

インパクト投資 –現状とその可能性–

目次

- I. はじめに
- II. インパクト投資とは
- III. インパクト投資の歴史
- IV. インパクト投資の具体的事例
- V. 終わりに

三菱UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント 出向 福光 健二
本間 裕大

I. はじめに

『資本市場の考え方に二次元から三次元へのパラダイムシフトが求められている。社会的インパクト投資は「リスク」と「リターン」という 20 世紀の資本市場の原理に「インパクト」という新たな次元を加えることによって、より良い社会を実現するための新たな可能性を秘めている』これは、2013 年に英国のキャメロン首相の発意により設立された「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」(後述)の報告書にある言葉である。

インパクト投資とは、従来の経済的なリターンの獲得に加え、投資を通じて社会的課題の解決を目指す投資のことであるが、日本では地方自治体を中心にソーシャル・インパクト・ボンドを活用した官民共同事業が開始されているほか、資産運用業界においても個人・機関投資家向けに上場株式へ投資を行うインパクト投資の運用戦略が徐々に提供され始めている。また、グローバルでもその投資残高は急速に増加しており、2019 年 4 月に発表された推定残高は 5,020 億ドル(約 55 兆円)と、2018 年から倍以上に増えている。

インパクト投資が注目されるようになった背景には、現代資本主義に対する危機感がある。本来、投資とはより良い未来を創るための行為であったはずが、その後「リスク」と「リターン」の 2 次元平面で評価され、効率性ばかりが追求されるようになると、同じ資金でより多くのリターンを稼ぎ、短期間に回収できることのみが良い投資と考えられるようになった。そして、投資の目的から「社会への影響(インパクト)」が欠如した結果、公正な社会の実現のために資金を必要としている事業に投資が向かわなくなったとさえいわれている。一方で、貧困と格差、若年層の失業、犯罪とテロ、教育の機会、高齢化、気候変動に起因する問題など、21 世紀の社会が直面している課題は広範で深刻さを増している。

本稿では、これらの社会的課題を解決する原動力として期待され、「市場の見えざる手を導く見えざる心」とも形容されるインパクト投資について、その革新性や特徴、歴史、具体的事例を紹介していきたい。

Ⅱ. インパクト投資とは

本章では、現在、インパクト投資が社会的に必要とされる理由と民間投資家への期待について述べるとともに、インパクト投資が ESG¹投資の中に占める独特な位置づけ、そして社会的成果を効果的に生むことが可能というインパクト投資の特長について説明する。

1. インパクト投資はなぜ必要か

インパクト投資とは「財務リターンと並び社会的もしくは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」と定義される。インパクトの対象となる課題は、新聞等で最近よく目にする SDGs²(持続可能な開発目標)に代表される。SDGs は、2015 年 9 月の国連総会で採択された持続可能な世界を実現するために、国際社会が 2030 年までの 15 年間に達成すべき目標であり、貧困の解決・飢餓の解決・教育等の社会目標、気候変動・エネルギー・生物多様性等の環境目標と、雇用・インフラ・生産と消費など経済目標に加え、不平等の解決・ジェンダーの平等・平和など 17 の目標が体系的に掲げられている。

図表 1 : SDGs 国際社会が 2030 年までに解決すべき 17 個の共通目標



(出所)外務省

¹ ESG とは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)頭文字を取ったもの。

² Sustainable Development Goals。2001 年に策定されたミレニアム開発目標の後継として、2015 年 9 月の国連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」にて記載された 2016 年から 2030 年までの国際目標。

1) 三つの理由

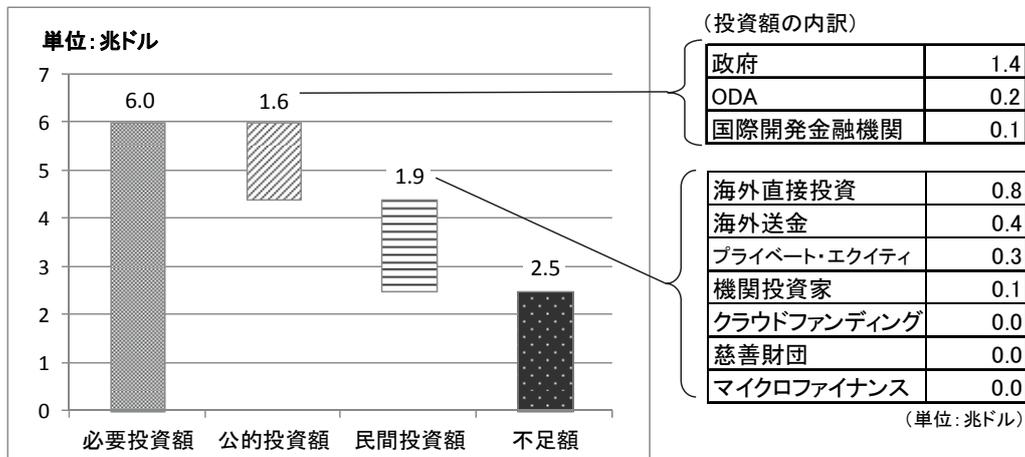
従前、こうした課題への取り組みは政府、国際機関、慈善財団、NGOなどの公的セクターや社会セクターの役割であると考えられてきた。しかし、社会・環境問題の解決を政府やNGOに任せ、民間セクターは規制の枠内で自由に経済活動を追求することができるという考え方がもはや通用しないくらいに、現代社会が直面する持続可能性の課題は巨大かつ複雑になっており、社会全体での対応が必要とされている。

ESG投資の識者である高崎経済大学の水口教授によると、その理由は少なくとも三つあるという。経済のグローバル化、問題の複雑化、イノベーションの必要性である。①まず、気候変動や水問題、貧困、格差などの問題は経済のグローバル化と関わっているが、グローバル化した経済にグローバル市場はあっても、グローバル政府はない。そのためにグローバル経済では、競争と利益の追求が先行し、社会的公正や環境保護が犠牲にされやすい。②また、現代の社会・環境問題はますます複雑化しており、たとえば新興国の貧困の解消には経済成長が必要であるが、それは温室効果ガスの増加や生物多様性の減少などを招きやすい。石油に依存しないバイオ燃料やパーム油の生産が必要である一方、それらの活動は食料生産との競合や森林破壊につながるおそれがあるなど、多くの問題が複雑に絡み合い、相互に関連している。③このような複雑な問題に対処するうえで、政府にできることは限界があり、多くの人の知恵と現場の深い洞察が必要になる。安全な水の確保や生態系を破壊しない資源利用など、公正と効率の両立にはイノベーションが鍵になることも多いが、イノベーションを生むのは政府ではなく市場の力である、と述べている。つまり、SDGs達成のためには公的セクターや社会セクターだけではなく、民間セクターの主体的関与が必要とされている。

