

反ESGを超えるインパクト志向



みずほ証券サステナビリティ推進部

ディレクター **香月 康伸**

サステナビリティ・ストラテジスト **和田 正嗣**

■ 1. トランプ政権の反ESGの 圧力

二期目のトランプ政権の誕生により、ESGの分野でも様々な反動が生じているが、反ESGの攻撃対象は「DEI（多様性、公平性、

包摂性）」と「気候変動対策」に集約されているようだ。

DEIに関しては、トランプ氏が大統領選挙中から「DEIを終わらせる」と公言してきたこともあり既定路線ではあるが、ハーバード大をはじめとするアイビーリーグを「左派の牙城」と敵視して、DEI政策の見直しを迫る荒々しい姿勢は予想以上である。

企業は年次報告書から「DEI」や「多様性」といった文言を削除するなどの対策をとっている。しかし、年次総会においては、DEI政策の見直しを求めた株主提案に対する賛成票は、報道されている範囲ではほぼ2～3%程度である。つまり、ほとんどの株主はそれを求めていることがわかる。

米マクドナルドは、年初にDEI政策の見直しを発表した。その背景には、人種を考慮したアフーマティブ・アクション（積極的差別是正措置）を違憲とする2023年6月の最高

〈目次〉

1. トランプ政権の反ESGの圧力
2. 米国のESG債発行は急減
3. 反ESGの源流は進化論
4. 政治的優先順位の変化
5. ESGからインパクト志向へ
6. 急拡大するインパクト投資市場の現状
7. インパクト投資は財務的リターンにつながるか（ α 派 vs β 派）
8. 反ESGを超えるインパクト志向

裁判決がある。同社はこの最高裁判決以降の「法的風景の変化」を見直しの理由に挙げながらも、リリース文の大半は、これまでのインクルージョン政策の成果と揺るぎない決意で占められており、“legal landscape”という表現に、同社の苦悩が垣間見える。

気候変動対応で敏感に反応したのは金融機関であった。2020年前後、グローバルで脱炭素に取り組む連合（アライアンス）が、業態ごと組織された^(注1)。このムーブメントが最高潮に達したのが、2021年11月にグラスゴーで開催されたCOP26で、マーク・カーニー氏（現カナダ首相）の主導のもとで、業態ごとの複数の連合を統合した「ネットゼロのためのグラスゴー金融同盟（GFANZ）」が発足した（設立当時の参加機関の投融資総額は130兆ドル）。

ところが、トランプ政権の返り咲きによる訴訟リスクを受け、米銀の脱退が相次ぐ中、年明け早々にGFANZは組織再編しミッションを変更。2050年ネットゼロを目指す目的を、資本調達の際の障壁対応にフォーカスすると、プレスリリースを発表した。その後、邦銀を含めて各連合から脱退が続くことになったが、依然として多くの金融機関がアライアンスにとどまり、脱退した金融機関も脱炭素の旗を降ろしたわけではない。脱退理由は各社それぞれであろうが、「グリーン」や「ネットゼロ」といったキーワードを使うことの外部環境変化への対応であり、気候変動リスクを過小評価するようになったわけではない。

つまり、反ESGの逆風は吹けども、ゴールポストが動いたわけではない。

■ 2. 米国のESG債発行は急減

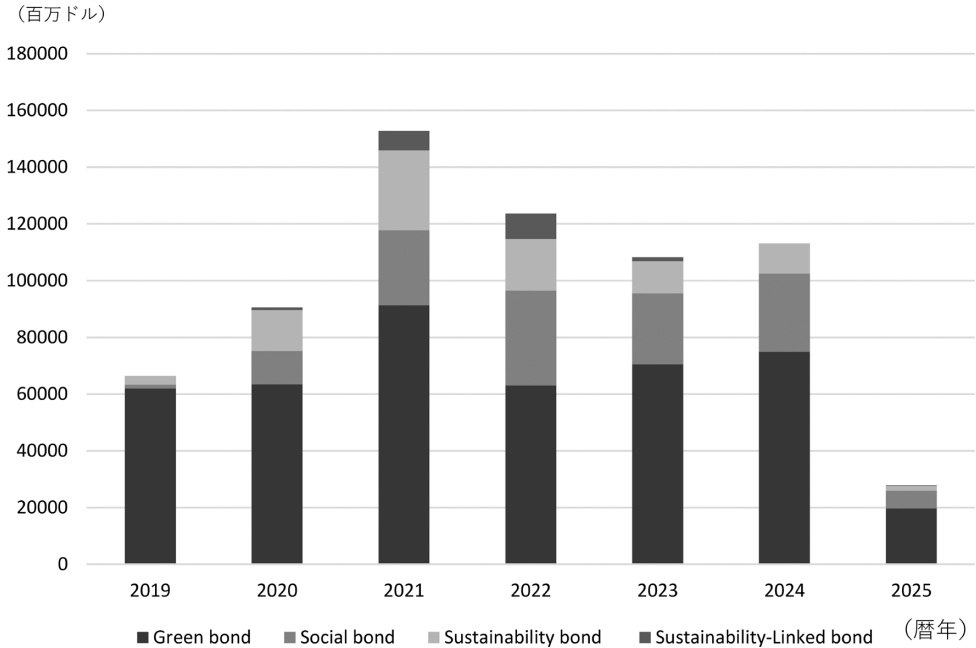
影響がないわけではない。米国のESG債の発行額の推移を見たものが図表1である。2025年は5月までで約280億ドル（速報ベース）と、このペースでいけば通年で40%減となる。グリーンボンドは同37%減だが、ソーシャルボンドは同46%減、サステナビリティボンドは同62%減のペースであり、すべてのラベルで発行意欲が後退していることがうかがわれる。

