



## インパクト投資の全体像

### インパクト投資シリーズ

#### はじめに

投資家は、以前にも増して、サステナビリティを優先的なテーマとして考え、環境・社会・ガバナンス（ESG）の視点を取り入れることが、投資リスクの削減や、持続可能な変革を積極的に推進する企業の支援につながると認識するようになりました。すでに多くの投資家が、リスクの高い企業を除外したり、優れたESG指標を有する企業の組み入れを増やすなど、幅広い戦略を採用しています。一部の投資家は、気候変動や不平等、ヘルスクエアなど幅広い分野の課題に取り組むため、ESGの枠組みを超えた投資機会を模索し、投資が実世界に与える影響に目を向けています。今回はインパクト投資シリーズの第1弾として、ESG投資とインパクト投資の本質的な違い、この分野において認知されているスタンダード、欧州における新たな規制動向に注目します。

#### インパクト投資とは何か

この世界には、革新的な製品、サービス、ビジネスモデルを通じてポジティブな変化を大々的に推進できる企業が求められます。インパクト投資は、そのような企業の成長を促し、私たちが現在直面する社会的・環境的課題に対応するソリューションを推進する可能性を秘めています。

インパクト投資は、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）によって、「金銭的なリターンに加えて、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出すことを意図する投資」と定義されています。GIINはこの定義を補完する形で、信頼性の高いインパクト投資の概要を示す4つの「中核的特徴」を提示しました。



### Intentionality (意図)

投資家が投資を通じて、金銭的なリターンだけでなく、社会や環境に対するポジティブなインパクトに意図的に貢献すること（以下を含む）。

- 透明性の高いリターンとインパクトの目標を設定すること
- 目標と目標実現のための戦略を明確にした投資方針を策定すること



### Impact Measurement (インパクトの測定)

投資家が調査に基づくエビデンスとデータを用いて、投資判断のインパクトを把握し、定量化すること（以下を含む）。

- 投資のインパクトに対する貢献度について目標を定めること
- 目標に照らしてパフォーマンスを測定するための指標を特定すること



### Impact Management (インパクトのマネジメント)

投資家が社会的・環境的な目標の実現に向けた投資を管理するために、意思決定においてインパクトのパフォーマンス・データを利用すること（以下を含む）。

- 明示したインパクトの目標実現に伴うリスクを特定すること
- 投資家および投資先に実際のインパクトのパフォーマンスを開示すること



### Collaboration (協調)

より多くの投資家が効果的にインパクト投資を行なえるように、投資家が行動を起こすこと（以下を含む）。

- インパクトの目標、戦略、パフォーマンスを表現する共通のアプローチとスタンダードの利用にコミットすること

この他にも、これらの中核的特徴をベースに、明確な参照基準を提供することによって、インパクト投資の本質的な要素に対する投資家の理解を支援するためのイニシアティブも登場しています。

### 投資のスペクトラムにおけるインパクト投資の位置付け

投資家の視点では、インパクト特化型のサステナブル投資には、責任投資から慈善的投資に至るまで、幅広い戦略が含まれます。

- 責任投資・サステナブル投資：投資家は、投資先企業のサステナビリティ問題に関するリスクと機会への対応を評価します。ESGファクターによって、責任ある持続可能なビジネスの最低基準が設定されます。
- テーマ投資：投資家は、社会的・環境的な課題が新たな投資機会を生み出すような、特定のテーマやトレンドに重点を置きます。このタイプの投資家は、そのようなトレンドから恩恵を享受すると見込まれる企業を選別し、企業の成長に伴うリターンの獲得を目指します。
- インパクト投資：投資家はESG投資やテーマ投資の枠組みを超え、測定可能な社会的・環境的な目標を設定した上で投資を実行します。投資対象のプロジェクトや企業を通じて、目標達成を目指します。



出所：Impact Management ProjectおよびCIIPに基づきデロイトが作成

## ESG投資とインパクト投資の主な違い

### • パブリック市場 vs. プライベート市場

ESGのアプローチは主に上場企業について入手可能なデータに依存するため、パブリック市場における投資の方が一般的です。これに対して、インパクト投資では、伝統的に、プライベート市場に重点が置かれてきました。主な理由は、インパクト投資を通じて、投資先企業の成長と発展のために資金を提供した上で、生み出されたインパクト全体への貢献度を明確に把握できるという点にあります。

