

インパクト投資と受託者責任

GPIF がインパクト投資に取り組む為の法的環境についての考察

三木隆二郎,CFA

【要旨】

国連主導で2006年に発足した、ESG投資のプラットフォームとしてのPRIでは、今後10年間の戦略をまとめた2017年の「責任投資のビジョン(Blueprint)¹」で「SDGsが実現される世界を目指す」と述べた。そして環境、社会及びガバナンスの要因を投資の意思決定と株式の所有に組み込む責任投資から一歩踏み出し、SDGsへの貢献を意図したインパクト投資の推進に舵を切って、署名機関の為の手引きなども発表している²。インパクト投資とは従来の経済的リターン獲得に加え、投資を通じて国連の定めたSDGs課題に代表される社会的・環境的課題の解決（インパクト）を意図して目指す投資のことである。SDGs課題を年限とされる2030年迄に解決するためには「5兆から7兆ドルが必要だ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³」とされていることがその背景にはある。

しかし、PRI 署名機関として 201 兆円（2021 年末）の資産を有する GPIF（年金積立金管理運用独立法人）はインパクト投資を行っていない、としている⁴。「専ら被保険者の（経済的）利益の為に、長期的な視点から」運用すべき GPIF として、インパクト目標追及と受託者責任との関係が複雑だからであろう。そこで 2021 年 7 月に PRI らが取りまとめて LFI プロジェクトとして公表された報告書を参照しつつ、GPIF が行っている ESG 投資と、インパクト投資の重なる部分について整理し考察した。

〈目次〉

- 1.ESG 投資からインパクト投資への展開
- 2.「インパクト投資と受託者責任」に関する PRI の整理
- 3.GPIF の ESG 投資の取組みと SDGs への取組み
- 4.受託者責任をめぐる我が国の法規制の枠組み
- 5.今後の方向性についての私案

¹ PRI「責任投資のビジョン」[2017] p30 <https://www.unpri.org/download?ac=2973>

² PRI「インパクト投資マップ」[2018] p5 <https://www.unpri.org/download?ac=6517>

³ UNDP(2017)Impact investment to close the SDG funding gap. UNDP Business Solutions for the SDGs. How private sector and UN can partner to achieve the Global Goals

⁴ GPIF「ESG 活動報告 2020」p8 https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf

1.ESG 投資からインパクト投資への展開

我が国の年金基金はこれまでどちらかというと福利厚生の一つの機能を果たしているという位置づけでその役割が語られてきた。しかし安倍政権の成長戦略で年金基金がアセットオーナーとして機関投資家の一翼を担うと再定義されてからは、インベストメント・チェーンの最上位にあることを意識した役割が期待されるようになってきている。その役割とは、企業活動を原因とする環境や社会へのダメージといった、負の外部性から受益者の利益を守る為に、資産運用を通じて、事業活動が行われる方法に影響を与えることである。たとえば気候変動リスクの増大や生物多様性の喪失、不平等の拡大やジェンダーダイバーシティの欠如、企業経営上の取締役会の機能不全等によって、長期的な経済の安定と受益者（特に将来世代）の利益の前提となるサステナブルな暮らしの両立は、今、脅かされている。受益者の生活は環境及び社会を構成する様々な仕組みのサステナビリティなくして成立し得ない。従って、年金基金も機関投資家として、脅威に晒されている環境的及び社会的なサステナビリティを守る為に、受託者責任の原則は堅持しつつもアセットオーナーに期待される役割の変化に対応した投資に進化することが求められるようになってきている。

世界に目を転じると 2006 年、国連のイニシアティブにより PRI（責任投資原則）⁵が示されて以来「署名」するアセットマネジャーが近年、急速に増加してきた。アセットオーナーも資金量の大きな公的年金を中心に署名するところが増えている。ESG 投資が長期的リターンを向上させるかどうかについて学術リサーチではまだ定見はないもののリスク削減効果はあるとされている。従い、運用において ESG を考慮することがアセットオーナーなど顧客から求められるようになってきたこともあり、アセットマネジャーの実務の面では、ESG 要素の考慮が業界標準になっている⁶。世界の ESG 投資残高を集計している GSIA（Global Sustainable Investment Alliance）の 2021 年の発表によると 2020 年の世界の ESG 投資総額は全体で 35 兆 3 千億ドルに達し、2016 年の総額からは 55%の増加となった。これは、調査対象となった機関投資家の全運用資産の 35.9%にあたり増加傾向にある。つまり今や、世界の全運用資産の約 4 割が、ESG 投資に該当するということになる。