2) 不足する資金

それでは、SDGsを達成するためにはどのくらい多額の資金が必要なのであろうか？国連の調査によると、2030年までの15年間に年間約5兆ドルから7兆ドルの投資が必要とされるが、今のままでは新興国のインフラ投資を中心に年間2.5兆ドルの資金が不足すると推定されている(図表2)。15年間トータルでは30兆ドル以上の資金が不足する。このファンディング・ギャップを埋めなければならないのだが、逼迫した財政状況にある各国政府にそれを賄うだけの余力はなく、仮に、世界最大の慈善基金団体であるゲイツ財団が全資産を注ぎ込んだとしても、不足額の1.5%未満にしかならない。つまり、政府と慈善活動だけを当てにしているのは、目標に近づくことすら難しいのが現状である。さらにこのギャップは早期に埋めた方がよいとされる。必要な投資が後ろ倒しになればなるほど、社会や環境に対する負荷が高まり問題も深刻化し、解決に必要なコストも増えるからである。このように、SDGsの達成には民間セクターの資金と活力が必要とされている。革新的技術やビジネスモデルによって社会的課題や環境的課題を解決するイノベティブな団体や企業に、リスクマネーを提供する民間投資家の資金が求められており、イノベーションを実現するために必要なリスクテイクを促す存在として、インパクト投資に期待されている役割は大きいのである。

図表 2 : SDGs 年間不足額



(出所) UNEP FI の資料を元に三菱 UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

2. ESG 投資におけるインパクト投資の位置づけ

インパクト投資は ESG 投資の一手法に含まれるが、その位置づけは独特である。本節ではインパクト投資の独自性について説明したい。

ESG 投資普及のための国際組織である GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) の定義では、ESG 投資は以下の 7 つの形態に分類される。

図表 3 : 代表的な ESG 投資の手法

	投資手法	概要
1	議決権行使・エンゲージメント	議決権行使や投資先企業との対話を通じて、ESG への取り組みを促すなど企業行動に影響を与える
2	ネガティブ・スクリーニング	武器製造やギャンブルなど ESG の観点から問題のある企業を投資対象から除外する
3	規範に基づくスクリーニング	国連グローバル・コンパクト等の国際的な ESG 基準を満たしていない企業を投資対象から除外する
4	ポジティブ・スクリーニング	同業種のなかで ESG 評価の高い企業のみを投資対象として組み入れる
5	ESG インテグレーション	ビジネスモデルや財務諸表の分析だけでなく、ESG 分析も投資の意思決定プロセスに組み込む
6	サステナビリティ・テーマ投資	気候変動・食料・農業・水資源・エネルギーなど、持続可能性に関する特定のテーマに投資する
7	インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的として投資を行い、社会的成果と財務的リターンの両立を目指す

(出所) GSIA

このうち「議決権行使・エンゲージメント」は、投資家の立場から企業経営に関与することであり、他の投資手法と組み合わせて行うことができる。スチュワードシップコード³でも、議決権行使とエンゲージメントを通じて投資家は企業の持続的成長を促すことが推奨されており、現在では機関投資家共通の行動原則になっている。

残る6つの投資手法のうち、「ネガティブ・スクリーニング」と「規範に基づくスクリーニング」は、対象となる企業の除外をキーワードとしており、ESG リスクを回避することを目的とした投資手法である。ESG リスクとは、環境、社会、ガバナンスの各種要素への配慮や対応が十分でないことにより企業の中長期的な価値を毀損する可能性を意味する。典型的な例として、新興国の事業拠点やサプライチェーンで児童労働や環境破壊に関与した企業であれば、人権・労働慣行や環境・資源・生物多様性の問題悪化に加担しているとしてマイナス評価され、消費者不買運動が起こり得ることが挙げられる。ビジネスのグローバル化、市民団体の台頭、社会環境問題の複雑化といった外部環境の変化は、今までなかったタイプの企業不祥事やレピュテーションリスクを引き起こしている。これら2つの除外スクリーニングは、ESG リスクが顕在化することにより投資リターンが毀損することを避けるディフェンシブなアプローチともいえる。

他方、「ポジティブ・スクリーニング」と「ESG インテグレーション」は、リターン向上を狙った積極的なアプローチである。企業の ESG に関する取り組みが、いかに企業価値向上に繋がっているかに着目し、企業競争力の判断材料の一つとして ESG 情報を活用する。背景にあるのは、環境や社会、ガバナンスへの配慮は、企業のリスク・マネジメントや従業員のモチベーション、企業イメージの向上などの点で企業の競争優位の源泉になり、長い目で見て業績にプラスの影響を与える、という考えである。ESG は非財務情報であるため、当初、企業価値の向上は株価に十分反映されない。しかし、やがて業績にその効果が表れてくる過程で株価は修正される。その結果、投資家は長期的には高い投資リターンを享受することができる。これが「ポジティブ・スクリーニング」と「ESG インテグレーション」に期待されるリターン効果である。

最後は「サステナビリティ・テーマ投資」と「インパクト投資」である。前者は再生可能エネルギーやクリーンウォーター、持続可能な農業など、サステナビリティに関連するテーマに絞って投資を行う。環境問題に焦点をあてたものが多く、太陽光発電事業への投資ファンド、グリーンボンドなどもこのカテゴリーに属する。持続可能な地球環境の実現に貢献する商品やサービスは社会的需要が増えることと見込まれることから、そうした商品やサービスを提供する企業の長期的な成長性も高くなると考えられる。つまり、長期的には高い投資リターンが期待できることになる。後者のインパクト投資は、環境問題の他に社会問題の解決を目的に含む点でサステナビリティ・テーマ投資よりも対象とする領域が広い。また、ESG 投資の

³ スチュワード(steward)とは執事、財産管理人の意味。投資先企業の経営監視など機関投資家のあるべき姿を規定したガイドランス(解釈指針)のこと。

なかで唯一、金銭的リターンの獲得と並び、社会・環境問題の解決(社会的リターンの獲得)を明示的に投資目的に掲げている点が異なる。他の投資手法は、ESG を考慮するという投資プロセスをとるものの、最終的な目的は金銭的リターンの最大化にある。換言すれば、ESG は手段であって目的ではない。しかし、インパクト投資では ESG は目的である。金銭的リターンと同等に、社会・環境問題の解決にどれだけ貢献できたのかという社会的リターンの獲得が重視され、獲得された社会的リターンは定量・定性的に評価される。この点で、インパクト投資は他の ESG の投資手法とは一線を画しているのである。

