

発行体がインパクトの包括的管理にコミットする インパクトボンド

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. サステナブルファイナンス市場では近年、発行体自らが包括的にインパクトを捉えて管理する金融商品として、「インパクトボンド」の事例が出現し始めている。インパクトボンドは、金融資本市場に浸透している国際資本市場協会（ICMA）による原則（ICMA 原則）に加えて、国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）による「ポジティブ・インパクト金融原則」（PIF 原則）を用いて発行枠組み（フレームワーク）を策定することが特徴の1つである。
2. 本稿では、インパクトボンドに関して、フランスのソシエテ・ジェネラル（SG）と ALD オートモーティブ（ALD）に加え、日本の豊田合成の事例を概観した。PIF 原則と ICMA 原則の併用を通じて、発行体が包括的にポジティブ／ネガティブ・インパクトを把握、管理しているという共通点の下、各社の取り巻く状況に応じてフレームワークを構築し、ファイナンスを位置づけていることが明らかになった。
3. SG は、インパクトボンドの発行を 2015 年に開始し、様々な商品形態での起債に取り組んでいる。ALD は、初回債発行時、フレームワークについて気候債券イニシアティブ（CBI）の認証を取得する形で臨んだ。豊田合成は、同社全体の重要課題（マテリアリティ）からインパクトを丁寧かつ包括的に分析して、フレームワークを構築した。
4. インパクトボンドが今後、金融資本市場に浸透していく上での主な注目点としては、（1）インパクトボンドを通じた価値創造の可視化、（2）インパクト・ウォッシュの回避、が挙げられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

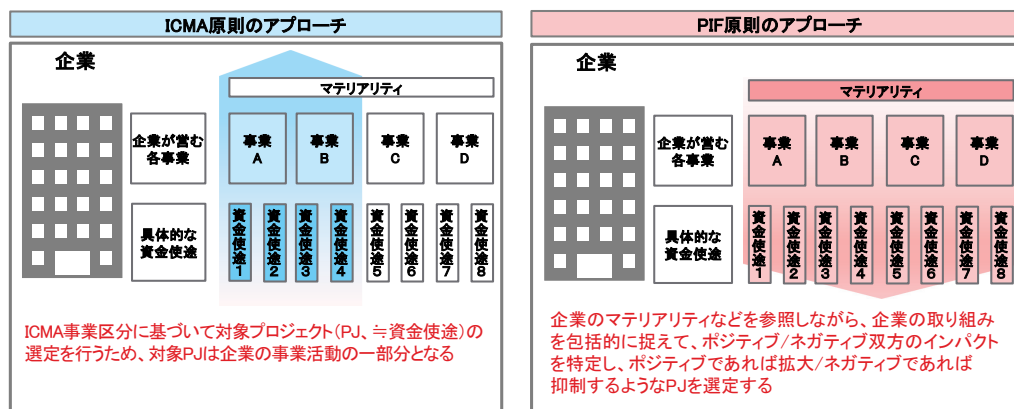
- ・江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）。
- ・江夏あかね「インパクト加重会計の進展と企業による価値向上に向けた挑戦」『野村サステナビリティクォーターリー』第4巻第3号（2023年夏号）。
- ・江夏あかね「低炭素交通関連のグリーンボンド等の現状と注目点ー気候債券イニシアティブ（CBI）の認証気候債に焦点を当ててー」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）。

I 発行体自らがインパクトを包括的に管理する金融商品

サステナブルファイナンス市場では、グリーン債券を始めとした特定の事業を資金用途とする債券が中心となって発展してきたが、近年は資金用途を限定せず、企業等の発行体のサステナビリティ関連の重要業績評価指標（KPI）に着目するサステナビリティ・リンク・債券（SLB）等も散見されるようになった。一方で、投資家等の資金提供者が発行体のインパクト¹を評価し、インパクトの創出と収益性の実現を目指すインパクトファイナンス／インパクト投資も存在感が徐々に大きくなってきている。このような流れの中、発行体自らが包括的にインパクトを捉えて管理する金融商品として、「インパクト債券²」の事例がフランスと日本で出現し始めている。

インパクト債券は、「グリーン債券等を発行する際に通常求められる開示項目に加えて、発行体が自身の事業が環境・社会・経済に与える影響（インパクト）を管理する体制に関する事項を合わせて開示する債券³」（格付投資情報センター〔R&I〕による定義）である。後述のとおり、金融資本市場に浸透している国際資本市場協会（ICMA）による原則（ICMA 原則）に加えて、国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）による「ポジティブ・インパクト金融原則」（PIF 原則）を用いて発行枠組み（フレームワーク）を策定することが特徴の1つと言える（図表1参照）。

図表1 ICMA 原則・PIF 原則のアプローチ



（出所）野村證券

¹ インパクトには、「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」（Global Steering Group for Impact Investment〔GSG〕国内諮問委員会）、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果」（Impact Management Project〔IMP〕）等の定義がある。インパクト及びインパクトファイナンスの詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、を参照されたい。

² 同金融商品について、「サステナブル&ポジティブ・インパクト債券」、「ポジティブ・インパクト債券」、「グリーン&ポジティブ・インパクト債券」等の名称で呼ぶこともある。

³ 格付投資情報センター「国内初、インパクト債券に対するセカンドオピニオンの提供を開始」2023年10月31日。

本稿では、インパクトボンドの基本的な商品性を概観する。そして、フランス金融大手のソシエテ・ジェネラル（SG）、SGの子会社で自動車リース業界大手のALDオートモーティブ（ALD）の発行事例及び日本の豊田合成が2023年10月に公表したフレームワークの内容を紹介した上で、今後の注目点を論考する。

Ⅱ インパクトボンドの基本的な商品性

インパクトボンドは、現状では事例が蓄積されておらず、世界的に共通した商品性が確立しているわけではない。本章では、これまでの事例に基づき、（1）フレームワークの構成、（2）発行プロセス、を概観する。

1. フレームワークの構成：ICMA原則とPIF原則両方への適合

1) 対象プロジェクト、特定領域のインパクトに着目するICMA原則

ICMAは2024年1月末現在、サステナブルファイナンス関連金融商品の基準として、（1）資金使途特定型（グリーンボンド原則〔GBP〕、ソーシャルボンド原則〔SBP〕、サステナビリティボンド・ガイドライン〔SBG〕）、（2）資金使途不特定型（サステナビリティ・リンク・ボンド原則〔SLBP〕）、を公表している⁴。

GBPやSBPは、4つの要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティング）で構成されている。発行体はGBP／SBPに示された適格プロジェクトの事業区分を基に、資金使途となる対象プロジェクトを選定する。そして、調達資金を対象プロジェクトに充当、管理すると共に、対象プロジェクトから創出されたインパクトについてレポーティングを行う。加えて、フレームワーク等を通じて4つの要素に適合している旨の説明と外部評価の取得を推奨している。

SLBPは、5つの要素（KPIの選定、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット〔SPTs〕の設定、債券の特性、レポーティング、検証）で構成されている。発行体は、組織にとって重要なサステナビリティ課題に関連するKPIを選定し、KPIに基づき目標となるSPTsを設定する。そして、選定したKPIがSPTsの達成／未達成に応じて債券の財務的／構造的特性がどのように変動するかを決定する。また、選択したKPIに基づくパフォーマンス等についてレポーティングを行う。SLBPでは、SPTsの達成状況について外部レビュー機関から外部検証を受けるべきと記されている。

資金使途特定型、不特定型ともに、インパクトレポーティングを行うこととされているものの、発行体の事業活動の一部分若しくは特定のKPIに紐づいている部分のみに焦点が当てられることになる。

⁴ International Capital Market Association, “The Principles, Guidelines and Handbooks.”

