

2021 年度  
環境省請負業務

# 令和 3 年度グリーンファイナンスモデル事例創出事業に係るモデル事例の適合性確認等業務

(三菱 UFJ 信託銀行株式会社によるインパクト投資ファンド)

## 調達前報告書

2022 年 2 月

株式会社格付投資情報センター  
株式会社グリーン・パシフィック

## 目次

- 1 本適合性確認等業務の背景、目的
- 2 適合性確認等業務の概要
  - 2.1 参照する原則・ガイドライン等
  - 2.2 適合性確認の枠組み
  - 2.3 結論要約
- 3 インパクトファイナンスの概要
  - 3.1 運営者の概要
  - 3.2 ファンドの概要
  - 3.3 インパクトの測定・管理（IMM）の体制
  - 3.4 インパクト戦略の立案
  - 3.5 投資銘柄の選定
  - 3.6 インパクトの特定と事前評価
  - 3.7 モニタリング・エンゲージメント
- 4 適合性確認
  - 4.1 投資戦略
  - 4.2 組成・ストラクチャリング
  - 4.3 モニタリング・エンゲージメント
  - 4.4 売却判断・レポートイング
- 5 適合性確認機関

## 1 本適合性確認等業務の背景、目的

地球温暖化対策や自然資本の劣化の防止に資する企業等の事業活動への民間資金を導入するための有効な枠組みの一つとして、2019年3月に「サステナビリティ・リンク・ローン原則」(以下「SLLP」という。)が策定された(2021年5月改訂)。これは、借り手となる企業等のサステナビリティ経営の高度化をコーポレートファイナンスと結びつけた枠組みである。近年、国際的には企業等の借り手が野心的なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPTs)を達成することを奨励するローンである「サステナビリティ・リンク・ローン(以下「SLL」という。))が活発になってきている。

また、SLLと同様のフレームワークによる「サステナビリティ・リンク・ボンド(以下「SLB」という。))について、ICMA(国際資本市場協会)が2020年6月に「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」(以下「SLBP」という。)を発表し、国内外でSLBの発行も進んでいる。加えて、金融機関・投資家が環境・社会・経済へのインパクトを明確な意図を持って追求する「インパクトファイナンス」の取組が様々なイニシアティブによって進められている。しかし、現状、パリ協定で掲げられた目標、SDGsのような国際目標や、2020年10月に菅義偉首相が表明した2050年までのカーボンニュートラルの実現に向け民間資金を大量に導入していく必要がある中で、我が国におけるSLL、SLB、インパクトファイナンスの普及は海外と比べ、十分とはいえない。

環境省は、2020年3月に「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2020年度版」(以下「GL・SLLガイドライン」という。)、2020年7月に「インパクトファイナンスの基本的考え方」(以下「IF基本的考え方」という。)及び2021年3月に「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」(以下「IF評価ガイド」という。)を策定した。そして、GL・SLLガイドライン、IF基本的考え方、IF評価ガイド及びその他各種原則・ガイドライン(以下「本件ガイドライン等」)に適合し、かつ、特に環境面においてモデル性を有すると考えられるSLL、SLB又はインパクトファイナンスといったグリーンファイナンスの調達又は発行事例について環境省が公募を行い、選定されたモデル事例に関して適合性確認等を実施し、情報発信することで、国内においてグリーンファイナンスをさらに普及させることを目的として、「令和3年度グリーンファイナンスモデル事例創出事業」(以下「モデル創出事業」という。)を実施することとした。

今回インパクトファイナンスの事例として三菱UFJ信託銀行株式会社(以下「MUTB」という)から、国内上場株式30~50銘柄を投資対象とする「インパクト投資ファンド」の応募があった。応募案件を審査委員会で審議した結果、以下の点を評価してモデル事例に選定した。

- ① 日本において国内上場株式を対象とする本格的なインパクト投資の運用事例はほとんどなく、世界においても模範とされる事例は極めて限られている中で、世界のベス

トプラクティスや国際的な原則・フレームワークにも合うインパクトの測定・管理方法を実践的に取り入れている。特に GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループが 2021 年 5 月に策定したインパクト測定・管理に関する指針・ガイドブックに沿って設計された国内上場企業のインパクトを包括的に分析するファンドである。

- ② 運用者がインパクト志向を掲げ責任投資方針と整合性のあるポートフォリオのインパクト戦略を策定している。網羅的な基礎調査と有識者の知見を取り入れるなどして特定する重大な ESG 課題からインパクトテーマを特定した上で、課題マップやロジックツリーを用いた多面的な分析から社会課題を構造化し原因を掘り下げて企業が解決できる個別課題を特定する。投資先企業が課題に対してインパクトを生み出すビジネス（インパクトビジネス）の成長に着目して銘柄を選定。現時点ではインパクトビジネスの利益構成比が過半に至らない企業でも、将来当該ビジネスが企業全体の利益成長を牽引する場合は投資対象に含める。さらにロジックモデルを用いて長期アウトカムから因果関係を遡ることによって、追加性を計測しやすい KPI と目標を設定している。また非上場株に比べ経営への関与が弱くなる上場株投資の特性を踏まえ、投資企業の選定において企業とインパクトの意図を共有できることを重視することでエンゲージメント効果を高める方針である。
- ③ 投資先企業側にはインパクト KPI を設定し、インパクト達成に向けたモニタリングの中でエンゲージメントとネガティブ・インパクトの評価を継続的に実施するため、事業分析の経験が豊富なファンドマネージャーを運用チームに専属させ責任投資の専門人員と連携してインパクトを管理する体制を整えている。

