

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

2020年3月

ニッセイアセットマネジメント株式会社

目次

概要1

1. 調査研究の背景・目的等	3
1.1. 背景・目的.....	3
1.2. 実施期間・方法	7
2. インパクト投資とは何か	9
2.1. インパクトとは何か	9
2.2. インパクト投資の定義・要件.....	13
2.3. インパクト投資活動の広がり	17
3. 上場株式投資におけるインパクト投資活動の現状.....	23
3.1. 上場株式におけるインパクト投資のメリット	23
3.2. インパクト創出と金銭的リターンとの関係	27
3.3. インパクト・テーマの設定	32
3.4. 上場会社を対象とするインパクト測定.....	35
3.5. インパクトレポートの発行	45
3.6. 上場株式投資の付加性とエンゲージメントの役割.....	46
4. 上場株式投資におけるインパクト投資活動の多様性と要素分解フレームワーク.....	51
5. 上場株式投資においてインパクト投資活動を実践する上での課題と方向性.....	55
6. 結びにかえて	60

概要

- 本報告書は、近年急速に拡大しているインパクト投資の中でも、とりわけ新しい領域である上場株式投資におけるインパクト投資活動についての調査報告書である。
- インパクト投資は、金銭的リターンを追求しつつ、同時に、地球環境問題の改善や社会経済システムの向上に向けたインパクトの創出を意図して行われる投資活動である。いわゆる責任投資や ESG 投資とも概念的に重なるところはあるが、インパクト創出に関する明確な「意図」を有して行われるということ、また、そのインパクトの創出状況を投資家自らが「測定」し、顧客投資家や一般向けに「報告」を行うという点が明確に異なっている。元々は未上場株式等の未公開市場が活動の中心であったが、上場株式投資におけるインパクト投資活動が足元で急速に拡大し、2019 年末時点で世界では約 60 の運用機関が 120 を超えるインパクト投資ファンドを提供しているというデータも存在する。
- 本調査の内容は、国内外のインパクト投資に関わる諸団体や有識者のほか、実際に上場株式投資においてインパクト投資活動を行っている 11 の機関投資家に対して実施したインタビュー調査に基づいている。欧米の機関投資家による活動内容は多岐にわたっているが、本調査はその多様性をできるかぎり客観的に把握するよう努め、活動内容の現状を俯瞰して整理することを試みたものである。具体的には以下の 6 点について現状の整理を行うとともに（詳しくは本文 3.1 から 3.6 を参照。）、インパクト投資活動の考え方や方法を要素分解して理解を深めるためのフレームワークを提案している（詳しくは本文 4 章を参照。）
 - ① 上場株式におけるインパクト投資のメリット
 - ② インパクト創出と金銭的リターンとの関係
 - ③ インパクト・テーマの設定
 - ④ 上場会社を対象としたインパクト測定
 - ⑤ インパクトレポートの発行
 - ⑥ 上場株式投資の付加性とエンゲージメントの役割
- さらに本調査では、有識者や実務家へのインタビュー調査を通じて浮かび上がった、上場株式投資におけるインパクト投資活動における 6 つの課題とその方向性についても議論を行っている。具体的には、以下 6 点を取り上げている（詳しくは本文 5 章を参照。）
 - ① インパクト測定に必要な情報開示の在り方

- ② 事業を多角化させている大企業についてのインパクト測定
 - ③ 将来のインパクト創出可能性に関する評価
 - ④ インパクト創出と金銭的リターンとの関係に関する実証分析の蓄積
 - ⑤ インパクト創出に向けたエンゲージメントの在り方とその実施状況報告の在り方
 - ⑥ インパクト・ウォッシングへの対応とインパクト投資としてのインテグリティ
- 気候変動をはじめとする地球環境問題や様々な社会的課題が顕在化・深刻化するなか、公的セクターのみならず、民間セクターの取組みが不可欠であるという認識が広がってきている。2030年を目標期限とする「持続可能な開発目標」(Sustainable Development Goals: SDGs)も残り約10年となり、様々なステークホルダーによる取組みの強化・加速化が求められている。こうした状況の中で、経済規模の大きい上場会社が有する影響力は極めて大きく、その果たすべき役割についての関心が高まっている。このことは、上場会社に対して投資を行う投資家にも当然関わってくるものであり、上場株式におけるインパクト投資活動は、SDGs達成を含めた地球環境問題や社会的課題の解決を後押しする存在として今後ますます注目が高まってくることが予想される。
- 本報告書の内容が、政策担当者や実務家、その他さまざまな関係者にとって一つのインプットとなることを期待している。そして、上場株式投資におけるインパクト投資活動が今後、さらに健全に発展していくことを期待している。

1. 調査研究の背景・目的等

1.1. 背景・目的

近年、「インパクト投資」と呼ばれる考え方が広がってきている。2018年末時点で、その運用資産総額は世界で5,020億ドル¹、日本国内では3,440億円²に達しているという。インパクト投資という言葉は、2007年に米国ロックフェラー財団によって生み出された言葉とされ³、金銭的なリターンの獲得と、地球環境や社会経済システムに対するポジティブなインパクトの両方を同時に追求する投資を指す言葉として一般的に用いられるようになってきている。

インパクト投資への注目が高まっている背景には様々な要因が考えられるが、一つは、本報告書を執筆している2020年3月時点で、目標期限まで残り約10年となった「持続可能な開発目標」(Sustainable Development Goals: SDGs)の達成可能性に対する危機感の高まりである⁴。

SDGsは2015年の「国連持続可能な開発サミット」で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された2016年から2030年までの国際的な目標である。我が国においても、2015年に内閣に設置された「SDGs推進本部」において、実施指針やアクションプランが策定され、これに基づいて、関係省庁や関係機関において様々な施策が講じられているところである。本調査の委託元である金融庁においても、SDGsの観点から取り組んでいる施策を整理した公表資料「金融行政とSDGs」⁵に示されているように、SDGsが中長期的な投融資リターンや企業価値の向上につながる形で実現されるよう、取組みが積極的に行われている。

SDGsの達成に向けた施策は世界の国や地域で講じられているものの、依然大きな課題として指摘されているのが資金不足の問題である。国連によれば、SDGsを達成するためには年間で5-7兆ドルの資金が必要とされる一方で、発展途上国において毎年2.5兆ドルの資金が不足する状況にあるという⁶。SDGsが達成される社会を実現するためには、これまで

¹ GIIN (2019a) “Sizing the Impact Investing Market”

² Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会 (2019) 「日本における社会的インパクト投資の現状 2018」

³ Rockefeller Foundation “Innovative Finance” <<https://www.rockefellerfoundation.org/our-work/initiatives/innovative-finance/>>

⁴ UN “Decade of Action” <<https://www.un.org/sustainabledevelopment/decade-of-action/>>

⁵ 金融庁「金融行政とSDGs」<https://www.fsa.go.jp/policy/sdgs/FsaStrategyforSDGs_rev.pdf>

⁶ 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>>. なお、国際通貨基金 (IMF) のスタッフによる2019年の推計でも、教育・健康・道路・電力・水と衛生の各領域に関してSDGsを達成するためには、2030年に年間で、低所得発展途上国で0.5兆ドル、新興国で2.1兆ドルの追加的投資が必要と指摘されている (Gaspar, V., Amaglobeli, M. D., Garcia-Escribano, M. M., Prady, D., &

以上に民間資金の活用という視点が不可欠であり、インパクト投資は、SDGs 達成のために必要な資金を補う存在としても注目を集めているのである⁷。

無論、こうした公共政策上の必要性ないし重要性が存在するからといって、直ちに民間の投資資金の流れがそこへと向かうことが約束されるわけではないが、近年見られるインパクト投資の拡大は、金銭的リターンの獲得に加えて、投資を通じたインパクトの創出、すなわち投資を通じて地球環境問題の改善や社会経済システムの向上に貢献したいという明確な意図⁸を持ち、かつそれを行動に移す投資家が着実に増えてきていることを物語っている⁹。

環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因を考慮した投資の意思決定等の重要性を説き、2020年3月時点で世界の3,024の機関投資家等が署名¹⁰する国連責任投資原則 (PRI) も、リスク・リターンの最適化という伝統的なファイナンス理論の枠組みに「実社会へのインパクト」という新しい軸を加え、リスク・リターンが同程度であれば、よりインパクトの大きい投資先を選択するという考え方を提案している¹¹。こうした考え方が機関投資家の間に徐々に受け入れられてきている可能性が考えられる。

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)。

⁷ Ibid.

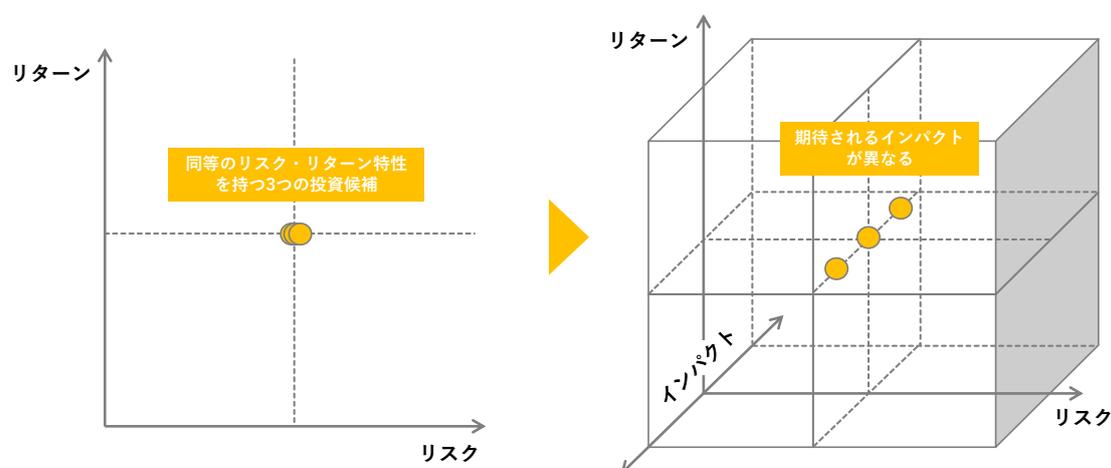
⁸ 冒頭に述べた世界のインパクト投資の市場規模を5,020億ドルと推計したグローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN) は、インパクト投資を特徴づける要素の一つに「intentionality」(意図的)を挙げている (GIIN “Characteristics of impact investing” <<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#characteristics-of-impact-investing>>)。

⁹ GIINが実施した調査によれば、インパクト投資を実施する動機に関して、回答機関の85% (n=235)が、顧客から要請への対応について「Very important」または「Somewhat important」を選択している (GIIN (2019b) “Annual Impact Investor Survey 2019”)。また、英国国際開発省が国民を対象に実施した調査でも、回答者の約3割が、投資の決定に影響する要因の上位5つに、投資行動が地球環境や人々に及ぼし得るインパクトが含まれると回答している (DFID (2019) “Investing in a Better World: Survey Results”)。さらに、オランダの小売業界の年金基金 (Pensioenfondsen Detailhandel) の加入者を対象とした調査でも、同基金が運用において着目するSDGsのゴールの数について、回答者のおよそ3分の2が増やすべきだと回答している (Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2019) “Get real!: Individuals prefer more sustainable investments”)。

¹⁰ 内訳は、アセットオーナーが517機関、運用機関が2,175機関、サービスプロバイダーが332機関となっている (2020年3月23日時点 <<https://www.unpri.org/searchresults?qkeyword=¶metrics=WVSECTIONCODE%7c1018>>)。

¹¹ なお、リスク・リターンにインパクトという3つ目の軸を追加した2次元から3次元へのパラダイムシフトについては、2013年G8議長国英国により設立された「社会的インパクト投資タスクフォース」が2014年に公表した報告書において述べられている (Social Impact Investment Taskforce (2014) “Impact investment: the invisible heart of markets: harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for public good” (邦訳: 社会的インパクト投資タスクフォース (2014) 「社会的インパクト投資: 市場の見えざる心:アントレプレナーシップ、イノベーションと公益に資するファイナンス」))。

図表1：2次元（リスク・リターン）から3次元（リスク・リターン・インパクト）への拡張



出所：PRI (2017) “The SDG Investment Case,” pp. 13 を基にしてニッセイアセットが作成

本調査は、今日、様々な資産クラスで行われているインパクト投資の中でも、上場株式投資におけるインパクト投資活動に焦点を当て、世界の主要な機関投資家における取組みの現状を明らかにするとともに、インパクト投資活動を実践する際の課題等についての示唆を得ることを目的としている。

本調査が、上場株式投資に着目する理由は大きく次の3点である。

第1の理由は、SDGs 達成を含む地球環境問題の改善や社会経済システムの向上に向けた潜在的な影響力の大きさである。国際金融公社 (IFC) によれば、将来的にインパクト投資に振り向けられる可能性のある資金は、公開市場（上場株式・公募債）において最大で約21兆ドルにのぼるとい¹²。潜在的な規模の大きさに加えて、今後、実際に急速に拡大する蓋然性も高まっている。これまでインパクト投資の中心的な担い手は、インパクト投資という言葉を生み出したロックフェラー財団に代表されるような財団や慈善投資家、あるいは開発金融機関等であった。ところが近年、インパクト投資自体の概念自体の拡大¹³と新たなプレイヤーによる参入によって、インパクト投資の担い手が多様化している。PRI 署名機関として、これまで積極的に ESG 投資を推進してきた年金基金や伝統的な資産運用会社の間にも、新たにインパクト投資に着手する例が増えてきている。前述のように PRI 自身も近年「実社会へのインパクト」をキーワードに、PRI 署名機関投資家に対し、投資においてイン

¹² これに対し、将来的にインパクト投資に振り向けられる可能性のある未公開市場（未上場株式、プライベート・デット等）の資金は約5兆ドルと見積もられている（IFC (2019) “Creating Impact: The Promise of Impact Investing”）。

¹³ インタビュー調査において、インパクト投資自体の概念が大きくなり、いわゆる責任投資や ESG 投資との概念の間に重複が生まれているとの指摘があった。

パクトを考慮するよう働きかけを強めている¹⁴。こうした新たなインパクト投資の担い手を中心に、上場株式等の伝統的資産においてインパクト投資を実践する例が増えてきている。事実、世界最大級のインパクト投資家のコミュニティであるグローバル・インパクト投資家ネットワーク（GIIN）によれば、上場株式におけるインパクト投資は規模こそ相対的に小さいが、その伸び率は高く、拡大のペースは速い¹⁵。

第2の理由は、いわゆる「インパクト・ウォッシング」¹⁶への懸念の高まりである。上場株式におけるインパクト投資の拡大自体は、地球環境問題の改善や社会経済システムの向上の観点から歓迎する声が少ない一方で、インパクト投資ファンドとして求められるインパクトの創出や、その測定とマネジメント等を十分に行っていないファンドが、単なるマーケティングの目的で「インパクト投資」を標榜することを懸念する声も一部では挙がっている。とりわけ上場会社については、活動範囲がグローバルに広がり、かつビジネスモデルやバリューチェーンが複雑であることから、投資に伴う（ポジティブ・ネガティブな）インパクトを把握することの難易度が高い場合がある。加えて、セカンダリーマーケットで上場株式を売買するという取引の性質上、「投資する」という行為と、投資先企業による「インパクト創出」の関係が捉えづらい点も、前述のような懸念に関係している可能性がある。

第3の理由は、多くの個人投資家やアセットオーナーのポートフォリオにおいて、上場株式は重要な位置付けにあり、それはすなわち、インベストメントチェーン上に存在する多くの運用機関にとっても重要な存在だからである¹⁷。現時点で明示的にインパクト投資を実践する、あるいはインパクト投資ファンドを採用するアセットオーナーは、ESG投資のそれに比べれば相対的に規模は小さいが、上場株式投資におけるインパクト投資活動の在り方を巡る議論のゆくえによっては、今後多くの関係者の業務に関わってくる可能性がある。

なお、現時点では、上場株式投資に焦点を当てた先行研究はほとんど存在しておらず、

¹⁴ 例えば、PRIが策定10年の節目となる2016年に発表した、次の10年間の目標の一つとして「SDGsに沿った実社会へのインパクトを可能にする」ことが掲げられ（PRI (2016) “A blue print for responsible investment”）、様々な取り組みが行われている。

¹⁵ GIINが上場株式投資におけるインパクト投資の規模について、同一機関の経年変化を調べたところ、2013年から2017年にかけて年率57%の増加、2014年から2018年にかけて年率25%の増加だったことが報告されている（GIIN (2018) “Annual Impact Investor Survey 2018”, ——(2019b)）。

¹⁶ Findlay, S., & Moran, M. (2018) “Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention,” *Social Responsibility Journal*, Vol. 15 No. 7, pp. 853-873

¹⁷ ウイリス・タワーズワトソンによれば、世界の主要な運用機関の2018年時点の運用資産総額に占める上場株式投資比率は34.4%、世界の資産規模上位20の年金基金の2018年時点の株式投資比率の平均値は40.6%と報告されている（Wills Towers Watson (2019a) “The world’s largest fund managers – 2019”, ——(2019b) “The world’s largest pension funds – 2019”）。

¹⁸ なお、上場株式投資におけるインパクト投資活動に焦点を当てた先行研究等については、IMP (2019) “Having a positive impact through public markets investments: the investor’s perspective”、Cole S. & Lynn S. (2018) “Wellington Global Impact.” Harvard Business School Case 218-067などのほか、2019年のPRI年次総会（PRI in Person 2019）で設けられたセッション（右記URLから視聴可能 <<https://www.brighttalk.com/webcast/17701/373378>>）がある。なお、GIINにおいても、上場株式投資に焦点を当てたワーキング・グループ「Listed Equity Working Group」が立ち上げられ、活動が行われており、今後何らかのアップデートが予想される（GIIN “Listed Equity Working Group” <<https://thegiin.org/listed-equities-working-group>>）。

必ずしもその実態が明らかにされているとは言えない。これを詳らかにすることは上場株式におけるインパクト投資市場の健全な発展に資するのみならず、金融行政をはじめとする多くの行政分野における政策の企画・立案や施策の実施等を行う際の重要な基礎的資料にもなることが期待される。

1.2. 実施期間・方法

本調査は、金融庁からの委託に基づき、ニッセイアセットマネジメント株式会社において2020年2月から3月にかけて実施されたものである。本報告書における情報はすべて2020年3月時点の情報に基づいている。

調査にあたっては、文献調査に加えてインパクト投資に関連する組織や有識者、並びに上場株式投資においてインパクト投資活動を実践する機関投資家に対するリサーチ・インタビューを実施した。協力者一覧は次のとおりである。

図表2：リサーチ・インタビュー協力者一覧（所属組織アルファベット順）

Euan Stirling 氏	Global Head of Stewardship & ESG Investment, Aberdeen Standard Investments
高月 擁 氏	ESG 調査・エンゲージメント総括責任者、AXA Investment Managers
古谷 晋 氏	Impact Investment Strategist, Domini Impact Investments
Michael Lewis 氏	Managing Director, Head of ESG Thematic Research, DWS Investment UK
Murray Birt 氏	Senior ESG Strategist, DWS Investment UK
小泉 徹也 氏	代表取締役社長、DWS Investments Japan
藤原 敬信 氏	機関投資家営業部長 ヴァイスプレジデント、DWS Investments Japan
藤野 哲 氏	投資戦略部長 ディレクター、DWS Investments Japan
田中 浩 氏	投資戦略部 ディレクター、DWS Investments Japan
Will Pomroy 氏	Director, Engagement, Federated Hermes International
Katharine Zafiris 氏	Senior Associate, Market Building, GIIN
季村 奈緒子 氏	Manager, Membership, GIIN
T. Robert Zochowski 氏	Director, Impact-Weighted Accounts, Harvard Business School
Neil Gregory 氏	Chief Thought Leadership Officer, Economics and Private Sector Development, IFC
Clara Barby 氏	CEO, Impact Management Project
Lisa Beauvilain 氏	Managing Director, Head of Sustainability & ESG, Impax Asset Management
坂田 智也 氏	三菱ケミカルホールディングス KAITEKI 推進室 サークュラーエコノミー

