

# アセット・オーナーとしての公的年金とインパクト投資

## 「GPIF インパクト・レポート(仮称)」試論

三木隆二郎,CFA

### 【要旨】

公的年金運用の目的は、年金加入者が一定年齢に達した後の給付を賄うことである。特に我が国では少子高齢化が急速に進行しており、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うだけでなく、一定の積立金を保有してその運用によって得られる運用収入を年金給付に活用している。公的年金の代表格である年金積立金管理運用独立行政法人(以下 GPIF)の積立金残高は 2020 年度末で 200 兆円にもものぼり、世界の年金の中で最大規模となっている。

GPIF の投資期間は超長期にわたるので、環境や社会に対して企業が及ぼす「負の外部性」が経済的リターン達成を脅かす危険性が重大(material)だと GPIF が認識するならば、未来の年金加入者の生活を支えるために、リターンとリスクに加えてインパクトを含めた三次元でのポートフォリオ管理の必要が生じてくる。また、システミックリスクに対する分散投資効果やリターン向上の機会を提供するという意味でも、さらに、環境問題悪化に対応した新たな規制に対応する意味でもインパクトを考慮する必要が出てきている。さらに、最も大事な受益者である国民の 3/4 (回答の 4 割を占める「わからない」を除く)が「投資収益を確保するならば公的年金の積立金で環境問題や社会問題の解決を考慮する」意味でのインパクト投資に賛成しているという調査結果もある。

そこで本論では外部環境が整って GPIF がインパクト投資を始められると仮定して、その際に発行することになるであろう「GPIF インパクト・レポート(仮称)」におけるインパクト分析のあり方を考察した。まず初めにインパクト投資と ESG 投資との関係を整理した上で、公的年金がインパクト投資を考える理由について述べた。その後で Impact Investing Institute による「年金のためのインパクト投資原則」(Impact Investing Principles for Pensions)を紹介し、公的年金がインパクト投資を始めるための考え方を整理する。その上で、現在 GPIF が行っているインパクト投資と重なる部分の ESG 投資について、もしインパクト・レポートを出すとした場合の海外事例を参考として、どのようなインパクト評価を分析し開示したらよいか今後の課題を考察した。

### 【目次】

1. インパクト投資と ESG 投資との重なる部分
2. 公的年金がその運用でリターン、リスクに加えインパクトを考える必要性
3. 「年金のためのインパクト投資原則」(Impact Investing Institute)とは
4. 公的年金の委託運用でインパクト評価分析や開示の参考となる海外事例

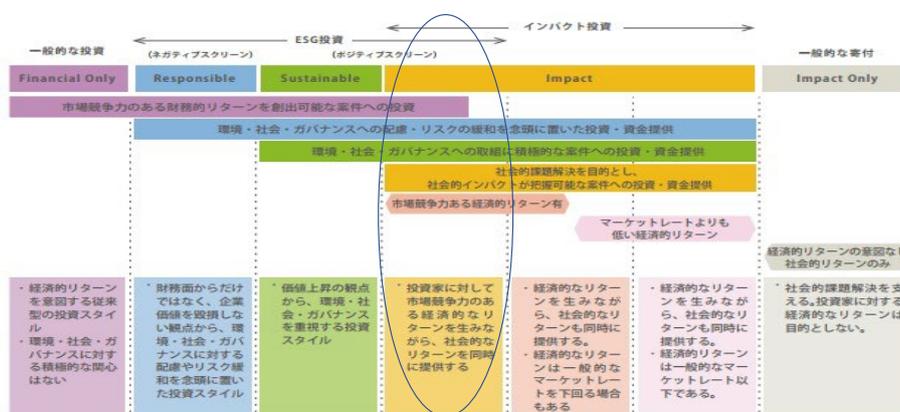
## 5. 今後の課題

### 1. インパクト投資と ESG 投資との重なる部分

ESG 投資の普及のために作られた GSG (The Global Steering Group for Impact Investment) 国内諮問委員会では図表 1 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、図表 1 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。

図表 1

ESG投資とインパクト投資には重なる部分ある  
 インパクト投資の中に市場競争力のある経済的なリターンあげる投融資も



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」（丸囲みは筆者）

5

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」<sup>1</sup>

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およ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。」

<sup>1</sup>インパクト投資拡大に向けた提言書 2019 <http://impactinvestment.jp/2020/04/proposal2019.html>

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）<sup>2</sup>

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、社会性を一義的な目的とはせず、「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ため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という明確な意図を持つ三次元の枠組みという違いがある。

## 2. 公的年金がその運用でリターン、リスクに加えインパクトを考える必要性

インベストメント・チェーンの最上流に位置づけられるアセット・オーナーとしての公的年金の受託者責任として経済的リターンを一定のリスクのもとで求めることは当然である。しかし現在は運用ポートフォリオで保有する企業による SDGs の課題解決によって持続可能な経済への移行に貢献することも同時に求められている。なぜ公的年金が環境課題や社会課題の解決のためのインパクトをも考えなければならないのか、GPIF を例としてその理由を考えてみよう。

### 2-1 未来の年金加入者の生活を守るため

GPIF の年金加入者は国民すべてであり、いわば国民に責任を負っている年金制度である。GPIF の投資額が大きく、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家であり自ら「ユニバーサル・オーナー」と称している。「年金積立金の運用収益や元本は概ね100年の年金の財政計画のなかで、将来世代の年金給付を補うために使われます<sup>3</sup>。」と述べるように GPIF が運用するその年金積立金は、将来の現役世代の保険料負担を軽減するために使われている。

このように GPIF は「ユニバーサル・オーナー」かつ「未来世代のための投資家」であ

---

<sup>2</sup> 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)

<sup>3</sup> GPIF ホームページ：「年金積立金は未来の世代のためのお金」

<https://www.gpif.go.jp/gpif/pension-finance.html>

る。GPIF の超長期の投資期間で、その間安定した収益を獲得するためには、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。これまでは、そのような超長期の視点で運用する上で、年金加入者の利益の保護を図る上では、リスクとリターンの二次元で「経済的リターンを上げることと受託者責任を果たす」という考え方で十分であるとしてきた。

