

2023年8月31日

## 「金融庁サステナブルファイナンス有識者会議 第三次報告書」等の公表について（下）

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 「金融機関の投融資先支援とリスク管理」について	弁護士 富永 喜太郎 TEL. 03 6213 8117 <a href="mailto:yoshitaro.tominaga@mhm-global.com">yoshitaro.tominaga@mhm-global.com</a>
III. 「インパクト投資」について	弁護士 岡本 員禎 TEL. 03-6266-8500 <a href="mailto:kazuyoshi.okamoto@mhm-global.com">kazuyoshi.okamoto@mhm-global.com</a>
IV. 総括	弁護士 福本 滯 TEL. 03 6266 8799 <a href="mailto:mio.fukumoto@mhm-global.com">mio.fukumoto@mhm-global.com</a>

### I. はじめに

2023年6月30日、金融庁は、「金融庁サステナブルファイナンス有識者会議 第三次報告書—サステナブルファイナンスの深化—」（以下「本報告書」といいます。）を公表しました<sup>1</sup>。昨今、持続可能な社会の構築が大きな課題となる中で、サステナブルファイナンス（新たな産業・社会構造への転換を促し、持続可能な社会を実現するための金融）の推進が不可欠とされているところ、金融庁は、そのための施策の方向性について、これまで2021年6月18日付の第一次報告書（以下「第一次報告書」といいます。）<sup>2</sup>及び2022年7月13日付の第二報告書（以下「第二次報告書」といいます。）<sup>3</sup>の2回にわたり金融庁サステナブルファイナンス有識者会議報告書を取りまとめ、公表してきました。本報告書では、これまで示されてきた施策の大きな柱を引き続き維持しつつ、新たに生じた課題等を評価し、諸施策の拡大・深化を図っていくとの方向性が示されています。具体的には、①企業開示の充実、②市場機能の発揮、③金融機関の投融資先支援とリスク管理という3つの柱と、その他の横断的課題としての④インパクト投資の推進等について、それぞれの施策の進捗と今後の対応の方向性が整理されています。このように、本報告書は、サステナブルファイナンスに関する諸施策を理解し、今後の方向性を見極めるうえで非常に重要であるため、本ニュースレターにおいても、その概要をご報告することとします。

本号では、上記のうち、③金融機関の投融資先支援とリスク管理と、④インパクト投

<sup>1</sup> 「サステナブルファイナンス有識者会議第三次報告書」の公表について  
(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singij/20230630.html>)

<sup>2</sup> 「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」の公表について  
(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singij/20210618-2.html>)

<sup>3</sup> 「サステナブルファイナンス有識者会議第二次報告書」の公表について  
(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singij/20220713/20220713.html>)

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

資の推進等を取り上げます。①企業開示の充実と、②市場機能の発揮については、先月号<sup>4</sup>をご覧ください。

## II. 「金融機関の投融資先支援とリスク管理」について

### 1. 気候変動等リスクの管理について

#### (1) 気候変動のリスク

金融機関の気候変動リスク管理については、第一次報告書を踏まえ、昨年7月に「金融機関における気候変動への対応についての基本的な考え方」（以下「本ガイダンス」といいます。）が公表されました。本ガイダンスでは、気候変動に関連する機会及びリスクの評価を定量的に実施する有効な手法として、シナリオ分析があげられていましたが、その手法は未整備な部分が多いとされていました。本報告書では、このような中で、まずメガバンク及び大手損保グループが気候関連シナリオ分析の試行的取組みを実施し、昨年8月に分析結果や主な論点・課題を公表<sup>5</sup>したことを紹介しつつ、シナリオ分析の活用のためには各金融機関において手法の継続的な改善が重要との指摘を行っています。

また、金融庁においても、気候変動リスクのリスク分析に関する取組みが進められており、金融機関から収集した貸出明細や地理データ等を活用し、金融機関の気候変動関連金融リスクの特徴を把握する試行的な分析が実施され、本年6月に公表されています<sup>6</sup>。