モデル創出事業におけるインパクトファイナンスの審査に関して、審査委員会は以下の点について指摘している。

- ・ インパクトファイナンスは金融機関・投資家等における投融資の戦略や管理方法・体制を評価するという点が、グリーンボンドや SLL・SLB のような調達先の取り組みなどが評価対象となる商品の評価とは本質的に異なる。
- ・ インパクトファイナンスを実施する前にインパクトの測定・管理（Impact Measurement & Management : IMM）の方法にモデル性を認めたとしても、実際にその通り運用されるという確証はない。
- ・ モデルに選定されたからには金融機関・投資家等は応募内容に沿って誠実に IMM を実施するべきである。

審査委員会は特に、今回の応募案件に関して解決すべき課題の内容や進捗状況など（ネガティブな影響への対応なども含む）について、インパクト投資の普及に資する情報を一般に開示することを強く期待している。

環境省の請負業者である株式会社格付投資情報センター（R&I）は株式会社グリーン・パシフィックとの協力体制の下、モデル事例として選定された案件の本件ガイドライン等への適合性確認等を目的として、審査委員会の上記指摘事項を踏まえて本業務を実施する。

## 2 適合性確認業務の概要

### 2.1 参照する原則・ガイドライン等

本件は幅広い銘柄を対象とする上場株式投資であるため、IF 基本的考え方における「インパクト包括型」にあたる。主に株式等の出資によるインパクト投資のガイドラインとしては、GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループが 2021 年 5 月に策定した「インパクト測定・マネジメントに係る指針」及び「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」（以下それぞれ「IMM 指針」「IMM ガイドブック」という。）がある。

IMM ワーキンググループは 2009 年 9 月に発足したグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）によるインパクト投資のコンセプトを基礎に置き、IMM 指針においてインパクト投資は「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的及び環境的インパクトを生み出すことを『意図』とする投資行動」と定義して、IMM の実践において重要な要素を 5 つの指針として示している。これらの要素は IMM ガイドブックを策定する過程でワーキンググループが検討した IMM プロセスの 4 つのステップ「投資戦略」「組成・ストラクチャリング」「モニタリング・エンゲージメント」「売却判断・レポートイング」——から派生している。ワーキンググループは GIIN の考え方のほかに、インパクトマネジメントプロジェクト（IMP）の提供するツールの紹介や、業務ステップの下地として国際金融公社（IFC）が主導的な役割を果たして策定された「インパクト投資の運用原則」を参照するなど、現時点で国際的に標準となっている考え方や国内外の実務の知見を集約したものと言える。

#### <IMM 指針と IMM ガイドブックの業務ステップ>

IMM 指針	IMM ガイドラインの業務ステップ
<b>指針 1</b> 機関投資家は、自社の経営戦略にインパクトの創出を明確に位置づけたうえでインパクト・ファンドの投資戦略を立案すること。	1.投資戦略
<b>指針 2</b> 機関投資家は、インパクト・ファンドの投資戦略に沿った投資の実行ができるよう、グローバルで採用されている考え方や手法を考慮しながら適切な IMM プロセスを設計すること。	2.組成・ストラクチャリング
<b>指針 3</b> 機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するよう、投資先企業の創出するインパクトについての深い理解に基づき、当該企業の状況を的確に把握（モニタリングという）し、投資先企業との建設的な目的を持った対話（エンゲージメントという）を実施すること。	3.モニタリング・エンゲージメント
<b>指針 4</b> 機関投資家が投資先企業の持分株式を売却するにあたっては、投資先企業が生み出すインパクトが失われることがないよう、その持続性への影響を考慮しながら判断すること。	4.売却判断・レポートイング
<b>指針 5</b> 機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するようどのようにイン	

パクトの意図を実現したのか、最終投資家に対して定期的に報告すること。	
------------------------------------	--

[出所：IMM 指針、IMM ガイドブックより R&I 作成]

## 2.2 適合性確認の枠組み

MUTBはIMMガイドブックの策定において中心的な役割を担ってきた一般財団法人 社会変革推進団 (SIIF) と共にインパクトゴールとその達成への道のり (Theory of Change) の策定、アウトプット・アウトカムに至る因果関係の分析、インパクトの測定・管理プロセスの設計に関する世界のベストプラクティスや、国際的な原則・フレームワークにも合うインパクト測定方法について検討してきた。IMM ガイドブックに上場株式を対象とするインパクト投資の実践的な考え方が採用されているため、MUTBはこのガイドブックに即してできる限り先進的な手法を取り込んだファンドを設計し運用していく方針。本調達前報告書では、IMM ガイドブックに示されるステップごとに検討すべき実施内容との適合性を確認する。