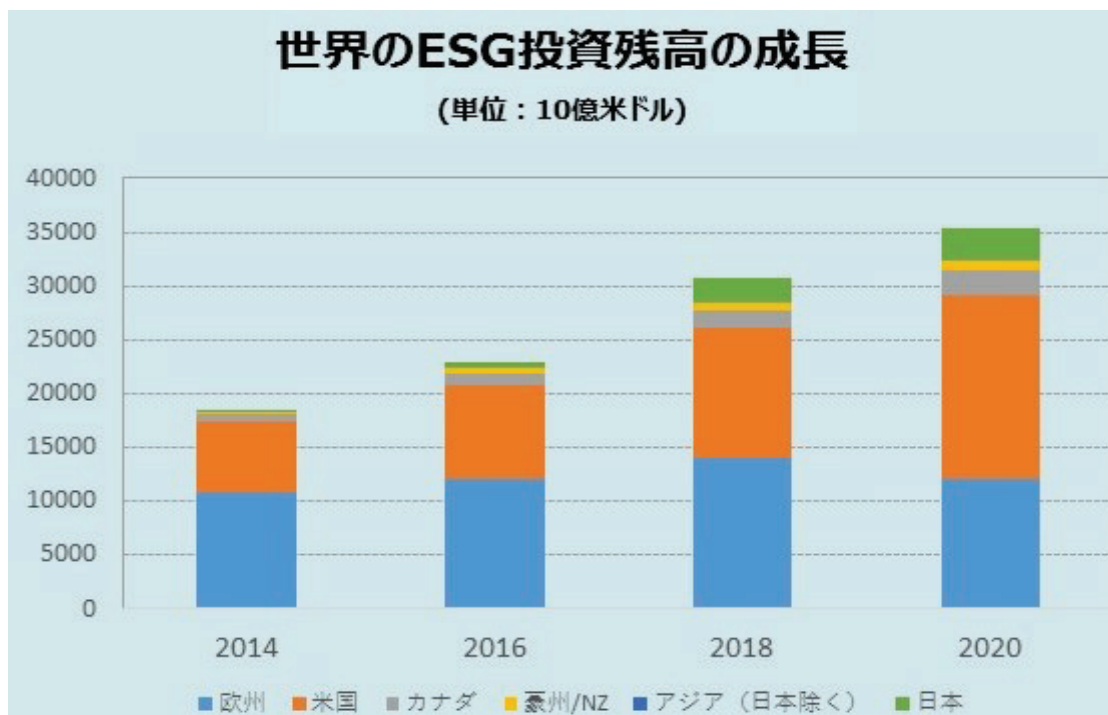
このように PRI が推進してきた責任投資原則には四半世紀の間に 4000 を超す機関投資家が署名するまで大きな飛躍を遂げてきている。2018 年時点の責任投資原則に関するホームページで「責任投資が倫理的な投資、社会的責任のある投資やインパクト投資と同じでは

⁵ 責任投資原則 [2018] <https://www.unpri.org/download?ac=10971>

⁶ ラッセル・インベストメント 2021 年 ESG 運用機関アンケート調査より
<https://russellinvestments.com/jp/blog/2021-annual-esg-manager-survey>

ない⁷⁾とした上で、PRI はインパクト投資を推進するとしている。投資先企業の行動がSDGs に貢献する方向に実際に向かっていかなければ責任投資の責任を果たしていることにならないからだ、として今後は「インパクト・インテグレーションを推進する」としている⁸⁾。

図 1



出所: GSIA

日本総研「2020年版世界のESG投資残高統計が公表、量と質の変化に注目」2021.8.17より

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及び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である。投資判断は、リスク・リターン・インパクトの三次元評価に基づく。」

インパクト投資の4要素:

- ① Intentionality (意図があること)
- ② Financial Returns (財務的リターンを目指すこと)
- ③ Range of asset classes (広範なアセットクラスを含むこと)
- ④ Impact Measurement (社会的インパクト評価を行うこと)⁹⁾

⁷⁾ 責任投資原則 [2018] p4

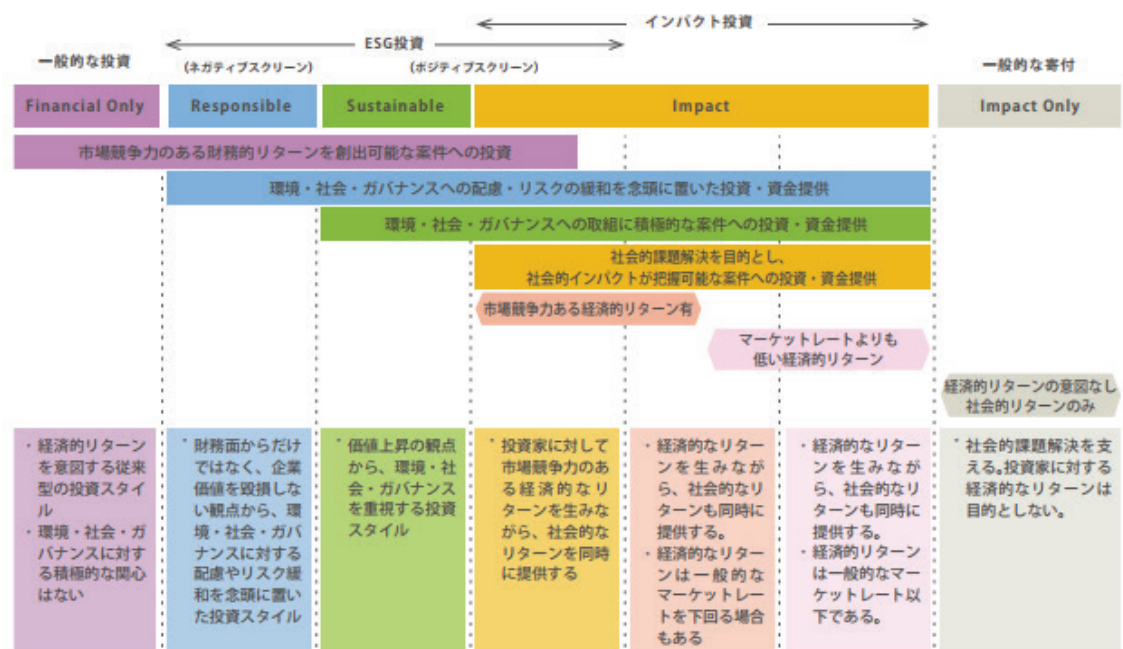
⁸⁾ 「PRI 理事に聞く、2022年のESG投資—インパクト重視で責任果たせ」日経ESG (2022.01.19)
<https://project.nikkeibp.co.jp/ESG/atcl/column/00005/011200155/>