気候変動関連リスクの分析は国際的にも議論がされており、バーゼル銀行監督委員会、中央銀行、FSB等をはじめとする諸外国の団体が気候変動関連リスクへの対応・分析を行っております。関連するリスクの性質に応じたシナリオの調整<sup>7</sup>等、分析手法は未だ検討途上といえますので、各金融機関においては、今後とも国際的な議論のフォローアップや、自社のビジネスモデルを踏まえた活用方法の検討を継続的に続けていく必要があるといえます。

<sup>4</sup> [BANKING / STRUCTURED FINANCE / SUSTAINABILITY BULLETIN 2023年7月号](#)

<sup>5</sup> 「気候変動関連リスクに係る共通シナリオに基づくシナリオ分析の試行的取組について」の公表 (<https://www.fsa.go.jp/news/r4/ginkou/20220826-2/20220826.html>)

<sup>6</sup> 「気候関連リスクの分析」

([https://www.fsa.go.jp/common/about/kaikaku/fsaanalyticalnotes/fan2022\\_4.pdf](https://www.fsa.go.jp/common/about/kaikaku/fsaanalyticalnotes/fan2022_4.pdf))

<sup>7</sup> 例えば、昨年8月に公表された試行的取組みをはじめ、これまでのシナリオ分析の議論は信用リスク管理を前提にしたものが多かったといえますが、市場リスク管理にあたってシナリオ分析を活用する場合、より短期的なシナリオの想定が必要となるなど、調整が必要であると考えられます。この点について、ISDAが7月12日付で公表した「A Conceptual Framework for Climate Scenario Analysis in the Trading Book」(<https://cdn.aws.isda.org/2023/07/12/a-conceptual-framework-for-climate-scenario-analysis-in-the-trading-book/?zs=LeKTO1&zl=jtA7>)も参考になります。

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

(2) 自然資本や生物多様性<sup>8</sup>をめぐるリスク分析

気候変動のほか、生物多様性を含む自然資本についても、それに関連するリスク分析について国際的議論が進められています<sup>9</sup>。

本報告書においては、生物多様性のリスク分析について、幅広い経済活動がどのような生態系に基づき営まれているか、自然資本が毀損した場合に地域・業種などにどのような影響が及び得るか、事業運営などを継続するために他の資本等に代替可能性があるかなど、金融機関やシステムへの波及経路を丁寧に検討していくことが有益である旨指摘されています。

## 2. 脱炭素等に向けた金融機関等の取組み

## (1) 脱炭素等に向けた金融機関等の取組みに関する検討会

脱炭素については、本ガイダンスで示された基本的な考え方を前提に、金融機関と顧客企業との間で実効的な対話が促進されることが期待されています。そのような中、本報告書の有識者会議の下、昨年10月に「脱炭素等に向けた金融機関等の取組みに関する検討会<sup>10</sup>」（以下「脱炭素検討会」といいます。）が設置され、本年6月に報告書が公表されました（以下「脱炭素報告書」といいます。）<sup>11</sup>。脱炭素報告書では、2050年に向けて各金融機関の投融资先の排出量をゼロにしていくこと（ポートフォリオ・ネットゼロ）に向けた金融機関による取組みについての提言がされており、参考になります。以下では、脱炭素報告書に記載されている当該提言について紹介します。

提言①：ファイナンスド・エミッションに加えて、様々な指標を総合して金融機関と企業の移行をとらえるべき

金融機関として、自らの脱炭素への移行の在り方を検討する際は、取引先企業等による脱炭素への取組みをどのようにとらえるかが課題となりますが、事柄の複雑さに鑑み、政府の方針や国際動向なども参考にしつつ、基本的な指標に基づき対処することが重要です。

現在有力に検討されている指標としては、金融機関のファイナンスド・エミッション（投融资先の排出量を基礎とした考え方）・炭素強度（エネルギー消費量あたりの

<sup>8</sup> 関連する文献として「[生物多様性・自然資源の未来 -COP15 を中心に-](#)」(CAPITAL MARKETS BULLETIN 2023年1月号)もご参照ください。

<sup>9</sup> NGFS（気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク）において、2022年4月に専門の分科会が立ち上げられました。

<sup>10</sup> 「脱炭素等に向けた金融機関等の取組みに関する検討会報告書」の公表について  
(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230627.html>)

