



「ESG情報開示実践セミナー」

インパクト投資の潮流と展望

2024年11月

Nippon Life Global Investors Europe Plc

Head of ESG

林 寿和

※本資料の一部およびすべてを複製、転載または配布、印刷など、第三者の利用に供することはお控え下さい。
※本資料ならびに発言内容のうち、意見にかかわる部分は、所属組織の見解ではなく、すべて個人的見解です。

インパクトとは何か

- 「インパクト創出」とは、「アウトカム（ある集団の人々のウェルビーリングの水準、または自然環境の状態）を望ましい方向に変化させること」と一般的に捉えられている
- ネガティブインパクトと区別するために、ポジティブインパクトと表記する場合もある

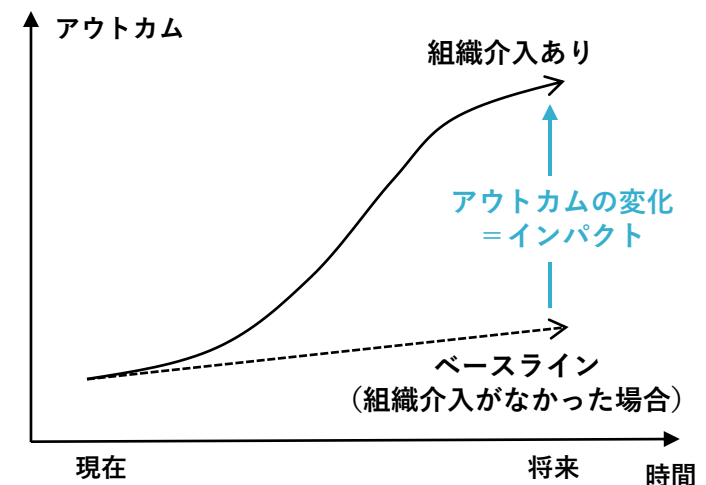
インパクト・マネジメント・プロジェクト (IMP)による定義 (世界の市場関係者によく知られている代表的な定義)

- インパクトとは、組織によって引き起こされる **アウトカムの変化** のことである。
- インパクトには、ポジティブなものとネガティブなもの、意図的なものと意図的でないものがある。
- アウトカムとは、ある出来事や行動の結果として生じる、ある集団の **人々のウェルビーリングの水準、または自然環境の状態** のことである。

注：IMPは、2016年から21年にかけて、インパクトの測定・管理・報告に関する世界的な合意形成に向けて活動した

出所：Impact Frontiers ウェブサイト (<https://impactfrontiers.org/norms/>) より抜粋。講師による仮訳

インパクトのイメージ図



インパクトは企業活動のあらゆる側面から生じうる

- 大きくは製品・サービスの「生産活動に由来するもの」と「消費に由来するもの」に大別される
- 経済学における「生産における外部性」「消費における外部性」と呼ばれるもの（いわゆる波及効果）もインパクトに含まれる

一般的な製造業のバリューチェーン



【生産活動に由来するインパクト】

- 生産活動に伴う、自社及びサプライチェーン上の労働者等の効用の増加（賃金や対価の支払い、技能の向上、等）
- 生産活動に伴う、その他のステークホルダーの効用の増加（地域経済への波及効果、等）
- 生産活動に伴う、自然環境への影響、等

生産における外部性（Externalities in production）を含む

【消費に由来するインパクト】

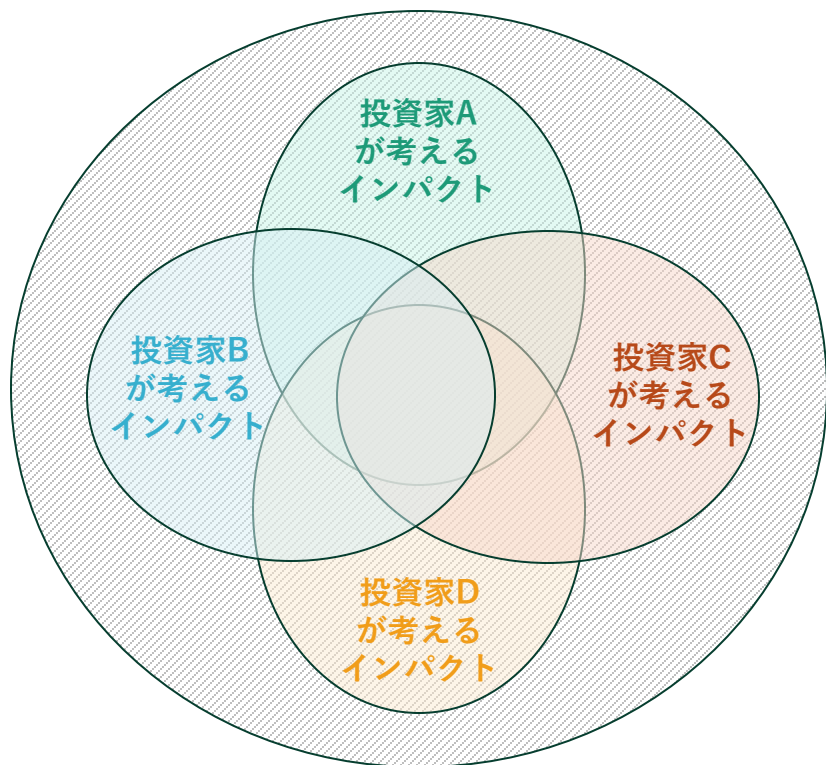
- 製品・サービスの消費によって消費者が享受する便益
- 製品・サービスの消費・廃棄に伴って生じる、その他のステークホルダーへの波及効果
- 製品・サービスの消費・廃棄に伴う自然環境への影響、等

消費における外部性（Externalities in consumption）を含む

インパクトの捉え方：広義と狭義

- 広義には、アウトカムを望ましい方向に変化させることがインパクト（＝広義のインパクト）
- 実際には、特定の社会課題解決に向けた前進＝インパクトと捉える実務家も多い（＝狭義のインパクト）
- 個々の課題の重要性を判断するのは企業・投資家であり、唯一の正解があるわけではない（どの課題を“社会”課題と捉えるかは企業・投資家次第）

広義のインパクト



- 貧困層の課題解決はインパクトか？
富裕層のお困りごと解決はインパクトか？
 - 環境負荷の低減はインパクトか？
組織の生産性の向上はインパクトか？
 - 取引先や労働者に対する金銭的支払いを増やすことはインパクトか？
- 重要性の判断は企業・投資家次第
唯一の正解は存在しない