### <IMM ガイドブックのステップ別実施内容>

1. 投資戦略
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ファンド・マネージャーは、自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げ、それに沿ったインパクト・ファンドの投資戦略を立案する。</li> <li>✓ インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、ファンド・マネージャーのインパクトの意図を実現するために、1) インパクトテーマの設定やその戦略への組み込み、2) 経済性と社会性の両立の程度、3) 適切な IMM の実施体制 (投資意思決定プロセスやチーム組成) を検討する。</li> <li>✓ ファンド・マネージャーは、ファンドの資金調達に際し、インパクト・ファンド投資戦略の実現に向けて、IMM のプロセスやインパクト・パフォーマンス、海外の市場調査報告等を参考にしながら最終投資家候補に対して丁寧な説明を行う。</li> </ul>
2. 組成・ストラクチャリング
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ファンド・マネージャーは、インパクト・ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、適切な IMM プロセスを導入する。その際、インパクト・ファンドとして一定レベルの IMM の質を担保するため、インパクト・ファンドから投資する全ての投資案件に当てはめることのできる、一貫した IMM プロセスを導入する。</li> <li>✓ IMM プロセスの設計にあたり、各投資案件を通じてファンド・マネージャーがインパクトの実現にどのように貢献するかについて検討する。</li> <li>✓ IMM プロセスの一般的な流れは次のとおりである。国内外の各種手法を参考にしながら各インパクト・ファンド投資戦略に照らし合わせて、適切なプロセスの設計を行う。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンド・マネージャーは、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、インパクトを多面的に分析する。</li> <li>・ 当該事業のアウトカムを表す「インパクト指標」を設定する。</li> <li>・ 「インパクト指標」の中でも重要なインパクト指標 (「インパクト KPI」という) を特定したうえで、「インパクト KPI の目標値」を定める。</li> <li>・ 投資先やマクロ経済データ等から情報収集を行い、投資判断に活用する。</li> </ul> </li> <li>✓ ファンド・マネージャーは、各投資案件について、ポジティブ・インパクトに加え、企業活動が環境・社会に与えるネガティブ・インパクトを特定し、評価する。</li> </ul>
3. モニタリング・エンゲージメント
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ファンド・マネージャーは、ステップ 2 で設計した IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンド・マネージャーは、財務 KPI やインパクト KPI の達成状況を管理する。</li> <li>・ エンゲージメントのやり方やその深度はアセットクラス、ファンド・マネージャー、投資先の事業ステージによって異なるので、自社のインパクト・ファンド戦略に沿って適切に実施する。</li> </ul> </li> </ul>
4. 売却判断・レポーティング

- ✓ ファンド・マネージャーは、投資先が創出しているインパクトを継続することができるよう、売却判断を行う。またインパクト・パフォーマンスに関する報告を最終投資家に行う。
- ✓ ファンド・マネージャーは、投資先のインパクトが失われることがないよう、その持続性への影響を考慮しながら、また受託者責任を勘案しつつ売却の時期、ストラクチャー及びプロセスを検討する。
- ✓ ファンド・マネージャーは、インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、そしてポジティブ及びネガティブのインパクトを比較検証し、報告を行う。
- ✓ これらの結果を IMM の改善に活かす。

[出所：IMM ガイドブックより R&I 作成]

「1 本適合性確認等業務の背景、目的」に記載した審査委員会の指摘事項にあるように、インパクトファイナンスの実施前の段階では IMM プロセスの運用の有効性までは確認できない。このため、本調達前報告書では、①インパクト戦略が IMM ガイドブックに示される内容に適合していること、②IMM プロセスが IMM ガイドブックに示される内容を実施するために十分にデザインされていること——を確認する。

適合性確認の手続きはモデル創出事業の公募要領に記載した通り、応募者から提出された応募書類等の内容に基づき、必要に応じ応募者及び関係者にヒアリングを実施し、実地調査は実施しない。今回の応募案件に関しては IMM プロセスの運用実務に関して、投資銘柄の事例を挙げて説明されているが、運用担当者へのインタビューなどにより業務プロセスの適用状況を詳細に確認する手続きは実施していない。

## 2.3 結論要約

R&I は MUTB の応募書類とそれに関連する情報、同社のウェブサイトなどを閲覧し担当者への質問を実施した。R&I はこれらの情報と手続きの範囲において、応募案件のインパクト戦略と IMM プロセスのデザインが IMM 指針と IMM ガイドブックに適合していることを確認した。主な確認内容は下表の通りである。

