

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

2021年4月号

ESG 投融資の潮流とインパクトファイナンスへの発展

- I. ESG 投融資の潮流
- II. インパクトファイナンスへの発展
- III. インパクト評価ガイド
- IV. 結び

森・濱田松本法律事務所
弁護士 高石 脩平
TEL. 03 6213 8112
shuhei.takaishi@mhm-global.com

I. ESG 投融資の潮流¹

昨今、ESG 投融資が潮流となっており、その普及に向けた議論が活発に行われています。

世界に目を向けると、欧州を中心に、2015年12月に国連気候変動枠組条約締結国会議（COP21）において、世界共通の長期目標として世界の平均気温上昇を産業革命以前と比べて2°Cより十分低く保つ目標の設定及び1.5°Cに抑える努力を追求すること等を目標として掲げた「パリ協定」²の達成に向けて、国連責任投資原則（PRI）、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードを中心としたESGに配慮した機関投資家・事業会社の行動指針の策定、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言を踏まえた気候関連情報開示の義務化、経済活動の環境・社会へのインパクトやサステナビリティの水準を判断するための統一基準として「サステナビリティ」を定義付けるEUタクソノミー³の制定等が進められています。

米国も、バイデン大統領のもとで、パリ協定への復帰に署名し、2050年までにカーボンニュートラルを達成することを目標として掲げています。

他方、日本においても、PRIに署名した金融機関・投資家の増加、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）による「ESG指数」の採用、後述するスチュワードシップ・コードの改訂によるESG要素の強調等、徐々にESG投資への関心が集まっていたところ、2020年10月26日の菅首相所信表明演説⁴において、温暖化ガスの排出量について「2050年までに、温室効果ガスの排出を全体としてゼロにする」ことが正式に表明され、またグリーン成長戦略の一つとして「経済と環境の好循環」を掲げ、グリーン社会、2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現に向けて最大限努力することが謳わ

¹ 国内外におけるESG投融資の議論の流れを解説・概観するものとして、夫馬賢治『ESG思考』講談社（2020年4月15日）、湯山智教『ESG投資とパフォーマンス』一般社団法人金融財政事情研究会（2020年10月8日）、佐藤正謙『金融の世界の枠組みが変わる—サステナブルファイナンス・ESG投融資と超高齢社会における金融サービスの在り方』（「ルール・チェンジ 武器としてのビジネス法」日本経済新聞出版所収、2020年12月16日）ご参照。

² <http://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/10a01.pdf>

³ <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

⁴ https://www.kantei.go.jp/jp/99_suga/statement/2020/1026shoshinhyomei.html

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

れました⁵。また、金融庁、環境省、経済産業省の各省庁が個別に又は協働してパリ協定達成への旗振りとして様々な会議、委員会、勉強会を立ち上げ議論しています。

このような ESG 投融資の世界的な潮流及び日本政府によるカーボンニュートラルに向けた投融資の後押しから、ESG 投融資への企業、投資家の関心は一層高まっており、今後、関連する市場の拡大が見込まれています。

本稿では、ESG 投融資に関連する論点のうち、ESG 投融資の発展形として注目されるインパクトファイナンスにおけるインパクト評価手法の概要について採り上げます。

II. インパクトファイナンスへの発展

環境省の ESG 金融ハイレベル・パネルに設置されたポジティブインパクトタスクフォースは、2020年7月15日に公表した「インパクトファイナンスの基本的考え方」⁶（以下「基本的考え方」といいます。）において整理したインパクトファイナンスの全体像を踏まえ、投融資により環境・社会・経済に与えるインパクトを適切に評価するためのガイドとして、2021年3月26日に「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」⁷（以下「インパクト評価ガイド」といいます。）を公表しました。