インパクトテーマの分類例



出所：Phenix Capital Group, "Sustainable Development Goals & Impact Investing themes"

(<https://phenixcapitalgroup.com/sustainable-development-goals-impact-investing-themes>) より許諾を得て転載。講師が仮訳

インパクト投資の4つの重要な要素（GIIN）

※ GIINはグローバル・インパクト投資ネットワーク（Global Impact Investing Network）の略。
インパクト投資に関わる機関投資家等による世界最大規模の会員組織。



1. 意図

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



2. 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
ただし目標リターンの水準は様々



3. アセット クラスの 多様性

様々なアセットクラスにおいて実施可能である



4. 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

インパクト投資の4つの基本的要素（金融庁指針）

- GIINによる4つの重要な要素（前頁）と比べた特徴：
 - ✓ 投資家によるインパクトへの貢献が明示されている点（要素2）
 - ✓ イノベーションや変革に繋げることの重要性が示されている点（要素4）

基本的要素 1	実現を「 <u>意図</u> 」する「社会・環境的效果」が明確であること（intention）
基本的要素 2	投資の実施により、効果の実現に <u>貢献</u> すること（contribution）
基本的要素 3	効果の「 <u>特定・測定・管理</u> 」を行うこと （identification / measurement / management）
基本的要素 4	市場や顧客に <u>変革</u> をもたらし又は <u>加速</u> し得るよう支援すること （innovation / transformation / acceleration）

出所：金融庁（2024）「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」

ESG投資とインパクト投資は何が違うのか

- ESG要素の考慮という「行為」が重視されるESG投資
- インパクト創出という「期待効果」が重視されるインパクト投資

	行為	期待効果
ESG投資	• <u>ESG投資か否かの区別</u>は、伝統的に、ESG要素の考慮に関する一定の「<u>行為</u>」の<u>有無</u>に基づいてきた（例：ESG投資の資産規模調査） • 具体的には、 - ESGの観点で特定企業への投資を避けるネガティブスクリーニング - ESG観点で評価が高い企業を選びすぐるポジティブスクリーニング - ESG要素の考慮を企業分析やポートフォリオ構築など運用プロセスに組み入れるESGインテグレーション、など	• ESG投資に<u>期待する効果は投資家により様々</u>（運用リターンの向上、特定の価値観のポートフォリオへの反映、サステナビリティへの貢献など） • ESG投資か否かの区別は、伝統的に、どのような効果が期待されるかに基づいてなされてこなかった
インパクト投資	• インパクト創出に向けた<u>意図</u>を持つ、<u>インパクト測定・管理</u>（IMM：Impact Measurement & Management）を実施する、など • 特定の環境・社会課題解決に向けた前進を目指す投資において考慮される要素は、言い方を変えればE要素やS要素であり、<u>インパクト投資はESG投資の一種</u>と捉えられる	• インパクト投資には<u>インパクト創出という効果が明確に期待</u>されている（＝インパクト創出が期待されない投資は、たとえ左記の行為が伴っていたとしても、本質的にはインパクト投資と呼べない）

注：表は講師による捉え方であり、その他の捉え方を否定するものではない

出所：林寿和（2024）「「行為」と「期待効果」に注目：ESG投資との比較でみたインパクト投資」『企業会計』76(5), 592-599

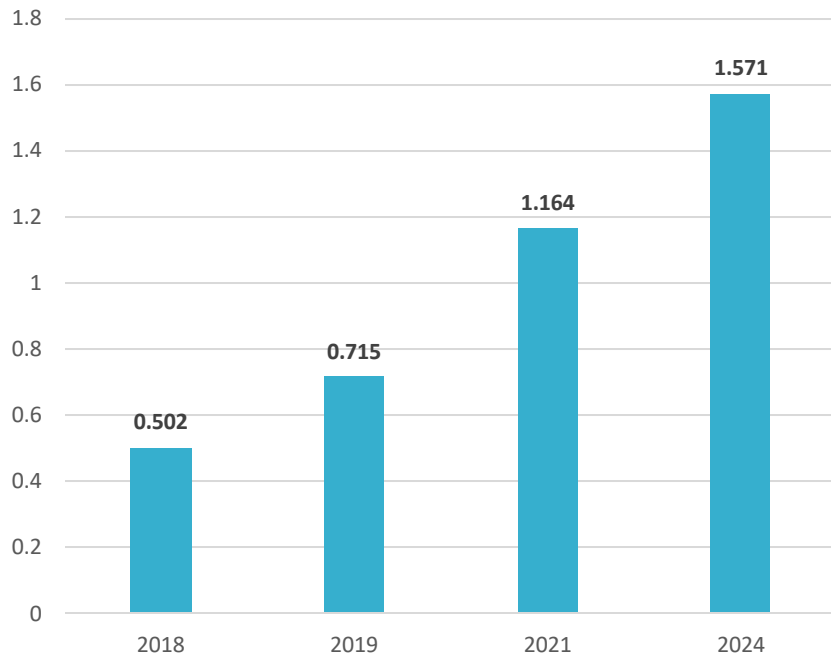
インパクト投資の市場規模

- インパクト投資の市場規模は世界的に拡大傾向がみられる

※ インパクト投資の定義や調査方法によって金額の値には違いが生じる可能性がある

インパクト投資残高（グローバル）

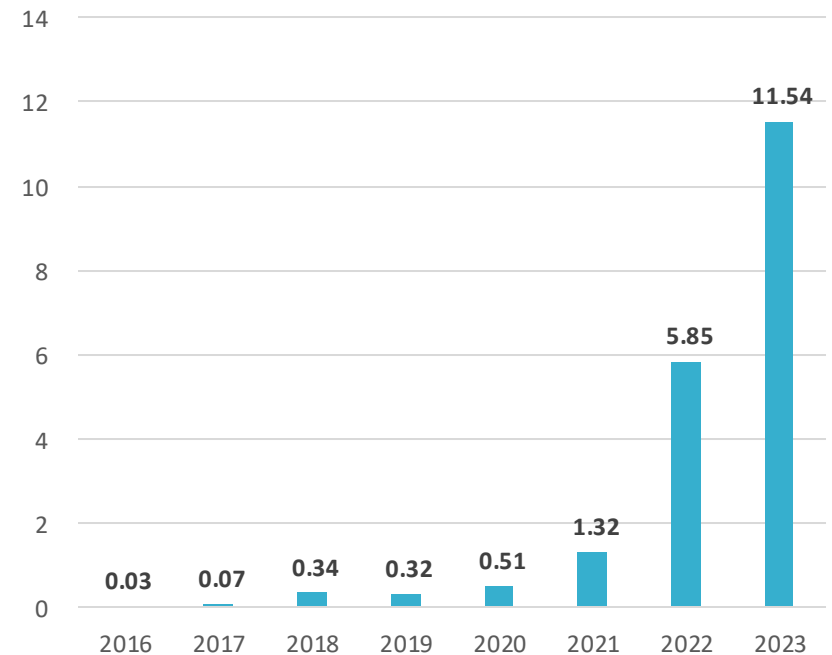
(兆ドル)



