

No. 1104 (2020. 7.14)

ESG 投資の動向と課題

はじめに

I ESG 投資に関連する世界及び日本の動向

- 1 これまでの取組
- 2 ESG 投資の代表的手法と投資規模

II ESG 情報の開示基準とその課題

- 1 ESG 情報の開示基準の現状
- 2 開示基準の課題

III インパクト評価

- 1 インパクト投資の位置付け
- 2 インパクト投資の例
- 3 インパクト評価の課題

おわりに

キーワード：ESG 投資、ESG 金融、SDGs、インパクト、非財務情報、開示基準

- 世界及び日本における ESG 投資の運用残高は、年々増加している。また、様々な国際組織が行動原則や手引を策定している。
- ESG 投資に当たっては、企業が開示する ESG 情報が重要な判断材料となる。ESG 情報については、様々な任意の開示基準が存在し、国際的な議論が進められている。開示基準が幅広いステークホルダーの利益となるよう、日本政府を始めとするステークホルダーが国際的な基準策定の議論に関与していく必要がある。
- SDGs 達成の観点からは、投資が社会や環境の課題解決というポジティブなインパクトをもたらすことが望ましい。投資による社会や環境へのインパクトを評価するための基礎となる事例の蓄積とその分析が必要である。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 たかざわ みゆき 高澤 美有紀

はじめに

ESG 投資とは、一般に、企業の財務情報に加えて、環境（Environment）及び社会（Social）への配慮、企業統治（Governance）の向上等の情報を加味し、中長期的なリターンを目指す投資をいう¹。ESG として想定される具体的内容はそれに関連する組織により様々であるが、例えば、環境は二酸化炭素排出量削減や再生可能エネルギーの利用、社会は人権問題への配慮や製品の安全性確保、企業統治は取締役の多様性や適切な納税などがある。

2006年に、国際連合（United Nations. 以下「国連」という。）は、ESGの課題が金融市場に及ぼす影響に着目し、投資にESGの観点を組み込むことを目的として、責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）を提唱した。その後、世界でESG投資に関連する各種の行動原則等が、策定、公表されている。とりわけ2015年9月に、国連で「持続可能な開発目標」（Sustainable Development Goals: SDGs）²が採択されたことから、SDGsを達成する手段としてESG投資の重要性が増している。最近では、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済対策で企業の救済条件にESG要素を盛り込む動きも見られる³。ESG投資が活発化している背景には、例えば気候変動との関係では、水害や猛暑による経済的損失の増加や、規制強化により化石燃料資源等の資産価値が減損するリスクを金融機関等が認識するようになったことがある⁴。

本稿では、ESG投資の動向を概観し、ESG投資に関連する開示基準の現状と課題を紹介する。また、SDGs達成の観点からは、投資が社会や環境の課題解決といったポジティブなインパクトをもたらすことが望ましいことから、インパクト評価の課題についても述べる。

I ESG投資に関連する世界及び日本の動向

1 これまでの取組

ESG投資に関連する様々な国際組織が、行動原則等を策定・公表している（表1）。また、各国の金融監督当局が連携して気候変動リスクに関する企業の財務情報の開示について検討しているほか、国際組織がESGに関連した債券や融資に関する基準や手引を作成するなどの取組を進めている。日本においては、ESG金融の拡大を後押しすることが政府の戦略に盛り込まれており⁵（表2）、今後も各種の取組が進められる見込みである。

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2020（令和2）年7月2日である。

¹ 企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility: CSR）を考慮した社会的責任投資（Socially Responsible Investment: SRI）は、企業活動から生じた利益の一部を社会に還元する意味合いが強かったが、ESG投資は、企業が長期的に優れたパフォーマンスを追求するための投資手法として認知されている点異なる。

² SDGsは、2015年9月に「国連持続可能な開発サミット」で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された2030年までの国際的な目標である。貧困や飢餓の撲滅、教育・福祉、ジェンダーの平等、環境保全など17の目標と169のターゲットで構成されている。

³ 「コロナ経済対策 環境重視 各国、長期的視野で立案」『日本経済新聞』2020.5.18.

⁴ Patrick Bolton et al., “The Green Swan: Central banking and financial stability in the age of climate change,” 2020.1, pp.17-20. Bank for International Settlements website <<https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>> 新型コロナウイルス感染症問題を通じて、社会（S）の要素も注目されている（江夏あかね「新型コロナウイルス感染症とサステナブルファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2020.春号, 2020.6, pp.37-38.）。

⁵ 「パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略」（令和元年6月11日閣議決定）pp.66-67. 首相官邸ウェブサイト <<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/ondanka/kaisai/dai40/pdf/senryaku.pdf>>; 「成長戦略実行計画」（令和元年6月21日閣議決定）pp.28-29. 同 <<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/ap2019.pdf>>