インパクトファイナンスは、①（適切なリスク・リターンの確保を前提としつつも）環境・社会・経済に対する明確なインパクトを生み出す意図をもって取り組む投融資である点⁸、②インパクト評価に当たって、単にインパクト測定を行うだけでなく、適切な管理・報告が求められる点に特徴があり、ESG 投融資の発展形と位置付けられます。インパクトファイナンスは、従来の投融資概念を従来のリスク・リターンの2次元に ESG 要素という3次元目の視点を加えるものであり、その普及のためにはインパクト評価等を実施する上での評価手法、期中におけるインパクトの管理・報告の方法等の確立が必要でした。インパクト評価ガイドでは、基本的考え方で示されたインパクトファイナンスの全体像を踏まえてこれらを整理しています。

本稿では、以下インパクト評価ガイドの内容を俯瞰したいと思います。

⁵ <https://www.meti.go.jp/press/2020/12/20201225012/20201225012-2.pdf>

⁶ 基本的考え方の概要及びインパクトファイナンスの事例については、[STRUCTURED FINANCE BULLETIN \(2020年9月号\)](#)をご参照。

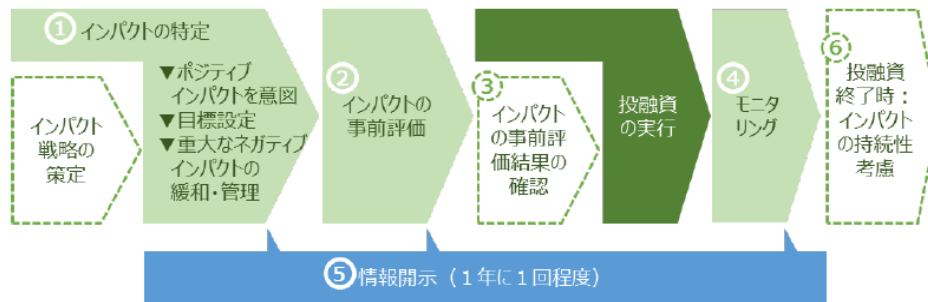
⁷ <http://www.env.go.jp/press/files/jp/115951.pdf>。なお、インパクト評価ガイドは「グリーンから始める」というタイトルとなっていますが、これは気候変動の対応が喫緊の課題となっており、かつ、そのインパクトの評価に関する知見の一定の蓄積があることからであり、インパクト評価ガイドで示されたインパクト評価の方法論そのものに関しては、グリーンの側面に限ったものではなく、グリーン以外のインパクトにまたがる場合にもインパクト評価ガイドを活用することが可能とされています（インパクト評価ガイド5頁）。

⁸ このため、インパクト評価ガイドにおいては、「インパクト」を、「組織によって引き起こされるポジティブ又はネガティブな環境、社会又は経済に対する変化のことをいい、直接的な成果物や結果（アウトプット）ではなく、それにより環境、社会又は経済面にどのような違いを生み出したかという効果（アウトカム）を指す」と定義しています（インパクト評価ガイド5頁）。

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

Ⅲ. インパクト評価ガイド⁹

インパクト評価ガイドでは、投融資スキームの形態に応じて、基本的考え方で示された「インパクトファイナンスの基本的流れ」（下図）の各プロセスにおいて、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)、インパクト・マネジメント・プロジェクト(IMP)、国際金融公社(IFC)といった国際的な各イニシアティブにおいて示されている考え方やツールがどのように選択・活用することができるか説明しています。



（出展：基本的考え方）

1. インパクトの特定

インパクトの評価に当たっては、投融資によって生み出そうとするポジティブインパクトと、緩和・管理すべき重大なネガティブインパクトを明確化するため、関係するインパクトの領域を特定する必要があるとされています。