出所：GIINの資料を基にして作成

インパクト投資残高（日本）

(兆円)

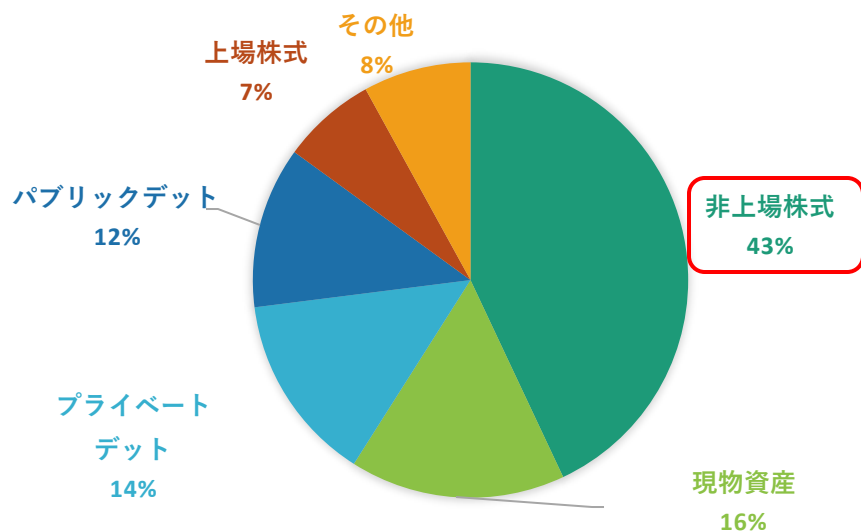


出所：GSG国内諮問委員会の資料を基にして作成

インパクト投資の資産クラス

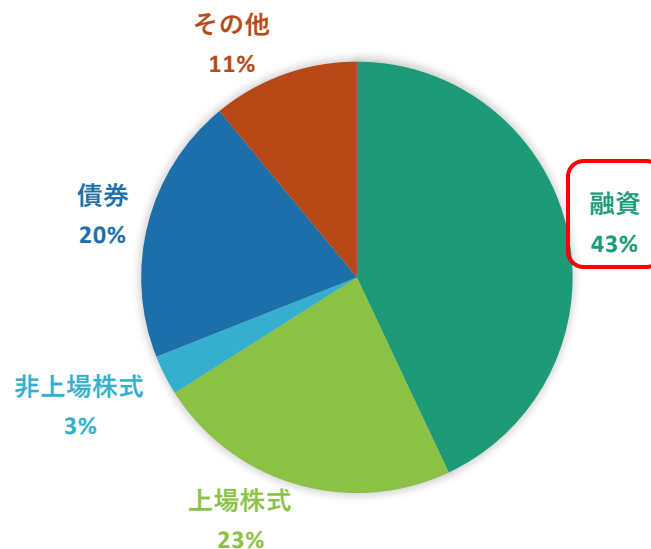
- ・ グローバルでは、非上場株式のシェアが高い
- ・ 日本は、融資や上場株式のシェアがやや高い傾向

インパクト投資残高の資産クラス別割合
(グローバル・2023/12)



注：前頁のインパクト投資残高（グローバル）とは母集団が異なる
出所：GIIN（2024）”State of the Market 2024: Trends, Performance and Allocations”を基にして作成

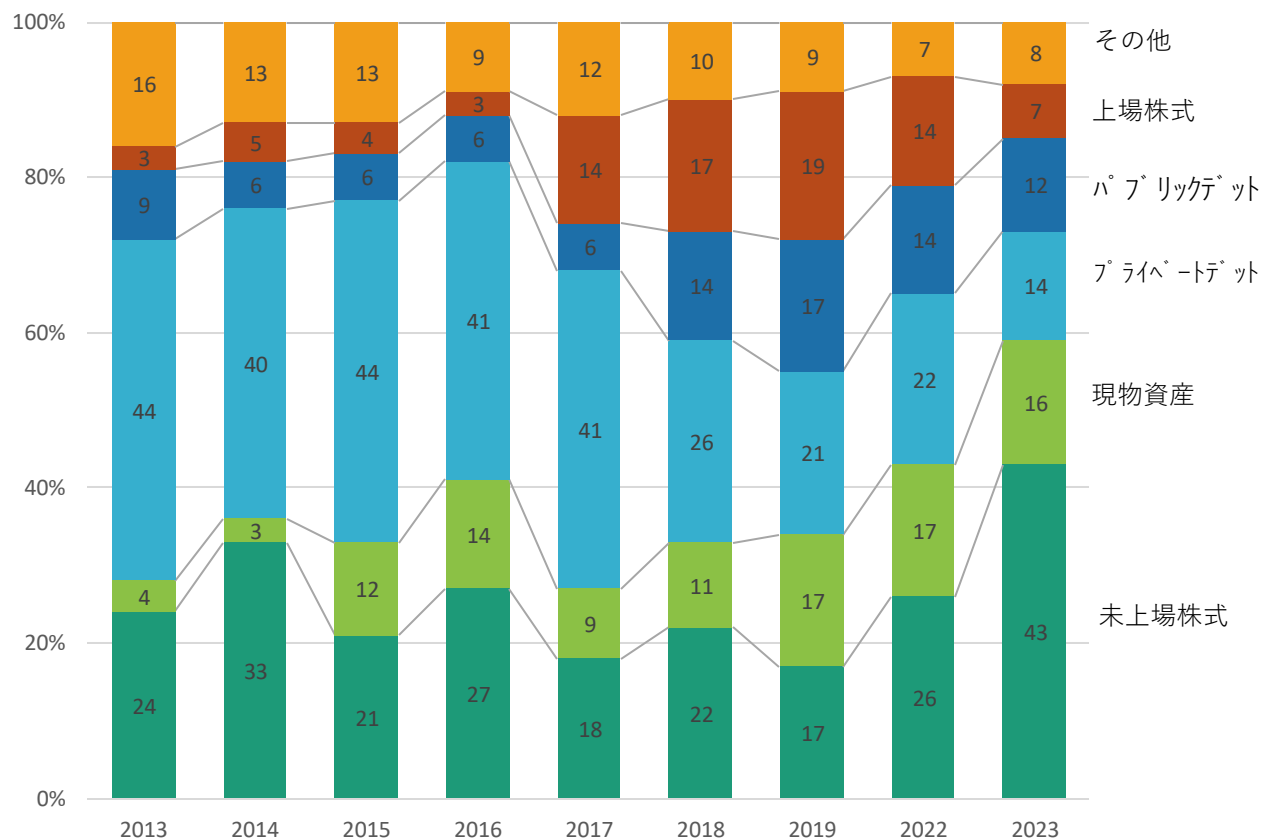
インパクト投資残高の資産クラス別割合
(日本・2023年度)