<sup>11</sup> 2023年6月27日付「脱炭素等に向けた金融機関等の取組みに関する検討会報告書 ネットゼロに向けた金融機関等の取組みに関する提言（ガイド）」  
(<https://www.fsa.go.jp/singi/decarbonization/siryou/20230627/01.pdf>)

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

二酸化炭素排出量)・削減貢献量<sup>12</sup>といった指標があります。

これらの指標の中では、ファイナンスド・エミッション(絶対量ベースの指標)が最も理解しやすく、かつ、最も重要な指標であるとされています。一方で、ファイナンスド・エミッションのみを指標として用いると、当該指標の一時的な増減を気にするあまり、例えば、多排出産業から資金が引き上げられる等、様々なリスクがあると指摘されています。

このような問題意識から、ファイナンスド・エミッションを指標としては用いつつも、原単位ベースの排出量(カーボン・インテンシティ:炭素強度)等の他の指標も併用したり、脱炭素を実現するための新たな投資や企業との連携等を通じて実現していく排出削減の効果(インパクト)を示すために自らの投資を通じて実現したと言い得る「効果」を削減貢献量として示したりするなど、工夫が考えられると指摘されています。

提言②: GHG 排出量データの整備～データの重要性が高まっており、グローバルな充実を図っていく必要性～

GHG 排出量に関するデータの整備は、脱炭素戦略を検討する上で、重要となっています。一方、先月号でも述べたとおり、特に、非上場企業の排出量を含めてスコープ3の排出量を算定・把握することは非常に困難であるのが実情です。

このような状況下で、データの質を第一とするよりも、まずはデータの標準化・共通化を図り、計測の取組みを進める段階にあるのではないかと指摘もあり、生産過程やスコープ3算出の軸となるサプライチェーン単位で、共通のプラットフォームを用いて排出量を測定する仕組みについて検討の余地がある旨が指摘されています。

提言③: パスウェイに照らした排出経路の適格性(移行計画の策定)～様々なパスウェイの特性を理解し、信頼性を向上させていく～

「パスウェイ」とは、排出原単位や排出総量の減少に向けた技術やビジネスモデルの転換のことであり、特定の気候目標を達成するために何をすべきか、どの程度排出量を削減すべきかを明らかにすることを目的として示されているものです<sup>13</sup>。

金融機関や企業が、自社の移行計画中の排出経路(脱炭素に至るまでの排出削減等の将来に向けた見通し)を策定する際に、それが移行の適格性やパリ協定等の目

<sup>12</sup> ある企業が排出削減を実現する技術製品を開発・製造した場合に、当該技術や製品等の販売を通じた他者への削減への貢献を評価する観点から、同企業の製品や技術・サービス等が無かった場合と比べた経済全体の削減量をとらえる指標

<sup>13</sup> 金融庁の委託事業「金融機関における国際的に信頼する脱炭素トランジションに関する調査報告書」(あずさ監査法人)(<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20230407/01.pdf>) 38頁以下、GFANZ「GUIDANCE ON USE OF SECTORAL PATHWAYS FOR FINANCIAL INSTITUTIONS」1頁等([https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/06/GFANZ\\_Guidance-on-Use-of-Sectoral-Pathways-for-Financial-Institutions\\_June2022.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/06/GFANZ_Guidance-on-Use-of-Sectoral-Pathways-for-Financial-Institutions_June2022.pdf))

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

標との整合性を有しているかどうか見極めるにあたって、このパスウェイが注目されています。

パスウェイには様々なものが存在<sup>14</sup>しているものの、各パスウェイにおいて示された「カーボンバジェット」（特定の気候目標達成のためにどの程度までなら GHG の排出が可能か）は、地球規模で算出されたものであり、これを実現するために特定の国の中の特定の産業についてどのようなバジェットが割当てられるべきかまで合意されたものがあるわけではありません。そのため、個別の企業の排出計画が、バジェットに沿ったものになっているかの判断は非常に難しいこととなっているのが現状です。