2) ICMA 原則と PIF 原則の併用で企業全体のインパクトに包括的な着目が可能に

インパクト債券で、ICMA 原則と併用される PIF 原則とは、持続可能な開発目標（SDGs）達成に向けた金融の共通枠組みとして、UNEP FI が 2017 年 1 月に策定したものである。同原則は、4 つの原則（定義、枠組み、透明性、評価）で構成されている。（図表 2 参照）。同原則の主なポイントとしては、（1）PIF が SDGs の 3 つの側面（環境・社会・経済）すべてを考慮し、ネガティブ・インパクトを緩和・抑制した上で、ポジティブ・インパクトをもたらすべく、包括的な取り組みを求める、（2）適用範囲は融資、債券、株式等のすべての金融商品及びそれを支える事業活動、（3）PIF 原則は特定のセクターを対象としたものではない、が挙げられる。加えて、PIF 原則では、ICMA 原則等との関係について、既存の枠組みを補完するものと説明されている⁵。

このように、ICMA 原則に併せて、PIF 原則に基づくフレームワークを策定することを通じて、発行体が事業活動全体のインパクトに包括的に着目することが可能となる。

図表 2 UNEP FI による「ポジティブ・インパクト金融原則」（PIF 原則）の概要

原則	概要
1 定義	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。PIF は、持続可能な開発の 3 つの側面（経済・環境・社会）のいずれかにおいて潜在的なネガティブ・インパクト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ポジティブ・インパクトをもたらすことに貢献する。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 1 つとなる。
2 枠組み	PIF を実行するには、エンティティ（金融機関あるいは非金融機関）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ーするための十分なプロセス、方法、ツールが必要である。
3 透明性	エンティティ（金融機関あるいは非金融機関）は透明性の確保と情報開示が求められる。 ・ 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、および／または投融資先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）。 ・ 適格性を判断し、インパクト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）。 ・ 達成したインパクトについて（原則 4 に関連）。
4 評価	エンティティ（金融機関あるいは非金融機関）が提供する PIF 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。

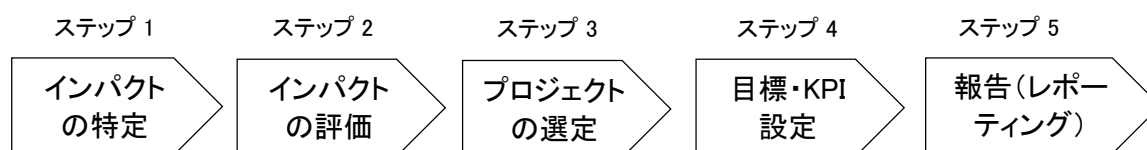
（出所）国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）「ポジティブ・インパクト金融原則」2017 年 1 月、より野村資本市場研究所作成

2. 発行プロセス：豊田合成の事例

インパクト債券の発行プロセスについて、2024 年 1 月末時点で世界的にコンセンサスとなっているものはないとみられる。本稿では、関連する内容が詳述されている観点から、豊田合成のフレームワーク等に基づき、一連の流れを概観する。発行プロセスでは、インパクトの特定から報告（レポーティング）まで 5 つのステップを採ることが想定される（図表 3 参照）。どのプロセスも欠かせないものだが、最初のステップであるインパクトの特定が、その後のプロセスの成否を左右すると言っても過言ではない。

⁵ PIF 原則では、「グリーン債券原則（特定の金融商品）、責任投資原則（特定の業態）、赤道原則（リスクに焦点）やその他の重要な既存の枠組みを補完し、持続可能な開発に向けた資金調達のための、幅広い共通枠組みを提供する」と説明している。（国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）「ポジティブ・インパクト金融原則」2017 年 1 月）

図表 3 インパクトボンドの発行プロセス（豊田合成の事例）



（出所）野村證券

1) インパクトの特定

まずは、取り組むべきインパクトを特定すべく、自社の活動が環境・社会・経済に及ぼすインパクトを包括的に分析する。分析方法としては、（1）サプライチェーンを俯瞰したインパクトの抽出、（2）UNEP FI のインパクトレーダーによる抽出したインパクトの分類、が挙げられる。

1 点目について、企業の全てのセグメント、活動エリアの情報を基にサプライチェーン全体にわたって、SDGs の 3 つの側面にポジティブのみならずネガティブなインパクトを与えている領域をマッピングしていく。製造業等の場合、ライフサイクルアセスメント（LCA）⁶の観点を導入し、原料調達から製造、流通、廃棄や再生までを含めたすべての流れにおいて発生するインパクトを捉えることがポイントとなる。

2 点目について、インパクトレーダーは、UNEP FI が PIF 原則を策定した翌年の 2018 年に、包括的なインパクト特定のための支援ツールとして公表したもので、2022 年 7 月に改訂された。インパクトレーダーは、SDGs の 3 側面（社会、社会経済、自然環境）に渡る 12 の「インパクトエリア」と 34 の「インパクトトピック」で構成されている（図表 4 参照）。同ツールにより、ポジティブ・インパクトとネガティブ・インパクトがどの領域に発現するのかを分析する。

⁶ ライフサイクルアセスメント（LCA）は、商品またはサービスの原料調達から廃棄・リサイクルに至るまでのライフサイクル全体を通じて環境負荷を定量的に算定する手法。（環境省「再生可能エネルギー等の温室効果ガス削減効果に関する LCA ガイドライン 第 I 部 基礎編」2021 年 7 月）

図表4 インパクトレーダー



(注) イラスト出典元は、環境省「UNEP FI『インパクトレーダー』改訂版」。

(出所) 豊田合成「サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワーク」2023年10月

2) インパクトの評価

ステップ1で特定したインパクトの実現可能性や現時点でのパフォーマンスを評価する。

3) プロジェクトの選定

ネガティブ・インパクトを抑制し、ポジティブ・インパクトを拡大するためのプロジェクトを選定する。

4) 目標・KPI設定

プロジェクトの実施によって目指すべき目標を設定する。設定した目標の進捗度合いを測るべく、KPIを設定する。また、目標達成によって貢献し得るSDGsとの紐づけを行う。

5) 報告（レポートニング）

KPIを投融資期間に渡ってモニタリングし、その結果を評価し、投資家向けにレポートニングする。

Ⅲ インパクトボンドの事例

本章では、時系列で、（1）フランス金融大手の SG、（2）SG の子会社で自動車リース業界大手の ALD の発行事例を概観する。併せて、（3）豊田合成が 2023 年 10 月に公表したフレームワークの内容も紹介する。

1. ソシエテ・ジェネラル（SG）

1）2015 年からポジティブ・インパクトボンドの発行を継続

SG は、UNEP のポジティブ・インパクト・ファイナンス・イニシアティブが創設された 2001 年からメンバーとして参加してきた⁷。2015 年にグリーン・ポジティブ・インパクトボンドを初めて発行してから継続的かつ様々な商品形態で、ポジティブ・インパクトボンドの起債を行っている（図表 5 参照）。