出所：GSG国内諮問委員会（2024）「日本におけるインパクト投資の現状と課題-2023年度調査-」を基にして作成

インパクト投資残高の資産クラス別割合の推移

- 上場株式やパブリックデットのシェアが高まるも、足元で再び未上場株式のシェアが高まっている（金額ベースでは全体として増加しているとみられる）



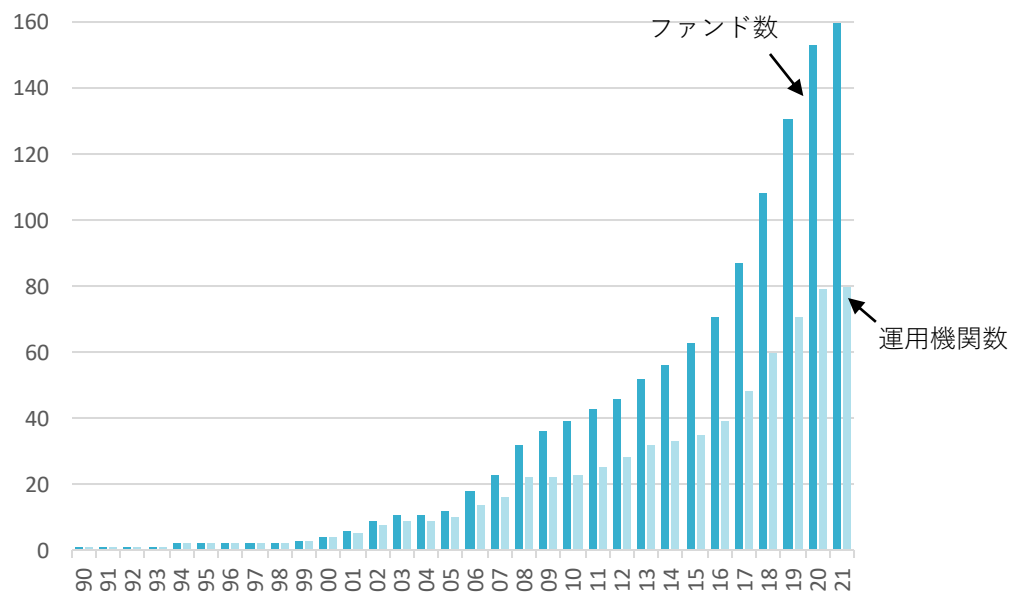
注：アンケート回答に基づいており、年によって回答機関数が異なっている
出所：GIINの資料を基にして作成

上場株式投資におけるインパクト投資の動向

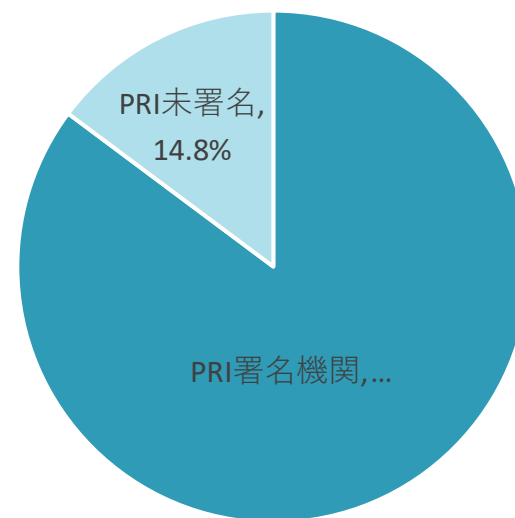
- 上場株式におけるインパクト投資ファンドが足元で拡大
(2021年末時点で、80の運用機関が160ファンドを提供)
- 上記運用機関の大半が責任投資原則 (PRI) 署名機関
(サステナブル投資／ESG投資を実践する機関投資家が、インパクト投資活動も実践している)

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 (1991－2021年)

(ファンド数・機関数)



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)