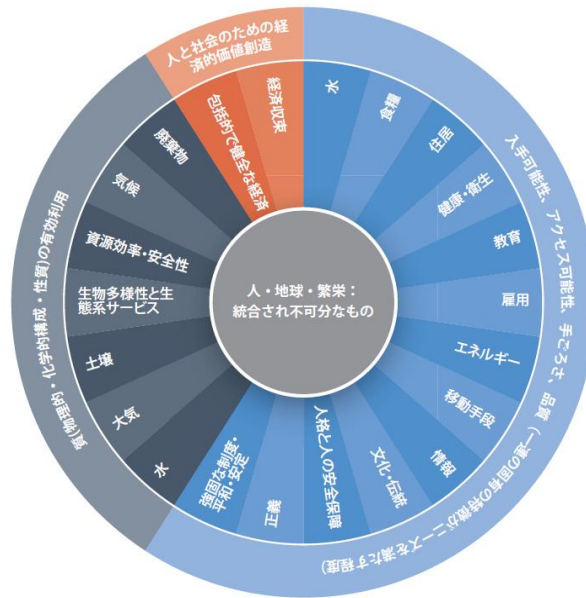
特に、企業向けの用途制限のない銀行ローン等のコーポレート・ファイナンスのような「インパクト包括型」の場合、まずポジティブ・ネガティブの両面で、まずは国・地域や事業セクターに基づいて重大なインパクトが発生し得る領域を特定し、その上で、個社の事業製品・サービスの特性に従って投融資案件の具体的なインパクトを特定するものとされています¹⁰。インパクト領域の特定に当たっては、投融資先の企業が関わる多様なインパクト領域を包括的に分析することが可能な UNEP FI の「インパクトレーダー」¹¹（下図）¹¹を活用することが望ましいとされています。

⁹ 基本的考え方にも示されているとおり、グリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、グリーンローン原則等のように、インパクトを意図し、特定・評価・モニタリングし、かつ開示するといった手法に係る原則が別途確立しているものについては、それらの原則に基づき取り組むものとするものの、インパクトの評価に係る部分に関しては、必要に応じてインパクト評価ガイドを併せて参照することも可能とされています（インパクト評価ガイド3頁）。

¹⁰ グローバル企業において、特にネガティブインパクトについては、地域や事業セクターの特性を踏まえ、材料等の調達先の国・地域等、サプライチェーン全体において包括的な視点から確認することが望ましいものとされています。

¹¹ <https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-publications/corporate-impact-tool/>

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN



(出展：UNEP FI「インパクトレーダー」)

他方、特にプロジェクトファイナンスやインフラ・不動産ファンド、プライベート・エクイティファンド等におけるインパクトファイナンスのような「インパクト特定型」の場合、インパクト戦略や投融資対象となるプロジェクト・ファンド等の目的に応じ、生み出そうとするポジティブなコア・インパクトを独自に特定するものとされています。その上で、インパクトの捉え方として、個々のインパクトを5つの側面から掘り下げる、IMP が提唱する「インパクトの5側面」(下図)を参考とすることが有効であるとされています。

インパクト側面	各インパクト側面において問う事柄
□ 何を (What)	<ul style="list-style-type: none"> どのようなアウトカムが生じるか。 そのアウトカムはポジティブかネガティブか。 そのアウトカムは人あるいは地球にとって重要か。
○ 誰が (Who)	<ul style="list-style-type: none"> 誰がそのアウトカムを享受するか。 その人達はその恩恵を受けてこなかったか。
⋮ どの程度 (How Much)	<ul style="list-style-type: none"> そのアウトカムはどのくらい生じるか。(アウトカムを享受する人数、変化の度合い、アウトカムの持続期間など)
+ 企業の貢献度合い (Contribution)	<ul style="list-style-type: none"> そのアウトカムに対する企業の貢献は何か。どんな変化が生じるか。
△ リスク (Risk)	<ul style="list-style-type: none"> インパクトが予想通り生じなかった場合、どのようなリスクが人や地球にあるか。

(出展：Impact Management Project ホームページを基に CSR デザイン環境投資顧問作成)

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

2. インパクトの事前評価及び結果の確認

インパクトの事前評価に当たっては、まず特定したポジティブなコア・インパクトの発生を意図する領域について、見込まれるアウトカムの大きさや発現の確からしさを、投融資後に比較検証可能な形でモニタリングできるよう、評価しておくことが必要とされています。また、重大なネガティブインパクトが発生し得ると判断されたコア・インパクト領域については、重大なネガティブインパクトが発生しないよう適切に管理され、或いはその影響が適切な水準まで緩和されるよう十分な措置が取られていることを確認する必要があるとされています¹²。

