

インパクト投資と受託者責任 —社会的・環境的インパクトと経済的リターンの議論—

板津 直孝

■ 要 約 ■

1. ESG（環境・社会・ガバナンス）投資の急速な拡大に伴い、インパクト投資分野に高い関心が寄せられている。インパクト投資は、環境や社会へのポジティブな変化を生み出すこと自体を投資の目的としている。インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを持つ場合もあれば、リスク・リターンの2軸に基づくマーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する場合もあることから、投資の意思決定における社会的・環境的インパクトの考慮は、受託者責任（Fiduciary Duty）に反するのではないかという議論がある。
2. 金融庁の「サステナブルファイナンス有識者会議」が2021年6月に公表した、「持続可能な社会を支える金融システムの構築」では、受託者責任の規律下にある主体においては、インパクト投資においても市場競争力のある経済的リターンを目指すことが求められるとしている。国連の責任投資原則（PRI）が国連環境計画金融イニシアティブ（UNEPFI）及び Generation Foundation と共同で、2021年7月21日公表した「インパクトに関する法的枠組み：投資家の意思決定におけるサステナビリティのインパクト」においても、経済的リターンの目標を達成する上で効果的である場合、受託者責任の規律下での機関投資家は、環境や社会のサステナビリティに及ぼすインパクトを検討し行動することが求められるとしている。
3. 社会的・環境的インパクトという目標の追求と経済的リターンとは、一般的にトレードオフの関係があると考えられてきた。しかし、サステナビリティ課題に対する認識の高まりと世界的な取組みの進展により、近年、両者には強い動的な連動関係が生じ始めている。投資家は、社会的・環境的インパクトの投資戦略への組み込みを、今まで以上に追求していくことが求められてきていると言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「IFRS 財団と EU が示すサステナビリティ情報開示の2つの方向性—ソーシャルとフィナンシャル・インパクトの議論—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号。
- ・江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号。

I インパクト投資の市場規模と位置付け

1. インパクト投資の市場規模

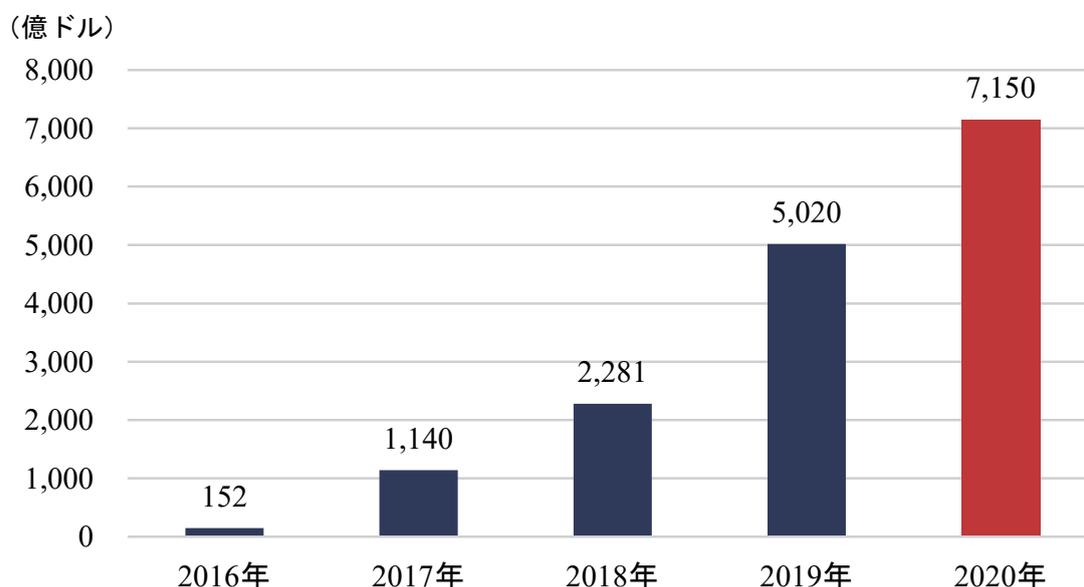
ESG（環境・社会・ガバナンス）投資の急速な拡大に伴い、インパクト投資分野に高い関心が寄せられている。インパクト投資とは、経済的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資を指す。

