

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 伊藤 敬介 CMA・CIIA

金融資本市場が効率性重視から持続可能性重視へと焦点を変え、投資家も企業経営者もESGなどの非財務要素や環境・社会課題を考慮することが不可欠となる中、近年、「環境・社会課題へのインパクト創出」と「ファイナンシャルリターンの達成」の両立を目指す「インパクト投資」への関心が高まりつつある。

インパクト投資のグローバルネットワークであるGlobal Impact Investing Network (GIIN) の2020年の調査によれば、世界のインパクト投資の推定残高は7,150億ドルで(注1)、前年比で4割増と早いペースで拡大している。投資対象もプライベートエクイティ、上場株式、融資、債券、実物資産等と幅広い。

「インパクト投資」という言葉は、米国のロックフェラー財団が2007年に最初に用いたとされるが、その後徐々に考え方が整理され、現在GIINでは、インパクト投資には次の四つの要素があると整理している。

- (1)投資家にインパクト創出の意図があること  
(Intentionality)
- (2)ファイナンシャルリターンを追求すること  
(Financial Returns)

- (3)多様な資産クラスに適用可能なこと  
(Range of Asset Classes)
- (4)インパクトの測定・報告を行うこと  
(Impact Measurement)

特に(1)や(4)は一般的なESG投資よりも踏み込んだ部分であり、SDGsの考慮や投資家による企業への建設的なエンゲージメントが求められるような今日のニーズに合致しているといえよう。

一方、インパクト投資には課題も指摘されている。まず評価手法であるが、目標設定やインパクトの計測方法、必要なデータの収集方法、評価手順や評価手法など、試行錯誤が続く部分も多い。また、企業による環境・社会課題へのインパクトの測定や開示は徐々に強化されているとはいえ、まだ十分とはいえない。インパクトの創出が企業価値の向上や企業の持続的な成長につながるという認識が投資家・企業の双方に共有され、企業開示の促進と投資家によるインパクト投資拡大という好循環が続くことが期待される。

近年の持続可能性重視の流れを踏まえ、当ジャーナルでは、2021年2月号で「サステナブルファイナンス」を、同年11月号で「ESG情報開示」を、

(注1) 2019年末時点の推定残高。Global Impact Investing Network [2020] “Annual Impact Investor Survey 2020,” Tenth Edition.

そして同年12月号で「カーボンニュートラル」を特集したが、このようなインパクト投資への関心の高まりを踏まえて、本号では特集テーマを「インパクト投資」として、以下の4本の論文を掲載する。

最初の安間論文「インパクト投資の意義と課題—今、金融による価値創造が試されている—」は、インパクト投資の概要、意義、現状と課題などを包括的に整理する論文である。環境や社会課題を「考慮」するESG投資と異なり、インパクト投資では「課題解決を目指す」こと、同時に「経済的リターン」の獲得も目指すこと、そして「インパクトの測定と管理」(Impact Measurement & Management: IMM)も明示的に行うこと、などが特徴として挙げられることを指摘した上で、インパクト投資の種類や具体的なファンド事例、世界のインパクト投資の状況と国内の状況、インパクト投資をめぐる議論の整理やインパクト投資推進に向けた国内での動きなどを紹介している。

環境・社会課題の解決を目指すことが投資上のリスク削減と長期的な収益拡大をもたらす機会となること、ただしイノベーションを伴わないサステナビリティやインパクトの追求はコストの上昇にしかならない可能性もあり、ファイナンシャルリターンとの両立を目指すには、技術やビジネスモデルのイノベーションが重要となること、そしてインパクト投資が量的拡大を続けていけるかどうかは、インパクト投資が本当に社会・環境課題の解決に貢献できるかにかかっていること、などは本質的な指摘といえよう。また、インパクト投資を通じて潜在的な事業機会と経営者の能力を見極め、市場に溢れる外部不経済を削減してイノベーションを促し、リスクを軽減して投資可能なストラクチャリングを行い、社会課題の解決と自ら

の企業価値向上を目指すことが金融機関に期待される役割であること、などの指摘は唆唆に富む。

続くオトүүл論文「世界で広がるインパクト投資の新潮流」は、欧州におけるインパクト投資の取り組み状況やその意義、SDGsとの関係やその枠組み、投資対象企業のカテゴリーなどについて、上場株式投資の分野を中心に解説する論文である。環境や社会課題に関する特定指標を満たさない企業を除外するだけの責任投資と異なり、インパクト投資では、より持続可能な未来に向けた変革のためのソリューションを有する企業に資金を提供し、グローバル社会が直面する課題への対処を後押しする、としている。そして、インパクト投資分析の枠組みとして、以下の五つの観点を提唱している。

- (1)志向性 (Intentionality: 環境・社会課題へのプラスのインパクトに対する意図的で戦略的なコミットメント)
- (2)重大性 (Materiality: 環境・社会課題へのプラスのインパクトの大きさ・重大さ)
- (3)付加性 (Additionality: 環境・社会課題解決に向けた製品やサービスがアクセスしやすく、採算がとれ、かつ必要とされるものか)
- (4)負の外部性 (Negative Externalities: 課題解決に向けた製品やサービスが、当該企業が他の分野で生むインパクトを相殺しないか)
- (5)測定可能性 (Measurability: インパクトの測定方法の特定と報告のコミットメント)