これまで GPIF で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ことで、「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ります<sup>4</sup>。」と述べている。

つまり GPIF では「負の外部性」をもたらすような、企業がコストを支払わずに環境に与えるダメージによる気温上昇のような環境問題（E）や、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）及び、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）を抱える企業に対しては、ESG のレンズを通して企業を評価することで長期的に経済的リターンを上げられるからそれによしとしてきたのである。しかし「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。」というのが本当に達成されているのか GPIF 発行の「ESG 活動報告 2021<sup>5</sup>」を見る限りでは確認できないのは、国民としては残念である。

GPIF としては投資家として「『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<sup>6</sup>。」という整理になっている。従い、環境問題や社会問題の解決に貢献する「意図」をもって投資し、その運用結果を課題解決のアウトカムとして科学的に分析して国民に開示するという一切行われていない。

そこには「負の外部性」に対する認識が半永久的に変わらないという前提があるように思われる。その前提が未来の年金加入者の利益を守ることになっているのか、再考を迫るほど、将来の現役世代が暮らす社会における環境問題や社会問題は深刻化する傾向が見られる。リターンとリスクに加えてインパクトを考慮するインパクト投資を考えることによって、GPIF がその保有ポートフォリオによって人々や地球に与えるポジティブなインパクトだけでなく、どのようなネガティブなインパクトを与えているかを初めて年金加入者

---

<sup>4</sup> ibid

<sup>5</sup> [https://www.gpif.go.jp/esg-stw/GPIF\\_ESGReport\\_FY2021\\_J\\_01.pdf](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/GPIF_ESGReport_FY2021_J_01.pdf)

<sup>6</sup> GPIF ホームページ：「ESG 投資」 <https://www.gpif.go.jp/esg-stw/esginvestments/>

が理解することができる。そのことにより公的年金制度として、加入者の給付をより確かなものにすると同時に、果たして本当に「SDGs 達成に大きく貢献」しているかどうかを検証することで持続可能な経済に適した運用方針になっているかどうかの PDCA サイクルが回り、ネガティブなインパクトを避けるように長期的運用方針を改めるよう見直すことができる。

科学が発達した現在でも未知のシステミックリスクもある中、持続可能な経済に移行するのだという心構えが企業経営者には必要だが、アセット・オーナーとしての GPIF にも、突然顕在化する財務リスクによって保有しているポートフォリオの時価が急落しないように従来のリスクとリターンの二次元だけでなく、もう一つのインパクトを加味した三次元でポートフォリオを管理することが必要である。つまり、経済的リターンと正のインパクトの同時実現によってはじめて、未来の年金加入者の生活を守ることが求められる時代になってきたといえよう。

## 2-2 システミックリスクに対する分散投資とリターン向上の機会を増やすため

GPIF は年金財政の安定性を脅かすシステミックリスクの影響を受けやすくなっている。たとえば二酸化炭素排出、生物多様性の喪失、劣悪なガバナンスや不平等といったシステミックリスクは、保有する企業の株価下落を招くことによりユニバーサル・オーナーとしての GPIF の運用ポートフォリオを現状でも棄損する恐れが出てきているが、未来世代のための運用をしている以上、長い時間軸で考えるとそのようなシステミックリスクはより一層増していこう。

「負の外部性」を引き起こす企業行動によるインパクト…環境・社会・ガバナンス (ESG) に対する変化…のマネジメントを考えることが GPIF の運用ポートフォリオ管理上、より重要になってきているが、持続可能な経済への移行に向けた国際的に合意された目標に明確に対応することにより、資産増加を実現する機会を獲得することについても果敢にとらえていくことが求められる。たとえば環境にポジティブなインパクトを与える ESG テーマ投資として既に GPIF では、上場株による環境指数投資や女性活躍指数投資、ネガティブなインパクトを少なくするコロナ債券への投資を行っている。このような GPIF による総額 12.1 兆円 (2022.3 末) に上る「ESG 指数に連動する運用」は、より良いリスク分散とリターン向上の機会を提供しているが、現在のところ先に述べたように『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行わない、という整理になっているため、これらの ESG 投資によって生じたインパクトのアウトカムについての科学的な評価分析や国民に対する開示は行っていない。あくまで長期的な経済的リターンを生み出す機会としてそのような ESG 投資をしているわけであるが、国民としてはその結果が経済的なリターンにつながっているのかの検証だけでなく、果たして GPIF が述べているような

SDGs 達成にもつながっているのか、は大変関心が高い点である。であるから、国民としては GPIF が従来は ESG 投資として行ってきたこの 12 兆円の残高については、インパクト投資としてとらえてそのアウトカムを国民に開示することで公的年金の資産運用としての説明責任を増す必要があるのである。

### 2-3 新しい規制とガイダンスへの対応

英国の 2020 年スチュワードシップ・コード改訂では、投資家に、重要な ESG 要素をどのように考慮したかを含め、スチュワードシップ活動とその結果について報告することが求められている。さらに、英国は、2025 年までに気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の開示を経済全体で完全に義務化する世界初の国となる予定である。

企業経営上、サステナビリティ経済への移行に伴う新たなビジネスリスクと機会への新たなエマージングリスクへの対処方法を怠る企業には、政府の定める新たな規制によって、もしくは投資家からの株式売却といったペナルティが課される時代となってきた。しかし現在の株価が気候変動などのシステムリスクを十分に織り込んでいるかどうかという点については意見が分かれている。企業によってはその経営に迫りつつある気候変動リスクといったシステムリスク対応の新たな規制やガイドへの対応が十分でないケースも多い。従って、インパクトを公的年金運用の軸として考慮することによって、必然的に新たな規制やガイドへの対応もおのずと図られることになる。

