



## サステナブル投資トレンド Vol.1 投資におけるインパクト追求

MUFG AM サステナブルインベストメント  
岡本 卓万

投資が社会・経済に与える「良い影響」に着目した議論が増えつつあります。「インパクト投資」はその代表と言えますが、投資としてはニッチな位置づけにとどまっています。ところが最近、アセットオーナーが行うようなメジャーな投資においてサステナブルなインパクトが追求できないかといった議論が出ているのです。本稿では、「インパクト投資」について解説したのち、PRIの提唱する「IFSI(サステナビリティ・インパクトをもたらす投資)」の概念を説明します。IFSIには「インパクトをもたらす投資」を何とかメジャーにしたいPRIの意図があるように思われます。

## 投資がもたらす“インパクト”を巡る議論

### そもそも「インパクト投資」とは

インパクトとは : 社会や環境への良い影響（インパクト）のこと。

インパクト投資とは : 経済的リターンと共に、測定可能な社会や経済への良い影響（インパクト）をもたらすことを意図した投資

インパクト投資は一般に、測定可能なインパクトを意図して行う投資とされています。その他にも、インパクトは(投資前から)意図したものでなくてはならない(結果的にインパクトが出たというのではダメ)、インパクトは測定可能でなくてはならない、追加性(当該投資があることでインパクトが生じる、言い換えると当該投資がないとインパクトの発生が難しかったといえること)があることなど、一定の要件を満たすものがインパクト投資として認められます。

今のところインパクト投資は比較的ニッチな位置づけにとどまっています。上記のように比較的厳格な要件があることが理由の一つにあげられますが、それ以外に年金基金などでは“インパクトを意図”することは他事考慮であるとして、「もっぱら受益者の利益のために・・・」という受託者責任における忠実義務に抵触する恐れがあるとして敬遠されている側面も大きいでしょう。

## 「インパクト投資」から「投資がもたらすインパクト」の追求へ

さて欧州を中心に、広く投資全般においてインパクト(社会や環境への良い影響)の追求ができないかという議論が出てきています。以前から、例えば英国の年金基金においては、加入者が同意する場合には非財務的要素であっても投資判断の考慮に加えることが認められてきました。また EU の運用商品開示ルールである SFDR では、環境・社会特性を促進する投資(8条ファンド)、環境目的または社会目的に貢献する経済活動への投資(9条ファンド)と、非財務的要素を意識した投資商品であることを明示することで、こうした投資商品を普及させ、投資を通じた環境・社会への良い影響(インパクト)の増大を図ろうとしています。

日本の金融庁も 2023年に「インパクト投資等に関する検討会報告書」を公表し、インパクト投資の普及を推進する姿勢を打ち出しています(図表 1)。

図表1:投資におけるインパクト追求に向けた動き

年月、主体	概要
2000年 英国年金法	投資方針書で、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているか、考慮しているならばどの程度かについて方針を開示することを義務づけ
2018年 英国職域年金 投資規則等	投資過程で財務的に重要と考えられる ESG 要素を考慮するよう求めることとなり、財務的に重要でない場合でも、加入者が同意する場合は ESG 要素の考慮を認める
2021年 EU SFDR	資産運用会社や機関投資家に対して運用商品などのサステナビリティ関連開示義務づけ
2021年 PRI	「A Legal Framework for Impact (インパクトをもたらし投資に関する法的枠組み)」公表。
2023年6月 PRI	「A Legal Framework for Impact:Japan Integrating sustainability goals across the investment industry (インパクトをもたらし投資に関する法的枠組みー日本:投資業界全体におけるサステナビリティ目標の統合)」公表。
2023年6月 金融庁	「インパクト投資等に関する検討会報告書」でインパクト投資の要件並びに推進施策公表。

出所) 筆者作成

## PRIによる“インパクトをもたらし投資”の論点

「A Legal Framework for Impact(インパクトをもたらし投資に関する法的枠組み)」は、PRI が 2021年に発表した報告書で、サステナビリティ・インパクト(環境・社会の持続可能性を高めるポジ

