■レポート――■

上場株式におけるインパクト投資の潮流と可能性

ニッセイアセットマネジメント ESG推進室／投資調査室
チーフ・アナリスト
林　　寿和

1．はじめに

近年、「インパクト投資」と呼ばれる投資マネーの新たな流れへの注目が高まっている。インパクト投資とは、経済的（もしくは金銭的）リターンの獲得に加えて、環境面や社会面へのポジティブなインパクトを生み出すという「意図」（intention）を持って行われる投資活動のことである。この意図というのが、インパクト投資とそれ以外の投資とを明確に区別する特徴の一つとされる（注1）。

例えば、「責任投資」や「ESG投資」などと称される投資活動は、インパクト投資とも密接に関連する概念である。しかし、その投資活動に、地球環境や社会経済システムの持続可能性に貢献しようという意図が伴うかは投資家によって異なると考えられる。例えば、金融安定理事会（FSB）が設置した気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）が2015年に発表した提言書（注2）は、気候変動に伴って生じる物的損害等の財務的影響や、低炭素経済への移行に伴うビジネスモデルの変革や新たな環境規制への対応に伴う財務的影響などの情報開示を求めており、実際に開示する企業が増えてきている。気候関連の「財務情報開示」という名前が示すように、開示を求めているのはあくまで財務的影響についてである。こうした情報を活用する投資家の多くは、あくまで財務的動機、すなわち運用

〈目　次〉

1．はじめに
2．インパクト投資拡大の流れが上場株式投資にも広がる
3．今後の展開をけん引する可能性のある3つのドライバー
4．上場株式という資産クラスの強み・弱み
5．おわりに

成績の改善のために情報を活用していると考えられる。もちろん、投資家の中には気候変動問題の克服に向けた貢献を意図している投資家もいるかもしれないが、すべての投資家がそうとは限らない。その意味で、インパクト投資は、責任投資・ESG投資と重なる概念ではあるが、その中で「環境面・社会面における貢献」をより強く意識した存在といえる。

本稿は、このインパクト投資がテーマである。インパクト投資は、もともとは未公開市場（社会的企業へのベンチャー投資や融資など）がその活動の中心であった。ところが近年、責任投資・ESG投資を実践する投資家をも巻き込みながら、上場株式におけるインパクト投資が大きく広がっている（第2章）。こうした拡大は、①事業活動や投資活動をSDGsに適合させようとする政策誘導、②企業経営においてパーパスを重視する動き、ならびに③インパクト考慮と受託者責任の関係を整理する動きによって、今後さらに進展する可能性が高まっている（第3章）。さらに、上場株式という資産クラスにおいて行われるインパクト投資は、未公開市場におけるそれと比べて、インパクトの規模が潜在的に大きいという強みや、年金基金などアセットオーナーにとってより手掛けやすいといった強みを有している（第4章）。本稿では、次章以降、こうした点を一つ一つ論じることを通じて、上場株式という資産クラスにおけるインパクト投資の可能性を展望する。なお、本稿の内容のうち、意見にわたる部分はすべて筆者個人の見解であり、所属組織を代表するものでない点を申し添えておく。