図表 5 SG：ポジティブ・インパクトボンドをめぐる主な出来事

暦年	内容
2001	UNEP のポジティブ・インパクト・ファイナンス・イニシアティブの創設とともにメンバーとして参加
2015	初めてのポジティブ・インパクトボンドとして、グリーン・ポジティブ・インパクトボンドを発行
2018	SG の子会社で自動車リース事業を行う ALD オートモーティブ、独自のフレームワークにてグリーン・ポジティブ・インパクトボンドを発行
2019	初めてのポジティブ・インパクト・カバードボンドを発行
2020	「サステナブル & ポジティブ・インパクトボンド・フレームワーク」を新たに公表。適格資産の対象範囲の拡大及び欧州連合 (EU) タクソノミーへの適合が主目的 初めてのソーシャル・ポジティブ・インパクトボンド (私募) を発行
2021	上記のフレームワークを更新。最新の市場標準 (EU タクソノミーの最終報告書、ICMA の原則) 及び SG の環境・社会課題へのコミットメントの反映が主目的
2023	初めてのグリーン・デジタル・ポジティブ・インパクトボンドを発行

（出所）Société Générale, “Société Générale Sustainable & Positive Impact Bonds Reporting As of 31st December 2021,” June 2022、各種資料、より野村資本市場研究所作成

2015 年の初回債発行時には、PIF 原則は未だ策定されていなかったものの、SG はポジティブ・インパクト・ファイナンスについて、（1）持続可能な開発の 3 つの柱のうち少なくとも 1 つでポジティブ・インパクトを創出する、（2）潜在的なネガティブ・インパクトを適切に管理する、との要件を満たす事業活動のためのファイナンスと定義した⁸。そして、環境・社会課題への対応を支援すべく、サステナブルファイナンス及びポジティブ・インパクト・ファイナンスに関する定期的な発行体として起債に取り組んでいる。

⁷ Société Générale, “Société Générale Sustainable and Positive Impact Bond Framework,” November 2021.

⁸ Société Générale, “Société Générale Positive Impact Bond,” November 2015.

SG が 2015 年から発行してきたグリーン・ポジティブ・インパクトボンドは当初、再生可能エネルギーを充当目的としていた。その後、2018 年には子会社の ALD が、同社独自のフレームワークにより、気候債券イニシアティブ（CBI）の認証⁹を得た上で、電気自動車（EV）等のリース事業に充当すべく、グリーン・ポジティブ・インパクトボンドを発行した（後述参照）。また、SG は 2019 年に初めて、グリーン・ポジティブ・インパクト・カバードボンドを発行した。同債券は、CBI の認証を得た上で、炭素効率の高い建物の住宅ローンのリファイナンスを資金使途として発行された。

さらに、SG は、適格資産の拡大及び欧州連合（EU）タクソノミーとの整合性を意識すべく、2020 年 6 月に新たに「サステナブル&ポジティブ・インパクトボンド・フレームワーク」を公表した。そして、同年 7 月に初めてのソーシャル・ポジティブ・インパクトボンドを私募債として発行した。

2021 年 11 月には、同フレームワークを更新した¹⁰。主目的は、最新の市場標準（EU タクソノミーの最終報告書、ICMA の原則）及び SG の環境・社会課題へのコミットメントの反映であった。同年同月にはソーシャル・ポジティブ・インパクトボンドを初めて公募債として発行した。

2023 年 11 月にはパブリック・ブロックチェーン¹¹上で初めてのグリーン・デジタル・ポジティブ・インパクトボンドを発行した。

以下にて、（1）フレームワーク（2021 年 11 月版）の内容、（2）近年の起債に関する状況、について概観する。

2）フレームワーク（2021 年版）の内容

SG のフレームワークは、PIF 原則、ICMA の GBP、SBP 及び SBG に沿って作成されるとともに、欧州連合のグリーンボンド基準（EU GBS）に関する技術専門家グループ（TEG）の提案と可能な限り整合的になるように設計されている。主な特徴は、（1）PIF 原則で示された 4 つの原則を基に構成していること、（2）EU GBS やタクソノミーへの対応表を掲載していること、である（図表 6～8 参照）。

⁹ CBI による認証の詳細については、江夏あかね「低炭素交通関連のグリーンボンド等の現状と注目点－気候債券イニシアティブ（CBI）の認証気候債に焦点を当てて－」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号（ウェブサイト版）、を参照されたい。

¹⁰ Société Générale, “Société Générale Sustainable and Positive Impact Bond Framework,” November 2021.

¹¹ ブロックチェーンは、分散型の取引記録管理技術のこと。インターネット上で複数のコンピューターが暗号技術に基づき、全ての取引記録を相互監視しながら情報を共有することで、取引記録の改ざんや消去を防ぐことができる仕組み。（野村證券「ブロックチェーン | 証券用語解説集」）

図表 6 SG : サステナブル&ポジティブ・インパクトボンド・フレームワークの構成

項目	内容	
定義	・ ポジティブな貢献: 本フレームワークで定義されている適格活動は、環境的及び／または社会的便益を創出することを目的にしている。本フレームワークに基づき発行されるポジティブ・インパクトボンドは、主として温室効果ガス(GHG)排出量削減を通じて EU の気候変動緩和目標に貢献する ・ SDGs への直接対応: SG のポジティブ・インパクトボンドは、SDGs 3「すべての人に健康と福祉を」、SDGs 4「質の高い教育をみんなに」、SDGs 6「安全な水とトイレを世界中に」、SDGs 7「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」、SDGs 8「働きがいも経済成長も」、SDGs 10「人や国の不平等をなくそう」、SDGs 11「住み続けられるまちづくりを」、SDGs 12「つくる責任つかう責任」、SDGs 13「気候変動に具体的な対策を」、に貢献する	
フレームワーク	・ 特定: ポジティブ・インパクトボンドとは、SG の発行体が本フレームワークに沿って発行する債券を指す。調達資金は、以下に列挙される 1 つまたは複数のカテゴリーの活動の一部または全部のファイナンスまたはリファイナンスに充当される(適格活動)。適格活動は、(1)タバコ、ギャンブル、武器及び弾薬、アルコール(ビール及びワインを除く)といった事業セクターで活動する企業、(2)他の種類の資金によって完全に資金調達されたプロジェクト、を除外する	
	グリーンカテゴリー	ソーシャルカテゴリー
	・ 再生可能エネルギー ・ グリーンビルディング ・ 低炭素輸送 ・ 水管理及び水処理 ・ 公害防止及び制御 ・ サーキュラーエコノミー	・ 中小企業金融における雇用創出・維持 ・ 社会経済的向上とエンパワーメント ・ 手頃な価格の住宅 ・ 教育へのアクセスと職業訓練 ・ 医療へのアクセス
	・ ポジティブ・インパクトに該当する適格活動の選定: ポジティブ・インパクトボンド委員会は、SG のグループ財務責任者が議長を務め、少なくとも半年ごとに開催される。本委員会は、本フレームワークの遵守を確保し、発行プロセス全体を監督するために設置されている ・ ポジティブ・インパクトの特定: ポジティブ・インパクトの認定は、特定、評価及びアクションで構成 ➢ 特定: SDGs の 3 つの柱に対する潜在的なネガティブ・インパクトと、少なくとも気候に対するポジティブ・インパクトを特定 ➢ 評価: 環境及び社会(E&S)のポジティブ／ネガティブ・インパクトの評価。特にグループのE&S リスク管理フレームワークに基づき、ネガティブ・インパクトへの対応／軽減を評価 ➢ アクション: グリーンカテゴリーに関する適格活動は、利用可能な情報の水準に応じて、グリーンカテゴリー毎に定義された方法論に基づいて気候変動へのポジティブ・インパクトを推計。ソーシャルカテゴリーに関連する適格活動については、受益者の数に基づく、利用可能な情報の水準に応じて社会へのポジティブ・インパクトを推計。取引に関する潜在的なネガティブ・インパクトは、必要に応じて特定の規定を通じて監視 ・ 調達資金の管理: SG の財務部門は、本フレームワークに従ってポジティブ・インパクトボンドの調達資金を管理する。対象となる活動は、社内の情報技術(IT)システムを通じて追跡される。手取額に相当する金額が完全に配分されるまでの間、未配分額は SG の通常の資金管理業務内で管理される	
評価	・ SG は、該当する場合は、適格活動レベルで、それ以外の場合は適格カテゴリー毎に報告するように努める	
透明性	・ レポートニングの公表: SG は毎年、ポジティブ・インパクトボンドの満期まで調達資金の配分と対象活動の期待されるポジティブ・インパクトに関する報告書を発行する。適格基準または適格活動のポジティブ・インパクトの推計のために用いる算出方法と前提について該当する場合には開示する ・ 報告書の外部評価: SG は、外部監査人またはその他の指名された独立した第三者によって提供された限定的または合理的保証報告書を公表する ・ フレームワークに関するセカンド・パーティ・オピニオン(SPO): SG は ISS ESG に PIF 原則、ICMA 原則及び EU GBS(可能な限り)に関する適合性について SPO を依頼 ・ フレームワークの公表と将来の更新: 過去及び将来の更新については SG のウェブサイトにて公表 ・ 開示場所: 透明性の項目にある全ての開示情報は SG のウェブサイトに掲載	

