

インパクトコンソーシアム 第3回市場調査・形成分科会

上場企業・未上場企業に関するインパクトの開示・対話

証券会社によるインパクト投資に関する企業支援・投資家との対話

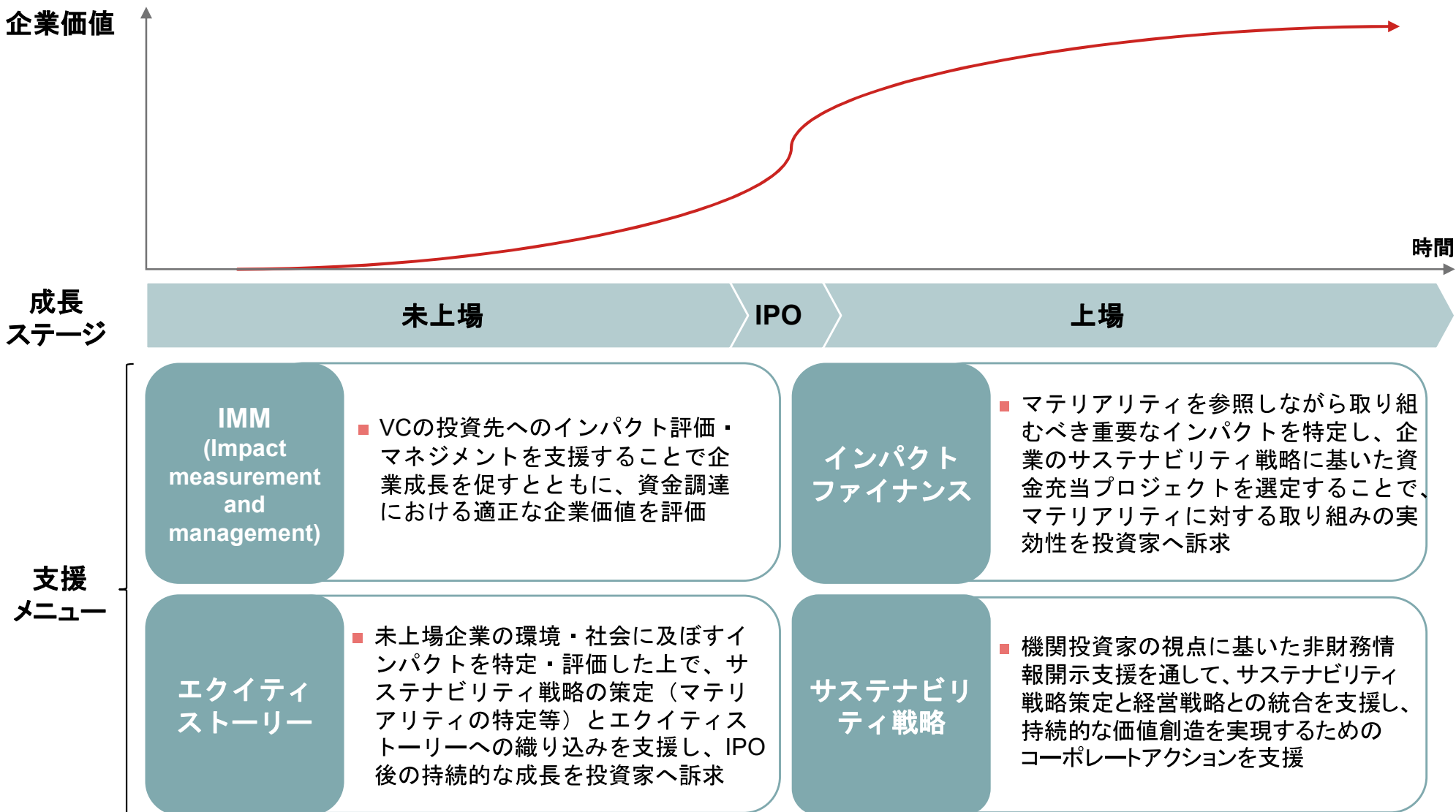
サステナブル・ビジネス開発部 兼 IBビジネス開発部

林田 稔 (minoru.hayashida@nomura.com)

2024年12月3日

プライベートからパブリックに渡るシームレスな企業価値向上を支援

- サステナビリティの観点から企業の成長ステージに応じた4つの支援メニューをラインアップし、未上場から上場にかけて企業と伴走することで持続的な企業価値向上を支援



1. インパクト・ファイナンス

Sustainable & Positive Impact Bond

ICMA原則の課題とそれを解決する為のインパクト・ファイナンス

- グローバルスタンダード化しつつある国際資本市場協会 (ICMA) 準拠のサステナブルファイナンスに対して、投資家からは「ICMA準拠のサステナブルファイナンスでは企業の一側面についてのESG要素しか分析しきれていない」という懸念の声が挙がっている
- そうした課題を解決し得る手段としてポジティブ・インパクト金融原則 (PIF原則) に準拠したインパクト・ファイナンスに注目が集まっている
- 国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) が策定したPIF原則は、ICMAのグリーンボンド原則とソーシャルボンド原則、その他の重要な原則・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、幅広い共通フレームワークを提供することができるよう設計

