

サステナブル投資とインパクト

高崎経済大学 学長 水口剛

インパクトを巡る見解の不一致

「Moving from commitments to action」。これは、責任投資原則 (Principles for Responsible Investment: PRI) が2023年10月3日から5日まで東京で開催した、PRI in Person 2023 in Tokyoと題した国際会議の全体スローガンである。世界から約1,300人の金融・投資関係者が集まったが、このフレーズに違和感を抱く参加者はいなかっただろう。ここでいうactionとは、現実世界でのアウトカム (real world outcomes) を生む活動を指す¹。リードスポンサーを務めた日本生命保険の清水社長は開会の挨拶で、「共にFuture Makerになろう」と呼びかけた。

だが、一方で、環境・社会・ガバナンス (ESG) 投資を「ESG等の非財務ファクターを投資判断に織り込み、リスクをマネージしつつリターン向上をめざす投資」と定義するという主張もある²。環境や社会へのインパクトはESG投資の「副産物」であって、目的ではないというのである。この違いをどう理解すべきだろうか。

他方でPRIでもインパクトやアウトカムを強調しているので、ESG投資とインパクト投資の違いが分かりにくいという声も聞く。そこで本稿では、PRIらが提唱する「サステナビリティ・インパクトのための投資 (Investing for Sustainability Impact: IFSI)」という概念を核として、この議論を整理してみたい。

異なる見方の背景

ESG投資、責任投資、サステナブル投資、インパクト投資など様々な呼称で類似の概念があり、しかもそれぞれの定義や解釈が人によって異なることがあるのは、そもそもなぜなのか。まず、これらの概念や実践

が広まるプロセスとメカニズムを理解する必要がある。これらは、最初に提唱する人や組織、グループがあり、次にそれに追従する実務家が現れ、やがて多くの実務家や研究者へと広まっていく。その過程で様々な解釈が生まれ、時に変質する。その基本的な原因は、各自がそれぞれの立場やバックグラウンドに基づく解釈をするからである³。たとえば投資・金融関係者は既存のファイナンス理論という自らの常識と整合性のある解釈をする傾向があるだろう。

一方で提唱者の側も、その時点で社会が受け入れやすい説明をすることがある。そして社会の認識が深まり、新たな概念を受け入れる素地が生まれるとともに、本来意図した解釈が前面に出てくる。あるいは提唱者自身の認識が進化し、説明が変化することもある。逆に、社会の解釈が元々の意図から乖離してくると、自らの主張を明確にするために新たな用語が必要になることもある。IFSIとは、まさにそのような例であろう。こうして類似の実践に対して様々な用語や解釈が存在することになる。

ESG投資とIFSI

ESGという用語を初めて使ったのは2004年のグローバルコンパクトの報告書⁴だが、そこにはESG要素やESGインテグレーションという言葉はあっても、ESG投資という用語はなかった。事実上、ESG投資という用語が社会に広まる契機となったのは2006年のPRIの公表だが、この原則本文の中でもESG投資という用語は使われていない。

PRIは前文で、ESG課題の考慮は投資パフォーマンスに影響すると信じるとともに、より広い社会の目的とも合致すると、その趣旨を示した上で、ESG課題を投資の判断や株主としての行動に組み込むことをう



たった。その後、この原則にのっとった投資行動が、別名ESG投資と呼ばれるようになった。したがって、ESG投資と責任投資は本来同じ意味と捉えるのが素直な見方だろう。

PRIは機関投資家に署名を求めるイニシアティブであったため、当初から受託者責任と整合的な説明をすることに意を用いた。その力となったのが、2005年のフレッシュフィールドズのレポートである⁵。英国の権威ある法律事務所が、ESG要因の考慮は受託者責任に反しないとの見解を示したことで、PRIは大手の機関投資家でも受け入れやすいものとなった。

一方、PRIがESG要素を考慮すべきとする論理は、早い段階から2つあった。1つはそれがリスク回避やリターン向上につながるからだが、もう1つは気候変動や経済格差の拡大がシステミックリスクとなって長期的にポートフォリオの価値に跳ね返ってくるからである。後者は、経済活動の基盤を守ることで間接的に投資価値を守る環境・社会インパクトに注目する考え方である。PRIは2010年にはユニバーサル・オーナーシップという概念でこのことを提唱し⁶、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)をはじめ多くの機関投資家がこの概念を受け入れている。だが、投資関係者の間ではESG投資の意義を直接的なリスク・リターンの向上に限定して捉え、負の外部性へのインパクトを含めないという解釈も根強い。