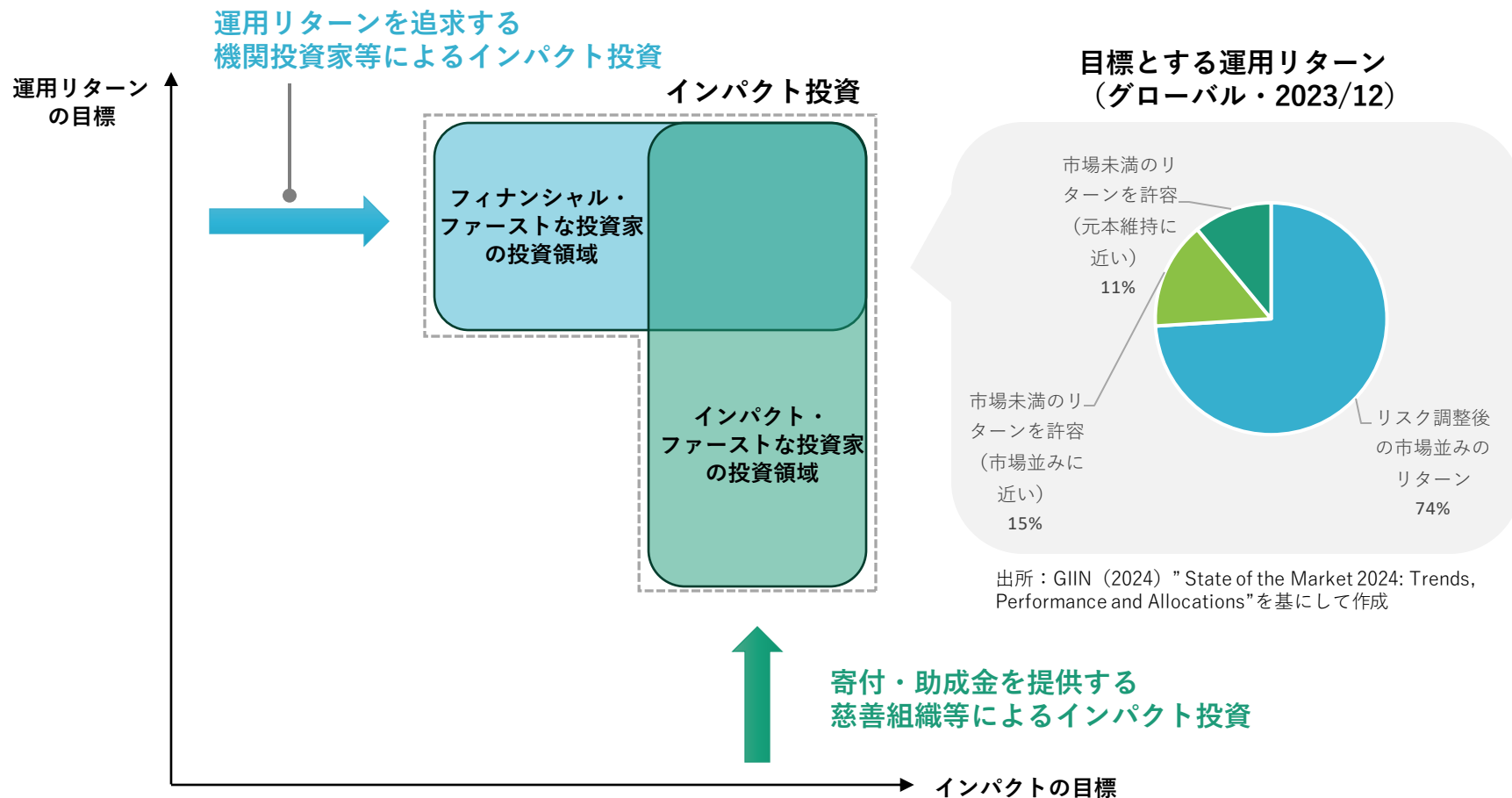


出所：Phenix Capital社のデータベース「Phenix Impact Database」をもとに作成。
林寿和「上場株式におけるインパクト投資とインパクト志向」『証券アナリスト
ジャーナル』60(5), 46頁より転載

出所：Phenix Capital社のデータベース「Global Impact Platform」、PRIウェブ
サイトを基にして作成。金融庁「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」21頁から転載

インパクト投資の担い手の多様性

- インパクトを重視する投資家（インパクト・ファーストな投資家）から、運用リターンを重視する投資家（フィナンシャル・ファーストな投資家）まで多様な投資家が存在



注：図はあくまでイメージ

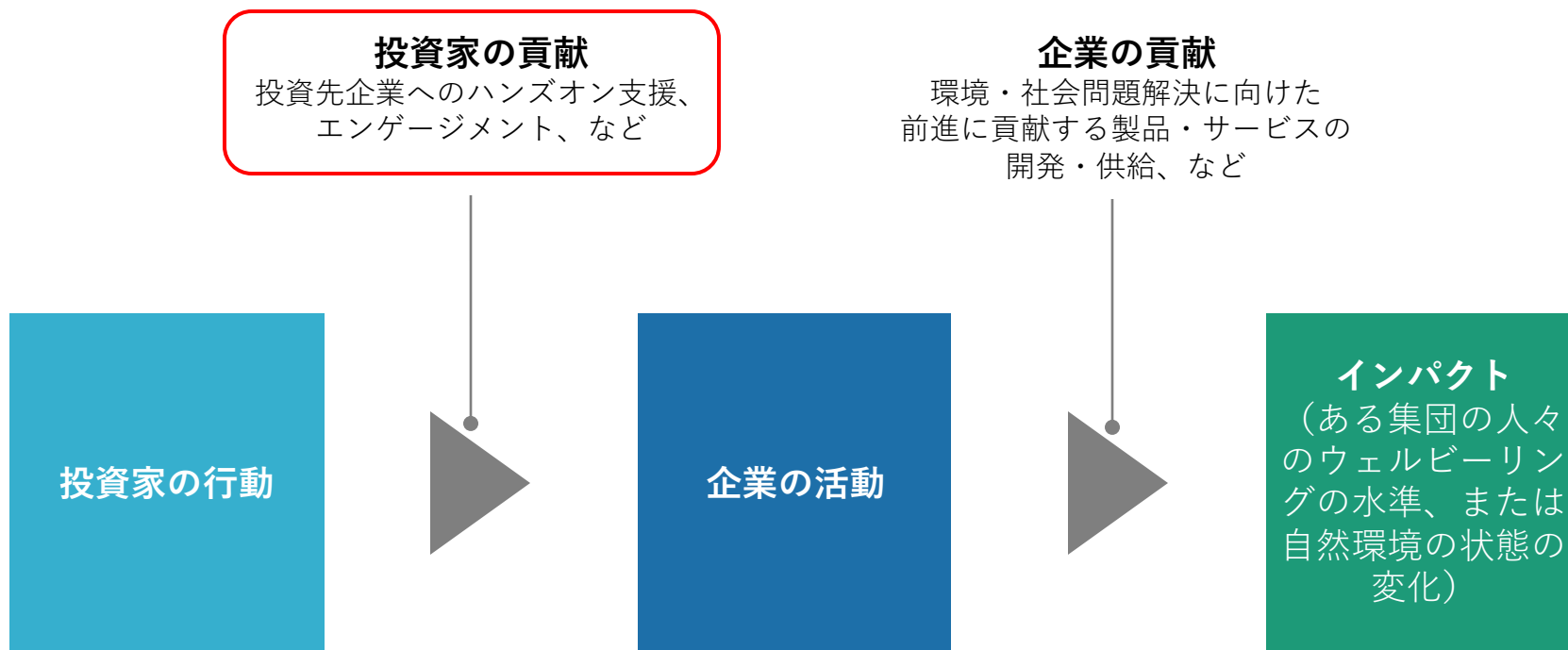
出所：Monitor Institute (2009) "Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry" p. 32を基にして作成