濱野 俊之 氏	三菱ケミカルホールディングス 経営戦略部門 KAITEKI 推進室 サークュラーエコノミーグループ グループマネジャー
Huub van der Riet 氏	Lead Portfolio Manager, NN Investment Partners
Ivo Luiten 氏	Senior Portfolio Manager, NN Investment Partners
上田 敏 氏	プロダクト戦略部長、NN Investment Partners
Diane Damskey 氏	Head of Secretariat, Operating Principles for Impact Management
Piet Klop 氏	Senior Advisor, Responsible Investment, PGGM Investments
Dirk Meuleman 氏	CEO, Phenix Capital
Jack Heapey 氏	Associate, Phenix Capital
菅野 文美 氏	社会変革推進財団 (SIIF) 事業本部 本部長
藤田 淑子 氏	社会変革推進財団 (SIIF) 事業本部 本部長代理
竹林 正人 氏	アソシエイトディレクター、アジア・パシフィックリサーチ、Sustainalytics
水口 剛 氏	高崎経済大学副学長 同大学経済学部 教授
Henk Jonker 氏	Senior Investment Analyst, Impact Equities & Bonds Department, Triodos Investment Management, Triodos Bank
Elodie Feller 氏	Programme Lead, Investment, UNEP-FI
Robert G. Eccles 氏	Professor of Management Practice, Saïd Business School, University of Oxford
Christian Heller 氏	CEO, Value Balancing Alliance
Joy K. Perry 氏	Managing Director and Investment Director, Wellington Management
植木 秀郎 氏	インベストメント・ディレクター、運用プロダクト戦略部、マネジング・ディレクター、Wellington Management
湯浅 和也 氏	グローバル・リレーションシップ本部長、マネジング・ディレクター、Wellington Management
大矢 隼 氏	リレーションシップ・アナリスト、グローバル・リレーションシップ部、Wellington Management
George Latham 氏	Managing Partner, WHEB Asset Management

注：所属・肩書はいずれもインタビュー実施時点

2. インパクト投資とは何か

2.1. インパクトとは何か

はじめに、インパクト投資家が着目する「インパクト」(impact)という言葉の概念について確認しておきたい。

インパクトという英単語自体は一般的に「影響や効果」といった意味で用いられているが、インパクト投資の文脈におけるインパクトは、より具体的な意味を有しており、内閣府の報告書では「短期、長期の変化を含め、当該事業や活動の結果として生じた社会的、環境的なアウトカム」¹⁹と定義されている。また、インパクト・マネジメント・プロジェクト (IMP)²⁰は、インパクトを「人々と地球に対するポジティブ・ネガティブなアウトカムの変化」²¹と定義づけている。

これらのインパクトの定義には共通して「アウトカム」(outcome)という言葉が使われている。インパクトの概念を理解する上で重要なのは「アウトカム」の意味を正しく理解することであり、そのためには「アウトプット」(output)と「アウトカム」を明確に区別して捉える必要がある。

前述の内閣府の報告書では、アウトプットは「組織や事業の活動がもたらす製品、サービスなど」、アウトカムは「組織や事業のアウトプットがもたらす変化、便益、学びその他効果」とそれぞれ定義されている²²。ここで、関連するアウトプットとアウトカムを対比させ、例示したものが図表3である。

なお、前述の内閣府の報告書をはじめとして、文献によっては「社会的インパクト」と表記されている場合も少なくないが、ここでいう「社会」とは、地球環境も含めた社会全体を意味する言葉として使われている。本報告書においては、上場株式会社を中心に始まり、今日では幅広い資産クラスに拡大している ESG 投資でいうところの「S」(Social:社会)との混同を避ける観点から、「インパクト」という表記で統一する。

¹⁹ 内閣府 (2016) 「社会的インパクト評価の推進に向けてー社会的課題解決に向けた社会的インパクト評価の基本的概念と今後の対応策についてー」社会的インパクト評価検討ワーキング・グループ, 6 頁

²⁰ IMP は、インパクトに関する表現方法・測定・マネジメントの在り方について、企業・投資家・実務家による世界共通のコンセンサス形成を目指して活動している組織である。

²¹ IMP “What is impact?” <<https://impactmanagementproject.com/impact-management/what-is-impact/>> (ニッセイアセットが仮訳)

²² 内閣府 (2016), 6 頁

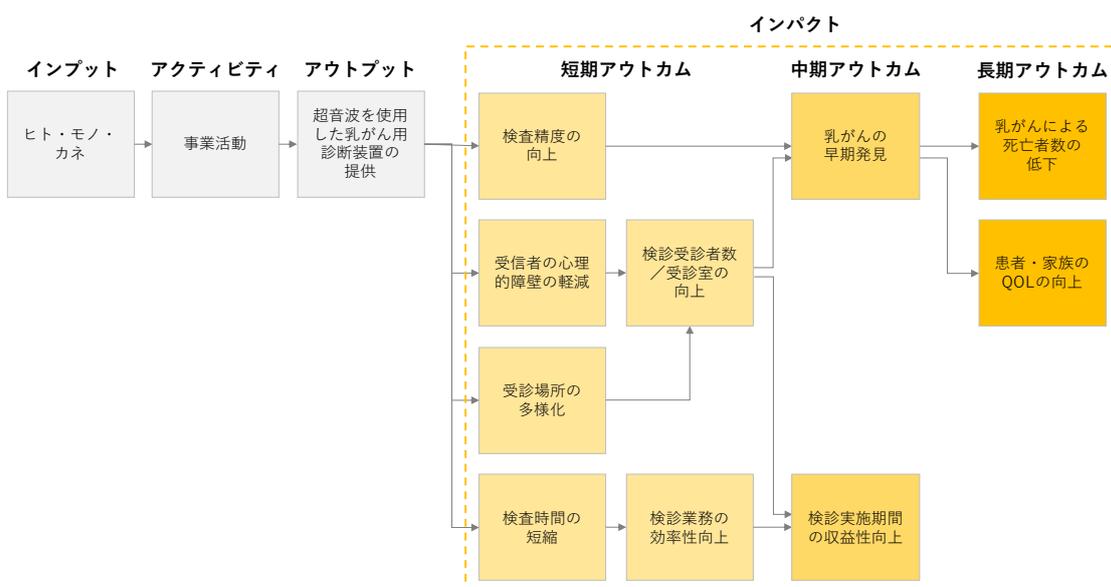
図表 3：アウトプットとアウトカムの対比例

アウトプットの例	アウトカムの例
X万人のホームレスに対する食事の提供	飢餓を○%削減
Y万個の防虫処理済の蚊帳の供給	マラリア症例数が□例減少
X人の子どもに対する教育の提供	地域の識字率が◇%向上

出所：Epstein, M., & Yuthas, K. (2014) *Measuring and Improving Social Impacts: A Guide for Nonprofits, Companies, and Impact Investors*, Berrett-Koehler Publishers: San Francisco: CA, pp. 4 (邦訳：鶴尾雅隆・鴨崎貴泰 (監修)、松本裕 (翻訳) (2015) 『社会的インパクトとは何か—社会変革のための投資・評価・事業戦略ガイド』英治出版、23頁)を一部改変

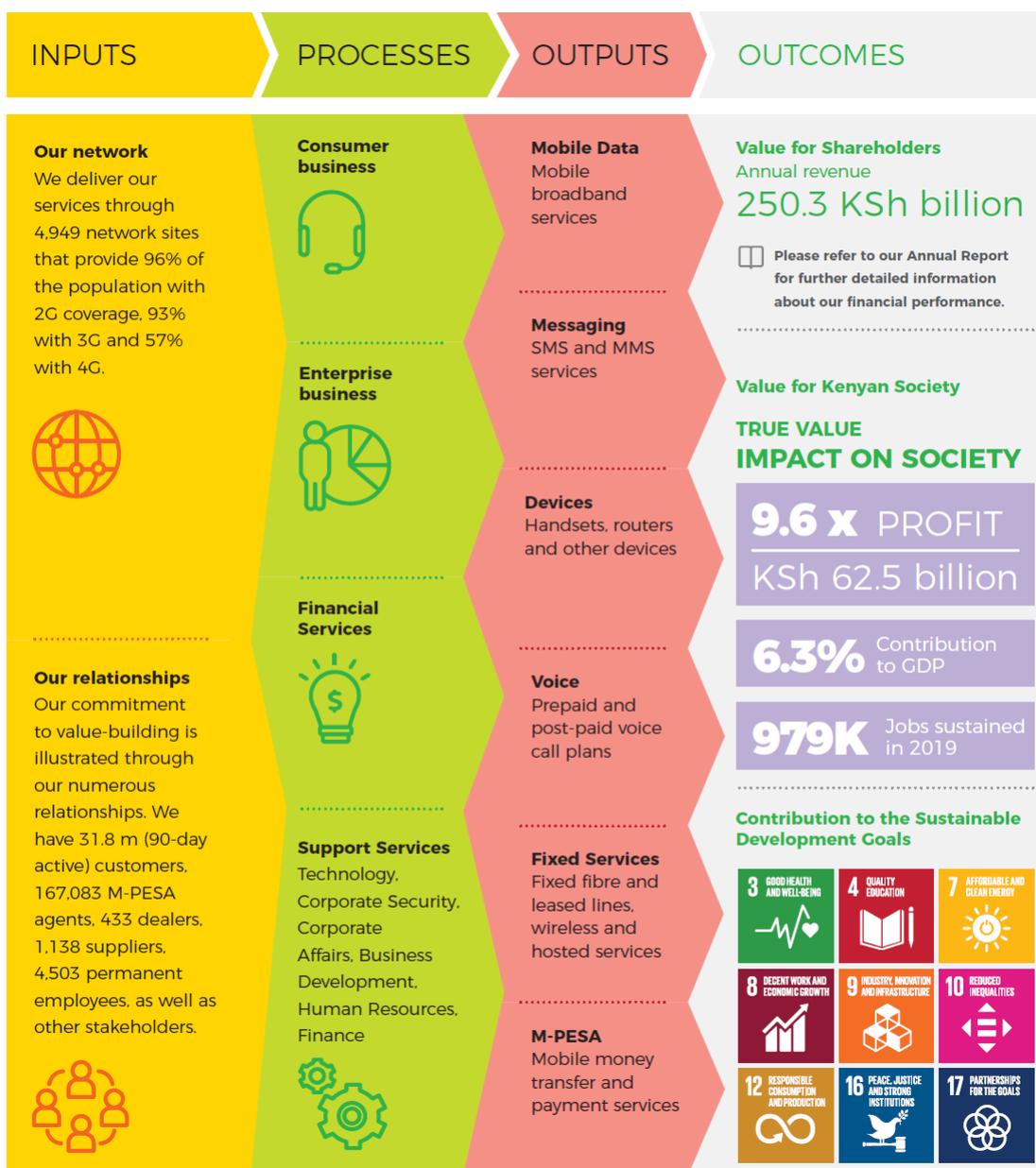
組織がインパクトを生み出すためには、必要なインプットを基にして事業や取組み（アクティビティ）を行い、アウトプットを生み出す必要がある。そしてそのアウトプットが有効なものであった場合、様々な経路を経ながら有意なアウトカムを創出していくことに繋がるであろう。企業や投資家がインパクトを測定し、今後の活動に活かしていくためには、インプットからアウトカムに至るまでの理論的な結びつきを「見える化」し、把握しておくことが重要となる。これを図示したものはロジックモデルと呼ばれ、図表 4 のような一連の流れで表現されるのが一般的である。上場会社においても、自社のビジネスがどのようにインパクトを創出しているかを示すロジックモデルを開示している例が存在している（図表 5）。

図表 4：インパクト投資ファンドによるロジックモデルの作成例



出所：キャピタルメディカ・ベンチャーズ (2019) 「Healthcare New Frontier Fund: 2018 Impact Report」14頁を一部改変

図表 5：上場会社によるロジックモデルの作成例



出所：Safaricom “Towards Reducing Inequalities: 2019 Sustainable Business Report,” pp. 17

ただし、アウトカムに関する何らかの指標（KPI）の水準やその変化を眺めているだけでは、生み出されたインパクトを適切に理解することは容易ではない。インパクトがどのようなものであるかは、その文脈（コンテキスト）に大きく依存するからである。例えば、ある一定の賃金水準の向上は、貧しい国や地域における場合と、そうでない国や地域における場合とでは、ステークホルダーや社会経済システムに与える影響の大きさが異なるのは想像

に難くない。

IMP は、アウトカムがもたらすインパクトについての理解を深めるための分析枠組みを提案している。具体的には、下図に示されているように、インパクトを5つの次元に要素分解して評価・分析することを提案している。こうした枠組みを活用することによって、企業と投資家は共通の土台の上でインパクトに関して議論することができるようになると考えられる。

図表6：IMPによるインパクトの5つの次元

次元	各次元において検討される問い
What	<ul style="list-style-type: none">➤ 当該期間においてどのようなアウトカムが生じたか？➤ そのアウトカムは、それを体験する人々や地球にとってどの程度重要なものか？
Who	<ul style="list-style-type: none">➤ そのアウトカムを体験するのは誰か？➤ そのアウトカムに関係し、影響を受けるステークホルダーは、どのくらい不十分な（困難な）状況にあるか？
How much	<ul style="list-style-type: none">➤ そのアウトカムの大きさはどの程度か？（影響が及んだ範囲、影響の深さ、影響が及んだ期間の長さのそれぞれについて）
Contribution	<ul style="list-style-type: none">➤ そのアウトカムに対する組織の貢献度合いは？（仮に組織が何もしなかった場合に、どのような状態になっていたと考えられるかを説明付ける）
Risk	<ul style="list-style-type: none">➤ 人々や地球にとって、期待したインパクトが生じないリスクはどの程度か？

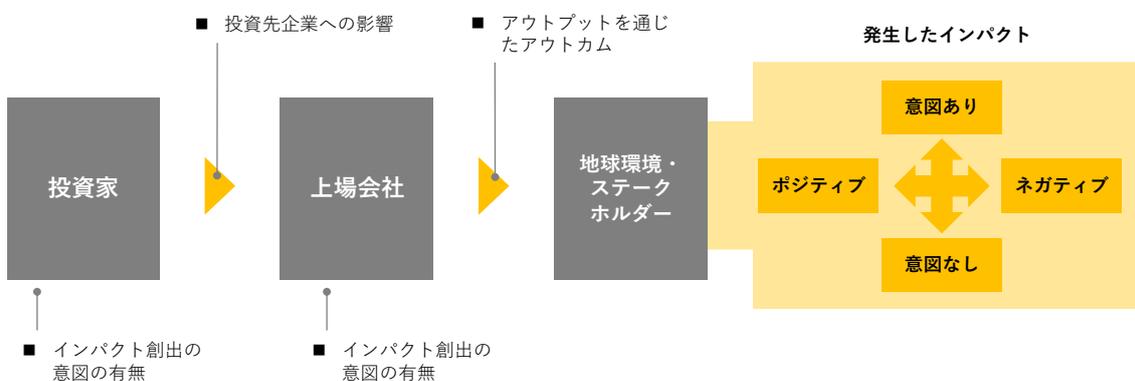
出所：IMP “What is impact?” <<https://impactmanagementproject.com/impact-management/what-is-impact/>>（ニッセイアセットが仮訳）

なお、インパクトは、必ずしもポジティブなものとは限らず、ネガティブなものも存在する。意図したとおり生じたインパクトとは別に、意図せず生じるインパクトも存在する。また、インパクト投資の文脈においては、インパクト自体は企業活動に伴って生じるものであるが、投資家の投資行動が企業活動に様々な経路を通じて影響を及ぼすことを通じて、投資家がインパクト創出状況に影響を及ぼすことになる（投資家が投資先企業に影響を及ぼす経路については、3.6で詳述する。）。

インパクト投資を実践する上では、企業活動に伴うインパクトと、投資家のインパクトを

区別して捉える必要があろう。以上の議論を図示したものが図表 7 である。

図表 7：企業活動のインパクトと投資家のインパクト



出所：ニッセイアセットマネジメント

2.2. インパクト投資の定義・要件

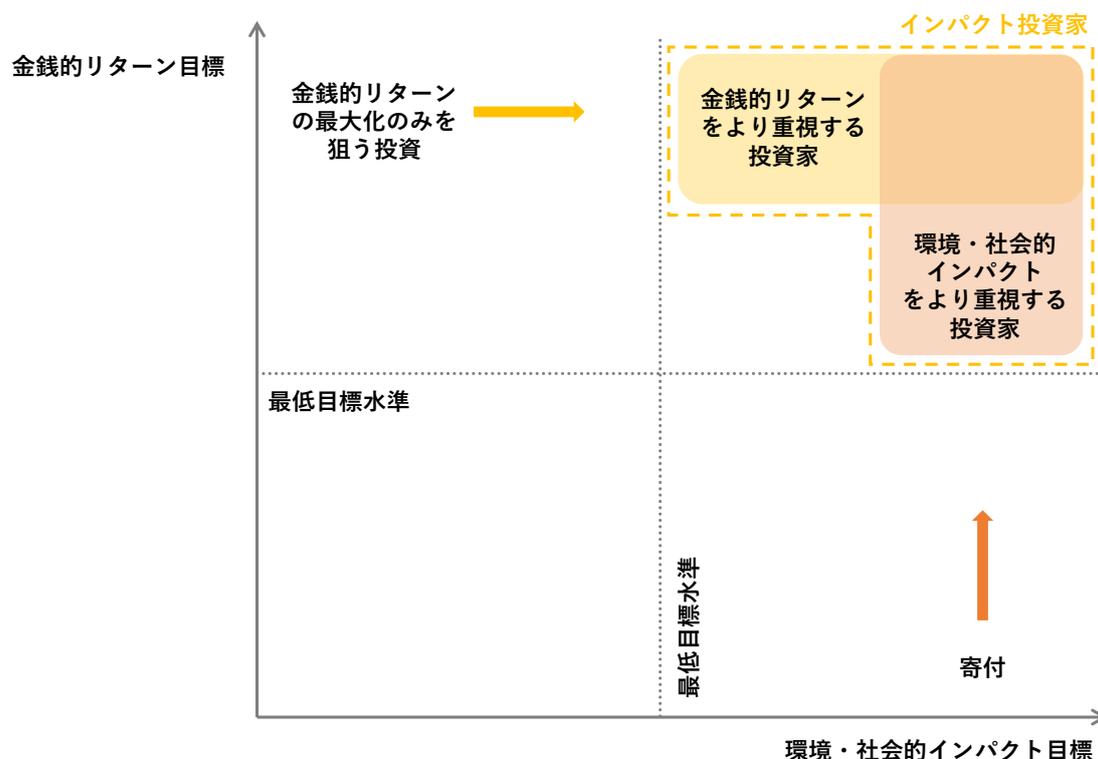
本報告書の冒頭で述べたように、インパクト投資という言葉自体は、2007年に米国のロックフェラー財団が、金融機関・慈善事業・開発の各分野のリーダーを集め、環境面・社会面のインパクトを創出するための投資の在り方等を議論する会合を、イタリアのベラジオで開催した際に生まれた言葉である²³。その2年後の2009年には、英国モニター・インスティテュートが、インパクト投資は、金銭的リターンとインパクト（環境・社会的インパクト）を同時に目指す投資であるとして、図表8のような縦横の2軸の図で表現した。この図は、インパクト投資の概念を視覚的に分かりやすく伝えるものとして、今日までに多くの関係者によって引用されている。

なお、図表8では、金銭的リターンとインパクトの追及度合いが異なる2種類のインパクト投資家を区別している。本調査が焦点を当てる上場株式投資におけるインパクト投資活動においては、通常の株式投資と同様に、あくまで金銭的なリターンの最大化を重視しつつ、その中でできるだけ大きなインパクトの創出を目指そうとする投資家が多いものと推察される²⁴。

²³ Harji, K., & Jackson, E. T. (2012) "Accelerating Impact: Achievements, Challenges, and What's Next in Building the Impact Investing Industry," New York, NY: The Rockefeller Foundation

²⁴ 国際金融システムの安定を維持するために設立された国際的組織である国際金融協会 (IIF) は、2019年11月に提案したサステナブル投資の新たな分類において、ポジティブかつ測定可能なインパクトの追及とともに、市場平均またはそれ以上の金銭的リターンを追求する投資を「インパクトフル投資」(impactful investments)、インパクトは追及するものの市場平均並みの金銭的リターンを追求しない投資を「フィランソロピック投資」として区別している

図表 8：インパクト投資の概念（金銭的リターンとインパクトの同時追求）



出所：Monitor Institute (2009) “Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry” pp. 32 を基にニッセイアセットが作成

もつとも、投資を通じて、金銭的リターンの獲得を目指すと同時に、世の中に対して何らかの好影響を与えることを目指すというコンセプトは、必ずしもインパクト投資によって始めて提唱されたものとは言えず、例えば、古くから存在する社会的責任投資（Socially Responsible Investment：SRI）においても、同様の考え方を見ることがある。「SRI」と「インパクト投資」、それぞれの言葉の使われ方の違いを集中的に調査・分析した Höchstädter & Scheck (2015)²⁵は、両者は関連する概念ではあるものの、明確に区別されている、あるいはインパクト投資は SRI の先を行くものとして扱われる傾向にあることを明らかにしている。同論文はその理由の一つとして、インパクト投資は、環境面・社会面の課題の解決に対してより能動的な態度があること挙げている（なお、SRI の場合は、ESG に関する何らかの基準に照らして、企業の取組みを改善することが重視される傾向にあるという。）²⁶。同様

(IIF (2019) “The Case for Simplifying Sustainable Investment Terminology”).

