

金融庁意見募集への PRI 回答(参考和訳)

金融庁による「インパクト投資に関する基本的指針(案)」への意見募集について

2023年10月10日

本回答書に含まれる情報は、情報提供のみを目的として提供されるものであり、いかなる事項についても法的助言として解釈されるべきではありません。明示的に別段の定めがある場合を除き、本回答書で表明された意見、提言、所見、解釈および結論は、PRI Association のものであり、必ずしも本回答書の寄稿者または Principles for Responsible Investment の署名機関(個別機関または全体)の見解を示すものではありません。

本回答書の執筆にあたり我々は、PRI Japan Regional Policy Reference Group (Japan RPRG)と草案内容を共有し、諮問を行いました。なお、あくまでも本諮問はコメントを求めたものであり、本回答書の公表に伴い RPRG がその内容に賛同や承認を示している事を意味しません。

また、本参考和訳記事は、あくまでも便宜的なものとして英語の原文を翻訳したものです。英文と和文で相違が生じている場合には、英語の原文が優先されます。

はじめに

責任投資原則(PRI)は、署名機関の国際的なネットワークと協力し、6つの責任投資原則の実施に向けて取り組んでいます。PRIの目標は、環境・社会・ガバナンス(ESG)課題の投資への影響に関する理解を深め、署名機関がこれらの課題を投資意思決定に取り入れることを支援することです。PRIは、署名機関、署名機関が活動する金融市場および経済、そして最終的には環境と社会全体の長期的な利益のために活動しています。

6つの責任投資原則は、ESG課題を投資活動に取り入れるための様々な可能性を提供する、自主的かつ意欲的な投資原則です。本原則は、投資家による、投資家のためのものです。署名機関は、これらの原則を実施することにより、より持続可能なグローバル金融システムの構築に貢献しています。

PRIは、署名機関の見解及びエビデンス・ベースの調査に基づいて、政策分析及び提言を作成しています。この度は、金融庁の「インパクト投資に関する基本的指針(案)」への意見募集に回答する機会を歓迎します。

本意見募集について

2023年6月30日、金融庁の総合政策局総合政策課サステナブルファイナンス推進室が「インパクト投資に関する基本的指針(案)」を公表しました([英語](#)並びに[日本語](#)で閲覧可能)。本「インパクト投資に関する基本的指針(案)」は、同庁の[サステナブルファイナンス有識者会議](#)の基に設置された[インパクト投資等に関する検討会](#)における議論を元に策定されています。本指針(案)は、日本におけるインパクト投資市場の成長に向け、インパクト投資が何であり、どういった目的の達成に向けて有効な投資手法であるか明確化すべく、市場関係者における共通認識を育むためにインパクト投資の基本的な要件を提示するものです。金融庁は、インパクト投資を推進するために本指針(案)の公表に加え、対話の場(コンソーシアム(仮称))の設置を中心としたステークホルダーとの協力的な取り組みを続けていく予定です。

詳しくは、以下担当者まで

ケリー・クラウター

ヘッドオブリーガルフレームワークフォーインパクト
(代理)兼シニアスペシャリスト(カナダ)

kelly.krauter@unpri.org

大崎一磨

ポリシースペシャリスト(日本)

kazuma.osaki@unpri.org

PRI ポジションと主な提言

国の経済成長や投資の経済的リターンは、健全な環境と安定した社会に依存していると認識している投資家が、世界中で増えています。同時に各国政府は、こうした課題意識を持つ投資家をサポートすべく、投資資金を気候変動や貧困などの危機の解決に向けて活用できる仕組み作りに取り組んでいます。

日本は、この分野で強力なリーダーシップを発揮しており、政策立案者や規制当局だけでなく、民間セクター全体からサステナブルファイナンスに対する強い支持を得ています。PRIは、金融庁が「インパクト投資に関する勉強会」や「インパクト投資に関する検討会」を通じて、インパクト投資に関する議論や知見の共有を促進するイニシアティブをとっていることを認識し、評価します。今回の「インパクト投資に関する基本的指針(案)」は、投資家が意図的にサステナビリティ・インパクトを追求することを支援するための、日本政府による新たな重要な一歩です。

投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うために十分なサポートを得ていることを保障するうえで、金融庁は以下の点を検討することが望まれます：