ICMA原則の課題

1 対象プロジェクトとKPIが限定的
対象プロジェクトの事業区分をベースにICMA原則の推奨するレポートング指標を活用

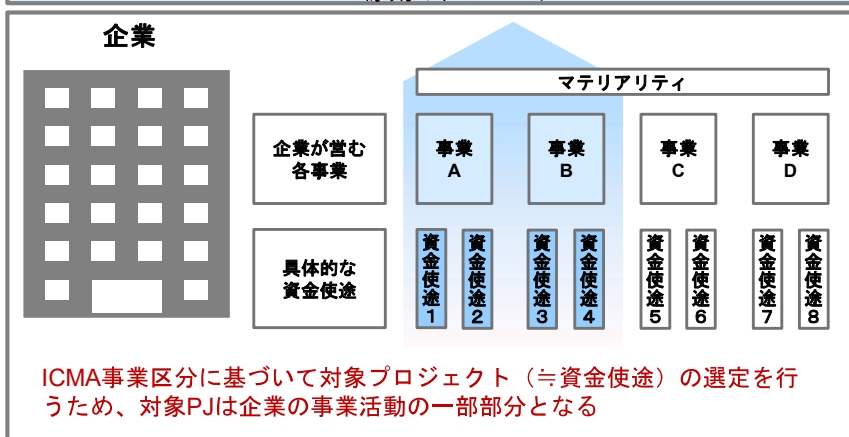
2 プロジェクト単位でのみのサステナビリティへの貢献度のPR
特定の領域 (例: 環境改善効果) に対して資金用途を限定するため、インパクトも特定領域分のみ対象

ICMA・PIF原則への適合により期待される効果

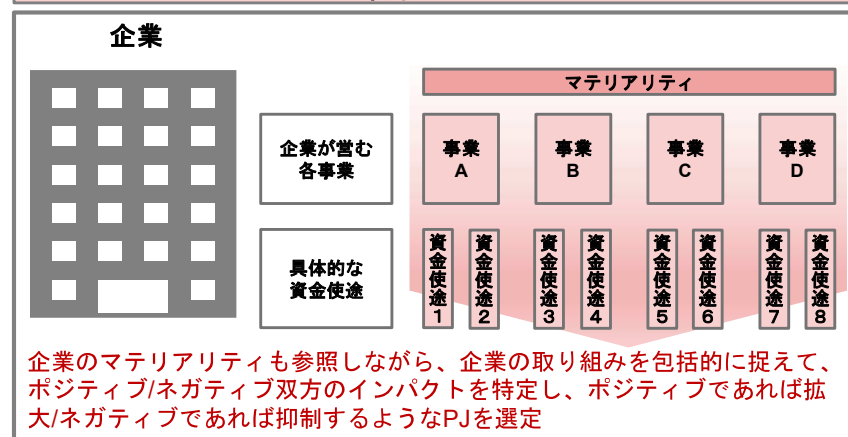
1 企業のマテリアリティに対応した対象プロジェクトとレポートング指標の選定
包括的分析を踏まえ、対象プロジェクトのKPIに加えて、発行体固有のポジティブインパクトとKPIを追加

2 企業全体としてのマテリアリティに対する実効性を投資家へPR
発行体の環境・社会に及ぼすインパクトを測定するためのレポートング指標を設定し、持続可能な社会の構築と自社の成長を投資家へ訴求

ICMA原則のアプローチ



PIF原則のアプローチ



ポジティブ・インパクト・金融(PIF)原則の特徴

- PIFには、SDGsの3側面(環境・社会・経済)すべてを考慮したポジティブとネガティブの両方のインパクトを評価する包括的なアプローチが必要
- 本原則適合のためには、インパクト評価のためのフレームワーク策定、透明性の確保とそれらの評価が必須



01 定義

- 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**。持続可能性の課題を総合的に評価することから、SDGsにおける資金面での課題に対する直接的な対応策の一つとなる。

02 フレーム ワーク

- 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、および/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。

03 透明性

- エンティティ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)

