

# インパクト投資をめぐる課題

統合思考の開示の推進とシステムレベルリスク

安間匡明

2025年1月22日

# **1. 機会に関する情報開示の充実を求める必要性**

# 非財務情報の開示を活用する最大の受益者は金融業界であるはず

## 国際財務報告基準の流れ

1973  
国際会計基準委員会 (IASC) 設立

2000  
国際財務会計基準財団 (IFRS) 設立  
国際会計基準審議会 (IASB) 設立

2022

国際財務会計基準財団 (IFRS) のなかに国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) が設立  
ISSBがIASBと並立して国際財務報告基準が定められることになった  
IFRSの開示基準には統合思考の哲学が明確に埋め込まれた

## 非財務情報の開示基準の流れ

新自由主義

トランジッション

統合思考の資本主義

統合思考の原点

2000  
CDP

2007  
CDSB

2004  
A4S (英国)

2010  
IIRC

2011  
SASB

2021  
VRF

1997  
GRI

2018  
IMPの音頭による5団体の完全統合

# 人的資本の質と量が、企業価値の説明の最大因子である

## Human Capital Management Coalition (HCMC)

2013年：米国機関投資家が設立。

2017年7月：25の機関投資家（主に年金基金、AUM3兆ドル以上）からなるHCMCがSECにpetition。企業の人的資本マネジメント（HCM）に関する情報公開の義務化が必要であり、HCMCは企業のパフォーマンスに影響すると主張。

2019年3月：SECのInvestor Advisory CommitteeがSECに対して上場企業が人的資本マネジメントについての情報を開示する必要性とその程度について調査するように要求。

2019年10月：HCMCが米国SECに対してpetitionを提出。企業の人的資本マネジメントの開示の拡大を要求。

2020年8月：米国SECは、人的資本に関する開示をルール化（Amendments to Regulations S-K）

## 環境・社会課題解決が利益拡大に繋がる主要なパターン

1. **[製品・サービス型]**：製品・サービスが顧客接点で課題解決に直接に繋がり対価が得られる。
2. **[プラットフォーム型]**：無償で課題解決サービスを提供することで社会から信頼を得て、無限の情報を獲得し、プラットフォームとして利益を得る。
3. **[ヴァリューチェーン型]**：自社のバリューチェーン上のステークホルダーを支援することで、社会から信頼を得て、自社の製品・サービスの価値や持続可能性を高める。
4. **[内部資本強化型]**：社内の人的資本や知的資本を労わり・強化することで、自社の創発力や顧客対応能力を高める。

## 「機会」に関する情報の質と量を高める開示上の取組が必要

- 株式は、素より、将来に亘る異時点間の収益（キャッシュフロー）を現在価値として表現したもの。
- 投資家は、将来のリスクのみならず「機会＝成長」に関する情報を求めている
- 開示ルールにおいて、価値創造プロセスの記載をより充実化させ、機会（課題解決・インパクトが収益に繋がる関連性）に関する情報の記述のあり方をより具体的に示していく必要があるのではないか。