このような中で、金融機関としては、パスウェイのフレームワークを参照しつつ、企業と対話をしながら野心的かつ実効的な企業の移行計画の策定を支援することが重要と指摘されています。

提言④: アジア諸国向けの投融資拡大について～ネットゼロに向けたアジアの GX へ日本が積極的に貢献していく必要～

世界の CO2 排出量は、1 位が中国、3 位がインドとなっており、アジアにおける脱炭素への移行は極めて重要です。一方で、アジア諸国からの、ネットゼロ等に向けた参加は日本等の一部にとどまっております。また、アジアを含む新興国は、排出量が先進国よりも多い傾向にあり、排出量の削減に向けて必要となる資金が巨額となる傾向にあることが [これらの国々による取組みに水を差す結果となっている] 点にも留意が必要です。加えて、アジア諸国でのエネルギー設備は耐用年数の残存期間が長く、これらをマネージドフェーズアウトさせていくことには財務的に大きな損失に結び付くという事情もあります。

そのため、例えば、マネージドフェーズアウトにより早期に資産を入れ替えることで抑制できる排出量を、「カーボン・クレジット」として認定発行することが考えられると指摘されています。

本報告書においても、アジアの GX 投資の拡大は重要なトピックの一つと考えられており、日本の金融機能を活かしながらアジアの GX 投資の拡大を後押ししていくことで、日本が国際的な取引拠点（いわゆるアジア GX 金融ハブ）となることができると指摘されています。

提言⑤: リスクマネー供給～GX に向けたリスクマネー供給の加速化に向けて、商品の幅を広げていく必要～

脱炭素の実現に資する技術については成否の見極めが難しい一方、うまく実用化等に至った場合には大きな事業上の成功を収められる可能性があります。そのため、

<sup>14</sup> 脱炭素報告書 26 頁参照

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

成功時に利得が多く得られるエクイティ、すなわちリスクマネーでファイナンスを行うことが馴染む場合も多いとの指摘があります。この場合、いわゆるトランジション・ファイナンスよりも、新規事業を通じた他社等への排出削減「効果」に着目した「インパクト投資」等のアプローチが重要になってきます。

他にも、プロジェクトの長期性という観点からはリスク許容度の異なる官民間でリスク分担を行ったブレンデッド・ファイナンスや、商品性の多様化という観点からは、社債型優先株式や転換社債、劣後債等の資本性のある ESG 商品など、ESG 投資の促進のため、ESG 投資商品の幅を広げていくことが必要とされており、また、NISA 等の資金の運用用途を環境投資等に振り分けることが望ましい旨指摘されています。

## (2) トランジションファイナンスを進める上での競争法上の問題

これまで見てきたとおり、脱炭素への移行計画を整備し、投資の実装を図っていくには、企業・金融機関間で様々な対話を行い、戦略的に対応を進めていくことが必要です。もっとも、事業会社・金融機関いずれも、様々な事業上の戦略について幅広い関係者で行う議論・検討について、競争法上の論点が指摘される場合があります。

日本においては、公正取引委員会がこの点について「グリーン社会の実現に向けた事業者等の活動に関する独占禁止法上の考え方」（以下「本独禁ガイドライン」といいます。）を策定しています<sup>15</sup>。

本独禁ガイドラインによれば、グリーン社会の実現に向けた事業者等の取組みは、多くの場合、事業者間の公正かつ自由な競争を制限するものではなく、新たな技術や優れた商品を生み出す等競争促進効果を持つものであり、温室効果ガス削減等の利益を一般消費者にもたらすことが期待されるものであるため、グリーン社会の実現に向けた事業者等の取組みは基本的に独占禁止法上問題とならない場合が多い旨指摘されています。

そのうえで、事業者等の取組みが①事業者間の公正かつ自由な競争を制限する効果のみを持つ場合、独占禁止法上問題となるとされています。また、②当該取組みに競争制限効果と競争促進効果の双方が見込まれる場合には、当該取組みの目的の合理性及び手段の相当性を勘案しつつ、総合的に判断するものとされています。本独禁ガイドラインは、こうした基本的な考え方に基づき、独禁法上問題となる行為と問題とならない行為の想定例を示すなど、判断枠組みや判断要素が提供されています。