＜IF 基本的考え方、IMM ガイドブックと確認内容の関係＞

インパクトファイナンスの基本的フロー	IMM ガイドラインの業務ステップ	確認内容
インパクト戦略の策定	1.投資戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ MUTB はインパクト志向を掲げ責任投資方針と整合性のあるポートフォリオのインパクト戦略を策定</li> <li>・ インパクトと経済的リターンを両立できるビジネスモデルに投資して追加的なインパクトを創出する意図が明確</li> <li>・ 潜在的な投資家に対してインパクト創出の意図などを説明していく予定</li> <li>・ 事業分析の経験が豊富なファンドマネージャーを専属させ責任投資の専門人員と連携してインパクトを管理する体制を整備</li> </ul>
インパクトの特定 インパクトの事前評価	2.組成・ストラクチャリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ MUTB は SIIF の知見を活用し、世界のベストプラクティスや国際的な原則・フレームワークにも合うインパクト測定方法について検討して IMM プロセスを構築している。</li> <li>・ ファンドマネージャーから成る運用チームと</li> </ul>

		<p>ESG 推進室が共同して、投資銘柄の選定、アウトカムの特定、インパクト KPI と目標値の設定——を実施</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>運用チームは企業との対話を重視した運用を通して蓄積した事業評価のノウハウを ESG 推進室と共有して多面的にインパクトを分析</li> </ul>
インパクトのモニタリング	3.モニタリング・エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>非上場株に比べ経営への関与が弱くなる上場株投資の特性を踏まえ、投資企業の選定において企業とインパクトの意図を共有できることを重視してエンゲージメント効果を高める方針</li> <li>ファンドマネージャーから企業側にインパクト創出のための取り組みを提案することも考えている</li> </ul>
インパクトの情報開示	4.売却判断・レポートイング	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家に対して①エンゲージメント計画・進捗②インパクト KPI 実績③ポートフォリオの ESG 情報——を開示する予定</li> <li>責任投資報告書などの公開情報にもインパクト投資について掲載することを検討</li> </ul>
投融資終了時におけるインパクトの持続可能性の考慮		<ul style="list-style-type: none"> <li>インパクトと経済的リターンの両立を目指す長期投資であるため、インパクトビジネスの評価基準を満たさなくなったときや期待したインパクトの創出が見込めなくなったときに売却を検討</li> </ul>

[出所：IF 基本的考え方、IMM ガイドブック、応募書類より R&I 作成]



### 3 インパクトファイナンスの概要

#### 3.1 運営者の概要

MTUBは2006年5月に国連主導で策定された責任投資原則(PRI)が発足したときに趣旨に賛同して署名した。以来、責任投資の普及に向けて様々な取り組みを積み重ねてきた。サステナビリティ活動指針には『安心・豊かな社会』を創り出す信託銀行～社会・お客さまの課題を解決するプロフェッショナル集団』を掲げている。2021年11月には経営トップがインパクト投資についてコミットする会社が集まって設立された「インパクト志向金融宣言」に参加している。

MUTBはインパクトゴール(投資家が運用を通じて解決を目指す具体的な目標)に向けてアウトプット(投資先の事業活動から創出される製品・サービス等)の付加価値だけでなく、アウトカム(事業活動による環境・社会の変化)を捉え、その効果測定(インパクト測定・管理)を行うことをインパクト投資と考えている。

#### <MUTBの概要>

名称	三菱UFJ信託銀行株式会社
設立	1927年3月
代表取締役社長	長島 巖
資本金	3,243億円(2021年3月末)
事業内容	リテール業務、法人業務、資産金融業務、不動産業務、証券代行業務、受託財産業務、市場国際業務
所在地	東京都千代田区

[出所：MUTBのウェブサイト]

#### 3.2 ファンドの概要

MUTBはIMMガイドブックの策定において中心的な役割を担ってきた一般財団法人 社会変革推進団(SIIF)と共にインパクトゴールとその達成への道のり(Theory of Change)の策定、アウトプット・アウトカムに至る因果関係の分析、インパクトの測定・管理プロセスの設計に関する世界のベストプラクティスや、国際的な原則・フレームワークにも合うインパクト測定方法について検討を重ね、2021年10月20日より「インパクト投資ファンド」の試験運用を開始した。将来的には機関投資家や一般投資家から運用を受託することを想定している。