### 2-4 年金加入者の声の反映

公的年金加入者は、投資の持続可能性に対してより積極的に関与するようになり、どのように投資されているかを理解することを望んでいる。たとえば、英国で 2020 年に開始された「Make My Money Matter」キャンペーン<sup>7</sup>がその一例である。「Make My Money Matter は、私たち全員が自分の年金の行き先を知り、より良い未来を築くために投資されることを要求できる世界を目指して戦う、人々の力を結集したキャンペーンです。」というもので、年金加入者の声が反映されるよう主体的に年金加入者が動くというキャンペーンである。「Make My Money Matter は、私たちのお金の力を最大限に引き出し、何兆ポンドも蓄えられた年金を解き放ち、私たちが引退後に望む公正で持続可能な未来を築く手助けをすることを目的としています。私たちの年金投資は、『グローバル・ゴールズ』の資金調達を通じて、その実現に貢献することができます。結局のところ、人と地球に良いことは、私たちの貯蓄にも良いことなのです。」と主張している。我が国でもミレニアル世代や Z 世代が年金加入者の中核となりつつある中で、彼らはその親の世代と比し、ずっと先の将来に顕在化してくるであろう気候変動リスクをより敏感に感じとっている。インパ

---

<sup>7</sup> <https://makemymoneymatter.co.uk/about-us/>

クト投資を考える上でも、もし必要があるのなら従来からの公的年金の運用方針を見直すよう、年金加入者からの声を反映させることは極めて重要である。

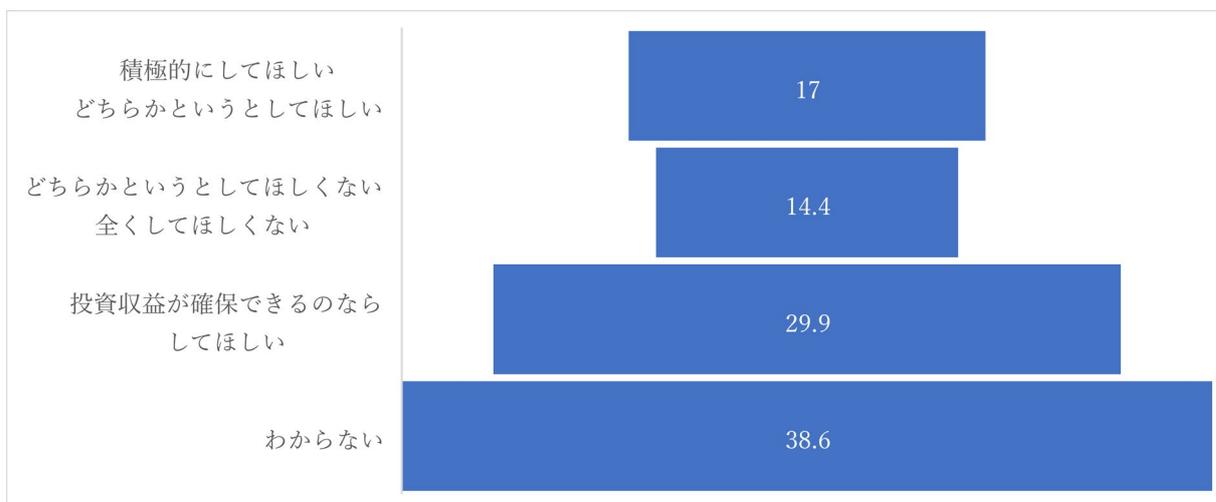
公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構が2022年6月に実施したインターネット・アンケート調査結果<sup>8</sup>によると、公的年金の積立金で環境問題や社会問題の解決を考慮することについて、「積極的にしてほしい」と「どちらかというとしてほしい」を合わせると17.0%である。逆に「どちらかというとしてほしくない」と「全くしてほしくない」の合計は14.4%であり、肯定派の方が否定派を2.6%ほど上回っている。だが公的年金によるインパクト投資について「投資収益が確保できるのなら、してほしい」(29.9%)を足すと46.9%となる。つまり環境問題や社会問題の解決のために収益が犠牲にならないようなインパクト投資には賛成するという人が半分弱いるわけである。「わからない」が38.6%いるので「わからない」を除いた賛否を計算すると、肯定派が27.7%になるだけでなく、「投資収益が確保できるのなら、してほしい」を足すと76.4%へと上昇する。つまり公的年金の積立金で環境問題や社会問題の解決を考慮することについて「わからない」とした4割の人を除き、投資収益が上がるならという条件付きで公的年金の積立金で環境問題や社会問題の解決を考慮する意味でのインパクト投資に賛同を示す人は4人に3人の割合になる結果である。

他方で公的年金によるESG投資について「してほしい」と「どちらかといえばしてほしい」を足すと27.1%であるのに対し「どちらかというとしてほしくない」と「まったくしてほしくない」を足すと26.0%で、ESG投資については肯定派の方が否定派をわずかに1.1%だけ上回っているのみである。「わからない」が46.9%いるので同様に「わからない」を除いた肯定派の占率を算出すると51.0%である。ただし、ESG投資の方には「投資収益が確保できるのなら、してほしい」という質問がないため、インパクト投資とESG投資とを比較してどちらの方に支持がより多く集まっているかを比較できないことには留意が必要である。