- **投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うために取ることのできる幅広いアプローチを明確にすることを検討。**「インパクト投資に関する基本的指針(案)」は、「[A Legal Framework for Impact](#)」(LFI)を参照しています。本プロジェクトは、機関投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことが、どの程度許可、もしくは義務化されているかを明らかにすることを目的としています。そして、政策立案者に対し、投資家がサステナビリティ・インパクトの考慮を意思決定に反映させるために必要なエンパワメント及び支援に向けた政策手段の選択肢を提示しています。その際、サステナビリティ・インパクトを追求する意図のレベルや性質に応じて、3つの投資カテゴリーを提供するフレームワークを開発しました。金融庁がこのフレームワークにおいてインパクト投資がどこに当てはまるか具体的に検討・発信することにより、投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資についてインパクト投資に限らない幅広いアプローチを認識する助けとなり、より多くの投資家がこの実践に取り組むことを後押しするものであると考えます。
- **サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を推進するためのより幅広い金融政策改革を検討。**[目録 本版 LFI 報告書](#)は、投資家がポートフォリオ全体及びファンド・レベルでサステナビリティ・インパクト並びにアウトカムを考慮することを支援するための政策オプションを幅広く提示しています。これらの政策オプションには、投資家が投資家としての義務の中でサステナビリティ・アウトカムをどのように考慮すべきかを明確にするもの、(ステewardシップ・ガイダンスや企業情報開示などを通じて)インパクトに焦点を当てた市場インフラを醸成・強化するもの、インベストメント・チェーン全体でインパクトに焦点を当てた意思決定を可能にする透明性と市場規律のメカニズムを強化するものなどが含まれます。こうした政策オプションを検討することで、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資のための市場エコシステムをさらに強化し、金融庁の「インパクト投資に関する基本ガイドライン(案)」の普及をさらに促進できると考えられます。
- **インパクト投資家が自らの貢献をどのように理解できるか、特に信頼性と因果関係の観点から議論を進めることを検討。**「インパクト投資に関する基本的指針(案)」は、投資先、投資家、アセットクラスを限定せず、幅広く対象としている点で大変意義のある発展です。既に金融庁は、「インパクト投資

に関する勉強会」等を通じて、投資家の活動が、企業がもたらすインパクトを変化させる上でどのような違いをもたらすかを理解・評価するための様々なアプローチを検討する上で重要な役割を果たしてきました。「追加性」と「新規性や優位性の支援」が今般の指針(案)において要件とされていることから、特に上場株式投資家にとっては、自らの貢献について信頼できるストーリーをどのように確立するかについて支援を受けることが鍵になると考えられます。

詳細な回答

投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うために取ることのできる幅広いアプローチを明確にすることを検討

金融庁が提唱する「インパクト投資」は、投資家が特定の社会的・環境的インパクトをもたらすプロジェクトや企業に資産を配分するための重要なアプローチを示します。しかし投資家が投資先やその他の第三者に影響を与え、パリ協定や国連の持続可能な開発目標(SDGs)のようなサステナビリティ・アウトカム目標に沿ったサステナビリティ・インパクトをもたらすために活用できる手段は、他にも存在します。「インパクト投資」が追求する、より具体的なインパクトと、より広範なアプローチが可能にするアウトカムに沿った(ネット・ゼロに沿ったような)インパクトとの間には、重要な違いがあると考えられます。投資家がサステナビリティ・インパクトのために取り得る広範なアプローチを明確にすることで、投資家も政策立案者も同様に、日本の金融市場の力をよりうまく活用し、必要なサステナビリティ・インパクトをもたらすことができるようになると考えられます。

[A Legal Framework for Impact](#) (LFI) は、PRI、The Generation Foundation 及び国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)による協同的なフラッグシップ・プロジェクトです。このプロジェクトは、パリ協定や国連の持続可能な開発目標(SDGs)をはじめとする国際的なサステナビリティ・アウトカム目標と統合的な金融システムの構築に対する障壁を特定し、それらを解決していく道筋を追求することを目的としています。本プロジェクトが示す考え方、フレームワーク、視点は、投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うために取り得る広範なアプローチの中で「インパクト投資」がどこに位置づけられるかを示すことができます。本報告書のフレームワークにおいてインパクト投資の位置づけを明確にすることで、投資家と政策立案者が同様に「インパクト投資」の可能性と限界を認識できると思われれます。