<sup>15</sup> (令和 5 年 3 月 31 日)「グリーン社会の実現に向けた事業者等の活動に関する独占禁止法上の考え方」の策定について ([https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2023/mar/230331\\_green.html](https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2023/mar/230331_green.html))

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

## 3. 地域における気候変動対応

日本においては、中小企業の GHG 排出量がスコープ 1 及びスコープ 2 の排出量の 1~2 割を占めています。そのため、これらの中小企業による GHG 排出量の削減も重要となっています。気候変動への対応は、脱炭素への取組みが評価されることで競争力の強化につながるなど、地域の中小企業にとっても、様々な利点をもたらす可能性もあります。

そのため、金融面で、地方の中小企業と密接な関係を有する地域金融機関を中心に、脱炭素についての知見を深めつつ、国や自治体、経済団体等と連携し、面的な取組みを推進することが重要となっています。

脱炭素報告書においては、このような地域金融機関等が脱炭素に取り組む顧客企業等の支援を有効に行っていくにあたっての、地域全体における課題として、以下の内容をまとめており、参考になります。

①顧客企業の対応についての課題

金融機関の顧客企業は様々な課題に直面しているところ、脱炭素に取り組むメリットについて明確にし、納得感を持って取り組んでもらうことが必要です。また、政府や業界団体等の支援も利用し、自身の排出量の把握を進めていくことも重要です。

②官民で協力して解決していく課題

脱炭素に向けて、生産設備の再配置が必要となるなど、地域に大きな影響を与える可能性があります。また、脱炭素を行った際のコストを適正に中小企業に転嫁できるかといった問題もあります。さらには、このような設備投資をする中小企業の負担感が大きく、その軽減策が必要と考えられます。

③地域金融機関に対する期待

地域金融機関は、脱炭素に向けて産業団体等のハブとしての機能のほか、コンサルティングやガバナンス等の役割も期待されます。また、地域における協議にも積極的に参画し、脱炭素の取組みを推進させていくことが望まれています。さらに、顧客の状況に合わせて、顧客企業と積極的な対話を行い、本報告書に記載されているような取組みが行われていることを顧客に知らせるなど、顧客への脱炭素に関する情報提供・理解促進を進めていくことも期待されています。

地域金融機関同士の連携も重要であり、地域金融機関間のネットワークを構築・活用するなどして、脱炭素化に向けて協働して取り組むことも期待されています。

④政府・自治体に対する要望

政府や自治体は、脱炭素に向け、政策見通しを明確化し、これを分かりやすく伝えること、特に、脱炭素事業への支援を見える化し、中小企業が積極的に当該支援を利

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

活用できるようにすることが必要です。

上記の課題に対するアプローチの一例として、脱炭素報告書は、①スコープ3 排出量把握との関係で、サプライチェーンの中軸となる企業が先陣となって取組みの戦略を明らかにしていくこと、②地域金融機関の果たす役割の重要性から、金融庁・財務局等から地域金融機関の知見を深め、参画しやすい情報提供等を積極的に行っていくこと等を挙げています。

### Ⅲ. 「インパクト投資」について

#### 1. インパクト投資の推進

近年、社会・環境課題の重要性が高まる中、課題解決に資する技術開発や事業革新に取り組む企業の支援が喫緊の課題となっており、投資を通じて社会・環境的效果（インパクト）を実現し、経済社会全体の便益に寄与するものとして、インパクト投資（株式・債券への投資のほか、融資、インフラ等の実物資産投資等の金融取引を含みます。）が注目されています。

インパクト投資は、投資を通じた社会・環境課題の解決に貢献し、投資や企業活動全般の持続可能性を改善していく点で、サステナブルファイナンス一般と同様の意義があると考えられています。

それだけでなく、従来から行われている投資手法である ESG 投資<sup>16</sup>では十分捉えられない企業・事業の成長可能性を理解し、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での効果と、これを実現する戦略等を主体的に特定・コミットする点に特徴があるとされています。すなわち、投資を通じて実現を図る効果・収益を特定することで、投資家・金融機関と企業双方での説明責任を明確化し、また、効果・収益の実現に向けた具体的な技術・方策等への目利き力が向上するため、関係者間の対話の実効性を高めるという効用が期待されています。