04 評価

- ポジティブ・インパクトの評価は、意図するインパクトの実現度合いによって行われるべきである。

サプライチェーンを俯瞰したインパクトの抽出

- 企業の全てのセクター、活動エリアの情報を基にサプライチェーン全体に渡って、SDGsの3側面(環境・社会・経済)にポジティブだけでなく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
- 製品の評価にはライフサイクルアセスメントの観点を導入

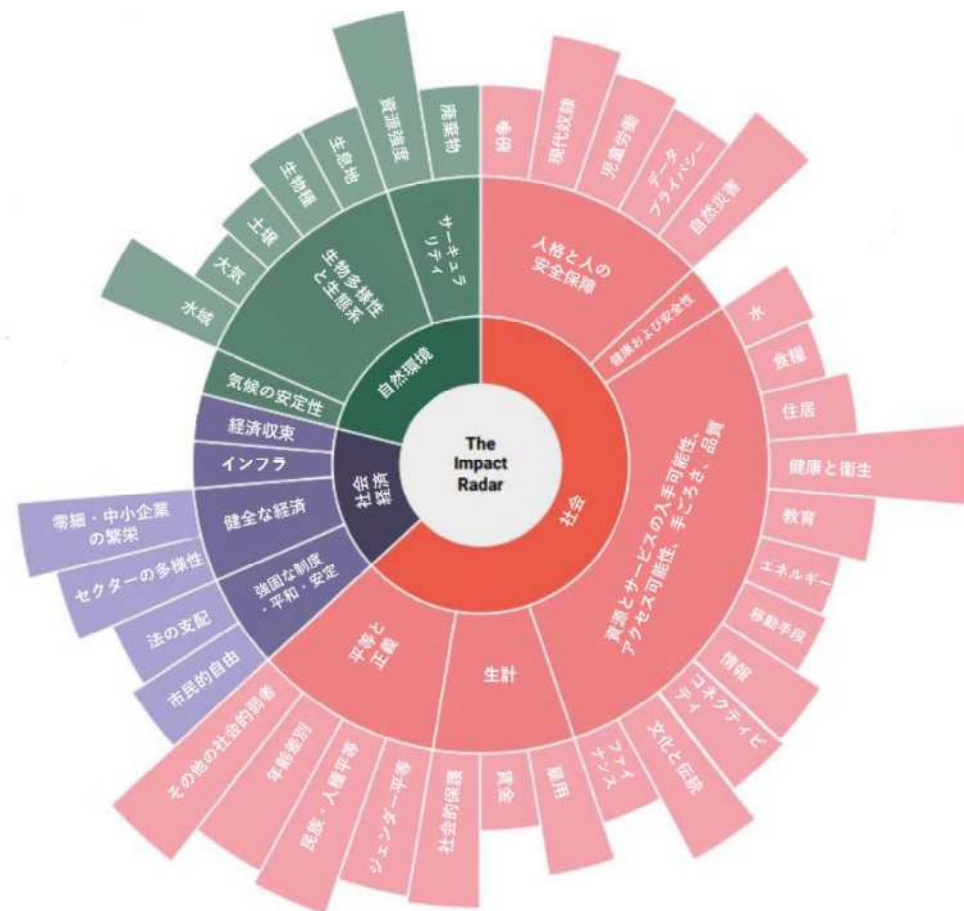
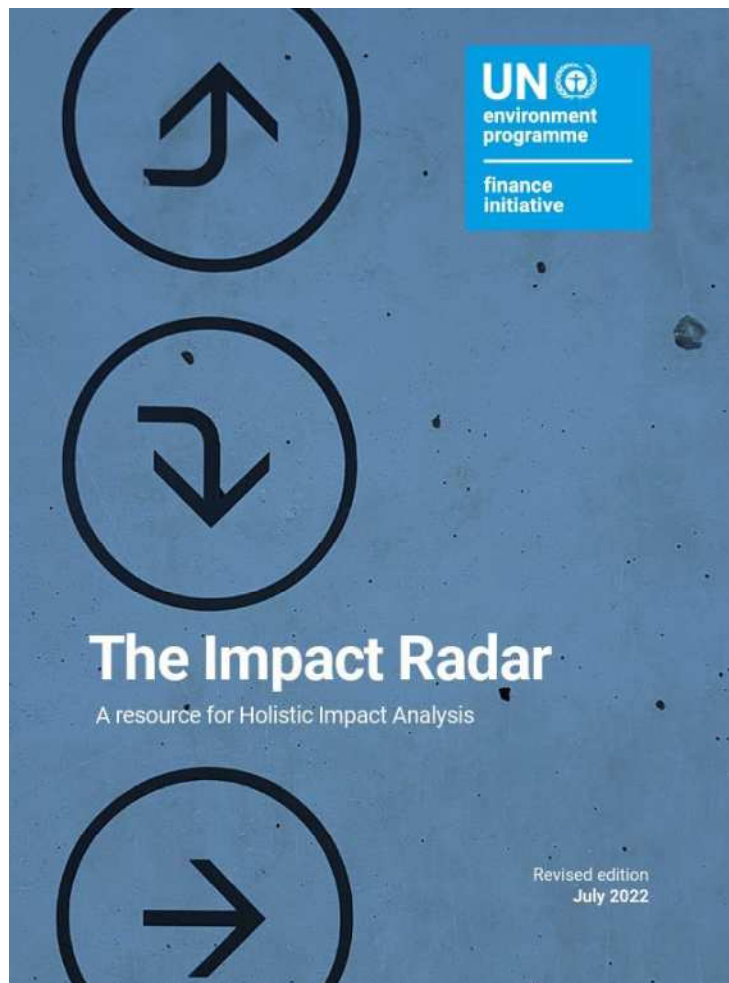
① サプライチェーンを俯瞰してポジティブ及びネガティブ・インパクトを抽出