⁹⁾ SIIF 菅野文美 日本CFA協会ウェビナー「インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向」(2020.5.11)

ESG 投資は長期的なリスクの削減と収益の最大化を目指す、インパクト投資は特定の社会課題解決を目的とするという明確な意図を持つ。ESG 投資は社会課題解決を投資目的においているわけではなく、社会性を必ずしも目的とはせず、「リスク・リターンの二次元」で経済的リターン向上を目指す枠組みである。つまり社会にインパクトを与える為に投資をするのではなく、環境・社会・ガバナンスに配慮した企業への投資こそが、長期的にはより高い収益を生む、というロジックである。それに対し、インパクト投資は特定の社会課題解決を目的とする（その度合いは様々）という意図を持つ三次元の枠組みという違いがある。

インパクト投資は従来、プライベートエクイティやプライベートデット等、非上場企業やコミュニティ事業として社会課題解決の為に資金への小規模投資が多く、大規模な年金基金を始めとした機関投資家が取組むには流動性や透明性等の面で実務上困難であった。しかし近年、欧米のアセットマネジャーを中心にメインストリーム・インパクト投資とも称される、債券投資として新しく資本市場に登場したグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドや株式投資でも上場株式を用いた大規模なインパクト投資が徐々に増えてきている¹⁰。それによって気候変動や水資源保全のようなグローバル規模で対応しなければいけない SDGs の達成に貢献する社会課題について、グローバル規模でサステナビリティの確保された社会実現に取り組んでいる企業への長期投資への道が開けた。

図 2



¹⁰ PRI [2018]「インパクト投資市場マップ」

出所：GSG 国内諮問委員会「インパクト投資の拡大に向けた提言書 2019」¹¹

SIIF 菅野文美 日本 CFA 協会ウェビナー「インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向」2020/5/11

ESG 投資の普及の為に作られた GSG(The Global Steering Group for Impact Investment) 国内諮問委員会では図 2 のように ESG 投資とインパクト投資を分類している。ESG 投資とインパクト投資は隣接した概念であり、インパクト投資は社会問題にも目配りした投資として社会的成果と経済的リターンの両立を目指しているところがポイントである。ここで明らかなように ESG 投資があくまで経済的リターン最大化が最終的な目的であるのに対して、インパクト投資においては社会的リターン、すなわちインパクトを定量・定性的に評価する点が ESG 投資との差異ではあるが、図 2 をよく見ると **ESG 投資とインパクト投資が重なり合っている部分があることが分かる**。つまり、ESG 投資の中には市場競争力のある経済的なリターンを生みながら、環境・社会的なリターンを同時に提供する投資もあり、それはサステナビリティのインパクトをもたらす投資なのである。

2015 年の国連サミットにおいて全会一致で採択された SDGs は、貧困や飢餓、エネルギー、気候変動、平和的社会などグローバルで喫緊の課題を解決する為に、世界的に合意された目標であって、持続可能であり、包摂性のある社会実現の為に 2030 年を年限とする 17 の国際目標を指しているのは周知のとおりである。SIIF（一般財団法人社会変革推進財団）菅野は「SDGs 達成には、ESG 投資だけでは不十分で、インパクト投資が大きく貢献し得ると期待されている」として、以下のように IFC（国際金融公社）の資料を整理している。

1)目標としての SDGs: インパクトを評価する世界共通フレームワークとしての活用が進んでいるが、主な 5 ゴールの達成には 2.6 兆ドルが不足すると IFC では試算しており、政府や国際機関は民間資本の活用促進を図っている。

2)SDGs による事業機会: SDGs 関連ビジネス領域で年間約 12 兆ドルの経済価値があると IFC では試算しており、既存事業を SDGs に関連づけるだけでなく、社会環境課題の解決に貢献する新たな事業の創出・拡大が必要である。

3)SDGs による投資機会: 個人投資家はミレニアル世代を中心にインパクト志向性が強まっており、機関投資家は新しい投資機会の発掘を求めている。社会環境課題の解決に資する新たな事業に対して、そのインパクトの拡大に貢献する金融商品が求められている¹²。

¹¹ <http://impactinvestment.jp/2020/04/proposal2019.html>

¹² SIIF 菅野文美 日本 CFA 協会ウェビナー「インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向」2020/5/11
https://www.cfasociety.org/japan/publications/%E7%AC%AC1%E5%9B%9E0511%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%91%E3%82%AF%E3%83%88%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%85%A5%E9%96%80%E7%B7%A8_SIIF%E8%8F%85%E9%87%8E%E6%96%87%E7%BE%8E_rev2.pdf

企業の資金調達において投資家は民間企業の行動を変える影響力を持っており、それを受けて企業は持続可能なビジネスモデルに転換する。実際に我が国の一部上場企業の中長期経営計画で SDGs に絡めてこれからの経営を語っている企業はこのところ多くなっており、機関投資家とのエンゲージメント（建設的な対話）のテーマとしても、SDGs に被投資先企業がいかに関与するのか、ということが取り上げられつつある。これは SDGs が民間企業を社会課題解決の主体と位置づけ、各企業が SDGs の 17 項目の中で自社に相応しいものを事業活動として取組むことで「共有価値の創造」が生まれ、ひいてはそれが企業価値の持続的向上となることによって投資家にとっては長期的な投資リターン向上につながるからである。