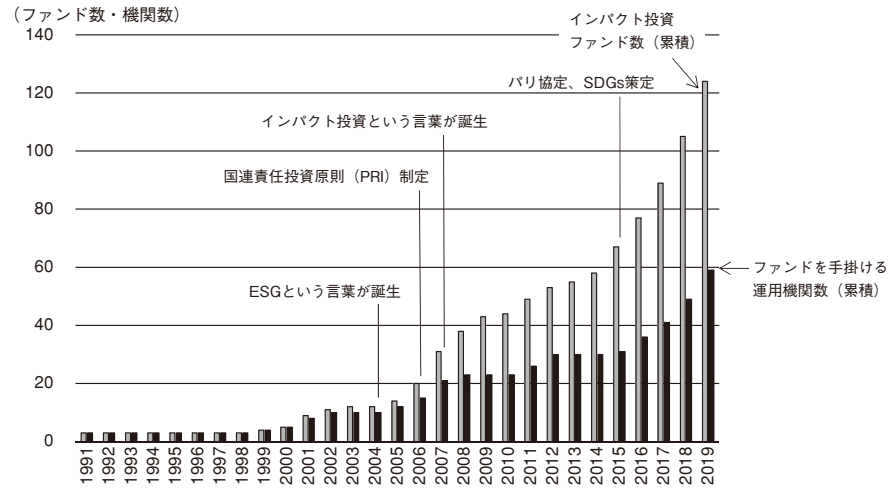
2．インパクト投資拡大の流れが上場株式投資にも広がる

「インパクト投資」という言葉は、2007年に米ロックフェラー財団によって命名された(注3)。さらに同財団が財政支援する形で、その2年後の2009年に設立されたのがグローバルインパクト投資ネットワーク（GIIN：Global Impact Investing Network）である(注4)。GIINはその設立以来、インパクト投資の市場規模や活動実態等に関する年次調査(注5)を行うとともに、インパクト投資活動の普及啓発や、会員組織参加型の活動等を通じてインパクト投資にかかるコミュニティを形成する中心的役割を担ってきた。

GIINを中心として広がってきたインパクト投資のコミュニティと、2006年に制定された国連責任投資原則（PRI）を中心とする責任投資・ESG投資のコミュニティは元来別物であり、精力的に活動するプレイヤーの顔ぶれも異なっていた。それだけでなく、活動の舞台である資産クラスも異なっていた。初期のインパクト投資が未上場株式や私募債などの未公開市場を中心に行われたのに対し、責任投資・ESG投資は上場株式投資から活動がスタートした経緯がある。

ところが近年、各々のコミュニティのプレイヤーが、その枠を超えて入り交じるように

（図表１）上場株式におけるインパクト投資ファンドの数および手掛ける運用機関の数



（出所）金融庁（2020）「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書」
ニッセイアセットマネジメント株式会社、20頁を基に筆者が一部加筆

なってきた。その背景には、インパクト投資の上場株式などの公開市場への拡大、同時に責任投資・ESG投資の未公開市場への拡大の潮流が存在している。

図表１は、本稿のテーマである上場株式におけるインパクト投資ファンドの数およびそれを手掛ける運用機関の数（いずれも累積）を示したものである。

まず気付くのは、インパクト投資はおろか「ESG」という言葉すら生まれていなかった1990年代からインパクト投資ファンドが既に存在していたという点である。もちろん、当時からインパクト投資の呼び名で呼ばれていたわけではないであろうし、また今日時点でGIINなどが定義するインパクト投資の要件を、当時からすべて満たしていたかどうかは定かでない。

しかし少なくとも、今日でいうところのインパクト投資の理念、すなわちインパクト創出への意図をもって運用されているファンドが存在していた。その多くは、当時は「社会的責任投資」（Socially Responsible Investment：SRI）と呼ばれ、それも、かなり早期の段階からSRIに取り組んできたファンドが複数含まれている。中には、今日にかけてファンドの名称自体を変更し、インパクトという用語を冠することによって、インパクト投資ファンドとしての位置付けを明確化しているものも存在する。

もう一つの流れは（そして、こちらの方がより大きな流れであるが）、責任投資・ESG投資を実践する投資家によるインパクト投資活動への新規参入である。より正確には、ESG投資に加えて、インパクト投資も併せて

手掛ける運用機関が増えてきている。責任投資・ESG投資の普及啓発に取り組んできたPRIも、「実社会へのインパクト」（real-world impact）をキーワードに、署名機関投資家に対してインパクトを考慮するよう働きかけを強めている（注6）。

無論、すべての投資がこうした流れに合致するわけではないが、こうした流れによって、インパクト投資と責任投資・ESG投資のコミュニティが混じりあい、そして資産クラスの多様化も進んでいると考えられる（注7）。