プロジェクト・グループの委託を受け、Freshfields Bruckhaus Deringer が執筆したこのプロジェクトの基盤となるアウトプットは、2021年に公表されたLFIレポートです。このレポートでは、投資家が現在、サステナビリティ・アウトカムを追求することがどの程度認められているか、あるいは求められているかについて法的分析を行い、潜在的な政策レベルの障壁と解決策を探っています。LFIレポートのハイレベルな法的所見は以下の通りとなります：

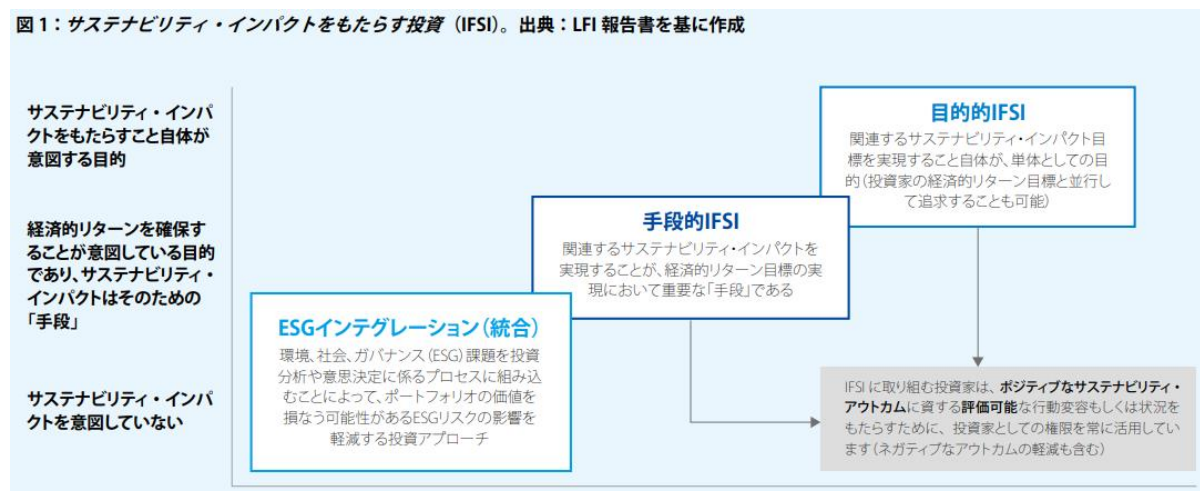
- 投資家の主目的は、基本的に経済的リターンとして考えられるべきである
- 投資家は、財務的な目標の達成においてサステナビリティ・インパクトを追求することが重要な場合、それを検討する義務がある可能性が高い
- 財務的な目的以外の目的のためにサステナビリティ・インパクト目標を追求することが認められる投資家も存在する
- 金融商品が明示的にサステナビリティ・インパクト目標の追求を目的として掲げている場合、投資家はそれに従う法的義務がある

LFIレポートでは、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資(IFS: Investing for Sustainability Impact)という概念も紹介しています。これは、法的に定義されている用語ではなく、この報告書の法的分析を可能にするために用いている独自の概念です。具体的には、投資家がポジティブなサステナビリティ・アウトカムの達

成に向けて、意図的に(投資決定、スチュワードシップ、もしくはポリシー・エンゲージメントを通じて)投資先企業、政策立案者、もしくはその他の第三者における評価可能な行動変容をもたらすあらゆる活動を包括的に捉える概念として用いられています。LFI レポートでは、投資家の目的に応じて、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を 2 種類に区別しています:

- 手段的 IFSI (Instrumental IFSI) とは、関連するサステナビリティ・インパクト目標を実現することが、投資家の財務的なリターンに係る目標の実現において重要な「手段」となる場合を指します。
- 目的的 IFSI (Ultimate ends IFSI) とは、関連するサステナビリティ・インパクト目標の実現を通じて特定のサステナビリティ・アウトカムをもたらすこと自体が「目的」となる場合を指します。この場合サステナビリティ・インパクト目標は、経済的リターンに係る目標よりも重要、もしくはそれと並行する形で追求されることが可能ですが、逆に経済的リターンに係る目標が優先されることはありません。

図 1: サステナビリティ・インパクトをもたらす投資 (IFSI)。出典: LFI 報告書を基に作成



手段的 IFSI と目的的 IFSI の分類は、「インパクト投資等に関する検討会報告書」の論点と概ねと整合しており、報告書において参照されています。しかし、同報告書は、「インパクト投資」が、手段的 IFSI の観点からサステナビリティ・アウトカムを改善し、潜在的なシステム・レベルのリスクを低減するのに役立つことを強調していますが、実務的には、「インパクト投資」は、経済的リターンと並行してサステナビリティ・インパクトを追求することそれ自体が目的であるため、目的的 IFSI のアプローチに焦点を当てているように見えます。