② SDGsの三側面のどの領域に及ぼすインパクトかカテゴライズし、持続可能な社会構築と自社の財務価値に繋がる重要なインパクトを特定

Holistic approach: インパクトレーダー

- UNEP FIが提供するインパクト分析ツール「インパクトレーダー」は、インパクトの基盤であるSDGsの三つの側面である社会、経済、環境に渡る包括的なインパクト分析の第一歩として、企業と社会の持続可能性において重要なインパクトの特定を可能にするツール
- 抽出したインパクトがインパクトレーダーのどの領域に影響を及ぼすかカテゴライズ



PIF原則に基づいたインパクト・マネジメント・プロセス

- インパクトマネジメントのための対象プロジェクトの選定プロセスを通じて、企業のサステナビリティ戦略における資金調達への役割と貢献度を明確化

内 容

STEP 1	
定義	<ul style="list-style-type: none"> ■ 発行体の事業の目的と方向性を明確にし、事業を通して社会・環境・経済に対してどのような価値を創出したいのか、意図するインパクト(Intentionality)を定義
STEP 2 特定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自社の活動が社会・環境・経済に及ぼすインパクトを包括的に分析し、それらをマネジメントできているかサプライチェーン分析、インパクトレーダーを用いて確認 ■ 自社のマテリアリティを参照しながら、特に取り組むべき重要なインパクトを特定
STEP 3 評価・選定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特定したインパクトの実現可能性あるいは現時点でのパフォーマンスを評価 ■ ネガティブ・インパクトであれば抑制するための、ポジティブ・インパクトであればそれを拡大するためのプロジェクトを選定
STEP 4 目標・KPI設定	<ul style="list-style-type: none"> ■ プロジェクト実施によって目指すべき目標を設定 ■ 設定した目標の進捗度合を計る経営管理可能な指標(KPI)を設定 ■ 目標達成によって貢献し得るSDGsとの紐付け
STEP 5 報告	<ul style="list-style-type: none"> ■ KPIを投融資期間に渡ってモニタリング ■ モニタリング結果を評価し、投資家に向けてレポート

サマリー

1. ESGファイナンスにおける課題

- 従来のESGファイナンス（グリーンボンド等）は、発行体の特定のプロジェクトにフォーカスして既定のレポート指標を活用し、資金調達を実施
- 発行体の一部の取り組みしか把握できないため、投資家からのESGウォッシュを懸念する声

2. 課題解決のためのソリューション：インパクト・ファイナンス

- SDGsの3側面である環境・社会・経済に対して与えるインパクトを包括的に分析
- ネガティブ・インパクトを抑制した上でポジティブ・インパクトの拡大につながるプロジェクト（PJ）を特定
- PJを実施する上での目標を策定し、企業固有の指標を設定した上で資金調達を実施
- 当該対象プロジェクトへの資金充当後、当初設定した指標をモニタリング・開示

3. 従来との違い

- 従来のインパクト・ファイナンスでは資金提供者が上記2のインパクト・マネジメント・プロセス（IMP）を経てファイナンスを実行
- 発行体はIMPを実施するためのインパクト管理体制を整備し、インパクト・ファイナンス・フレームワークを策定したことで、発行体主導による機動的な資金調達（社債・借入を含めたインパクト・ファイナンス）が可能
- 既存投資家が受け入れやすいように、ICMA（国際資本市場協会）が定める各原則（ソーシャルボンドガイドライン等）に準拠した上で、国連の補助機関であるUNEP FI（国連環境計画・金融イニシアティブ）が定めるポジティブ・インパクト金融原則（PIF原則）の両原則を適合