4月の追加関税等による債券市場のボラティリティ上昇もあり、グローバル全体でもESG債発行額は前年比20%減のペースで推移している。しかし、債券市場全体でも18%の減少なので、ESG債だけの減少ではない。それと比べると米国市場の落ち込みが大きいことがわかる。なお、日本のESG債の発行ペースはほぼ巡航速度で、大きな影響はみられていない。

米国での発行額の減少は、グリーンハッシングの存在も指摘されよう。

「見せかけの取り組み」を意味するグリーンウォッシュという用語はすでに一般的に使われているが、その中にもいくつかのパターンがある。そのうちの1つがグリーンハッシング。これは、情報を過少に報告したり開示しない行為を指す。本来は、投資家やNPO

(図表 1) 米国ESG債の発行額推移



(出所) EF Databaseよりみずほ証券作成

の監視の目を逃れるための行為と定義されていたが、現在の米国では、政権に目を付けられないように、あえてグリーンを標榜しない自衛のための行為となっている。日本のことわざでいえば「雉も鳴かずば撃たれまい」。上述の「DEI」や「多様性」といった文言を削除するなどの対策は、グリーンハッシングの事例といえよう。

3. 反ESGの源流は進化論

米国における反ESGの源流は、進化論と創造論の対立に遡るだろう。言うまでもなく、進化論の普及は教会の権威に脅威となった。

米国では、公教育の現場で進化論を教えるか、禁止するかの法廷闘争が継続してきたわけだが、宗教的イデオロギー論争は形を変えて国を分断する状況にある。

例えば、ルカの福音書にある「剣を買え」というイエスの言葉に従い銃規制に反対することから、中絶は神の意志に反すると解釈する。聖書の随所に「胎児」の表現が記されることから、中絶は神の意志に反すると解釈する。創世記のアダムとイブの誕生、そして「ソドムとゴモラの物語」から同性愛を罪と解釈する説もある。こうした聖書の解釈を巡る論争にESGが巻き込まれたというのが筆者の理解である。ただし、ESGという大枠の概念には宗教的な裏付けはない。むしろ「責任

投資」の源流がキリスト教の宗派にあることを考えれば自己否定に近い。にもかかわらず、この論争にESGが巻き込まれたのは、反リベラルの政治ツールに利用されたためであろう。いずれにせよ、これはアメリカという国のカタチの問題であり、欧州やアジアの他国にそのまま伝播するものではない。

■ 4. 政治的優先順位の変化

とはいえ、トランプ政権の誕生がサステナビリティを取り巻くグローバルアジェンダを複雑にした影響は無視できない。防衛、インフレ、そして関税対策といった気候変動をはじめとするサステナビリティ以外の喫緊課題に関心が移り、ネットゼロ目標を放棄するわけではないが、そのための戦略の見直しに迫られている。その例が、昨年9月のドラギレポート（欧州の競争力の未来）と、今年2月に公表されたオムニバス法案であろう。

ドラギレポートは、産業競争力の低下を欧州の危機と位置づけ、その原因の1つとして、規制の多さや複雑さを挙げた。脱炭素目標に関しては、他国と比べて野心的であると同時に、短期的に産業界に追加の負担をもたらしていると指摘した。そして、オムニバス法案は、EUタクソノミ、CSRD、CSDDDをパッケージにした規制の簡素化を目指すものである。