また、ポジティブ、ネガティブそれぞれのコア・インパクトについて、原則として定量的な事前評価を（定量評価のみでは十分な評価ができない場合には、定性評価も）行った上で、期待されるアウトカムについて、各国際的イニシアティブが示しているインパクト評価の指標や算定方法を活用する等して、測定可能な KPI 及び目標を設定しておくことが求められるとされています。

また、インパクトファイナンスの効果を最大化するために、単にインパクト評価を行うだけではなく、ポジティブインパクトの有無やネガティブインパクトの緩和・管理状況等により分類することで、現状の把握・確認を行うとともに、KPI の改善や目標達成に向けた金融機関・投資家と投融資先企業との継続的な対話が期待されています。

3. モニタリング及び情報開示

上記で決定したインパクトの評価方法に基づいて、金融機関・投資家は、投融資期間中は少なくとも年 1 回程度以上、当該時点での進捗が目標と整合するか否かのモニタリングを行うことが求められています。

また、金融機関・投資家は、少なくとも投融資の当事者間において、投融資時には、インパクトに関する意図、特定したコア・インパクト、KPI や事前評価について、投融資後には、モニタリングの結果について情報開示を行うものとされています。

4. 独立した評価

以下のような場合においては、インパクトファイナンスのフレームワークやインパクト評価の結果について、インパクトファイナンスに関する十分な専門的知識及び独立性を有する機関によるレビューを受ける等により、客観性を担保することが望ましいとされています。

¹² インパクト特定型のように、インパクト特定の段階において全てのインパクト領域を必ずしも包括的に分析しない場合にも、重大なネガティブインパクトについては適切に特定し緩和・管理していくことが求められます。例えば、再生エネルギー発電事業への投融資の場合、代表的なネガティブインパクトである森林伐採による生態系への影響や騒音等について、適切に緩和・管理しておくことが重要とされています。

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

- ✓ 当該金融商品が想定する投資家やステークホルダーに対し、インパクト評価の透明性・客観性を高めることが必要と判断される場合
- ✓ 自らが行うインパクトファイナンスについて、フレームワークやインパクト評価の基準、その評価結果の適切性に関し、より深い知見によって補助的かつ客観的な第三者意見が必要と判断される場合
- ✓ 投融資を予定している案件が比較的特殊なものであり、そのインパクトの算定に用いることができる既存のフレームワークや指標等が存在しない場合に、自ら策定したインパクトの算定方法の適切性について客観的な第三者意見が必要と判断される場合

また、独立評価に当たっては、インパクトの事前評価プロセスの妥当性を重視し、事前評価の段階でフレームワークが適切に構築されていれば、当該フレームワークに準拠してモニタリングを実施することが期待されています。

IV. 結び

インパクト評価ガイドにより、インパクト包括型とインパクト特定型のそれぞれについてインパクト評価の手法やその管理方法がより明確に整理されたことにより、より多くの金融機関・投資家がインパクト評価を取り組む形で投資合理性を組み立てる素地ができたといえます。

この点、インパクトファイナンスの一類型であるサステナビリティ・リンク・ローンでは、例えば温室効果ガスの排出量削減のようなサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）を設定し、その達成状況に応じて金利減少等の一定のインセンティブが付与されますが、①具体的な目標設定が曖昧、②SPTの設定がアウトプットに留まる、③SPTの設定に具体的な数値基準がない、④SPTの設定が意欲的でない、⑤モニタリング基準が曖昧な案件もみられるとの指摘もあり¹³、インパクトファイナンス全体でも留意すべき課題と考えられます。インパクト評価ガイドにより、インパクトの定量評価方法について一定の方向性が示されたところですが、どのような、或いはどの程度定量的な評価を行うことが適切かという点について統一的な基準を設けるまでには至っておらず、この点は今後の案件の蓄積及び議論の深化が待たれるところです。また、現状はインパクトの定量評価の対象となる情報について統一的な基準がなく、利用する情報の客観性・透明性確保については、国内外の ESG 関連情報の開示を巡る動き¹⁴やインパクトファイナンス開示事例の蓄積を踏まえて議論されるべき論点であると思わ