4. 期待される効果：企業と投資家の建設的なエンゲージメントを促進

- 投資家に対しては、**ESG債の課題である企業の一側面におけるグリーン性・ソーシャル性だけしか理解できないという懸念を払拭し、企業の取り組みを包括的に把握することで自らの投資に対する説明責任を果たすことが可能**。また従来のESG債では、Gの側面が考慮されていなかったが、本フレームワークでは発行体のコーポレートガバナンス高度化に向けた取り組みも対象PJにしていることから、投資家にとっても真の意味でのESG債であると主張可能
- 発行体に対しては、上記**インパクトマネジメントプロセスを通じて株主・債権者はじめステークホルダーの理解と支持を得ることで、中長期的に資本コストの低減を図り、持続的な企業価値向上を実現**
- 証券会社として、国内においては間接金融でインパクト・ファイナンスが急拡大している中、直接金融においてもインパクト・ファイナンスを拡大させることで、企業と資本市場との建設的な対話（エンゲージメント）を促進させることに貢献

(参考) ポジティブ・インパクト金融原則の対象について

- 国内においては、金融機関によるPIF原則に基づくファイナンスが普及していますが、当社では、UNEP FIへ“ポジティブ・インパクト金融原則 (PPIF) は発行体も対象に含まれるのか”に関して確認しており、UNEP FIのSDGs and Impact teamから、下記の回答を得ております。

UNEP FIからの回答

It is fine to state that bonds comply with the PPIF if the issuer itself monitors and assesses its own impact, discloses the results as an impact report, which is reviewed by a third party.

- 環境省大臣官房環境経済課環境金融推進室からも同様にUNEP FIのPPIF執筆者に、PPIFは企業等が資金調達を行う際に利用可能であることをご確認頂いております。
- 日本国内で見受けられる“PPIFが金融機関のみを対象としたものである”との誤解は下記の2点が原因で生じたと考えられます。

1. 原文の意図と異なる和訳

- PPIFの原則2の原文と和文を下記に示します。原文では「non financial」も含まれるにも関わらず、和訳では「銀行、投資家など」と訳されているのが原因の一つだと考えられます。

ポジティブ・インパクト金融原則 原則2

【原文】

To promote the delivery of Positive Impact Finance, **entities (financial or non financial)** need adequate processes, methodologies, and tools, to identify and monitor the positive impact of the activities, projects, programmes, and/or entities to be financed or invested in.

【和訳】

ポジティブ・インパクト金融を実行するには、**事業主体（銀行、投資家など）**が、それらの事業活動、プロジェクト、プログラム、および/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。

2. 責任銀行原則

- 2017年に策定されたPPIFの2年後の2019年策定の責任銀行原則は、金融機関を対象としていることから、“PPIF自体も金融機関のみを対象とする”という誤解を更に強めたと考えられます。事実、PPIFを補完すべくUNEP FIから2018年に発表されたモデルフレームワーク(以下URL参照)には「このモデルフレームワークは、調達資金や保証が事業会社の裁量で使用され資金使途を限定しない事業向けの金融商品を対象とした枠組みである。」と明記され、例として「資金使途を限定しない一般事業目的(GCP)の社債」を挙げています。
- 当社が策定を支援させて頂いた豊田合成様のファイナンス・フレームワークでは、現在のESG債の市場を鑑み、ICMA原則への準拠を前提としているため「資金使途限定」としております。

【原文モデルフレームワーク】

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/11/PI-Model-Framework-Unspecified-Use-of-Proceeds.pdf>

【和訳モデルフレームワーク】

https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/12/PI-Model-Framework-Unspecified-Use-of-Proceeds__pdfen-ja.pdf

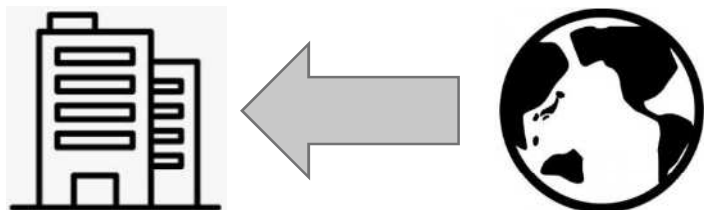
2. 企業価値向上に向けた企業と投資家とのエンゲージメントのポイント

財務的マテリアリティとインパクトマテリアリティ

- CSRD(企業サステナビリティ報告指令)では、2つのマテリアリティ(重要課題)を評価し、開示項目を検討する必要がある
- ダブルマテリアリティは、インパクトマテリアリティと財務的マテリアリティの2種類
- マテリアリティにはリスクと機会の2つの側面がある