ティブな影響)をもたらす投資が法的に認められるかについて、世界の 11 の対象法域において調査したものです。PRI は2023年には日本にフォーカスを当て、機関投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことについてどの程度法的に認められているかを調査・検討するとともに、政策立案者に対して、投資家がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資に踏み出すために必要な支援について提言しています。本稿では2023年の報告書について解説します。

## 報告書における問題意識

同報告書では、問題意識として、従来の ESG 投資は、サステナビリティに関するパフォーマンス(特性)の高い企業への投資に重点が置かれてきたが、サステナビリティ・アウトカム(環境・社会の向上の成果)実現にどれだけ役立ったかは不明であるとしています。

その上で報告書は、サステナビリティ・アウトカムに資するインパクトを目的とする投資アプローチとして、「IFSI(Investment For Sustainable Impact:サステナビリティ・インパクトをもたらす投資)」という投資概念を提案しています。

「昨今関心が高まっている企業経営におけるパーパス(存在意義)と同じ課題を投資家視点で考えるものが IFSI の本質である」と PRI は説明します。長期的に企業が生き残っていくためには経営におけるパーパス(存在意義)が必要だという認識が広まっています。投資の世界においてもリターン獲得の持続可能性維持のためには投資におけるパーパスが必要で、それが IFSI であるというのが PRI の課題認識なのでしょう。

## 手段的 IFSI と目的的 IFSI

PRI は IFSI(サステナビリティ・インパクトをもたらす投資)には二種類あると説明しています。

手段的 IFSI: 関連するサステナビリティ・インパクトの目標実現が投資家の財務的リターン実現において、重要な手段となっている

目的的 IFSI: 関連するサステナビリティ・インパクトの目標実現を通じ、特定のサステナビリティ・アウトカムをもたらすこと自体が目的となっている。(並行して財務的リターンを追求することも可能)

図表 2 に示すように、一般的な ESG インテグレーションは ESG 要素が企業価値に与える影響を考慮するだけでサステナビリティ・インパクトの有無については意識しないのに対し、手段的 IFSI は経済的リターンを確保するための「手段」としてサステナビリティ・インパクトを位置づけるもの、目的的 IFSI は(リターンと併せて)サステナビリティ・インパクトをもたらすことを目的とするものになります。

図表 2: ESG インテグレーション、手段的 IFSI、目的的 IFSI の関係

ESG インテグレーション	手段的 IFSI	目的的 IFSI
投資プロセスにおいて ESG 要素を考慮することで財務的目標を追求するアプローチであり、サステナビリティ・インパクトは考慮しない。	サステナビリティ・インパクトを実現することが、財務的目標実現において重要な「手段」であるもの。	サステナビリティ・インパクト目標を実現すること自体が目的（財務的目標と並行して追求）。

※ IFSI では、ポジティブなサステナビリティ・アウトカムに資する測定可能な行動変容や状況をもたらすためのエンゲージメントなどを活用。

出所)PRI をもとに筆者作成

## インパクト投資と IFSI はどう違うのか

本稿の冒頭でお話したインパクト投資と IFSI は、どちらも「インパクトをもたらすことを意図」していることで共通しています。一方で、インパクト投資は当該投資がなければ実現が難しい特定のインパクトの達成を目的としているのに対し、IFSI はより多様化された大規模かつ成熟した事業への投資も対象になりえる点で、従来のインパクト投資とは異なると PRI は説明しています。

筆者なりに解釈すると、インパクト投資は市場の失敗が見られる分野への資本提供であり、いわばゼロを1にすることであるのに対し、IFSI は市場性がある程度観察される分野に対し、より広くかつ大量の資本を供給する、いわば1を10にも100にもすることではないかと思えます。PRI は持続可能な環境・社会の実現と経済成長の両立を目指すために、広く投資にサステナビリティ・インパクトをもたらすパーパスを持たせるというアイデアを提示したのだと想像します。

## 日本の法律上、IFSI はどこまで許容されるか(PRI の説明)

2023 年の報告書では、特に日本の法制度を踏まえたうえで IFSI がどこまで認められるかについて、年金基金、保険事業、投資信託、インベストメント・マネジャー(投資一任)の場合に分けて議論しています。