(出所) Société Générale, “Société Générale Sustainable and Positive Impact Bond Framework,” November 2021、より
野村資本市場研究所作成

図表 7 SG : PIF 原則、ICMA 原則及び EU GBS の提案との対応表

PIF 原則	ICMA 原則	EU GBS の提案
定義 フレームワーク	—	戦略と根拠
フレームワーク	プロジェクトの評価と選定プロセス	グリーンプロジェクト選定プロセス
フレームワーク	調達資金の使途	グリーンプロジェクト
フレームワーク	調達資金の管理	調達資金の追跡
評価	レポートイング	レポートイング
透明性	外部評価	—

(出所) Société Générale, “Société Générale Sustainable and Positive Impact Bond Framework,” November 2021、より
野村資本市場研究所作成

図表 8 SG : 適格グリーンカテゴリーと関連する EU タクソノミーの適格活動との対応表

適格グリーンカテゴリー	関連する EU タクソノミーの適格活動	
再生可能エネルギー	・ 風力発電 ・ 太陽光発電 ・ 集光型太陽光発電	・ 水力発電 ・ 地熱発電 ・ 低炭素技術の製造
グリーンビルディング	・ 建物の建設 ・ 既存建物の改修	・ 建物の取得
低炭素輸送	・ 低炭素輸送インフラ(陸上輸送) ・ 乗用車・商用車 ・ 旅客鉄道輸送 ・ 貨物鉄道 ・ 公共交通機関	・ 道路による貨物運送事業 ・ 都市間定期道路輸送 ・ 内陸旅客水運 ・ 内陸貨物水運 ・ 低炭素輸送インフラ(水運)
水管理・水処理	・ 集水、処理、交通	・ 集中排水処理
汚染防止及び管理	・ 非有害廃棄物の分別収集・運搬 ・ バイオ廃棄物の堆肥化	・ 二酸化炭素(CO2)の直接回収 ・ 人為的排出の捕捉
サーキュラーエコノミー	・ 非有害廃棄物のマテリアル回収	

(出所) Société Générale, “Société Générale Sustainable and Positive Impact Bond Framework,” November 2021、より
野村資本市場研究所作成

SG は、本フレームワークについて、ISS ESG よりセカンド・パーティ・オピニオン (SPO) を得ており、(1) PIF 原則、GBP、SBP 及び SBG に基づくパフォーマンス (適合性) は、「ポジティブ」、(2) 資産プールのサステナビリティに関する質は、「ポジティブ」、(3) 発行体のサステナビリティ・パフォーマンスは、ステータスが「プライム」、格付けは「C」、業界内のランクは「1」、と評価されている¹²。また、SG は、アーンスト・アンド・ヤングより、ポジティブ・インパクトボンドの

¹² ステータスのプライムは、ISS ESG が特定の業界に対して定義したサステナビリティ・パフォーマンス要件を達成／超過した場合にプライムに分類される。プライムに分類された企業は業界におけるサステナビリティのリーダーである。格付けは、「A+」（優れた業績）から「D-」（低パフォーマンス）まで 12 段階で付与している。業界内のランクは、企業格付けが業界内で上位 10 分の 1 である「1」から低位「10」までの 10 分類がある。(ISS ESG, “Second Party Opinion (SPO): Sustainability Quality of Issuer and Asset Pool, Société Générale,” November 4, 2021)

対象として選定された資産とインパクトレポーティングで用いられた評価指標が、フレームワークに沿っているとの合理的保証を得ている¹³。

3) 近年の起債に関する状況

近年の起債に関しては、(1) ソーシャル・ポジティブ・インパクトボンド (2021 年 11 月)、(2) グリーン・デジタル・ポジティブ・インパクトボンド (2023 年 11 月)、を取り上げる。

(1) ソーシャル・ポジティブ・インパクトボンド (2021 年 11 月起債)

SG は 2021 年 11 月、同社初の公募形式でのソーシャル・ポジティブ・インパクトボンド (10 億ユーロ、償還年限 6 年 [5 年後に額面金額で期限前償還 [コール] 可能]、非優先シニア) を起債した¹⁴。資金使途は、社会経済的向上とエンパワーメント、手頃な価格の住宅、教育と専門訓練へのアクセス、医療へのアクセスに貢献するプロジェクトの資金調達及びリファイナンスである。SG は同債券の起債 2 日前にグリーン・カバードボンドを起債していたが、ソーシャル・ポジティブ・インパクトボンドは、社会的責任投資 (SRI) 投資家を中心とした 110 以上の投資家から 21 億ユーロ超の投資需要を集め、円滑に消化された。

(2) グリーン・デジタル・ポジティブ・インパクトボンド (2023 年 11 月起債)

SG は 2023 年 11 月、同社初のグリーン・デジタル・ポジティブ・インパクトボンド (1,000 万ユーロ、償還年限 3 年、無担保優先シニア) を起債した¹⁵。同債券は、イーサリアム¹⁶によるブロックチェーン上の、セキュリティ・トークン¹⁷ (デジタル証券) である。

資金使途は、フレームワークに定義されている適格グリーン活動に関する資金調達またはリファイナンスである。同債券は、いずれも保険会社系の運用会社であるアクサ・インベストメント・マネージャーズとゼネラリ・インベストメンツが私募で購入した。

¹³ Ernst & Young, “Société Générale: Report of One of the Statutory Auditors on the Compliance of the Assets Selected for the Outstanding ‘Sustainable and Positive Impact Bonds’ with the Sustainable and Positive Impact Assessment Framework, on the Impact Reporting Provided to Investors and on the Management of the Net Proceeds,” July 5, 2023.