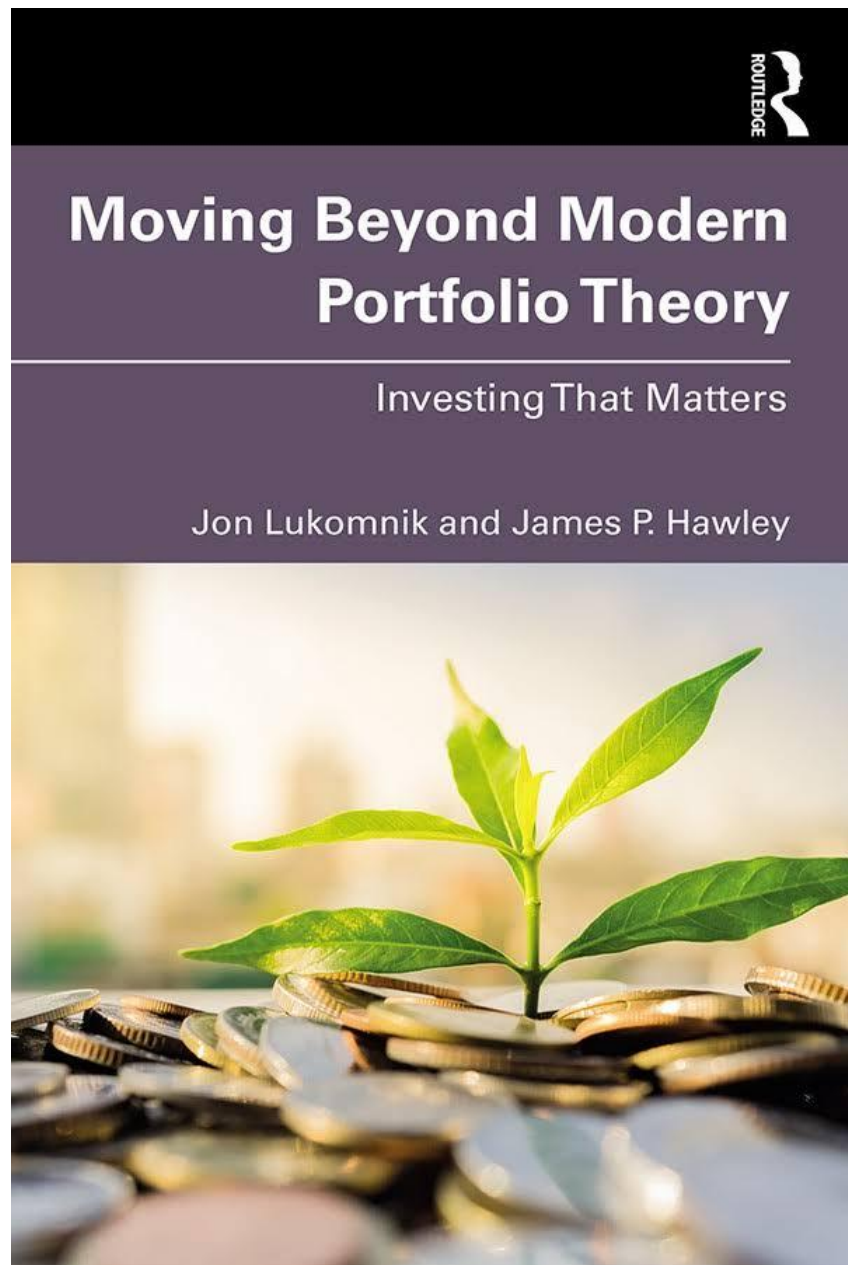
## 2. 「インパクトを考慮した投資」の推進

## B アクティヴミズム：投資の在り方が問われている

- 最近は、アクティブ運用ファンドの  $\alpha$  が出ない実態。
- モダンポートフォリオ理論による投資では、個々の投資は互いに独立であるとし、個別投資の最適化を目指しつつ、**ポートフォリオ全体で分散投資を行うことでリターンを最適化**してきた。
- 小平龍四郎「市場全体の値動きは所与のものであり、投資家は分散投資や個別企業への働きかけによって市場変動に対処しなければならない。これが古くから共有されてきた投資の常識だ。**投資家のすべきことは  $\alpha$  の追求であり、 $\beta$  には力が及ぼせないという市場観だ。**」
- 1950年代に開発された**モダンポートフォリオ理論 (MPT)**が機能しなくなっている。
- それは**環境・社会課題の深刻化と関係がある**のではないか。また、従来の投資手法では、**ヴァリューチェーン改革に必要なシステミックチェンジに対応できない**
- そもそも、産業革命以降の現代の産業は、MPTに基づく投資で構築されたものではない。
  - 蒸気機関導入に伴う産業革命
  - 日本における私鉄およびその沿線開発
  - 戦後の傾斜生産方式
  - LNGのヴァリューチェーン



## ルコムニク/ホーリーの説く $\beta$ アクティビズム



個別の年金基金や資産運用会社がアライアンスを組んで広く多くの企業に脱炭素を促したり、女性取締役の登用を迫ったりする動きが近年、急速に目立ってきた。幅広い銘柄に投資しつつ企業への働きかけも行う「エンゲージメント強化型パッシブ」という手法も広がっている。こうした市場の潮流は、経営や市場の持続可能性を高めるための「 **$\beta$  アクティビズム**」の一断面と見ることができるだろう。