²⁵ Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015) “What’s in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners,” *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475

²⁶ なお、Höchstädter & Scheck (2015)はその他の理由として、投資の性質の違い（SRI は上場株式が中心であるのに対し、インパクト投資は未上場株式やプライベート・デットなどが中心）、ファンドの規模の違い（インパクト投資ファンドは SRI と比べて規模が相対的に小さい）、金銭的リターンに対する期待やリスク・リターン特性の違いなどを

に、ESG 投資という言葉についてもその概念の幅は広いと考えられ、その言葉の使用者によっては、環境問題や社会的課題の解決への貢献といったニュアンスが含まれることがあ
ると考えられる。

このように、インパクト投資は、その目的観において必ずしも完全に独立した個別の概念
とは言えないが、その要件等を明確化し、インパクト投資か否かについての線引きをはっき
りさせようという動きがみられる。こうした要件明確化の動きの背景には、インパクト投資
市場の健全な発展に向けて、「インパクト・ウォッシング」に対する懸念の高まりがあるも
のとみられる²⁷。

要件明確化の具体例は、GIIN が 2019 年に新たに発表したインパクト投資の 4 つの「中
核的特徴」である。これによれば、投資家自身がポジティブなインパクトを創出するという
意図を有していることを要件の一つに挙げている。これは、リスク・リターンの改善のみを
目的に企業の ESG 要因を考慮して投資行動を行った結果として、企業行動に変化が生じた
場合は含まれないことを意味していると考えられる。この意図要件に加えて、実際に投資家
自身がインパクト創出状況を測定し、データに基づいてマネジメントを行うことを求めて
いる点もインパクト投資固有の要件といえる。

さらに、IFC も 2019 年、「インパクト投資の運用原則」を発表している。GIIN が、イン
パクト投資が有すべき性質を抽出して明文化したのに対し、IFC が主導して策定された運
用原則は、投資のライフサイクルの各段階において、投資家が、財務的な考慮に加えて、イ
ンパクトに関する考慮を組み入れるための原則を定めたものである。同運用原則はあくま
でプロセスの在り方に焦点をあてたものであり、信頼に足る「インパクト・マネジメント・
システム」を構築・運用するための基本要素を示したものである。

同原則は公開市場・未公開市場の両方を対象とするものとして策定されており、2020 年
3 月時点で、87 の機関投資家が同運用原則に署名しているが²⁸、その多くが未公開市場にお
いてインパクト投資活動を行っている機関投資家である。なお、署名機関は 9 つの原則す
べてを満たすことが求められている。

挙げている。ただし、本調査が焦点をあてる上場株式投資におけるインパクト投資活動は足元で拡大してきており、
ファンドの規模や資産クラスで区別することは実質的に意味をなさなくなっていると考えられる。

²⁷ Rust, S. (2019) "Industry body sets out 'core characteristics' of impact investing," April 5, 2019, IPE
<<https://www.ipe.com/industry-body-sets-out-core-characteristics-of-impact-investing-/10030493.article>>や、Flood
C. (2019) "World Bank arm launches 'impact investment' standards," April 12, 2019, Financial Times
<<https://www.ft.com/content/b7acf8df-ec36-3e31-bfb4-825c97b9e852>>など。

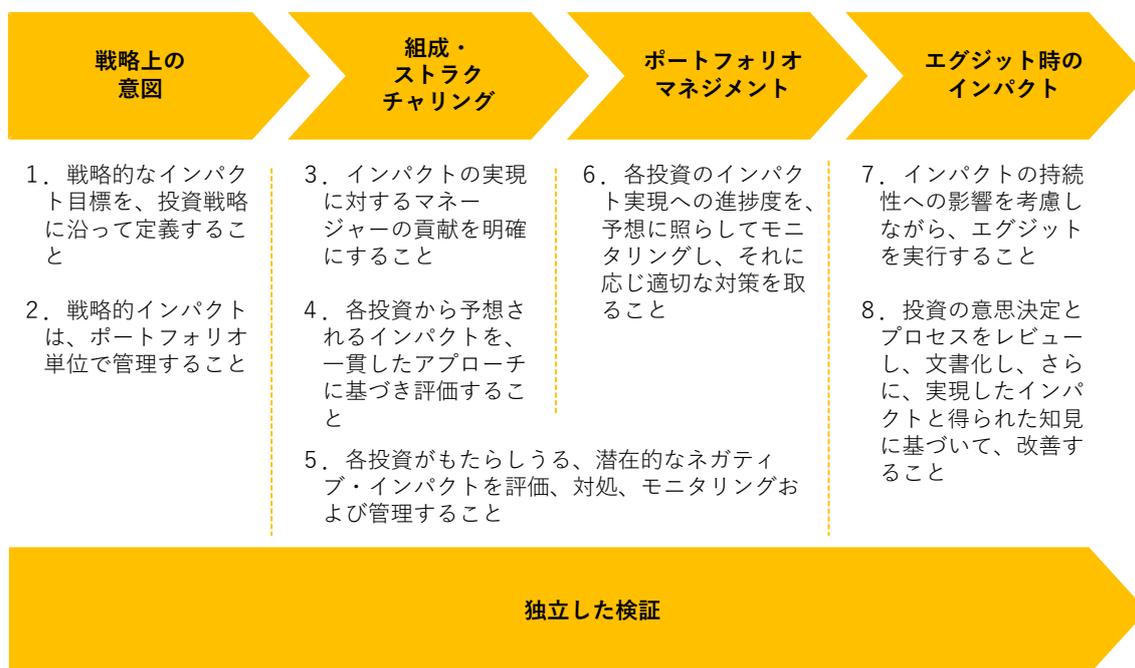
²⁸ Operating Principles for Impact Management "Signatories & Reporting" <<https://www.impactprinciples.org/>>

図表9：GIINによるインパクト投資の定義・要素・中核的特徴

<p>【定義】</p> <p>「インパクト投資とは、金銭的リターンに加えて、ポジティブで測定可能な社会面・環境面のインパクトを生じさせるという意図を持って行われる投資である」</p>
<p>【4つの鍵となる要素】</p> <ul style="list-style-type: none">■ 意図的： 環境面・社会面の課題解決への貢献に対する意図を持った投資であること■ 金銭的リターンの追求： 金銭的リターンの獲得を目指す投資であること。ただし目標リターンの水準は様々である■ アセットクラスが多様性： 様々なアセットクラスにおいて実施可能である■ インパクト測定・報告： 投資に伴う環境面・社会面のパフォーマンスを測定し、報告することについて投資家としてのコミットがあること
<p>【4つの中核的特徴】</p> <ol style="list-style-type: none">① 金銭的リターンと並んで、ポジティブな環境面・社会面のインパクトへの貢献を意図すること② 投資をデザインする際に、エビデンスやインパクト・データを活用すること③ インパクト創出状況をマネジメントすること④ インパクト投資市場の成長に貢献すること

出所：GIIN (2019c) “Core Characteristics of Impact Investing”を基にしてニッセイアセットが作成

図表 10：「インパクト投資の運用原則」



出所：Operating Principles for Impact Management (2019)「インパクトを追求する投資：インパクト投資の運用原則（参考和訳）」2頁

2.3. インパクト投資活動の広がり

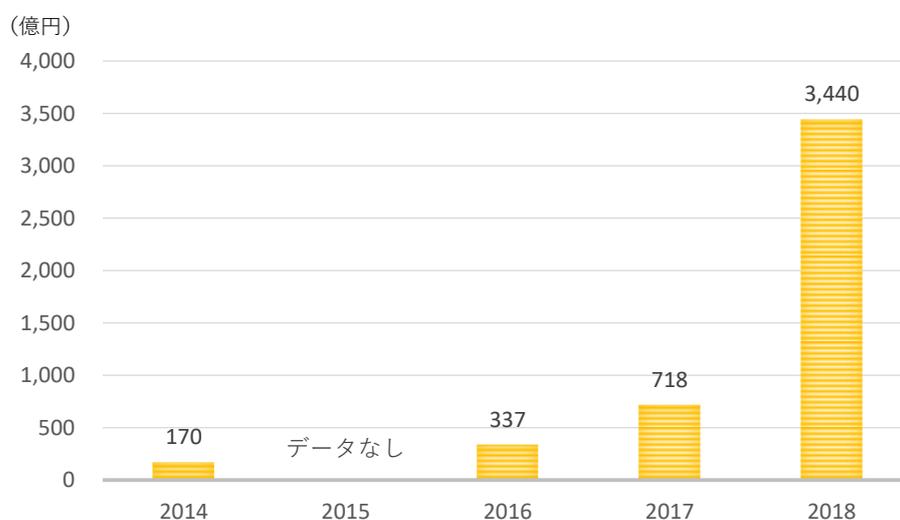
本報告書の冒頭でも述べたとおり、近年、国内外においてインパクト投資への関心が高まっている。世界全体のインパクト投資の運用資産残高について、本報告書を執筆している2020年3月時点で、時系列で比較可能な統計データは存在していないが、GIINによる直近の推計によれば、2018年末時点で5,020億ドルにのぼると見積もられている²⁹。日本国内においても運用資産残高は拡大しており、Global Social Impact Investment Steering Group（GSG）国内諮問委員会³⁰によれば3,440億円に達したことが報告されている³¹。

²⁹ GIIN (2019a)

³⁰ GSGは、2013年6月、G8サミットの議長国であった英国のデーヴィッド・キャメロン首相（当時）の呼びかけによって設立された「G8社会的インパクト投資タスクフォース」に起源を持ち、2015年にG8以外にもメンバー国を拡大してGSGへと改組された。GSG国内諮問委員会はメンバー国毎に設置されており、メンバー国におけるインパクト投資の発展に必要な施策を議論する場となっている。

³¹ GSG国内諮問委員会（2019）

図表 11：日本におけるインパクト投資残高の推移（2014－18年）



注：グラフの各年の資産残高は推計値である。

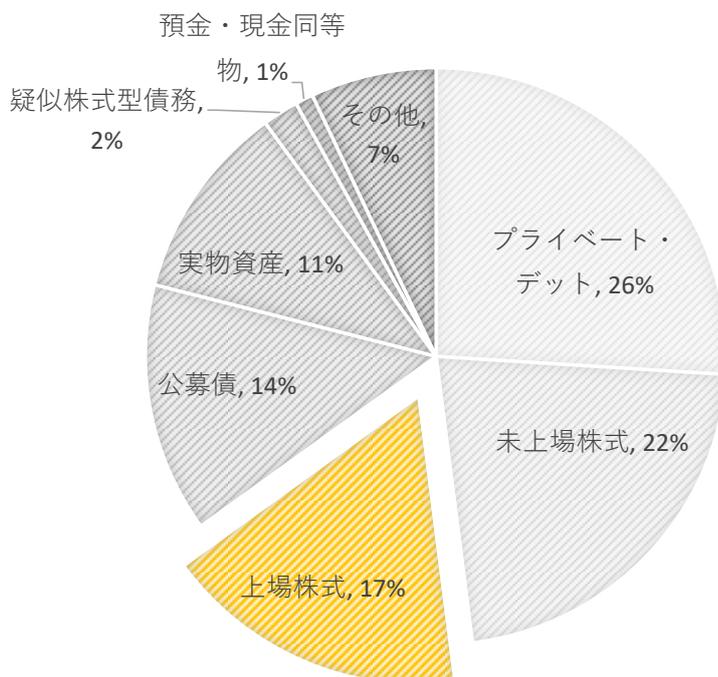
出所：GSG 国内諮問委員会(2016)「日本における社会的インパクト投資の現状 2016」、同 (2019)

インパクト投資が行われている資産クラスは多岐にわたっているが、GIINによれば、本調査が注目する上場株式は全体の17%となっており、インパクト投資市場において一定の存在感を有していることが分かる（図表12）。

また、資産クラスごとのインパクト投資の規模の2時点間の変化率を示したものが図表13である。これを見ると、2013年から2017年にかけての年平均成長率は上場株式が最も大きく57%、さらに2014年から2018年にかけての年平均成長率も25%と、他の資産クラスに比べて上場株式におけるインパクト投資は大きく伸びていることが分かる。

これらはいくまで、GIINが実施した調査に回答した組織を対象とした集計結果であることに留意は必要であるが、GIINが世界最大級のインパクト投資家のコミュニティであることに鑑みれば、インパクト投資と銘打っている投資の中で上場株式は一定の存在感を有していること、そして上場株式の存在感は足元でより高まる傾向にあることが推察される。

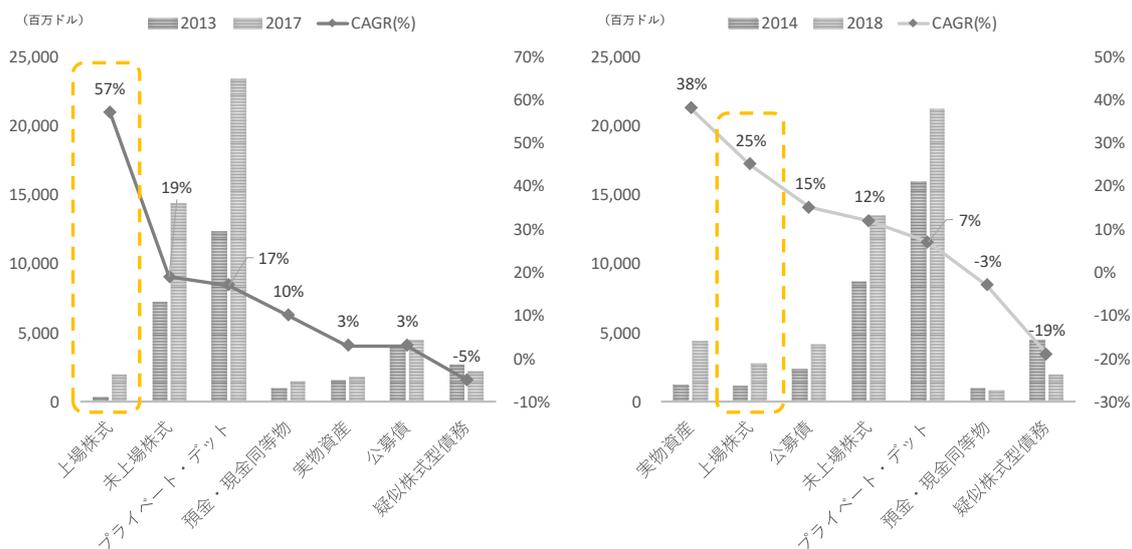
図表 12：インパクト投資残高の資産クラス別内訳（2018年）



注：GIIN が 2019 年 1 月から 2 月にかけて実施した調査に基づく。上記グラフの集計対象は 259 機関で、そのインパクト投資の残高合計は 1,310 億ドルである。

出所：GIIN (2019b)を基にしてニッセイアセットが作成

図表 13：同一組織における資産クラス別残高の変化（左：2013—17年、右：2014—18年）

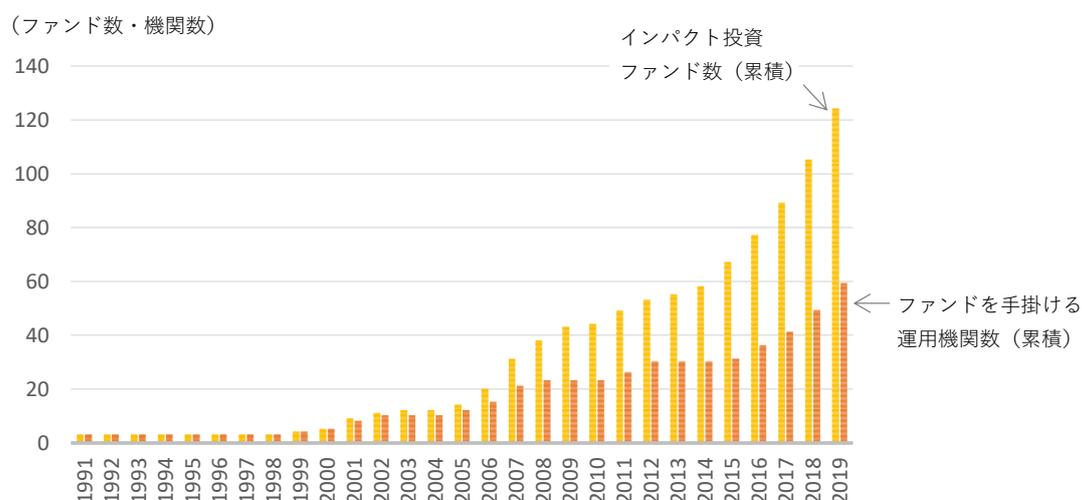


注：それぞれの年において GIIN の調査に回答した同一組織を比較したものである。2013 年と 2017 年の比較対象となったのは 81 機関、2014 年と 2018 年の比較対象となったのは 79 機関である。