### • ESGの評価 vs. インパクトの評価

サステナブル投資では、ESG関連の問題やリスクへの対応能力に基づいて企業を選別するのに対して、インパクト投資では、特定の社会的・環境的インパクトを実現する能力に基づいて企業を選別します。このため、前者の投資家は、投資を分類する際に第三者のESG関連データに依存しますが、後者の投資家は、投資がもたらすポジティブな成果をマッピングして評価するために、まずエビデンスに基づきリサーチを行ない、次にパフォーマンスをモニタリングするためのデータを収集します。

### • バックワードルッキングなアプローチ vs. フォワードルッキングなアプローチ

第三者のベンダーはESG関連の格付けやデータを提供する際に、年次のサステナビリティ報告書に基づくパフォーマンス、すなわち過去のパフォーマンスと進捗状況を反映させようとしています。これに対して、投資プロセスのインパクトを測定するためには、投資先企業がもたらす潜在的なインパクトを定量化する必要があります。

## インパクト投資に関連する業界のスタンダード

インパクト投資を標榜する新商品が増加し、関心が高まっているにもかかわらず、管理の手法や管理に必要なシステムについては、整合性がほとんど見られませんでした。その結果、インパクト投資と他の形態のサステナブル投資のアプローチの違いが明確化されず、状況は複雑化し、混乱が生じてきました。

2019年以降、インパクト投資の定義を明確にした業界のスタンダードが登場し、「インパクト・ウォッシング」のリスク軽減に寄与しています。

• 国際金融公社（IFC）は「インパクト・マネジメント運用原則（OPIM）」を策定し、インパクト投資の管理に関する共通の規律と市場のコンセンサスを確立しました。2019年の策定時の署名機関は58機関でしたが、その後、年末までに3倍近い163機関（38カ国）まで増加し、インパクト資産の総額は4,700億ドルに達しています。OPIMは、ファンドや諸機関のインパクト・マネジメント・システムを評価するための参照基準を提供するとともに、年次のインパクト・マネジメント・プロセスの開示と定期的な独立した検証を要求することによって、透明性と信頼性を促進しています。

• フランスでは、サステナブル・ファイナンス研究所（IFD、以前のFinance for Tomorrow）によって、透明性の高いインパクト・ファイナンスを推進し、慣行を調和するためのインパクト・チャーター（脚注1）が策定されました。このチャーターは、意図性、追加性、インパクト測定という主要な原則をベースとし、「インパクト・ファンド」への指定を希望するすべての資産クラス、既存ファンド、新規ファンドに共通の枠組みを定義するものです。この原則に基づいて、ファンドの持続可能な変換への潜在的な貢献を評価するための評価グリッド（脚注2）が開発されました。留意すべき重要な点として、このチャーターが適用されるすべてのファンドが、サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）9条ファンドへの分類を目指しています（ただし、極めてネガティブな社会的・環境的影響を及ぼすと考えられる企業に投資した上で、変革を支援・追跡するための、明確で測定可能な目標がある場合など、投資家が正当な根拠を示すことができる場合はこの限りではありません）。

• 国連持続可能な開発目標（SDGs）のインパクト基準も、ボランティア・ベースの内部管理スタンダードの1つであり、投資家がSDGsを管理システムに取り入れ、ハイレベルのインパクト・マネジメントの原則を実行可能なものとし、SDGsのインパクトを適切に測定・管理する手法やツールを選択する際の指針となるように設計されています。

脚注1. インパクト・チャーター、IFD（「[F4T\\_Investor-impact-charter\\_december-2022.pdf](#)（[institutdelafinancedurable.com](#)）」）

脚注2. 評価グリッド、IFD:（「[F4T\\_Fund-impact-assessment-grid\\_december-2022.xlsx](#)（[live.com](#)）」）

