPIM と PIF 原則にしたがって取り組まれたインパクトファイナンスに関して、第三者機関が、何を「根拠」とし、何を「対象」とし、評価の役割について、現行の日本国内での運用について紹介する。今後のインパクトファイナンスの進展に従い、第三者評価についての方向性や課題も明確になると考えられる。

5-1 インパクトファイナンスの目的と説明責任

機関投資家や金融機関（以下「インパクトファイナンス実施者」）は個人や団体から集めた資金を用いてインパクトファイナンスに取り組む。運用資金を提供した人々は何らかのインパクトの実現を期待するため、インパクトファイナンス実施者は、意図した社会的・環境的インパクトをはじめ、それらのインパクトを実現するための方法、実現したインパクトなどを資金提供者に説明する責任が生じる。インパクトファイナンスの普及段階で各インパクトファイナンス実施者がそれぞれの説明責任を果たしていくにあたり、インパクトファイナンスの行動様式などを定めた共通の規範を作り、規範に沿って活動を評価するといった仕組みが有用である。OPIM や PIF 原則はこのような仕組みの典型と考えられる。

これらの原則においてインパクトファイナンス実施者は資金提供者に対して規範の遵守を約束し、インパクトファイナンスの実施状況に関してステークホルダーに向けて開示することとなっている。その際、インパクトファイナンス実施者が第三者機関に自身の活動状況を検証してもらうことによって、報告内容の信頼性を高めることができる。第三者機関は望ましいインパクトファイナンスのあり方を規範に沿って評価できる専門的知見を持って、インパクトファイナンス実施者から独立した立場で検証業務を実施することが期待される。

5-2 第三者機関の業態

第三者機関の業態はいろいろあるが、独立性、専門性、倫理規範など共通する要素がある。ICMA のガイドランスでは監査業務の枠組みなどを踏まえて外部評価者に必要な要件として、「Integrity（誠実性）」「Objectivity（公正性）」「Professional Competence and Due Care（プロフェッショナルとしての能力及び正当な注意）」「Confidentiality（守秘義務）」「Professional Behaviour（プロフェッショナルとしての行動）」の 5 つを挙げている。これは国際会計士連盟国際会計士倫理基準審議会の「倫理規定（Code of Ethics for Professional Accountants）」⁶⁷ を考慮したものになっている。

また、第三者機関が上記の基本要件や行動規範などを踏まえて、評価の品質の向上の規制やルール整備がおこなわれている。例えば、証券監督者国際機構（IOSCO）は、2021 年 11 月に「ESG 格付け及びデータ提供者」と題した報告書⁶⁸ を公表している。その中で ESG に関する情報を提供する業者に期待される行動をとりまとめている。また、EU では、「欧州グリーンボンド（EUGB）の基準」⁶⁹ を設定し、外部評価機関の登録要件の整備を進めている。

67 <https://www.ethicsboard.org/iesba-code>

68 <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20211209/20211209.html>

69 https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en

日本においても、金融庁は 2022 年 12 月に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を策定⁷⁰し、評価会社に期待される行動について、「品質の確保」「人材の育成」「独立性の確保・利益相反の管理」「透明性の確保」「守秘義務」「企業とのコミュニケーション」という 6 つの原則を示している。

5-3 OPIM における第三者機関の役割

OPIM の原則 9 は署名機関が自らの行動が原則にどの程度整合しているかを説明することを求めている。この自己評価に独立した立場からの検証結果を合わせることで、開示の信頼性を高める。

**〈原則 9〉本運用原則との整合状況を開示するとともに、整合状況について、独立した検証を定期的
に実施すること。**

マネージャーは、自己のインパクト・マネジメント・システムと本運用原則との整合状況を、毎年公けに開示する。また、定期的に、整合状況に関する独立した検証を行い、検証報告書の結果も公けに開示する。なお、開示に際しては、受託責任や法規制との兼ね合いも勘案するものとする。

なお、原則 9 は必ずしも「第三者」検証を求めている。インパクト投資の実施責任から「独立」した位置づけにあれば、署名機関の内部組織による検証も許容している。開示の信頼性の向上をコストとの兼ね合いで考えて、様々な形態の事業者にも門戸を開いている。

GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループによる「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」では以下のとおり記載している⁷¹。