¹⁴ Société Générale, “Société Générale: Success of Inaugural Social Positive Impact Bond Issue,” November 30, 2021.

¹⁵ Société Générale, “Société Générale Issues a First Digital Green Bond on Public Blockchain,” December 4, 2023.

¹⁶ イーサリアム (Ethereum) は「イーサリアムプロジェクト」という、ブロックチェーン技術を応用したプラットフォームの総称。このイーサリアムプロジェクトで使用される暗号資産 (仮想通貨) を「ether (イーサー) (ETH)」と呼び、時価総額はビットコインに次ぐ第2位。(野村証券「イーサリアム | 証券用語解説集」)

¹⁷ セキュリティ・トークンは、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行される法令上の有価証券のこと。デジタル証券とも呼ばれる。(野村証券「セキュリティ・トークン | 証券用語解説集」)

SG は同債券について、2つのイノベーションがあると説明している。1点目は、本債券のスマートコントラクト¹⁸にカーボンフットプリント¹⁹に関する情報が含まれており、一般からのアクセスが可能である。これを通じて、発行体と投資家は、債券に関連する炭素排出量をリアルタイムで追跡し、確認することが可能となっている。

2点目は、同債券が現金決済に加え、SGの子会社のSG-FORGEが2023年4月に発行したユーロ建てステーブルコイン²⁰の「EUR コインバーティブル (EUR CoinVertible)」でも決済可能なことである。なお、SG-FORGE はフランスの金融市場庁 (AMF) より 2023 年 7 月、同国で初となるデジタル資産サービスプロバイダー (DASP) ライセンスの認可を得ている²¹。

SG は、本債券の発行は、革新的かつサステナブルな債券市場の構築に貢献するコミットメントを示すものと説明している。

2. ALD オートモーティブ (ALD)

ALD は、SG の子会社で、43 カ国で事業を展開する自動車リース業界大手企業である。ALD については、(1) 初めてのポジティブ・インパクトボンドの発行 (2018 年 10 月)、(2) フレームワーク (2022 年版) の内容、について概観する。

1) 初めてのポジティブ・インパクトボンド (2018 年 10 月起債)

同社は 2018 年 10 月に同社初となるポジティブ・インパクトボンド (5 億ユーロ、償還年限: 4 年、シニア) を発行した。同債券の資金使途は、EV、ハイブリット車 (HEVs) 及びプラグインハイブリット車 (PHEVs) の購入と運用のための資金調達とリファイナンスである。本債券は同社が 2018 年 9 月に公表した「ポジティブ・インパクトボンド・フレームワーク」に基づき発行されたが、(1) PIF 原則及び ICMA の GBP に沿って作成され、PIF 原則で示された 4 つの原則を基に構成、(2) 環境サステナビリティコンサルティング会社であるクアンティス (Quantis) の支援の下、LCA を実施し、当初車両ポートフォリオにおいて、内燃エンジンのみを動力とする車両に比して年間 1.7 万トンの CO₂ 及び 9.9 万キログラムの窒素酸化物 (NO_x) の削

¹⁸ スマートコントラクトは、ブロックチェーン上で動作する所定の条件が満たされると定められた処理を自動的に実行するプログラム。

¹⁹ カーボンフットプリントは、個人や団体、企業などが直接的、間接的に排出した温室効果ガス (CO₂ 等) の排出量を把握すること。あるいは、商品やサービスのライフサイクル全体を通して排出される温室効果ガスの排出量を CO₂ に換算して表示する仕組み。CF (Carbon Footprint、炭素の足跡)、CFP (Carbon Footprint of Products) と略される。排出量の単位は t-CO₂eq (CO₂ 換算トン)。(野村證券「カーボンフットプリント | 証券用語解説集」)

²⁰ ステーブルコイン (Stablecoin) は、価格の安定性を実現するように設計された暗号資産 (仮想通貨) のこと。裏付け資産がないため価格変動が激しく、決済手段としての活用が進んでいない暗号資産の普及を促し、実用性を高めるために設計された。(野村證券「ステーブルコイン | 証券用語解説集」)

²¹ Société Générale-FORGE, “Société Général-FORGE Obtains the First DASP License Delivered by the French Markets Authority,” July 19, 2023.

減に寄与すると推計、(3) ヴィジオ・アイリスが発行前検証（限定保証）を実施し、CBI の気候ボンド基準（CBS）及び関連するセクターの技術基準に適合している旨を確認し、CBI による認証を取得、が特徴となっている²²。

ALD は 2018 年 10 月の初回債に至った背景として、(1) クリーン輸送に資金を提供し、低炭素の未来への移行の促進にコミットしている、(2) 多くの投資家が健康と環境にポジティブ・インパクトをもたらすことに多大な関心を抱いている、(3) この取り組みを通じたポジティブ・インパクトについて、外部評価機関による定量的評価取得を望んでいた、と述べ、金融市場環境が許せば発行を継続したいとの考えを示した²³。

2) フレームワーク（2022 年版）の内容

ALD は 2022 年 6 月、新たに「グリーン&ポジティブ・インパクトボンド・フレームワーク」を公表した。同フレームワークは、PIF 原則及び ICMA の GBP に沿って作成されるとともに、検討されている EU GBS 案に可能な限り適合するように設計されている。主な特徴は、(1) PIF 原則で示された 4 つの原則を基に構成（図表 9 参照）、(2) EU GBS のファクトシートのフォーマットに基づく附属書の添付²⁴、である。

ALD は、本フレームワークに関して、ISS ESG より SPO を得ており、(1) PIF 原則、GBP 及び EU GBS 案に「適合」、(2) 資金使途の選択基準に関するサステナビリティの質は、「ポジティブ」、(3) ポジティブ・インパクトボンドと発行体のサステナビリティ戦略は、「一貫している」、と評価されている²⁵。

なお、ISS は 2023 年 10 月、ALD の資金充当及びインパクトレポーティングに対して、(1) フレームワークに定められた発行体のコミットメントと「整合的」、(2) ICMA による「インパクトレポーティングについて調和のとれた枠組みを目指すガイダンス文書」の内容と「整合的」、(3) 調達資金の配分に関する開示とレポーティングする指標の健全性は「ポジティブ」、との評価結果を公表した²⁶。

²² ALD Automotive, “Positive Impact Bond Framework,” September 2018; ALD Automotive, “Positive Impact Bond: Initial Use of Proceeds Reporting as of June 2018,” September 2018; Vigeo Eiris, “ALD Automotive: Pre-Issuance Verification Report (Limited Assurance Procedure),” August 3, 2018; Climate Bonds Initiative, “ALD Automotive”; “ALD Issues First-Ever Positive Impact Bond,” Fleet Europe, October 5, 2018.

²³ “ALD Issues First-Ever Positive Impact Bond,” *Fleet Europe*, October 5, 2018.