## SFDR9条ファンドはインパクト・ファンドに該当するか

9条ファンドが自動的にインパクト・ファンドに該当するわけではありません。9条ファンドはサステナブル投資開示規制（SFDR）において、持続可能な投資を主要な目的とするファンドとして定義されています。持続可能な投資は以下の3つの基準を満たす必要があります。

1. 社会的・環境的目的に貢献すること
2. いずれの目的をも著しく阻害しないこと（DNSH）
3. 適切なガバナンス慣行に従うこと

市場では、9条ファンドは「グリーン」の要素が特に強い」ファンドと認識されているため、インパクト・ファンドと見なされることも少なくありません。また、SFDRの規定において、9条ファンドは「ポジティブな社会的・環境的インパクト」を目指した金融のピークルであると言及されていることも、混乱を招く可能性があります（脚注3）。

しかしながら、SFDR9条ファンドの要件は、GIINによるインパクト投資の中核的特徴とは完全に一致していません。なかでも、SFDRは、ファンドの投資先企業がもたらすサステナビリティのインパクト（「インパクトへの投資」と、そのインパクトに対する投資家のポジティブな影響（「インパクトの創出」／インパクト・マネジメント）を完全には区別していません。さらに、SFDRでは、DNSH分析や主要な悪影響のモニタリングなどの概念が導入されている一方で、ポジティブなインパクトを生み出すための投資家の中核的な投資やプロセスの義務には触れられていません。

## 規制当局は「インパクト・ウォッシング」の監視を強化するか

誤解を招く形でインパクトの実績を主張する行為（いわゆる「インパクト・ウォッシング」）のリスクは、高まりつつあります。

規制当局がこの問題を真剣に受け止めるようになった兆候として、欧州の3つの監督機関から構成される欧州監督機関（ESA）は、「グリーンウォッシングに関する証拠収集（脚注4）」を立ち上げ、特にインパクト・ウォッシングのリスクについて問題を提起しました。

6月初旬には、これに対応した進捗状況報告書（脚注5）が公表されました。なかでも、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、誤解を招く形でのインパクトの実績の主張にとりわけ重点を置きつつ、サステナブル投資のバリューチェーン（SIVC）のどの部分に、グリーンウォッシングの高いリスクが潜んでいるのか評価を進めてきました。

- 実世界へのインパクトに関する誤解を招く主張は、（投資ファンド、ESG証券、ESGベンチマークに関連する）商品レベルの主張だけでなく、（発行体、運用会社、投資サービス・プロバイダーに適用される）エンティティ・レベルの主張にも関連する。
- 特に頻繁に聞かれる、誤解を招く主張の一部は、ESG指標と実世界へのインパクトとの間の未証明の因果関係に基づく誇張に関連している。ESG指標の重要性を誇張するケースが多い。
- ほとんどの場合、インパクトの主張に際して、どのようなインパクトが見込まれているのか（どのような種類のポジティブな社会的・環境的成果であるのか）、どのように考慮されているのか（ファンドの投資プロセスやポートフォリオ構築のどの部分を構成するのか）が不明確なケースが多い。
- インパクトの主張において、インパクトの枠組みを構成する重要な側面（意図性、追加性、インパクト測定）に関する重要な情報が欠落している場合が多い。
- インパクトの主張は、インパクト戦略を巡る混乱（「インパクトへの投資（インパクトをもたらす企業への投資）」か「インパクトの創出（移行期の“ブラウン”企業に投資した上で“グリーン”に転換することなど）」か）から派生する可能性がある。

グリーンウォッシングに関するESAの最終報告書は2024年5月に公表され、EU規制の枠組みに対する潜在的な変更を含む最終的な勧告が検討される見通しです。

また、ESMAは2022年11月に、ファンドの名称に「インパクト」や「インパクト投資」という表現を使用する際のガイドラインに関する諮問文書を公表しています（脚注6）。

脚注3. 2019年11月27日付け、金融サービス・セクターにおけるサステナビリティ関連の情報開示に関する欧州議会および理事会規則（2019/2088）（EEA関連テキスト）