OPIM の特徴に原則 9 である「独立した検証」があります。誰でも署名して、「私たちはインパクト投資家です」と言うことはできますが、それではインパクトウォッシュを防ぐことはできません。署名後 12 ヶ月以内に、独立した検証を含めた報告を公開してもらい仕組みを作りました。しかしこれは、「第三者検証」という意味ではありません。「第三者検証」から連想される、監査法人を雇って監査をしてもらう、というような財政的余裕のない小規模な事業者に余計な負荷をかけることを一律に規定することは避けようと思いました。「独立」というのは、経営や業務から独立しているということで、クリエイティブなやり方含め、発想の力で内部的な「独立」検証も可能だということを確認したかったのです。結果として第三者検証を報告しているところも多いですが、内部に独立した検証委員会を作ったところ等、革新的なやり方も出てきています。

OPIM のウェブサイトには署名機関がリストアップされている⁷²。ここで原則 9 に基づく最新の自己評価の開示と検証報告書を閲覧することができる。デット型のインパクト投資ファンドの運用者 Calvert Impact Capital(以下「CIC」)の自己評価に関する BlueMark 社の検証報告書を見てみよう。

70 <https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20221215/20221215.html>

71 GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」, p49
https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/Guidebook_for_Impact_Measurement_and_Management.pdf

72 <https://www.impactprinciples.org/signatories-reporting>

CIC は 2022 年 4 月 30 日付の開示資料において、原則 1 から 9 に沿って自身のインパクト・マネジメントの実施状況を評価している。原則 9 では CIC が 2020 年 3 月に BlueMark 社（当時は当社の母体である Tideline 社の名義）の検証報告書を取得し、次回は 2023 年に CIC の新しい 3 カ年の戦略について検証を受ける予定があると説明している。

BlueMark 社は CIC のインパクト・マネジメント体制が OPIM にどの程度沿ったものなのか評価し、結果を報告書にまとめている。評価結果は「Area of strength」と「Areas for improvement」に要約して記述され、単純に適合／非適合といったデジタルな評価を述べる形式ではない。また原則の項目 1 から 8 ごとに「Advanced」「High」「Moderate」「Low」の 4 段階で原則の趣旨に沿っている度合いを示している。CIC に関しては原則 1 から 4、7、8 は Advanced、原則 5 は Moderate、原則 6 は High と評価し、原則 5 と 6 について ESG のパフォーマンスとリスクの管理手法について改善点を挙げている。

BlueMark 社は CIC が融資先の ESG 要因の標準的な事項は評価しているものの、個別の ESG のリスクとパフォーマンスの不調をより適切に捉えて対応するために細部に目を配っていくことができるといった趣旨の指摘をしている。CIC は 2021 年にインパクトと ESG の方針と手続きを導入したり、ジェンダー投資の手法を取り入れたりして、この指摘に対応している。

なお、BlueMark 社はインパクト投資に関する助言などのサービスを展開する Tideline グループの中で上記のような検証などインパクト投資プロセスを評価する機能を担っている。2020 年あたりから検証報告書の名義が Tideline 社から BlueMark 社に移っており、最近の BlueMark 社の検証報告書、例えば三菱 UFJ 銀行が取得した報告書では様式が若干変わっている。それでも項目ごとに講評が要約されており、「To further align with Principle [n], MUFG could . . .」 「To enhance alignment with Principle [n], MUFG could . . .」といった形で改善点の示唆があるところは同じである。

このような評価結果の提示はファンドの受益者などの資金提供者に対する説明の透明性を高めると同時に、実施者にとっても改善の糸口をつかむことができると有益なものと思われる。

5-4 PIF 原則における第三者機関の活用

UNEP FI はインパクト投融資に関して責任銀行原則（以下「PRB」）と PIF 原則の 2 つを定めている。PRB は主に戦略や投融資ポートフォリオ管理など組織としての規範、PIF 原則は個別のインパクトファイナンスを実施するための規範と言える。OPIM の原則 9 のような金融機関のインパクト・マネジメント体制の報告と独立した検証については PRB で規定している。

PIF 原則ではインパクトファイナンス実施の体制づくりや高度化を図るために、金融機関内部のモニタリング・評価に加え、第三者機関をどのように活用できるかといったことを随所で付言している。原則 2（枠組み）では、インパクトファイナンスの評価手法や人員配置を含めた実施プロセスに関して適宜セカンドオピニオンや第三者保証をとることを必要な事項の 1 つとして挙げている。原則 3（透明性）では実施プロセスだけではなく個別ファイナンスについても第三者による評価を受けることが示唆されている。原則 4（評価）が求めるインパクトの実現度合いの評価についても、金融機関の内部部署（業務部門から一定の独立性を有する監査部など）もしくは金融機関の外部の第三者による評価の有用性が指摘されている。