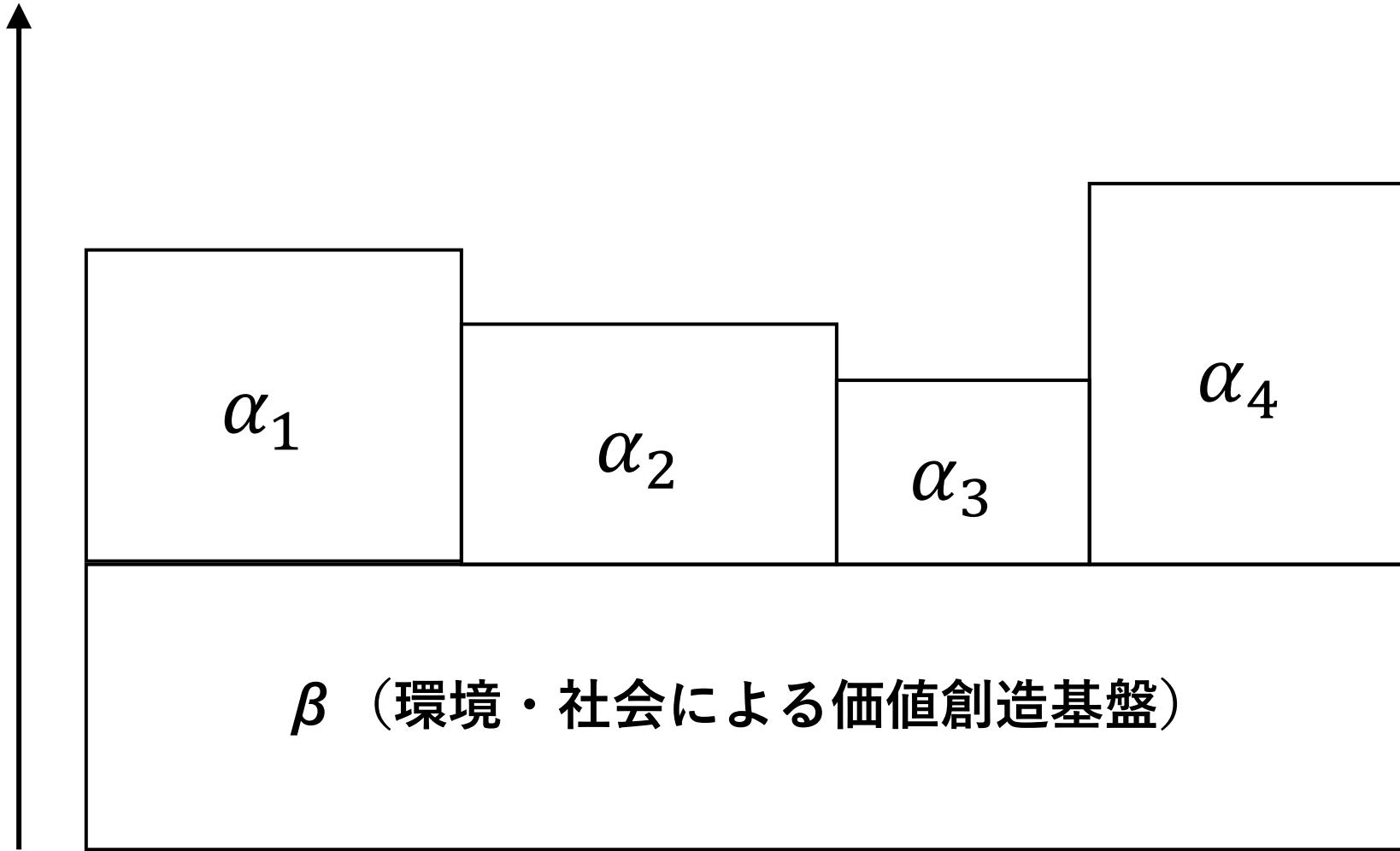
ESG投資の有効性については、もっぱら市場平均や非ESG型運用との対比で論じられることが多かった。つまり、 $\alpha$ の議論だ。GPIFの試みは、 $\beta$ 改善に結びついているかを検証するという意味で新しさを含む。

ルコムニク氏らは $\beta$  アクティビズムで重要となる領域として、以下を挙げている。気候変動やジェンダー多様性などよく知られたものに加え、細菌が進化して既存のクスリが効かなくなる「薬剤耐性」、生態系を脅かす「森林破壊」、上手に管理しなければ社会や金融システムを大混乱させかねない「人工知能 (AI)」、有毒物質をふりまきかねない「資源採掘」――。