LFI レポートは、一般的に「インパクト投資」と呼ばれるものと、IFSI の範囲に入る活動の種類との関係について、まさにこの疑問点を取り上げています。基本的に、IFSI の概念はインパクト投資を包含するのに十分な広さを持っており、実際、大まかな概念レベルでは、両者には強い相関関係があるように見えます。しかし両者は、特に、関与する投資家と投資の種類によって区別される点が多く、今回金融庁が提唱する「インパクト投資」においても、この違いはまだ顕著であると考えられます。この課題は、[日本版 LFI 報告書のローンチイベント](#)を通じて注目されたトピックでもありました。

この 10 年間、様々な形の「インパクト投資」への関心が高まって来ました。インパクト投資とは何かを定義し、インパクトの成果を管理・測定するための効果的なアプローチを開発しようとする様々な国際的イニシアチブが登場しました。これらは、貴重なノウハウや投資ツールを生み出す上で先導的な役割を果たしてきました。

これらには、Global Impact Investing Network,¹ the Impact Management Project,² the Operating Principles for Impact Management³ (国際金融公社により発足), the 'Future of Investing' platform of the World Economic Forum,⁴ the OECD Social Impact Investment Initiative,⁵ the Global Social Impact Investment Steering Group⁶ そして(広範囲な)United Nations Environment Programme Finance Initiative Positive Impact Initiative⁷などが含まれます。これらのグループの多くで協働的な取り組みが行われています。

前述のとおり、IFSI の特徴と、上述のグループやイニシアチブが説明する「インパクト投資」の主要要素との間には、基本的な一貫性があります。⁸ 強調点の違いはありますが、インパクト投資を定義する方法には、主に3つのテーマが共通して見えると分析しています：

- インパクト投資の主要な特徴は、その目的であり、それは何らかのポジティブ・アウトカムを実現することである⁹
- 一般的に、投資家の目的には、財務的リターンを得ることも含まれると期待されている¹⁰
- 関連するインパクト目標の達成状況が評価可能であることの重要性

「インパクト投資」とIFSIの違いは、主に「インパクト投資」の実務的な2つの特徴において浮き彫りになると考えられます。一つは、どのような種類の投資家がこの投資手法に取り組むか。そしてもう一つは、どのような投資先が関与し、どのようなメソドロジーが適用されるかです。こうした側面における特徴は、多くの場合「インパクト投資」が投資とフィランソピーの狭間で育まれた投資手法であり、概念であることに起因していると考えられます。なお、上記で紹介している様々なイニシアチブは、こうした経験や手法を、幅広い投資活動に活用しようとしており、この分野はまだ現在進行形で発展を遂げています。

- **投資家の種類**: 投資家の種類から見ると、インパクト投資は、大手機関投資家や投資ファームよりも、開発金融機関、個人投資家、専門投資ファンドの専売特許という傾向がありました。近年、インパクトの「主流化」が試みられていることから、この傾向は変わり始めていますが、少なくとも資本配分の観点からは、依然としてこの傾向が強いといえます。より「主流」の投資家が投資権限を行使し

¹ <https://thegiin.org>

² <https://impactmanagementproject.com>

³ <https://www.impactprinciples.org>

⁴ <https://www.weforum.org/platforms/shaping-the-future-of-investing>

⁵ <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/social-impact-investment-initiative.htm>

⁶ <https://thegiin.org>

⁷ <https://www.unepfi.org/positive-impact/positive-impact/>

⁸ LFIレポートのためにハイレベル(簡易的)な分析が行われました。

⁹ インパクト投資家は、他の投資家と比べて目的IFSIを追求する可能性が高いかもしれませんが、その取り組み方は、手段的IFSIと目的IFSI両方を含むかもしれません。

¹⁰ 他方で、一部のインパクト投資家は、投資資本の回収を最低限のベースラインとしてみるかもしれません。しかし、このような経済的リターン目標の考え方は、本プロジェクトが対象としているアセットオーナーにおいては稀であるといえるでしょう。