3. インパクト投資の特長～寄付との違い

インパクト投資は、貧困や飢餓などの社会的課題の解決を目指す点では、寄付と資金使途が似ている。世界で最も寄付の盛んな国である米国では、年間 3,500 億ドルもの寄付がなされ、より良い社会や環境を実現するために活動する様々な慈善団体の支援に使われている。しかし、「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」報告書では、寄付と比較したインパクト投資の特長として、下記①～③を挙げている。

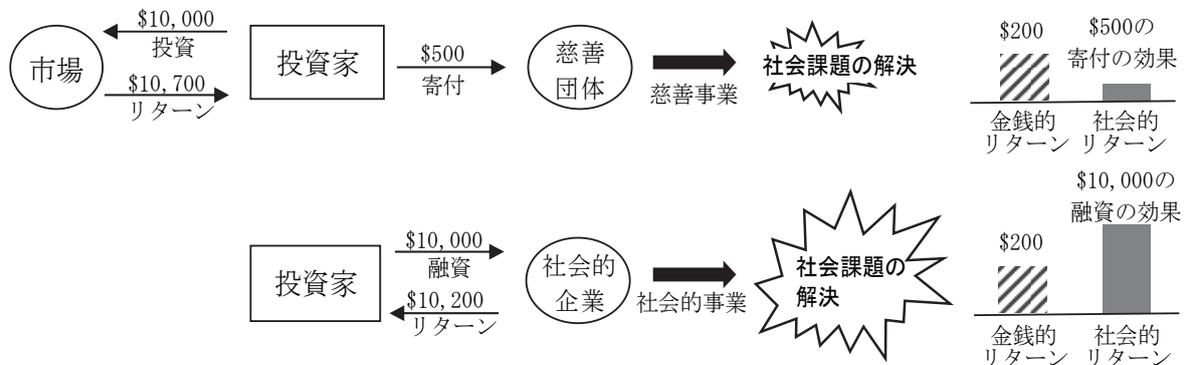
- ① 投資は貧困の救済において寄付よりも効果的な場合がある
- ② 社会的動機は金銭的な動機に結びついた場合、より効果的に善をもたらすこともある
- ③ 金銭的リターンと社会的リターンとの間には必ずしもトレードオフの関係はない

①、②に関して、インパクト投資では、投資する側・される側の間で一種の緊張感が生じることが重要な違いである。投資する側は、生み出される成果に注目し、投資状況を逐次モニタリングする。投資される側は、継続的に投資を受けるために結果を追求する。両者の関係はビジネス上の対等な関係であり、寄付を施す者とそれを受ける者の間に存在する暗黙の上下関係は存在しない。他方、慈善団体による寄付の場合、社会的成果の達成よりも慈善行為に重点を置く傾向が強く、慈善団体に十分なリソースがないことも相俟って、寄付を与えることが目的化し、資金が生み出す成果のフォローアップがなされないことも多い。従って、一般的にはインパクト投資の方が寄付よりも効果的であるとされている。

また、③については次のような例を用いると分かりやすいだろう(図表4)。リスク調整後リターンが7%の世界を想定する。この世界で通常の投資家が10,000ドル投資した場合に得られるリターンは700ドルである。この投資家が得られたリターン700ドルから500ドルを寄付したとすると、10,000ドルの投資が結果的にもたらす成果は金銭的リターン2%と500ドルの寄付によって生み出される社会的リターンになる。一方、インパクト投資家が、この10,000ドルを用いて社会的事業を行う企業に2%の利率で融資した場合、10,000ドルの投資がもたらす成果は金銭的リターン2%と10,000ドルの融資により当該事業が生み出す社会的リターンになる。つまり、インパクト投資家は満足できる金銭的リターンを確保しつつ、通常の投資家よりもはるかに大きい社会的リターンを得ることができるようになる。寄付では金銭的リターンを犠牲にしなければならなかったが、インパクト投資では金銭的リターンと社会的リターンのトレードオフは発生しない。

このように、今まで慈善的と考えられてきた行為に投資の概念を組み入れることで、インパクト投資はより効果的に大きな社会的インパクトを生み出す可能性を秘めている点が注目されている。前述のとおり SDGs の達成には年間 2.5 兆ドルの資金が不足するとされている一方、世界の資本市場に投資されている資金の総額は 212 兆ドルもあり、このうち年金性資金が 28 兆ドルを占めると推計されている。一部の進歩的な年金基金が考え始めているように、年金資金の運用目的には現役世代の老後の保障だけではなく、将来世代にとっても住みやすい社会環境を維持する責務が含まれると捉えるならば⁴、年金資金が期待するリターン獲得にも適う。これが、SDGs の達成のために、民間資金とりわけ年金資金に対する期待が大きい理由である。

図表 4：寄付とインパクト投資のリターン比較



(出所) Brian Trelstad 資料を参考に三菱 UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

Ⅲ. インパクト投資の歴史

インパクト投資は、先述のとおり金銭的リターンと社会的リターンを同時に追求する。この意味で、インパクト投資は金銭的リターンを求めない慈善的な寄付を一方の端に、金銭的リターンのみを追求する通常の投資をもう一方の端に置いた投資の連続帯(スペクトラム)の中間に位置する。しかし、はじめから中間に存在していた訳ではなく、その誕生には社会的要請とそれに応えようとする投資家の創意工夫の物語があった。本章では、金銭的リターンのみを追求する「通常の投資」と社会的リターンのみを追求する「慈善的寄付」が、20 世紀後半以降の社会情勢を反映しながら発展し、両者の結合点としてインパクト投資がどのように生まれたのか説明したい。

⁴ ユニバーサル・オーナーシップという考え方。巨大な公的年金をはじめ大手の機関投資家は、投資額が大きく資本市場全体に投資するが、長期的に資本市場は環境問題や社会問題の影響から逃れられないことから、良好な環境・社会を守る投資をすることが最終的に受益者の利益に適うという考え。

図表5：投資のスペクトラム

金銭的リターン重視 ←		→ 社会的リターン重視			
通常の投資	SRI	サステナブル	インパクト投資	プログラム 関連投資	慈善的寄付
市場競争力あるリターンを志向する投資			環境・社会・ガバナンス (ESG) へのリスクも考慮する投資		
			環境・社会・ガバナンス (ESG) への取組みを積極的に評価する投資		
			環境・社会課題の解決を目的とする投資		
環境・社会・ガ バナンス (ESG) への 関心はほとん どなし	リターン棄損 回避の観点か らESGリスク も考慮	リターン向上 を目的にESG への取組み を考慮	金銭的なリター ン生み出しなが ら環境・社会課 題の解決に貢献 する	資金を再活用 しながら環 境・社会課題 の解決に貢献 する	環境・社会課 題の解決に貢 献するが金銭 的リターンは 生み出さない

(出所) Social Impact Investment Taskforce 資料を参考に三菱 UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