表 1 ESG 投資に関連する主な国際組織の行動原則等 ※ 原則として組織の発足順、一部は ESG への取組順。

国際連合 (United Nations)	
2006 年 4 月	「責任投資原則」 (Principles for Responsible Investment: PRI. ESG への取組に関する 6 原則を列挙)
2015 年 9 月	「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」
国連環境計画・金融イニシアティブ (United Nations Environment Programme Finance Initiative: UNEP FI)	
1992 年 5 月	発足 (国連環境計画 (UNEP) と金融機関のパートナーシップ)
2012 年 6 月	「持続可能な保険原則」 (Principles for Sustainable Insurance: PSI. 保険業界が遵守する 4 原則を列挙)
2019 年 9 月	「責任銀行原則」 (Principles for Responsible Banking: PRB. 金融機関が目標とする 6 原則を列挙)
国連グローバル・コンパクト (United Nations Global Compact: UNGC)	
2000 年 7 月	発足 (持続可能な成長を実現するための枠組み)
2015 年 9 月	「SDGs の企業行動指針」 (SDGs Compass ^{*1} . 企業が SDGs に貢献するための 5 段階を提示)
グローバル・インパクト投資ネットワーク (Global Impact Investing Network: GIIN)	
2009 年 9 月	発足 (機関投資家等が加盟) 「インパクト報告及び投資基準」 (Impact Reporting and Investment Standards: IRIS. GIIN 発足前の 2009 年 7 月に策定。随時改訂。)
持続可能な証券取引所イニシアティブ (Sustainable Stock Exchanges Initiative: SSE Initiative)	
2009 年 11 月	発足 (国連貿易開発会議 (UNCTAD)、UNEP FI、UNGC 等によるパートナーシップ・プログラム)
2015 年 9 月	「投資家向け ESG 情報の報告に関するモデルガイダンス」 (Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors. 企業向けの ESG 情報の報告の手引)
気候債券イニシアティブ (Climate Bonds Initiative: CBI)	
2009 年 12 月	発足 (国際的非営利組織)
2010 年 12 月	「気候債券基準」 (Climate Bonds Standard. 基準に従った債券を認証。随時改訂。)
GSG (Global Steering Group. 旧・社会的インパクト投資タスクフォース (Social Impact Investment Taskforce))	
2013 年 6 月	発足 (先進国首脳会議で英国のキャメロン (David Cameron) 首相が呼びかけ、会議参加国により発足)
2015 年 8 月	GSG に移行し、参加国を拡大
国際資本市場協会 (International Capital Market Association: ICMA. 金融機関が加盟する国際組織)	
2014 年 1 月	「グリーン・ボンド原則」 (Green Bond Principles. グリーン・ボンド発行のための手引)
2017 年 6 月	「ソーシャル・ボンド原則」 (Social Bond Principles)、「サステナビリティ・ボンド・ガイドライン」 (Sustainability Bond Guidelines) (ソーシャル・ボンド及びサステナビリティ・ボンド発行のための手引)
気候関連財務情報開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)	
2015 年 12 月	発足 (金融安定理事会 (Financial Stability Board: FSB) が G20 の金融機関等から構成員を選任)
2017 年 6 月	「TCFD 最終提言」 (Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures)
気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク (Network for Greening the Financial System: NGFS)	
2017 年 12 月	発足 (各国の中央銀行や金融監督当局で構成)
2019 年 4 月	「統合レポート」 (A call for action: Climate change as a source of financial risk. 加盟機関等への提言)
2020 年 5 月	「金融監督当局向けのガイド」 (Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision)
ローン市場協会 (Loan Market Association: LMA. 金融機関等が加盟する国際組織) 等^{*2}	
2018 年 3 月	「グリーン・ローン原則」 (Green Loan Principles. グリーン・プロジェクトのための融資の手引)
2019 年 3 月	「サステナビリティ・リンク・ローン原則」 (Sustainability Linked Loan Principles. 持続可能性の目標を達成するための融資の手引)
証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions: IOSCO. 各国の証券監督当局で構成)	
2019 年 1 月	「企業の ESG 情報の開示に関する声明」 (Statement on Disclosure of ESG Matters by Issuers. ESG 情報の開示に当たって配慮すべき事項等を公表)
国際金融公社 (International Finance Corporation: IFC. 途上国の民間セクター開発に特化した世界銀行の 1 組織)	
2019 年 4 月	「インパクト投資の運用原則」 (Operating Principles for Impact Management. インパクト投資の運用管理の要件として 9 原則を列挙)

*1 UNGC と、グローバル・レポートング・イニシアティブ (Global Reporting Initiative: GRI. サステナビリティ報告書のガイドラインを制定している国際的非営利組織) 及び持続可能な開発のための世界経済人会議 (World Business Council for Sustainable Development: WBCSD. 持続可能な発展を目指す企業で構成する国際組織) が共同で策定。

*2 アジア太平洋ローン市場協会 (Asia Pacific Loan Market Association: APLMA)、ローンシンジケーション・トレーディング協会 (Loan Syndication and Trading Association: LSTA) (ともに金融機関等が加盟する国際組織) が、原則の策定に参加。