第三者評価に関しては PIF 原則の実施ガイドとして示された「モデル・フレームワーク」の中で、第三者機関の活用は PIF 原則の遵守のための要件ではないとしながらも、原則 3（透明性）の要件を満たす上で重要な役割を果たすものとして、第三者機関の関わり方がいくつか捕捉説明されている。

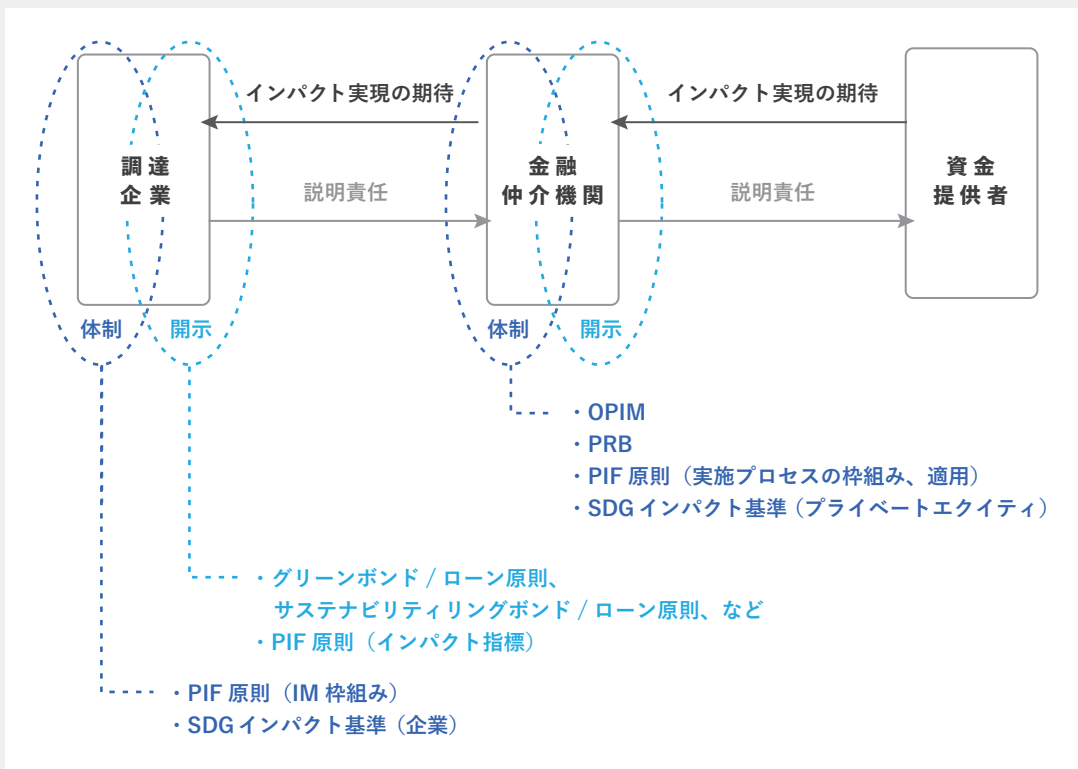
まず資金用途を特定しないインパクトファイナンスの実施プロセスに関する評価の当事者について、評価者は監査法人や非財務情報を格付けする会社、被評価者は調達企業やファイナンスの組成者を例示している。つぎに評価の内容について例示している。第三者機関は調達企業がインパクト管理をするために用いる枠組みやインパクト指標が、社内の方針や一般に認められる基準に準拠していることを評価できる。これに関して枠組みの適用状況の評価やインパクト指標の実績値の正確性も評価対象となり得る。ファイナンスの組成者に対する評価では、PIFの実施プロセスが投融資の実行時に適切に適用されていることの評価が挙げられている。

COLUMN

コラム #7 | インベストメントチェーン上の各種原則と第三者評価関係について

各論 5 では、OPIM と PIF 原則における第三者機関における役割や活用方法について説明した。本コラムでは、これらの第三者評価がインベストメントチェーンのどの部分でそれぞれ役割を果たすのかについて解説する(図表 27)。インベストメントチェーンの中では、資金提供者から金融仲介機関、調達企業において、それぞれの局面によって説明責任を果たすべき根拠が異なっている。したがって、第三者評価と一言にいても、その対象や根拠が異なることから、金融機関や調達企業は、「誰」の「どこ(開示、体制等)」に対して「何を」根拠に、評価が必要であるかをきちんと事前に整理をおこなう必要がある。