財務的マテリアリティ

財務上重要な事項



サステナビリティに関するリスク・機会を通じて企業が被る影響(Outside-in)

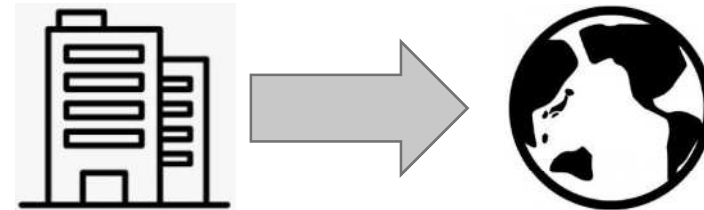
想定利用者

投資家

企業が気候に与える影響は財務的にも重要になり得る

インパクトマテリアリティ

環境・社会的に重要な事項



企業活動が社会や環境等に及ぼす影響(Inside-out)

想定利用者

消費者、市民社会、従業員、投資家

PBR=ROE×PERにおける持続的な価値創造実現のポイント

- PERは簡易的に市場にインプライドされている株主資本コストと、利益成長率(g)の差から計算
- サステナビリティ価値は成長性の向上や事業リスクの低減を通じて、株主資本コストを低下させ、期待成長率を向上させることが重要

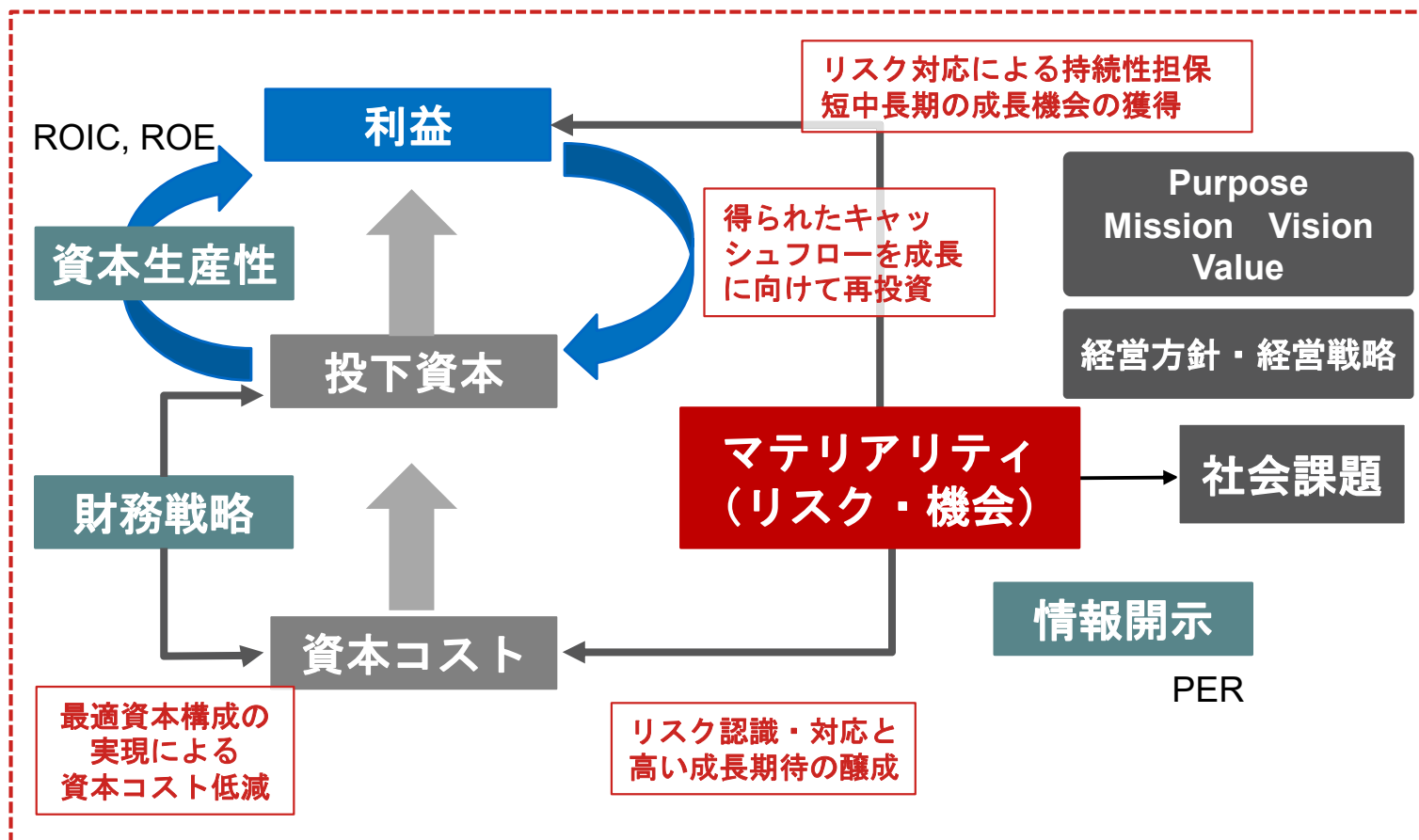
$$\begin{aligned}
 \text{PBR} &= \text{ROE} \times \text{PER} & \text{PER}^* &= 1 \div (\text{株主資本コスト} - g) \\
 &= \frac{\text{ROE}}{\text{株主資本コスト} \downarrow - \text{期待成長率}(g) \uparrow}
 \end{aligned}$$