(出典) 筆者作成。

表2 ESG 投資に関連する日本の動向

2016年12月	「持続可能な開発目標（SDGs）推進本部」（首相を本部長とし、同年5月に設置）が実施指針を決定（企業のESG投資を後押しすることを記載）
2017年10月	年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、ESG要素を考慮した投資を推進するよう投資原則を改正
2018年6月	東京証券取引所が、「非財務情報」にESG情報が含まれることを「コーポレート・ガバナンス・コード」で明確化
2018年12月	経済産業省が、「気候関連財務情報開示に関するガイダンス（TCFDガイダンス）」*を公表
2019年5月	TCFDコンソーシアム設立（気候変動が投融资先の事業に与える影響を評価するための企業や金融機関等による議論の場。経済産業省、金融庁、環境省がオブザーバー参加。）
2019年6月	「パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略」を閣議決定（「グリーン・ファイナンスの推進」を重点的に取り組む事項として記載）
2019年10月	TCFDコンソーシアムが、「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス（グリーン投資ガイダンス）」を公表
2019年12月	「持続可能な開発目標（SDGs）推進本部」が、実施指針を改定（ESG金融の拡大に向けた支援等に際し、それらの仕組みの情報開示に努めることや有効性を検証する必要性を追記）
2020年3月	金融庁が、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》に「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」を追加 日本取引所グループが、「ESG情報開示実践ハンドブック」を公表

* 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の「TCFD最終提言」への対応を進めるために策定。
（出典）筆者作成。

2 ESG投資の代表的手法と投資規模

世界のESG投資は、最も古くから行われてきた持続可能な投資戦略である「ネガティブ・スクリーニング」の投資規模が大きい（表3・図1）⁶。日本では、「企業活動エンゲージメント・株主行動」が急増している（表3・図2）。これは、2014年2月に策定された「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》⁷の1原則である機関投資家と投資先企業との「目的を持った対話（エンゲージメント）」が影響している可能性がある⁸。

表3 ESG投資の代表的手法

ネガティブ・スクリーニング	一定の倫理的でないと思われる企業（環境破壊への関与等）を投資対象から除外
ESG統合	財務情報に加え、ESGの非財務情報の金融分析を基に投資
企業活動エンゲージメント・株主行動	株主としての議決権行使、情報開示要求などを通じて投資先企業に対しESGへの配慮を要求
国際規範スクリーニング	経済協力開発機構（OECD）、国際労働機関（ILO）等の国際規範の最低事業水準に達しているか否かを基準として投資
ポジティブ・スクリーニング	ESGに関する評価の高い企業に対する投資
サステナビリティ・テーマ投資	持続可能性に特に関係の深いテーマや資産に投資
インパクト・コミュニティ投資	社会面・環境面での課題解決を図るとともに経済的利益を追求する投資

（出典）Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), “2018 Global Sustainable investment review,” 2019, p.7. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf> 等を基に筆者作成。

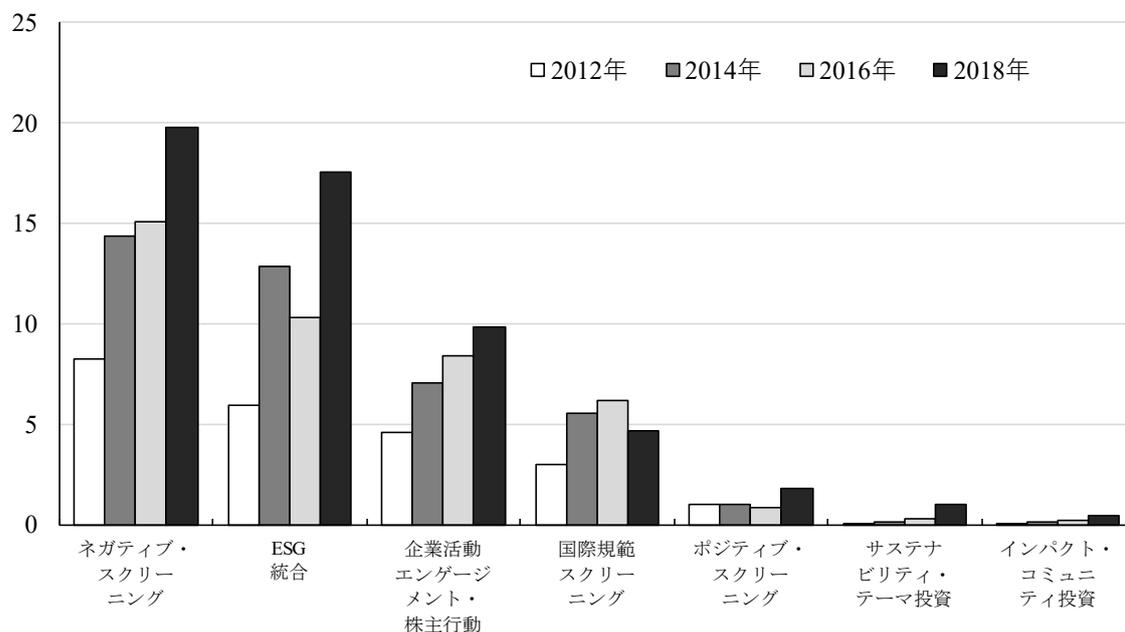
⁶ 世界のESG投資運用残高について、調査結果が過大で、体系的・積極的にESG要素を組み込んだ投資は10分の1程度に過ぎないという指摘もある（Jan Loeyes, “J.P. Morgan Perspectives: ESG investing goes mainstream,” *Global Research*, 2018.5, p.17. European Capital Markets Institute website <http://www.eurocapitalmarkets.org/sites/default/files/session_2_jan_g_loyes.pdf>）。

⁷ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》2014.2.26. 金融庁ウェブサイト <<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>>