出所：GIIN (2018: 2019b)を基にしてニッセイアセットが作成

図表 14 は、Phenix Capital 社のデータを基に、上場株式におけるインパクト投資ファンドの本数を時系列で示したものである。2007 年にインパクト投資という言葉が誕生したのを境にファンドの本数が大きく増加するとともに、特に 2016 年以降、新たにインパクト投資ファンドを設定する運用機関が増えていることが分かる。ファンドの規模は、数百億円程度の規模のものから、中には一千億円を超えるものも複数出てきている。

図表 14：上場株式におけるインパクト投資ファンド数・手掛ける運用機関数の推移（1991－2019 年）



出所：Phenix Capital 社のデータベース「Global Impact Platform」<<https://www.globalimpactplatform.com/>>を基にしてニッセイアセットが作成

こうした変化の背景には次のような大きな流れが存在するものと考えられる³²。

そもそもインパクト投資市場は、米国ロックフェラー財団によるインパクト投資という概念の提唱以降、主に財団や慈善投資家、開発金融機関等がけん引する形で拡大してきたものと考えられる。こうした担い手によるインパクト投資の多くは、未上場株式やプライベート・デット等の資産クラスによるものであった（事実、図表 12 に示すように、直近時点でも未上場株式やプライベート・デットの比率が高い。）。

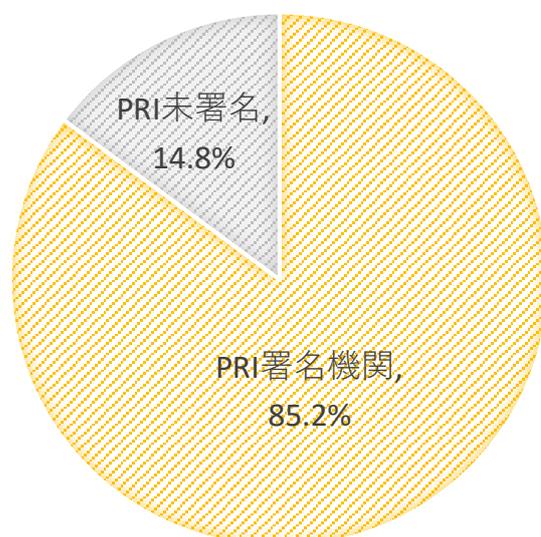
ところがこの流れとは別に、2006 年の PRI 策定を契機として世界的に大きなうねりとなった ESG 投資（あるいは責任投資）を実践する機関投資家の一部が、近年になって新たにインパクト投資ファンドを立ち上げるなど、運用サービスのラインナップの多角化を図る動きが広がっているとみられる。さらに、このような“新たな”インパクト投資家は、必ずしも“伝統的な”インパクト投資家による活動の中心であった未上場株式やプライベート・デッ

³² 各種資料のほか、インタビュー調査に基づく。

ト等ではなく、上場株式や公募債等の資産クラスにおいてインパクト投資を実践する傾向があると考えられ、本調査が焦点をあてている「上場株式におけるインパクト投資」という新たな潮流を生み出している一因になっていると推察される。

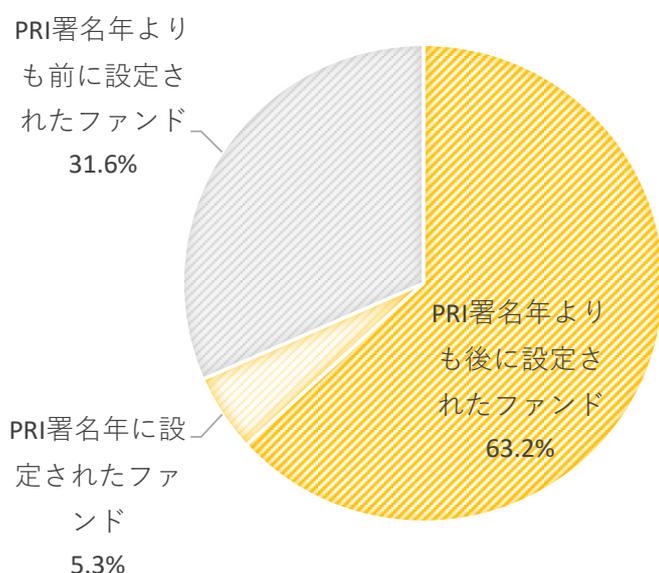
図表 15 は、2019 年末時点において、上場株式におけるインパクト投資ファンドを手掛ける運用機関の 85.2%が、同時点において PRI 署名機関であったことを示している。さらに、PRI 署名機関によるインパクト投資ファンドの 63.2%が、当該運用機関が PRI に署名した年よりも後になって設定されたものとなっている（図表 16）。これらの事実から、上場株式においてインパクト投資“も”手掛ける ESG 投資家が多数誕生していることが示唆される。

図表 15：上場株式におけるインパクト投資ファンドを手掛ける運用機関の PRI 署名状況（2019 年）



出所：Phenix Capital 社のデータベース「Global Impact Platform」<<https://www.globalimpactplatform.com/>>及び PRI ウェブサイトを基にしてニッセイアセットが作成

図表 16：インパクト投資ファンドの設定と PRI 署名の前後関係（1991－2019 年）



出所：Phenix Capital 社のデータベース「Global Impact Platform」<<https://www.globalimpactplatform.com/>>及び PRI ウェブサイトを基にしてニッセイアセットが作成

もう一つの特徴は、ESG 投資という言葉が生まれるよりも以前から³³、社会的責任投資（Socially Responsible Investment：SRI）や倫理投資（Ethical Investment）などの名称で呼ばれる取組みに注力してきた機関投資家の一部においても、インパクト投資という名称を新たに用いることを通じて、自身の投資活動がインパクト投資であることを明確化しようとする動きや、投資活動の内容をよりインパクト投資へと近づけようとする動きがみられることである。

事実、図表 14 が示すように、今日時点においてインパクト投資ファンドに分類されているファンドは、必ずしも ESG 投資という言葉が広まるきっかけとなった 2006 年の PRI 制定や、2007 年のインパクト投資という言葉の誕生以降に設定されたものばかりではない。中には 1990 年代から存在しているものもある。

なお、IFC は、民間の金融機関や家計が保有する資産のうち、将来的にインパクト投資に振り向けられる可能性のある資産の規模について推計を行っており、上場株式や公募債を通じた投資が 21.4 兆ドルと見積もられるのに対し、未上場株式やプライベート・デット等通じた投資が 5.1 兆ドルと見積もられることから、潜在的な規模の大きさの観点から上場株式や公募債の可能性に期待を寄せている³⁴。

³³ ESG という言葉は、PRI の 6 原則の中で使われている言葉であるが、PRI を成文化する過程の中で生まれた言葉とされ、国連関係機関の公開資料においては、2005 年のレポートにおいて使われていることが確認できる（Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” UNEP-FI）。

³⁴ IFC (2019)

3. 上場株式投資におけるインパクト投資活動の現状

本章では、欧米の主要な機関投資家による上場株式投資におけるインパクト投資活動についての調査結果を述べる。

調査対象は、Phenix Capital 社のインパクト投資ファンドに関するデータベース³⁵に掲載されている上場株式におけるインパクト投資ファンドの一覧を手掛かりに、各組織のウェブサイトにおいて、投資に伴うインパクトの測定結果を報告する定期レポート（以下、「インパクトレポート」という。）が開示され、かつその内容が充実していると判断される運用機関を選出するとともに、上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する考え方や取組み内容を開示している機関投資家のほか、インパクト投資に関連する組織や有識者へのインタビュー調査、その他ウェブ検索等を通じて得られた情報を総合的に勘案し、最終的に 11 の機関投資家の上場株式におけるインパクト投資活動を調査対象とした³⁶。

調査は文献調査及び関係者へのインタビュー調査により行った³⁷。

3.1. 上場株式におけるインパクト投資のメリット

そもそも、上場株式という資産クラスにおいてインパクト投資を行うことのメリットは何であろうか。この問いに対しては様々な指摘が存在する。それらを総合して整理したものが図表 17 である。ここではメリットを享受する主体毎に、以下のとおり 3 つに分類して整理している。なお、図表 17 は、文献調査及びインタビュー調査に基づき、考えられるメリットをすべて列挙したものであるが、その網羅性を保証するものではなく、また、すべてのインパクト投資活動において、これらのメリットがすべて生じることを約束するものではない。

① 地球環境・ステークホルダーにとってのメリット

地球環境・ステークホルダーにとってのメリットは、潜在的なインパクトの大きさである。

もちろん、地球環境やステークホルダーに対して何らかのポジティブなインパクトをもたらすこと自体がインパクト投資の究極の目的であり、上場株式という資産クラスに限定

³⁵ Phenix Capital “Global Impact Platform” <<https://www.globalimpactplatform.com/>>

³⁶ 本章において調査を行った機関投資家は、Aberdeen Standard Investments、AXA Investment Managers、Domini Impact Investments、DWS Group、Federated Hermes International、Impax Asset Management、NN Investment Partners、PGGM Investments、Triodos Investment Management、Wellington Management、WHEB Asset Management である（アルファベット順）。

³⁷ インタビュー調査への協力者一覧は図表 2 を参照。

されるものではないが、上場株式ならではの特徴は、その潜在的なインパクトの大きさ（スケラビリティ）である。一般に上場会社の経済活動の規模は大きく、またその活動地域やバリューチェーンの広がりゆえに、地球環境やステークホルダーに及ぼす潜在的な影響は大きい。上場会社の多くがインパクトの創出を目指して活動すれば、地球環境問題や社会的課題の解決に向けて大きな好影響を及ぼすことが予想される。裏を返せば、上場会社がネガティブなインパクトを引き起こした場合の悪影響も甚大になる可能性があるということである。また、SDGsの達成という観点からみても、上場会社の役割を抜きにして実現を目指すことは難しいと考えられる。

こうした点を鑑みれば、上場会社が、自社の企業活動に伴うポジティブなインパクト、あるいはネガティブなインパクトに気を配ることは重要といえる。

② 個人投資家・アセットオーナーにとってのメリット

資金の出し手である個人投資家やアセットオーナーにとってのメリットは以下のとおりである。

上場株式という資産クラスは未上場株式等と比べて流動性が高く、多くの投資家にとって手掛けやすいという点が挙げられる。加えて、小額からでも投資が可能であり、また、ある程度まとまった規模の金額でも投資することが容易だというメリットがある。すなわち、上場株式におけるインパクト投資ファンドは、個人投資家やアセットオーナーにとって、アクセシビリティの観点で優れていると考えられる。

また、個人投資家やアセットオーナーが、投資に伴う金銭的リターンとは別に（あるいは、金銭的リターンに加えて）、インパクトの創出に関して特定の価値観や選好を有している場合には、インパクト投資ファンドへの投資を通じて、当該価値観や選好と投資行動をより一致させることができるというメリットがある。さらに、投資に伴うインパクトが大きければ大きいほど、より高い効用を得る投資家であることを前提とすれば、潜在的なインパクトの大きさ（スケラビリティ）は、地球環境やステークホルダーにとってのメリットにとどまらず、個人投資家やアセットオーナーにとってもメリットとなるであろう。

加えて、一部の機関投資家からは、インパクトを考慮した投資の意思決定により、最終的に金銭的リターンを高める可能性が指摘されている（インパクト考慮と金銭的リターンの関係については、3.2に後述。）。

さらに、年金基金のようなアセットオーナーは、通常複数の異なる運用戦略のファンドを採用することが一般的である。これは運用戦略の分散化であり、資産ポートフォリオの分散効果を狙いとしたものである。インパクトを考慮して構築されたインパクト投資ファンドのポートフォリオは、従来型のファンドのポートフォリオと構成企業や特性が異なる傾向があると考えられ、その場合には従来型のファンドに加えて、インパクト投資ファンドを追加的に採用することで資産ポートフォリオの分散化に資すると考えられる。

③ 運用機関にとってのメリット

インパクト投資ファンドの運用を手掛ける運用機関にとってのメリットは以下のとおりである。

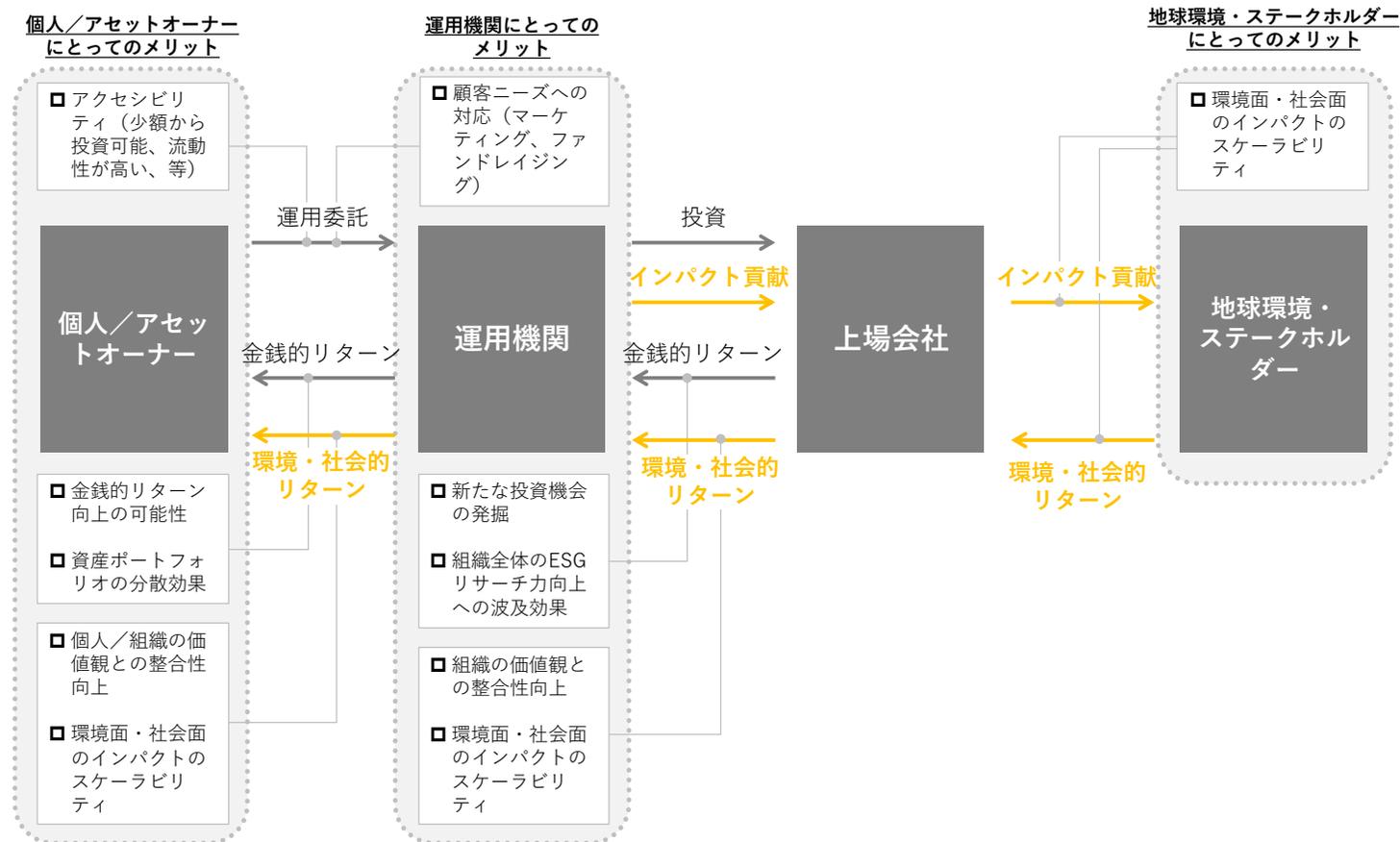
まず運用機関にとっては、インパクトの創出に関する特定の価値観や選好を有する個人投資家やアセットオーナーのニーズに応えることができるという点が挙げられる。すなわち、マーケティングやファンドレイジングの点において有利であるという指摘である。

また、投資運用のプロセスや意思決定においてインパクトを勘案することが、金銭的なりターンの改善に資する可能性も指摘されている（インパクト考慮と金銭的リターンの関係については、3.2に後述。）。

さらに、より間接的な効果としては、投資先企業（候補を含む）のインパクト創出の可能性や、あるいは実際の創出状況を測定・分析するプロセスを通じて、企業をより多面的に理解することに繋がり、ひいてはESGの観点からの企業分析・評価力の向上に繋がるという指摘も存在する。インパクトの観点からの企業分析の企業リサーチ全体への波及効果に関する指摘である。

加えて、上場株式におけるインパクト投資ファンドの特徴の一つである潜在的なインパクトの大きさ（スケーラビリティ）は、運用機関自身がインパクトの創出に関して特定の価値観や選好を有する場合には、自身の効用を大きく高めることにも繋がると考えられる。

図表 17：上場株式におけるインパクト投資活動のメリット



注1：考えられるメリットを列挙したものであるが、その網羅性を保証するものではなく、また、すべてのインパクト投資活動において、これらのメリットがすべて生じることを約束するものではない。

注2：上場会社についても、新たな事業機会の獲得に伴う財務パフォーマンスの向上や、多数のインパクト投資家を惹きつけることによる資本コストの低減などのメリットが存在する可能性があるが、本調査では上場会社に対するインタビュー調査を行っておらず仮説の域を出ないことから、上場会社にとってのメリットは掲載していない。

出所：各種資料及びインタビュー調査を基にニッセイアセットが作成

3.2. インパクト創出と金銭的リターンとの関係

投資を通じてインパクト創出と金銭的リターンを同時追求するというインパクト投資の性質上、両者が相反する場合の優先順位が議論になることが少なくない。そもそもこの議論は、インパクト創出と金銭的リターンの間にはトレードオフが存在するという前提の下で行われているものであり、インパクトを創出するために金銭的リターンの一部を諦めることの是非が争点となる。

しかしながら、本調査でインタビューを行った機関投資家はすべて金銭的リターンを最大化することを重視する投資家であり、インパクト創出のために金銭的リターンの一部を諦める場合があるという指摘はなかった。

それどころか、インパクトを考慮した投資プロセスや意思決定が金銭的リターンを中長期的に高める可能性を指摘する声が多く聞かれた。

その論拠は、地球環境問題や社会的課題は企業にとっての事業機会であるという考え方である。すなわち、地球環境問題や社会的課題の解決に貢献する製品・サービスに対するニーズは高く、高い成長が見込まれる市場となりうることから、そうした追風を受ける企業に投資することによってインパクトの創出と金銭的リターンの追求を両立することができるという指摘である。

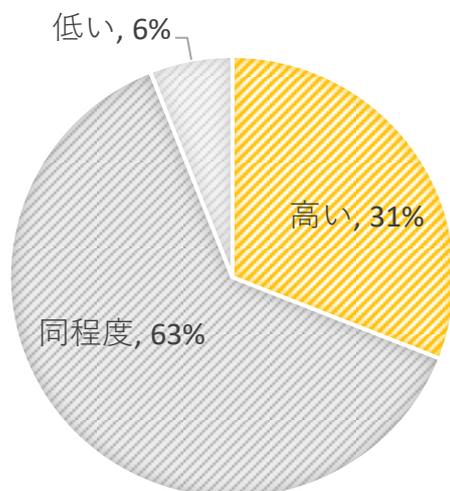
加えて、地球環境問題や社会的課題の解決に貢献する製品・サービス市場の成長可能性は、一般的なファンダメンタルズ投資家からは見過ごされている場合が少なくなく、株式市場におけるミスプライシングが大きい傾向にあるという指摘がある。割安に放置されていた株価が長期的に適正な水準へと回帰することによって、インパクト投資ファンドは魅力的な金銭的リターンを獲得することができるという。