²⁴ 同附属書は、(1) 一般情報、(2) 欧州グリーンボンド規則の遵守、(3) 環境戦略とその根拠、(4) 調達資金の配分予定（調達資金の配分完了までの予定期間、グリーンプロジェクトの選定プロセスと環境負荷予測、対象グリーンプロジェクト、未割当額）、(5) レポーティングに関する情報、で構成されている。

²⁵ ISS ESG, “Second Party Opinion (SPO): Sustainability Quality of Issuer and Green and Positive Impact Bond Framework, ALD Automotive,” June 7, 2022.

²⁶ ISS ESG, “Report Review: ALD Automotive Green Report, Green and Positive Impact Bond Allocation & Impact Report ALD Automotive,” October 26, 2023.

図表 9 ALD：グリーン&ポジティブ・インパクトボンド・フレームワークの構成

項目	内容
定義	・ <u>ポジティブな貢献</u>: 本フレームワークで定義されている適格基準は、環境的に持続可能な経済活動のための EU タクソノミー、特に 2022 年 1 月に施行された気候委任法に定められた実質的貢献基準に適合することを意図している。本フレームワークに基づき発行されるグリーン&ポジティブ・インパクトボンドは、主として GHG 排出量削減を通じて EU の気候変動緩和目標に貢献する ・ <u>SDGs への直接対応</u>: ALD のグリーン&ポジティブ・インパクトボンドは、SDGs 3「すべての人に健康と福祉を」、SDGs 9「産業と技術革新に基盤をつくろう」、SDGs 11「住み続けられるまちづくりを」、SDGs 12「つくる責任つかう責任」、SDGs 13「気候変動に具体的な対策を」、に貢献する
フレームワーク	・ <u>特定</u>: グリーン & ポジティブ・インパクトボンドとは、ALD が本フレームワークに沿って発行する債券を指す。調達資金は、クリーンな輸送の発展と低炭素社会への移行に貢献する「適格車両」のファイナンスまたはリファイナンスに充当される ・ <u>ポジティブ・インパクトに該当する適格活動の選定</u>: グリーン&ポジティブ・インパクトボンド委員会は、本フレームワークの遵守を確保し、発行プロセス全体を監督するために設置された。本委員会は、ALD の CSR(企業の社会的責任)部門、財務部門、投資家向け広報(IR)部門の代表によって構成されている ・ <u>調達資金の管理</u>: 調達資金は、ALD の財務部門が管理する。ALD は、発行日から 2 年以内に手取額が完全に配分されるよう、可能な限りコミットする
評価	・ <u>レポート</u>: ALD は、グリーン & ポジティブ・インパクトボンドが満期を迎えるまで、毎年インパクトレポートを作成し、ウェブサイトで公表予定。ALD は、適格車両に関するポートフォリオについて、総額、車両台数、未充当資金残高、既存車両と新規車両の台数または割合、対象車両の地理的内訳、を公表
透明性	・ <u>EU グリーンボンド・ファクトシート</u>: EU グリーンボンド基準が採択された場合、グリーン&ポジティブ・インパクトボンドの発行前に、グリーンボンド・ファクトシートをウェブサイトに掲載すると共に、外部評価によるレビューを実施する ・ <u>報告書の公表</u>: ALD はグリーン&ポジティブ・インパクトボンドの満期まで毎年、調達資金の配分と適格車両に関する報告書を発行する ・ <u>報告書の外部評価</u>: ALD は、外部監査人またはその他の指名された独立した第三者によって提供された限定的または合理的保証報告書を公表する ・ <u>フレームワークに関する SPO</u>: ALD は ISS ESG に PIF 原則、ICMA 原則及び EU GBS(可能な限り)に関する適合性について SPO を依頼 ・ <u>フレームワークの公表と将来の更新</u>: 過去及び将来のバージョンについては ALD のウェブサイトにて公表 ・ <u>開示場所</u>: 透明性の項目にある全ての開示情報は ALD のウェブサイトに掲載

(出所) ALD automotive, “Green and Positive Impact Bond Framework,” June 2022、より野村資本市場研究所作成

3. 豊田合成

豊田合成は 2023 年 10 月、「サステナブル&ポジティブインパクト・ファイナンスフレームワーク」を公表した。同社は、フレームワーク策定に取り組んだ目的として、個別の事業ではなく、当社全体が社会にどのように貢献しているかを幅広いステークホルダーに知ってもらうためと説明し、フレームワークを活用した社債発行を 2024 年に計画していると報じられている²⁷。

同社のフレームワークは、PIF 原則、ICMA の GBP、SBP 及び SBG、環境省のグリーンボンドガイドライン、金融庁のソーシャルボンドガイドライン、ローンマーケット協会

²⁷ 「包括的な持続可能性評価で資金調達を拡大 豊田合成、ESG 債で新機軸」『日経 ESG』第 295 号、日経 BP、2024 年 1 月。

(LMA) 等によるグリーンローン原則 (GLP) 及びソーシャルローン原則 (SLP) に沿って作成されている。主な特徴は、(1) PIF 原則で示された 4 つの原則を基に構成 (図表 10 参照)、(2) 同社の重要課題 (マテリアリティ) 毎にインパクトエリアを特定し、対象プロジェクトの適格基準、レポーティング項目等を提示 (図表 11 参照)、(3) プロジェクトの選定に当たって、インパクトレーダー及び LCA の概念により包括的分析を実施 (後述及び図表 12 参照)、(4) 本フレームワークと ICMA 原則に基づく構成の対応表の掲載、である (図表 13 参照)。

特に、3 点目に関して、同社のマテリアリティへの取り組みを通じてポジティブ／ネガティブインパクトがどのように生じ得るのかをインパクトレーダーで分析した点は興味深い。豊田合成が属する自動車部品製造業における内燃機関車及び電動車に属するインパクトレーダーの比較を通じて、電動車への移行により、「気候の安定性」「大気」「健康及び安全性」のネガティブインパクトが適切にマネジメントされるほか、「移動手段」は引き続きポジティブインパクトがもたらされることが明らかになった。これを基に、バッテリー電気自動車 (BEV) 関連事業の売上高比率や、主力製品のエアバック生産個数等をインパクト測定のカPIに掲げている。その一方で、電動車への移行により、「零細・中小企業の繁栄」に関するポジティブインパクトが消失することとなるが、豊田合成は「このネガティブな効果について新たなカタチで補い、かつ電動化により広がるサプライチェーンのプレイヤーとのつながりを活用することで新たな価値創造につながる取り組み」を行うと説明している。

一方、LCA に関して、電動車のライフサイクル全体では、製造時における GHG 排出量が全体の 6 割程度になると予測されることから、製造時における脱炭素化や環境負荷低減が実現されてこそライフサイクル全体でのネガティブインパクトが大幅に抑制されとの考えを示した。その上で、製造時における「CO2 排出量削減・GHG 排出量削減による脱炭素社会の構築」「廃棄物低減・水リスク低減による循環型社会の構築」や「汚染防止及び抑制」に関連するプロジェクトも資金使途に選定している。

豊田合成は、本フレームワークに関して、R&I より SPO を得ており、(1) PIF 原則、ICMA 原則等への適合性を確認、(2) 事業が生み出すインパクトについて、「豊田合成の技術力と事業規模などに鑑み、同社の事業が自動車を利用する社会において交通安全、脱炭素化、資源循環の面での大きなポジティブインパクトを生む」との見解が示されている²⁸。