実際に SDGs を投資の視点に入れたたいと思っている機関投資家も多く、アセットマネジャーは SDGs を視点に入れた投資の重要性をますます認識するようになっている。たとえば Share Action が 2016 年に発表した”Transforming our world through investment”における投資家アンケートでも、多くの機関投資家が SDGs の重要性を認識し、「SDGs をフォローすることは、投資家にとってもその評判を良くするだけでなく、投資リターンを向上させる機会にもなる¹³⁾」と述べている。95%の回答者が SDGs に関連したエンゲージメントを計画、84%が SDGs 達成の為に投資案件に資金を振り向けるつもり、89%が SDGs 達成の為に規制改革に賛同、という結果が出ている。

UNDP（国連開発計画）は、SDGs（持続可能な開発目標）達成に向けた民間資金の流れを拡大する為に、SDGs 達成に資する投資基準を整理し、認証するという「SDG インパクト¹⁴⁾」という取組みを進めている。その第一の柱「インパクトマネジメント」とは、SDGs を実現する投資を行う際に投資家が参照できる、測定やマネジメントに関する基準であり、投資家はその基準を参照して投資すると”SDGs Impact” シールが発行される。第二の柱「インパクトインテリジェンス」とは各国の UNDP 事務局で策定した当該国のセクター、地域等のテーマに焦点を当てる投資家向けの刊行物である。第三の柱「インパクトファシリテーション」とは各国の UNDP 事務局が SDGs 投資家と被投資先企業とのマッチングを行って両者を引き合わせてネットワークを構築する。

インパクト投資推進を掲げる PRI では、SDGs がなぜ機関投資家に関係があるか、という疑問に答える為の冊子「SDGs 投資ケース(The SDG Investment Case)を 2017 年に公表した。PRI は 2006 年に発表した責任投資原則の序文に「本原則を適用することにより、投

¹³⁾ <https://baringfoundation.org.uk/blog-post/transforming-our-world-through-investment/>

¹⁴⁾ <https://www.jp.undp.org/content/tokyo/ja/home/sdg-impact.html>

資家をより広範な社会目標とうまく調和させることが可能になる」と述べていたが、SDGsこそが、その社会目標とは何かを明確に定義したものとなっている。なぜ SDGs を考慮しなければならないかへの回答として 5 点挙げている：

- i) SDGs がグローバルに認められたサステナビリティの枠組みである
- ii) マクロ・リスク：SDGs が「ユニバーサル・オーナー」が考慮せざるを得ないもの
- iii) マクロ機会：SDGs がグローバル経済成長を推進
- iv) ミクロ・リスク：SDGs はリスクの枠組み
- v) ミクロ機会：SDGs は資本配賦のガイド

SDGs は世界中で認められた 2030 年までの共通目標である。ユニバーサル・オーナーであれば、SDGs 達成失敗は即ち、あらゆる国や産業に悪影響を及ぼしマクロの金融リスクを招来するのでそのポートフォリオへの悪影響は避けられなくなる。逆に SDGs 達成はグローバル経済成長をもたらし究極的にはポートフォリオのリターン向上に結びつく。ミクロにおいても SDGs はリスク枠組みとして、環境破壊などの外部不経済コストがその企業に跳ね返ってくる。また逆にサステナビリティに貢献する企業の成長機会は SDGs 達成と共に増え、それがあらゆる資産クラスでリターン向上に結びつく、と考えられる。

また個人投資家の間でもミレニアル世代や Z 世代の投資家の存在感の大きくなってくるのにつれてインパクト投資には関心が高まっている、と言われている。GSG 国内諮問委員会の事務局である SIIF は 2019 年からインパクト投資への一般消費者の認知度や、実際にインパクト投資を行うことへの関心度などを継続的に観察している。それによると、回答者の約半数が投資経験者だが、インパクト投資を実際に行ってみることに約 2 割 (17.2%) の消費者が関心を持つ。また投資経験ある 20 代、30 代で特にインパクト投資実施への関心度が高く、7 割以上の潜在顧客層が、自身の資産を運用する機関投資家によるインパクト投資に対して肯定的、とされている¹⁵。

しかしながら GIIN (Global Impact Investing Network) のレポートによると、インパクト投資の世界全体での市場規模は、2020 年のデータでは対前年比 4 割増ではあるもののまだ 7,150 億ドルにすぎず¹⁶、ESG 投資残高に比しわずか 2% ほどにしか過ぎない。

ではインパクト投資の残高はなぜ未だ小さいのか。その理由はいくつか考えられる：

- i) インベストメントチェーン全体におけるインパクト投資に対する認知度が不十分
- ii) インパクト投資の成果を評価する方法が未成熟

¹⁵ 2021 年度版インパクト投資に関する 消費者意識調査

¹⁶ <https://impactinvestment.jp/impact-investing/market.html>

- iii) インパクト投資の成果を表す環境・社会的データの開示が不十分
- iv) インパクト投資と受託者責任との関係の未整理

そこで本論では「インパクト投資と受託者責任」との関係に絞って見てみよう。

2. 「インパクト投資と受託者責任」に関する PRI の整理

PRI と UNEP-FI (国連環境計画・金融イニシアチブ) 及びジェネレーション財団 (The Generation Foundation) は、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所 (Freshfields Bruckhaus Deringer LLP、以下フレッシュフィールドズ報告) との協同で作成された「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み—投資意思決定におけるサステナビリティ・インパクト」(A Legal Framework for Impact: Sustainability impact in investor decision-making) を 2021 年に発表した。これは 11 地域/国 (EU、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、日本、南アフリカ、オランダ、英国、米国) におけるサステナビリティへのインパクトをもたらす投資意思決定について、法的枠組みがどのように影響するかについて分析したものである。つまり**インパクト投資目標の追及が受託者責任に反するかどうか**を議論したものである。