ただし、本調査でインタビューを行ったインパクト投資ファンドはいずれもアクティブ運用のファンドであり、インパクトの視点のみによって投資先企業が決定されているわけではない。通常ファンダメンタルズ分析や、あるいはリスク・リターンの改善の観点からのESG分析などの結果を加味した上で投資先企業が決定されていることも、トレードオフを回避できている要因の一つであることは間違いない。

インパクト投資ファンドが高い金銭的リターンをもたらす可能性については、一部のアセットオーナーの間でも認識されている。Phenix Capital社の調査によれば、インパクト投資ファンドを採用している、もしくは検討しているアセットオーナーの多くが、インパクト投資ファンドは通常のファンドに比べて、同等またはそれ以上の金銭的リターンが得られるという認識を示していることが報告されている（図表18）。

なお、本報告書の執筆時点において、上場株式投資においてインパクトを考慮することと金銭的リターンの関係について実証的に検証することは、サンプルとなるファンドの数が限られることや、各ファンドのトラックレコードが短いことなどから困難と考えられる。実証的な検証については、今後の蓄積が期待される。

図表 18：一般的な投資に比べたインパクト投資のリスク・リターン特性に関するアセットオーナーの認識



注：一般的なポートフォリオと比較したインパクト・ポートフォリオのリスク・リターン特性に関する認識についてのアンケート調査結果。回答機関数は 64（内訳は、銀行・ウェルスマネジメントが 19、年金基金が 18、保険会社が 8、ファミリーオフィスやハイネットワース個人が 7、財団が 7、開発金融機関が 3、エンダウメントが 2）。

出所：Phenix Capital (2019) “Impact Investing: Asset Owner Trend Report”を基にしてニッセイアセットが作成

Box 1：受託者責任とインパクト考慮の関係に関する動向

2019 年 1 月、国連環境計画金融イニシアチブ (UNEP-FI)、国連責任投資原則 (PRI)、および Generation Foundation は共同で、機関投資家の受託者責任に関する新しいプロジェクトを開始した。「インパクトに関する法的枠組み」(A legal framework for impact) と称するこのプロジェクトでは、地球環境や社会経済システムの持続可能性 (サステナビリティ) に及ぼすインパクトを投資家が配慮することが、受託者責任の考え方に照らしてどのような位置付けにあるのかについて検討が行われている。

UNEP-FI らによる受託者責任の法解釈を巡るプロジェクトは今回で 3 回目となる。

過去 2 回のプロジェクトでは、機関投資家が ESG 要因を考慮することについて受託者責任の観点から検討が行われた。2005 年に発表された第 1 回目の報告書では、受託者責任の下で、投資家は財務的にマテリアルな ESG 課題を考慮することは許容される旨の見解が示された。この見解は 2006 年の PRI 制定を後押ししたとされる。

また、2015 年に発表された第 2 回目の報告書では、前回報告書から約 10 年間の ESG 投資を巡る世の中の変化も踏まえ、財務的にマテリアルな ESG 課題を考慮しないことは受託者責任に反する、というより踏み込んだ見解を示した。

3 回目となる今回のプロジェクト「インパクトに関する法的枠組み」は、ESG 要因を財務パフォーマンス (リスク・リターン) の観点から考慮することに加えて、投資行動が企

業に影響を及ぼすことを通じて生じる地球環境や社会経済システムの持続可能性（サステナビリティ）へのインパクトを投資家が配慮することが、受託者責任の下で許容されるのか否かに焦点があたっている。プロジェクトの一環として、日本を含む 11 の法域における関係法令の解釈等について検討が進められることとなっており、プロジェクトの結論や提言の内容によっては、受託者責任の下で行動することが求められる機関投資家における今後のインパクト投資活動の在り方に大きく影響を及ぼす可能性がある。

図表 19：UNEP-FI らによる受託者責任を巡る法解釈についての報告書の変遷

発表年	報告書名称等	主な指摘事項
2005 年	Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” UNEP-FI	投資家が財務的にマテリアルな ESG 課題を考慮することは受託者責任の下で許容される
2015 年	UNEP Inquiry, PRI, UN Global Compact, & UNEP-FI (2015) “Fiduciary Duty in the 21st Century” (邦訳「21 世紀の受託者責任」)	財務的にマテリアルな ESG 課題を考慮しないことは受託者責任に反する
2020 年	(未発表) ※ 2020 年 3 月時点	(インパクト考慮に関する受託者責任の法令解釈に関する見解が示される見込み)

出所：UNEP-FI, PRI, & Generation Foundation (2019) “A legal framework for impact”を基にしてニッセイアセットが作成

なお、アセットオーナーを対象に、Phenix Capital 社が実施した調査によれば、回答者の 94%がインパクトを生み出すことが受託者責任の一部だと捉えていることが明らかになっている。調査に協力したアセットオーナーの多くがすでにインパクト投資を実施ないし検討している層である点に鑑みれば、平均的なアセットオーナーの認識とは異なる可能性があるが、インパクトの創出を受託者責任の一部と捉える層が一定数存在していることは確かだといえる。

図表 20：インパクト創出と受託者責任の関係に関するアセットオーナーの認識

問：インパクトを生み出すことが受託者責任の一部だと思いますか

はい 94%

いいえ 6%

問：インパクト投資に関する運用委託を行っていますか

はい 63%

現在検討中 28%

いいえ 9%

注：回答数は64（内訳は、銀行・ウェルスマネジメントが19、年金基金が18、保険会社が8、ファミリーオフィスやハイネットワース個人が7、財団が7、開発金融機関が3、エンダウメントが2）。

出所：Phenix Capital (2019) “Impact Investing: Asset Owner Trend Report”を基にしてニッセイアセットが作成

Box 2：「ユニバーサル・オーナーシップ理論」³⁸とインパクト投資

「ユニバーサル・オーナーシップ理論」は、下記3つの条件を満たす投資家が、あくまで財務的な動機によって、企業活動に伴う正または負の「外部性」などが引き起こす「市場の失敗」の解消に向けて、投資先企業や産業全体、さらには政策・規制当局に対して積極的に働きかけを行うことを予想する理論である。同時に、投資家にとっては、ユニバーサル・オーナーシップ理論自体が、上記のような投資家行動を行うことを正当化する論拠にもなっている。

- ① 投資判断の時間軸が長期である
- ② 運用資産が巨額すぎるがゆえに、株式の売却に制約が生じ、インデックス運用または実質的にそれに準じる市場全体に広範に分散させたポートフォリオにより運用を行わざるをえなくなっている
- ③ 運用資産の効率的な最大化を目的に投資を行い、かつ絶対リターンを追求している

ユニバーサル・オーナーに特有の投資家行動は、議決権行使助言会社 ISS の創業者でもあるモンクス (Robert A. G. Monks) とミノウ (Nell Minow) が 1996 年に発表した著書で初めて指摘されたのち、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて、主に米国セント・メリーズ・カレッジ・オブ・カリフォルニアのホーリー (James P. Hawley) とウイリアムズ (Andrew T. Williams) による一連の研究により理論化されたものである。同理論の予想のとおり、今日では、多くの巨大な公的年金が、ユニバーサル・オーナーに特有の投資家行動を見せるようになってきている。自らをユニバーサル・オーナーであると自称す

³⁸ Box 2 におけるユニバーサル・オーナーシップ理論に関する内容は、出所が明記してある箇所を除き、林寿和(2017)「ユニバーサル・オーナーシップ理論の展開と課題」『ガバナンス革命の新たなロードマップ』北川哲雄編著、東洋経済新報社、215-240 頁に基づく。

るところも少なくない。例えば GPIF は、2016 年に ESG 指数を公募した際に「ユニバーサル・オーナー」という言葉を自ら初めて使用した上で、「環境や社会の問題などネガティブな外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的」との見解を示した³⁹。

前述のようにユニバーサル・オーナーが問題視するのは「市場の失敗」であり、その原因となる外部性に着目する。例えば、ユニバーサル・オーナーであることを自称するノルウェー政府年金基金—グローバルについては、基金を所管するノルウェー財務省が国会報告の中で、次のような見解を示している。

「地球環境にコストを転嫁している企業は、それによって利益を上げるかもしれないが、ポートフォリオに含まれる他の企業にネガティブな影響を及ぼす可能性がある。結果、ポートフォリオ全体ではマイナスになる可能性があり、特にユニバーサル・オーナーにとって、この影響は顕著である。」⁴⁰

これは企業が引き起こす環境汚染という「負の外部性」に関して、ユニバーサル・オーナーのポートフォリオには、利益を享受する企業と不利益を被る企業の両方が含まれる結果、運用成績への影響が全体としてマイナスになる可能性を指摘したものである。

他方で、「市場の失敗」を引き起こすのは環境汚染や社会問題のような「負の外部性」に限られない。一般的な経済学は「正の外部性」によっても、市場の失敗が生じることを指摘する。そしてこの正の外部性という概念は、IMP も指摘するように⁴¹、インパクト投資の文脈におけるインパクト（ポジティブ・インパクト）の概念と極めて近い概念と考えられる。

例えば、ある企業が行う社員教育による技能の向上は、当該企業にメリットをもたらす一方で、育成した人材が流出することによって競合他社にもメリットをもたらす場合がある。すなわち社員教育には「正の外部性」が存在する。もしこの企業が、競合他社のメリットになることを懸念し、経済社会全体にとって望ましい水準ほどに社員教育に力を入れなかった場合、これもまた「市場の失敗」といえる。

本報告書を執筆している 2020 年 3 月時点で、ユニバーサル・オーナーを自称する投資家の多くが力をいれるのは、負の外部性に伴うポートフォリオ全体の棄損リスクへの対処が中心であるが、「ユニバーサル・オーナーシップ理論」に立ち返れば、今後は正の外部性（ポジティブ・インパクト）によるポートフォリオ全体のアップサイド・ポテンシャルにも関心が向けられる可能性があるだろう。

³⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人（2016）「国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公募」平成 28 年 7 月 22 日

⁴⁰ 仮訳。原文は Norwegian Ministry of Finance (2009) “On the Management of the Government Pension Fund in 2008, Report No. 20 (2008–2009) to the Storting,” pp. 47

⁴¹ IMP “What” <<https://impactmanagementproject.com/impact-management/what-is-impact/what/>>

3.3. インパクト・テーマの設定

インパクト投資ファンドは、図表 9 で示した GIIN の定義や要件に記載されているように、何らかのポジティブなインパクトを創出するという「意図」をもって行われる投資活動である。そのため、多くのインパクト投資ファンドでは、具体的にどのような領域やテーマに関してインパクトの創出を目指すのかを、あらかじめ設定し明確化することが行われている。

本調査でインタビューを行った上場株式会社におけるインパクト投資ファンドにおいても、その運用を手掛ける運用機関によって様々なインパクト・テーマが設定されている。掲げられているインパクト・テーマは、運用機関が独自に考案して定義するケースが多いが、SDGs のゴールやターゲットをそのままインパクト・テーマとして活用している例もある。ただし、運用機関が独自に設定したインパクト・テーマであっても、当該テーマと SDGs のゴールやターゲットとの関係が明確化されている、すなわち、インパクト・テーマへの貢献が、SDGs にどのように貢献するのかについての考え方が示されているケースが多い。

なお、SDGs を直接用いるのではなく、独自のインパクト・テーマを設定することに関して、SDGs は企業活動だけを念頭に置いて成文化されたものではないことから使いづらいという指摘もみられる。より具体的には、製品・サービス市場との関連付けやインパクト測定のための KPI の設定のしやすさ（インパクトの測定については後述の 3.4 を参照）、あるいはインパクト測定のためのデータ収集の容易さなどの観点から、独自のインパクト・テーマを設定するほうが効果的だという指摘である。独自に設定されたテーマは、地球環境問題や社会的課題を巡る状況の変化などを受けて、適宜新しいテーマの追加や、既存テーマの修正等が行われている。

インパクト・テーマの数については、調査対象としたインパクト投資ファンドにおいては、ある程度の網羅性をもって複数のインパクト・テーマを掲げるのが一般的であり、その内容は環境（E）に関するものから、社会（S）に関するものまで多岐にわたっている。インパクト・テーマを限定しすぎることは、当該インパクト投資ファンドのポートフォリオの特性が極端に偏ったものとなる可能性があることから、運用実務の観点からは、ある程度幅広くテーマを設定するほうがよいという考え方があるものと推察される。

なお、GIIN が手掛けるインパクト測定のための指標カタログ「IRIS+」では、標準的なインパクト・テーマの一覧が、インパクト測定のための KPI とともに提供されている。新たにインパクト投資を始めようとする投資家がテーマを検討する際には、IRIS+によるテーマ分類が一つの参考になるものと考えられる（図表 21）。

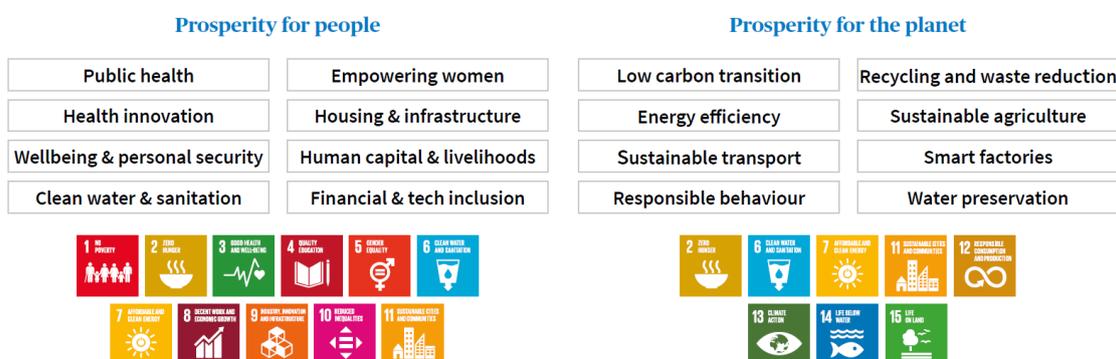
図表 21：標準的なインパクト・テーマの例

インパクト・カテゴリー	インパクト・テーマ
農業	小規模農家 持続可能な農業 フードセキュリティ
大気	クリーンエアー
生物多様性と生態系	生物多様性・生態系の保全
気候	気候変動の緩和 レジリエンスと気候変動への適応
ダイバーシティ・インクルージョン	ジェンダー
教育	質の高い教育へのアクセス
雇用	—
エネルギー	エネルギーへのアクセス クリーンエネルギー エネルギー効率
金融サービス	金融包摂
健康	質の高いヘルスケア 栄養
土地	天然資源の保全 持続可能な土地マネジメント 持続可能な林業
海洋・沿岸部	海洋資源の保全とマネジメント
汚染	汚染防止
不動産	手頃で質の高い住宅 グリーンビルディング
廃棄物	廃棄物マネジメント
水	水と衛生 (WASH) 持続可能な水資源マネジメント

出所：GIIN (2019) “IRIS+ Thematic Taxonomy”を基にニッセイアセットが仮訳・作成

【機関投資家によるインパクト・テーマの設定例（開示資料より）】

Our impact investing themes and links to the SDGs⁴

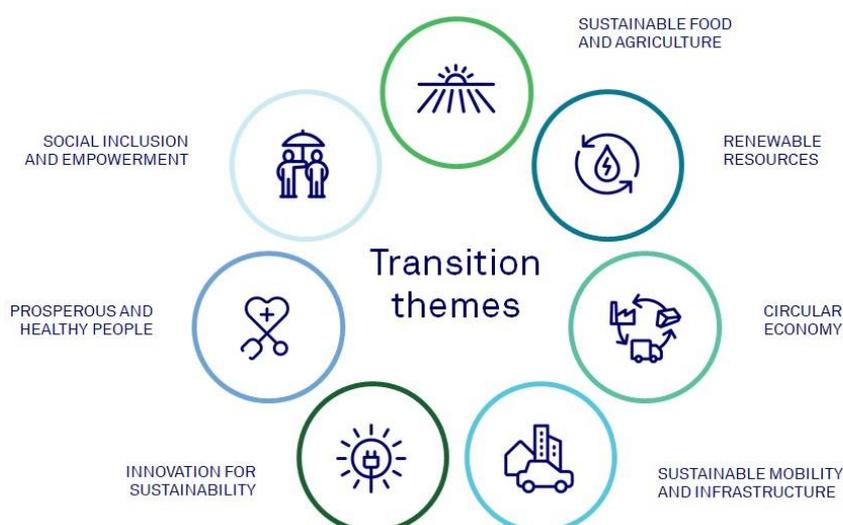


Source: AXA Investment Managers. For illustrative purposes only.

出所：Takatsuki, Y., & Smith, I. “Driving impact in listed assets investments” AXA Investment Managers, pp.6 より許諾を得て転載

<ul style="list-style-type: none"> ■ Climate change, pollution and emissions 	We invest in solutions for climate change, such as renewable energy and clean technology.
<ul style="list-style-type: none"> ■ Water scarcity 	We invest in solutions for water scarcity, such as wastewater treatment and water-saving technologies.
<ul style="list-style-type: none"> ■ Food security 	We invest in solutions for food shortages, such as efficient food production and food quality.
<ul style="list-style-type: none"> ■ Healthcare 	We invest in solutions for healthcare, for example hospitals in developing countries and healthcare innovations.