インパクト投資のポイント①

インパクトのある企業に投資すること＝インパクト投資ではない
投資家による「貢献」が重要に

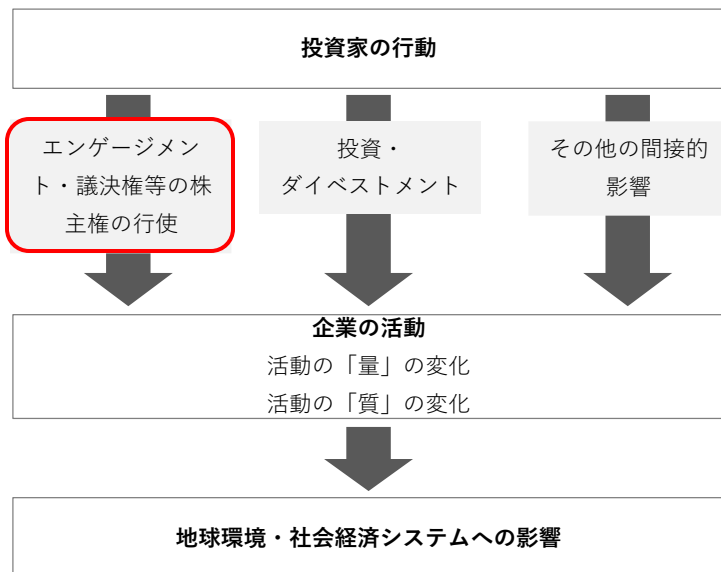
企業の貢献と投資家の貢献は区別される

- インパクトを創出する主体は一義的には企業
- インパクト投資において重要なのは、投資先企業によるインパクト創出への貢献に対し、投資家の立場からも貢献すること



投資家はどうすれば貢献できるのか：学術研究からの示唆①

- 2020年に公表されたレビュー論文「サステナブル投資は世界を救えるか」
- 「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」「特定の企業に対する投資やダイベストメント」「その他の間接的影響」の3つのメカニズムについて、投資家の貢献に関する実証的あるいは理論的研究によるエビデンスを整理
- その結果、「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」が重要との結果
- 投資先企業への影響力に関して、ダイベストメントよりエンゲージメントが重要という言説を支持する結果



メカニズム	エビデンス概要
エンゲージメント・議決権等の株主権の行使 特定の企業に対する投資やダイベストメント	- 企業活動の質を向上させる改革を誘発する効果的なメカニズムであることを示唆する強いエビデンスが存在する - 特定の企業に対する投資やダイベストメントが、市場価格に影響を及ぼしうるとい証拠はあるが、その影響の大きさについては合意が得られておらず、その影響の重要性を評価することが難しい。また、市場価格の変化が投資先企業のESGの実践の変化に結びついたという証拠は報告されていない - 特定の企業に対する投資は、成熟した金融市場にある安定した大企業よりも、資金調達上の制約により成長が阻害されている、未成熟な市場の社歴が短い小規模企業の成長に影響を及ぼす可能性が高い
その他の間接的影響	上記以外の間接的な影響（投資家の活動が企業以外の第三者に影響を与え、それが企業の活動に影響を及ぼすというメカニズム）は、その有効性を示すエビデンスが乏しく、ほとんど実証的な裏付けがない

注：投資家以外でも取りうる手段である政策当局への働きかけは、レビュー対象からは外されている

出所：Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020) Can sustainable investing save the world?: Reviewing the mechanisms of investor impact, *Organization & Environment*, 33(4), pp. 554-574を基にして作成

投資家はどうすれば貢献できるのか：学術研究からの示唆②

- 2023年に公表されたレビュー論文「サステナブル投資のインパクト：学際的レビュー」
- 前頁のレビュー論文でいうところの「その他の間接的影響」を深掘りし、エンゲージメントでも、ダイベストメントでもない第3の戦略である「フィールド・ビルディング」というメカニズムとして下表の5つを挙げている
- インパクト創出に向けては、複数の投資家による協働や、政策・規制への働きかけなども重要という言説を支持する結果

1. 環境・社会課題に対する他の投資家の見方に影響を及ぼす

2. 他の投資家に環境・社会課題に関する専門的知見を共有する

3. 環境・社会への負担を伴う特定のビジネス活動を問題視する旨の発信を行い、その正当性を低下させる

4. サステナビリティに関するボランティアな基準を策定する

5. 政府による規制改革を支援する

出所：Marti, E., Fuchs, M., DesJardine, M. R., Slager, R., & Gond, J. P. (2023). The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management Studies* を基にして作成

※ 上記内容の、より実務家向け解説記事として <https://hbr.org/2023/09/a-more-impactful-strategy-for-sustainable-investing>

インパクト投資のポイント②

インパクトを測定する投資＝インパクト投資ではない

インパクト測定・管理（IMM）の2つ目の「M」の重要性

※ IMM = Impact Measurement & Management

インパクト測定は「手段」であって「目的」でない

- インパクト測定は、外部報告のためだけに行われる行為ではない
 - = Impact Measurement and Management (IMM) の重要性の認識の高まり
- 企業と投資家のそれぞれにおいて、インパクトを高めるために内部活用されることが重要

企業個社レベルでの活用例 (企業主体・個社レベルの IMM)

- 経営戦略の立案・修正に向けた気づきに活用
- 製品・サービスの開発・改良に向けた気づきに活用
- 日々の業務オペレーションの管理・改善に活用
など

投資家のポートフォリオレベル での活用例 (投資家主体・ポートフォリオ レベルのIMM)

- ポートフォリオの充実化（投資先の拡充）や調整に活用
- ポートフォリオ企業に対する支援や働きかけの優先順位付けやメリハリに活用
など

インパクト投資の運用リターン

- 2024年6月、運用リターンの観点からのインパクト考慮は受託者責任に反しない、とする政府見解が示された

「サステナビリティ投資は、持続可能な社会の実現とともに中長期的な投資収益の向上を図るものであり、...（中略）...、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない。」