2018年にアルゼンチン・ブエノスアイレスにて開催された G20 ブエノスアイレス・サミットでは、「公正で持続可能な開発のためのコンセンサスの構築」という主要テーマの下、包摂的で持続可能な成長のためのインパクト投資等の革新的な財政メカニズム及びパートナーシップを含め、政府、民間及び多国間の資金動員を可能とする状況を一層創出するよう努めるとした、ブエノスアイレス首脳宣言が採択された¹。

G20 の首脳宣言に初めてインパクト投資の推進が盛り込まれたことから、世界的にインパクト投資に対する関心が高まってきている。

インパクト投資の世界全体の市場規模は拡大傾向にあり、2020年には推計で7,150億ドルに達した（図表1）。金融資本市場におけるインパクト投資の普及の環境は整いつつあり、市場規模の一層の拡大が予想されている。

図表1 世界のインパクト投資の市場規模



（出所）金融庁「第6回サステナブルファイナンス有識者会議事務局資料」2021年4月22日より
野村資本市場研究所作成

¹ 外務省「G20 ブエノスアイレス首脳宣言ー公正で持続可能な発展のためのコンセンサスの構築ー」2018年12月1日。

2. インパクト投資の位置づけ

従来、投資の意思決定は、「リスク」と「リターン」という2つの軸に基づいていたが、インパクト投資は、これに「インパクト」という3つ目の軸を取り入れ、企業が及ぼす社会的・環境的な変化や効果を把握し、社会的・環境的インパクトと経済的リターンの双方を両立させることを意図している。ESG投資の多くが、企業の財務的リターンを最大化しリスクを適正化するために、ESG要因である環境や社会への影響を考慮するのに対して、インパクト投資は、環境や社会へのポジティブな変化を生み出すこと自体が投資の目的であると位置づけている。

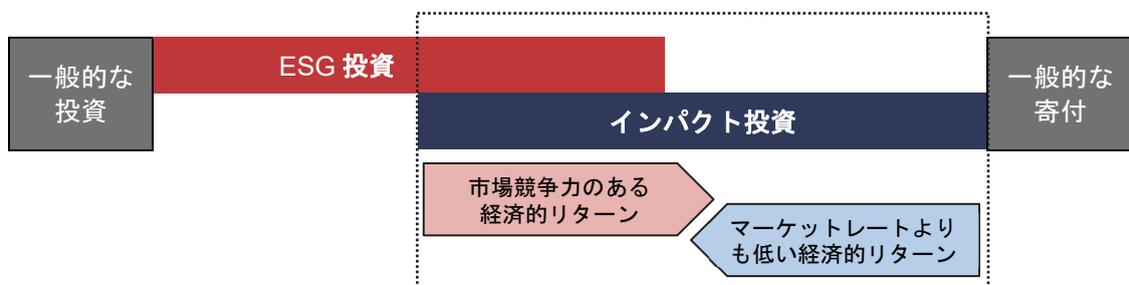
したがって、インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを持つ場合もあれば、リスク・リターンの2軸に基づくマーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する場合もある（図表2）。

世界の国々は、現在、地球温暖化による極端な気象現象や災害、生態系と生物多様性の危機、廃水による水質汚染、海洋マイクロプラスチックなどの環境問題に直面し、同時に経済的格差の拡大による貧困、強制労働や人種差別などの幅広い社会問題を抱えている。これらのサステナビリティ課題の多くは経済活動と密接に関係していることから、インパクト投資への関心の高まりは、持続可能な社会を構築する上で注目されている。インパクト投資を通じた経済活動が、環境や社会の課題を改善させる効果を持つからである。

一方で、機関投資家や運用者の間では、インパクト投資の文脈において受託者責任（Fiduciary Duty）をどう捉えるべきかの議論がある。投資の意思決定における社会的・環境的インパクトの考慮は、受託者責任に反するのではないかという議論である。

ここで言う受託者責任は、投資信託や年金の制度設計、資産の運用、運営管理等に携わる信託銀行、保険会社や証券会社等の受託者が、受益者に対して果たすべき責任と義務である。受益者の利益に反する取引を行わず受益者の利益のためだけに職務を遂行する「忠実義務」や、各々の立場にふさわしい者がふさわしい知識に基づいて注意を払う「善管注意義務」などがある。