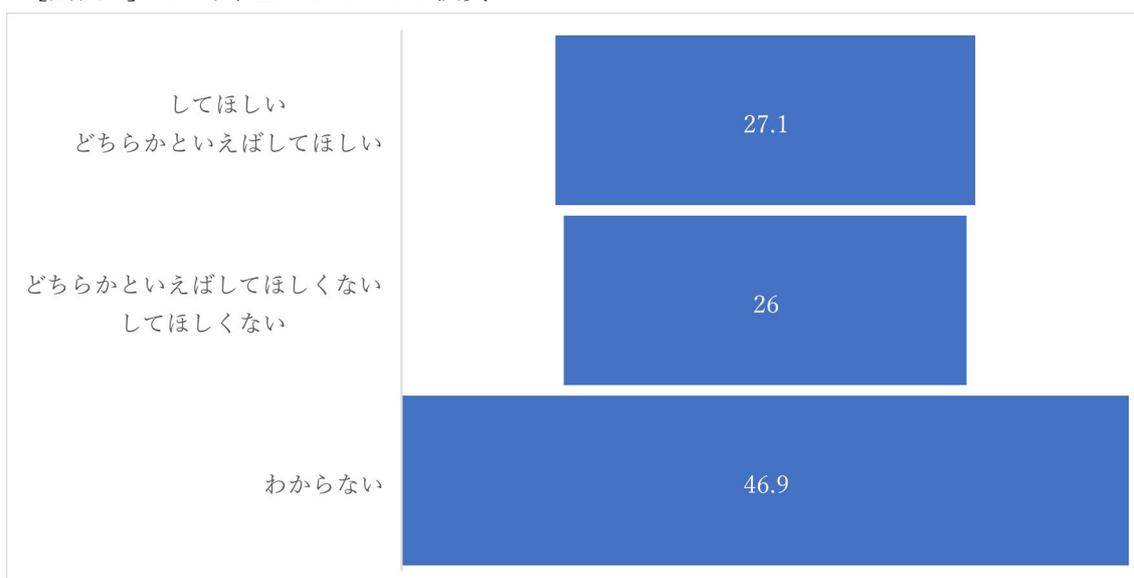
---

<sup>8</sup> 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構「年金と投資に関する意識調査結果」公表(2022.8.25)  
<https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/20220825pressrelease.pdf>

[図表 2] 公的年金の積立金による環境問題や社会問題の解決の考慮



[図表 3] 公的年金による ESG 投資



年金加入者の声の反映する上でのこの調査から得られる示唆は、「投資収益を確保するならば公的年金の積立金で環境問題や社会問題の解決を考慮すること」について、「わからない」を除いて何らかの意思表示をした回答の中で 3/4 が賛成している、という事実である。

## 2-5 インパクト投資と受託者責任をめぐる国際的な議論

拙論<sup>9</sup>で論じたように ESG 投資は社会課題解決を投資目的にしているわけではなく、

<sup>9</sup> 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 三木隆二郎「インパクト投資と受託者責任」

[https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr\\_r04\\_02.pdf](https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r04_02.pdf)

社会性を一義的な目的とはせず、「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ため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という明確な意図を持つ三次元の枠組みという違いがある。

国際的にもインパクト投資と受託者責任を巡る議論は活発に行われている。たとえば PRI では「サステナビリティのインパクトをもたらす投資<sup>10</sup> (IFSI: investing for sustainability impact)」つまり「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」(以下 IFSI)を 2 類型に区分したフレッシュフィールドズ報告書を公表している：

-**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

-**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ため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、このフレッシュフィールドズ報告書によって2021年に提示されたのは「**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**」という点である。つまり GPIF のような公的年金も機関投資家としてインパクト投資に取り組むことを許容する議論が法律的にも明らかにされたのである。

### 3. 「年金のためのインパクト投資原則」とは

海外年金がインパクト投資にどのように取り組んでいるかを見てみよう。ここでは 2017 年に設立された「パーパスのための年金 (Pensions for Purposes)」が中心になり英国で設立された「インパクト投資機構 (Impact Investing Institute)」による「Impact Investing Principles for Pensions(年金のためのインパクト投資原則)」を紹介する。

#### 原則 1：インパクト目標を設定する

年金制度の投資基本方針 (SIP) に「インパクト目標」を設定する。「インパクト目標」は加入者に説明でき、年金制度の目的を達成するために設計されたものである。

---

<sup>10</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (2005) "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment"

この「インパクト目標」とは短期的な投資リターンを追求することではない。年金が漠然と将来を予測することは不可能であるが、設定した投資テーマに沿うようなアウトカム(結果)を予測し、そのシナリオをモデル化して、インパクト投資テーマと投資行動を定めることは可能である。持続可能経済への移行期の考え方として、特定の資産やセクターの変化、たとえば、ネットゼロ炭素経済への移行によってもたらされるリスク(例：規制当局による新たな規制)と機会(例：再生エネルギーへの補助金による関連企業への投資機会)を特定することをモデルに組み込み、エンゲージメントで企業に働きかけることはできる。また、年金理事会にとり、自らがたてた投資目標を脅かすような財務的に重大な(material)影響を与える要因が生じた場合、リスクをコントロールした投資機会の中でリターンを追求しつつ、正のインパクト投資を考えることは許容される。さらに、年金加入者は多くの場合、人や地球に良い影響を与える投資を好む傾向にあるので、インパクト投資を行うことを加入者に説明する機会を作ることは有益である。重要なことはそのようなインパクト投資が従来の資産配分に対して、分散効果をもたらすことである。従って、サステナビリティに関して、ESG投資とインパクト投資を包含するような、年金としての確たる信念を投資基本方針(SIP)に明記することが肝要である。

**原則2: インパクト目標を誠実に実行する運用コンサルタントおよび運用委託先を選任する投資信念と投資目的に合致した運用コンサルタント、および投資とスチュワードシップ活動を通じて年金のインパクト目標を達成できる運用委託先を特定し、指名する。**

運用コンサルタントや運用委託先を任命する場合、その選定基準には、インパクト投資の実績、運用委託する年金のインパクト信念との整合性、年金のインパクト目標を実現する能力についての評価(含む投資哲学、運用戦略、運用モデル、人材の質、運用商品)を含めるべきである。運用コンサルタントや運用委託先は年金のインパクトの信念のために望ましい投資手法を十分に理解し、年金のインパクト目標を達成するために採用すべき運用戦略を熟知していなければならない。年金は、運用コンサルタントや運用委託先と、年金としての方針や目標について継続的な対話を行わなければならない。また、インパクトの評価、モニタリング、報告などの分野で、定期的なレビューを通じて、進捗と変更必要性の可否も検討すべきである。運用コンサルタントや運用委託先が、関連規制に準拠してポートフォリオの影響を測定し、報告するための体制を整えていることも確認しなければならない。