てインパクト投資に取り組む場合であっても、中核的な投資活動よりも、インパクト投資の専門家集団を通じて行うことが多いといえるでしょう。¹¹一方で IFSI は、中核的な投資活動におけるサステナビリティ・インパクトの統合を意図しているものであり、ポートフォリオの一部ではなく全体に適用されます。

- **投資の目的:** こうした投資家が何に投資するかについては、一概には言えませんが、多くの場合、特定の社会・環境問題への取り組みに関心を持つ傾向のある、個別でアーリーステージの民間企業、つまり「impact-driven organisations」と表現されることもある企業が対象となっています。¹² 並行して経済的リターン目標も設けられているものの、マーケットレベルのリターンを目的とする投資家から、社会・環境的なインパクトを優先する投資家まで、幅広いレンジが存在しているといえます。インパクト投資家の種類によっては、「インパクト」は他の資金源を特定することが困難なアーリーステージ事業への資金供給がもたらすポジティブインパクトを指します。「インパクト投資」は、これまで、世界的な証券取引所で取引されている大手多国籍企業を含む、より大規模で成熟し多角的事業におけるサステナビリティ・インパクトを確保することにはあまり関心を示してきませんでした。しかし IFSI は、どのような事業が関与しようとして、インパクト志向型の活動を支援することを包含しています。¹³

金融庁が提示する「インパクト投資」は、対象とする投資家、投資先、そしてアセットクラスを限定せず、幅広く展開することを意図している点において従来型のインパクト投資とは異なり、投資におけるサステナビリティ・インパクト考慮の主流化に向けた重要な一歩を示します。しかし、個別のプロジェクトや企業に対する資金供給を前提としており、尚且つ資金供給が個別にもたらすポジティブインパクトを意図・測定するという面において、従来型のインパクト投資と近い性質を持っています。これらは、ポートフォリオやファンド・レベルのサステナビリティ・インパクト目標の設定を前提とし、資金供給に限らず幅広い投資活動を包含する IFSI とは異なる点です。なお、より幅広い投資家の受託者責任と整合するよう、経済的リターン目標がマーケットレート以上であることを前提としているように読み取れる指針(案)は、社会・環境的なインパクトを優先する従来型のインパクト投資に含まれる投資家層を包含しない点において、特徴的であるといえます。この点は、専門的なマニフェストを有するインパクト投資家ではなく、大規模なアセットオーナーの受託者責任を検討している IFSI と

¹¹ See, for example, From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors, A Report by the World Economic Forum Investors Industries, World Economic Forum, 2013, particularly sections 1 and 3; Social Impact Investment: Building the Evidence Base, OECD, 2015, 26 et seq. See also the profile of those participating in the GIIN Annual Impact Survey, 2020: Annual Impact Investor Survey 2020, Global Impact Investing Network, 2020, 1, 25 and 69 et seq.

¹² Social Impact Investment: Building the Evidence Base, OECD, 2015, 16. See also the discussion of the impact investing 'demand-side' at 24 et seq. which talks variously of 'social enterprises' and 'social ventures', but does not consider the relationship between investing in this sort of enterprise and capital allocation to companies meeting social needs more widely, such as utilities companies.

¹³ See, for example, World Economic Forum, From the Margins to the Mainstream, 9, 15 et seq.; Social Impact Investment: Building the Evidence Base, OECD, 2015, 46 et seq.; Creating Impact: The Promise of Impact Investing, IFC, 2019, 2; and examples of impact investments given in Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development, OECD, 2019. A desire to look beyond this traditional focus lies behind the PRI's Impact Investing Market Map, PRI, 2018. The GIIN Annual Impact Investor Survey 2020, 38 et seq. indicates that the largest share of the AuM of those surveyed (65 per cent) was invested in mature public or private companies. That was out of an aggregate amount of \$400bn (objectively large, but modest by reference to global AuM, see Part A.3), and the nature of the enterprises to which the capital was allocated (as opposed to the company from which the enterprise was being run) is unclear. However, GIIN's figures nonetheless suggest that allocation to more mature companies by impact investors has been growing since 2015.