また、企業に対する投資家のエンゲージメントの重要性や、インパクトと財務リターンや長期的な企業成長との関係にも言及し、「社会課題に対処する意図を持つ企業は、現時点で十分なサービスが提供されていない巨大な成長市場での優位性を追求するための戦略を構築している、と当社は

考えている」としている点などは、資産運用会社での実務経験に裏付けられた説得力があり、印象的である。

黄論文「ベンチャー企業へのインパクト投資の実際」は、ベンチャー企業へのインパクト投資の事例を中心に、投資手法や意義、効果、課題や将来展望を解説する論文である。インパクト投資の定義やその歴史を整理し、日本で本格的なインパクト投資が実践されたのは2011年の東日本大震災がきっかけで比較的歴史が浅いことなどを紹介した上で、インパクト投資の「ファンド設計」「投資検討プロセス」「伴走支援」「責任ある出口戦略」などについて詳細に解説している。

「ファンド設計」では、インパクト投資を通じて解決したい社会課題の特定とその解決アプローチ、結果的に企図する社会変革などを言語化または図示した「セオリー・オブ・チェンジ」(Theory of Change: ToC) を整理することから始まり、これがファンドの設計図の役割を果たすこと、「投資検討プロセス」では、経済性(投資リターン)と社会性(インパクト)の両立を意識し、案件発掘(ソーシング)に向けて多面的なアプローチが取られること、などを紹介している。

また、「伴走支援」では投資期間中のインパクトの測定と管理(IMM)が重要となるが、これに伴うインパクトの可視化はコストと捉えるのではなく、事業改善への気付きや営業ツール、社員とのミッション共有、さらなる資金調達に向けた投資家への情報発信など、様々な効果が期待される企業価値向上のための取り組みと捉えるべきこと、そして「責任ある出口戦略」では、事業およびインパクトのさらなる拡大が期待できるような売却先を慎重に検討する必要があること、などを指摘している。

筆者自身が邦銀系初のインパクト投資ファンド、「子育て支援ファンド」をはじめとする複数のベンチャー系インパクト投資ファンドの組成・運営に携わってきただけに、インパクト投資の可能性や実務的な課題の解説に説得力があり、示唆に富む、読み応えのある内容となっている。

最後の林論文「上場株式におけるインパクト投資とインパクト志向」は、インパクト創出を能動的に目指す上場株式投資を幅広く捉えてその潮流を考察する論文である。サステナブル投資の中で、インパクト投資であるか否かを明確に線引きするのが困難である実態を踏まえつつ、インパクト投資の中でも上場株式ファンドの比率がGIINの推計でもここ数年で上昇していること、また責任投資原則(PRI)の事務局であるPRIアソシエーションも、より能動的に実社会へのインパクト創出に向けて取り組むようPRI署名機関に働きかけしており、世界で4,800を超えると言われる同署名機関の運用資金が環境・社会課題へのインパクト創出をより強く意識する可能性があること、などを指摘している。そして、上場株式投資におけるインパクト創出のメカニズムとエンゲージメントの役割、インパクト測定・報告と情報開示規制等の動向を解説し、ネガティブなインパクト指標は企業横断的な共通指標である程度把握できる一方、ポジティブなインパクト指標は企業ごとの個別性がより高いことから、一律に共通指標を設けることが難しく、企業ごとにカスタマイズした測定指標が有用となる可能性がある、などとしている点は興味深い。

また、インパクト創出を目指す投資は様々な資産クラスで行われているが、その中でも上場株式におけるインパクト投資は、潜在的な資産規模の大きさが一つの特徴であり、持続可能な経済社会

システムを支えるインフラの一つとして期待されること、そして例えば事業が多岐にわたる上場会社全体のインパクトを、どのようなデータを用いてどのように測定し、追加性の源泉ともなるエンゲージメントの成果をどのように推計するかなど、実効的なインパクト創出の進展に向けて市場関係者による創意工夫と議論の深化が期待されること、などの指摘は印象的である。

「環境・社会」の持続可能性と「企業自身」の持続可能性の双方を考慮することが不可欠となる中、投資家の付加価値は、単に優良な投資対象を選別する「目利き力」の発揮にとどまらず、企業経営者との建設的な対話やエンゲージメントを通

じた「インパクトの創出」と「企業価値向上」の後押しにも少なからず求められる時代になりつつある。そして同時に、企業経営者も資本市場を単なる資金調達場として捉えるのではなく、企業戦略のヒントが得られる貴重な情報源としても活用すべく、投資家との建設的な対話を積極化し、非財務情報も主体的に開示して、資本市場を従来以上に味方につける時代になったのではなかろうか。インパクト投資は、このような観点からの示唆が多く含まれるものと思われる。本号の特集が、資産運用や企業経営に携わる様々な立場の方にとって、今後の判断尺度を再点検する上でのヒントとなれば幸いである。