豊田合成のフレームワークは、事業のマテリアリティのインパクト管理を通じて、どのように価値創造を目指しているかが示唆される内容となっている。

²⁸ 格付投資情報センター「セカンドオピニオン 豊田合成株式会社 サステナブル&ポジティブインパクト・ファイナンスフレームワーク (インパクトボンド等の開示の枠組み)」2023 年 10 月 31 日。

図表 10 豊田合成：サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワークの構成

項目	内容
定義	・ <u>意図しているポジティブな貢献</u>: 特定したマテリアリティに対する取り組みを推進していくことが、SDGs の 3 側面へ及ぼすポジティブ／ネガティブなインパクトをマネジメントすることそのものと考えている。マテリアリティに対する取り組みによって、事業活動から SDGs の 3 側面へ及ぼすポジティブあるいはネガティブなインパクトが適切にマネジメントされることにつながるのか、インパクトレーダーを用いて確認している。このようなインパクト分析を踏まえた上で、意図するインパクトをマネジメントするための資金充当先プロジェクトを選定するプロセスを本フレームワークにて採用している ・ <u>SDGs との関連性</u>: マテリアリティの特定プロセスにおいて、社会課題、市場・社会動向、GRI(グローバル・レポート・イニシアティブ)スタンダード、SDGs、他社マテリアリティなどを参考にマテリアリティ候補の抽出をしている ・ <u>アウトプット、アウトカム、インパクトの定義</u>: インパクトレポートにおいては、測定あるいは定量化が困難なインパクトに関しては、代替指標としてアウトカム、アウトプットについて報告する。ただし、それらの代替指標を使用する際は、アウトプット、アウトカム、インパクトの繋がりを明示する
フレームワーク	・ <u>サステナブル&ポジティブインパクト・ファイナンスの定義</u>: 本フレームワークに従って発行する社債または実施する借入である ・ <u>カテゴリー別の資金使途</u>: ICMA のグリーン／ソーシャル／サステナビリティボンド原則及び各種ガイドラインにおける事業区分にも該当する場合については、ソーシャルファイナンス、グリーンファイナンス、サステナブルファイナンスのラベルも付与できるものとする ・ <u>インパクトレーダー及びライフサイクルアセスメント(LCA)による包括的分析</u>: インパクトレーダーとサプライチェーンを俯瞰した包括的分析を踏まえて、「安心・安全」「快適」「脱炭素」という 3 つの価値提供を生み出す事業活動における 5 つのマテリアリティと、それらを支える経営基盤における 4 つのマテリアリティに対応したプロジェクトを選定し、これらに取り組むことで、社会的価値と経済的価値の双方を追求していく ・ <u>サステナブル&ポジティブインパクト・ファイナンスに適合するプロジェクトの選定方法</u>: 調達資金が充当されるプロジェクトは、「安心・安全」「快適」「脱炭素」という 3 つの価値提供を考慮した上で、経理部が、適格基準への適合状況に基づいて、対象候補を特定する。特定された対象候補事業について、経営理念やサステナビリティの基本的考え方との整合性を踏まえ、豊田合成で定めた承認プロセスに基づき最終承認を行う ・ <u>資金管理方法</u>: 調達した資金について、経理部が適格プロジェクトへの充当及び管理を行う。調達から 2 年程度の間に充当を完了する予定である
評価	・ <u>資金使途に対応するポジティブインパクト測定のための評価指標(KPI)</u>: 適格プロジェクトによる社会・環境への影響に関連する評価指標を用いて、意図するインパクトの実現度合いを開示するように努める
透明性	・ <u>レポートの公表</u>: 適格プロジェクトへの充当状況ならびに適格プロジェクトによりもたらされる社会・環境への効果を、調達された資金の償還までに、または完済まで年次で、豊田合成のウェブサイトにて公表する。融資の場合については融資人と関係者に直接報告することも選択できる。初回レポートは、サステナブル&ポジティブ・ファイナンス実施から 1 年以内に公表する予定である ・ <u>SPO の公表</u>: 豊田合成は、R&I に委託し、本フレームワークの環境及び社会面での信頼性と PIF 原則等への適合性について、SPO を取得し、豊田合成のウェブサイトにて公開している ・ <u>フレームワークの公表と将来の更新</u>: フレームワークは、豊田合成のウェブサイトで公開。フレームワークの適用範囲を変更する場合は、最新のフレームワークに記載し、ウェブサイトにて公開する ・ <u>開示場所</u>: 透明性の項目に従った全ての開示は、豊田合成のウェブサイトに掲載する

(出所) 豊田合成「サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワーク」2023 年 10 月、より
野村資本市場研究所作成

図表 11 豊田合成：マテリアリティと関連するインパクトエリア等の表示例

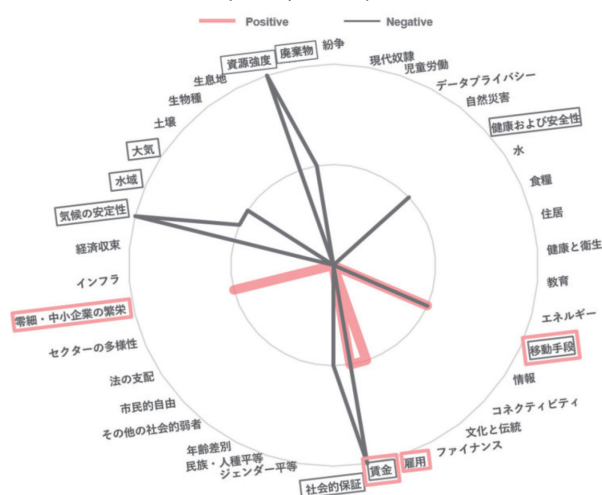
マテリアリティ:クルマの様変わりへの対応	
関連するインパクトエリア・トピック	SDGs 最重要分野
ネガティブインパクトの抑制:健康及び安全性、気候の安全性、水、大気 ポジティブインパクトの拡大:移動手段	目標 3「すべての人に健康と福祉を」
ICMA 事業区分	
グリーン>クリーン輸送	
適格基準と事業例	
〈適格基準〉	
ゼロエミッション車 (BEV/FCEV) 向け製品、ゼロエミッション車 (BEV・FCEV) 普及に必要な製品・部品の研究開発、製品製造のための各種設備投資費用	
〈事業例〉	
・ BEV 向け冷却配管 ・ 異形電池パック ・ 充電リッド ・ 水素タンク	・ BEV ならではの内外装品 ・ BEV・FCEV 向けの製品の開発設備・拠点の導入・建造
レポート項目例	
・ 技術・製品の概要 ・ BEV 関連の売上高比率^(注)	・ 研究開発の場合、 ➢ 研究開発計画の概要と進捗状況 ➢ 研究開発対象事業の概要と目指す効果についての説明(想定利用目的や製品等)