⁸ 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がエンゲージメントを通じてESGへの取組を企業に促す方針を打ち出したことが影響した可能性も、指摘されている（太田珠美「ズームアップ経済統計 ネガティブ・スクリーニングの少ない日本のESG投資」『金融財政事情』70(26), 2019.7.8, p.64.）。

図1 世界の ESG 投資運用残高の推移

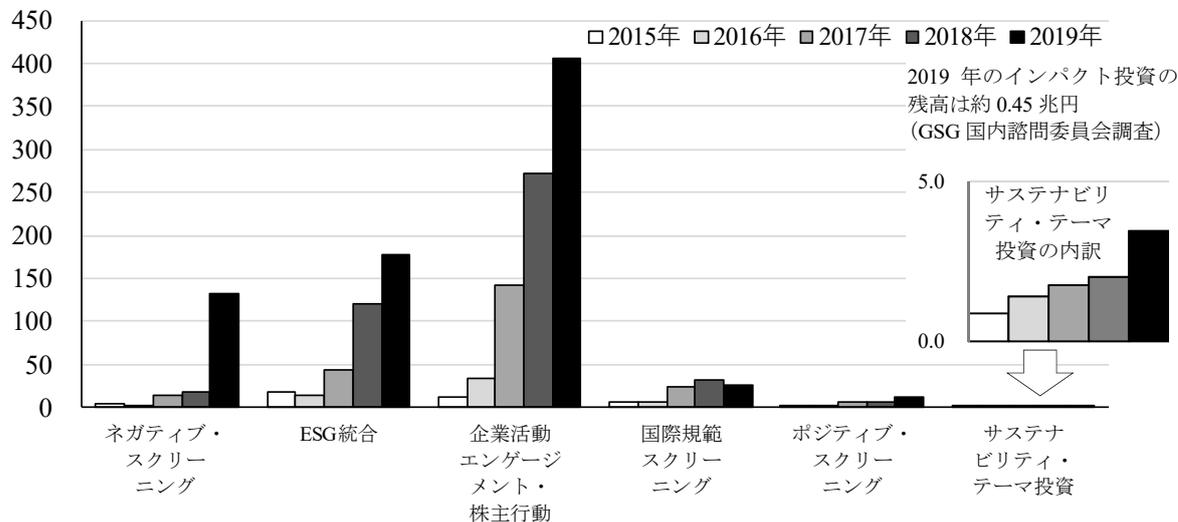
(単位：兆ドル)



(出典) Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), “2018 Global Sustainable investment review,” 2019, p.25. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf>; “2014 Global Sustainable investment review,” 2015, p.30. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf> を基に筆者作成。

図2 日本の ESG 投資運用残高の推移

(単位：兆円)



(注1) 2018年以降、「サステナビリティ・テーマ投資」に「インパクト・コミュニティ投資」が含まれる形で公表されるようになったため、それ以前についても両者を合計した。2017年以前、「議決権行使」と「エンゲージメント」は合計値が公表されていたため、それ以降についても両者を合計した。

(注2) GSG国内諮問委員会とは、GSG (Global Steering Group) 加盟各国に置かれている委員会のうち、日本に置かれている委員会。同委員会は、インパクト投資についての調査・提言を行っている。

(出典) 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査」各年版 <<https://japansif.com/survey>> を基に筆者作成。

II ESG 情報の開示基準とその課題

1 ESG 情報の開示基準の現状

ESG 投資に当たり、企業が開示する ESG 情報が重要な判断材料となる。企業が自らの事業の ESG 要素を的確に把握して対外的に ESG 情報を開示できるよう、各種組織が ESG 情報の開示基準を策定している（表 4）。各基準が定める開示の相手、開示対象事項、開示方法等は、策定の背景が異なるため様々であり、企業は、任意の基準に基づき ESG 情報を開示している⁹。

表 4 ESG 要素に関する国際的な開示基準の例

基準を公表している組織 「枠組み・基準の名称」（公表年）	開示の相手	開示対象とされる事項	具体的な開示項目・ 指標の有無
グローバル・レポーティング・イニシアティブ ^{*1} 「GRI スタンダード」（2000 年。2016 年に開示基準として明確化。）	報告主体の活動から影響を受けるステークホルダー	経済・環境・社会の各分野に関わる事項	開示方法が詳細に説明されている（例：CO ₂ 排出量、排出源、対策等）（細則主義）
国際統合報告評議会 ^{*2} 「国際統合報告フレームワーク」（2013 年）	財務資本の提供者その他全てのステークホルダー	企業の価値創造に影響を与える重要な事項	具体的な開示項目・指標の設定はない（原則主義）
気候関連財務情報開示タスクフォース ^{*3} 「TCFD 最終提言」（2017 年）	投資家その他のステークホルダー	気候関連の事項	推奨される開示を行うための考え方を提示するのみ（原則主義）
持続可能性会計基準機構 ^{*4} 「SASB スタンダード」（2018 年）	投資家	産業により開示事項が異なる	77 の産業別に具体的な開示項目・指標を設定（細則主義）

*1 Global Reporting Initiative: GRI. *2 International Integrated Reporting Council: IIRC. *3 Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD. *4 Sustainability Accounting Standards Board: SASB. *1～*3 は国際的非営利組織。*4 は米国の非営利組織であるが、SASB スタンダードは国際的に参照されている。