3．今後の展開をけん引する可能性のある3つのドライバー

本稿が焦点を当てる上場株式におけるインパクト投資は拡大基調にあるが、責任投資・ESG投資に比べるとその規模はまだ小さい（注8）。今日、責任投資・ESG投資は、多くのアセットオーナーや運用機関において、基本的にすべての運用資産において実践されている。つまり、同じ組織の中で責任投資・ESG投資に相当する活動と、それ以外の投資活動が同居するのではなく、基本的にすべての投資活動が何らか責任投資・ESG投資に該当するという格好である（注9）。いわゆる責任投資・ESG投資の「メインストリーム化」である。

一方のインパクト投資は、少なくとも現状において同じような状況にはない。インパクト投資を手掛けている機関投資家において、インパクト投資に該当する投資活動は、全体の（ごく）一部というところが少なくない。

しかし一昔前は、責任投資・ESG投資も少なからず似たような状況にあった。すなわち、責任投資・ESG投資は多くの機関投資家において、あくまで投資活動全体の中の（ごく）一部だったのである（もちろん、全く実践していない機関投資家も多かった。）。

インパクト投資も今後同じようにメインストリーム化の道を辿るのだろうか。将来を正しく見通すことは容易ではないが、少なくとも次の3つのドライバーの存在を指摘しておきたい。

ドライバー1：事業活動や投資活動をSDGsに適合させようとする政策誘導

第一のドライバーは、2030年を目標期間する国連の「持続可能な開発目標」（Sustainable Development Goals：SDGs）を達成するためには、公的支出では必要な資金を賄うことが難しく（注10）、如何にして民間投資の流れをSDGs達成に資するものに誘導するか、という点が重要な政策テーマになっているということである。SDGsは、優先順位が高いと世界が判断した地球環境課題・社会的課題が網羅的にリストアップされている。SDGs達成に貢献することは、「インパクトを創出すること」に他ならない。これまでの政府による民間セクターへの呼びかけが奏功し、上場会社を含めた民間企業の間にSDGsへの貢献に向けた取組みの輪が広がっている（注11）。

こうした活動を支えるとともに、一層の強化を促していく存在としてインパクト投資が政策担当者からも期待を集めているのである。

国連自らも動き出している。国連開発計画（UNDP）が主導している「SDG Impact」と呼ばれるプロジェクトでは、SDGs達成に貢献する事業やファンドを第三者認証するための基準や、認証の制度作りが進められている。基準は①PEファンドを対象とするもの（SDG Impact Standards for Private Equity Funds）、②SDGs債の発行体を対象とするもの（SDG Impact Standards for SDG Bonds）、③企業の事業そのものを対象とするもの（SDG Impact Standards for Enterprise）の3種類あり、本稿を執筆している時点では、いずれも開発中のステータスである[注12]。

国連が主体となってこうした基準作りを行うのは今回が初めてのことである。SDGsに貢献する事業活動やファンドの在り方がより明確になってくるものと考えられ、企業・インパクト投資家双方の今後の活動に大きな影響を及ぼすことが予想される。

ドライバー2：企業経営においてパーパスを重視する動き

第二のドライバーは、企業は「誰の利益や満足のために経営されているのか」、すなわち企業の存在意義を問い直す動きが世界的に広がっているという点である。米国の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルが2019年8月に発表した「企業の目的に関する声明」[注13]や、世界経済フォーラムが2019年12月に発表した「ダボス・マニフェスト2020：第四次産業革命における企業の普遍的な目的」[注14]がその代表例である。また、英国でも、英国学士院（ブリティシュ・アカデミー）が「企業の未来」と題した研究プロジェクトを2017年に立ち上げ、2019年には「目的あるビジネス原則」[注15]を公表している。これらに共通するキーワードは「パーパス」（purpose）[注16]である。日本語で「目的」と訳されているが、ここには「存在意義」や「存在理由」といった意味合いが含まれており、本稿では以下、パーパスとカタカナで表記する。株主にとっての利益を生み出すだけでなく、ステークホルダーにとっての利益を生み出すこと、すなわちインパクトを生み出すことが、社会の構成員である企業の重要な役割の一つだという考え方が再認識されたものといえる。2020年6月に仏食品大手のダノンが定款を変更し、上場会社として初めて「使命を果たす会社」（Entreprise à Mission）という新しい会社形態[注17]への移行を選択したことも[注18]、パーパスを重視する企業経営を具現化する動きの一つといえる。