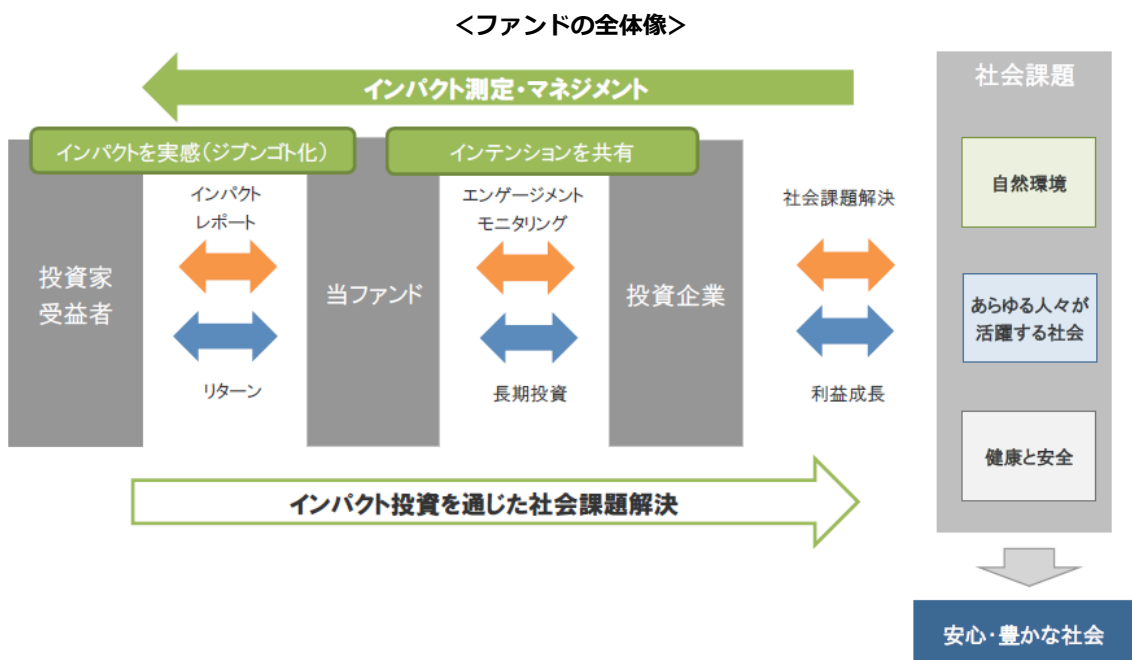
#### <ファンドの概要>

名称	インパクト投資ファンド
運用会社	三菱UFJ信託銀行株式会社(MUTB)
投資対象	国内上場株式 30～50銘柄程度
運用規模	1,000億円を上限
運用期間	2021年10月20日より試験運用を開始。長期運用(5年超)を予定
特徴	<ul style="list-style-type: none"><li>・インパクト投資を通じてMUTBのサステナビリティ方針に掲げる「安心・豊かな社会」の実現を目指す</li><li>・企業との対話(エンゲージメント)を重視。事業活動を通じた社会課題の解決に取り組む企業とインパクト創出の意図(インテンション)を共有し長期保有</li></ul>

	・社会課題の解決につながる測定可能なインパクト KPI を設定し、実績とエンゲージメントの状況などを投資家に年次報告
--	--

[出所：MUTB]

MUTB はサステナビリティ活動方針に掲げる「安心・豊かな社会」の実現をインパクトゴールとして、これに向かって3つの社会課題「自然環境」「あらゆる人々が活躍する社会」「健康と安全」を設定し課題解決と利益成長の両立を目指す。投資先企業とインパクト創出の意図（インテンション）を共有することを重要視している。投資家に対してはインパクト KPI の実績と企業との対話の状況を年次報告してインパクトを実感してもらう仕組みを構築する予定。



[出所：MUTB]

### 3.3 インパクトの測定・管理（IMM）の体制

投資先を熟知するファンドマネージャー・アナリストから成る運用チームと環境・社会・ガバナンス（ESG）の横断的な視点を持つ ESG 推進室が共同して、投資銘柄の選定、アウトカムの特定、インパクト KPI と目標値の設定、モニタリング、エンゲージメント——を実施する。両者の知見を共有して多面的にインパクトを分析することにより IMM の実効性を高めることを企図している。責任投資推進室はインパクトテーマの選定やインパクト達成度の事後検証などについて全社的な観点から IMM に関わる。

なお運用チームは 2012 年から利益成長の持続性に着目し企業との対話を重視した運用を継続しており、これまで良好なパフォーマンスを残している。

### 3.4 インパクト戦略の立案

MUTB は事業活動を通じて社会課題の解決を目指す企業へ長期投資することで、社会の持続性を高めるインパクトの創出と長期的なリターンを獲得できると考えている。「社会課題＝社会が求める需要と現在の供給のギャップ」と捉え、社会課題を解決できる製品・サービスを提供できる事業をインパクトビジネスとして投資対象に選定していく戦略である。インパクトビジネスへの投資により意図したインパクトの創出と高い利益成長の実現を目指す。

創出するインパクトの方向性は MUTB の責任投資方針に沿ったものとする。MUTB が全社的に重大な ESG 課題を特定するプロセス（下図参照）を適用してインパクトテーマを選定している。ファンドの全体像にある 3 つ社会課題はサブテーマから構成されている。



[出所：MUTB]

インパクトビジネスの評価において社会課題を的確に認識することが重要であり、課題の背景に本当に社会が求める需要があるのかを確認する必要がある。ポートフォリオを構築に向けて社会課題を構造化して原因を掘り下げて分析する。インパクトテーマに含まれる課題の根底にある社会問題・環境問題を洗い出してそれらの関係の整理やグルーピングを実施し、因果関係をロジックツリーに表して構造的に分析することにより問題の原因を特定する。