（出典）ニッセイアセットマネジメント「ESG に関する情報開示についての調査研究」（GPIF 委託調査研究）2019。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ウェブサイト <https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf>; 各基準を基に筆者作成。

2 開示基準の課題

(1) 日本の状況と国際的な動き

日本では、ESG 投資という言葉が先行し、事業との関連性について ESG 情報を明示的かつ体系的に財務評価のフレームワークに加えるなどの整理を行う前に、開示が先行してしまったとの指摘がある¹⁰。また、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）最終提言（表 4）に賛同する企業数では日本が世界最多（2020 年 6 月 22 日現在 276 社¹¹）である一方で、ESG 情報の開示のルールやインフラの構築において受け身に回っている感があるとされている¹²。

⁹ GPIF「第 5 回 機関投資家のステewardシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」2020.5, p.18. <https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_questionnaire_05.pdf> GPIF のアンケートに回答した東証 1 部上場企業 662 社中、41.8%が GRI スタンダードを、39.3%が国際統合報告フレームワークを、20.4%が TCFD 最終提言を、11.8%が SASB スタンダードを参考として、ESG を含む非財務情報の任意開示を統合報告書等で行っている。表 4 に掲げたほか、国内のガイドラインとして、「価値協創ガイダンス」、「TCFD ガイダンス」（ともに経済産業省）、「環境報告ガイドライン」（環境省）、「投資家と企業の対話ガイドライン」（金融庁）がある。

¹⁰ 土屋大輔「ESG 情報の開示を通じた企業価値向上—国際比較からみる日本の課題と強化策—」『ビジネス法務』19(12), 2019.12, p.104.

¹¹ 「気候変動に関連した情報開示の動向」経済産業省ウェブサイト <https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/disclosure.html>

¹² 金子寿太郎「持続可能な経済社会を目指す EU の「タクソノミー法案」」『エコノミスト』97(43), 2019.11.5, p.33.

ESG 投資に関連する国際標準化機構（ISO）の規格化作業についても、日本の政策的・戦略的な展開が少なく、グローバル市場で後れを取っているとの見方もある¹³。こうした状況の中、日本独自の開示基準を策定する動きも見られる¹⁴。

表 4 に掲げた基準との関連では、2021 年に予定されている第 26 回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）で、TCFD 最終提言に基づき、企業の財務報告における気候関連事項の開示について議論が進む可能性がある¹⁵。また、持続可能性会計基準機構（SASB）の「SASB スタンダード」を米国証券取引委員会が公認した場合に、日本の企業会計基準も影響を受ける可能性が示唆されている¹⁶。このほか、気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS、表 1）における議論との関係で、特に英国やフランスの金融監督当局が、気候変動に関するストレステスト（健全性審査）を実施する方針を示している¹⁷。こうした取組が、将来的に、気候変動の影響評価やその結果の公表を金融機関に求める動きにつながる可能性があることから、金融庁や日本銀行が金融機関と連携して気候変動への対応を検討する必要性も指摘されている¹⁸。

（2）一貫性のある基準に向けた取組

ESG 情報の様々な開示基準が存在することから、企業に混乱をもたらしていると言われている¹⁹。このような状況に対応するため、表 4 に掲げた組織等は、それぞれの基準が整合的か否か、また、整合的でない場合には整合的なものとするよう、2020 年後半を目途として検討を進めている²⁰。また、気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS、表 1）は、政策立案者や規制当局が同ネットワークに参加しているか否かにかかわらず、各国において、TCFD 最終提言がより多くの機関に賛同されるよう取り組むとともに、金融機関と協力して国際的に一貫性のある環境情報開示の枠組みを構築するよう提言している²¹。

¹³ 藤井良広「ISO のグリーンファイナンス規格化作業—日本の金融界の備えと役割—」『月刊金融ジャーナル』60(10), 2019.10, p.99.

¹⁴ 「みずほ FG、MUFG など 日本版 ESG 指標を策定」『ニッキン』2020.6.19.

¹⁵ Leslie Hook and Martin Arnold, “Carney and Lagarde press for business action on climate change,” *FT.com*, 2020.2.27.

¹⁶ 末吉竹二郎「グリーン金融の最新動向」『学術の動向』24(7), 2019.7, p.69.

¹⁷ Bank of England, “Discussion Paper: The 2021 biennial exploratory scenario on the financial risks from climate change,” 2019.12. <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2019/the-2021-biennial-exploratory-scenario-on-the-financial-risks-from-climate-change.pdf?la=en&hash=73D06B913C73472D0DF21F18DB71C2F454148C80>>; Banque de France, “Discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, Conférence «Changer d’ère: réchauffement climatique et finance»,” 2019.12.13, p.4. <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/2019-12-13_discours-fvg-conference-climat.pdf> ストレステストの方針を示している英仏の中央銀行は、それぞれ、英国健全性監督機構（Prudential Regulation Authority: PRA、中央銀行の傘下）、英国金融行為規制機構（Financial Conduct Authority: FCA）、フランス金融市場庁（Autorité des Marchés Financiers: AMF）、フランス健全性監督破綻処理機構（Autorité de contrôle prudentiel et de résolution: ACPR）とともに、金融機関の監督を行う。

¹⁸ 太田珠美・田中 大介「金融当局が懸念する気候変動リスク」『大和総研調査季報』37号, 2020.新春, p.13.