もはや、資産運用が金融やマーケットの伝統的な知見だけで立ちゆかないのは、明らかである。

# 基盤（ $\beta$ 値）が正常な状態

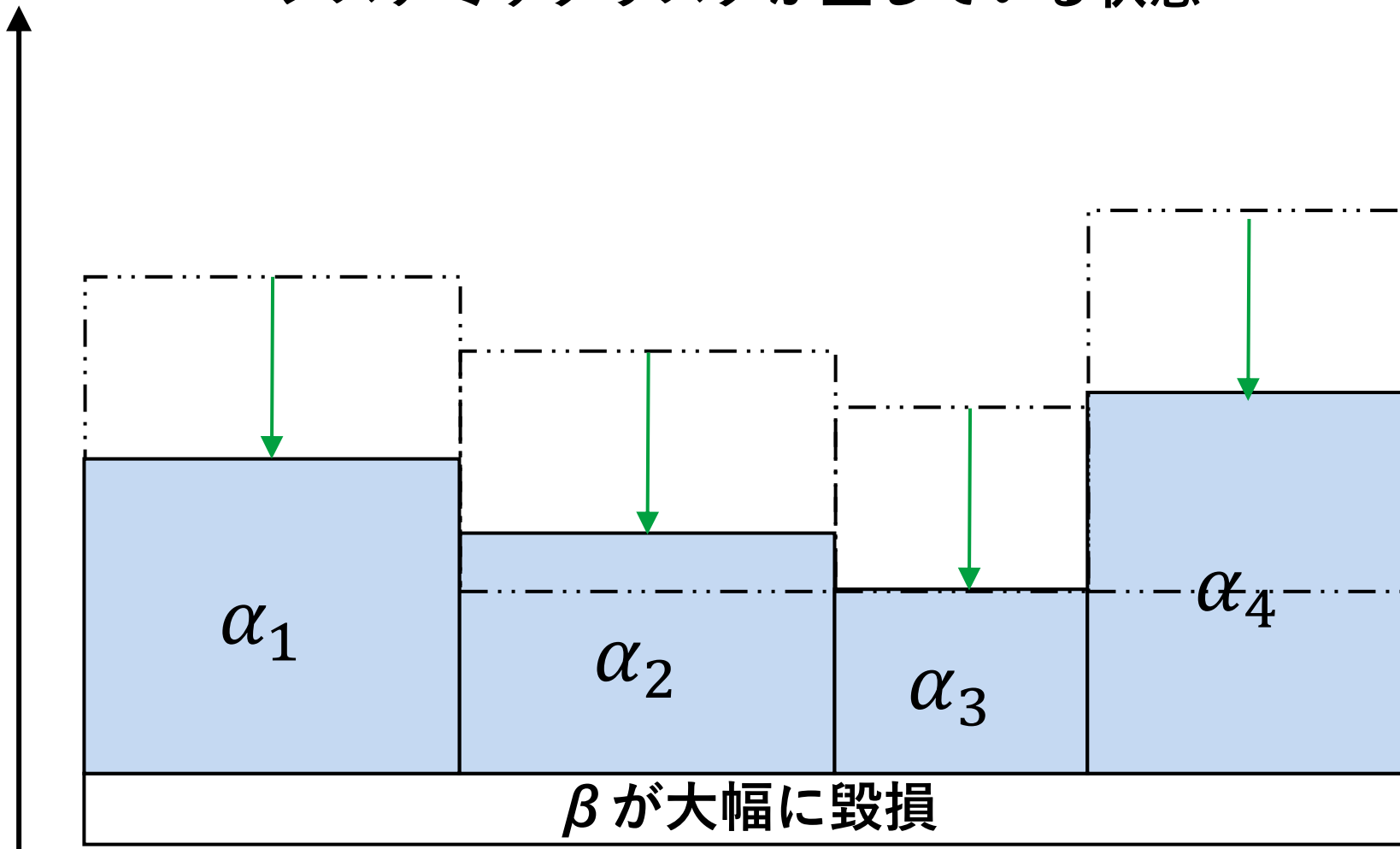
リターン水準



$\alpha \cdot \beta$  を単純化した図示

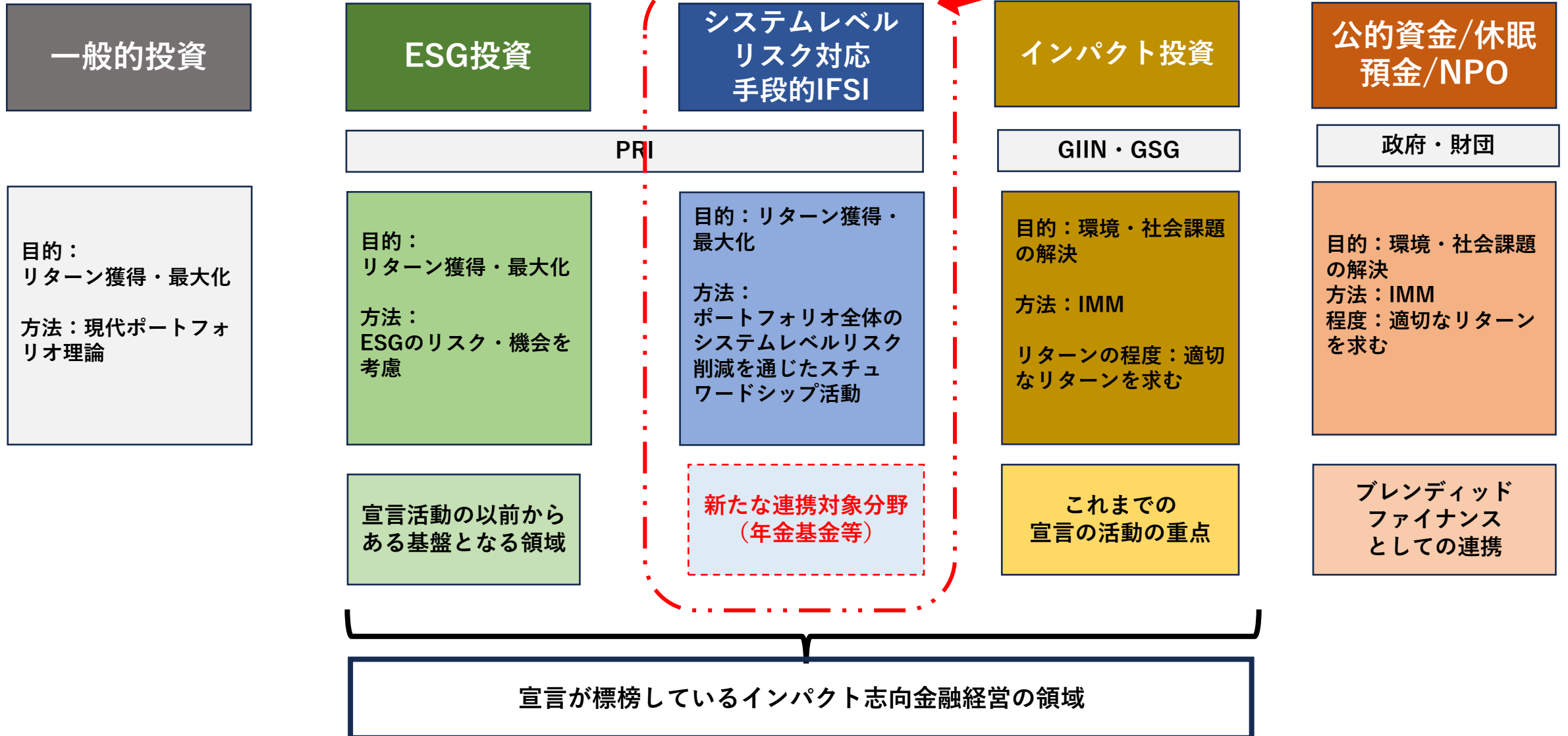
システムレベルリスクが蔓延し  
システミックリスクが生じている状態

リターン水準



$\alpha \cdot \beta$  を単純化した図示

# インパクト志向金融経営のあり方



## インパクトを考慮した投資

### 今後の方向性・課題

#### <インパクトを考慮した投資の基本的考え方>

- インパクトを考慮した投資については、GPIFが、以下のような考え方の下で、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することについては、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない。
  - ・ 年金積立金の運用については、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源であることに鑑み、「専ら被保険者の利益のため」に運用しなければならないこととされており、GPIFが「社会的・環境的効果（インパクト）」の実現を直接の目的として投資を行うことはできない。
  - ・ 一方で、社会・環境的課題の重要性が高まる中で、社会・環境的課題の解決を企図した技術開発や事業革新等の事業は、その実現が急速な市場拡大・成長をもたらす、当該事業に取り組む企業の持続的成長につながる可能性があることを踏まえれば、投資先企業の事業内容がもたらす「社会的・環境的効果（インパクト）」については、長期的な投資収益を確保する観点から投資先企業の持続的な成長可能性等を評価する上で、ESG要素と同様、重要な考慮要素の一つになり得るものと考えられる。
  - ・ このような前提の下で、GPIFにおいて、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない。