強い整合性が見えますが、もしかすると従来型のインパクト投資を行う投資家にとって追加的な説明が望まれる課題かもしれません。

全体として、金融庁が「インパクト投資等に関する検討会報告書」において提唱している「インパクト投資」は、伝統的で狭い形態から徐々にインパクト投資の取り組みを拡大していく重要な一歩であると言えます。我々は、この取り組みが、岸田文雄首相が PRI in Person 2023 で述べた次の発言と整合的であることを重要視しています。「サステナビリティの取組を促す金融機能の強化」が「世界の課題解決に貢献し、持続的な成長を実現する企業活動と投資を促すための、特に重要な日本の政策」の一つであり、「投資を通じて社会課題に取り組むことは、変革に取り組む企業の背中を押し、経済社会の成長、持続可能性を高めることで、資産家の皆様、ひいては皆様に資金を預けた受益者にとっても長期的な収益機会となるものです。正に、受託者責任に基づく、責任ある投資の一環と考えます。」¹⁴

「インパクト投資」は、金融市場全体におけるサステナビリティ・インパクトの統合に向けた潮流の重要な要素の一つです。しかし、受託者責任のレベルにおいてサステナビリティ・インパクトを主流化し、責任投資慣行全体に定着させるために必要なポートフォリオや機関投資家レベルの変化を促すには不十分であると思われる。金融庁は、「インパクト投資」がどのような目的やアプローチを支援・後押しできるかを明確にするためにより広範なサステナビリティ・インパクトをもたらす投資の中でどこに位置づけられるかを検討することが望まれます。そうすることで、サステナビリティ・インパクトを追求するために投資家を取り得る「インパクト投資」以外の他のアプローチを明確にすることが可能になると考えられます。こうした整理は、更に金融庁が「インパクト投資」を補完する政策を検討するうえで、課題分野を明確にする点においても意義があると考えられます。

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を推進するためのより幅広い金融政策改革を検討

上記の簡易的な分析の通り、「インパクト投資等に関する検討会報告書」は、従来の限定的なインパクト投資慣行を主流化していく上で重要な一歩となるでしょう。しかし、これだけでは、投資家が手段的な観点からサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うために使える幅広い選択肢を十分に探ることはできません。また、重要な点として、スチュワードシップや政策エンゲージメントなど、手段的 IFSI とより密接に親和性が高い措置が考慮されていません。

したがって、「インパクト投資」に加え、日本における投資家の法的義務とすでに整合的なアプローチである「手段的 IFSI」を支援する規制・市場環境を確立するための政策検討にも焦点を当てることを推奨します。このトピックは、主要なアセットオーナー、特に年金基金が、サステナビリティ・インパクトの追求に向けて資本を動員することを包含する上で、特に重要な意味を持ちます。実務的な「インパクト投資」支援と並行して、より根本的なサステナビリティ・アウトカム並びにインパクトと投資家義務の関係に関する議論が行われることが望まれます。投資家が、経済的外部性を取り込むために使える様々な手段の中で、特にサステナビリティ・イ

¹⁴ 首相官邸 (2023) [PRI in Person2023](#)

ンパクトをもたらす投資と整合するアプローチが法的・実務的なレベルで何を意味するか認識できるように政策レベルのメッセージングが必要です。

その際、我々は改めて金融庁に対し、[日本:投資業界全体におけるサステナビリティ目標の統合](#) (日本版 LFI レポート) で取りまとめた日本固有の LFI 提言を検討するよう推奨します。本レポートでは、日本の法制度や市場環境が、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資に向けたさらなる投資家行動をどのような形で阻害している可能性があるかを調査しています。日本の政策立案者と民間セクターは、SDGs やパリ協定をそれぞれの目的に組み込むことに特に高い関心を寄せています。LFI の法的分析はこの傾向と整合しており、財務的な目標を達成するという基本的な投資家としての義務においてそれが重要である場合は、サステナビリティ・インパクトを追求することがすでに法的に認められており、場合によってはそれを検討することは義務である可能性が高いことを示しています。しかしながら、多くの投資家は、サステナビリティ・インパクトを目的とした投資がどの程度まで認められているのか、あるいは義務付けられているのかについて依然として明確に理解していません。

現状、日本政府は、財務リターンに関連する場合には、投資家が ESG 要素を考慮することが認められていることを明確にしていますが、サステナビリティ・インパクトを目的とした投資については、同様に明確な見解を示していません。本報告書では、日本の投資家が適切にサステナビリティ・アウトカムを追求できるよう法的条件を明確化し市場条件を強化すべく規制当局や政策立案者に対して 5 つの政策提言を行っています：