### 3.5 投資銘柄の選定

#### ①全体の流れ

全上場企業 3700 銘柄からインパクトビジネスを既に持っているかその可能性を持つ企業を 400 銘柄程度に絞り込んだ後、運用チームがインパクトビジネスを個別に評価する。100 銘柄程度を選んでから運用チームと ESG 推進室が共同してロジックモデルなどを用いて多面的にインパクトを分析し、インパクト KPI の設定とネガティブな影響の評価を実施する。最終的に 30~50 銘柄を厳選してポートフォリオを構築しモニタリング・エンゲージメントを始める。

#### <銘柄選定プロセス>



[出所：MUTB]

#### ②インパクトビジネスの評価

運用チームはインパクトビジネスの持続可能性を 4 つの観点（Intention、Integration、Innovation、Infrastructure）から評価する。

ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティと比べて上場株式への投資は経営への関与が弱い。MUTB は経営者が社会課題を自社の課題と認識し、持続的にインパクトビジネスに取り組むために Intention を共有できることを重要視する。

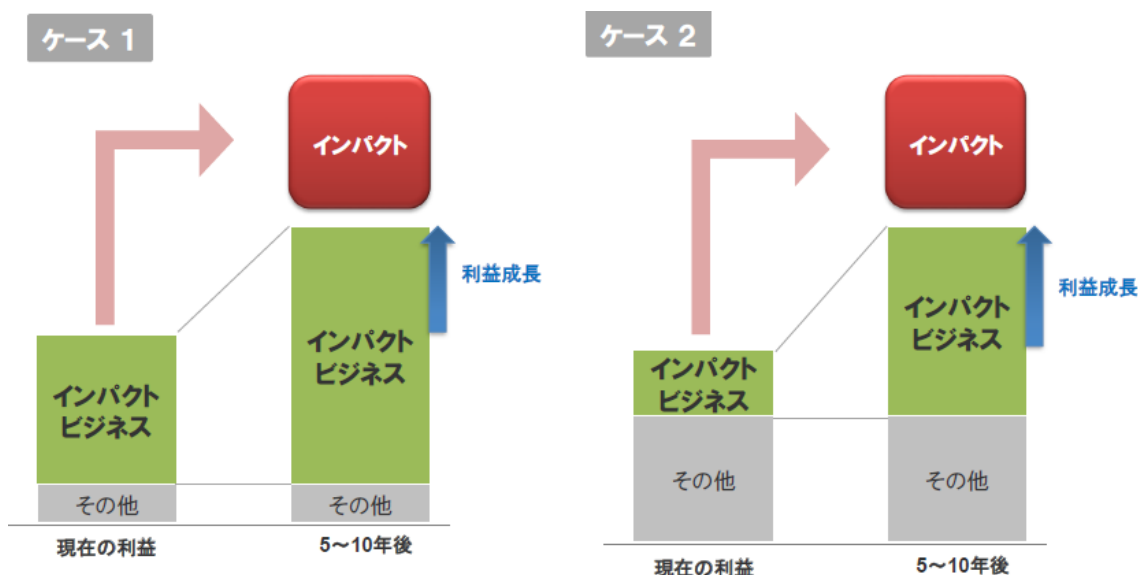
#### <インパクトビジネス評価 4つの観点>

INTENTION	<ul style="list-style-type: none"><li>経営陣の社会課題解決に対する明確な意図</li><li>情報開示や対話姿勢</li></ul>
INTEGRATION	<ul style="list-style-type: none"><li>経営・事業戦略の中での明確な位置づけ</li><li>本業もしくは本業とのシナジー</li></ul>
INNOVATION	<ul style="list-style-type: none"><li>政府・NGO等では対応できない事業</li><li>事業としての競争優位性</li></ul>
INFRASTRUCTURE	<ul style="list-style-type: none"><li>取締役構成や株主構成などガバナンス</li><li>人権、ダイバーシティ&amp;インクルージョン、人材、企業文化</li></ul>

[出所：MUTB]

インパクトビジネスからの経済的リターンに関しては現在の利益貢献度ではなく、利益成長の追加性を重視する。既に利益貢献している事業であればさらにこの領域が伸びるケース（下図ケース 1）や現時点では利益貢献していない事業が将来大きく利益貢献するケース（下図ケース 2）に着目して評価する。

＜インパクトビジネス評価 追加性のイメージ＞

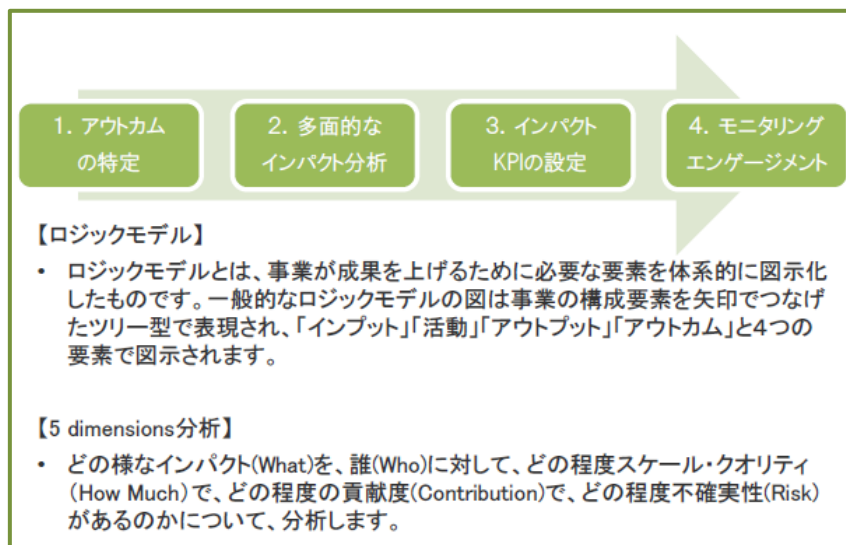


[出所：MUTB]