¹³ https://www.fsa.go.jp/singi/sustainable_finance/siryou/20210325/02.pdf 参照。なお、同様の問題意識は海外でも示されており、LMA（Loan Market Association）及び ELFA（European Leveraged Finance Association）も、野心的（aspirational）な SPT を設定すべきであり、容易に達成できる SPT を設定することは、実際は環境改善効果等がないにも関わらずサステナビリティ・リンク・ローンと称するグリーン・ウォッシングと疑われるおそれもあると指摘しています（<https://www.lma.eu.com/application/files/8616/1779/1910/Are-ESG-margin-ratchets-saving-the-planet-or-saving-borrowers-money.pdf>）。

¹⁴ 2021年3月31日付で金融庁が公表したコーポレートガバナンス・コードの改訂案及び国内外の ESG 関連情報の開示の動向については [CAPITAL MARKETS BULLETIN（2021年4月号）](#) をご参照。

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

れます。

インパクトファイナンスは社会的インパクトを意図的に作出するファイナンスであり、パリ協定達成に向けた民間資金の呼び水として大いに期待されることです。日本のインパクトファイナンス市場はまだ小さいですが、インパクト評価ガイドの公表をきっかけに、今後のインパクトファイナンスの普及が期待されます。

セミナー

- セミナー 『第 4552 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「コンセッション事業のリスク分担に関する実務上のポイント」』
開催日時 2021 年 5 月 27 日（木） 13:30～16:30
講師 末廣 裕亮
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

- セミナー 『データセンターに対する不動産投資実務～DD・契約実務を中心に解説～』
開催日時 2021 年 5 月 12 日（木） 13:30～16:30
講師 蓮本 哲
主催 金融財務研究会

- セミナー 『プロジェクトファイナンスの実務～発電事業プロジェクトの最新動向とリスク分担のポイントを事業者・金融機関双方の視点で解説～』
開催日時 2021 年 4 月 28 日（水） 13:30～16:30
講師 末廣 裕亮
主催 金融財務研究会

- セミナー 『第 4516 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「ABL（債権・動産担保融資）と再生ファイナンスの実務上の留意点」』
開催日時 2021 年 4 月 22 日（木） 13:30～17:00
講師 末廣 裕亮、松井 裕介
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

BANKING / STRUCTURED FINANCE BULLETIN

- セミナー 『第 4441 回 金融ファクシミリ新聞社セミナー「STO (Security Token Offering) の法律と実務～具体的なスキームと最新の事例を踏まえて～」』
開催日時 2021 年 4 月 21 日 (水) 9:30～11:30
講師 石橋 誠之
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文 「暗号資産の法的性質と実務」
掲載誌 金融・商事判例 No.1611 (2021 年 3 月増刊号)
著者 堀 天子 (編著)、増田 雅史 (著)
- 論文 「診療報酬債権の債権譲渡について真正譲渡性が否定された事例の分析と実務への影響—東京高決令和 2 年 2 月 14 日を題材として—」
掲載誌 SFJ Journal Vol.22
著者 末廣 裕亮
- 論文 「International Comparative Legal Guide to: Lending & Secured Finance Laws and Regulations 2021 - Japan Chapter」
掲載誌 International Comparative Legal Guide to: Lending & Secured Finance Laws and Regulations 2021
著者 末廣 裕亮

NEWS

- **Chambers Global 2021 にて高い評価を得ました**
Chambers Global 2021 で、当事務所は日本における 8 つの分野で上位グループにランキングされ、Banking & Finance 分野で、佐藤 正謙、小林 卓泰、青山 大樹が日本を代表する弁護士に選ばれました。当事務所のバンコクオフィス、ヤンゴンオフィス、および北京オフィスにおいても複数の分野で上位グループにランキングされ、各オフィスに所属する弁護士がそれぞれの分野で高い評価を得ております。

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com