一般論としては、運用目的がリターンの獲得であれば IFSI を行う義務はないとしつつ、サステナビリティ・インパクトの追求が中長期的に企業価値を高めリターン向上につながると合理的に判断できる場合には、手段的な IFSI は認められるとしています。

次に投資主体別に関連する法体系を踏まえたうえで、投資におけるサステナビリティ・インパクトの追求が認められるかを議論しています。まず年金基金の場合、長期的な財務的な目的を優先する受託者責任を負っていますが、これと整合する場合には、投資がもたらすサステナビリティ・インパクトの追求が認められるとしています(手段的 IFSI)。一方で目的的な IFSI についての年金基金の立場はより限定的だとしています。

次に、保険会社の場合には IFSI を行う余地がこれより広がります。(変額保険をのぞくと)保険事業は保険金請求に対する支払に十分な資産を保持している限り、基本的に IFSI を行う裁量が与えられていると PRI は説明しています(目的 IFSI も可能と考えられるとしています)。

投資信託においては財務的な目的を達成するためにサステナビリティ・インパクトの追求が認められるとしています(手段 IFSI)。

インベストメント・マネジャーの場合、財務的な目的を達成するためにサステナビリティ・インパクトの追求が認められるとしています(手段 IFSI)。また、インパクトの実現が投資目的として定められている場合は、目的 IFSI が可能だとされています。

このように、日本では主要な投資主体において手段 IFSI が法的に認められ、より広範な裁量が許されるなど一部のケースでは目的 IFSI が認められる場合もあると、報告書は結論付けています。

報告書の後半では、日本の政策当局が ESG 要素を考慮することは明確に認めているものの、IFSI が認められるかについては明確な見解を示していないとして、スチュワードシップ・コードの改訂やその他の支援策を通じてサステナビリティ・インパクトの追求を明確化すべきだと提言しています。

## IFSI が受け入れられる条件を考える

### 財務的な目的とサステナビリティ・インパクトの整合性

PRI は、「財務的な目的を優先することと整合する場合には、投資がもたらすサステナビリティ・インパクトの追求が認められる」としていますが、財務的な目的とサステナビリティ・インパクトが“整合する場合”がどのくらい存在するかについては、いろいろな意見がありそうです。

「“整合する場合”なんてほとんどない」と考える方もいらっしゃるでしょう。その人にとって IFSI は絵に描いた餅であり、実際には役に立たないということになります。サステナビリティ・インパクトを考慮するだけでそのコストがかかるわけで、「財務的な目的にほとんど貢献しそうにないことを考えるのは“他事考慮”であり、それだけで受託者責任に抵触する」、という意見の人もいるのではないのでしょうか。

一方で、「ポジティブなサステナビリティ・インパクトは、多くの場合中長期的な企業価値向上と投資リターンの改善に寄与し得る」と考える人もいるでしょう。その人にとっては、サステナビリティ・イ

ンパクトが中長期的にどのように財務的な影響を及ぼすかを検討し、財務的な目的に整合するようなサステナビリティ・インパクトを追求する合理的理由があると言えます。

財務的な目標とサステナビリティ・インパクトの追求に整合性があるかについての見方は投資家によってずいぶん幅がありそうです。とはいえ、“SDGs”や“パーパス経営”といった概念がかなり浸透しつつある中、一定程度整合性があるという考え方をとる投資家が増加しつつあるのは確かだと思います。

## サステナビリティ関連情報の開示充実

サステナビリティ・インパクトの考慮が実際に投資リターンの上昇につながるためには、サステナビリティ・インパクトに関する情報収集や分析に係るコストが十分に低いことが条件になります。TCFD、ISSB といったサステナビリティ開示については充実が図られつつありますが、その多くは環境・社会が企業財務に与える影響についての開示(いわゆるシングルマテリアリティ)にとどまっております。企業活動が環境・社会に与える影響(サステナビリティ・インパクト)に関する開示については積極的に取り組んでいる企業は少数にとどまっています。