本報告書では、金融庁及び事業者等によるインパクト投資についての取組みに言及するとともに、2023年6月にインパクト投資に関する検討会において取りまとめられた「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－（以下「インパクト投資報告書」といいます。）に言及しています<sup>17</sup>。

<sup>16</sup> ESG 投資は、各企業の ESG の取組を総合的に評価し、又は投資対象を選定するものであり、個々の企業に対する個別の投資を通じた効果までは必ずしも勘案されないと考えられています（インパクト投資報告書 5 頁）。

<sup>17</sup> 「インパクト投資等に関する検討会報告書」の公表について  
(<https://www.fsa.go.jp/singqi/impact/siryou/20230630/01.pdf>)



## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

## 2. インパクト投資の要件

インパクト投資報告書では、市場関係者の共通理解を醸成し、投資実務の推進を図るため、インパクト投資の意義、特徴等を基本的指針として取りまとめています。また、インパクト投資について、広く投資家・金融機関・企業・関係省庁や自治体・地域活性化に取り組む団体等が集い、対話し、経験・知見の蓄積・向上につなげていく「コンソーシアム（対話の場）」を設置することについても提言しています。

## (1) インパクト投資の定義及び要件について

インパクト投資報告書においては、インパクト投資を「『社会・環境的效果』と『収益性』の双方の実現を企図する投資」と定義しています。そして、インパクト投資の要件は、①事前の計画において、投資家と企業の双方に効果実現の「意図」が明確であること、②投資により効果と収益が具体的に実現することが見込まれること（「追加性」）、③効果・収益性の「特定・測定・管理」が行われること、④社会・環境的效果の創出にかかるコストを低減し、社会・環境課題への対応と収益性を両立する「イノベーション」（革新的なアイデアや技術の導入、ビジネスモデルの変革、従来市場と差別化する創意工夫等）であると整理しています。

①事前の計画において、投資家と企業の双方に効果実現の「意図」が明確であること

インパクト投資は、投資を通じて社会・環境的效果と収益性の実現を図るものであるところ、事業を通じ効果を実現する最終的な主体は事業者であるため、事業者の有する事業性実現の意図と、投資家の有する効果・収益性に関する意図が整合していることが重要と考えられます。このためには、投資家において、実現を図る効果や収益性が経営戦略との関係でどのような位置づけを有するのか整理したうえで、自身の意図を明確に表明するとともに、事業者の経営理念や企業戦略等において示されている事業者の意図についても確認しておくことが重要となります。

また、投資を行う前提として、「意図」と異なる副次的効果（例えば、事業の進展により他の生態系など他の環境面への悪影響が生じるなど）が生じる可能性も考慮し、社会全体にどのような正負の影響が及ぶのか俯瞰することも重要と指摘されています。

②投資により効果と収益が具体的に実現することが見込まれること（「追加性」）

投資の意義を認めるためには、投資がなされなかった場合と比較して、事業活動により生じる効果・企業価値の向上が具体的に見込まれることが必要です。投資効果を具体的に創出するためには、事前に検討された資金面・非資金面での支援について、投資家と企業が、対話を通じ、実現に向けた取組みを進めていくことが重要となります。

もっとも、事業内容により、課題解決や収益化にかかる期間、最終的に目指す成

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

長の在り方が異なるため、社会・環境的效果と収益性の結びつきについても、事業分野や企業の成長段階等により、その関係は様々であることには留意を要します。

### ③効果・収益性の「特定・測定・管理」が行われること

インパクト投資の推進にあたっては、投資実施後の事業について、事前に合意した資金面・非資金面での支援が行われたか、また、事業面での改善が図られ、具体的な効果が表れたかを、継続的に測定・管理することが必要です。効果の特定・測定を行うためにどのような情報・データが必要かについては、企業の事務負担や入手可能性等も考慮し、例えば関連する統計等と組み合わせる余地等について、投資家と企業の間で対話を行うことが期待されます。