¹⁹ 日本取引所グループは、「ESG 情報開示実践ハンドブック」を作成し、開示基準の使い分けに苦慮する企業に対して、ESG 情報の開示に関する自主的な取組を支援している（日本取引所グループ・東京証券取引所「ESG 情報開示実践ハンドブック」2020. <<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esg-investment/handbook/nlsgeu000004n8p1-att/handbook.pdf>>）。

²⁰ ニッセイアセットマネジメント「ESG に関する情報開示についての調査研究」（GPIF 委託研究）2019, pp.56-60. 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ウェブサイト <https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf> 2018 年 11 月から基準の整合性について検討し、2019 年 9 月に中間報告を公表した。次の 1 年で更に検討を行う（“Driving Alignment in Climate-related Reporting: Year One of the Better Alignment Project,” 2019.9. Corporate Reporting Dialogue website <https://corporatereportingdialogue.com/wp-content/uploads/2019/09/CRD_BAP_Report_2019.pdf>）。

²¹ Network for Greening the Financial System, “A call for action: Climate change as a source of financial risk,” 2019.4, pp.31-33. Banque de France website <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf>

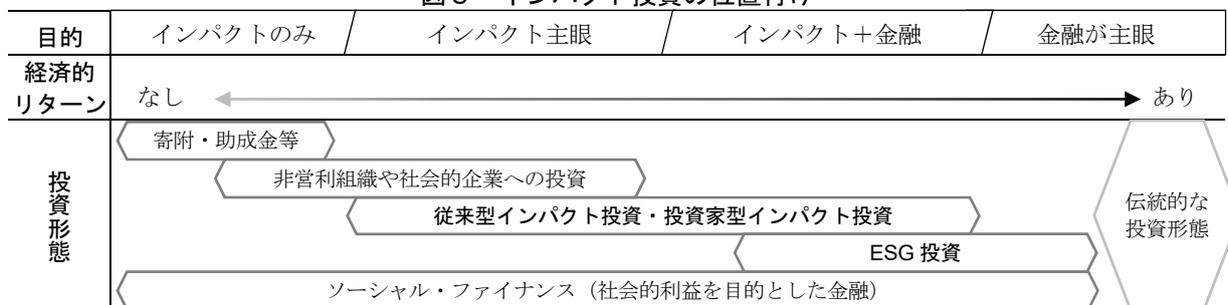
Ⅲ インパクト評価

ESG 投資はインパクトを伴うものに限られないが、SDGs 達成の観点からは、投資が社会や環境の課題解決といったポジティブなインパクトをもたらすことが望ましい。しかし、投資がもたらすインパクトをどのように評価するかは、議論の途上である。インパクト評価を適切に行えることは、投資の透明性を高め、投資規模の拡大につながり得ることから、インパクト投資（表 3、図 1 及び図 2 では出典に従い「インパクト・コミュニティ投資」と記載したが、以下では一般的に用いられている「インパクト投資」と記載する。）におけるインパクト評価をめぐる課題について述べる²²。

1 インパクト投資の位置付け

インパクト投資は、社会面・環境面での課題解決を図るとともに経済的利益を追求する投資で、最近はその範囲が拡大している（図 3）。従来型のインパクト投資は、公的金融機関や非営利組織が、未成熟な企業や革新的な企業、公的セクターを対象として、インパクトを重視した投資を行うものが中心であった。従来型インパクト投資の 1 形態として、行政サービスに対して民間投資家が投資し、コスト削減等の成果が達成された場合に行政が投資家に成功報酬を支払う官民パートナーシップ（ソーシャル・インパクト・ボンド）がある。最近では、機関投資家その他主流に位置付けられる投資家が上場企業や大規模非公開会社を対象としたインパクト投資を行い、その運用資産残高は従来型インパクト投資を上回っている²³。

図 3 インパクト投資の位置付け



（出典）“The Oxford Impact Finance Initiative,” 2019.10, p.3. Saïd Business School and University of Oxford website <<https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/2019-10/RES-0100%20-%20Impact%20Finance%20Fundraising%20-%2020191022.pdf>>; European Venture Philanthropy Association (EVPA), “15 Years of Impact,” 2019, p.5. <https://evpa.eu.com/download/15_Years_of_Impact-Taking_Stock_and_Looking_ahead_2019.pdf>; GSG国内諮問委員会「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」2020.4, p.1. <http://impactinvestment.jp/doc/impact_investment_report_2019.pdf> を基に筆者作成。

2 インパクト投資の例

世界及び日本におけるインパクト投資の残高は、ESG 投資の他の類型と比べると非常に少な

²² インパクト投資は必ずしも ESG 投資に包含されるものではないが、近年、両者の概念に重複が生まれているとの指摘もある（ニッセイアセットマネジメント株式会社「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書」2020.3, p.5. 金融庁ウェブサイト <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200420/report_impact.pdf>）。

²³ Principles for Responsible Investment, “Impact Investing Market Map,” 2018, pp.8-9. <<https://www.unpri.org/download?ac=5426>>