欧州では CSRD(企業サステナビリティ報告指令)が発行し、2024 年 1 月以降に始まる会計年度から順次サステナビリティに関する情報開示が義務付けられます。これにより企業はサステナビリティに関する事項が企業の業績や財務状況に与える影響に加え、企業活動が環境や社会に与えるインパクトについての開示も求められます(ダブルマテリアリティといいます)。このようにサステナビリティ・インパクトに関する開示が充実してくれば、IFSI 実施のコストは下がると考えられます。

## 受託者責任との関係

受託者は専ら受益者の最善の利益のために行動することが求められます。PRI は手段的 IFSI であればリターン最大化が目的であり受託者責任上も問題ないとの立場のようですが、たとえ最終目的がリターン最大化であっても、その手段としてサステナビリティ・インパクトを追求する行為が、後になって受託者責任に抵触すると言われぬのか、年金理事など受託者責任を実際に負う方々は不安になるところかと思えます。

厚生労働省が公表する「DB ガイドライン(確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知))」においては、その 3-(5)①運用受託機関の選任・契約締結(選任の基準)において「運用受託機関の日本版スチュワードシップ・コードの受け入れやその取り組みの状況、ESG(環境、社会、ガバナンス)に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましい」と記載されていますが、“ESG に対する考え方”としてサステナビリティ・インパクトの追求をどう考えるべきか判然としません。DB ガイドラインの公表当時(2017 年)は ESG インテ

グレーション(投資プロセスにおいて ESG 要素を考慮することで財務的目標を追求するアプローチ)を想定したもので、サステナビリティ・インパクトを追求するアプローチは念頭になかったものと思われます。そのため、年金基金の理事など現場で受託者責任を負う立場の人々としては、DB ガイドラインだけでは安心して IFSI に取り組めないのではないのでしょうか。

IFSI の普及にあたっては、サステナビリティ・インパクトを追求することが受託者責任に抵触しないこと、あるいは抵触しないために抑えるべきポイントなど、何らかの当局からの表明が必要ではないかと感じます。

## 分散投資対象としての価値

受託者責任としてのリターン/リスク最大化はポートフォリオ全体としてこれを目指すもので、ポートフォリオを構成する個別の資産やファンドについては必ずしもリターン/リスクが最良のものばかりを集めなければならないわけではなく、(多少リターン/リスクが劣っても)異なるリターン特性の資産やファンドを組み合わせリスク分散をはかることが有効と考えられています。

IFSI ファンドはインパクト追求を意識していることから、従来のファンドとは異なるリターン特性を持っている可能性が高いといえるでしょう。従来型のファンドと IFSI ファンドを組み合わせポートフォリオを構築することで、全体で見たリターン/リスク最大化に貢献する可能性があります。

もしそうだとすれば、受託者責任を厳格に考えリターン/リスク最大化を志向するアセットオーナーにとっても、分散投資の一環として IFSI ファンド組み入れを検討する余地があるといえます。

## 終わりに

サステナブルファイナンスに向けて膨大な資金が必要とされています。本年2月に閣議決定された「GX 実現に向けた基本方針」によると、日本の GX 投資だけで今後10年間で官民合計150兆円超の資金が必要とされています。

これに必要な資金をファイナンスし、環境や社会にポジティブなインパクトを与えることが、年金基金はじめとするアセットオーナー、個人の金融資産に期待されていると言えます。良き社会変革をもたらすパーパスがこれら投資家にも求められるということでしょう。

一方で、多くのアセットオーナーは受託者責任に沿う形で投資を行う必要があります。現在の受託者責任の在り方の中で、IFSI のような投資がどこまで可能なのか、明確化することが望まれます。

## 参考文献:

- PRI、「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み（日本）投資業界全体におけるサステナビリティ目標の統合」、2023年6月
- PRI, “A legal framework for Impact Sustainability Impact in investor decision-making”, 2021年

※ 本稿中の意見、考察等は、筆者個人の見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません

### 本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、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。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金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。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 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。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