企業のパーパスを重視する動きとインパクト投資の潮流は「車の両輪」となり得るものである。パーパスをより意識した企業行動を取る企業と、財務的リターンとインパクトを同時追求するインパクト投資家が相互作用することを通じて、インパクトを意識した企業

経営[注19]と投資活動がさらに広がっていく可能性がある。

ドライバー３：インパクト考慮と受託者責任の関係を整理する動き

第三のドライバーは、機関投資家に課されている受託者責任の解釈を巡る議論である。ESGという言葉が生まれるより以前、社会的責任投資（SRI）が受託者責任に適合するか否かについて激しい論争が行われた[注20]。ところが2005年、国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP－FI）の委託によりフレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所が取りまとめた報告書は、「ESG要因と財務パフォーマンスとの関連性がますます認識されるようになってきている。これを踏まえると、財務パフォーマンスをより確実に予測するために、投資分析にESG要因の考慮を組み入れることは明らかに許容されている」[注21]と結論付けた。この見解が強力な後ろ盾となり、UNEP－FIと国連グローバル・コンパクトによって翌2006年に策定されたのが国連責任投資原則（PRI）である。さらに2015年、UNEP－FIは受託者責任の法解釈がその後どのように変化しているのかについて再調査を行い、報告書を取りまとめている。この時の結論は2005年の報告書よりも一段踏み込んだものとなっており、「投資実務において、ESG課題を含む、長期的に投資価値をけん引する要因を考慮しないことは受託者責任に反する」[注22]というものであった。

過去二度にわたって法解釈に関する報告書を手掛けたUNEP－FIは2019年、三度目となるプロジェクトを立ち上げている。「A Legal Framework for Impact」[注23]と題した今回のプロジェクトのテーマは「インパクトを考慮することが受託者責任に照らしてどうか」という点である。本稿の執筆時点でまだ結論は報告されていないが、もし仮にインパクトを考慮することが受託者責任の下で許容されるということになれば、受託者責任が課されている年金基金等のアセットオーナーの間にインパクト投資を採用する動きに弾みがつく可能性がある。

４．上場株式という資産クラスの強み・弱み

本稿は上場株式という資産クラスに焦点を当てているが、インパクト投資自体は様々な資産クラスにおいて行われている[注24]。本章では他の資産クラスと比べて上場株式という資産クラスにどのような強み・弱みがあるのかを整理する。

上場株式におけるインパクト投資が有する特徴の一つは、投資家と投資先企業の活動に伴って創出されるインパクトとの間の「距離感」が相対的に遠いという点である。言い換えれば、創出されたインパクトにおける投資家の貢献度合いの見極めが難しいということである。ベンチャー投資や融資の場合、インパクト創出に資する企業活動への「活動資金

の供給」という意味合いが強い。ところが上場株式への投資は、公募増資などの場合を除き、株式市場で売買されている株式を取得するというものであり、企業に活動資金を直接供給しているわけではない。インパクト投資は、「投資家自身がインパクト創出の意図を有する」ことが定義上求められるが、上場株式投資家は、その意図をどうやって実現すればよいのだろうか。