1. 社会的責任投資の台頭

「通常の投資」における最大の目的は金銭的リターンの最大化であり、従来より投資が環境・社会に対してもたらす影響についてほとんど考慮されることはなかった。その一方、「慈善的寄付」の側では社会的・環境的利益の最大化を目指して寄付が行われてきたが、金銭的リターンを考慮することはなかった。しかし、1960年代後半から1970年代前半に変化が起り、スペクトラムの中間が埋まり始めた。「通常の投資」の側からは社会的責任投資(SRI: Social Responsible Investing)と呼ばれる投資行動が現れた。投資の意思決定に社会的要素を考慮するアプローチには歴史的に先例がある。キリスト教、特にクェーカー教徒やメソジスト派は「投資家は社会的に害をなすような企業やビジネス慣行に投資することは避けるべき」と唱道してきた。具体的には酒、タバコ、ギャンブルに関わる銘柄は罪深い株式(sin stock)と呼ばれ、教会資産を投資しないという方針が採られてきた。このような中、禁酒や節制を掲げる聖職者のグループが中心となり、1928年にボストンでパイオニア・ファンドという世界初のネガティブ・スクリーニングを適用した投資信託も生まれた。

しかし、公民権運動が盛んになった1960年代以降、企業の社会的責任や倫理的な投資の問題は宗教的倫理を離れ、より人類共通の普遍的倫理の性格を帯びるようになる。この時期はまたベトナム戦争を巡って反戦運動も高まった時期でもある。フォード財団主催のカンファレンスが1968年から1969年にかけてイェール大学で頻繁に開かれ、企業活動が社会に与える影響とその是非が真剣に討議された。大学生、労働組合、社会活動家は、反倫理的と考える投資先を大学基金や企業年金のポートフォリオから除外するよう求め、社会的に望ましくないと考えられるビジネス慣行を改めさせるべく企業に訴えるため株主提案権を利用するようになった。そのような中、1969年にナパーム弾と枯葉剤の最大の生産者であったダウ・ケミカル社の株主総会で製造中止を求める株主提案がなされた。これは社会的観点からなされた最初の株主提案であった。

当時、社会的責任投資を行う投資家は、タバコや兵器、後には人権保護の観点で懸念のあった南アフリカ共和国で事業を営む企業が自分たちの投資ポートフォリオに含まれることを望まなかった。取締役会の人種構成の多様性を求める株主提案をきっかけに、ゼネラルモーターズの取締役になっていたレオン・サリバン牧師は、南アフリカ共和国で操業する企業が遵守すべき人権保護の六原則であるサリバン原則を 1977 年に公表した。サリバン原則は、キリスト教会やコネチカット州やニューヨーク州等の公務員年金に支持され、投資先企業に同原則に従うよう求める動きや、基金の投資ガイドラインに組み込まれるなど広まっていった。

2. プログラム関連投資のはじまり

社会的責任投資が台頭した 1960 年代後半と時を同じくして、「慈善的寄付」の側のスペクトラムでは、フォード財団がプログラム関連投資⁵の試みを始めていた。フォード財団では、スラム街の再開発やアフォーダブル住宅(取得可能あるいは賃借可能な住宅)の供給など、当時ソーシャル・インベスティングと呼ばれた社会的事業プログラムへの資金提供方法を、寄付から低金利融資にシフトしようとしていた。これには次の狙いがあった。寄付の受け手がそのビジネスモデルを通じて収益を上げられるのであれば、財団は資金援助の形を寄付から融資にすることで資金の再活用が可能となり、限られた資金で多くの社会的リターンを生み出すことができるようになる。

また、アフォーダブル住宅の開発者など、資金援助を受ける事業者が信用力のあることを示せば、商業銀行などからより多くの民間資金を呼び込むことができ、寄付に依存せずとも社会的目標を果たせる自立した民間事業に育てることができる。1970 年代から 1980 年代の間に、プログラム関連投資は今日のインパクト投資家の先駆者とも呼べる多くのプレーヤーを世界中に生んだ。そのなかには、都市コミュニティの再生を手掛けるアフォーダブル住宅のデベロッパーや、過疎地域の経済活性化を図るため小規模事業者に投資をするベンチャーキャピタル、新興国において女性や小規模事業者に信用供与を行うマイクロ・ファイナンスの組織が含まれる。こうした組織の多くは長い時間をかけて、純粋な寄付から寄付とプログラム関連融資の組み合わせ、そして金銭的リターンを求める投資へと資金提供の形態を変化させていった。

3. サステナブル投資からインパクト投資へ

次の進展は 1990 年代後半から 2000 年前半に到来した。これは、社会や環境に悪影響を与える事業を行う企業を投資対象から除外することが可能なら、それと同様に、社会や環境に良い影響を与える事業を行う企業を積極的に投資対象に加えることも可能であり、それを通

⁵ 助成財団が助成対象とする各種プログラム(例えば地域振興、障害者支援など)対し、寄付に代わり低利の融資を行うことで資金をリサイクルし、より多くのプログラムへの助成を図ろうとする仕組み。

じてより良い社会の実現に貢献することができるのではないかと考える人が現れたことによる。サステナブル投資と呼ばれるこの考え方の提唱者の一人には、ドキュメンタリー映画「不都合な真実」を作成し、地球温暖化問題に警鐘を鳴らした元アメリカ副大統領アル・ゴア氏も数えられる。その後、彼はサステナブル投資に特化した運用機関の立ち上げに参画し、現在でも国連責任投資原則 (UNPRI) の普及に力を尽くしている。サステナブル投資は多くの投資家の支持を受け急速に広まっていき、そのことが、投資活動では投資に伴い社会・環境に悪影響を与えることを避けるだけでなく、良い影響を与えることに資本を配分することができるという考えに繋がっていった。そして、金銭的リターンを得ると同時に社会に対して良い影響を与えることができることを理解した投資家は、良い影響を与えることの更にその先に視線を伸ばし、どのように資本を配分すれば社会が抱える喫緊の課題の解決に向けて、投資を通じて積極的に貢献できるかを考えるようになった。

このようにしてプログラム関連投資とサステナブル投資が出会い、その結合点からインパクト投資という概念が 2000 年代に生まれた。インパクト投資という用語そのものは、2007 年にロックフェラー財団が、投資家や起業家、慈善事業家を集めた会議において初めて使われたとされている。この会議では解決されるべき社会的・環境的課題が数多く存在している中、その解決に向けグローバルな金融資本を積極的に活用していくことや、金融資本が参入する環境をどのように整備するかが議論された。