出所：PGGM Investments “Investing in solutions” <<https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Pages/Investing-in-solutions.aspx>>を基にしてニッセイアセットが作成



出所：Triodos Investment Management “Impact investing through listed equities and bonds” pp.3 より許諾を得て転載

3.4. 上場会社を対象とするインパクト測定

インパクト投資家による投資先企業を対象としたインパクトの測定方法は多岐にわたっている。本調査でインタビューを行った上場株式におけるインパクト投資ファンドの取組みを類型化したものが図表 22 である（なお、インパクト投資の中でも資金使途が限定されたグリーンボンド投資のように、資産クラスによっては、企業が手掛ける特定のプロジェクト等を対象にインパクト測定が行われることがあるが、本調査は上場株式におけるインパクト投資ファンドに焦点を当てていることから、インパクトの測定対象は基本的に上場会社の活動全体である。）。

まず、インパクトの測定の対象となる企業活動に着目すると、「製品・サービスの供給によって生じるインパクト」と、「オペレーション（操業）に伴って生じるインパクト」に大別される。

さらに、製品・サービスとオペレーションのそれぞれについて、共通の KPI をポートフォリオ内の企業に適用してインパクトを測定しようとする取組みと、企業の個別性を勘案し、企業毎に固有の KPI を設定した上でインパクトを測定しようとする取組みがそれぞれ存在している（両方行っている場合も存在する。）。なお、本調査が行ったインパクト投資ファンドでは、何らかの（共通または固有の）KPI を用いた定量評価が行われており、定性評価のみしか行っていないところは見られなかった。

製品・サービスの場合は、あらゆる製品・サービスに共通の KPI を適用するのではなく、インパクト・テーマ毎に（例えば、気候変動の緩和や金融包摂など）、当該テーマに適した共通の KPI を用いて測定を行うのが一般的となっている。

共通の KPI を活用する場合、ポートフォリオのレベルで KPI を合算し時系列でその変化を確認したり、あるいはポートフォリオ内の企業間で比較したりすることが容易となる。ただし、KPI 自体は様々な企業に適用可能なものであったとしても、その水準や変化が意味するところは、地理的条件やインパクトを受けるステークホルダーが置かれている状況に応じて異なる場合があることに留意が必要である（例えば、上水の供給は、水不足が深刻な地域とそうでない地域とでは、地域社会に及ぼす影響が大きく異なると考えられる。）。

一方で、企業が生み出すインパクトは個別性が高いことから、企業毎により適切な KPI をカスタマイズして設定すべきだという意見もある。さらにその KPI の意味するところを正しく理解するために、定性情報もあわせて加味しながら評価を行うべきという指摘も多い。個別企業のインパクト創出状況をより深く分析するため、IMP による 5 つの次元（図表 6）を活用している（あるいは活用について検討を行っている）投資家も少なくない。ただし、ポートフォリオに含まれるすべての企業について、こうしたアプローチに基づいて一社一社インパクトの測定を行っていくとなると、相当程度の人的リソースが必要となる。企業毎のインパクトの個別性を重視する場合には、幅広い企業に分散投資するポートフォリオよりも、投資先の企業を絞り込んだ集中型のポートフォリオの方が、実行可能性が高いという

指摘も多く見られた。

なお、本調査でインタビューを行ったインパクト投資ファンドにおいては、「製品・サービスの供給によって生じるインパクト」に着目するところが大勢を占めている。製品・サービスに加えて、「オペレーション（操業）に伴って生じるインパクト」をインパクト測定の対象とするか否かはファンドによって扱いが異なっている。インパクト測定の対象とする場合もあれば、著しいネガティブなインパクトが生じていないかを確認する程度にとどめている場合も見られる。

図表 22：代表的なインパクト測定・報告方法の類型化

インパクト測定対象	測定のためのKPI設定	評価方法 (定量・定性)	代表的取組み例	インパクトレポートへの掲載例
製品・サービスの供給によって生じるインパクト	共通KPI	定量	<ul style="list-style-type: none"> インパクト・テーマ毎に共通KPIを設定し、ポートフォリオで合算したインパクトを測定 [KPIの例] <ul style="list-style-type: none"> 医療費の削減貢献量 金融サービスへのアクセス改善人数、等 	<ul style="list-style-type: none"> インパクト・テーマ毎に合算したKPIを報告
	個別KPI	定量+定性	<ul style="list-style-type: none"> 製品・サービスの供給を通じて創出される企業固有のインパクトを、企業に応じて設定したKPIを用いて測定し、かつ定性情報を加味してインパクトを評価 [KPIの例] <ul style="list-style-type: none"> 特定の教育プログラム受講者の平均賃金上昇率、等 	<ul style="list-style-type: none"> 個社事例の紹介
オペレーション（操業）に伴って生じるインパクト	共通KPI	定量	<ul style="list-style-type: none"> 共通KPIを設定し、ポートフォリオ全体のインパクトを測定 [KPIの例] <ul style="list-style-type: none"> 温室効果ガス排出量 物質のリサイクル量 新規雇用創出量、等 	<ul style="list-style-type: none"> ポートフォリオ全体で合算したKPIを報告
	個別KPI	定量+定性	<ul style="list-style-type: none"> 企業のオペレーションに伴う企業固有のインパクトを、企業に応じて設定したKPIを用いて測定し、かつ定性情報を加味してインパクトを評価 [KPIの例] <ul style="list-style-type: none"> 労働者のウェルビーイングに関する指標の改善、等 	<ul style="list-style-type: none"> 個社事例の紹介

注：図はあくまで代表的と考えられる取組みを整理したものであり、ここに掲載されていないその他の取組みが存在しないことを意味してはいない。

出所：各種資料及びインタビュー調査を基にニッセイアセットが作成

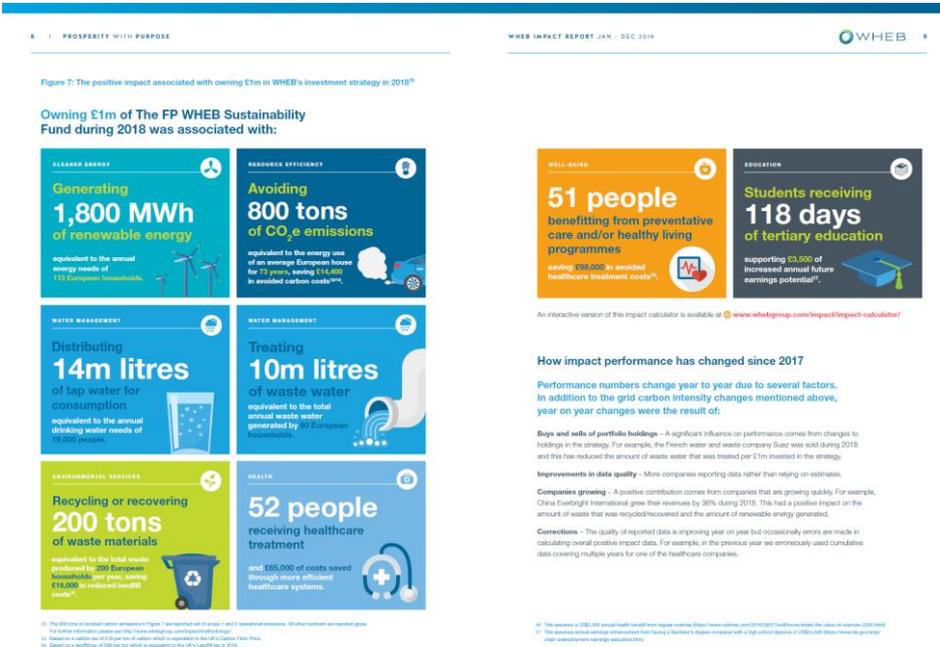
【機関投資家によるインパクト測定の事例（インパクト・レポートからの抜粋）】

■ インパクト・テーマ毎の測定・ケーススタディ



出所：Aberdeen Standard Investments “Global Equity Impact Fund: Annual Impact Report 2018” pp.10-11 より許諾を得て転載

■ ポートフォリオレベルでの測定・分析



出所：WHEB Asset Management “Annual Impact Report 2018” pp. 8-9 より許諾を得て転載

Box 3：インパクト測定のための指標カタログ「IRIS+」

IRIS+は、GIIN が手掛けている主要な活動の一つであり、投資家がインパクトの測定とマネジメントを行う際に活用可能な指標（KPI）のカタログを提供している。2020年3月時点で公開されている最新バージョン（IRIS 5.0）には、合計で594のKPIが収録されており⁴²、その一つ一つについて、定義や算出方法、そこからどのような示唆が得られるのかといったことが示されている。さらに、IRIS+が定義するインパクトのカテゴリー分類やテーマ分類との紐づけ、さらにはSDGsとの紐づけ、IMPの5つの次元（図表6）との紐づけ等がなされており、利用者は様々な切り口からKPIを探ることができるようになっている。

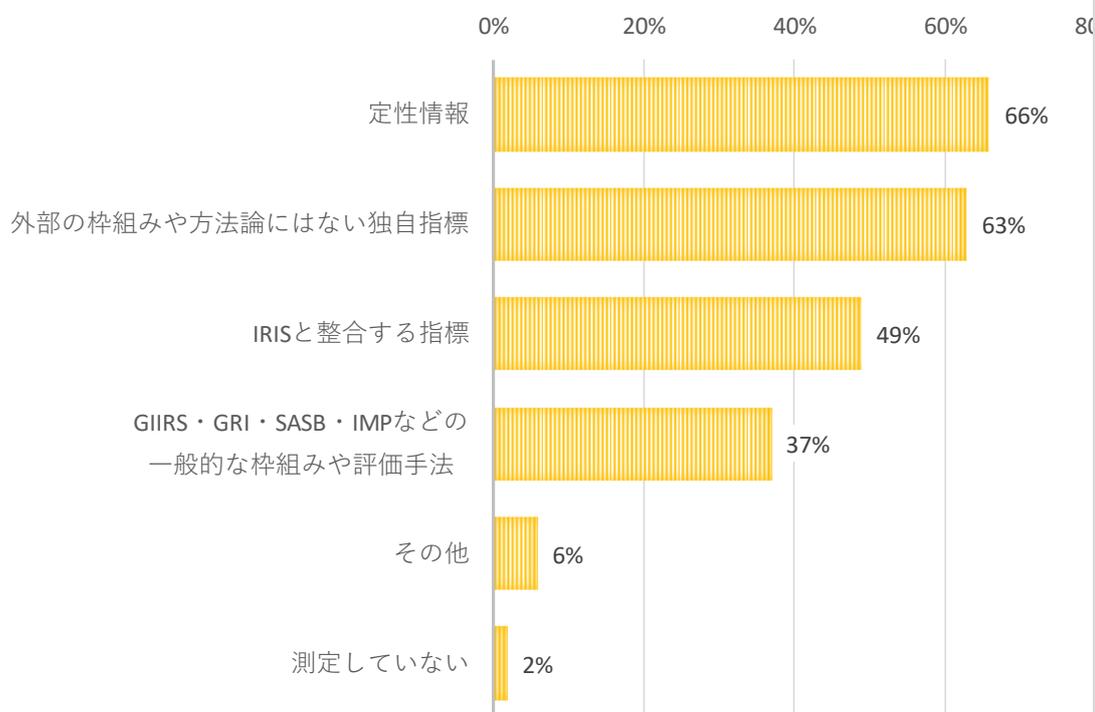
インパクト投資家によるインパクトの測定とマネジメントの方法について、GIINが実施した調査によれば、「IRISと整合する指標」を活用していると回答した投資家が49%に上っている（図表23）。多くの投資家が、IRIS+に収録されているKPI、あるいはそれと同等のKPIを活用していることが示唆される。なお、「IRISと整合する指標」とは別に、「外部の枠組みや方法論にない独自指標」を活用していると回答した投資家は63%に上っている。企業毎にインプットからアウトカムに至る経路が多岐にわたっていることに鑑みれば、IRIS+が提供するKPIを上手に活用しつつ、必要に応じて独自に定めたKPIを活用することが、投資先企業のインパクトの創出状況を的確に把握する上で重要だと考えられる。

また、同調査では「定性情報」の活用が66%と最も多くなっている。加えて、同調査によれば、「定性情報」と「外部の枠組みや方法論にない独自指標」を同時に選択した投資家が44%と最も多く、ついで多かった組み合わせが「定性情報」と「IRISと整合する指標」であったという（34%）。

KPI自体が同じ水準や変化幅であっても、その示唆するところはインパクトを受ける地球環境やステークホルダーが置かれている状況等によって異なる場合があることに鑑みれば、KPIの数値だけを持ってインパクト評価を完結するのではなく、定性情報とあわせながらインパクト評価が行われていることが推察される。

⁴² GIIN “Catalog Downloads” <<https://iris.thegiin.org/catalog/download/>>

図表 23：インパクト評価に活用する情報・指標等（複数回答可）



注：サンプル数：266 機関

出所：GIIN (2019b)を基にしてニッセイアセットが作成

Box 4：インパクト測定の方法論やツール等を開発する動き

企業や投資家に対し、投資先企業やポートフォリオのインパクトを測定するための方法論やツールを開発しようとする動きが広がっている。例えば、ケンブリッジ大学インスティテュート・フォー・サステナビリティ・リーダーシップ(CISL)が開発した「Investment Impact Framework」、UNEP-FI のポジティブ・インパクト・イニシアチブが開発を進めている「Impact Analysis Tool」、ドイツの大手化学メーカーBASF など複数の事業会社が立ち上げたNPO「バリュー・バランスング・アライアンス」(Value Balancing Alliance)による活動、ハーバード・ビジネス・スクール(HBS)の研究者らが推進する「インパクト・ウェイトド・アカウンツ・イニシアチブ」(Impact-Weighted Accounts Initiative)などがある(詳細は以下を参照。なお、あくまで代表的な活動を例示したものであり、網羅性を保証するものではない。)

なお、上記の活動とは別に、日本国内においても GSG 国内諮問委員会において、国内

の未上場企業ならびに上場企業を対象に、インパクト評価の実施と評価フレームワークの検証を行う実証プロジェクトが、2019年から2020年にかけて実施されている⁴³。

① CISL 「Investment Impact Framework」⁴⁴

ケンブリッジ大学インスティテュート・フォー・サステナビリティ・リーダーシップ (CISL) が開発した「Investment Impact Framework」は、投資家が個々の投資ファンドについて、そのインパクトを測定するための方法論である。具体的には、SDGsを基にして作成された6つのインパクト領域（「基本的欲求」「ウェルビーイング」「ディーセントワーク」「資源安全保障」「健全な生態系」「気候の安定」）について、それぞれインパクトを測定するための具体的な指標が提案されている。投資家はこれを用いて、単位投資当たりのインパクト（例えば100万ドルを投資した場合のインパクト）を定量的に測定することができる（図表24）。

なお、同フレームワークでは、6つの領域のそれぞれについて、インパクトを測定するための理想的な測定指標を示した上で、現時点においてデータの取得が容易で、実務的に測定可能な指標を合わせて提示している。理想的な測定指標は、現時点で直ちに適用することは困難であるが、企業による情報開示の充実化を含めて、今後の目指すべき方向を示すためのものとして示されている。

同フレームワークでは、インパクトの測定結果は6つの領域毎に示される。6つの領域はそれぞれ異なる性質を有していることから、領域毎に測定された指標を、領域を超えて合算し、あるいはオフセット（ある領域のマイナスを別の領域のプラスによって相殺）するといったことは課題があるとしている。

⁴³ インタビュー調査に基づく。

⁴⁴ University of Cambridge, Institute for Sustainability Leadership (CISL) (2019) “In search of impact - Measuring the full value of capital: Update: The Investment Impact Framework”

図表 24：インパクトの測定結果の例



出所：CISL(2019) pp.10

② UNEP-FI 「Impact Analysis Tool」⁴⁵

UNEP-FI は、同組織が推進している「ポジティブ・インパクト・イニシアチブ」(Positive Impact Initiative) における活動の一環として、「インパクト分析ツール」の開発を進めており、2020年3月時点でプロトタイプの導入マニュアルが公表されている。このツールの目的は、SDGsをベースに作られた22のインパクト領域毎に、企業活動に伴うポジティブなインパクトとネガティブなインパクトを把握することである(図表26)。

ツールは、企業個社の分析用に加えて、銀行の融資ポートフォリオの分析用の2種類の開発が行われている。これは同イニシアチブへの参加者が主に銀行であることと密接に関係していると考えられる。

なお、このツール自体にはインパクト測定に必要なデータは含まれていない。必要なデータは利用者側において用意した上で、ツールに入力して分析を行う必要がある。

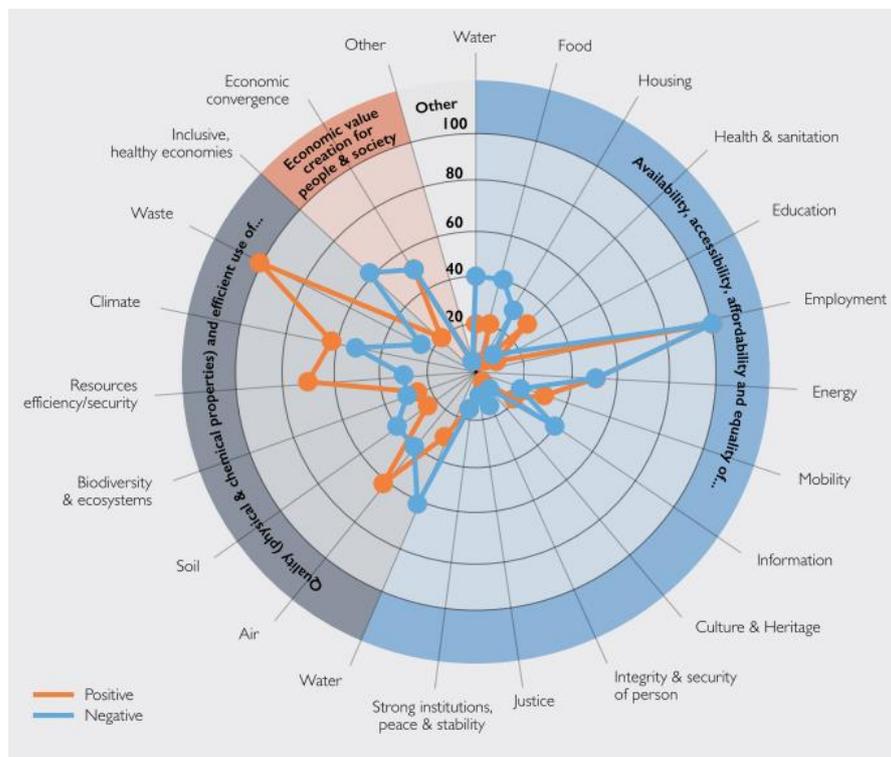
⁴⁵ UNEP-FI (2019) “Impact Analysis for Corporate Finance & Investments: Tool Prototype, Introduction Manual”

図表 25：UNEP-FI 「ポジティブ・インパクト・イニシアチブ」による主な活動

年	主な出来事
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> UNEP-FI が、銀行やその他の金融機関に呼び掛け、「ポジティブ・インパクト宣言」を公表。SDGs 達成に必要な資金不足を埋めるために、インパクトに基づく新しい新たな金融パラダイムが必要である旨などを指摘
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関やその他のステークホルダーによる、インパクト評価と管理に関する基本的考え方を定めた「ポジティブ・インパクト金融原則」を公表
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ビジネスに適用可能な形で SDGs の中核要素を捉え、そのインパクト領域を包括的に定めた「インパクト・レーダー」を公表 様々な金融手法や資産クラスにおいて、ビジネスプロセスと意思決定にインパクト考慮を組み込むためのガイダンスを定めた「モデル・フレームワーク」を公表
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> 上記の原則や、「インパクト・レーダー」によるインパクト領域の定義を踏まえ、企業のインパクトの特定・評価・監視のための「インパクト分析ツール」を開発（企業個社の分析用と銀行の融資ポートフォリオ分析用の 2 種類）

出所：UNEP-FI “Positive impact” <<https://www.unepfi.org/positive-impact/positive-impact/>>を基にしてニッセイアセットが作成

図表 26：インパクト・レーダー



③ バリュー・バランスング・アライアンス⁴⁶

「バリュー・バランスング・アライアンス」(VBA) はドイツの化学メーカーBASF や、自動車部品メーカーのボッシュ、スイスの製薬メーカーノバルティスなど、欧州・米国・韓国の大手企業 8 社によって 2019 年 6 月に設立された非営利組織である。同年 12 月には三菱ケミカルホールディングスも日本企業として初めて参画したことを発表しており⁴⁷、コアメンバー企業の 1 社として活動に関わっている。執行のトップである CEO には、BASF 出身のクリスチャン・ヘラー氏が就任している。VBA は、民間企業の実務家主導によるプロジェクトではあるが、後述するハーバード・ビジネス・スクール (HBS) の研究者らが推進する「インパクト・ウェイトド・アカウンツ・イニシアチブ」とも協力関係にあり、アカデミアの知見も積極的に取り入れようとしている。