図表2 インパクト投資の位置づけ



(出所) 金融庁「第6回サステナブルファイナンス有識者会議事務局資料」2021年4月21日より
野村資本市場研究所作成

社会的・環境的インパクトを考慮するインパクト投資は、受益者の利益のためだけに職務を遂行する忠実義務の観点で議論が生じ得る。具体的には、インパクトは、受益者にとってのリスク及びリターン水準を改善させる限りで考慮すべきなのか、リスク及びリターン水準を害さない限りは考慮すべきなのか、リスク及びリターン水準を害するとしても考慮すべきなのかである。

インパクト投資の分野で先進的な活動をしている米国非営利団体 GIIN (Global Impact Investing Network) は、受託者責任の規律下でのインパクト投資において議論がある中で、インパクト投資における経済的リターンの現状を調査した。GIIN が 2020 年 6 月 11 日に公表した「インパクト投資家に関する年次調査 2020 年版 (2020 Annual Impact Investor Survey)」によると、インパクト投資をする回答者の 3 分の 2 以上が、市場競争力のある経済的リターンと同等のリターンをインパクト投資に求めている。回答者の 88% は、取り組んでいるインパクト投資は経済的リターンの期待を満たしている又は超えていると回答した²。調査結果からは、インパクト投資家は、社会的・環境的インパクトの創出のために経済的リターンを犠牲にしている訳ではないことが窺える。

世界経済で大きな影響力を有する機関投資家が、投資を通じて ESG 課題について責任を全うする際に必要な 6 つの原則を明示したものとしては、国連の責任投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI) がある。2021 年 10 月 3 日時点で、世界では 4,380 社、日本では 99 社が署名している同原則は、世界的に認知され影響力が大きい³。PRI は 2021 年 7 月 21 日、「インパクトに関する法的枠組み：投資家の意思決定におけるサステナビリティのインパクト」という報告書を公表した⁴。日本国内に目を転ずれば、金融庁が 2021 年 6 月に提言を行っている。本稿では、これらで提示された論点を踏まえつつ、国際的にインパクト投資を展開する日本の機関投資家にとっての受託者責任の考え方を整理する。

II インパクト投資に対する受託者責任の考え方

1. 金融庁における社会的・環境的インパクトの考え方

1) 受託者責任の規律下でのインパクト投資

金融庁は、世界が低炭素経済への移行へと向かう中、新たな成長分野を捉え、ESG 投資資金が企業の取組みに活用されるためにも、金融資本市場が適切に機能を発揮することが重要であるとし、2020 年 12 月、「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置した。有識者会議では、2021 年 1 月から 8 回にわたり議論が進められ、2021 年 6 月 18 日、議論の結果を提言としてとりまとめた「持続可能な社会を支える金融システムの構築」を公表した。

² GIIN, “2020 Annual Impact Investor Survey”, 11 June, 2020.

³ PRI, “Signatory Directory”, 3 October 2021.

⁴ PRI, “A Legal Framework for Impact, sustainability impact in investor decision-making”, 21 July 2021.

提言に当たって有識者会議では、インパクト投資についての議論を進める上で、社会的・環境的インパクトと経済的リターンをどの程度重視するかについて、いくつかの異なった見解が存在する点に留意している。インパクト投資は、市場競争力のある経済的リターンを持つ場合もあれば、リスク・リターンの2軸に基づくマーケットレートよりも低い経済的リターンを許容する場合もあるからである。

多様なインパクト投資の内容や手法を類型別に分けて議論をした結果、受託者責任の考え方を踏まえれば、受託者責任の規律下にある主体においては、受益者が経済的リターンよりも社会的・環境的インパクトを優先させたいなどの事情がなければ、インパクト投資においても市場競争力のある経済的リターンを目指すことが求められるとしている。換言すると、受託者責任の観点では、リスク・リターンが同程度であれば、より社会的・環境的インパクトを優先する投資先を選択すべきであると捉えることもできる。

2) インパクト投資の課題

有識者会議では、受託者責任の規律下でのインパクト投資についての課題も指摘している。インパクト投資を積極的に進めるためには、投資家や企業の双方において、社会的・環境的インパクトの考慮が、企業の財務的リターンの安定や企業価値の向上につながることを認識が必要である。そのためには、評価手法の確立に加え、企業による情報開示と投資家によるインパクト投資の好循環を創り出すことが期待されるとしている。

評価手法では、目標の設定、社会的・環境的インパクトの計測指標の設定、必要なデータ収集、データ分析など、社会的・環境的インパクトの評価の手順や手法の確立に向けた検討を更に進める必要があるとしている。