3.6 インパクトの特定と事前評価

最終的な投資対象の絞り込みとその後の運用において、インパクトにつながるアウトカムの特定、インパクト KPI の設定、モニタリング・エンゲージメントに至る一連の流れが IMM プロセスである。MUTB は SIIF の知見を活用し、世界のベストプラクティスや国際的な原則・フレームワークにも合うインパクト測定方法について検討して IMM プロセスを構築している。運用チームと ESG 推進室はアウトカムの特定を設定するために「ロジックモデル」「5 dimensions 分析」などを用いて多面的にインパクトを分析する。インパクト KPI の設定にはグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）が提供する IRIS+などの指標リストを参照する。ネガティブな影響の分析には SASB（米国サステナビリティ会計基準審議会）等の開示項目を活用している。

## <IMMプロセスと多面的な分析>



[出所：MUTB]

### 3.7 モニタリング・エンゲージメント

運用チームと ESG 推進室はこれまでの運用業務において多くの投資先企業を分析してエンゲージメントを実施する。インパクト創出の意図を投資先企業と共有することに努める。

運用期間中にネガティブ・インパクトが顕在化した場合には、発生した理由をしっかりと把握して、これを踏まえてネガティブ・インパクトの抑制と今後の予防措置について対話して、改善・改良、体制面の強化などを促すことを考えている。改善が見られない場合にはファンドで目指しているインテンションの共有が難しくなるため、運用方針と乖離していると判断して投資対象から外すといった選択があり得る。

## 4 適合性確認

「2.2 適合性確認の枠組み」に示したように、応募案件について IMM ガイドブックに示されるステップごとに検討すべき実施内容との適合性を確認した。

R&I は MUTB の応募書類とそれに関連する情報、同社のウェブサイトなどを閲覧し担当者への質問を実施した。R&I はこれらの情報と手続きの範囲において、応募案件のインパクト戦略と IMM プロセスのデザインが IMM 指針と IMM ガイドブックに適合していると確認した事項は以下の通りである。

### 4.1 投資戦略

- ✓ ファンド・マネージャーは、自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げ、それに沿ったインパクト・ファンドの投資戦略を立案する。

- ✓ インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、ファンド・マネージャーのインパクトの意図を実現するために、1) インパクトテーマの設定やその戦略への組み込み、2) 経済性と社会性の両立の程度、3) 適切な IMM の実施体制（投資意思決定プロセスやチーム組成）を検討する。
- ✓ ファンド・マネージャーは、ファンドの資金調達に際し、インパクト・ファンド投資戦略の実現に向けて、IMM のプロセスやインパクト・パフォーマンス、海外の市場調査報告等を参考にしながら最終投資家候補に対して丁寧な説明を行う。

- MUTB はインパクト志向を掲げて、自社が目指す「安心・豊かな社会」を実現するための 1 つの形としてインパクト投資を位置づけ、責任投資方針と整合性のあるポートフォリオのインパクト戦略を策定している。
- 事業活動を通じて社会課題の解決を目指す企業へ長期投資することで、社会の持続性を高めるインパクトの創出と長期的なリターンを獲得できるという考え方に基づいて運用する。
- インパクトテーマの設定には MUTB が責任投資の起点とする重大な ESG 課題の特定プロセスを応用する。ファンドの運営にこれまでに蓄積してきた知見・ノウハウを生かすとともに、全社的な責任投資方針に沿った運用とする。
- 潜在的な投資家に対して、運用哲学、インパクトテーマの設定、投資銘柄の選定、エンゲージメントのプロセス——などを説明していく予定。
- 事業分析の経験が豊富なファンドマネージャーを専属させ責任投資の専門人員と連携してインパクトを管理する体制を整えている。