米トランプ大統領再選のタイミングに前後して、欧州でこのような動きが見られた因果

関係は定かではないが、この分野をリードしてきた欧州でもESGのモメンタムが後退したとの印象を与えたのは事実であろう。しかし、これはderegulationではなくて、あくまでsimplificationと表現される。脱炭素化と産業競争力のバランスを再構築するための軌道修正といえよう。

日本・アジアから眺めると、これまでの欧州主導の理想主義的なルールメイクから、ようやく現実路線に回帰してきたと好意的な声も聞かれる。

米国の反ESGに関しても、欧米の市場関係者からは、「現状は決して悪いことではなく、長期的に見ればプラスになる」との前向きな意見も多い。そもそも、なぜESGに取り組むのか。真に必要な取り組みへの選択と集中を行う機会にするべき。より目的をフォーカスしたサステナブル企業を目指す機会にするべきとの意見である。

金融市場参加者が、脱炭素への移行戦略やDEIを含めたガバナンスを軽視する企業に、長期的な成長ストーリーを見出すことはないだろう。

「潮が引いて初めて、誰が裸で泳いでいたのかがわかる」。ウォーレン・バフェット氏の言葉を借りるまでもなく、強気相場の潮が引くと、何も身に着けずに運用していた人が誰かわかってしまう（正しくない取り組みをしていた人がわかる）。反ESGの逆風により、発行体、投資家、金融機関、すべての参加者において、本気で取り組む企業とファッショ

ンでやってきた企業の差が明確になっていくだろう。

そして、反ESGの下、企業・投資家双方において関心が高まりつつあるのが「インパクト志向」である。

■ 5. ESGからインパクト志向へ

インパクト投資は、元々は2007年にロックフェラー財団が使用し始めた言葉であり、社会的なリターンと財務的なリターンの両立を目指すものであった。ただし、当時は社会課題の解決に向けて資本市場から投資を呼び込もうとするスタート段階であり、マーケットでのリターンを下回るものも含まれていた。その後、インパクト投資の拡大を企図して2013年に英国のキャメロン首相（当時）主導で設立されたG8インパクト投資タスクフォースにより国際的に枠組みが整備され始め、同タスクフォースがGSG（The Global Steering Group for Impact Investment）に名称を変更。また同時期にUNEP FI（国連環境計画・金融イニシアティブ）がポジティブ・インパクト宣言を公表し、後に主に金融機関向けとなるポジティブ・インパクト金融原則（PIF原則）を策定した。2019年には、そのPIF原則に適合した第1号のファイナンスが日本で実行された。ポジティブ・インパクト・ファイナンスは、企業のインパクトを包括的に分析・評価し、融資を行うものだが、環境省は

インパクトファイナンスのさらなる普及拡大を目指し、有識者を集めたタスクフォースを開催し、「インパクトファイナンスの基本的考え方」をまとめ公表した。

そして2021年に新しい資本主義実現会議においてインパクト投資推進が明言されたことで、国内のインパクト投資は急速に拡大することとなった。また金融機関のインパクト推進イニシアティブであるインパクト志向金融宣言、スタートアップにおいてはインパクトスタートアップ協会が発足し、2024年には官民横断のインパクトコンソーシアムが設立された。

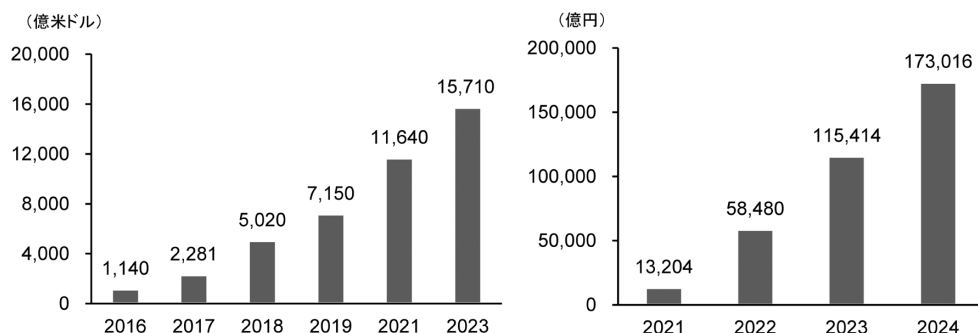
資本市場関係者が“インパクト村”に集結し始めたこともあり、インパクト投資において期待される財務的リターンは「マーケットレート以上」を目線とすることが増え、またインパクトと財務的リターンの関係性の追求も進み始めている。