そして、2008 年の金融危機は、健全な社会を構築するための投資のあり方を再考するきっかけとなり、民間セクターからインパクト投資への参入が加速することになった。ゲイツ財団等、米国の IT 起業家による取り組みが拡大した他、金融機関ではソーシャル・インパクト・ファンドの設立が相次いだ。イギリスでは 2010 年、アメリカでは 2012 年にソーシャル・インパクト・ボンドが初めて組成された。

こうした動きを経て、2013 年の先進国首脳会議において議長国であった英国のキャメロン首相の呼びかけにより、社会的インパクト投資の世界規模の拡大を目的とした「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」が設立され、インパクト投資をグローバルに推進することが決まった。同タスクフォースは 2015 年には GSG (Global Social Impact Investing Steering Group) へと名称を変更し、ブラジル、メキシコなども参加した世界的な団体へと発展、現在に至っている。日本においても国内諮問委員会が 2014 年に創設され、ビジネス、金融、ソーシャルセクター等、分野を超えた社会的インパクト投資のリーダーが集まり、日本における社会的インパクト投資の発展のために必要な施策について議論が行われている。

IV. インパクト投資の具体的事例

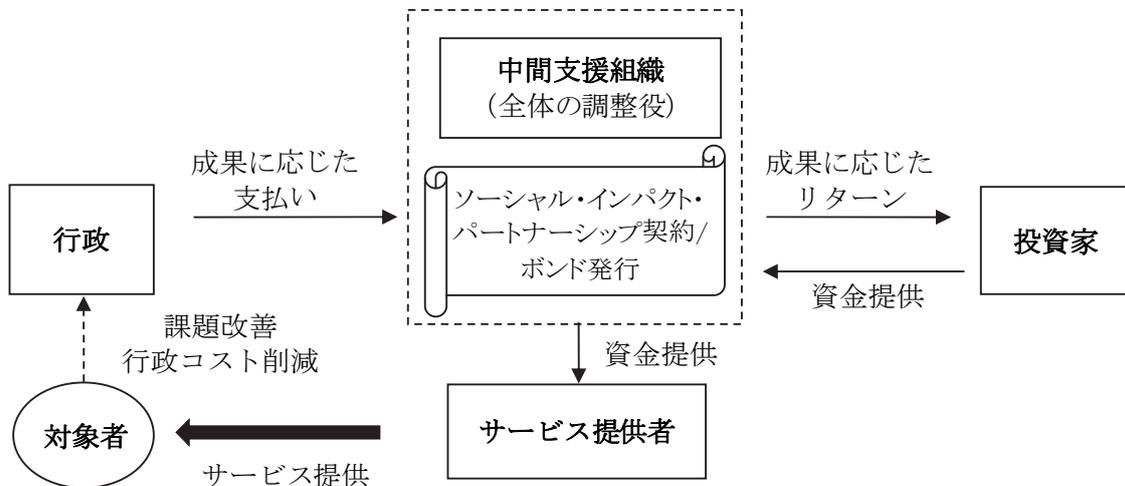
インパクト投資については、現在さまざまなアセットクラスを通じた投資が行われている。本章では、インパクト投資の具体的事例として多くのメディアで取り上げられるソーシャル・インパクト・ボンドと、年金基金をはじめ機関投資家にとって馴染みの深い上場株式を通じたインパクト投資について紹介したい。

1. ソーシャル・インパクト・ボンド

(1) 仕組み

ソーシャル・インパクト・ボンド(以下、SIB)とは官民パートナーシップ(PPP: Public Private Partnership)の一種とされる。SIBは行政が携わる分野において社会的サービスの提供をNPOや企業に委託し、必要となる資金を民間の投資家が拠出し、事前に合意した成果が達成された場合、行政は投資家へ成功報酬を支払う仕組みである。図表6はSIBの仕組みを示したもののだが、特徴的なのは「中間支援組織」の存在である。中間支援組織は、社会的に解決すべき課題とその課題に係る対象について検討を行い、その解決に向け全体の調整役として機能する。それとともに、サービス提供に必要な資金への投資の呼びかけを行うほか、サービス提供を行うサービス提供団体との提携、行政との交渉も行う。サービス提供者にとっては、資金調達を中間支援組織が担うため、サービス提供に必要な資金調達負担が軽減し、行政や慈善財団からの助成にありがちな細かい報告書の作成義務からも解放され、サービスの提供に専念することができる。中間支援組織は前面には出ない裏方役ではあるが、その果たす役割がSIBの成否に大きく関わってくる。

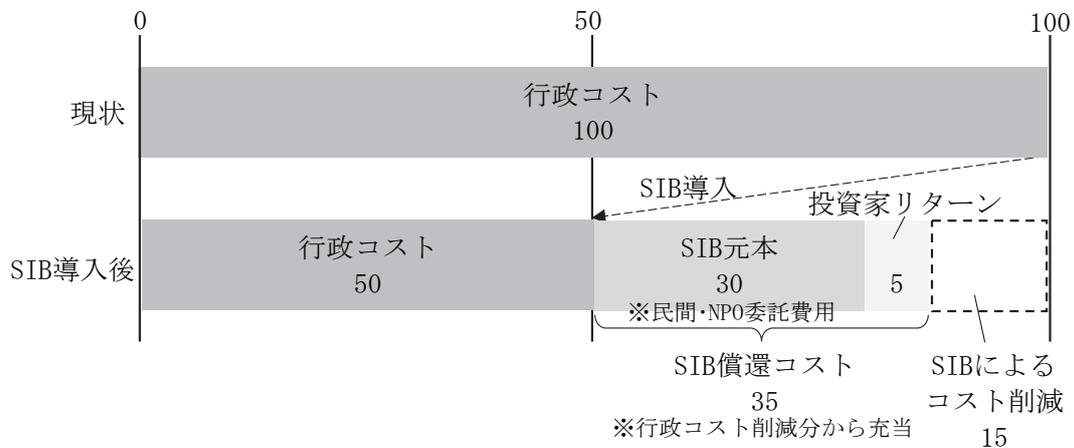
図表6：ソーシャル・インパクト・ボンドの仕組み



(出所) 経済産業省資料を参考に三菱UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

SIBによるコスト削減をイメージしたのが図表7である。行政は、成果を達成した場合にのみ投資家に対し元本の償還と成功報酬の支払いをすればよい。これによって行政コストの総額を削減できるとともに、行政予算をサービスの購入ではなく成果の購入に充てることができる。投資家にとっては、自らが関与したいと考える環境・社会問題の解決に直接的に貢献できることに加え、金銭的報酬を獲得できる可能性のある点が魅力である。