出所：「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」（2024年6月21日閣議決定）より抜粋

インパクト投資の運用リターン（続き）

インパクト測定の実際

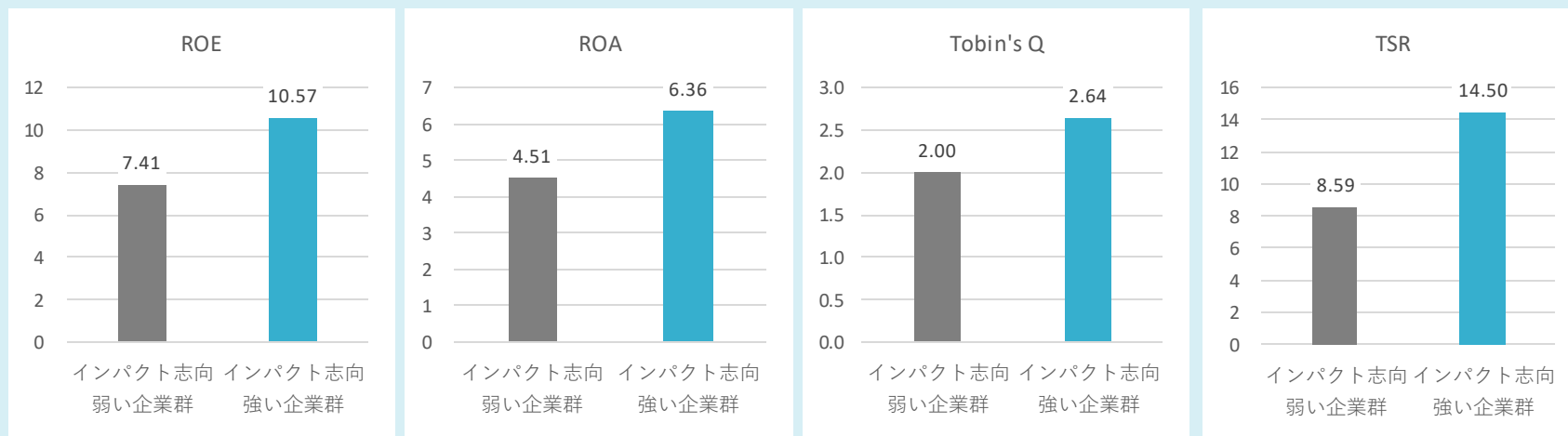
- インパクトの内容は企業により**多種多様**
- 測定できたとしても内容（測定指標）は異なるインパクトは**比較が難しい**
- そもそも**定量測定が容易でないインパクトも多い**（特に波及効果の裾野が広い場合、網羅的な補足が困難）

定量分析の限界

- インパクトと財務パフォーマンスの関係を定量的に分析することは本質的に困難
- 事実、そのような学術論文や業界レポートはほとんど存在しない

日本企業（上場企業）のインパクト志向の強弱と財務パフォーマンスの関係に関する分析

- インパクト志向が強いと考えられる企業の方が、財務パフォーマンスも上回る傾向
- インパクト志向の強弱は、企業が掲げるパーパスの内容分析に基づく



注 1：Tobin's Qは企業価値を表す指標。TSRは、企業の事業年度開始日から決算日までの1年間の配当込み株式リターンで単位は%

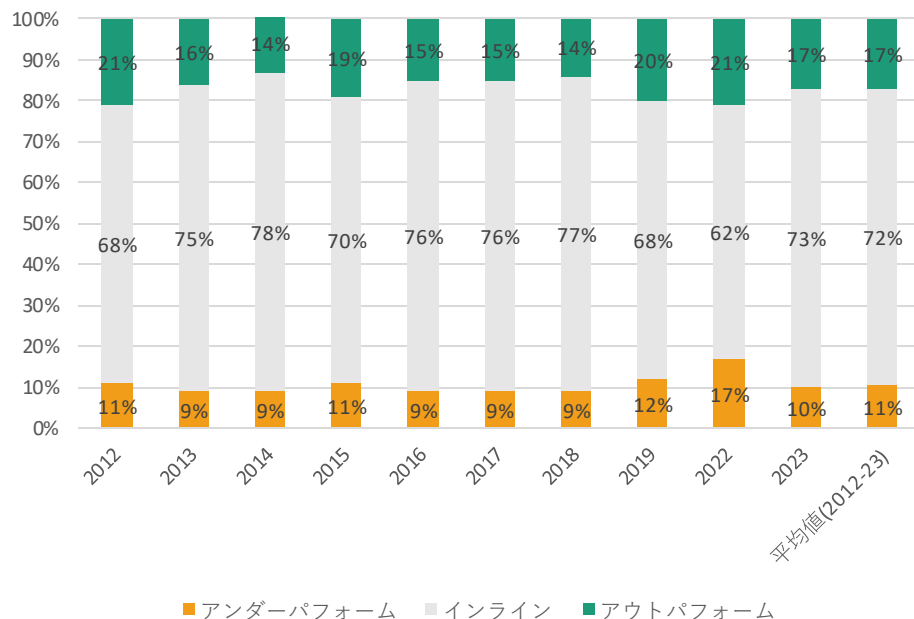
注 2：各財務パフォーマンス指標は2019年から2021年の3カ年平均

出所：林寿和・松山将之（2023）「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」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー DP2023-3 <https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2023/DP2023-3.pdf>

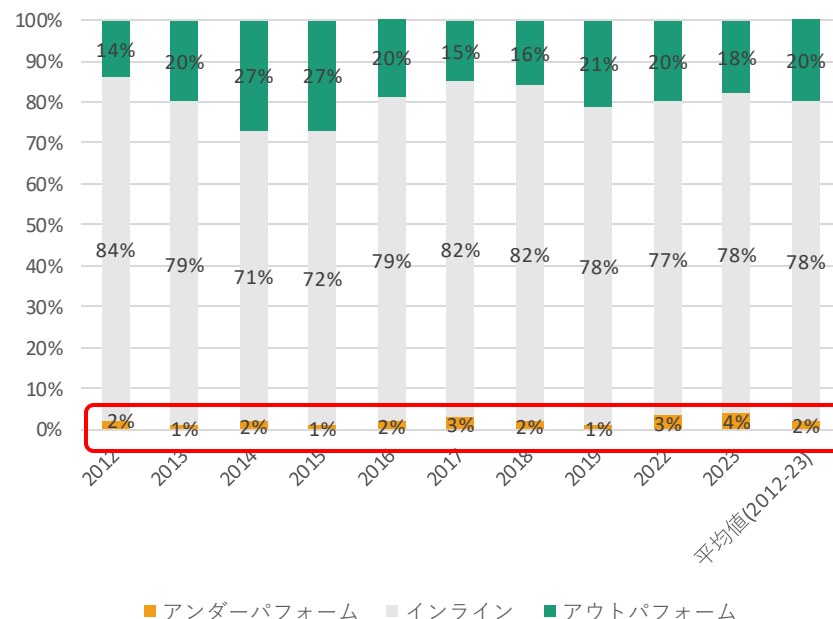
インパクト投資のインパクト創出状況

- GIINの年次調査に回答したインパクトファンドの約98%が「期待通り」または「期待以上」のインパクト創出を報告（期待に対する運用リターンの実績と比べて特異な結果）
- この結果は、インパクトの目標設定や、インパクトの実績測定に関して、まだまだ課題が多いことを示唆している可能性