**原則3: 変化をもたらすために、あなたの声を活用する**

**インパクト目標を達成するために運用委託先による議決権行使及びエンゲージメント活動に関するスチュワードシップ・ガイドラインを策定する。**

エンゲージメントを通じて、投資家はESG課題に関する企業のパフォーマンスを向上さ

せることができる。これによりインパクト投資は、有益な製品やサービスへの融資を提供するだけでなく、企業行動の改善とインパクト目標の達成へと拡大する。スチュワードシップには、重要な決議事項への投票や、インパクト目標に関する企業への強いエンゲージメントが含まれ、これらは企業のビジネスモデルや業務、将来の見通しに関連するリスクを管理し、機会を創出する可能性がある。アセット・オーナーとして、スチュワードシップ・コードに署名し、このスチュワードシップ・コードに署名している運用委託先を選択する。

#### **原則4：インパクトを管理し、評価する**

**インパクト目標に対する進捗状況を、関連する指標を特定することにより、モニタリングする。ベンチマークを特定し、運用委託先の支援を受けながら、インパクト目標に対する進捗をモニタリングする。**

年金のインパクトの信念とインパクトの投資目的に関連したパフォーマンス、およびそのパフォーマンスの費用対効果をモニターするのに役立つ指標やベンチマークが含まれ、投資目標をどの程度達成しているかを理解し、それに基づいて意思決定を行うことができるような、適切で確固とした報告を求める。運用コンサルタントや運用委託先に協力を求めて、一貫した定量的・定性的な評価ツールを確立し、インパクトによる財務報告書への影響、財務報告を見直すようなインパクトの測定が出来るようにする。いまのところインパクトに関する世界的な報告基準はまだ存在しないが、市場のインフラと実務は急速に発展しているので、TCFD、EU 非財務報告指令(NFRD)および EU サステナブルファイナンス開示規則(SFDR)に基づく要求事項に対応した報告が求められる。

## **4. 公的年金の委託運用でインパクト評価分析や開示の参考となる海外事例**

### **4-1 債券…コロナ債**

GPIF の ESG 活動報告 2020 によれば、コロナ禍発生以降、コロナ債を購入している。「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に投資し、その額は2022年3月末時点で約1.1兆円（著者注：2022.3時点では約1.6兆円）に増加していますが、その中にコロナ債も含まれています。そのうち最も投資額が大きいのはアフリカ開発銀行（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）です。同コロナ債は、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およ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を目的とするプロジェクトに充てられています。他にも、GPIF は国際金融公社（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投資をしています<sup>11)</sup>

同様に海外でもコロナ債を購入している年金は多い。ここでは Big Issue<sup>12)</sup>で有名な Threadneedle UK Social Bond Fund が、同様にコロナ債を含むパンデミック債券を購入して、そのインパクト評価分析と関係者への開示をどのようにしているか見てみよう。

#### 4-1-1 海外事例#1…コロンビア・スレッドニードル社「英国ソーシャル債券ファンド」

同ファンドの 2021 年次報告書によれば、このファンドは 2014 年に立ち上げられたもので、個人投資家と機関投資家双方に貯蓄や投資が社会的に役立つと同時に財務的リターンを上げる機会を提供する初めての債券ファンドである。同ファンドの戦略的なインパクト目標は、主として英国において、より包括的で持続可能な発展を支援する、というものである。7 年間で着実に残高は成長し正の社会的かつ財務的リターンを上げるという目標を達成してきている。同ファンドは、COVID-19 への対応と回復を支援するためにコロナ債に 1,400 万ポンドを投資している。年次報告書冒頭サマリーとしての「社会的パフォーマンスハイライト」では、以下の項目に分類してその成果を開示している：

① 社会的パフォーマンス (詳細については後述)

社会的パフォーマンス格付目標 (高い格付と中位の格付で 66%) に対し 83%を達成

② 社会的アウトカム

SDGs に即した 8 つのアウトカムを対象とした分散された投資ポートフォリオ。3.5 億ポンド(約 500 億円)、121 発行体、225 本の債券を購入

③ 2021 年のハイライト

同ファンドは継続して IMP (Impact Management Project) のようなインパクトマネジメント基準を分析に取り込み、同ファンドのインパクト測定と関係者への開示を行うよう注力している。

#### 4-1-2 同ファンド年次報告書の構成

年次報告書の構成：

I. 同ファンドのインパクト目標と 8 つのアウトカムの概観。

II. 同ファンドのパフォーマンス分析。SDGs、社会パフォーマンス格付、アウトカム領域及び地域に沿った項目ごとの分析。

III. アウトカム領域毎の社会パフォーマンスのより詳細な分析。含むケーススタディ。

IV. 以下の 3 点に関する今後の見通し。

---

<sup>11)</sup> GPIF 『2020 年度 ESG 活動報告』 p22

[https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF\\_ESGReport\\_FY2020\\_J.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf)

<sup>12)</sup> Big Issue の使命は「"すべての人のための世界をつくる"。自助努力と持続可能なビジネスによる解決策に挑戦し、革新し、創造する。貧困を今の、そして未来の世代のために取り除く。」

- 1) 環境のサステナブルボンドやソーシャルボンドの発行が増加する中、社会的共同利益をどのように管理するか
- 2) 英国におけるソーシャルボンド発行の増加
- 3) インパクトマネジメントとレポートニングの基準の継続的な進展

#### 4-1-3 コロナ債への言及箇所

COVID-19 対応として以下の記述がある：

「環境的影響を考慮することの重要性を浮き彫りにした。ファンドでは 1,400 万ポンドをコロナ債で保有しているのは ESG 中の S が成長していることを反映している。つまり、医療と社会的復興に焦点を当てた債券が ESG の中で成長していることを反映している。」同ファンドが対象とする 8 つのアウトカム領域の中でコロナ債関連の健康分野の例：

図表 4

社会的アウトカム領域	主たる SDGs	主なアウトカム	典型的な債券発行体
健康と社会福祉	SDGs 3	医療・福祉施設やサービスの質とアクセスを向上させ、保険商品による医療サービスの資金調達を促進する	医療・介護サービスおよび関連サービスの大規模プロバイダー