脚注4. 「ESAのグリーンウォッシングに関する証拠収集（europa.eu）」

脚注5. ESMAの進捗状況報告書（「ESMA30-1668416927-2498 Progress Report on Greenwashing（europa.eu）」）、EBAの進捗状況報告書（「EBA progress report on greewnwashing.pdf（europa.eu）」）、EIOPAの進捗状況報告書（「Advice to the European Commission on Greenwashing –（europa.eu）」）

脚注6. 「ESGまたはサステナビリティ関連の用語を用いたファンドの名称に関するガイドライン（europa.eu）」

英国では、金融行為規制機構（FCA）が2023年第3四半期に、グリーンウォッシングの防止を目的とする一連の措置の導入を予定しています。これには、サステナブル投資ラベルの導入、情報開示の義務付け、商品の名称およびマーケティングにおけるサステナビリティ関連用語の利用制限などが盛り込まれます。投資商品には、サステナブル投資ラベルとして、「サステナビリティ・フォーカス」、「サステナビリティ・インプルーバーズ」、「サステナビリティ・インパクト」という3つのラベルが新たに付与されます。「サステナビリティ・インパクト」に分類された商品は、「金銭的なリスク・リターン」の目標に加えて「事前に定義されたポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを実現する目標」を有することになります（脚注7）。

米国でも同じように、証券取引委員会（SEC）がより明確なルール作りに取り組み（脚注8）、ESGファンドの定義を提唱し、ファンド全体を「ESGインテグレーション」、「ESGフォーカス」、「ESGインパクト」に分類しています（脚注9）。

運用会社が投資商品に関して、どの程度誇張された、あるいは誤解を招くサステナビリティ関連の主張をしているのかは、ほとんど明らかにされていませんが、Novethic社はフランスの約200の9条ファンドを対象に行なった最近の研究（2022年12月公表）において、「インパクト」という用語を用いたり、「インパクト・レポート」を公表している運用会社の大多数は、インパクト投資の主要な特徴を満たしていないと警告しています（脚注10）。

## 結論

インパクト投資に対する投資家の関心が高まる中で、インパクト・ウォッシングを防止するための共通の言語に対する需要が増えています。本シリーズの第2弾以降では、さまざまな資産クラスを対象に、最大の課題とベストプラクティスについて考察します。

インパクト投資の全体像は複雑ですが、ステークホルダーのために測定可能なバリューを生み出し、より持続可能な未来を築くために、その重要性は欠かせません。デロイトは、投資リスクの軽減、投資機会の発掘、持続可能な変革の加速など、包括的なインパクト投資戦略の策定をサポートします。金銭的なリターンとポジティブな社会的インパクトの両方を促進するために、私たちがどのような形で御社を支援できるか、ご相談ください。

本稿は、デロイト フランスで資産運用サービスとサステナブル・ファイナンスを専門にするディレクターの Ophélie Peypoux と、デロイト スイスでインパクト・ファイナンスと持続可能な開発を専門にするディレクターの Isabelle Jeannequin Morin が執筆したものです。

脚注7. 「CP22/20 <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf>」

脚注8. 「規則案: 投資会社の名称(sec.gov)」

脚注9. 「名称の重要性: ESGファンドの名称と情報開示に関する規則案をSECが提案 (harvard.edu)」

脚注10. 「<https://www.novethic.fr/finance-durable/publications/etude/sfdr-les-debuts-poussifs-dumarche-des-fonds-article-9.html>」

OPHÉLIE PEYPOUX  
DIRECTOR,  
INVESTMENT MANAGEMENT SERVICES  
DELOITTE

ISABELLE J EANNEQUIN MORIN  
SUSTAINABILITY AND IMPACT DIRECTOR  
DELOITTE

## 【日本での問合せ】

前田 洋 (Hiroshi Maeta)  
デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社  
マネージングディレクター

# Deloitte.

## デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー合同会社、デロイト トーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 2 万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、 [www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行います。詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オーストラリア、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー、リスクアドバイザリー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの 45 万人超の人材の活動の詳細については、 [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of  
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

注意事項：本資料はDeloitte Globalが2024年1月に発表した内容をもとに、デロイト トーマツ グループが翻訳・加筆したものです。和訳版と原文（英語）に差異が発生した場合には、原文を優先します。



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301