図表 27 インベストメントチェーン上の各種原則と第三者評価



ICMA グリーンボンド原則、サステナビリティ・リンク・ボンド原則の場合、これらの原則は調達企業が資金用途や戦略目標に関する透明性を高めるものとして普及している。原則が求める内容を見ると、環境改善効果や社会的成果の計測手法、プロジェクトや目標設定の評価プロセス、資金充当やレポートの体制、発行後の状況など、投資家に伝えるべきことが多岐にわたる。これらの情報の信頼性を高めるた

COLUMN

め外部評価を用いる慣行が定着しているが、第三者として確認すべき事項の専門性は情報の内容や性質によって異なる。例えば、環境改善効果の計測手法が適切か否かということであれば、環境関連の調査や技術審査の知見が役に立つ。プロセスや体制の有効性に関しては内部統制監査やマネジメントシステム認証などの業務経験が生かされる。発行後の KPI の実績値の検証は温室効果ガスの排出量など非財務指標の保証業務の領域になる。また投資情報という観点からは、不確実性がある中で資金調達者が持つ情報を比較分析するスコアリングや格付けノウハウが投資家の判断を助けることになる。

ICMA は原則の運営にあたり、どのような外部評価が利用可能なのかといったことに関してガイダンスを提供している。この中で外部評価の4つ類型「SPO」「検証」「認証」「スコアリング/格付」が例示されている。この類型に属する主な業者の業態を図表 28 に示した。様々な業者がそれぞれの専門性を生かして外部評価を提供している。なお、この分類での「認証」は「Certification」の意味で、基準（standard）の設定と基準への準拠を確認する業者の認定（accreditation）の枠組みを指すが、日本の ESG ファイナンスの実務上は原則やガイドラインなどへの適合を確認する行為に広く「認証」という言葉が使われている。OPIM の独立検証においても前述の Tideline グループのようにインパクト投資のアドバイザーを母体とした業者もいれば、監査法人も見受けられる。PIF では第三者機関の様々な活用が想定されているため、目的に応じて業者を選ぶことができるだろう。

図表 28 サステナブルファイナンスの外部評価の類型

類型	概要	主な業者の業態
セカンドパーティ オピニオン Second Party Opinion (SPO)	環境や社会に関する専門性を有する機関による原則への適合性に関する意見。持続可能性に関する包括的な目標、戦略、方針、プロセスの評価、あるいはプロジェクトの環境改善効果や社会的成果の評価を含むことがある。	ESG リサーチ会社 シンクタンク ISO 認証機関 信用格付会社
検証 Verification	環境改善効果や発行プロセスに関して一定の基準に準拠していることの検証。保証や証明の形式をとることがある。	監査法人 CBI 認定検証業者 (SPO 提供者や監査法人など)
認証 Certification	気候変動対応のプロジェクトなどに関する認証スキーム。一般に要求事項の設定と検証業者の認定の枠組みで構成される。	認証主体 (CBI、ISO、UNDP)
スコアリング/格付 Scoring/Rating	評価会社が設定した評価手法に基づいた、環境や社会のパフォーマンス、プロセスの適切性、ベンチマーク比較などに関するスコアリングや格付。	信用格付会社 データプロバイダー

別添 | インパクト測定・マネジメントに係る指針

インパクト投資を実践する機関投資家は、投資先企業が生み出すインパクトの持続的な拡大に向けて、以下の指針に沿った投資活動を行うことが望ましい。

指針 1

機関投資家は、自社の経営戦略にインパクトの創出を明確に位置づけたうえでインパクト・ファンドの投資戦略を立案すること。

指針 2

機関投資家は、インパクト・ファンドの投資戦略に沿った投資の実行ができるよう、グローバルで採用されている考え方や手法を考慮しながら適切な IMM プロセスを設計すること。

指針 3

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するよう、投資先企業の創出するインパクトについての深い理解に基づき、当該企業の状況を的確に把握（モニタリングという）し、投資先企業との建設的な目的を持った対話（エンゲージメントという）を実施すること。

指針 4

機関投資家が投資先企業の持分株式を売却するにあたっては、投資先企業が生み出すインパクトが失われることがないよう、その持続性への影響を考慮しながら判断すること。

指針 5

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するようどのようにインパクトの意図を実現したのか、最終投資家に対して定期的に報告すること。