本報告書は受託者責任に関する考察の第 3 世代と位置づけられている。第 1 世代の報告書は、同じ法律事務所から 2005 年に出され「運用リターンの為に ESG 要素を考慮することは明らかに許容され、むしろ要請されるべし」と結論付けた¹⁷。これが 2006 年の PRI 制定となったとされている。第 2 世代は PRI と UNEP-FI による調査で「投資実務において、企業価値に影響する ESG 要素を考慮しないことは受託者責任違反だ」とさらに踏み込んだ結論を導きだしている。

今回の第 3 世代の報告書ではインパクト投資に焦点を絞っているが、インパクト投資ではなく「**サステナビリティのインパクトをもたらす投資 (IFSI: investing for sustainability impact)**」という言葉を用いている。この IFSI とは「評価可能な方法で投資先企業や第三者の行動に意図を持って影響を与えようとする投資アプローチ」と定義されている。経済目的と環境・社会目的を同時に提供する場合にはインパクト投資に含めて考えてもよいのではないだろうか。

そして IFSI を 2 類型に区分している：

-**手段的 IFSI**(Instrumental IFSI)：サステナビリティ・インパクト目標達成が運用リターン目標実現の手段となる場合

¹⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (2005) "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment"

-**目的的 IFSI**(Ultimate ends IFSI)：運用リターン目標に拘らず、サステナビリティ・インパクト創出自体が目的である場合

その結論として、「前者の手段的 IFSI であるならば、特定のインパクト目標達成が運用リターン達成の手段であり、逆に言えば運用リターンを達成する為にインパクトを追求するので、機関投資家はインパクト追及が認められる可能性が高い」としている。つまり、この第 3 世代報告書によって明らかになったことは、「**運用リターン達成に有効であるならば、ESG 要素の考慮に加えてインパクトも追及すべし**」という、前向きな結論が導出されたと見えよう。今後は世界の 4000 を超える署名機関投資家に対して、運用リターンにつながる形でのインパクト追及を促すことが想定される。これによってインパクト投資の残高がすぐに飛躍的に増大するわけではないだろうが、少なくとも法的環境整備という点では重要な突破口が開かれたと評価できよう。

3.GPIF の ESG 投資の取組みと SDGs への取組み

我が国のアセットオーナーとして、ESG 投資の本格化への先鞭をつけたのは GPIF であった。GPIF のように投資額が大きく、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家は「ユニバーサル・オーナー」と呼ばれ、GPIF が運用する年金積立金は、将来の現役世代の保険料負担を軽減する為に使われる。「ユニバーサル・オーナー」であり、かつ「世代をまたぐ投資家」GPIF が、超長期にわたって安定した収益を獲得する為には、投資先の個々の企業の価値が長期的に高まるだけでなく、資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要である。これまでのように負の外部性をもたらすような公害をまき散らしてもコストを支払ってこなかった企業が環境に与えるダメージを、もはや地球が許容できなくなって「プラネタリー・バウンダリー¹⁸」とも言われる環境問題 (E) が資本市場に与える負の影響が深刻になっている。また製造業がその生産を外部に委託しているサプライチェーンにおいて児童労働がされているような人権侵害といった社会問題 (S) の著しい企業もある。また企業の取締役会が機能せず CEO の不正を見過ごして多大な損失を株主に与えるようなガバナンス問題 (G) 企業もある。このように ESG の視点から投資先を分析することはリスクを抑え投資リターンを持続的に追求する上では不可欠といえる。

GPIF は 2015 年に PRI 署名機関となってから ESG 投資を本格化させた。外部運用委託先を選定する際に、アセットマネジャーに対して PRI 署名を要件とすることにしていく。また 2017 年度からは「ESG 指数」に基づいた株式投資を開始した。ESG 指数とは、

¹⁸ 一般財団法人環境イノベーション情報機構 HP「環境擁護」
<https://www.eic.or.jp/ecoterm/?act=view&serial=4484>

企業が公開する非財務情報などをもとに、指数会社が企業の ESG への取組みを評価して組み入れ銘柄を決める指数のことで、2020 年度末時点で 7 つの ESG 指数を選定しこれらの ESG 指数に連動するパッシブ運用資産額は合計約 10.6 兆円（2021.3 末）となっている。2017 年 10 月には株式にとどまらず、債券など全ての資産で ESG の要素を考慮した投資を進めるよう、投資原則を改めた。

GPIF では ESG 投資と、投資先企業の SDGs 経営は図 2 のように表裏一体の関係にあると整理している¹⁹。GPIF「ESG 活動報告 2020」では SDGs については以下のように述べている：

「ESG 投資において考慮される ESG 課題と SDGs のゴールやターゲットは共通点も多く、ESG 投資が結果として、SDGs 達成に大きく貢献することになります。SDGs が達成され、持続可能な経済社会が実現することは、GPIF にとって、運用資産全体の長期的なリターン向上につながるようになります。」

図 2



出所：GPIF ホームページ「ESG 投資とは」

しかし同じページのコラムでインパクト投資は行っていないと述べている：

「GPIF では年金積立金運用の各側面に ESG の要素を取り入れています。一方で、GPIF では、SDGs の達成など社会的なインパクトの創出を直接的に目的とする投資は行っていないませ