#### 4.2 組成・ストラクチャリング

- ✓ ファンド・マネージャーは、インパクト・ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、適切な IMM プロセスを導入する。その際、インパクト・ファンドとして一定レベルの IMM の質を担保するため、インパクト・ファンドから投資する全ての投資案件に当てはめることのできる、一貫した IMM プロセスを導入する。
- ✓ IMM プロセスの設計にあたり、各投資案件を通じてファンド・マネージャーがインパクトの実現にどのように貢献するかについて検討する。
- ✓ IMM プロセスの一般的な流れは次のとおりである。国内外の各種手法を参考にしながら各インパクト・ファンド投資戦略に照らし合わせて、適切なプロセスの設計を行う。
  - ・ ファンド・マネージャーは、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、インパクトを多面的に分析する。
  - ・ 当該事業のアウトカムを表す「インパクト指標」を設定する。
  - ・ 「インパクト指標」の中でも重要なインパクト指標（「インパクト KPI」という）を特定したうえで、「インパクト KPI の目標値」を定める。
  - ・ 投資先やマクロ経済データ等から情報収集を行い、投資判断に活用する。
- ✓ ファンド・マネージャーは、各投資案件について、ポジティブ・インパクトに加え、企業活動が環境・社会に与えるネガティブ・インパクトを特定し、評価する。

- MUTB は SIIF の知見を活用し、世界のベストプラクティスや国際的な原則・フレームワークにも合うインパクト測定方法について検討して IMM プロセスを構築している。
- 投資先を熟知するファンドマネージャー・アナリストから成る運用チームと横断的な ESG の視点を持つ ESG 推進室が共同して、投資銘柄の選定、アウトカムの特定、インパクト KPI と目標値の設定——を実施する。
- 運用チームは 2012 年 10 月から利益成長の持続性に着目し企業との対話を重視した運用を続けている。これを通して蓄積した事業評価のノウハウを ESG 推進室と共有して

インパクトビジネスの評価や多面的なインパクト分析を実施する。ネガティブ・インパクトの分析には MUTB の ESG リスク評価のノウハウを活用する。

- 運用チームと ESG 推進室はアウトカムを特定するために「ロジックモデル」「5 dimensions 分析」などを用いる。インパクト KPI の設定には GIIN が提供する IRIS+ などの指標リストを参照する。ネガティブな影響の分析には SASB の開示項目を活用している。こうした分析手法を適用することにより一貫性を高めている。
- インパクト KPI の選定においてロジックモデルを用いて長期アウトカムに至る因果関係を分析している。

#### 4.3 モニタリング・エンゲージメント

- ✓ ファンド・マネージャーは、ステップ 2 で設計した IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。
  - ・ ファンド・マネージャーは、財務 KPI やインパクト KPI の達成状況を管理する。
  - ・ エンゲージメントのやり方やその深度はアセットクラス、ファンド・マネージャー、投資先の事業ステージによって異なるので、自社のインパクト・ファンド戦略に沿って適切に実施する。

- 運用チームと ESG 推進室が共同してモニタリング・エンゲージメントを実施する体制を構築している。
- 非上場株に比べ経営への関与が弱くなる上場株投資の特性を踏まえ、投資企業の選定において企業とインパクトの意図を共有できることを重視してエンゲージメント効果を高める方針。
- ファンドマネージャーが事業内容を深掘りしてインパクト創出のために必要と考えることを伝え、取り組みを提案することも視野にいれている。
- ネガティブ・インパクトが顕在化した場合には改善策などについて対話する方針。改善が見られない場合には投資対象から外すこともあり得る。

#### 4.4 売却判断・レポーティング

- ✓ ファンド・マネージャーは、投資先が創出しているインパクトを継続することができるよう、売却判断を行う。またインパクト・パフォーマンスに関する報告を最終投資家に行う。
- ✓ ファンド・マネージャーは、投資先のインパクトが失われることがないよう、その持続性への影響を考慮しながら、また受託者責任を勘案しつつ売却の時期、ストラクチャー及びプロセスを検討する。
- ✓ ファンド・マネージャーは、インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、そしてポジティブ及びネガティブのインパクトを比較検証し、報告を行う。
- ✓ これらの結果を IMM の改善に活かす。

- 投資家から運用を受託するときには、投資家にインパクトの創出を実感してもらうために①エンゲージメント計画・進捗②インパクト KPI 実績③ポートフォリオの ESG 情報——を投資家へ開示する予定。
- 責任投資報告書などの公開情報にもインパクト投資について掲載することを検討している。
- 投資銘柄の売却に関しては一時的な株価や業績変動で判断せず、インパクトと業績について長期で判断する。インパクトビジネスの評価基準を満たさなくなったとき又は



期待したインパクトの創出が見込めなくなったときに売却を検討する。

## 5 適合性確認機関

本適合性確認等業務の全体管理・統括は株式会社格付投資情報センターが務め、また業務に付随する専門的な調査と科学的な情報・知見を確保するため、株式会社グリーン・パシフィックがその専門性を踏まえて実務を分担して業務を遂行した。

- 株式会社格付投資情報センター  
<https://www.r-i.co.jp/index.html>
- 株式会社グリーン・パシフィック  
<https://hq-greenpacific.co.jp/>

### 確認資料リスト

- ・ 三菱 UFJ 信託銀行株式会社  
「責任投資報告書 2021」  
「『インパクト志向金融宣言』への署名について」ニュースリリース（2021年11月29日）
- ・ GSG 国内諮問委員会  
「インパクト測定・マネジメントに係る指針」（2021年5月）  
「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」（2021年5月）