(注) BEV 関連の売上高比率=BEV 車装着部品の売上高÷総売上高。

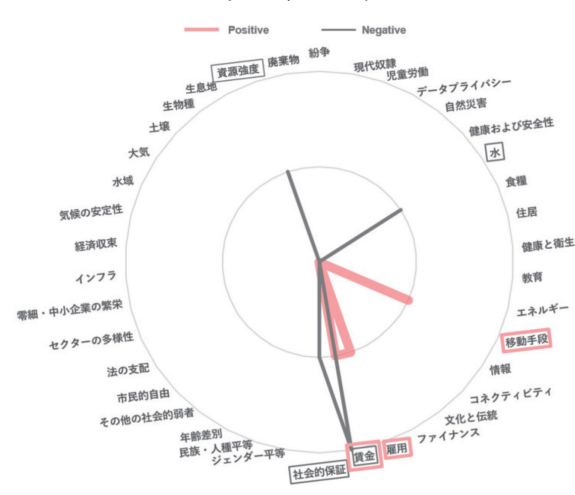
(出所) 豊田合成「サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワーク」2023 年 10 月、より野村資本市場研究所作成

図表 12 インパクトレーダーの比較分析

内燃機関車の部品・付属品の製造業に関する
インパクトレーダー



電動車の部品・付属品の製造業に関する
インパクトレーダー



(出所) 豊田合成「サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワーク」2023 年 10 月

図表 13 豊田合成：フレームワーク構成の対応表

ICMA 原則に準拠した サステナブルファイナンスフレームワーク	ICMA 原則と PIF 原則に適合したフレームワーク
	1. 定義 ・意図しているポジティブな貢献 ・SDGs との関連性 ・アウトプット、アウトカム、インパクトの定義
1. 資金調達の用途 ・対象となるプロジェクト ・特定されている環境関連目標・社会課題解決に資するプロジェクトの適格性 ・ソーシャルプロジェクトについては対象とする人々 ・新規投資／リファイナンス(ルックバック期間含む)	2. 枠組み ・サステナブル&ポジティブ・インパクト・ファイナンスの定義 ・カテゴリー別での資金使途 ・インパクトレーダー及びライフサイクルアセスメント(LCA)による包括的分析 ・サステナブル&ポジティブインパクト・ファイナンスに適合するプロジェクトの選定方法 ・資金管理方法
2. プロジェクトの評価と選定のプロセス ・プロジェクト選定の社内フロー ・経営層、ESG 関連部署の関与 ・ネガティブインパクトへの対応	
3. 資金調達の管理 ・資金管理の方法と担当者 ・管理の頻度 ・未充当資金の管理	
4. レポーティング ・開示頻度と開示場所 ・資金充当状況 ・期待されるインパクト	4. 評価 ・資金使途に対応するポジティブ・インパクト測定のための評価指標 (KPI) 3. 透明性 ・レポーティングの公表 ・セカンド・パーティ・オピニオンの公表 ・フレームワーク文書の公表と将来の更新 ・開示場所

(出所) 豊田合成「サステナブル&ポジティブインパクトファイナンスフレームワーク」2023年10月、より
野村資本市場研究所作成

IV 今後の論点

本稿では、インパクトボンドに関して、SG、ALD 及び豊田合成の事例を概観した。PIF 原則と ICMA 原則の併用を通じて、発行体が包括的にポジティブ／ネガティブ・インパクトを把握、管理しているという共通点の下、各社の取り巻く状況に応じてフレームワークを構築し、ファイナンスを位置づけていることが明らかになった。SG は、インパクトボンドの発行を 2015 年に開始し、様々な商品形態での起債に取り組んでいる。ALD は、初回債発行時、フレームワークについて CBI の認証を取得する形で臨んだ。豊田合成は、同社全体のマテリアリティからインパクトを丁寧かつ包括的に分析して、フレームワークを構築した。

インパクトボンドが今後、金融資本市場に浸透していく上での主な注目点としては、

(1) インパクトボンドを通じた価値創造の可視化、(2) インパクト・ウォッシュ²⁹の回避、が挙げられる。

²⁹ インパクト・ウォッシュは、「ポジティブ・インパクトを与え、ネガティブ・インパクトを緩和・管理すると主張・標榜しながらも、実態はポジティブ・インパクトがない、又は不正に水増しされていた、ネガティブ・インパクトが適切に緩和・管理されていなかったなど、その実態が伴わないこと」を意味する。(環境省 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「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020年7月15日)

1 点目について、より多くの投資家に訴求する上では、発行体による環境・社会に対するインパクトが、財務面を含めた価値にどのように影響し得るかを丁寧かつわかりやすく説明することが求められる。インパクトレポート、エンゲージメントへの対応を含めた投資家向け広報（IR）に加え、例えば、インパクトを貨幣価値化して財務会計への取り込みを志向するインパクト加重会計³⁰による情報開示も、投資家に発行体や同金融商品の魅力を伝える上で一助になる可能性がある³¹。

2 点目について、インパクトボンドが金融資本市場や投資家の信認を得るためには、インパクト・ウォッシュ（若しくはインパクト・ウォッシング）の回避は不可欠と言える。例えば、金融庁が 2023 年 6 月に公表した「インパクト投資等に関する検討会報告書」では、国内外の動向として、（1）欧米等で「ウォッシュ³²」への対応から、見せかけの「環境・社会・ガバナンス（ESG）ファンド」の設定を防ぎ、ESG 投資の信頼性や透明性を確保するよう、「インパクト」を含む ESG ラベルを金融商品に利用する場合の要件等を規制化する動きがある、（2）具体的には、欧州や英国、米国等で「インパクト」や「ESG」と呼称されるファンド（投資信託等）を組成・販売する場合に、投資資産がどのような観点で「インパクト」や「ESG」であるかを明らかにし、顧客等への説明・開示を求める等の内容となっている、と紹介している。

インパクトボンドの場合、フレームワークの土台となっている PIF 原則は、ICMA 原則等の既存の枠組みを補完するものであり、具体的な取り組み手法に関する発行体の裁量は比較的大きいとも言える。外部評価の取得等もさることながら、発行体によるガバナンスや包括的なインパクト管理へのコミットメントが、インパクト・ウォッシュの回避につながると思われる。

³⁰ インパクト加重会計の詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現の一助となり得るインパクト加重会計」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第3号（2022年夏号）、同「インパクト加重会計の進展と企業による価値向上に向けた挑戦」『野村サステナビリティクォーターリー』第4巻第3号（2023年夏号）、を参照されたい。

³¹ ただし、金融庁によるインパクト投資等に関する検討会報告書では、インパクト加重会計について、実施にあたっては、企業の及ぼす社会・環境的効果は個性が高く、企業間の比較が容易でないことや、貨幣価値を換算する一貫した方法論も検討が必要であること、当期利益等との比較の方策・是非等が課題と指摘されている、と記されている。その上で、インパクト加重会計については、こうした課題も踏まえながら、様々な前提、計算方法、利用の仕方等で今後更なる調査・試行が期待されるとの見方を示している。（金融庁「インパクト投資等に関する検討会報告書—社会・環境課題の解決を通じた成長と持続性向上に向けて—」2023年6月30日、林寿和・松山将之「インパクト加重会計の現状と展望—半世紀にわたる外部性の貨幣評価換算の試行を踏まえた一考察—」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP2023-1、金融庁金融研究センター、2023年6月）

³² 社会・環境的効果の実態がないにも拘らずあるようにみせかけること。（金融庁「インパクト投資等に関する検討会報告書—社会・環境課題の解決を通じた成長と持続性向上に向けて—」2023年6月30日）