VBA の主な活動目的は、企業活動に伴う地球環境や社会経済システムへの貢献 (インパクト) の測定手法と、それを活用した新たな会計基準の確立を目指すことである。同活動の特徴の一つはインパクトを測定した上で、それを金銭価値に換算することを重視している点である。資本主義経済におけるもっとも基本的な単位である金銭価値を用いてインパクトを表現することによって、インパクトの比較可能性を高めるとともに、企業の意思決定における活用等を促すことを狙いとしている。

VBA は、今後数年程度をかけて、インパクトの測定と金銭価値換算に関する方法論等の開発を進めていくとともに、グローバルへの浸透を目指して、政策当局等とも積極的に連携していくことを計画している。2020 年 2 月には欧州委員会より、ビジネスの環境面でのインパクトに関する管理会計の原則とガイドラインの開発に向けて資金提供を受けたことを発表している⁴⁸。

なお、VBA の活動を主導している企業の一社である BASF は、すでに、「Value-to-Society」と呼ばれる独自の方法論を用いて自社の環境面・社会面のインパクトを測定・金銭換算し、その結果を開示している⁴⁹。その他の参画企業においても同様の取組みや情報開示を行っているところが少なくない。VBA は、参画企業におけるこれまでの取組みの蓄積や知見を活かしつつ、より幅広い企業に適用可能な標準化された方法論の開発を目指していくものと予想される。

⁴⁶ Value Balancing Alliance <<https://www.value-balancing.com/>>

⁴⁷ 株式会社三菱ケミカルホールディングス (2019) 「新たな企業価値算出手法の確立をめざす 「Value Balancing Alliance」 に日本企業初の参画」 2019 年 12 月 9 日 <https://www.mitsubishichem-hd.co.jp/news_release/pdf/00867/00966.pdf>

⁴⁸ Value Balancing Alliance (2020) “The Value Balancing Alliance’s contribution to the EU Green Deal” <<https://www.value-balancing.com/press-releases/the-value-balancing-alliances-contribution-to-the-eu-green-deal/>>

⁴⁹ BASF “We create value” <<https://www.basf.com/global/en/who-we-are/sustainability/we-drive-sustainable-solutions/quantifying-sustainability/we-create-value.html>>

④ HBS「インパクト・ウェイトド・アカウンツ・イニシアチブ」⁵⁰

「インパクト・ウェイトド・アカウンツ・イニシアチブ」(Impact-Weighted Accounts Initiative) は、GSG や IMP との連携の下、ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授らの研究グループにより進められているプロジェクトである。「資本主義の再考」をキーワードに、企業や投資家の意思決定において、財務面だけでなく環境面や社会面のインパクトがしっかりと勘案されるべきであるとして、財務諸表にインパクトを金銭価値換算して反映するための方法論の開発が進められている。この開発は、IMP が提案する 5 つの次元 (図表 6) との整合性も意識した上で行われている。

同教授らは、すでに世界の大企業の少なくとも 56 社が、環境面や社会面におけるインパクトを何らかの方法で測定し、金銭価値に換算していることを指摘している (当該 56 社のうち、86% が環境面のインパクトの測定を、50% が雇用や社会面のインパクトの推計を、また 20% が製品・サービスによるインパクトを推計しているという。) ⁵¹。

同イニシアチブがこだわっている点は、インパクトの測定に加えて、それを金銭価値換算することである。これは、通常、売上高や利益などの金銭的価値尺度に基づいて行われる企業や投資家の意思決定を大きく変化させるためには、インパクトを別の尺度で測定して意思決定の場に持ち込むのではなく、インパクトも金銭的価値尺度で表すことが重要であるという考え方が土台にある。金銭価値に換算すれば、様々なインパクトを共通の尺度で直接比較することができる上、企業経営者や投資家にとって直観的に理解しやすく、かつ既存の経営分析ツールや財務分析手法に組み込むことが容易であるという思惑がある。

イニシアチブの活動は、本報告書を執筆している 2020 年 3 月時点ではまだ始まって間もないが、早速 2020 年 2 月には、製品・サービスのインパクトの測定と金銭価値換算を、いくつかの企業を対象に試行的に実施した結果を報告するワーキングペーパーが公表されている⁵²。今後、インパクトの測定と金銭価値換算の方法論についての研究がさらに進められていくものと考えられる。

3.5. インパクトレポートの発行

本調査でインタビューを行った上場株式におけるインパクト投資ファンドでは、3.4 で述

⁵⁰ Harvard Business School “Impact-Weighted Accounts” <<https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>>

⁵¹ Serafeim G., Zochowski T. R. & Downing J. (2019) “Impact-Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy”

⁵² Serafeim G. Trinh K. & Zochowski R (2019) “A Preliminary Framework for Product Impact-Weighted Accounts,” Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 20-076

べたような方法によるインパクトの測定結果を、定期的に開示するという取組みが広がっている。

こうしたインパクトレポートは、個々のインパクト投資ファンド（あるいは戦略が類似する複数のインパクト投資ファンド）を対象に、当該ファンドの投資先企業によるインパクトの創出状況や、当該ファンドにおけるインパクト創出を目的としたエンゲージメントの実施状況や成果等を報告するものとなっている。機関投資家全体の活動状況を報告するアニュアルレポートや、スチュワードシップ活動報告などとは異なり、あくまで個別のインパクト投資ファンドを対象としたレポートである点が特徴である。

インパクトレポートの発行頻度については、年次での発行としているところが大勢を占めているが、中には半期や四半期といったより高い頻度で発行している例も見られる。

ただし、インパクト測定に用いられる企業側の非財務情報の開示サイクルは基本的に年次であることから、年次以上の頻度で発行されているインパクトレポートは、ファンドにかかるインパクトの測定結果というよりも、直近報告期間における活動報告の色彩が強いものとなっている。

また、そもそも投資先企業を通じたインパクトの創出は短期的な時間軸で行われるのではなく、より長い時間を要することから、インパクトレポートを年次以上の頻度で発行する意義は必ずしも大きいものではないという指摘もある。

インパクトレポートで開示されている内容は、3.4で述べたように、そもそもインパクトに関する測定方法が多岐にわたっていることから、レポートの内容も多岐にわたっている。共通の KPI をポートフォリオ内の企業に適用してインパクトを測定している場合には、ポートフォリオレベルでの分析結果が報告されている場合が多い。一方、企業の個別性を重視したインパクト測定を行っている場合には、ポートフォリオレベルでの分析がそもそも困難であることから、インパクトレポートでは、保有割合の高い企業や、顕著なインパクトの創出がみられた企業など、個別事例の解説に多くのページが割かれる傾向がみられる。

なお、エンゲージメントについては、とりわけ企業との対話が継続中のものについては、詳細に情報開示することが難しいといった声や、インパクト評価に用いている KPI 自体が独自のノウハウである場合には、ビジネス上の理由から詳らかに開示することが難しいといった声もあった。

3.6. 上場株式投資の付加性とエンゲージメントの役割

第2章の図表7で述べたように、インパクトは企業の活動に伴って生じるものであるが、投資家は投資先企業の活動に影響を及ぼすことを通じて、間接的にインパクトの創出に影響を及ぼすことができる。企業が生み出しているインパクトのうち、投資家の投資行動による上乗せ部分（言い換えれば、投資家によるその投資行動がなければ生じなかったであろう

部分)は、投資家の「付加性」(Additionality)という言葉で表現されることが多い。そして、この付加性こそがインパクト投資家が有する最も重要な意義の一つであるという主張も少なくない。

IMPは、投資家が企業によるインパクト創出に貢献する経路として、図表27の4つの経路があると整理している。

図表27：IMPによる投資家によるインパクト貢献の経路についての整理

上場株式投資との親和性	投資家がインパクト創出に貢献する4つの経路	具体的内容
実践可能	① 投資家として測定可能なインパクトを重視しているというシグナルを市場に向けて発する	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 株式売買を通じた株価形成への影響を通じたシグナル ➤ 新しい運用戦略や運用商品の設定を通じたシグナル
	② 投資先企業に積極的に関与する	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 企業との対話(エンゲージメント)を通じて、企業によるインパクト創出を促進する ➤ 取締役を派遣するとともに、ハンズオンで経営支援を行う
未公開市場に比べると限定的な実践余地	③ 活動資金・成長資金を供給する	➤ 大きなインパクト創出と魅力的な金銭的リターンが見込まれる事業機会の獲得を目指す企業活動に対して、必要な活動資金を供給する
	④ 柔軟性の高い資本(忍耐強い資本)を供給する	➤ 大きなインパクト創出のためなら市場平均リターンを下回ることを許容することができる資本を提供する

注：IMPは、「④柔軟性の高い資本(忍耐強い資本)を供給する」は、「③活動資金・成長資金を供給する」の一部であるとともに、③及び④は「①投資家として測定可能なインパクトを重視しているというシグナルを市場に向けて発する」の一部、また、「②投資先企業への積極的に関与する」は、①から③と同時に実施することが可能であると整理している。
出所：IMP(2019)“Investor contribution in public and private markets: Discussion document”を基にしてニッセイアセットが作成

第1の経路は、投資家としてインパクトを重視しているというシグナルを市場に向けて発することによる貢献である。例えば、資産規模の大きい機関投資家の投資行動は、メディア等でも取り上げられることも多く、企業からも注目されることが少なくない。投資家によるシグナルに反応して企業の行動が変容することにより、企業によるインパクト創出状況に変化が生じることは十分に考えられる。

第2の経路は、投資家が投資先企業により直接的に働きかけることによる貢献である。いわゆるエンゲージメントと呼ばれる行為であり、企業行動に及ぼす影響力は、シグナルを市

場に向けて発する以上に大きくなる傾向にあることが予想される⁵³。

第3及び第4の経路は、いずれも企業の活動に必要な資金を供給することによる貢献である。インパクトを生み出す企業活動に対して、その活動資金を供給することが投資家によるインパクトの創出であるという主張は直感的にも分かりやすいが、仮にその投資家が活動資金を供給しなかったとしても、その企業が別の投資家から活動資金を容易に調達できていたとしたら、それを投資家もたらした変化と捉えるかどうかは議論の余地がある、という見方もある（すなわち、活動資金が不足している領域に活動資金を回してこそ、投資家によるインパクトの創出であるという見方である。）。

いずれにせよ、IMP や実務家の多くは、上場株式投資を通じて投資家がインパクトの創出に貢献するのは、主に第1または第2の経路を通じてであり、第3及び第4の経路は、本調査が焦点を上げる上場株式投資においては、未上場株式への投資等と比べると実践余地が限られると捉えている。上場株式投資においては、公募増資などの場合を除けば、セカンダリーマーケットでの株式の売買が中心であり、インパクトを生み出している企業の株式を所有しているという意味において、当該インパクトの一部はその株主によるものだという見方も一部にはあるものの、企業によるインパクト創出活動に対して追加的に活動資金を提供して貢献しているわけではない、というのがこうした捉え方の主な論拠である。

本調査でインタビューを行った上場株式におけるインパクト投資ファンドにおいては、とりわけ第2の経路であるエンゲージメントが重要視されていた。ただし、エンゲージメントの効果測定に関しては、投資家による明確な貢献（付加性）を何らかの方法により測定して示すことがインパクト投資と呼ぶための前提条件だという考え方と、効果測定は事実上困難であり、むしろポジティブかつ明確なインパクトの創出が著しい企業（インパクトフルな企業）を見つけ出し、そこに厳選して投資をすることが、上場株式におけるインパクト投資ファンドとしての価値だという考え方が混在していることが分かった。後者の立場に立てば、エンゲージメント自体は重要であるものの、その効果の測定には大きな焦点があたらないことになろう。

なお、本調査のインタビュー調査では、責任投資や ESG 投資における一般的なエンゲージメントでは、ポートフォリオの価値棄損を防ぐことを目的に ESG リスクへの対応を企業に求めるエンゲージメントが多いのに対し、インパクト投資におけるエンゲージメントは、企業によるインパクト創出に向けた取組みの強化を促していく「応援型」のエンゲージメントが多いという指摘があった。そもそもインパクトの創出に関する関心や意欲に乏しい企業の経営陣に対して、エンゲージメントを通じてインパクトの創出を促すことは容易ではなく、むしろ、インパクトの創出に何らか取り組んでいる企業や、あるいはその兆しのある

⁵³ Kölbel *et al.* (2019)は、投資家がインパクトを創出する経路として①エンゲージメント、②キャピタルアロケーション、③間接的インパクトの3つがあると整理したうえで、先行研究においてはエンゲージメントによる影響が最も支持を集めている一方、キャピタルアロケーションによる影響は部分的、また間接的インパクトは実証的なエビデンスに乏しいと指摘している（Kölbel, J., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2019) “Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact”）。

企業に対し、取組みの進化や加速を促していく方が、効果がより生まれやすいという指摘である。

加えて、実務面では、エンゲージメントが3.4で述べた投資先企業のインパクトの測定のために事実上不可欠であるという指摘も多く見られた。インパクトの測定に必要な情報は必ずしも十分に開示されておらず、エンゲージメントを通じて情報を入手する、あるいはその開示を促しているという指摘である。インパクト投資ファンドの中には、インパクト評価に必要なデータを入手するために、上場会社に対して質問票調査を行っている例も見られた。

Box 5：「スチュワードシップ理論」⁵⁴とインパクト投資におけるエンゲージメント

企業の所有者である株主と企業経営者の関係は、コーポレート・ファイナンス研究における中心的な研究対象の一つである。両者の関係を分析する際に、最も一般的に用いられている理論は「エージェンシー理論」と呼ばれ、同理論に基づけば、株主（プリンシパル）から委任されている経営者（エージェンシー）が、株主の利益ではなく、自己の利益の最大化を優先した行動をとってしまうという問題が導かれる。この問題は、株主と経営者の利害が一致しないことに由来するものであり、この問題を解消するための処方箋（例えば、経営者のインセンティブ制度や、株主が経営者を監視する仕組みの在り方）について様々な研究が行われている。

他方で、「エージェンシー理論」では説明することが困難な現象が、現実の株主と企業経営者の関係に見られることがあり、両者の関係を別の理論的立場から検討しようという流れも存在する。それは「スチュワードシップ理論」と呼ばれており、株主や経営者を、処遇などの外発的報酬に動機づけられ、自己利益の最大化のみを追求する存在として捉えるのではなく、自己実現や達成など内発的報酬に動機付けられ、集団の利益に奉仕する存在として捉える点が特徴である。

2.2で確認したように、金銭的リターンの追及に加えて、環境面や社会面へのインパクトを創出するという意図を有することがインパクト投資家であることの要件の一つであることを踏まえると、「エージェンシー理論」が想定する自己利益の最大化のみを追求する投資家像はインパクト投資家にはあてはまりにくく、むしろ「スチュワードシップ理論」が想定する投資家像の方がより親和性が高いと考えられる。

先行研究によれば、エンゲージメントの成否には、投資家と経営者が、それぞれ「エー

⁵⁴ Box 5の作成にあたっては、柏木仁(2005)「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論—理論の解説、先行研究の整理、今後の研究の方向性—」『経営行動科学』第18巻第3号235-244頁、木下靖朗・森田充(2019)「企業経営者とのエンゲージメントを担うバイサイドアナリストの役割—いかにして経営者との相互スチュワードシップ関係を構築するのか—」『証券アナリストジャーナル』第57巻第12号26-38頁を参照した。

ジェント型」なのか、「スチュワード型」なのか、その組み合わせが重要だという。具体的には、株主と経営者がともに「エージェント型」を選択する場合、あるいは両者がともに「スチュワード型」を選択する場合は、株主・経営者がともに満足する結果がえられる望ましい組合せとされ、前者の場合は、潜在的なコストの最小化、後者の場合は潜在的なパフォーマンスの最大化という帰結が導かれる。逆に、両者の選択が一致しない場合、株主もしくは経営者のいずれかが不満を抱く結果になるという。

この理論的分析を当てはめると、「スチュワードシップ型株主」であることが予想されるインパクト投資家のエンゲージメントが奏功するためには、企業経営者の側も企業価値の向上に加えてインパクトの創出という内発的動機を持つ「スチュワード型経営者」としてふるまうことが重要であり、インパクト投資家は投資先企業との信頼関係を構築しながら、企業によるインパクト創出活動をサポートしていくようなエンゲージメントが望ましいことが推察される。

以上は、あくまで理論に基づく考察に過ぎないが、上場株式投資におけるインパクト投資活動に事実上必須ともいえるエンゲージメントの在り方に対し、一つの視座を提供してくれるものといえる。

4. 上場株式投資におけるインパクト投資活動の多様性と要素分解フレームワーク

上場株式におけるインパクト投資活動の多くは、GIINがインパクト投資の要件として挙げているように（図表9）、金銭的リターンの追及とともにインパクト創出に関する明確な「意図」を有し、かつ、インパクトの創出状況を投資家自らが何らかの方法によって「測定」し、顧客投資家や一般向けにインパクトレポートの形で「報告」することが行われているが、ここまで見てきたように、その背後にある考え方や、実践にあたっての方法は機関投資家によって様々に異なっている。

ここでは、こうした多様性についての理解を深めるため、図表28に示すとおり、上場株式におけるインパクト投資活動の考え方や方法を要素分解して捉えるフレームワークを提案する。具体的には以下8つの要素に分解している（なお、本フレームワークは、各要素について、その良し悪しを評価するものではない。）。

要素1：金銭的リターンとインパクトの優先順位

インパクト創出と金銭的リターンの獲得は、ポジティブな関係にある可能性が指摘されているものの、すべての場合に当てはまるとは考え難い。インパクト投資活動において両者にトレードオフが生じる場合に、金銭的リターンを優先するのか、それともインパクト創出のために金銭的リターンの一部を諦める場合があるのかについては、ファンド毎に考え方が異なるものと考えられる。

要素2：インパクト投資活動のゴール

インパクト投資活動のゴールについては、投資先企業のネガティブなインパクトの低減を狙うものから、より能動的にポジティブなインパクトの最大化を追求するものまでさまざまなインパクト投資活動が想定される。

なお、ネガティブなインパクトについては、企業にとって評判上あるいは規制上のリスクにもなり得ることから、リスク・リターンの改善のためにESG要因を考慮する一般的なESG投資においても、エンゲージメント活動等において取り上げられる場合が少なくないものと推察される（すなわち、目的は違えど、結果としてESG投資家と同じような投資行動が行われている場合があると考えられる。）。

要素3：インパクト・テーマ

インパクト投資ファンドにおいては、貢献を目指すテーマをあらかじめ明確化した上で、ファンドへの投資を募るという形態が一般的である。インパクト・テーマについては、すでに世界の幅広い関係者の間で共有されているSDGsへの貢献をより重視するものから、よ

り固有のイシューの解決への貢献を目指すものまで、幅広いファンドが存在すると考えられる。

要素4：付加性についての捉え方

上場株式投資におけるインパクト投資活動においては、エンゲージメントが果たす役割の重要性については幅広く認識されているものの、エンゲージメントによって投資先企業を通じてどのようなインパクトを生み出したのか（付加性）を、何らかの方法により測定して示すことがインパクト投資と呼ぶための前提条件だという考え方と、エンゲージメントの効果測定は事実上困難であり、むしろポジティブかつ明確なインパクトの創出が著しい企業（インパクトフルな企業）を見つけ出し、そこに厳選して投資をすることが、上場株式におけるインパクト投資ファンドとしての価値だという考え方が混在している。

要素5：着目するインパクトの発生源

インパクト投資家が、投資先企業における製品・サービスの供給を通じたインパクトに着目するのか、それとも投資先企業のオペレーションに伴うインパクトに着目するのか、あるいはその両方に着目するのかはファンドによって様々である。なお、本調査がインタビューを行った機関投資家においては、ポジティブ・ンパクトの増進がより意識されており、かかる観点から製品・サービスの供給によって生じるインパクトに着目するところが多かった。