- 投資家の義務において、サステナビリティ・インパクト目標の追求を考慮することがどの程度許可、もしくは義務化されているかを明確化
- 既存の規則、基準及びガイダンスを更新することにより、投資家による企業のサステナビリティ関連情報へのアクセスを確保
- スチュワードシップ・コードの改訂や、その他の支援策を通じて、投資家がいつ、どのようにスチュワードシップ活動を通じて、サステナビリティ・インパクトを追求できるかを明確化
- 開示、表示、分類に関する規則やガイダンスを導入することにより、責任投資の主張に関する透明性と市場規律を強化
- 関連するガイダンスを導入することにより、インベストメント・マネージャーとその顧客および受益者との間で、サステナビリティ目的および選好に関するより良いコミュニケーションを確保

インパクト投資家が自らの貢献をどのように理解できるか、特に信頼性と因果関係の観点から議論を進めることを検討

インパクト投資の主要な特徴は、特定のサステナビリティ・インパクトを意図し、その目標達成に向けて投資がもたらした貢献、あるいは「追加性」を理解・評価することです。このインパクト投資の要素の焦点は、投資家が計画している、あるいは行った措置が、投資家が望むサステナビリティ・インパクト目標に向けて、第三者の行動における重要な変化に何らかの形でつながる可能性が高いという合理的なレベルの確信を確立することにあると理解しています。

投資家の介入がサステナビリティ・アウトカムの変化にもたらした正確な影響の程度を示すことは、必ずしも単純ではありません。投資家がどのような活動を誰と行っているか、また、どのようなサステナビリティ・イン

パクトを対象としているかによって、多くのことが変わってきます。例えば、投資家コミュニティとのエンゲージメントの結果、企業がその慣行を変更することに同意した場合や、決議が可決された場合、法律が変更された場合など、幅広いケースにおいて同様に個別の影響は特定が困難です(本インパクト指針(案)では株主決議や協働イニシアチブは対象範囲に含まれていません)。

相対的な観点から、投資家をもたらした違いを理解することは、おそらく、影響力のある投資家が、サステナビリティにプラスの影響をもたらす目標を追求する非公開企業に対して、実質的な資金提供の役割を担っている場合に、最も分かりやすいと言えます。この場合、「追加性」の概念が本質的に行うものである、「but for」テストを適用することが可能です。しかしながら、この場合においても、アウトカムが単一の因果関係の結果であることは稀であり、投資家の貢献の程度を理解することは依然として困難です。¹⁵ 機関投資家の投資が集中する公開市場においては、当該投資家が関与している集団的なサステナビリティ・インパクト・イニシアチブのレベルにも注目する必要性がより高まると思われれます。¹⁶

投資家が、自らの投資が「追加性」、すなわち投資家による資本の配分や非財務的なインプットの提供によって、ある企業に対して、そうでなければ起こらなかったであろう変化をもたらしたという因果関係について、どのように信頼できるナラティブを提供できるかという問題は、投資先、投資家、アセットクラスの種類によって、異なる意味合いを持つことになるでしょう。例えば、「インパクト投資等に関する検討会報告書」では、選肢として検討されていませんが、投資家は、協働イニシアチブの中で貢献したインパクトをどのように測定・管理するかを検討している最中です。資産配分、スチュワードシップ、政策への関与のいずれを通じてであれ、投資家の個々の貢献を評価することは、現在の市場インフラでは困難です。これは、「新規性や優位性の支援」においても同様のことがいえると思われれます。

我々は、金融庁がこれまで、インパクト投資に関する勉強会や検討会などを通じて、この分野での議論や知見の共有を推進してきたことを評価し、歓迎します。また、今般の指針(案)が、あらゆるタイプの投資先、投資家、アセットクラスを十分に支援し、包摂することができるよう、提案されている「対話の場(コンソーシアム(仮称))」において、これらの疑問点を解決するための議論がなされることを期待します。

PRIは、サステナブル・ファイナンス及び責任投資に関する公共政策について様々な地域に渡る専門的な経験を有しています。日本の金融市場の特性や状況を把握し、投資商品に関するサステナビリティ情報の開示や取り組みの規制に関してPRIは、金融庁を支援することができます。

質問や感想は、次の宛先にお寄せください：policy@unpri.org.

また詳しくはこちらまで：www.unpri.org

¹⁵ From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors, A report by the World Economic Forum Investors Industries, September 2013, 26.

¹⁶ See, for example, Wendy Abt, 'Almost Everything You Know About Impact Investing is Wrong', Stanford Social Review, 18 December 2018.