¹⁹<https://www.gpif.go.jp/esg-stw/esginvestments/>

ん。GPIFは『専ら被保険者の利益の為に、長期的な視点から』将来の年金給付の財源となる年金積立金を運用することが法律で定められています。

ここでいう「利益」とは「経済的な利益」と解釈されています。GPIFのESG投資は、あくまで環境問題や社会問題が資本市場に与える負の影響を低減することによって、被保険者の長期的な「経済的な利益」を確保することを目的としています。この為「社会問題の解決に貢献する」こと自体を目的とする投資は、現行の法令及び当法人が行う投資行動の「目的」の下では行わない、という整理になっています。一般に、ESG投資とインパクト投資は、類似している点も多く、明確に両者の差を意識した投資家は少ないかもしれません。GPIFのESG投資についても、企業のESG対応の強化やESG評価の向上といったインパクトが生まれることによって、最終的にポートフォリオのリスク低減やリターン向上につながると考えています。ただ、GPIFが行うESG投資は、社会的なインパクト自体を直接的な目的としていない点がインパクト投資との大きな違いと言えます。²⁰⁾（下線部筆者）

「ユニバーサル・オーナー」であり、かつ「世代をまたぐ投資家」とであると自らを規定するGPIFには将来世代にとっても住みやすい社会環境を維持するサステナビリティを維持することを前提とした投資を期待したい。現役世代だけでなく将来世代の老後の保障も考えるならば、その投資期間は極めて長期である。2030年までのSDGsの達成、2050年ネットゼロを達成できなければ、その時のGPIFの受益者の住む世界は経済的な利益さえあれば住めるような社会であるとは到底考えられない。特に気候変動については「プラネタリー・バウンダリー」を超え、不可逆的で壊滅的な変化が起きないようにする為に、今、行動しないことに付随するリスクは極めて大きい。

またGPIFの被投資先グローバル企業の多くも、いかにしてSDGsを経営戦略に整合させるか、SDGs目標達成度合いについてKPIを作って進捗管理している。GPIFも署名機関となって以来、理事会メンバーも出して運営に深く携わっていたPRIが、投資家にとってもSDGsが重要である²¹⁾と積極的に発信している中で、GPIFが準拠する積立金基本指針においてESG投資については前向きな取組みを明記しているものの「GPIFが行うESG投資は、社会的なインパクト自体を直接的な目的としていない」（前掲の「ESG活動報告2020」）。

気候変動に加えて直近のコロナ禍により、経済的利益だけを追求する投資スキームの時代は終焉を迎えつつあり、社会的リターンが伴わなければ投資の真の目的を果たせなくなっているという社会全体のパラダイムシフトが起きているという見方すらある。その中で、コロナ禍がインパクト投資への関心を高めさせる契機となり、新しい社会的課題をイ

²⁰⁾ https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf

²¹⁾ “SDG Investment Case” <https://www.unpri.org/download?ac=5909>

ンパクト投資で克服していく機運が高まったといえるのかもしれない。つまり将来にわたってサステナビリティの盤石な社会基盤を守る為に、インパクト投資がその役割を果たすのではないかと期待されているのだろう。

GPIF としても「SDGs が達成され、持続可能な経済社会が実現することは、GPIF にとって、運用資産全体の長期的なリターン向上につながる」とは認識している。GPIF の使命が「経済的な利益」を達成することとされている中で、そこで取られた賢い選択が、長期的な経済的リターン向上につながるための手段として社会課題に取り組む ESG 投資ではないのだろうか。もしそうだとすると以下の投資は「サステナビリティ・インパクト目標達成が運用リターン目標実現の手段となる」手段的 IFSI といえるかもしれない。

たとえば債券投資において既に GPIF では ESG 投資の名のもとに、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資を行っており、その額は 2021 年 3 月末時点で約 1.1 兆円となっている。これは単に分類の問題であって ESG 投資とインパクト投資は図 2 のように隣接しており重なり合っている部分もある為、どちらの分類も誤っているとは言えない。しかしたとえば金融庁・GSG 国内諮問委員会共催で開かれている「インパクト投資に関する勉強会」（インパクト投資に対する金融市場関係者と行政の理解を深め、国内外の社会課題解決に向けたインパクト投資への取組みの意義と課題を議論する場）では、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドはインパクト投資として取り上げられている²²。これら GPIF が ESG 投資として注力しているグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの債券発行の目的が環境問題や社会課題解決であるため、インパクト投資の文脈で議論されているのである。

たとえば GPIF は具体的な投資案件として、アフリカ開発銀行（AfDB）が発行するコロナ債「COVID-19 と戦うソーシャルボンド（“Fight COVID-19” Social Bond）」を購入している。これはアフリカ諸国による感染拡大への対応を支援し、感染拡大による経済及び社会への影響を緩和することを目的とし、起債による調達資金は、コロナウイルス抗体検査の普及や中小企業支援等というインパクト創出を目指しているプロジェクトである。同様に国際金融公社（IFC）、欧州投資銀行（EIB）、イスラム開発銀行（IsDB）が発行するコロナ債にも GPIF では投資をしている²³。

グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを発行する際にはそれぞれガイドラインがあり、発行するたびにその債券が遵守しているか認証する手続きが取られ、

²² <https://impactinvestment.jp/news/research/20210415.html>

²³ GPIF「ESG 活動報告 2020」p21-22

その部分にかかるコストは投資家が負担しなければならない。たとえば金融庁では、ソーシャルボンド（社会的課題の解決に貢献するソーシャルプロジェクトに資金用途を限定した債券）の「ソーシャルボンドガイドライン」を2021年に発表している²⁴。そこには実現を目指す社会的な目標、プロジェクトの評価と選定のプロセスを説明すべきとある。最初からその債券を選択しようと政策的に考えていた訳では無く、最適ポートフォリオ構築の過程の最終銘柄選択の場面で同条件の二者択一としてそちらが選ばれたとしても、GPIFとして当該債券を購入する上で、その資金がどう使われるかは理解しており、その結果としての社会的な目標、プロジェクトの進捗についての情報はありとえられる。