図表7：SIBによる行政コストの削減イメージ



(出所) 経済産業省資料を参考に三菱UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

(2) 英国ピーターバラ刑務所での事例

ピーターバラ刑務所の SIB は 2010 年 9 月に設定された世界初の SIB である。英国では、12 ヶ月未満の短期受刑者のうち出所後に再犯を犯す割合が約 60% となっており、また、受刑者一人当たりにかかるコストは年間 4 万ポンドに上るため、短期受刑者の再犯率低下が課題となっていた。そこで、英司法省は刑務所の維持・管理コストの低下を図るため、ピーターバラ刑務所の短期受刑者の再犯率低下を目的としたプロジェクトを立ち上げた。プロジェクトの事業内容は、受刑者の社会復帰支援が中心であり、住宅探し、アルコール・ドラッグ依存の治療、就業サポート、子どもの養育サポート、メンタルヘルスサポートなどを含み、これらの包括的サービスを提供することで再犯を防止しようというものであった。

英司法省自らこのようなプロジェクトを実施することも可能であるが、プロジェクトが実際に再犯率を目標値まで低下させられるかどうか定かではなく、成果が確実に見込めないプロジェクトに公金を投入することは難しい。サービスを民間に任せれば、外部からの資金を調達することが可能となり、さらに民間のノウハウを活用することで短期受刑者の再犯率低下が達成できれば、英司法省サイド、投資家サイドの双方にメリットがあった。

ピーターバラ刑務所の SIB の例では、英司法省から業務委託を受けた「ソーシャルファイナンス UK」という中間支援組織が全体の調整役を担ったが、従来は個々に出所者の支援サービスを提供していた複数の非営利団体の組織をまとめあげ、ワン・ストップ・サービスで提供できる再犯防止プログラムとして仕組みを整えた。また、事業運営費として合計 500 万ポンドを拠出した投資家との契約を結んだ。成果の指標は再犯率の低下であり、プロジェクトにより再犯率が 7.5% 低下すれば投資家に対して元本が償還、それ以上低下すればその割合に応じて最大 13% のリターンを投資家が獲得できるという設定であった。そして実際、このプロジェクトによって再犯率は 9% 低下し、投資家は単なる寄付ではなく、年率 3% という金銭的リターンを獲得することができたのである。

2. 上場株式を用いたインパクト投資の例

続いて、上場株式を用いたインパクト投資についてみていきたい。近年、欧米の運用会社を中心に、上場株式へ投資するインパクト投資戦略が徐々に打ち出されており、インパクト投資が上場株式の領域でも広がっている。社会において様々な課題が存在するという事は、同時にそれを解決するビジネスへの巨大な市場が潜在的に存在するという事でもある。社会的課題を解決する革新的な企業は、そのビジネスを通して潜在需要を掘り起こし、新たな市場を創出することで高い成長機会を得られると考えられる。そのような企業の株式に投資をすることにより、社会的リターンを生み出しながら、競争力のある金銭的リターンも獲得することが期待されている。

また、これまでのインパクト投資の多くはプライベートエクイティやプライベートデッド等、非上場企業や NPO への投資が中心であったが、多くの投資家にはこれらへの投資は流動性や透明性等の点でハードルが高かった。しかし、上場株式を通じたインパクト投資戦略が生まれたことで、インパクト投資を身近なものとして感じる事ができ、社会的課題の解決に資金が流れやすくなってきている。

社会的リターンの観点でいえば、上場企業だからこそ生み出せるインパクトもある。これは SIB と比較するとイメージが付きやすいだろう。SIB は公共サービスに民間資金を呼び込むことで行政の財政支出を削減するものであるため、対応する課題は地方自治体単位、最大でも国単位のものとなる。しかし、社会が抱える課題の中には気候変動や水資源の保全のようにグローバル規模で対処しなければならないものも多く存在している。また、このような課題はその大きさ・複雑さゆえ解決に非常に長い年月が必要である。そのため、製品やサービスを通じて、グローバル規模で持続可能な社会の実現に取り組んでいる上場企業に対して、期間を定めず長期的な投資を行うことが、大きな社会課題に立ち向かう場合には望ましい場合もあり、SIB ではカバーできない領域を埋める働きも期待されているのである。

(1) 銘柄選択プロセスの特徴

上場株式を通じたインパクト投資の場合、SIB のようにインパクトを生み出す社会的事業への直接投資にはならず、企業に対して投資し、その企業活動の中でインパクトを生み出していくことになるため、銘柄をどのように選択していくかが重要となる。上場株式を通じたインパクト投資戦略の多くは、企業の成長性や競争優位性など、通常のアクティブ運用が行うファンダメンタルズ分析に加えて、「インパクトテーマ」と「専門アナリストによるインパクト分析」という2つの特徴を持っている。

1 つ目の特徴である「インパクトテーマ」とは、世界の重大な社会的課題や環境問題を構成しているテーマであり、インパクト投資を通じてプラスの成果をもたらしたい対象である。理想的な社会と現実の間のギャップが大きく、事業活動を通じて長期的に解決していくことが期待できる分野をインパクトテーマに選ぶことが理想的であるが、当該テーマに

沿った投資対象となる上場企業が十分存在することも、ポートフォリオ構築の観点からは重要である。インパクトテーマを明示的に設けることにより、調査対象とすべき企業像が明確化され、また、企業活動がテーマに沿ったものとなっているか確認できることから、社会的リターンの創出を目的とするという明確な意図を持った投資戦略になる。

弊社の合弁提携先の資産運用会社であるベイリーギフォード社を例にすると、インパクトテーマについて「社会的包摂と教育」、「環境と資源のニーズ」、「医療と生活の質」、「ピラミッドの底辺」の4つを設定している。例えば、「医療と生活の質」の背景には、人々の寿命は延びているものの必ずしも健康状態が改善しているわけではないことや、暮らしは豊かになっているものの現代生活のストレスにより肉体的・精神的健康は悪化しているという社会的課題がある。このような社会的課題をテーマとして設定し、先進国・新興国を問わず人々の生活の質の向上に貢献しようと努力している企業の発掘に注力するのである。

図表8：4つのインパクトテーマ

テーマ	社会的包摂(※)と教育	環境と資源のニーズ	医療と生活の質	ピラミッドの底辺
課題	<ul style="list-style-type: none"> 所得と富の格差が大幅に拡大 資本主義が善という通念に対する疑念の増加 	<ul style="list-style-type: none"> 人類の活動により環境の破壊が進んでいる 気候変動や食料不足が国の発展を阻害する 	<ul style="list-style-type: none"> 寿命は延び、経済状態は豊かになっている。しかし健康で幸福な生活を送っているとは言い難い 	<ul style="list-style-type: none"> 経済成長の恩恵を受けていない人がいる(世界人口の約半分は年収3,000ドル以下)
投資先の行動	<ul style="list-style-type: none"> 包摂的な社会構築を支援 教育アクセス・質の向上に寄与 	<ul style="list-style-type: none"> 資源効率の改善 経済活動による環境への影響を低減 	<ul style="list-style-type: none"> 生活の質の向上に寄与(先進国・新興国を問わず) 	<ul style="list-style-type: none"> 世界の低所得者層の基本的ニーズを満たすサービス