この点について大きく二つの考え方がある。一つは積極的株主行動、すなわち株主議決権の行使や企業と投資家の対話（エンゲージメント）を通じて、投資先企業に影響を及ぼすことによってインパクト創出に貢献することができるという考え方である。もう一つは、上場している数多くの企業の中から、インパクト創出が著しい企業を見つけ出し（発掘し）、投資することを通じて「シグナル」を発することが貢献に繋がるという考え方である。ここでいうシグナルとは、株式の売買を通じて株価形成に影響を及ぼすという意味合いと、インパクトの観点で当該企業に投資家として着目しているというメッセージを発するという意味合いの両方を含む。

いずれの考え方も、「活動資金の供給」に比べると間接的といえる。しかし、投資家によるインパクト創出への貢献の一形態として、それぞれ関係者の間で一定程度認識されるようになってきている（注25）。

一方で、上場株式という資産クラスならではの「強み」も忘れてはならない。一般に上場会社の事業活動の経済規模は、未上場企業のそれと比べてはるかに大きい。そのため、上場会社の活動を通じて生み出されるインパクトは潜在的に極めて大きいといえる。差し迫った地球環境問題や社会的課題の解決に向けて上場会社が本気で取り組めば、その効果は広範に及ぶことが期待される。

さらに、伝統的資産と称される上場株式は、流動性が高いことやリスク管理の容易さ等の観点から、年金基金等のアセットオーナーにとって手掛けやすいという点も特筆される。加えて、ある程度まとまった規模の投資資金の受け皿になることも比較的容易である。

以上の議論をまとめると、上場株式という資産クラスは、投資家によるインパクト創出への貢献が間接的で貢献度合いの把握が難しいという弱みがある一方、創出されるインパクトの潜在的な規模が大きく、かつ年金基金等のアセットオーナーにとって手掛けやすいという強みを有しているといえる。

5．おわりに

インパクト投資において上場株式という資産クラスは新しい領域である。第4章で述べたように、投資家と創出されるインパクトの間の「距離感」が遠く、投資家の貢献度合いの把握が難しいことから、「責任投資・ESG投資と実質的に何が違うのか」という疑問が呈されることがあるのも事実である。しかし、上場株式ならではの強みが存在することもま

た事実である。したがって、どの資産クラスがインパクト投資に適しているかという議論は、なかなか合意に至るのが難しい。何を重視するかによって答えが異なる可能性があるからだ。

いずれにせよ、実態として上場株式におけるインパクト投資市場は拡大傾向にある。加えて、①事業活動や投資活動をSDGsに適合させようとする政策誘導、②企業経営においてパーパスを重視する動き、③インパクト考慮と受託者責任の関係を整理する動きを踏まえると、上場株式におけるインパクト投資の存在感が今後さらに増してくる可能性は十分にあるだろう。いまなお黎明期ともいえるこの投資活動が今後どのように展開され、投資家コミュニティの間に広まっていくのか、引き続き注目していきたい。

(注1) 例えば、グローバルインパクト投資ネットワーク（GIIN）による定義や、国際金融公社（IFC）によるインパクト投資の定義を参照。

(注2) TCFD（2017）“Final Report：Recommendations of the Task Force on Climate－related Financial Disclosures（June 2017）”

(注3) Madsbjerg, S.（2018）“Bringing Scale to the Impact Investing Industry”〈https://www.rockefellerfoundation.org/blog/bringing-scale-impact-investing-industry/〉

(注4) GIIN（2009）“New Industry Group Launched to Facilitate For－Profit Investing that Addresses Social and Environmental Challenges”

(注5) 直近の調査報告はGIIN（2020）“Annual Impact Investor Survey 2020”

(注6) 例えば、PRIが制定10周年にあたる2016年に公表した「A blueprint for responsible investment」において、次の10年間注力することの一つに「SDGsに沿った実社会へのインパクトを実現すること」が挙げられている。

(注7) GIINの直近の調査（GIIN（2020））よれば、調査に回答した289機関の資産総額2,210億ドルの資産クラス別割合は、比率が高い順に私募債などのプライベートデットが21%、上場株式が19%、未上場株式が17%、公募債が17%、実物資産が17%となっている（ただし、あくまで回答機関についてのデータであり、インパクト投資市場全体を示しているわけではない。）。