また株式投資においても2017年以降、いくつかの環境的・社会的課題に関するテーマ投資としての指数を作って「ESG指数に基づく運用」をしており、その残高は2021年3月現在10兆円を超えている。S&P社による、企業の温室効果ガスの排出にフォーカスした国内株式と外国株式の指数はSDGs目標13「気候変動に具体的な対策を」と関連するし、「MSCI日本株女性活躍指数」や「Morningstar先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数」は、企業におけるジェンダー平等に関する取組みを評価し、積極的に女性を登用する方針を持ち、環境を整備し、実績を上げる企業への投資ウェイトを拡大する指数であり²⁵、これはSDGs目標5「ジェンダー平等を実現しよう」に重なるものである。これら「ESG指数に基づく運用」は、単に経済的利益を得られるから既存の商品を買ったというのではなく、GPIFが特定の環境的・社会的課題を自らが意図して選んでそれを手段として、その課題に関するテーマで指数を作って、委託先アセットマネジャーを選びESG指数投資を行うことで長期的な経済的リターン獲得を目指している。

つまりこれらGPIFとしてはESG投資として取り組んでいる、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドという債券運用においても、テーマを設けたESG指数による株式運用においても、環境的・社会的課題解決を主たる目的としているわけではないが、経済的リターンを生み出す手段として、社会的・環境的インパクトを同時に生み出すことを意図した投資に結果としてなっている、という点で手段的IFSIなのではないだろうか。つまり「サステナビリティのインパクトをもたらす投資」（図2の両者が重なり合った部分）である。

4. 受託者責任をめぐる我が国の法規制の枠組み

ESG投資をGPIF等アセットオーナーが本格化させることが出来た背景には法的環境整備がある。我が国において受託者責任は民法、会社法にある通り「受任者は、委任の本旨に

²⁴ ソーシャルボンドガイドラインの概要 <https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211026-2/03.pdf>

²⁵ GPIF「ESG活動報告2020」p19

従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」とされるが、公的年金各法（国民年金法及び厚生年金保険法）においては、同業者に期待される注意及び能力を利用して運用委託期間中にプラスの投資収益を獲得するよう努める義務を負う、と解されている。ただし年金積立金の運用は「専ら被保険者の利益の為に」行う、と規定されている。これについて厚生労働省は専ら被保険者の利益の為にという目的を離れて運用を行うことは禁止されているとしている。ESG要素が他の政策目標の為なのかどうかという点は、公的年金が責任投資を行う上で以前は1つの大きな課題であり否定的な見解が多かった。このESG投資に関して、公的年金について定められたルールが、厚生労働省及び他の共済組合所管3省²⁶によって定められた「積立金基本指針」である。積立金基本指針は、公的年金の積立金運用の基本的な枠組みを形作るものであり、GPIFだけでなく他の共済組合にも適用される法的な強制力がある。

この積立金基本指針は GPIF が既に ESG 投資を 2017 年から本格化した後に、それを追認するかのような形で 2020 年 2 月に改正された。「被保険者の利益の為に長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素である ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行う。」とされたので公的年金としては ESG 投資を推進する法的根拠が出来たわけである²⁷。

SDGsの達成を目指したインパクト投資について考えた場合、公的年金の積立金運用において投資収益を無視してインパクトをもたらす投資を行うことは原則としてできない、というのは受託者責任の観点からして明らかである。従い、投資収益が市場競争力を失っているようなインパクト投資には慎重になるべきである。他方、ESG投資が中長期的な投資収益の拡大に有益との観点から推進されていることからして、環境的・社会的課題を自ら意図して選んでそれを手段として、中長期的に投資収益の向上に繋がると合理的に考えられるような「サステナビリティのインパクトをもたらす投資」を行う、つまり手段的 IFSIを行うことは可能と考えられるのではないだろうか。さらにGPIFの場合には国民がその意思表示としてSDGsの達成を求めている場合、SDGs達成に貢献する「サステナビリティのインパクトをもたらす投資」に対しては受益者の支持を得られる可能性が高いと思われる。公的年金運用により、国民がその子どもや孫にとって、住みやすいサステナブルな世の中を残すことに支持を示すならば、受託者責任の観点から忠実義務を果たす上でも問題がないといえるかもしれない。

²⁶ 財務省、総務省、文部科学省

²⁷ 積立金基本指針第 32 条、GPIF 投資原則第 4 条

5.今後の方向性についての私案

GPIF としては ESG 投資とインパクト投資との境界線で巧みな舵取りをしつつ、ESG 投資が結果として SDGs 達成に貢献する、というロジックを「ESG 活動報告」で展開しているが、以下の改善点が考えられよう：

第一に、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド発行目的が達成されたのかどうか、GPIF の ESG 活動報告にインパクトの開示をしてはどうだろうか。インパクトを分析するのはたやすいことではないが、近年開発が急がれているインパクト加重会計²⁸の手法は GPIF にとっても研究する価値のあるものであろう。インパクト加重会計とは、インパクトを貨幣換算することによって、インパクトと利益を統合し、既存の会計システムへ組み込む狙いを持ったものである。

第二に「環境・社会問題など負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させる為、株式だけでなく、債券など他の資産においても ESG を考慮した投資を推進²⁹」とあるが、発行に付加的に要した追加コストがいくらだったのか、説明責任の点で改善の余地があるのではないだろうか。