コロナ債によるワクチン接種に関する IMP の切り口によるインパクト分析評価：

何を What	世界のほぼ半分におよぶ低所得国の子どもたちに対する定期的な予防接種を支援するため、Gavi <sup>13</sup> に 7 億 5,000 万ドルのソーシャルボンドを提供
誰が Who	Gavi 支援対象国：57 カ国（1 人当たりの国民総所得が 1,630 ドル以下） 過去 3 年間の平均で、1 人当たり国民総所得が 1,630 ドル以下の 57 カ国の子どもたちを支援。コロナ債スキームは、低所得国 92 カ国を対象
どの位 How much	Gavi が支援する 73 カ国を対象とした調査によると、2021 年から 2030 年の間に、予防接種に 1 ドル費やすごとに、病気や死亡による医療費、賃金、生産性の低下が 21 ドル節約されることが分かっている
貢献度 Contribution	IFFIm <sup>14</sup> の貢献により、Gavi はより多くの子どもたちに速いスピードで予防接種を行うことができた。IFFIm の試算によると、この追加資金により Gavi 全体で救われた 1,400 万人のうち、290 万人の子どもが救われたと試算（2019 年 12 月現在）、100 万ドルの投資ごとに 1,000 人以上の命が救われると試算
リスク Risk	接種対象者不参加リスクー予防接種に対する抵抗感が予防接種効果を低下させる可能性がある。誤解はよく知られたリスクであり、教育への投

<sup>13</sup> Gavi (Global Alliance for Vaccines and Immunisations) ワクチンと予防接種のためのグローバル連携

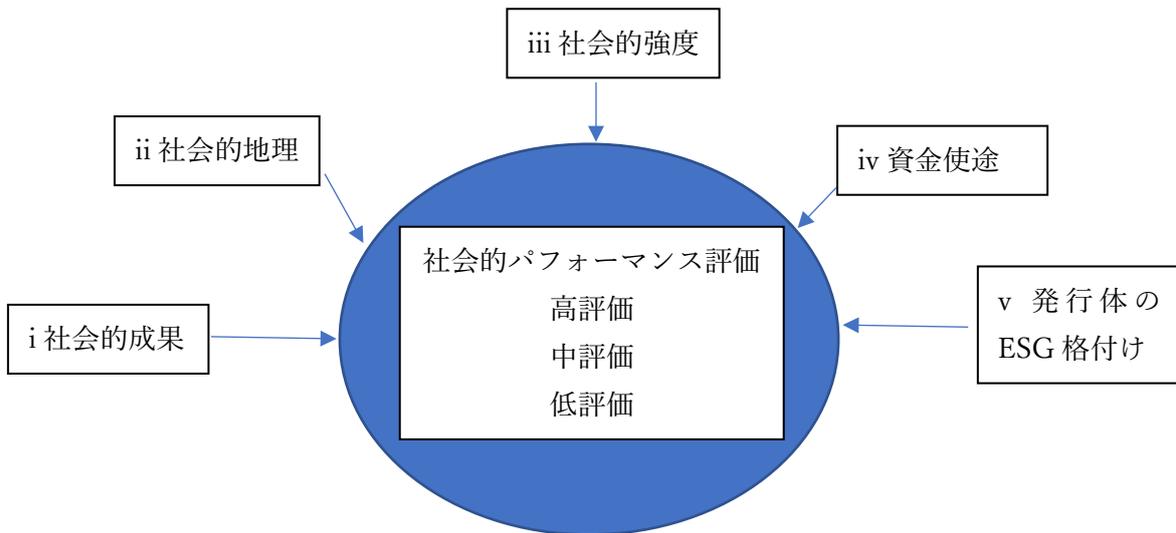
<sup>14</sup> IFFIm (INTERNATIONAL FINANCE FACILITY FOR IMMUNISATION) 予防接種のための国際金融ファシリティ

	<p>資と医療従事者に対する地域社会の信頼が得られないと予防接種プログラムの効果を低下させる可能性がある。</p> <p>実行リスク ワクチンが国内の非対象グループに流用されたり、搾取的な取引に使用されるリスクがある。とりわけ COVID-19 ワクチンは、従来の Gavi 支援予防接種よりも盗難や横流しのリスクが高いため、搾取的な取引に使用されるリスクがある</p>
--	---

#### 4-1-4 インパクト評価の切り口としての社会的インパクト・パフォーマンスの分析手法

コロンビア・スレッドニードル社の責任投資 (RI) チームは、投資前にすべての対象債券の社会的デューデリジェンスを実施し、社会的パフォーマンスの総合評価 (高、中、低) を行っている。その社会的パフォーマンス評価は、ソーシャル・パートナーであるビッグイシューと共同開発したもので、この評価は、以下の 5 つの側面から構成されている。

図表 5



i. 社会的成果：主要な成果分野（例：交通インフラの整備、交通事故防止など）と二次的成果（例：雇用の創出）の両方を分析する。ポジティブなインパクトを創出する明確な意図があり、定義され測定可能なアウトプットとアウトカムの指標を明示している債券にはより高い格付けが与えられる。

ii. 社会的地理：当該債券が対象とするプロジェクトや活動が、不利な立場にあるどのコミュニティ、英国のどこの貧困地域に恩恵をもたらすものであるか。

iii. 社会的強度：債券が、社会的ニーズが最も高い人々やコミュニティを直接対象とする度合。たとえば、低所得世帯や障害者など、特定の不利な立場にある人々のためになる債券には、より高い格付与えられる。

iv. 資金使途：当ファンドは「資金使途の特定」を優先している。一般的な企業目的のために発行された債券ではなく、社会的または環境的な成果をもたらす、事前に特定された

プロジェクトにのみ資金が使われることを意味する。また、慈善団体向けなど、供給不足の資本市場の成長に貢献できる新規債券の発行を優先する。

v. 発行体の ESG 格付：債券は、ESG（環境・社会・ガバナンス）格付けが良好な発行体であることが必要である。コロンビア・スレッドニードル社の責任投資（RI）チームは、独自に開発した ESG 方法論およびアプローチを使用してこの評価を実施する。各債券の総合的な社会的パフォーマンス評価は、5 つの異なる評価基準に対するスコアを組み合わせることで行われる。当ファンドのポートフォリオには、社会的パフォーマンス評価が「高」「中」「低」の債券が混在している。当ファンドの全体的な社会的パフォーマンス目標は、社会的パフォーマンスが「高」「中」と評価された債券が少なくとも 2/3 を占めることである。