(注8) GIINによれば2019年末時点で世界のインパクト投資残高は7,150億ドルと見積もられている（GIIN（2020））。一方、世界の責任投資・ESG投資残高は2018年初時点で30.7兆ドルと見積もられている（GSIA（2019）“Global Sustainable Investment Review 2018”）。

(注9) 例えば、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、同法人のESG投資について、ESG指数に連動して運用されている資産約3.5兆円にとどまらず、「広い意味では、GPIFが運用する160兆円すべてにESGの概念が組み込まれている」と述べている（日本経済新聞「GPIF、運用資産すべてESG考慮（投信観測所）」（2020年3月3日）。〈https://www.nikkei.com/article/DGXMZO56060010W0A220C2000000/〉）。

(注10) UNDP “Impact investment to close the SDG funding gap”〈https://www.undp.org/content/undp/en/home/blog/2017/7/13/What-kind-of-blender-do-we-need-to-finance-the-SDGs-.html〉 や Gaspar, V., Amaglobeli, M. D., Garcia － Escribano, M. M., Prady, D., & Soto, M.（2019）“Fiscal policy and development：human, social, and physical investments for the SDGs,” IMF Staff Discussion Notes No. 19／03, January 23, International Monetary Fundなど。

(注11) IGES・GCNJ（2020）「主流化に向かうSDGsとビジネス ～日本における企業・団体の取組み現場

から～」

(注12) UNDP “SDG Impact Standards”〈https://sdgimpact.undp.org/practice-standards.html〉

(注13) Business Roundtable (2019) “Statement on the Purpose of a Corporation”

(注14) World Economic Forum (2019) “Davos Manifesto 2020：The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution”

(注15) British Academy (2019) “Principles for Purposeful Business”

(注16) 企業のパーパスについて、統一された定義は存在しないが、学術論文における定義の例として「利益最大化などの通常のビジネス目標を超えた社会的な目標」(Thakor, A. V. & Quinn, R. E. (2019) “Higher purpose, incentives and economic performance”, pp. 1, Available at SSRN：https://ssrn.com/abstract=3350085) や「利益最大化を超えた企業の具体的目標」(Henderson, R. & Van den Steen, E. (2015) “Why do firms have “purpose”? The firm's role as a carrier of identity and reputation” *American Economic Review*, 105 (5), pp. 327) などがある (いずれも筆者による仮訳)。

(注17) 2019年にフランスで行われた法改正により設けられた新しい会社形態。

(注18) Danone “Danone “Entreprise à Mission”” 〈https://www.danone.com/about-danone/sustainable-value-creation/danone-entreprise-a-mission.html〉

(注19) 企業におけるパーパスの重視度合いは、企業の所有構造 (株式公開の有無や大株主の状況など) の影響を受けて、強まったり、あるいは弱まったりすることが実証研究により指摘されている (Gartenberg, C. M. & Serafeim, G. (2019) “Corporate Purpose and Firm Ownership”. Available at SSRN：https://ssrn.com/abstract=3440281)。なお、インパクト投資家の存在が投資先企業におけるパーパスの重視度合いを押し上げるかについては、今後の研究の蓄積が期待される。

(注20) 国内における議論の例として寺田徳 (2003)「受託者責任に反する社会的責任投資」『年金情報』(325), 8頁。

(注21) Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” UNEP－FI, pp. 13 (筆者による仮訳)

(注22) PRI, UNEP－FI, UNEP Inquiry & UN Global Compact (2015) “Fiduciary Duty in the 21st Century” pp. 9 (邦訳「21世紀の受託者責任」)

(注23) UNEP－FI “A Legal Framework for Impact” 〈https://www.unepfi.org/investment/legal-framework-for-impact/〉

(注24) 前掲注7参照

(注25) IMP (2019) “Investor contribution in public and private markets：Discussion document”