第三に SDGs 目標と重なる株式指数運用についても可能な限りインパクト情報の開示を行う。具体的には「ESG 活動報告」の中で「SDGs への貢献を通じた収益機会に関する分析」で GPIF の内外株式ポートフォリオ全体での SDGs ポジティブインパクトを開示しているが、その中で ESG 指数部分に関してはさらに踏み込んで、より詳細分析をするのはどうだろうか。企業の温室効果ガスの排出にフォーカスした国内株式と外国株式の指数が SDGs 目標 13「気候変動に具体的な対策を」にどう貢献したか、SDGs 目標 5「MSCI 日本株女性活躍指数」や「Morningstar 先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数」が、企業におけるジェンダー平等に関する取組みにどのような貢献をしたか、を仔細にフォローするというのは国民として関心が高い分析になろう。

第四に、日本にとって切実な社会課題として、少子高齢化がある。特に「労働参加率向上による年金財政の持続性確保³⁰」が公的年金の将来にとって最大の課題の一つである以上、日本の公的年金資金の株式指数運用として、「労働参加率向上」を目的とした指数を開発してはどうだろうか。ここ数年で ESG の S に関する情報開示が進みつつあるので、新たなテーマとしての ESG 指数投資を期待したい。

²⁸ https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/kenko_iryoku/kenko_toshi/pdf/003_s03_00.pdf

²⁹ GPIF「ESG 活動報告 2020」p21

³⁰ 三木隆二郎「我が国が先行して直面する ESG の課題とは何か」[2016]

https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_28_05.pdf

第五にエンゲージメントにおいても、アセットマネジャーが投資先企業に対して重大な ESG 課題について積極的な議論をするよう GPIF としては勧奨している³¹。既に GPIF としては SDGs の達成を意識した投資を行っているのであるから、特に SDGs 目標 5 と 13 に関連した指数に選ばれている被投資先企業に対し、SDGs の達成にどのように貢献しているのかについての進捗確認をアセットマネジャーにさせるようモニタリングしてはどうだろうか。ESG 投資においては、そのもたらす経済的リターンがどのような社会的リターン（インパクト）を生み出したかについては考慮されないのに対し、インパクト投資では経済的リターンに加えて意図した社会的リターン（インパクト）を評価する仕組みとなっている。GPIF でも SDGs で示された社会課題の解決に株式ポートフォリオが間接的にどれほど貢献をしているのか外国企業と日本企業を比較して「SDGs への貢献と収益機会の獲得という観点では日本企業は伸びしろが大きい³²」と分析しているので、特に SDGs 目標 5 と 13 関連で被投資先日本企業に対してそのギャップをどう埋めるか働きかけをする手段としてのエンゲージメントをアセットマネジャーに求めれば改善過程がより鮮明になろう。

第六に国民に対する説明責任力の向上を求めたい。このように実質的にはインパクト投資と言えるような「サステナビリティのインパクトをもたらす投資」、即ち、手段的 IFSI をしているのにインパクトの評価を記述していないのは、単に制度上インパクト投資は出来ないことになっているから省略したのではないかと解釈されかねない。第一義ではないけれど社会的・環境的インパクトを及ぼすことを企図した投資を既に 10 兆円以上も積み上げている以上、その結果を国民に分かり易くフィードバックすることを望みたい。その為には GPIF が持つ海外公的年金とのネットワークや国内調査機関などを使い、「サステナビリティのインパクトをもたらす投資」としての手段的 IFSI に関する多面的な調査研究を期待したい。

第七に法的環境整備である。このようにサステナビリティ・インパクトを実現することが、経済的リターン目標の実現において、重要な「手段」となるような投資アプローチとして、SDGs の課題解決に資するとも見做される運用手法を GPIF が従来から債券でも株式でも採用して残高を積み重ねているとするならば、積立金基本指針を改正して、フレッシュフィールドズ報告にある「手段的 IFSI（サステナビリティのインパクトをもたらす投資）」を援用することを考えてはどうであろうか。つまり「サステナビリティ・インパクト目標達成が運用リターン目標実現の手段となる投資」についてはそれを認める、という方向性である。SDGs の達成に貢献することが負の外部性を免れる手段であり、長期的な経済的リターン向

³¹ GPIF「ESG 活動報告 2020」p24

³² GPIF「ESG 活動報告 2020」p71

上とリスク削減に欠かせない今、受託者責任の概念も時代と共に見直しが求められていると言えるかもしれない。

第八として法的環境整備のためにも PRI ジャパンには是非とも GPIF と厚労省とにエンゲージメントとして建設的な対話をして頂きたい。積立金基本指針を改定するのは時間が掛かるが、粘り強く関係者を説得する必要があるだろう。その為にも国民がその子どもや孫にとって、住みやすいサステナブルな世の中を残すことに支持が得られるかどうかの客観的な調査を PRI もしくは第三者機関が行ってみてはどうだろうか。

GPIF が世界最大の 200 兆円という巨額資産を持つアセットオーナーだという事実からすると、厚生年金法の規程にあるような、日本の被保険者の為だけに運用することを考えていけばよい、という時代は終わりつつあるのかもしれない。グローバルに合意された SDGs の達成を世界で率先してリードするインベストメント・チェーンの最上流に位置するアセットオーナーとしての役割も考える時代になってきたともいえよう。GPIF としてはアセットマネジャーが投資している企業に対して、その各企業のパーパスに基づいて SDGs の達成に貢献する経営をするよう、資産運用を通じて働きかけることが新たに付加された使命だという考え方もあろう。もちろん受益者に対する経済的リターン確保は大事ではあるが、その前提として将来世代が住み続けられるサステナビリティの確保された社会・自然環境のことを先に考えなくてはいけない時代になったのである。

* 文中の意見または評価に関する部分は筆者の私見であり、所属機関のものではない

【参考文献】

三木隆二郎 [2019] 「社会的インパクト投資序論」