金融庁・GSG 国内諮問委員会共催「インパクト投資に関する勉強会」及びデット IMM 分科会について

金融庁と Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会は、2020 年 6 月より、インパクト投資についての金融・市場関係者及び行政の理解を深め、国内外の社会課題解決に向けたインパクト投資への取組みの意義と課題を明らかにすることなどを目的として、「インパクト投資に関する勉強会」(以下「勉強会」)を共催している。第一フェーズにおいては全 7 回の勉強会を開催し、2021 年 9 月 3 日に最初の総括「第一フェーズの到達点と今後の課題」を行った。その後の第二フェーズにおいても、2023 年 5 月末までに、5 回の勉強会を開催している。

一方、GSG 国内諮問委員会は、本勉強会とは別に、2020 年度に「インパクト測定・マネジメントワーキンググループ」を立ち上げ、6 回の会合を開催したうえで、エクイティファイナンスを対象とした「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」を作成した。同ワーキンググループは、2021 年 4 月 28 日、本勉強会の委員及びオブザーバーメンバーを対象に、本勉強会の特別セッションとして、同ガイドブックの説明会を開催し、広くコメントを求めたうえで、同年 6 月に同ガイドブックを公表した⁷³。なお、同ワーキンググループは、その後、本勉強会の第 1 分科会(エクイティファイナンス対象)として位置づけられ、ガイドブックの普及活動及びその後の見直しに向けた準備を行っている。

「デット IMM 分科会」は、エクイティファイナンスを対象とした上記のガイドブックのデットファイナンス版を作成することを目的として、本勉強会の第 2 フェーズが始まった 2021 年 11 月に、同勉強会の傘下の第 2 分科会として設置された。ガイドダンスの編集作業を担う松山将之(株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所 主任研究員)をリーダー、安間匡明(一般財団法人社会変革推進財団 エグゼクティブ・アドバイザー)及び今田克司(一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ 代表理事)をサブリーダーとして、民間銀行、地域金融機関、証券会社その他の関係実務者総勢 45 名により、デットにおけるインパクトファイナンス及び IMM に関する現在の課題や論点について全 16 回の分科会会合を通じて議論を重ねてきた。執筆者による全 6 回の編集会議を経て、2023 年 4 月 25 日、本勉強会の特別セッションとしてガイドダンス説明会を開催し、広くパブリックコメントを受け付けたいと、本ガイドダンスの公表に至った。本ガイドダンスは、同第 2 分科会の成果物である。

GSG 及び GSG 国内諮問委員会とは

— The Global Steering Group for Impact Investment (GSG) は、人々と地球によりよい影響を与えるインパクト投資を推進するグローバルなネットワーク組織。2013 年に、当時の先進国首脳会議(G8)の議長国であった英国・キャメロン首相の呼びかけにより創設された「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」が、2015 年 8 月に GSG と名称変更をし、現在は、世界 33 カ国の加盟国や地域(EU)が各国諮問委員会(National Advisory Board)として参加している。イギリスにおけるベンチャーキャピタルの先駆者であるロナルド・コーエン卿が会長を務め、GSG の活動には金融、ビジネス、フィランソロピー等多様な分野のリーダーが参加している。

— GSG 国内諮問委員会(Japan National Advisory Board, The Global Steering Group for Impact Investment : GSG-NAB Japan)は、日本における支部として 2014 年に設立され、主に、調査研究・普及啓発・ネットワーキング活動を通じて、金融・ビジネス・ソーシャル・学術機関等あらゆる分野の実務者や有識者と連携し、インパクト投資市場やエコシステムの拡大に貢献している。GSG 国内諮問委員会は、定期的に開催されており、日本のインパクト投資促進に向けて必要な提言を実施するため委員会の傘下にワーキンググループを組成している。

73 https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/Guidebook_for_Impact_Measurement_and_Management.pdf

デット IMM 分科会メンバー

分科会メンバー（敬称略）★は執筆者を示す。

リーダー

★ 松山 将之 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所 主任研究員

サブリーダー

★ 安間 匡明 一般財団法人社会変革推進財団 エグゼクティブ・アドバイザー

★ 今田 克司 一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ 代表理事

ガイドランス執筆メンバー（氏名により五十音順）

★ 石渡 明 株式会社格付投資情報センター ESG 評価本部副本部長 兼 ESG 評価研究所長

★ 今井 優里 みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 サステナビリティコンサルティング第2部