(※)社会的弱者も含めた全ての人々を孤独や排除・摩擦から援護し、社会の構成員として包み支え合うという概念。ソーシャル・インクルージョン。

(出所)ベイリーギフォード社

2つ目の特徴である「専門アナリストによるインパクト分析」では、社会的リターンに特化した分析を専門のアナリストが行う。一般的なアナリストは、企業を成長性や収益性の観点で評価することには長けていても、社会的リターンを生み出す観点での評価については経験が浅く、評価が適切でない場合がある。また、インパクト投資では、経済的リターンと社会的リターンの獲得は両立させるべき対等な目標であり、高い経済的リターン獲得のために社会的リターンが犠牲になってもよいというものではない。そこで、社会的リターン分析の独立性を確保するため、社会的リターンの分析は、通常ファンダメンタルズ分析とは別の専門のインパクト分析アナリストが行う態勢を敷いている資産運用会社が多い。実務的には、インパクト分析を行うのは長年 ESG 分野に携わり、ガバナンスや企業行動について評価・エンゲージメントを行うアナリストであることが多い。

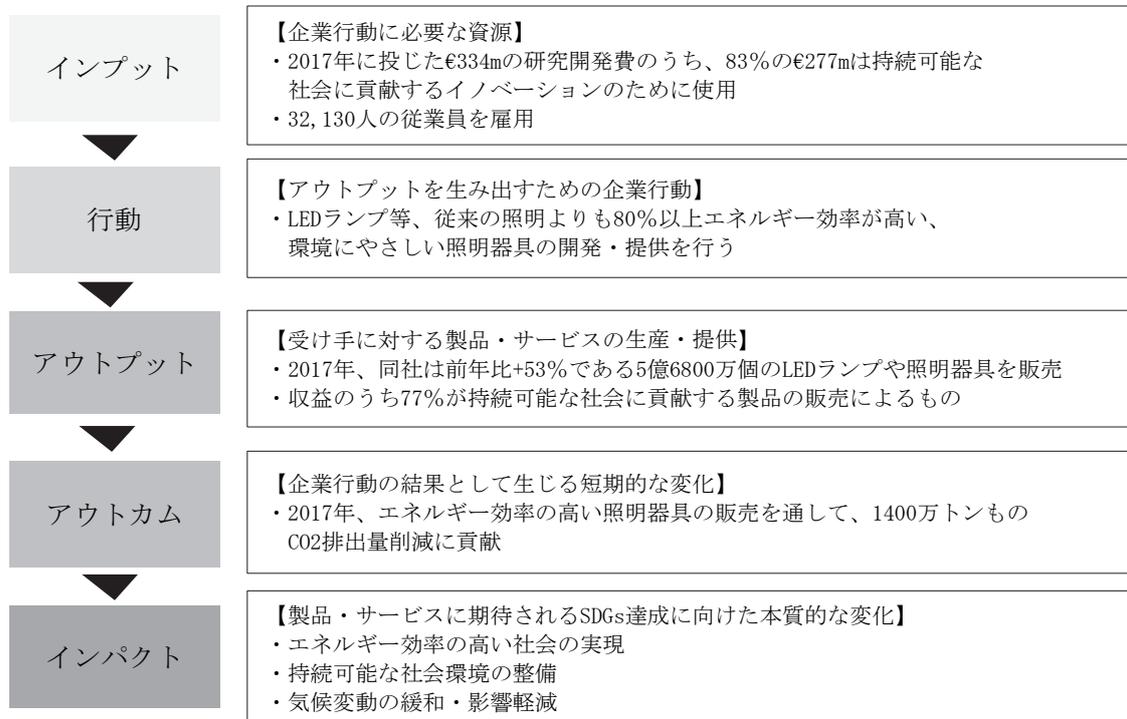
インパクト分析において注目される点は資産運用会社により様々であるものの、重視されるポイントは「製品・サービスの与える影響」、「経営者」、「企業活動」の3点である。①「製品・サービスの与える影響」は、社会的リターンを生み出すうえで最も重要な要素であり、その影響とともに、その事業が企業の中核事業であるかどうかにも評価される。これは中核事業であることで企業活動の大部分が社会的リターンの創出につながるほか、企業活動自体がインパクト志向となるためである。②「経営者」については、経営者の社会的課題解決にかける熱意や、製品・サービス開発のためどれくらいの資金を投下しているか等々を評価し、社会的リターンを生み出す事業にどれほどコミットしているかが確認される。③「企業活動」については、労働環境、外部ステークホルダーへの配慮、環境への負荷を減らす取り組み等を評価し、企業活動が別の側面で悪影響をもたらす可能性がないかを考慮する。以上のようなインパクト分析を行うことで、単に社会に良い影響を与える企業と、長期的なビジョンを持ち、社会的課題の解決に熱意を持って取り組む企業を選別するのである。

(2) インパクト評価

以上が上場株式を通じたインパクト投資における銘柄選択の特徴であるが、企業が生み出すインパクトは、銘柄選択時のインパクト分析だけでなく、投資後もインパクト評価という形で定期的に評価される。インパクト投資は社会的リターンの創出を意図する投資であるため、投資先の事業や活動が生み出す社会的な価値を可視化し、継続的に評価していくことが、ファンド運営の重要なプロセスになる。ただし、上場株式を通じたインパクト投資の場合、企業の事業活動が多岐にわたり、企業自身も必ずしもディスクロージャーをしているわけでもないことから、企業が生み出すインパクトの測定と評価は、SIBなどのインパクト投資よりも難しいのが実情である。そこで、上場株式を通じたインパクト投資では、ロジック・モデルと呼ばれるフレームワークを活用し、インパクト評価を行うことが多い。ロジック・モデルとは、ある施策がその目的を達成するに至るまでの論理的な因果関係を、「インプット」、「行動」、「アウトプット」、「アウトカム」、「インパクト」のそれぞれに分解し明示したものである。ロジック・モデルは従来、政府や行政の政策評価に活用され、国民の生活向上に役立てられてきたものであるが、インパクト評価においても、各企業についてロジック・モデルに沿って論理的に評価することで、測定が容易で比較可能な情報にすることができる。

ここでも先ほどと同様、ベイリーギフォード社のインパクト評価を例にとり、具体的にロジック・モデルを活用してどのようにインパクト評価を行うのか、オランダのLED照明機器メーカーであるSignify社株式への投資に当てはめながらみていきたい。