■ 6. 急拡大するインパクト投資市場の現状

国内外でインパクト投資市場が大きく成長している状況を示したのが図表2である（注2）。グローバルでは2016年から2023年までで14倍に増加し、国内でも2021年から2024年までで13倍に増加している。

例えば、投資家が自身の投資で「脱炭素やヘルスケア等の領域の課題を解決したい」という意図・投資ポリシーの下、その実現に向

(図表 2) インパクト投資市場の規模 (左: グローバル、右: 国内)



(出所) GIIN「Annual Impact Investor Survey (2017~2020)」「Sizing the Impact Investing Market (2022, 2024)」、GSG Impact JAPAN「日本におけるインパクト投資の現状と課題 (2021~2024年度調査)」よりみずほ証券作成

(注) 左図は2020年、2022年のデータ公表無し

けた事業/プロジェクトを行う企業に投資を行う。それだけでなく、その意図が達成に向けて進んでいるか、改善効果を測定して振り返り、今後さらなるインパクトの創出に向けて、投資先へのエンゲージメントを含めたマネジメントを行う。これが、いわゆる Impact Measurement & Management (= IMM) として重要視される。

GIINやGSG Impact JAPANの調査によれば、インパクト投資家の関心が高い領域としては、やはり「気候変動 (クリーンエネルギー)」が国内外で一丁目一番地のテーマとして挙げられ、グローバルアジェンダとなっている。一方で次点以降は、投資家の国/地域によって変わり、「食料・農業」、「健康・医療」、「インフラ」、「水・衛生」、「中小企業支援」などが挙げられる。これは国や地域によって、解決したい社会課題が異なるためであろう。気候変動は地球全体の、まさにグロー

バルなものとして見るべき課題だが、その他の社会課題として食料・農業問題を真っ先に思い浮かべる人もいれば、健康・医療問題を憂う人もいる。アフリカの一部地域では水不足は大きな社会課題だが、日本では水不足が社会課題として挙げられることは少ない。ESGの文脈では食料・農業問題も健康・医療問題もどちらもS (ソーシャル) としてまとめられることがあるが、それらを一纏めにして「ソーシャルが大事」と言ったところで同床異夢になるだろう。またESGではEに焦点が当てられがちだが、そもそもEとSとGは性質の異なるものである。それらをも一纏めにする、EV (電気自動車) メーカーであってもSやGの評価が足を引っ張り、イーロン・マスク氏に「ESGは詐欺だ」と言わしめることになる。ただ世界の社会課題が多様化・複雑化し、本来は対応すべき政府や公的機関も資源制約で限界に達するなか、危機感・使命

感をもつ投資家・金融機関が増えたことが、近年のインパクト投資市場の広がりにつながっているものと推察される。

■ 7. インパクト投資は財務的リターンにつながるか（ α 派 vs β 派）

昨今、インパクト投資関連の会合で、「今まではカジュアルな身なりの人が多かったが、徐々にスーツ姿の人が増えてきた」という声が聞かれるほどインパクト投資市場に金融関係者が増えてきた。またそれによりインパクト志向と資本市場の考え方とのインテグレーションが進んでいる。その最たるものが、「インパクト投資はマーケットレート以上の財務的リターンにつながるのか」、企業目線だと「インパクト創出は企業価値向上に資するのか」というものである。

インパクト投資は、リスクとリターンの2軸にインパクトの軸を加えた3次元で表されることが多く、リスク対比リターンと同様に、本来はインパクト対比リターンといった形で投資判断がなされるものだが、足元インパクトの軸を考慮している投資家は一部である。そこで物理学で3次元空間での運動を2次元で考えるように、インパクトをリスク-リターン平面に落とし込むような、すなわちインパクトとリスク-リターンの関係性について研究・分析するような取り組みが広がってきた。大別すると、①インパクト投資の投

資先（インパクトを創出する企業）は、そうでない企業に比べて企業価値が向上する可能性が高いため財務的リターンにつながるという α 派、そして②インパクト投資による社会課題解決・社会の安定性向上によりシステムック・リスクが低減し、長期的な財務的リターンにつながるという β 派に分けられる。

