

海外年金基金におけるインパクト投資の動向等について

2025/02

林 寿和 (Nippon Life Global Investors Europe Plc, Head of ESG)

海外年金基金におけるサステナブル投資の“動機”の変化

- 国・地域毎に固有の歴史があるが、例えば、欧州における動機の変化の典型的なパターンは下図
- 日本は、こうした変化を一定程度追従してきた面があり、次頁以降で述べる海外年金基金におけるインパクト志向の高まりは、今後の参考になる可能性

インパクト志向
(サステナ・アウトカム志向)

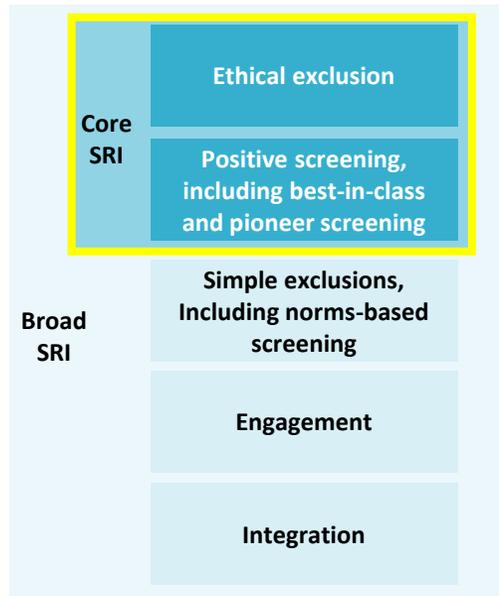
中長期のリスク・リターン改善

価値観へのアライン

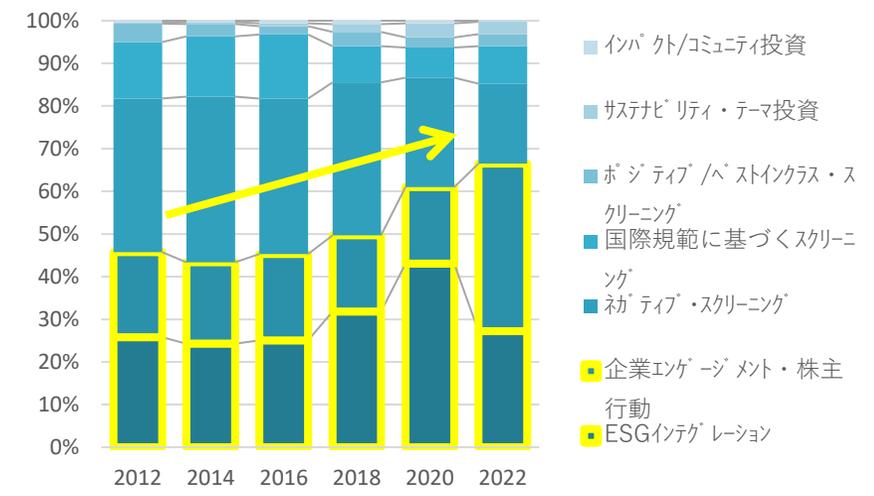
- かつては倫理的除外やポジティブ・スクリーニングが「中核」と呼ばれた

- 動機の軸は、中長期のリスク・リターン改善へ
- 取り組みの中身では、ESGインテグレーションやスチュワードシップ活動のシェアが高まる

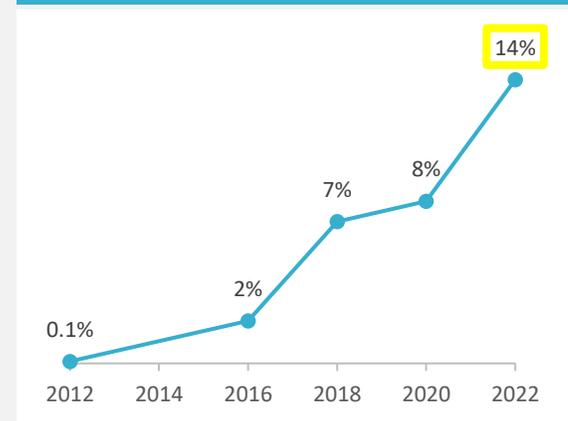
- なお、日本は、サステナブル投資市場の拡大という意味では欧州に遅れたが、今日では世界の一角を占めている