い(図1・図2)。世界のインパクト投資を運用残高ベースで見ると、プライベート・デット(私募債・民間融資等、21%)、上場株式(19%)、未公開株式、実物資産、公募債(いずれも17%)と様々な資産クラスがある²⁴。表5は、日本国内のインパクト投資の例である。AやBは、投資主体が投資先企業の活動状況をモニタリングすることにより社会的課題の解決につなげようとするものである。Cは、一定のプロジェクトのための融資で、資金の借り手は好条件で資金を調達でき、貸し手は借り手の債務不履行等がない限り安定的なキャッシュフローを得ることができる²⁵。Dも一定のプロジェクトのために発行する債券であるが、債券発行体が債務を償還する際の償還原資の限定方法の違いなどにより複数の商品形態がある²⁶。ソーシャル・インパクト・ボンドはDに類似するが、成果が達成されない場合に投資を回収できないなど債券の一般的特徴(満期時の元本保証等)を有していないことが多いとされる²⁷。

表5 日本国内のインパクト投資の例

投資の種類	投資の手法
A 個別企業への投資	社会的課題の解決につながる技術開発やサービスの提供等を行う企業等に投資する。複数の投資主体が共同でファンドを設定し、対象となる企業に投資する場合もある。投資主体と投資先企業とでインパクトの指標を設定し、企業の取組やインパクトの進捗状況を継続的にモニタリングする。 事例：第一生命保険株式会社による五常・アンド・カンパニー株式会社(世界の貧困層向けの小口融資)やスパイバー株式会社(人工クモ糸開発)等への投資
B 上場株式を組み入れた投資信託	上場株式から、インパクト事業への集中度や事業比率、事業効果、インパクトの定量評価等を基に社会的課題の解決に取り組む企業銘柄を選択し、投資信託を組成する。社会的なコストの削減や影響を受けた人数等のインパクトを継続的にモニタリングし、銘柄の入替や投資先企業との対話を行う。 事例：三井住友DSアセットマネジメント株式会社の「世界インパクト投資ファンド」
C グリーン・ローン サステナビリティ・リンク・ローン	グリーン・ローンは、環境問題に対処するためのプロジェクト向けの融資である。サステナビリティ・リンク・ローンは、環境や社会の持続可能性に関するプロジェクト向けの融資で、借り手がプロジェクトの達成目標を設定する。借り手は、資金の使途や事業の効果を開示する。 事例：日鮮海運株式会社に対する船舶の排ガス処理装置導入を目的としたグリーン・ローン、日本郵船株式会社に対するサステナビリティ・リンク・ローン(いずれも複数の金融機関のシンジケート・ローン団による融資)
D ソーシャル・ボンド グリーン・ボンド 環境インパクト・ボンド サステナビリティ・ボンド	社会的課題、環境問題又はその両方を解決するプロジェクト等を資金使途として発行する債券に投資する。 事例：日本学生支援機構の「日本学生支援債券」(ソーシャル・ボンド)、東京都の「東京グリーン・ボンド」、日本政策投資銀行の「DBJサステナビリティ・ボンド」(ESGへの取組が高く評価されたREIT・不動産・事業法人、再生可能エネルギー分野、グリーン交通分野に投資するための資金調達)

(出典) 筆者作成。

²⁴ Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, 10th ed., 2020.6, p.36. <<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>> 資産運用機関(289機関)からの回答に基づく。調査対象機関のインパクト投資運用残高の総額は、2210億ドルである。

²⁵ 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 2020年版」2020.3, pp.9-11, 31-33. <<https://www.env.go.jp/policy/%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%83%B3.pdf>>

²⁶ 江夏あかね・水口剛「ESG債とは何か」水口剛・野村資本市場研究所「ESG債市場の持続的発展に関する研究会」編著『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場—』金融財政事情研究会, 2019, p.38.

²⁷ 国際資本市場協会(ICMA)「質問と回答」p.8. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/Japanese-QA_2017-06.pdf> また、ワクチン債(開発途上国の乳幼児に予防接種を受けさせる資金の調達を目的とした債券。返済原資には支援国政府からの寄附金を充てる。)のように寄附に依存するソーシャル・ボンドも、従来型インパクト投資の代表的な手法として、国際機関を中心に取組が進められてきた。

3 インパクト評価の課題

インパクトの創出を目指すという意図を自称するのみでは、実際にインパクトの創出に貢献できているのか明らかではない。SDGs の達成のためには民間資金の活用の視点が不可欠とされているが²⁸、単に投資を呼び込むために「インパクト投資」を掲げる投資対象が横行すると、SDGs の達成には結び付かない。しかし、実際にインパクトが生じているか否かの評価については、次のような課題がある。

まず、インパクト投資に関する評価の手法が未確立であることが、しばしば指摘される²⁹。具体的には、インパクト測定に必要な情報開示の不足³⁰が挙げられる。この点について、情報開示の枠組み等の制度が十分に整備されていないとして、政府の支援を求める意見がある³¹。次に、インパクトの定量化が困難であることや定量化できたとしても、その数値の解釈・評価をどのようにするか課題とされている³²。上場株式投資の場合について、事業を多角化している大企業のインパクトの測定方法や、将来創出され得るインパクトを効果的に評価する方法についても、検討の必要性が指摘されている³³。さらに、インパクト投資による資金の流れが社会的な課題の解決にどの程度貢献したのかをマクロ的な視点から明らかにするために、共通指標や統一化された分析手法の活用への要請も指摘されている³⁴。