運用リターン（期待に対する実績）



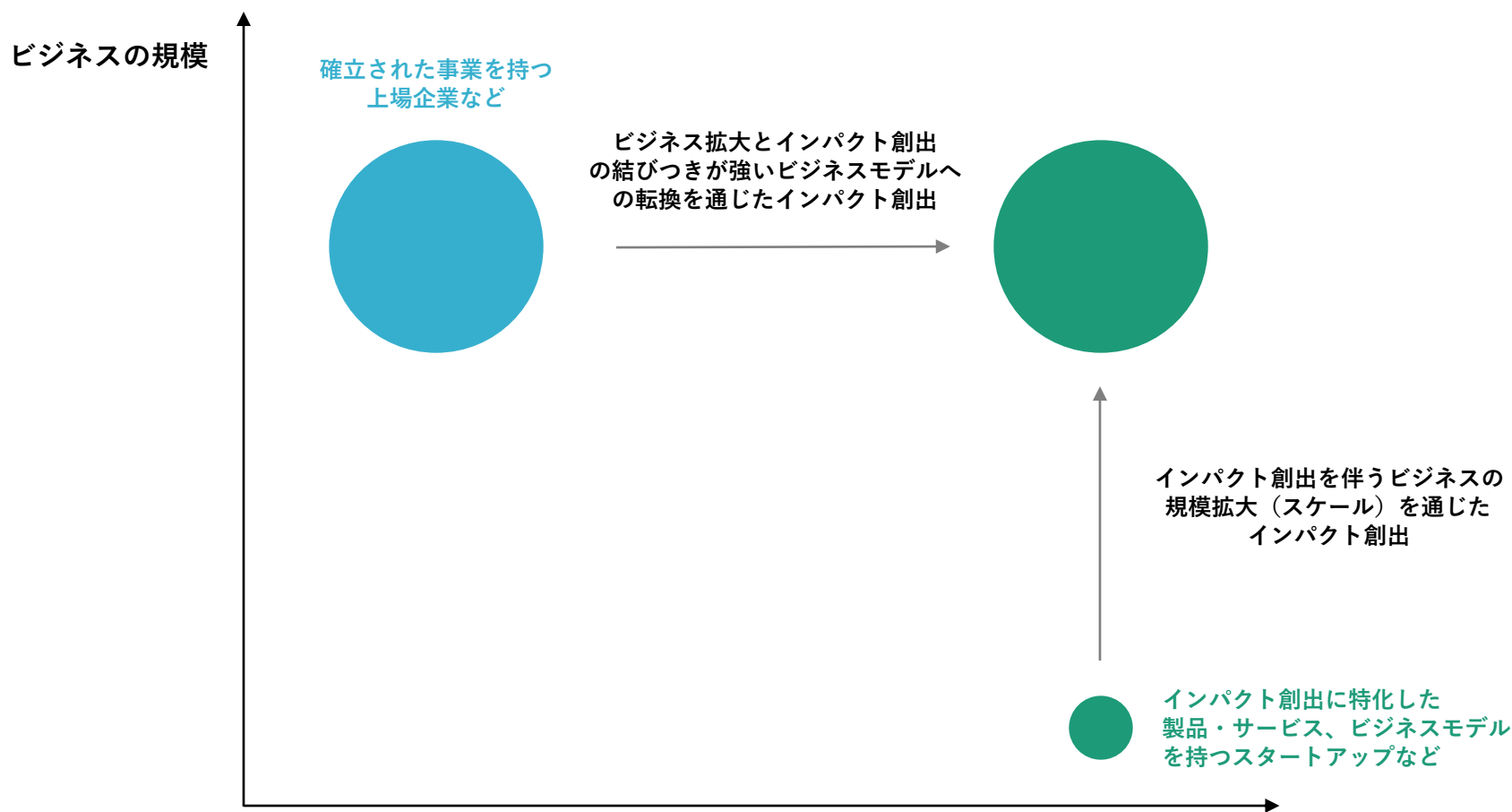
インパクトパフォーマンス（期待に対する実績）



注：年次アンケート調査に基づくものであり、回答機関は年によって異なる。「わからない」と回答した機関は除かれている。2020年、2021年はデータが存在しない。平均値（2012-23）は2020年、2021年を除いた平均値
出所：GIINの資料をもとに作成

スタートアップから上場会社まで投資対象は多様

- 企業によるインパクト創出と一口に言っても、「インパクト創出を伴うビジネスの規模拡大（スケール）」「ビジネス拡大とインパクト創出の結びつきが強いビジネスモデルへの転換」など、その形態は様々
- 上場株式投資においては、前者に加えて、後者を支援するようなインパクト投資も重要と考えられる（欧州では、トランジション型やインプルーバーズ型などとも呼ばれる）



注：図はイメージ図

ビジネス拡大とインパクト創出の結びつきの強さ

今後の展望： インパクトを基軸とする企業経営と投資の進化への期待

足元のトレンド：ESG投資の「普通の投資」への昇華

- 企業価値に影響するESG要素を投資家が考慮することは徐々に“当たり前”に
- ISSBによるIFRSサステナビリティ開示基準の策定・公表は、サステナビリティ情報の一部が、もはやESG投資家のための情報開示ではなく、普通の投資家のための「財務情報」の一部に昇華したことを意味
- 英国や欧州では、規制上も、リスク・リターンの改善のためだけを目的とするESG要素の考慮は「普通の投資」との位置付けに

足元のトレンド：サステナビリティ経営の「普通の経営」への昇華

- サステナビリティ課題への取組みは「本業そのもの」「経営そのもの」といった認識が経営者の間に広がってきている
- コーポレートガバナンス・コードにおいても、取締役会に対し、「サステナビリティ課題への対応は、リスク低減のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題と認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべき」と明記されている



今後は、インパクトを追求する企業と投資家が、建設的対話等の相互作用を通じて、企業価値向上やリスク・リターンとの両立を図りながら、ともに成長・発展していくという方向性がより志向されていくのではないかと