図表9：ロジック・モデルを活用したインパクト評価



(出所)ベイリーギフォード社資料を参考に三菱UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

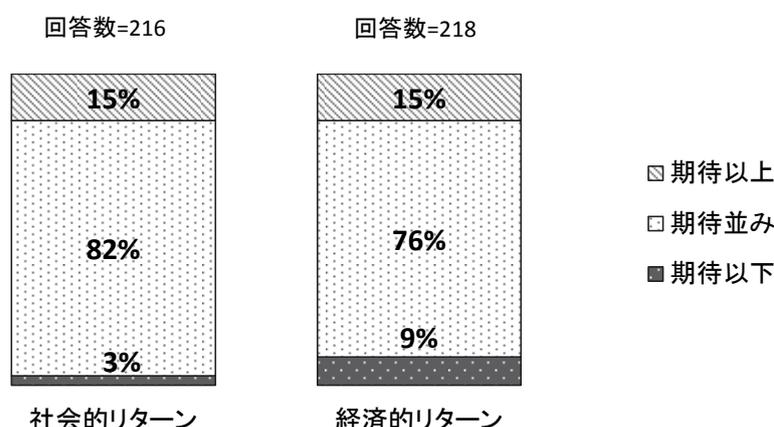
まず、①「インプット」は企業行動のために投入される資源を示すものであり、同社は研究開発費のうち83%を持続可能な社会に貢献する製品の開発に使用している。この点では、同社の資本投資の多くがインパクトを創出する事業に活用されていると評価できる。②「行動」はアウトプットを生み出すための企業行動を示し、同社は従来型の照明よりもエネルギー効率の高い照明器具の開発を行い、世界各国で販売している。世界中に効率的な照明器具を提供していることは、企業行動が社会に与えるインパクトが大きくなる可能性が高いと考えられる。③「アウトプット」では、実際にサービスの受け手に対して製品をどれくらい販売したかを評価する。2017年に同社は前年比+53%のLEDランプや照明器具を販売しており、環境にやさしい照明器具の販売を世界中で加速させていると評価できる。④「アウトカム」は企業行動の結果生み出される短期的な変化であり、同社の効率的な照明により、年間1,400万トンものCO2排出量が削減されたと公表している。そして、⑤「インパクト」として、同社製品がもたらすことを期待されるSDGs達成に向けた本質的な変化を評価しており、同社に投資し企業行動を支援することで、長期的にはエネルギー効率の高い、持続可能な社会の実現が期待できる。以上の理由から、ベイリーギフォード社では、同社が社会的リターンの観点から望ましい企業であると判断している。

このように、ロジック・モデルを活用しながらインパクト評価を行うことで、投資によって生み出された社会的リターンを測定することが可能になる。さらには、株主として効果的にエンゲージメントを行い企業行動の改善を促すことで、より良い社会の実現に貢献していくこともできよう。

V. 終わりに

インパクト投資は、社会的・環境的問題を解決するプロジェクトや企業に投資することによって、目標とした問題に目に見えるインパクトをもたらしながら市場平均と同等の満足できる経済的リターンを獲得することを可能にする。世界最大のインパクト投資家ネットワークである GIIN (Global Impact Investing Network) が実施している投資家サーベイの最新版では、インパクト投資家の多くは投資がもたらす社会的リターン(82%)と経済的リターン(76%)に満足しており、期待を上回ったと回答した投資家もそれぞれ 15%と報告されている。回答者の背景が分からないため留意が必要ではあるが、経済的リターンの追求と社会的リターンの追求が両立可能であることを示すものとして期待が抱ける内容である。

図表 10 : 満足度調査の結果



(出所)GIIN 資料を元に三菱 UFJ ベイリーギフォード・アセットマネジメント作成

貧しい人々に小口の融資や貯蓄などのサービスを提供するマイクロ・ファイナンスは、1970年代には純粹に慈善的行為であったが、1980年代、1990年代にはテーマ型投資になり、現在は多くの市場で市場平均と同等の経済的リターンを得る投資の一形態になっている。そして、本稿で紹介したインパクト投資の一形態である SIB についても、同様の道を辿ると考える人は多い。現在のような低リターンの環境下において、金利や資源価格など伝統的資産の価格変動ドライバーと完全に無相関でかつ、一桁台後半の経済的リターンを生む SIB は魅力的な投資対象といえる。さらに上場株式を対象としたインパクト投資は、インパクト投資をより身近なものとし、普及の裾野を拡大する鍵になる。現代の投資に求められているのは、将来にわたって持続可能な社会の基盤を守ることであり、投資がそのためのメカニズムの一つとして機能することである。今後、インパクト投資について議論が進み、ESG 投資の有力な手法のひとつとして幅広く活用される日が訪れる、いや訪れなければならないと筆者は考える。本稿がインパクト投資についてご理解頂く際の一助となれば幸いである。

(2019年4月22日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 水口 剛[2013] 「責任ある投資－資金の流れで未来を変える」岩波書店
- ・ 水口 剛[2018] 「ESG 投資」日本経済新聞出版社
- ・ 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」
- ・ 外務省ウェブサイト<<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/index.html>>
- ・ 経済産業省[2018] 「新しい官民連携の仕組み：ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)の概要」
- ・ 公共経営・社会戦略研究所 塚本一郎[2017] 「ソーシャル・インパクト・ボンドの意義と課題」
- ・ 細野ゆり[2015] 「ソーシャル・インパクト・ボンドの成立過程と日本における再犯防止への適用に関する考察」『早稲田大学社会安全政策研究所紀要』
- ・ 労働政策研究・研修機構 山縣宏寿 山崎憲[2017] 「ソーシャル・インパクト・ボンドの動向に係る海外事情調査－イギリス、アメリカ－」
- ・ マクシミリアン・マーチン[2014] 「社会的インパクトを投資可能にする」インパクト・エコノミー・ワーキング・ペーパーズ
- ・ Brian Trelstad[2016] “Impact Investing : A Brief History”, Capitalism and Society
- ・ GIIN[2018] “Annual Impact Investor Survey 2018”
- ・ GIIN[2019] “Sizing the Impact Investing Market”
- ・ GSIA[2019] “Global Sustainable Investment Review 2018”
- ・ Social Impact Investment Taskforce[2014] “Allocating for Impact”
- ・ UNEP Finance Initiative[2018] “Rethinking Impact to Finance the SDGs”
- ・ Jane Reisman, Veronica Olazabal[2016] “Situating the Next Generation of Impact Measurement and Evaluation for Impact Investing”, Rockefeller Foundation
- ・ Ministry of Justice[2014] “Peterborough Social Impact Bond HMP Doncaster”
- ・ Shawn Cole, Lynn Schenk[2018] “Wellington Global Impact”, Harvard Business School

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）