環境・社会・ガバナンス（ESG）に対するリスク管理により事業リスクを抑える（ネガティブインパクトの抑制）ことで、株主資本コストを下げる

自社のビジネスによって環境・社会課題を解決する機会を獲得する（ポジティブインパクトの創出）とで、持続的な成長を実現する

経営戦略とサステナビリティ戦略の統合

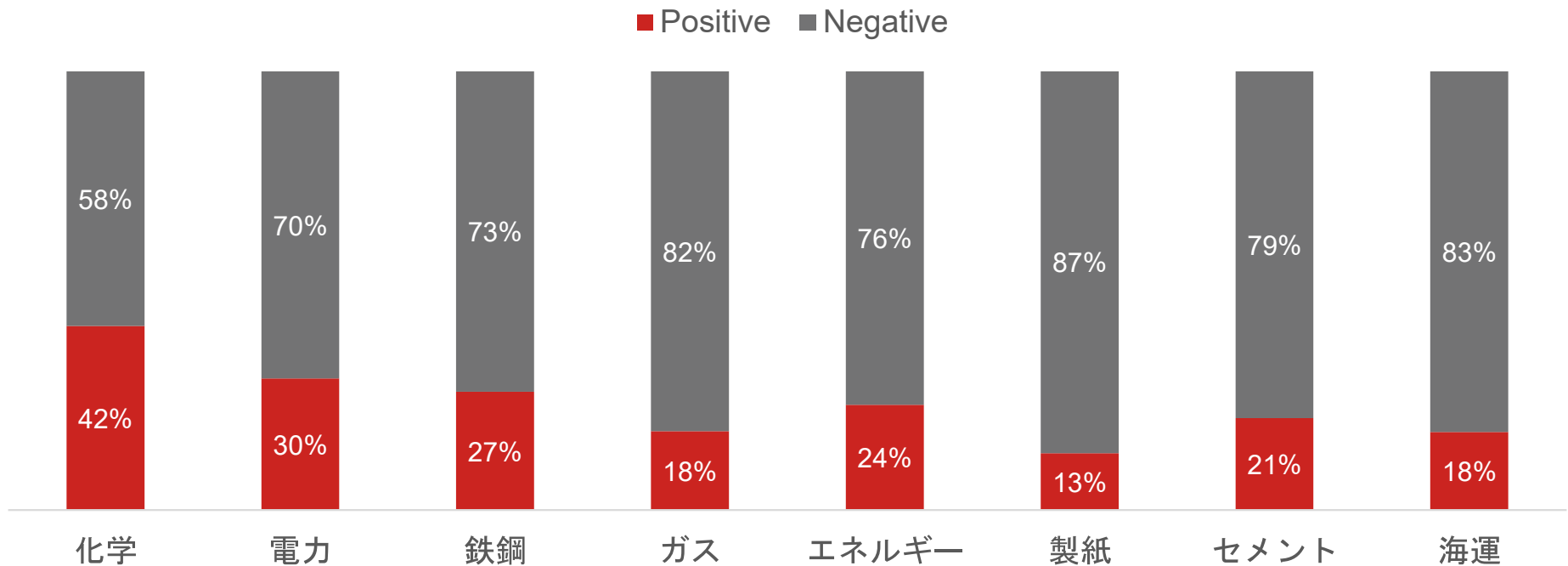
- マテリアリティを資本生産性・財務戦略・ESGと関連付けて説明する企業が増加
- マテリアリティ策定にあたりESG・SDGsに強いバイアスがかかると、「機会<リスク」に対する対応の傾向が強くなるため、成長期待に対する効果が低減
- リスク対応に関連したマテリアリティに加えて、企業価値向上に直結する成長機会獲得のためのマテリアリティの特定が重要