サステナブル投資残高のアプローチ別割合 (世界)



世界のサステナ投資残高に占める日本の割合



注：SRI=Socially Responsible Investment (社会的責任投資)
出所：Eurosif (2006) “European SRI Study 2006”を基に作成

注：各年の数値は、過年度修正値を使用。複数アプローチに重複計上されている資産がある。2022年のみ欧州のデータを含まない。時系列比較に必ずしも適さない
出所：GSIAによるGlobal Sustainable Investment Reviewを基に作成

海外年金基金において高まるインパクト志向：オランダの例

- オランダにおける資産規模1位（世界第5位）のABP、資産規模第2位（世界第11位）のPFZWは、それぞれ足元でインパクト志向を強めている※
- ABP、PFZWから、それぞれ分離・設立された運用委託先のAPGとPGGMは、ともにGIINにも加入し、インパクト投資を実践

※資産規模の順位は、Thinking Ahead Institute (2024) “The world’s largest pension funds – 2024”を参照

ABP（オランダ公務員年金基金）

□ 投資信念（Investment beliefs、2022年）には以下のような内容が掲げられている

1. Risk, Return, Costs and Sustainability

2. Sustainable and responsible investment

「ABPの投資は社会に影響を与え、社会はABPの投資に影響を与える。責任ある投資と投資ポートフォリオの持続可能性の向上は、ポートフォリオのリスク・リターン・プロフィールに悪影響を与えない」

3. Long-term horizon

4. Strategic asset allocation

5. Investment risk

6. Diversification

7. Cost-conscious

8. Investing in the Netherland

「ABPはオランダへの投資を通じて加入者の生活に直接的な影響を与えることができる」

出所：ABP (2022) “Investment Beliefs”を基に作成

□ 2024年1月、インパクト投資方針を公表し、下記をコミット

□ 2025年までにインパクトに関する効果把握を目指し、必要に応じて、インパクトに関する2030年までの補完的な目標を2025年に設定する、とする

2030年までにインパクト投資に300億ユーロを投資する

うち、**110億ユーロ**は、APBが焦点を当てる**移行テーマ**への貢献に投資する

・**100億ユーロ**は**クライメート・トランジション**

・**10億ユーロ**は**自然・生物多様性保全**

さらに、**100億ユーロ**を、**ABP加入者の生活にポジティブなインパクトをもたらすオランダへの投資**に充てる（主に、手頃な価格の住宅、持続可能なエネルギー、イノベーションに投資）

インパクト投資においては次の資産クラスにフォーカス：

インフラ・現物資産・非上場株・オルタナティブクレジット・不動産

出所：ABP (2024) “Impact Investing Policy”、同 (2024) “Sustainable and Responsible Investment Policy ABP: A good pension in a livable world”、ABPウェブサイトを基に作成

PFZW（オランダ医療・福祉部門の職域年金）

□ PFZWとPGGMは、近年「**3D投資**」（3Dはリスク・リターン・インパクトの3つの次元の意味）を標ぼうし、2023年以降、2030年に向けて、より積極的にインパクト創出を目指す投資戦略へと大きく舵を切っている

□ 「加入者に良い年金を提供することが私たちの使命」「**PFZWは、加入者が年金を受け取る、住みやすく持続可能な世界に貢献する責任も感じている。結局のところ、良い年金は生活が快適な世界でこそ価値があり、住みやすい世界は年金を積み上げるために不可欠**」なのである。これは、PFZWとPGGMの2030年に向けた共同抱負、すなわち良好な財務実績と、人々と環境のための長期的価値の創造に合致するもの」とする