企業による情報開示と投資家によるインパクト投資の好循環の創出では、企業側と投資家側の課題をそれぞれ挙げている。企業側にインセンティブを与え、企業による社会的・環境的インパクトの測定や情報開示を進めるためには、投資家が社会的・環境的インパクトを考慮する企業を高く評価する必要がある。一方で、投資家がインパクト投資を積極的に進めるには、企業が社会的・環境的インパクトに関する情報開示を進め、投資家による社会的・環境的インパクトの評価に関わるコストを低減させる必要があるとしている。

3) 企業による情報開示の促進

企業の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を与える可能性がある、社会的・環境的インパクトに焦点を当てたサステナビリティ情報開示については、信頼性が高く統一的な情報開示の基準を策定する国際的な取組みが始まっている。

国際財務報告基準財団（IFRS 財団）は、国際サステナビリティ基準審議会

(ISSB : International Sustainability Standards Board) を設立して、国際的に受け入れられる IFRS サステナビリティ基準を策定することを表明した。IFRS 財団が 2021 年 3 月 8 日に公表した戦略的方向性によると、ISSB の重要性の概念は、投資家の意思決定にとって重要な情報に焦点を当てる、財務上の重要性のみを対象とするシングル・マテリアリティを基本にしている⁵。換言すると、企業の財務的リターンを最大化しリスクを適正化するために、社会的・環境的インパクトを考慮するという重要性の概念を採用している。

IFRS 財団は、ISSB の目指すものとして、「企業価値報告 (Enterprise Value Reporting)」を明言している。IFRS サステナビリティ基準は、法定開示書類での財務報告を念頭に置いており、財務報告における非財務情報として、企業価値創造のための重要な社会的・環境的インパクトの報告に焦点を当てている。

したがって IFRS サステナビリティ基準は、投資家が受託者責任の規律下で、市場競争力のある経済的リターンを目指したインパクト投資をする際に、投資の意思決定に資する基準のひとつであると言える。

2. PRI が示す社会的・環境的インパクトに関する法的枠組み

1) 受託者責任に関するプロジェクト

PRI は、2019 年 1 月、国連環境計画金融イニシアティブ (UNEP FI) 及び Generation Foundation と共同で、「インパクトに関する法的枠組み (A Legal Framework for Impact)」と題する、機関投資家の受託者責任に関するプロジェクトを立ち上げた。同プロジェクトでは、経済的リターンにマイナスの影響を与える可能性のある投資範囲も含め、環境や社会のサステナビリティに及ぼすインパクトを機関投資家が考慮することが、受託者責任の観点でどのような位置付けになるのかについて検討が行われた。検討に当たっては、対象法域における関係法令が、機関投資家によるインパクトの考慮をどの程度求めているか、或いは認めているかについて、包括的な分析をしている。日本を含む、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、欧州連合 (EU)、フランス、オランダ、南アフリカ、英国、米国の 11 の法域が、検討対象とされた。

2) 機関投資家におけるインパクト投資

PRI は、2021 年 7 月 21 日、プロジェクトでの検討結果として「インパクトに関する法的枠組み：投資家の意思決定におけるサステナビリティのインパクト」を公表した。同報告書によると、法域や投資家グループによっては違いがあるものの、「サステナビリティへのインパクトを考慮した投資 (IFSI : Investing for Sustainability Impact)」が経済的リターンの目標を達成する上で効果的である場合、受託者責任の規律下での機関投資家は、インパクトを検討し行動することが求められるとしている。

⁵ IFRS Foundation, “IFRS Foundation Trustees announce strategic direction and further steps”, 8 March 2021.

プロジェクトで検討対象とされた投資は、IFSI であり、インパクト投資を含む。IFSI は、環境面や社会的なサステナビリティ要因が、何らかの方法で意図的に考慮されている投資アプローチのグループに分類され、ESG 投資、インパクト投資、社会的責任投資、サステナブル投資などを含む。

3) IFSI を促進するための政策立案者の選択肢

同報告書はまた、政策立案者が IFSI を促進するための選択肢として、機関投資家の法的義務や裁量の変更と、法規制が適用される詳細の変更を挙げている。

(1) 機関投資家の法的義務や裁量の変更

機関投資家の法的義務や裁量の変更では、政策立案者は、経済的リターンの目標が優先される限り、機関投資家がサステナビリティの目標を追求することを認め、サステナビリティ課題に取り組む機関投資家の協力を支持することを提言している。