#### <インパクトを考慮した投資の検討の視点>

- 企業のESGの取組を総合的に評価する従来のESGを考慮した投資の手法（ESG指数に基づく株式運用等）では、個別の事業による「社会的・環境的効果（インパクト）」を通じた企業の成長可能性等を必ずしも十分には捉えられないという課題があることを踏まえ、GPIFにおいて、ESGを考慮した投資との類似点や相違点にも留意しつつ、被保険者の利益のために中長期的な投資収益の向上を図る観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について検討した上で、必要な取組を行うこととしてはどうか。

#### <GPIFにおける検討の進め方>

- GPIFにおいてインパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について検討を行うに当たっては、上記の基本的考え方や検討の視点に留意して、対象資産や投資手法等について具体的な検討を進めることが必要ではないか。
- インパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について必要な取組を行うに当たっては、取組が法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとって行われているかについて継続的に検証することが必要ではないか。



## インパクト投資の広義化が必要

- 公的年金基金が行おうとする「インパクトを考慮した投資」は、GIINや指針等におけるインパクト投資の定義にはあてはまらない。
- しかしながら、かかる投資は、インパクトの創出にとって極めて重要である。
- したがって、我が国において推進すべきインパクト投資の概念の広義化が必要。

### **3. 人口減少問題を日本の金融業界において自分事化する**

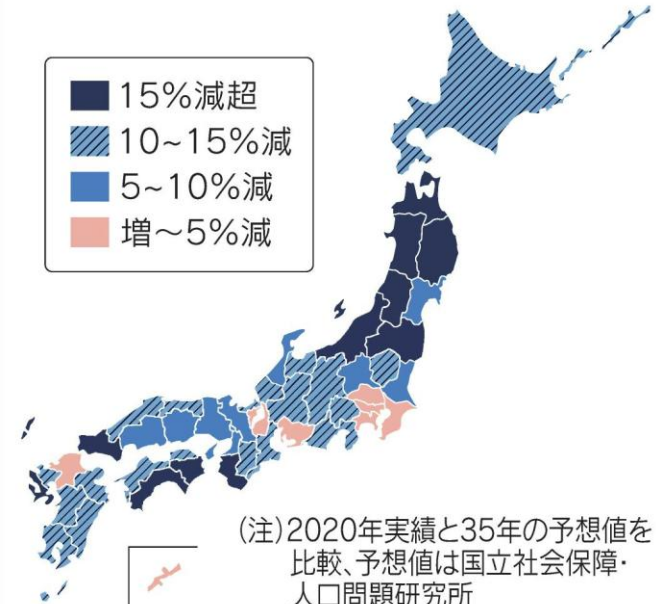
# 日本のシステムレベルリスク：人口減少リスク

日本経済新聞2025年1月9日記事

## 金融庁、人口減で地銀の持続性に警鐘 当面20行を検証

金融庁は1月から全国の地方銀行、第二地方銀行を対象に持続可能な経営プランについて聞き取り調査を始める。人口動態の減少予想や預金への影響などのシナリオを踏まえ、当面20行程度を検証する。頭取と直接対話し事業改革を促すが、再編機運が高まる可能性もある。

### 人口減で戦略の練り直しが急務 (2020~35年の減少率)



(注)2020年実績と35年の予想値を比較、予想値は国立社会保障・人口問題研究所

古い社会通念

低生産性

地方創生課題

働き方改革

産休・育休制度

保育課題

女性活躍

都市問題

格差の拡大

合計特殊出生率の低下



## 人口減少問題の自分事化

- 人口減少問題は、主要な社会課題が放置された結果生じた最大の課題。
- 金融業界として、人口減少問題によって、長期的にどのような具体的名悪影響が金融界に生じるのかを分析するべき。
- 金融業界は、人口減少問題を自分事化して、システミックなアプローチで取り組む必要がある。