### ④社会・環境課題への対応と収益性を両立する「イノベーション」

イノベーションが行われることにより、効果と収益の相互補完、両立という好循環が期待できます。好循環を実現させるためには、実現に向けた戦略等を検討するにとどまらず、投資家と事業者の間で、従来は必ずしも想定できなかった技術の導入やビジネスモデルの変革など、市場に受容される工夫や新規市場の開拓につながる有効な対話を進めていくことが重要であり、投資家において、事業者側の創意工夫を支援し、社会・環境的效果と収益性を両立させていく対話等の能動的な取組みが期待されます。

## (2) コンソーシアムの設置の提言について

また、同報告書では、社会・環境的效果と成長の実現に取り組む企業等への支援が拡大途上であるため、投資家、金融機関、自治体等が連携し、企業等が持つ潜在力を引き出す支援手法や、インパクト投資に関する共通理解を醸成し、事業の革新を後押しする流れを作っていくことが重要であると述べられています。そのうえで、様々な関係者が集う「コンソーシアム」を設置し、インパクト投資における課題を議論していくことが提言されています。コンソーシアムにおいては、例えば、データ・指標・事例の整備や、金融支援と事業評価のノウハウの形成及び人材育成、投資の実案件の形成、地域でのインパクト投資の展開、国際的な整合性について議論するとされています。

## (3) 経団連によるインパクト投資報告書に対する意見

2023年7月10日、経団連は、インパクト投資報告書に対する意見を公表しました<sup>18</sup>（以下「本意見」といいます。）。

本意見においては、インパクト投資の基本的理解の醸成に向け、インパクト投資の事例の共有をすることや、投資家、企業それぞれの立場におけるインパクト投資

<sup>18</sup> 金融庁「インパクト投資等に関する検討会」報告書に対する意見  
(<https://www.keidanren.or.jp/policy/2023/052.html>)

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

の実行・特定・測定・管理等のあるべき姿について、コンソーシアムとして取りまとめることが求められています。また、インパクトの特定・測定・管理に用いるためのデータや指標について、取引所等の公共性が高い組織が整備を進めること、企業のアクセスが困難な地域のヘルスケアデータ・教育データとも連携を図るため、コンソーシアムに各省庁・地域公共団体が参画すること、インパクトの測定・管理の手法の確立等も求められています。インパクト投資を推進していくにあたっては、投資実施後の事業について、事前に設定した資金面・非資金面での支援が行われ、事業面での改善が図られ、具体的な効果が表れたか、継続的に測定・管理することが必要であることから、特定・測定・管理に用いるデータの整備や手法の確立は早急に行われる必要があります。

### 3. インパクト投資に係る投資手法の多様化・柔軟化

また、インパクト投資報告書では、投資手法（金融支援の在り方）についても言及し、多様化・柔軟化を提言しています。具体的には、企業の戦略や特性、収益化までの時間軸等に応じて、出資（エクイティ）と融資・債券（デット）を効果的に組み合わせる手法の検討などが重要とされています。また、それぞれの手法の柔軟化という意味では、「売上高に応じ返済を求める融資（赤字でも売上増加が見込まれる場合には融資を受けることができ、売上高が増えたら返済額が増える融資）」（revenue-based financing）、「利益の一定割合に応じて返済を求める融資」（shared earnings agreement）、「自己株式の取得によるエグジットを前提に、剰余金の額に応じて配当を請求できる出資」など、エクイティとデットの中間的な特性を持つ金融手法が内外で見られつつあることも紹介されています。

なお、金融機関による出資に関連するトピックとして、2021年5月の銀行法の改正<sup>19</sup>により、投資専門会社を通じてベンチャー会社へ出資する場合に定められていた試験研究費、常勤の新事業活動従事者数、常勤研究者数等に関する数値基準が撤廃され、「新たな事業分野を開拓する会社」（同法16条の2第1項12号）か否かを個別に判断することとされたり、事業再生会社も要件緩和によって必ずしも財務状況が相当程度悪化した会社に限られなくなったりしており、銀行グループはより柔軟に投資を行えるようになっており、インパクト投資の推進にも一定程度寄与するものと考えられます。