政策立案者が、機関投資家にサステナビリティへのインパクトをより広範に追求することを許可又は要求しない限り、機関投資家がサステナビリティへの負のインパクトを持つ企業との接触を避ける傾向が強くなる。受託者責任の規律下での機関投資家は多くの場合、サステナビリティへのインパクトを考慮する裁量権を有していたとしても、経済的リターンを優先しなければならない。機関投資家が、サステナビリティへのインパクトを考慮することが経済的リターンに与え得る影響を事前に確定することは容易ではない。多くの法域では、機関投資家が IFSI に取り組む法的義務や裁量があるかどうかという根本的な問題については、特に言及しない傾向があると指摘している。

(2) 法規制が適用される詳細の変更

法規制が適用される詳細の変更では、機関投資家の投資の意思決定に有用な、企業のサステナビリティ情報開示の可用性の確保などを挙げている。

機関投資家は、企業がサステナビリティ要因によってどのような影響を受け対処しているのか、企業活動が環境や社会にどのようなインパクトを与えているのかという 2 種類の情報を必要としている。機関投資家の投資の意思決定に有用な国際的に一貫したサステナビリティ情報開示制度は、あらゆる形態の IFSI にとって重要であることから、政策立案者は、開示制度の詳細について、最善の方法を検討する必要があるとしている。

この点に関連した日本の動向としては、金融庁が 2021 年 8 月 31 日に公表した「2021 事務年度金融行政方針」がある。同方針では、企業情報開示の質と量の向上を掲げ、以下の 3 つの施策を示している（図表 3）。

図表3 企業情報開示の質と量の向上に向けた施策

- 2022年4月に発足する東京証券取引所プライム市場の上場企業に対して、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）又はそれと同等の国際的枠組みに基づくサステナビリティ情報開示の質と量の充実を促す。
- 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいては、上場企業等によるサステナビリティに関する取組みの適切な情報開示のあり方を検討する。
- IFRS財団における気候変動を含むサステナビリティについての比較可能で整合性の取れた開示の枠組みの策定の動きに、官民挙げて積極的に参画する。

（出所）金融庁「2021事務年度金融行政方針」2021年8月31日より野村資本市場研究所作成

TCFDは、G20財務大臣・中央銀行総裁会議の要請を受け、2015年12月に金融安定理事会（FSB）により設立された民間主導の気候関連財務情報開示タスクフォースである。TCFDは、2017年6月、投資家やその他のステークホルダーが、重要な気候関連のリスク及び機会が企業にもたらす財務インパクトを理解する上で、有用な開示の枠組みである、「気候関連財務情報開示に関するタスクフォースによる提言」を公表した。同提言は、国際的に一貫したサステナビリティ情報開示基準のひとつとして、世界的に採用されている⁶。

金融庁は、前述したISSBによるIFRSサステナビリティ基準の策定に対しては、日本の見解を反映する努力を強化するとともに、日本企業による国際財務報告基準（IFRS）⁷への移行を容易にするための取組みを進めることにより、日本のIFRSの任意適用企業の拡大を促進するとしている。日本におけるIFRS任意適用企業数（適用予定企業数を含む）は、2021年6月末時点で246社に上り、全上場企業の時価総額の44.2%まで増加している⁸。

金融庁とPRIの見解は、受託者責任の規律下で職務を遂行することが求められる機関投資家に対して、今後のインパクト投資の在り方に大きな影響を及ぼす可能性があると言える。

Ⅲ 社会的・環境的インパクトと財務インパクトの動的な連動

社会的・環境的インパクトという目標の追求と経済的リターンとは、一般的にトレードオフの関係があると考えられてきた。しかし、企業が社会的・環境的インパクトを考慮し対処することが、企業価値を向上させる最も重要な戦略となる場合がある。

これまで企業が所与と捉えがちであった環境面や社会的なサステナビリティ課題が、経済社会の様相をも変化させ、企業のサステナビリティに影響を及ぼすリスク要因或いは企

⁶ TCFD, “Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure”, June 2017.