この全体的なインパクト評価手法に加え、当ファンドでは、多くの成果分野でより詳細な手法を用い、投資のインパクトを評価している。教育、学習、技能の分野では、大学リーダートレーブルやその他のデータを用いて、社会的包摂や流動性、継続率、卒業生の将来性に貢献する高等教育機関のパフォーマンスを評価している。

#### 4-2 上場株式…気候変動指数

GPIF の「2020 年度 ESG 活動報告」では「気候関連財務情報の開示・分析の構成と注目点」として、GPIF の内外株式ポートフォリオ全体での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分析がされている。その中の「TCFD 開示について」では、ポートフォリオの温室効果ガス排出量（カーボンフットプリント）等を測定する際に分析対象をサプライチェーン全体に拡大し、分析対象資産についても、新たに一部のオルタナティブ資産（国内不動産）へ拡大している。重点が置かれているのは気候バリューアットリスク（CVaR:Climate Value-at-Risk）という指標で、気候変動による企業価値への「リスク」だけでなく、「機会」についても統合して分析することで、いくら経済的リターンが見込めるかに力点を置かれている。

##### 4-2-1 海外事例#2…EQ Investors 社(以下 EQ) Positive Impact Report 2021<sup>15</sup>

EQ Investors はサステナブル・インパクトに焦点を当てた、受賞歴のある一任型ファンド・マネージャーでサステナブル投資とインパクト投資を専門としている。

B コーポレーションに認定されている EQ 社は社員が株主として同社を保有している。B コーポレーションと認定されるためには、社会的・環境的パフォーマンス、透明性、説明責任に関する最高水準の検証を受けなければならないがこれは、同社の持続可能な投資アプローチと合致している。

---

<sup>15</sup> <https://www.pensionsforpurpose.com/knowledge-centre/thought-leadership/2021/11/01/Positive-Impact-Report-2021-EQ-Investors/>

EQ ポジティブインパクト戦略は常に、投資家が投資を通じてポジティブなインパクトを与えると同時に、魅力的な財務的リターンを得られることを実証することである。EQ の 2021 年版インパクト・レポートでは、EQ ポジティブインパクト・ポートフォリオへの投資による環境的・社会的便益を概説している。さらに、この報告書では、昨年来の EQ のエンゲージメントの課題に対する進捗状況、サステナビリティへのアプローチと今後の目標について詳しく説明している。

#### 4-2-2 インパクトのハイライト

投資額 100 万ポンドあたりのインパクト増加を分析して開示：

- ・ 75 トンの廃棄物をリサイクル：76 世帯の年間廃棄物量に相当。
- ・ 266MWH の再生可能エネルギーを生成：81 世帯分の使用量に相当。
- ・ 5200 万リットルの廃水浄化：402 世帯分の廃水に相当。
- ・ 623 時間の学校教育、進学教育、成人教育を実施。
- ・ 157 人の患者を治療

また、SDGs に沿った活動として、EQ 独自のインパクト評価指標を構築し、各投資のインパクトを評価するために使用している「変化の理論」の枠組みを初めて説明。これは、企業の活動とその成果を、国連の持続可能な開発目標に向けた一連の成果および進捗に関連付けるものである。

#### 4-2-3 低炭素社会の実現に向けた投資

気候変動による最悪の影響を抑えるには、経済の脱炭素化を急速に進める必要がある。EQ は、株式投資のバリューチェーン全体における炭素排出量を測定している。EQ ポジティブインパクトのポートフォリオに含まれる企業は、気候変動への寄与が著しく小さく、炭素効率も高いことがわかる。また、EQ は「ストレステスト」を用いて、ポジティブインパクト投資アプローチが、気候変動政策の取り締まりからどのように投資価値を得る可能性があるかを示している。

#### 4-2-4 変革への取り組み

EQ は、ファンド・マネージャー、政策立案者、投資先企業との対話を続けながら、投資に関連するネット・プラス・インパクトを改善する機会を常に見つけ求めている。本報告書では、EQ が気候変動目標の設定、サプライチェーンの変化における人権、栄養を通じた肥満への取り組みという 3 つのケーススタディを取り上げ、エンゲージメントを通じてどのように変化をもたらすかを解説している。

#### 4-3 上場株式・・・ジェンダーダイバーシティ指数

GPIF「2020年度ESG活動報告」では日本企業におけるジェンダーダイバーシティの状況を確認するとして次のような記述がある（：「2021年度ESG活動報告」でもほぼ同様）

「WIN指数では、指数の組み入れ対象である日本企業700社（2019年以前は500社）について、女性活躍推進法で企業に開示が求められている5項目（図表1の①～⑤）等を評価対象としています。各階層における女性比率（中央値）を見ると、①新規採用者と②従業員では20%台、④管理職では10%未満、⑤取締役会では10%台（ただし0%の値を除いて集計）という水準にあります。ジェンダーダイバーシティという観点からみれば、各階層において男性比率が高く、女性はまだまだ少数派という状況です。一方、この5年間での変化を見ると、①新規採用者における女性比率、③男性と女性の平均雇用年数の違い、についてはほぼ横ばい、②従業員、④管理職、⑤取締役会における女性比率は、この5年間で改善傾向にあります<sup>16</sup>。」

インパクト投資と考えた場合に必要なロジックは、指数の組み入れ対象である日本企業700社から選り出された企業のジェンダーダイバーシティの状況がどのように優れていて、それが企業価値向上の点にどう結びついてきたのか、また、その結果としての株式投資戦略としてジェンダーダイバーシティに注目した投資が長期的には如何に経済的リターンに結びつくと考えられるのか、というであり、それを支える情報である。社会的アウトカム領域ごとにSDGsに紐付けて主なアウトカムを①What、②Who、③How much、④Contribution、⑤Riskごとに記述されることが望まれる。