このような課題に対処することを企図して、インパクトに関するデータ収集やインパクトの測定に関する見解を示している国際組織もある。国際金融公社 (IFC) は、「インパクト投資の運用原則」(表 1) で、同原則に署名した組織に対し、意図した効果が投資から生じているか精査し、モニタリングすることを求めている³⁵。また、IFC は、インパクトの測定方法として、①目標値を定め、その達成度を測る方法、②投資の成果について複数の観点に基づく等級を定めて評価を測る方法、③インパクトを金銭的に測定する方法を提示している³⁶。さらに、経済協力開発機構 (OECD) は、データ収集とインパクト測定に適用される国際基準の必要性を主張している³⁷。

一方、インパクト評価のための枠組みやツールを提供している組織もある(表 6)。各種ツールを利用した事例が蓄積、分析されることにより、インパクト評価の手法が今後発展することが予想される。

²⁸ ニッセイアセットマネジメント株式会社 前掲注(22), pp.3-4.

²⁹ GSG 国内諮問委員会「インパクト投資拡大に向けた提言書 2019」2020.4, p.66. <http://impactinvestment.jp/doc/impact_investment_report_2019.pdf>

³⁰ ニッセイアセットマネジメント株式会社 前掲注(22), p.55.

³¹ GSG 国内諮問委員会 前掲注(29), p.66.

³² 吉成亮彦「ESG 債のインパクトレポート」水口・野村資本市場研究所「ESG 債市場の持続的発展に関する研究会」編著 前掲注(26), pp.187-193.

³³ GSG 国内諮問委員会 前掲注(29), pp.55-56.

³⁴ 柿沼英理子「社会的インパクト投資シリーズ② インパクト評価をどのように行うか」2020.2.6, p.9. 大和総研ウェブサイト <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20200206_021309.pdf>

³⁵ International Finance Corporation, “Investing for impact: Operating Principles for Impact Management,” 2019. <http://www.impactprinciples.org/sites/opim/files/2019-06/Impact%20Investing_Principles_FINAL_4-25-19_footnote%20change_web.pdf>

³⁶ International Finance Corporation, “Creating Impact: The Promise of Impact Investing,” 2019.4, pp.44-48. <<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/66e30dce-0cdd-4490-93e4-d5f895c5e3fc/The-Promise-of-Impact-Investing.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mHZTSds>>

³⁷ OECD, “Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development,” 2019, pp.217-238. <https://www.oecd-ilibrary.org/social-impact-investment-2019_5j8fpshmq5j.pdf?itemId=%2Fcontent%2Fpublication%2F9789264311299-en&mimeType=pdf>

表6 インパクト評価のための枠組みやツールの例

組織名	枠組み・ツール（公開時期）	枠組み・ツールの内容
インパクト・マネジメント・プロジェクト (IMP) *	Five dimensions of impact (2018年10月)	インパクトを5区分（①内容、②利害関係者、③規模や期間、④投資による貢献度（投資がなかった場合のインパクトを加味）、⑤期待された効果が得られなかった場合のリスク）で判断する枠組み。
グローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN)	IRIS+ (2019年5月。前身のIRISは評価指標のリストであったが、IRIS+は、より標準化され、包括的な内容となった。)	標準的なインパクト・テーマの一覧（農業、大気など16項目）が、インパクト測定のための評価指標とともに列挙されている（2020年5月のIRIS5.1では約640の指標を収録）。
国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)	①Corporate Impact Analysis Tool ②Portfolio Impact Analysis Tool (2020年3月)	①は、企業全般を対象として、企業の事業形態等を基にインパクトを特定、評価、モニタリングするためのツール。 ②は、金融機関を対象として、顧客の産業分野や取引量を基にインパクトを特定するツール。

* インパクトの測定について国際的なコンセンサスの構築を目指す企業や投資家によるプロジェクト
(出典) “Impact Class Catalogue.” Impact Management Project website <<https://impactmanagementproject.com/impact-class-catalogue/>>; IRIS+ website <<https://iris.thegiin.org/>>; “Positive Impact Publications.” UNEP FI website <<https://www.unepfi.org/category/publications/positive-impact-publications/>> 等を基に筆者作成。

おわりに

ESG投資の世界的な急拡大に伴い、多数の国際的な開示基準が策定されるなど、ESG投資をめぐる環境は複雑化している。開示基準をめぐる様々な動きは、会計基準への反映などを含め、日本の企業や投資家に影響を与える可能性もある。開示基準が幅広いステークホルダーの利益となるよう、日本政府を始めとするステークホルダーが国際的な基準策定の議論に関与していくことが必要である。また、投資による社会や環境へのインパクトを評価するために、その基礎となる事例の蓄積とその分析も重要である。本稿ではESG投資の開示基準とインパクト評価を中心に記述したが、ここに挙げたほかにもESG投資をめぐる様々な議論³⁸があり、注視していく必要がある。

³⁸ 例えば、投資からの金銭的リターンのようなESG投資のパフォーマンスの議論、ESG格付に関する議論、インパクト投資については投資先や投資の担い手に関する議論などがある。