そこでPRIなどは再度フレッシュフィールドズにレポート執筆を依頼し、IFSIという概念を提唱した⁷。IFSIには二種類ある。1つは、長期的に投資価値を守るためにサステナビリティ・インパクトに注目する手段的IFSI (Instrumental IFSI)、もう1つはサステナビリティ・インパクトの追求自体に価値があると考えられる目的IFSI (Ultimate ends IFSI) である。前者は従来からあるユニバーサル・オーナーシップというESG投資の論理を確認したもの、後者は最終投資家にサステナビリティ選好の存在を仮定する欧州のサステナブルファイナンス開示規則 (SFDR) と整合する。

このことから、ESG投資を字義通りESG要素を考慮する投資と捉えるなら、今やそ

の動機は (1) 直接的なリスク・リターンの改善、(2) 手段的IFSI、(3) 目的IFSIの3つに拡張したと考えるべきではないだろうか。

IFSIとインパクト投資

ESG投資とインパクト投資の違いもよく議論になる。財務的リターンとの関係に着目して、インパクト投資は寄付ではなく投資なので一定の利回りは必要だが、市場平均以下の利回りも許容する、と説明されることがある。しかしこの説明では、市場と同等以上の利回りを追求する場合のインパクト投資がESG投資とどう違うのかがわからない。

ESG投資はリスク回避と財務的リターンの向上をめざす投資であって、インパクトの追求は目的としていないと説明されることもあるが、これは誤解ないし狭い解釈である。前述の通りGPIFは負の外部性を考慮することを明示しているし、脱炭素社会の実現を目指すClimate action 100+ やGFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero) などのイニシアティブに参加する金融機関や機関投資家も多い。つまりESG投資がインパクトを意図しないわけではない。

だがそれらは手段的IFSIではあっても、厳密な意味でインパクト投資とは言えない。インパクト投資とは単に正のインパクトの大きい企業を選んで投資するといったものではなく、具体的に目指すべきインパクトを特定し、それを実現する明確なロジックモデルやインパクト戦略をもち、そのロジックモデルに沿って投資先を選び、株主行動を行う。つまりインパクト投資とは、明確に定義された、きわめて輪郭のはっきりした投資手法なのである。ESG投資にIFSIを含めて考えるなら、インパクト投資もその一種とも言えるが、従来のESG投資にはなかった新たな投資手法の追加と言えるだろう。

ESG投資からサステナブル投資へ

筆者の主張はESG投資を、ESG要素を考



慮するという外形的特徴に注目して、IFSIを含む幅広い概念として理解すべきというものだが、言葉の意味は最終的には社会が決めるものなので、ESG要素の考慮を通じてリターン向上を目指す投資という狭義の解釈が主流になるなら仕方ない。その場合には、その狭義のESG投資とIFSIの両方を総称して「サステナブル投資」と呼ぶことを提案したい。

だが、問題は単に名称だけのことではあるまい。ESG投資をリターン目的に限定して定義するという主張の背後には、投資家は財務的リターンのみを考えるべきとの含意があると思われるからである。では投資家は、IFSIを含むサステナブル投資をすべきなのか。

この点は、市場をどのようなものと捉えるかという市場観の違いに関わる。個々の市場参加者の行動は市場価格に影響を与えないと仮定し、与えられた価格を前提に行動する者をPrice takerと呼ぶ。同様に、個々の投資家は将来の環境や社会に影響を与えないと仮定するなら、将来の環境や社会の変化に受身的に適応するFuture takerが合理的である。これは、「リスクをマネージしつつリターン向上をめざす」ESG投資と合致する。

これに対して自らの投資行動が将来の環境や社会に影響を与え得ると考えるなら、環境や社会へのインパクトも考慮するFuture makerが合理的となる。筆者がインパクトを含む定義を主張する所以である。

-
- 1 Real world outcomesはPRIが2021年8月に策定した2024年までの戦略計画のタイトルにもなったキーワードである。
 - 2 本田桂子・伊藤隆敏『ESG投資の成り立ち、実践と未来』日本経済新聞出版、2023年5月、P.8。
 - 3 筆者自身も自らのバックグラウンドの影響から逃れられない。本稿は1990年代からこの分野の変遷を見てきたという筆者のバックグラウンドに基づく解釈である。
 - 4 Global Compact, "Who Cars Wins - Connecting financial markets to a changing world," 2004.
 - 5 Freshfields Bruckhaus Deringer, "A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance issues into Institutional Investment," 2005.
 - 6 UNEP FI and PRI, "Universal Ownership - Why environmental externalities matter to institutional investors," 2010.
 - 7 Freshfields Bruckhaus Deringer, "A Legal Framework for Impact - Sustainability impact in investor decision-making," 2022.