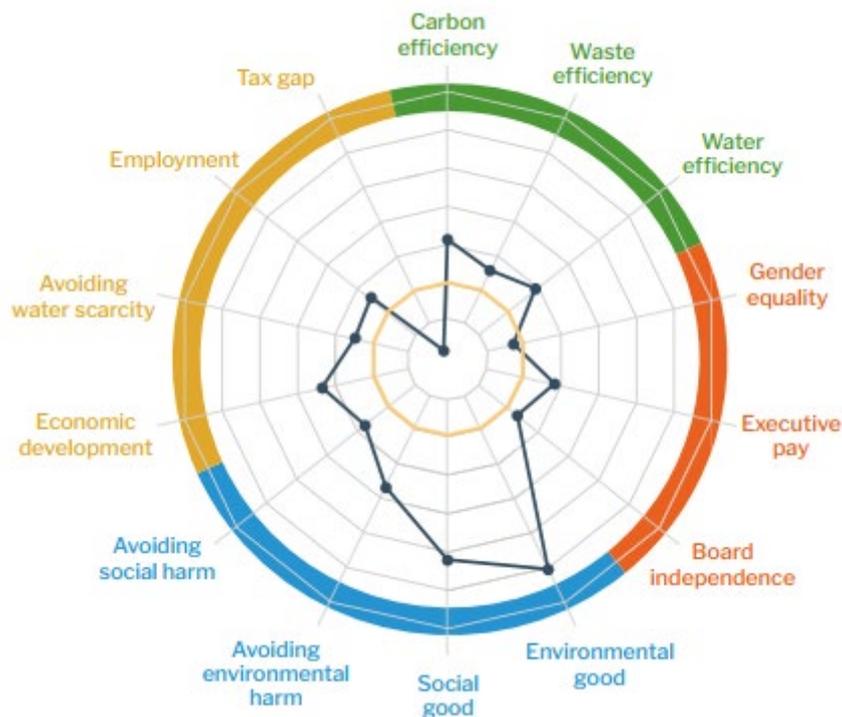
#### 4-3-1 海外事例#3…モンタナロ社「ベターワールドファンド」年次報告書2021<sup>17</sup>

「インパクト投資テーマ(目標)」を定め、それをSDGsと照応させた上で、当該ファンドのパフォーマンスの振返りを行う。次いで運用プロセスとしてESGとインパクトとをどのように分析しているかを説明している。インパクト測定では以下の図表6のようにサステナビリティ14項目にわたり、グローバル中小型株指数とベターワールドファンドを比較している。

図表6

<sup>16</sup> GPIF『2020年度ESG活動報告』p47

<sup>17</sup> <https://montanaro.co.uk/wp-content/uploads/2022-Impact-Report-Montanaro-Better-Word-Fund.pdf>



「私たちは、インパクトと ESG のリーダーに投資します。」と宣言し、以下の 4 象限で企業を評価して、右上の ESG もインパクトもリーダーたる企業に投資するとしている。

図表 7

ESG リーダーの企業 (但しインパクトの観点から不十分)	ESG とインパクトともリーダーの企業 (この企業に当ファンドは投資)
ESG とインパクトとも落第企業	インパクトでリーダー企業 (但し ESG の観点で改善が必要)

## 5. 今後の課題

GPIF の「2020 年度 ESG 活動報告」の中の「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<sup>18</sup>。しかし、SDGs 目標 13「気候変動に具体的な対策を」と関連する、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や、SDGs 目標 5「ジェンダー平等を実現しよう」に重なる「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」がどう貢献したか、が個別に抜き出されて解説されているわけではない。

また ESG 投資として行っているので、たとえば気候変動について GHG の排出量を 2025 年までに X%削減する目標を設定するとか、2050 年までにカーボンニュートラルな運用ポートフォリオへ移行することを対外的にコミットしているわけではない。また、投資によるポジティブインパクトとしての年間の GHG 削減貢献量の開示がされているわけでもない。

しかし「2021 年度 ESG 活動報告」で注目すべきは「SDGs の各目標に対する企業活動の金銭的インパクト<sup>19</sup>」の記述で、ここではインパクト投資をしていない GPIF がインパクトに言及して、SDGs17 目標毎の金銭的インパクト算出の試みを紹介している。これは去年までは「SDGs への貢献を通じた収益機会に関する分析」というタイトルだったページを「SDGs への整合性の評価」と改めたコラムとして記述しているものである。本来、ESG 活動報告であれば SDGs への貢献とか整合性について言及しなくてもよいものを敢えて追記しているのは、GPIF 内部でも来るべきインパクト投資の時代に備えての予備的な学習と解釈できるのかもしれない。

「パーパスのための年金 (Pensions for Purposes)」によると、意図をもって行うインパクト投資のアウトカムを科学的に分析し評価して、関係者に分かりやすく開示する作業はまだまだ発展途上だという。今回は GPIF も購入しているコロナ債のインパクトのアウトカムをどのように分析しているか、また、ESG テーマ指数を設定している上場株式会社でも同様にインパクトのアウトカムを海外のアセット・マネジャーがどう分析、評価、開示しているか、いくつか参考となる事例を紹介した。今後、国民からインパクト投資が支持されている、というデータがますます積みあがるのなら、海外アセット・オーナーとのネットワークを持つ GPIF 自身が研究テーマとして民間からの知恵も借りながらインパクトの分析、評価、開示方法を洗練させていくことが求められていよう。

インパクト投資と受託者責任の関係を整理し、国民の意思を確認した上で積立金基本指針を改定するなど、インパクト投資を行う前提条件を整えたと仮定するならば、その上で、

---

<sup>18</sup> GPIF「2020 年度 ESG 活動報告」p69

<sup>19</sup> GPIF「2021 年度 ESG 活動報告」p80

インパクト投資を行う「意図」を GPIF が持つと想定した場合、既に行っている ESG 投資をどのように活用して「インパクトの分析評価と開示」をするか、GPIF インパクト・レポートとして何が盛り込まれるか、その内容については国民的議論が必要であろう。

\*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

以上

**【参考】**

三木隆二郎[2022]「インパクト投資と受託者責任」