⁷ 財務報告は、財務情報と非財務情報で構成される。財務情報の報告基準がIFRSであり、IFRSサステナビリティ基準は、非財務情報におけるサステナビリティ情報の報告基準である。

⁸ 金融庁「2021事務年度金融行政方針」2021年8月31日。

業価値創造の機会へと急激に変化してきている。企業財務とは直接の関係がないと捉えられていた社会的・環境的インパクトが、ダイナミックに変化する経済社会において、時間の経過とともに財務インパクトを企業に及ぼすようになってきている。

社会的・環境的インパクトと財務インパクトの動的な連動関係は、気候関連のリスク及び機会において顕著に見られる。気候変動に対応して市場や公共政策が進化するにつれて、企業が気候に与える環境的インパクトは、財務的に重要なインパクトに転化してきており、環境的インパクトと財務インパクトが、気候関連のリスク及び機会について動的に連動してきている。

2つのインパクトの動的連動関係を高めた背景としては、パリ協定がある。パリ協定では、各国及び地域が「産業革命前からの地球の気温上昇を2℃より十分低く保つ。1.5℃以下に抑える努力をすること」、「そのために、21世紀の後半に世界のGHG排出を実質ゼロにすること」に合意しており、化石燃料に依存した経済は、すでに転換を余儀なくされている。特に、温室効果ガス（GHG）排出量の削減を目的とした技術の進歩や政府の政策の急激な変化は、資産価値の再評価を引き起こし、企業に対して、中長期的に財務インパクトを及ぼす可能性が高まっている。GHG排出量を最低限に抑えつつ、低炭素経済へ円滑に移行しようとする国際社会の動向は、企業にとって、気候変動の抑制等を目的とした政策、法規制、技術、市場及び評判上の移行リスクである。企業に影響を及ぼす気候関連の移行リスクが顕在化し始めており、機関投資家の多くは、GHG排出量の多い化石燃料関連企業から再生可能エネルギー関連企業への投資シフトを急速に拡大している。

機関投資家が重要な気候関連のリスク及び機会が企業にもたらす財務インパクトを理解する上で、有用で任意かつ一貫性のある開示の枠組みとしては、TCFDの提言がある。同提言は、企業が気候関連財務情報を法定開示書類である財務報告で開示することを推奨している。そして、気候関連のリスク及び機会が財務的に重要となり得るまでの間は、財務報告以外で情報開示を積み上げるべきだとしている。つまり、社会的・環境的インパクトと財務インパクトが動的に連動し始めた段階で、企業は気候関連財務情報を任意開示書類ではなく財務報告で開示すべきだということである。

サステナビリティ課題に対する認識の高まりと世界的な取組みの進展により、社会的・環境的インパクトを追求することで、経済的リターンを高め企業価値向上につながる経済社会が整いつつある。社会的・環境的インパクトと経済的リターンには、近年、強い動的な連動関係が生じ始めており、機関投資家はインパクトの投資戦略への組み込みを今まで以上に追求していくことが求められてきている。そして、受託者責任の規律下において、機関投資家が経済的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを同時に追求するためには、投資先企業における情報開示が不可欠である。

投資先企業においては、環境や社会への持続可能性と並行して企業の持続可能性をも考慮し、企業が将来にわたって継続していく「継続企業の前提（Going Concern）」を確保する必要がある。継続企業の前提に関する監査上の評価は、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況を解消し、又は改善するための経営者の対応策を含み、

合理的な期間にわたり企業が事業活動を継続できるかどうかについて実施される。投資先企業が、環境や社会の持続可能性に及ぼすインパクトを検討し、継続企業の前提を確保するためには、企業の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を与える可能性がある自社固有の社会的・環境的課題を識別し、具体的な経営戦略を策定し情報開示することが重要である。翻って、投資先企業が経営戦略を通して、自社固有の重要な社会的・環境的課題と中長期的な企業価値向上との結び付きを情報開示することは、受託者責任の規律下における機関投資家が、社会的・環境的インパクトという目標と投資先の企業価値向上を通じた経済的リターンの双方を追求する上で有用である。そのような開示は、投資家による適切な投資を促すとともに、機関投資家との建設的な対話をより深度あるものとし、対話を経てよりよい経営戦略を確立するという好循環が生まれる。

受託者責任の規律下での機関投資家が、インパクト投資において市場競争力のある経済的リターンを目指すには、投資先企業との建設的な対話がますます重要になってきていると言える。ポジティブな社会的・環境的インパクトの創出と企業価値向上に向けて、機関投資家と投資先企業との建設的な対話が促進されれば、インパクト投資の展開が、より実効性を伴うものになっていくと言えよう。