### 4. 今後の対応の方向性

インパクト投資は、投資の収益・事業面での効果について透明性・実現の実効性を高め、ステークホルダー全体にその意義を訴求する等の効果を想定できます。サステ

<sup>19</sup> 出資規制に関する改正については、[FINANCIAL REGULATION BULLETIN 2021年12月号](#)もご参照ください。

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

ナブルファイナンス市場全体の参考とするため、コンソーシアム等での有用事例の共有が期待されています。

また、インパクト投資には、社会・環境問題に応えることで事業成長を図る企業を支援し、社会や事業の変革を促す効果も期待できるため、スタートアップ企業への支援とは親和性が高いと考えられます。

### IV. 総括

先月号と合わせて、以上が、本報告書の記載の概要です。脱炭素報告書やインパクト投資報告書では、サステナブルファイナンスに関する課題解決のため、金融手法の幅を広げることや、各手法の柔軟化を図ることなどが求められるといった指摘もされており、そうしたニーズに応じて今後具体的にどのようなスキームが組成されていくのかも注目されます。当事務所では、こうした最新の実務上の議論の動向にも引き続き注目し、今後も情報発信を行っていく所存です。

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

## セミナー情報

- セミナー [『「ビジネスと人権」分野別連続ウェビナー（全10回シリーズ）第8回「人権×ディスクロージャー」』](#)  
視聴期間 2023年8月14日（月）～2023年10月31日（火）  
講師 御代田 有恒、足立 悠馬、山下 泰周  
主催 森・濱田松本法律事務所  
【お申込みに関して】  
会員制ポータルサイト「[MHMマイページ](#)」にて受け付けております。  
※ MHMマイページのご登録がお済みでない方は、[こちら](#)より新規登録の上でお申込みをお願いいたします。
  
- セミナー [『カーボン・クレジット市場開設／GX-ETSの試行フェーズ開始 急速に変化するカーボン・クレジットと排出量取引の勘所』](#)  
開催日時 2023年10月6日（金）13:00～15:00  
講師 鮫島 裕貴  
主催 株式会社新社会システム総合研究所
  
- セミナー [『第5216回金融ファクシミリ新聞社セミナー「SPCを利用した市街地再開発事業の実務～難解な市街地再開発事業の解説とSPC利用の留意点～」』](#)  
開催日時 2023年10月13日（金）13:30～15:30  
講師 内津 冬樹  
主催 株式会社FNコミュニケーションズ

## 文献情報

- 論文 「企業法務最前線〈第258回〉人的資本開示に関する最新の実務動向」  
掲載誌 月刊監査役 753号  
著者 奥田 亮輔
  
- 論文 「人権DDの法務対応の勘所」  
掲載誌 経営法友会レポート No. 594  
著者 梅津 英明
  
- 論文 「〈金融商事の目〉サプライチェーンの“上流”から“下流”へと広がる人権の取り組み」  
掲載誌 金融・商事判例 No.1672  
著者 梅津 英明

## BANKING/STRUCTURED FINANCE/SUSTAINABILITY BULLETIN

- 論文 「[企業法務] 2023年6月有価証券報告書における人的資本開示の事例分析」
- 掲載誌 会計・監査ジャーナル Vol.35 No.9
- 著者 奥田 亮輔、大屋 広貴（共著）

### NEWS

- IFLR1000 2023にて高い評価を得ました  
当事務所と当事務所の弁護士が日本において以下の通り高い評価を受けております。

#### **分野**

##### Tier 1

- ・ Banking
- ・ Capital markets : Structured finance and securitisation

#### **弁護士**

- ・ Banking

Market leader: 前田 博、佐藤 正謙

Highly regarded: 諏訪 昇、小澤 絵里子、小林 卓泰、武川 丈士、青山 大樹、根本 敏光

Notable practitioner: 竹野 康造、丸茂 彰、植田 利文

- ・ Banking and finance

Rising star partner: 白川 佳、松田 悠希

- ・ Capital markets - Structured finance and securitisation

Market leader: 佐藤 正謙

Highly regarded: 諏訪 昇、小澤 絵里子、小林 卓泰、江平 享、根本 敏光

Rising star partner: 倉持 喜史