★ 清水 一滴 大和証券株式会社 サステナビリティ・ソリューション推進役

★ 末吉 光太郎 株式会社みずほフィナンシャルグループ サステナブルビジネス部

★ 橋爪 麻紀子 株式会社日本総合研究所 創発戦略センター

★ 平田 みずほ 株式会社 SBI 新生銀行 サステナブルインパクト推進部 サステナブルインパクト評価室長

★ 堀 弘明 三井住友信託銀行株式会社 経営企画部 サステナビリティ推進部

★ 森下 泰由紀 一般財団法人静岡経済研究所 調査部長

★ 谷ヶ崎 真尚 株式会社三菱 UFJ 銀行 サステナブルビジネス部

★ 山崎 剛 株式会社静岡銀行 コーポレートサポート部 法人ファイナンスグループ課長

ディスカッション・メンバー（法人名により五十音順）

小林 茂 日本経済新聞 京都支局長（元株式会社格付投資情報センター 執行役員 ESG 推進室長）

大類 雄司 株式会社格付投資情報センター 執行役員

森安 圭介 株式会社格付投資情報センター ESG 評価本部評価部シニアアナリスト

新井 真美 株式会社格付投資情報センター ESG 評価本部評価部シニアアナリスト

芹沢 健自 株式会社かんぽ生命保険 運用企画部 責任投資推進担当 課長

浅倉 哲也 株式会社かんぽ生命保険 運用企画部 責任投資推進担当

小林 巧 株式会社かんぽ生命保険 運用企画部 責任投資推進担当

加藤 善貴 株式会社かんぽ生命保険 運用企画部 責任投資推進担当

吉川 知里 株式会社かんぽ生命保険 運用企画部 責任投資推進担当

小松 真也 クラウドクレジット株式会社 取締役 CFO

杉山 智行 クラウドクレジット株式会社 代表取締役 CEO

岩田 郷 クラウドクレジット株式会社 執行役員

中村 将人 GLIN Impact Capital 代表パートナー

秦 雅弘 GLIN Impact Capital 代表パートナー

竹林 正人	Sustainalytics, Asia-Pacific Research, Associate Director/Lead Analyst (分科会開催当時)
大下 剛	CSR デザイン環境投資顧問株式会社 シニア・リサーチャー&コンサルタント
鈴木 達也	株式会社静岡銀行 コーポレートサポート部 法人ソリューション営業グループ長
新村 剛規	株式会社静岡銀行 コーポレートサポート部 法人ファイナンスグループ長
亀井 翔平	株式会社静岡銀行 コーポレートサポート部 法人ファイナンスグループ課長
大岩 勇樹	株式会社静岡銀行 コーポレートサポート部 法人ファイナンスグループ
田中 淳一	住友生命保険相互会社 運用企画部 責任投資推進部長
井上 雅允	住友生命保険相互会社 運用企画部 責任投資推進タスクフォースマネージャー
反橋 知世	住友生命保険相互会社 運用企画部 責任投資推進チーム
二宮 昌恵	株式会社日本総合研究所 創発戦略センター
林 寿和	Nippon Life Global Investors Europe Plc Head of ESG
相原 和之	野村證券株式会社 サステナブル・ファイナンス部サステナブル・ファイナンス担当部長
石塚 修子	株式会社みずほフィナンシャルグループ 法人業務部
角谷 響子	株式会社みずほ銀行 サステナブルプロダクツ部
森下 修	みずほ証券株式会社 サステナビリティ推進部長
和田 正嗣	みずほ証券株式会社 サステナビリティ推進部 サステナビリティ戦略開発室
合田 宗弘	株式会社三井住友銀行 サステナブルソリューション部 上席推進役
木瀬 恵子	株式会社三井住友銀行 サステナブルソリューション部 部長代理
高木 亮太	株式会社三井住友銀行 サステナブルソリューション部 部長代理
長谷川 輝	株式会社三井住友銀行 サステナブルソリューション部
阿部 和彦	PwC サステナビリティ合同会社 執行役員

事務局メンバー (順不同)

菅野 文美	一般財団法人社会変革推進財団 インパクト・エコノミー・ラボ 所長
小笠原 由佳	一般財団法人社会変革推進財団 インパクト・オフィサー
中村 麻紀	一般財団法人社会変革推進財団 インパクト・オフィサー
鴨崎 貴泰	一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ 専務理事
松島 拓	一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ 事務局スタッフ
千田 領一郎	一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ 事務局スタッフ