要素6：インパクト測定のアプローチ

インパクト測定のアプローチについては、共通 KPI を設定した上で、ポートフォリオレベルでの分析を行うことを重視する投資家と、企業毎の個別性を重視し、一社一社アナリストが個別にインパクトの測定を行うことを重視する投資家がそれぞれ存在しており、多様な取組みが行われている。

なお、共通 KPI を用いたポートフォリオレベルでのインパクト測定に関しては、インパクト投資ファンドであるか否かにかかわらず、ポートフォリオのカーボンフットプリントに関する分析や、ポートフォリオの構成とパリ協定に基づく 2°C 目標との整合性に関する分析など、様々な分析が投資家において行われ、また投資家に対して実施が要請されるようになってきている。

要素7：運用のスタイル

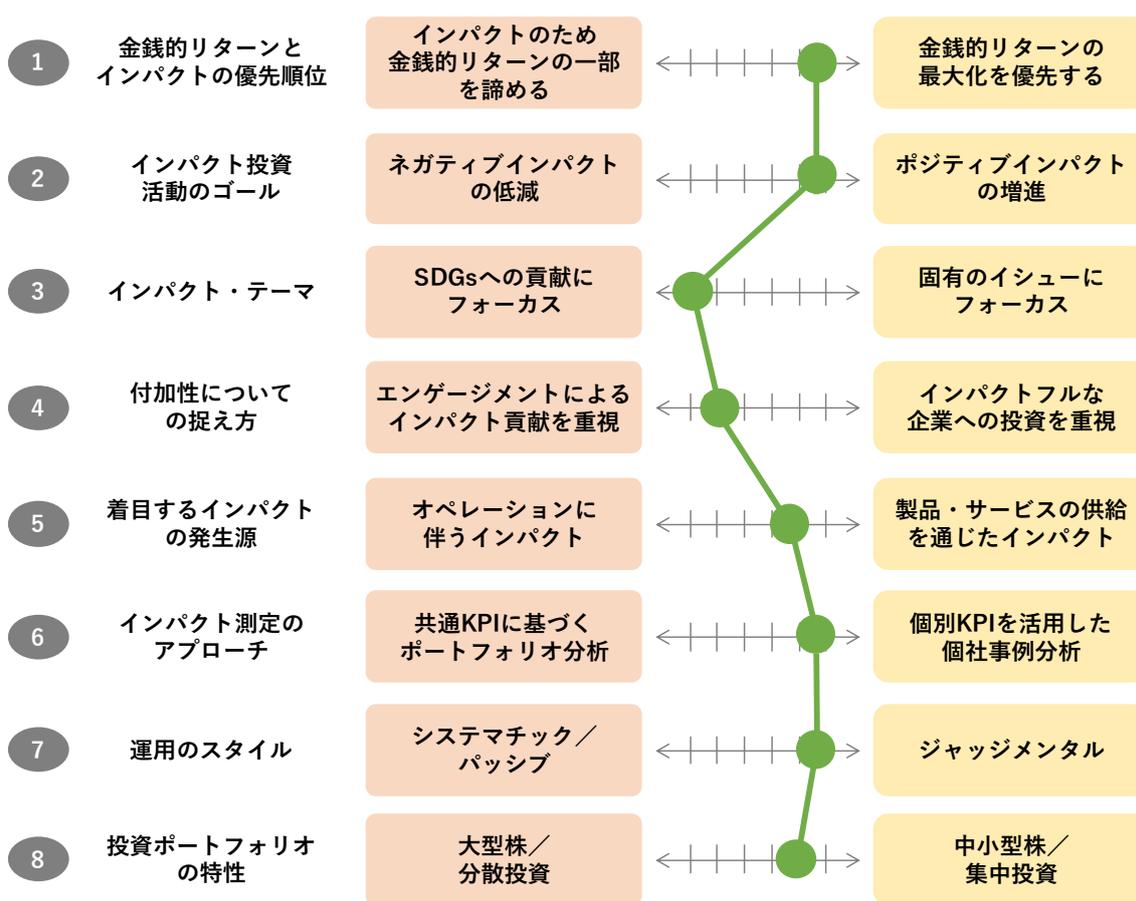
本調査がインタビューを行ったインパクト投資ファンドはいずれもアクティブ運用のファンドであった。すなわち、最終的にはポートフォリオマネージャーによって投資する企業がジャッジメンタルに決定されているものと考えられる。しかし、理論的にはインパクトに関する何らかの数量化したデータを用いてシステムチックに投資先を決定する方法や、パッシブ運用の形態でインパクト投資を行うということが必ずしも排除されるわけではない

と考えられる。

要素8：投資ポートフォリオの特性

本調査がインタビューを行ったインパクト投資ファンドにおいては、特定のインパクト・テーマとの関係が捉えやすい、ビジネスモデルが比較的シンプルな中小型の企業に集中的に投資する傾向にあるファンドが複数存在しているが、潜在的なインパクトの規模（スケラビリティ）の観点から言えば、大型株への投資や、分散をより効かせたポートフォリオを構築することも行われて然るべきであろう。今後、上場株式投資におけるインパクト投資活動の拡大とともに、より多様なポートフォリオ特性を持つファンドが出てくることは十分に想定される。

図表 28：上場株式投資におけるインパクト投資活動の要素分解フレームワーク



注：緑色の線はサンプルとして表示したものであり、実際のファンドを示したものではない
出所：ニッセイアセットマネジメント

インパクト投資は、何らかの環境 (E) や社会 (S) に関する要素、さらにはインパクトの

創出に向けたガバナンス態勢 (G) を考慮して行われる投資であるという意味において ESG 投資の一部と捉えることができるが、ESG 投資の中の特殊な一形態としてインパクト投資を捉えるのは、やや矮小化しすぎた捉え方といえる。8つの要素分解フレームワークにおいて確認したように、一口に「上場株式投資におけるインパクト投資活動」といっても、その内容は様々に異なっており、多様性が存在するからである。

将来的には、業界標準的な取組みが徐々に形成され、デファクト・スタンダード化する可能性もあるが、少なくとも現時点においては、インパクト投資活動を必要以上に画一的な枠にはめて捉える必要はないものと考えられる。むしろ、様々なインパクト投資家が創意工夫を競い合うことの方が、インパクト投資活動の今後の発展にとって重要ではないだろうか。同時に、ユニバーサル・オーナーと呼ばれるような巨大な公的年金から個人投資家に至るまで様々な投資家層の関心をさらに惹きつけるためには、様々なニーズの受け皿となり得る多様なインパクト投資活動が展開され、幅広い知見の蓄積が進んでいくことが重要になってくるものと考えられる。

5. 上場株式投資においてインパクト投資活動を実践する上での課題と方向性

最後に、本調査を通じて浮かび上がった、投資家が上場株式投資においてインパクト投資活動を実践するうえでの課題と考えられる今後の方向性について述べる。

① インパクト測定に必要な情報開示の不足

本調査が行ったインタビューにおいて最も指摘が多かった課題は、投資先企業が生み出しているインパクトの測定に必要なデータが、現状では十分に入手することが難しいという点である。インパクトの測定に必要なデータは、投資先企業による非財務情報の開示に大きく依存しているが、その多くは企業による任意開示であることから、企業によって開示情報の充実度合いが様々である。共通 KPI を用いてポートフォリオレベルでインパクトを測定しようとする投資家の場合は、情報開示がない企業については推計値で代替して測定が行われているのが実態である。そのため、企業に対して情報開示すべき指標等を示す共通のガイドラインや指針等の必要性を指摘する声も一部から挙がっている。

3.4 で述べたように、インパクト投資ファンドにおいては、「企業が提供する製品・サービスの供給によって生じるインパクト」に注目する投資家が少なくないが、製品・サービスが生み出すインパクトは、製品・サービスの性質やその提供先等によって様々に異なることから、情報開示に関するガイドライン等で一律にそれを示すことには一定の限界があると考えられる。現実的には投資家は、個々の投資先企業に対する取材やエンゲージメントを通じて、必要なデータを個別に入手し、あるいはその情報開示を促していくという姿勢が求められると考えられる。

他方、「オペレーション（操業）に伴って生じるインパクト」に関しては、製品・サービスほどには企業毎の個別性が高くないと考えられることから、ある程度は共通的に指標を示すことが可能であると考えられる。事実、2020 年 1 月のダボス会議に合わせて世界経済フォーラムが公表したディスカッションペーパー「*Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*」⁵⁵のように、企業が共通して開示すべき KPI 等を明確化しようという動きがでてきている。こうした議論が活発化することは、インパクト投資家の活動にとってもプラスに作用することが期待される。

② 事業を多角化させている大企業についてのインパクト測定

インパクト投資活動においては、投資先企業が生み出すインパクトを定期的に測定し、そ

⁵⁵ World Economic Forum (2020) “*Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*,” Consultation Draft

の結果を報告することが求められている。上場株式投資においては、企業の規模が大きく、かつ様々な事業を営んでいる企業全体のインパクトをどのように測定するかという点が課題であるという指摘が多い。

本調査でインタビューを行ったインパクト投資ファンドにおいては、各ファンドが定義するインパクト・テーマに対して高い貢献が期待される製品・サービスが、その企業の売上の主要な部分を占めている企業に着目するケースが多く見られた。こうした企業は、特定の製品・サービス領域に特化する企業が多く、またその企業規模も、上場会社の中では中小型と呼ばれるような相対的に小さい企業が多い傾向にあるという。そのため結果として、事業内容が比較的シンプルで、インパクトの測定が相対的に容易な中小企業にインパクト投資家の資金が集まりやすいという現状が示唆される。とはいえ、創出されるインパクトの規模（スケーラビリティ）の観点から言えば、事業を多角化させている大企業が実質的に投資対象から抜け落ちてしまうということは、必ずしも望ましいこととは言えないだろう。

足許ではバリュー・バランスング・アライアンスや、インパクト・ウェイトド・アカウント・イニシアチブのように（Box 4 参照）、事業を多角化させている大企業を含めて、インパクトを測定するための方法論の開発や標準化を目指す動きが広がっている。こうした動きは、上場株式投資におけるインパクト投資活動にとっても重要になってくる可能性がある。インパクト測定の実務において、事業を多角化させている大企業をどのように扱っていくべきかについては、今後、さらなる検討が必要といえる。

③ 将来のインパクト創出可能性に関する評価

インパクト投資活動においては投資先企業のインパクトを測定することが求められるが、現時点で行われている測定にかかる取組みの多くは、あくまで直近時点のスナップショットを把握するものや、あるいは過去から直近時点までに生じたインパクトを測定するものであって、今後その企業がインパクトをさらにどのくらい生み出すことが期待されるか、という将来性を評価するものには必ずしもなっていないという指摘がある。

長期のファンダメンタルズ投資家が、将来の企業価値向上の可能性に着目して投資判断を行うのと同様に、インパクト投資家が将来のインパクト創出の可能性により目を向けることは重要だと考えられる。そのためには、足元のインパクトの創出状況を示す KPI をモニタリングするだけでなく、企業におけるインパクト創出活動の事業としての持続可能性や高度化を支える戦略やガバナンスを評価するといった視点が重要であろう。投資家が投資先企業の将来のインパクト創出可能性をどのように評価することがより効果的なのか、今後、事例やベストプラクティスの蓄積が進んでいくことが期待される。

④ インパクト創出と金銭的リターンとの関係に関する実証分析の蓄積

本調査がインタビューを行ったインパクト投資ファンドは、いずれも金銭的リターンの最大化を重視しており、個人投資家やアセットオーナーに対して、中長期的に魅力的な金銭的リターンを提供することを謳うファンドが大勢を占めている。

インパクトの視点を投資判断のプロセスに組み入れることによって中長期的に高い金銭的リターンが期待される理由として最も多いのは、地球環境問題や社会的課題の解決に貢献する製品・サービスへのニーズは高く、企業にとって魅力的な事業機会になり得るという指摘である。もちろん、地球環境問題や社会問題の解決に貢献する製品・サービスがすべからずビジネスとして成功するわけではないが、インパクトの観点からの企業分析に加えて、いわゆるファンダメンタルズ分析を合わせて行い、金銭的リターンの観点からも魅力的な投資先企業を峻別して投資することによって、インパクト創出と魅力的な金銭的リターンの同時実現が可能となる、といった指摘がみられる。

上記の主張自体は論理的ではあるものの、地球環境問題や社会的課題の解決に貢献する（すなわち、大きなインパクトを創出する）製品・サービスを手掛ける企業が、財務パフォーマンスの点においても優れる傾向にあるのか、あるいは、インパクト投資ファンドの実際のパフォーマンスが、通常のアクティブ運用のファンドや ESG 投資ファンドと比べてどのような特性を持つのかについては、今後データやトラックレコードの蓄積を待ちつつ、実証的に検証されていくことが期待される。実証的なエビデンスが充実することは、インパクト投資市場の今後の健全な発展の観点からも重要だと考えられる。

⑤ インパクト創出に向けたエンゲージメントの在り方とその実施状況報告の在り方

上場株式投資におけるインパクト投資活動においては、セカンダリーマーケットでの株式の取得が、投資先企業のインパクト創出活動に対して直接、活動資金を提供するわけではないという性格上、3.6 で述べたように、株主の立場から投資先企業にエンゲージメントすることを通じて、投資先企業のインパクト創出活動に影響を及ぼすことが重要だという認識が広がっている。

しかしながら、リスク・リターンの改善を目的として行う ESG に関するエンゲージメントと、インパクト創出に向けて行うエンゲージメントは、(重複するところはあるかもしれないが) 基本的には目的が異なる活動であり、両方を実施するためには相応の人的リソースが必要と考えられる。現時点では、上場株式のインパクト投資におけるエンゲージメントの重要性の認識の広がり比べると、実際に行われているエンゲージメントの内容は、インパクト測定に必要なデータの開示や提供を求めるエンゲージメントも多く、それ自体は重要であるものの、インパクト創出に対する投資家としての貢献という点ではやや間接的といえる。インパクト創出により効果的なエンゲージメントの在り方については、今後、事例やベストプラクティスの蓄積が強く望まれる。

それと同時に、エンゲージメントの実施状況やその結果をどのようにインパクトレポー

トにおいて開示することが効果的かという点についても、今後議論が高まっていくことが重要と考えられる。そもそもエンゲージメントは、それが投資先企業によるインパクト創出状況にどのような影響を及ぼしたのか、どのようなインパクトを追加的に生み出すことができたのか、について科学的に検証することが極めて困難である（この事実は、インパクト創出に向けたエンゲージメントにかぎらず、スチュワードシップ活動として一般的に行われている企業価値の向上や棄損防止に向けて行われるエンゲージメントについても同様である。）。

そのため、インパクト投資ファンドが実践することができる現実的な取組みは、エンゲージメントの実施状況やその結果だけでなく、エンゲージメントにあたっての考え方や実施体制、あるいはそのプロセスを含めて、個人投資家やアセットオーナーに対して丁寧に開示し、説明することであろう。同時に、個人投資家やアセットオーナーの側にも、こうした開示や説明を十分に精査し、インパクト創出に向けたエンゲージメントに真摯に取り組んでいる、あるいはインパクト創出への貢献がより期待されると判断するインパクト投資ファンドを取捨選択していこうとする姿勢が求められると考えられる。

⑥ インパクト・ウォッシングへの対応とインパクト投資としてのインテグリティ

本調査のインタビューでは、足元でインパクト投資活動が活発化する一方で、インパクトの創出や、その測定とマネジメント等を十分に行っていないファンドが、単なるマーケティングの目的で「インパクト投資」を標榜する「インパクト・ウォッシング」によって、インパクト投資ファンド全体のインテグリティが損なわれることを懸念する声が多数聞かれた。

投資のプロセスにおいて、地球環境問題や社会的課題の解決に向けた貢献を志向するインパクト投資は、何らかの環境（E）や社会（S）に関する要素、さらにはインパクトの創出に向けたガバナンス態勢（G）を考慮する投資であるという点において、ESG投資の部分集合だと考えられるが、インパクト投資とESG投資は、インパクト創出を目指すという「意図」や「インパクトの測定・報告」によって区別されている（2.2参照）。

とはいえ、「意図を有している」旨を機関投資家が自称することは比較的容易であり、かつ、あまり手間をかけずに何らかのKPIを用いて簡易なインパクト測定を行うことも可能だと考えられる。したがって「意図」や「インパクトの測定・報告」は、インパクト投資ファンドのインテグリティを高めるための必要条件ではあるかもしれないが、十分条件とは必ずしも言えないと考えられる。究極的には、インパクト投資ファンドとして“本当に”インパクトの創出に貢献することができているのか、という点が問われてくるのではないだろうか。

インパクト投資ファンドとしてのインテグリティを高めていくためには、アウトプットとアウトカムの違いをはっきりと意識したうえで（2.1参照）、どういう領域においてどのようなインパクトを生み出している（と考えている）のかを報告することにとどまらず、ど

ういう基準やプロセスによって企業を評価・モニタリングしているか、どのような方法や体制によってエンゲージメントを行っているのかといった点についても透明性を高めていくことが今後ますます重要になってくるものと考えられる。

6. 結びにかえて

本調査は、上場株式投資におけるインパクト投資活動に焦点をあて、欧米の主な機関投資家が実践している多岐に渡る取組みの全体像を整理してまとめるとともに、調査を通じて浮かび上がった課題を整理したものである。

インパクト投資は、それ自体も歴史が浅いが、その中でも上場株式という資産クラスへの投資を通じて行われるインパクト投資活動は、実務・研究の両面において蓄積が未成熟な、とりわけ新しい領域である。

しかしながら、SDGsを達成するためには、国際機関や政府機関、市民社会、民間企業など幅広いステークホルダーによる取組みが重要だとされており、上場会社が果たすべき役割は相応に大きいものと考えられる。そして、上場会社に果たすべき重要な役割があるとなれば、上場会社が創出するインパクトに着目して投資を行うインパクト投資家にもまた大きな役割があるものと考えられる。

今なお発展途上にある上場株式投資におけるインパクト投資活動の今後の健全な発展に向けて、本報告書の内容が、政策担当者や実務家、その他関係者にとって今後の活動の道しるべの一つとなれば、本報告書の所期の目的は達成されたものと考えている。

最後になるが、本調査の委託元である金融庁、ならびに本調査の一環として行ったインタビュー調査に対して、忙しい実務や研究の合間をぬって惜しめない協力をしてくださった関係者各位に感謝を申し上げます。

本報告書は、金融庁の委託調査研究として、ニッセイアセットマネジメントのスタッフにより執筆されました。

ニッセイアセットマネジメントは、関東財務局長（金商）第 369 号金融商品取引業者であり、一般社団法人投資信託協会会員及び一般社団法人日本投資顧問業協会会員です。

ニッセイアセットマネジメントは、本報告書を信頼性が高いと判断する情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性等を保証するものではありません。

本報告書に記載されている内容は、金融庁の見解を示すものではありません。

本報告書に関わる権利は引用されている部分を除き金融庁に帰属します。

金融庁委託調査研究

「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」

制作：

ニッセイアセットマネジメント株式会社

〒100-8219 東京都千代田区丸の内 1-6-6 日本生命丸の内ビル

電話 03-5533-4000（代表）

URL <https://www.nam.co.jp>