α 派の考え方としては、ESG投資（ESG要素の考慮による個別銘柄のリスク低減）と同様、個別企業によるインパクト創出、すなわちネガティブ・インパクトの緩和による資本コスト低減またはポジティブ・インパクト創出による期待成長率向上の結果、企業価値向上につながるというものである。具体的な事例として、上場株インパクトファンドにおいて「社会課題の解決につながるような製品・サービスを提供する企業には大きな成長が期待できる」と説明しているものがあるほか、インパクトVCや上場株運用会社の中にはインパクトを経済価値換算し、企業価値評価に組み込んでいる投資家もいる（注3）。また昨年11月、厚生労働省は今後GPIFが年金積立金をインパクトを考慮した投資に充てられるようにする方針を公表したが、これも「社会課題解決を企図した事業に取り組む企業は持続的な成長可能性が高く、中長期的なリターンにつながる」との観点からである。実証研究もいくつか出てきており、2023年8月に金融庁金融研究センターから発表されたディスカッションペーパー（注4）では、パーパスに着目し、インパクト志向の強い企業の方が

ROEやROAといった財務パフォーマンスも上回る傾向にあることが示されたほか、直近では英国の運用会社シュローダーとオックスフォード大学サイド・ビジネス・スクールによる共同研究^(注5)で、ファクターモデル等を用いてインパクト投資が上場株式市場において α の源泉になりうるということが示されている。

一方、 β 派の考え方は、PRIが2021年に掲げた手段的IFSIの考え方に代表される。IFSI (Investing for Sustainable Impact) とは、「投資先企業や関連する第三者によるサステナビリティへの取り組みに対し意図的に影響を及ぼし、評価可能な成果を目指す投資アプローチの概念」であり、「投資家版パーパス」と言えるものである。IFSIは目的IFSIと手段IFSIの2種類に分類される。インパクトを求めること自体が価値があるものとする目的IFSIに対し、手段IFSIはサステナビリティ・インパクトの追求が財務的リターン実現の手段とする考え方である。これは経済活動が環境や社会のサステナビリティに依存していることから、その毀損は投資家にとってシステムック・リスクであり、中長期的な財務的リターンの確保・最大化のためにインパクトの追求が必要というものである。これは年金基金等のユニバーサルオーナーにフィットする考え方だが、すでに自らの投資ポートフォリオの各社に対する脱炭素に向けたエンゲージメントをはじめとして、システムック・リスク低減を企図した投資先等への働き

かけ、いわゆる β アクティビズムを実践している投資家は少なくない。

また企業も統合思考の下、パーパスに基づいて事業を推進し、創出したインパクトが如何に企業価値向上につながるかを価値創造モデル等を用いてステークホルダーに訴求するケースが増えている。これは α 派のインパクト投資家の考え方と整合的で、投資検討に資する有用な示し方であるが、一方で投資家からは、「企業の創出するインパクトがどのような形で経営資本等に還流し、どのようなロジックで企業価値が向上するのか」等、企業価値向上の蓋然性を想起できるような、よりナラティブな説明を求める声もある。

道半ばではあるが、筆者は「インパクト志向」を合言葉に、企業と投資家のコミュニケーションの深化が図られつつあるように感じている。

■ 8. 反ESGを超えるインパクト志向

これまで述べてきた通り、社会課題が多様化・複雑化するなか、特に米国で見られるように社会課題の渦中にある人々の不満が募り、社会の分断を招いている。このような状況下だからこそ、各人のあらゆる想い（テーマ）を一纏めにしたESGと異なり、それぞれの課題感や意図の下、その解決に向けて取り組むインパクト志向への関心と重要性が高まっている。インパクトには追い風である。

また企業も投資家も、自らのパーパスやポリシーに沿った意図を持ちながら事業や投融資を進めるとともに、背景となる意図を確りとステークホルダーに説明し、納得感や賛同を得るプロセスを経ることで、経済価値・社会価値・環境価値は両立可能であると筆者は信じている。

(注1) 例えば、ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンスは年金基金や生保などのアセットオーナーの連合、ネットゼロ・バンキング・アライアンスは銀行の連合で、それぞれのスコープ3に該当する投融資ポートフォリオからの排出量の削減目標を設定し、推進をコミットする取り組みである。日本の金融機関も多く参加している。

(注2) GSG Impact JAPANでは、インパクト投資を「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同時に生み出すことを意図する投資行動」と定義している。

(注3) クリーンテクノロジーにより削減したCO2排出量（トン）やワクチン提供により予防された疾病治療費または社会経済的な損失軽減の程度（兆円）といったインパクト自体の「貨幣価値換算」とは異なる。

(注4) 『インパクト創出と企業価値向上は両立するのか―事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証分析の両面から―』（林・松山）

(注5) <https://www.schroders.com/en/global/individual/media-centre/schroders-and-oxford-university-s-pioneering-research-finds-impact-investing-can-be-a-driver-of-investment-alpha/>