(参考)国内企業のマテリアリティにおける ポジティブインパクトとネガティブインパクトの開示割合

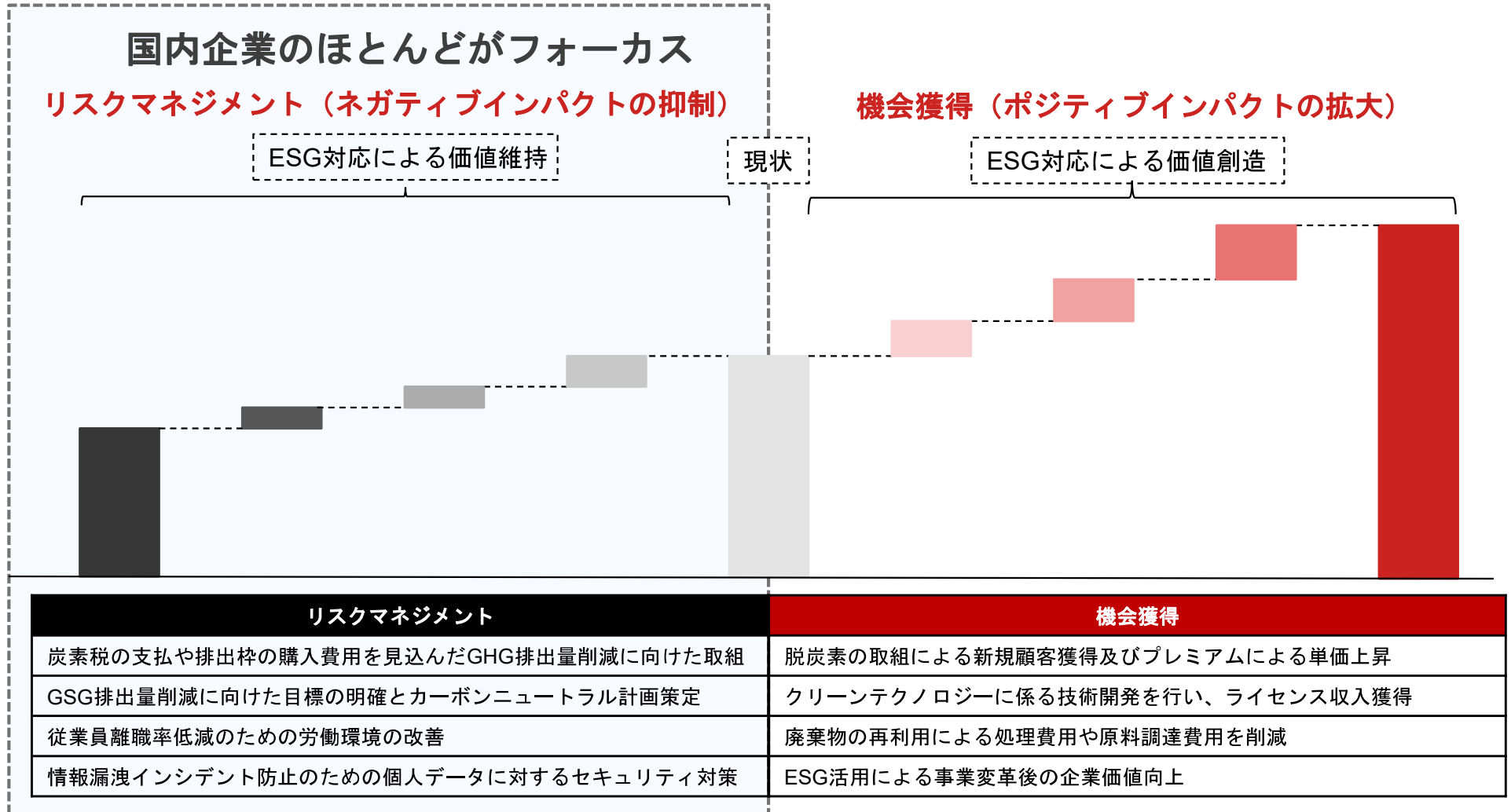
- 生成AIを用いて「期待成長率の上昇(ポジティブインパクトの拡大)」と「株主資本コストの低下(ネガティブインパクトの抑制)」に関連する取り組みを抽出
- 各セクターを代表する銘柄を複数ずつ選定し、それらのマテリアリティを対象に分析したところ、リスクマネジメントの開示割合が高い傾向が見られた

有価証券報告書で言及されたマテリアリティの業種別傾向



企業にとってのサステナビリティ: ESGを踏まえた持続的な企業価値の向上

- ESGを主要なバリュードライバーとして考えた場合、ESGはリスクでもあり、機会ともなる



本資料は、ご参考のために野村證券株式会社が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、野村證券株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は野村證券株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。