□ 現時点で変革の真っ只中にあるとみられ、公開情報は限定的であるが、加入者へのアンケート調査の結果なども踏まえ、**資産クラス横断的にインパクトに関する数値目標を設定し、インパクト創出に向け取り組んでいく構え**

□ Climate and Energy Transition Solutions マンデートや、Global Credits Sustainable Core マンデートなどを設定

<3領域における資産クラス横断的なインパクトに関する2030年数値目標の設定>

気候

・ 15MtのCO₂排出回避

健康

・ 6,000～10,000人の常勤雇用の自動化
・ 患者一人当たり0.27年の質調整生存年（QALY）の増加
・ 介護住宅や医療・福祉部門で働く人向けの手頃な価格の住宅等の1,000ユニットの追加

自然・生物多様性

（検討中）

出所：PFZW (2024) “Jaarverslag 2023”、GIIN (2024) “Pursuing Impact Within a Portfolio: Insights From Institutional Asset Owners”、その他各種資料を基に作成

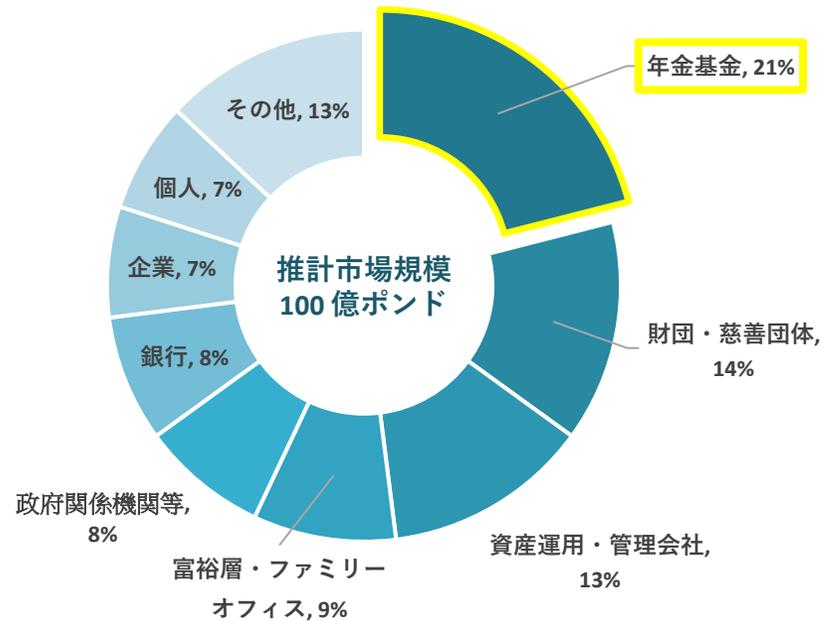
海外年金基金において高まるインパクト志向：英国の例

- 英Better Society Capital (BSC) の調査によれば、英国の「社会的インパクト投資」への資金提供者の属性別内訳では年金基金が21%でトップ。投資先は主に社会的住宅や手頃な価格の住宅
- 現政権下で、地方自治体の公務員年金制度 (LGPS: Local Government Pension Scheme) の改革が進められており、地方自治体の公務員年金に対し、「Place-Based Impact Investing」(地域に根差したインパクト投資) ※の担い手としての期待が高まっている

※Place-Based Impact Investingの概念について、詳しくはThe Good Economy, Impact Investing Institute & Pensions for Purpose (2021) “Scaling up institutional investment for place-based impact”

- 現時点で特に力を入れている基金の一つが、グレーター・マンチェスター年金基金 (Greater Manchester Pension Fund)

英国の社会的インパクト投資への資金提供者の属性別内訳 (2023年)



注：BSCが調査対象とする社会的インパクト投資の定義は「慈善団体、社会的企業、インパクトスタートアップなどの社会的目的のある組織、または社会的住宅や手頃な価格の住宅などの実物資産への投資。投資によって、人々の生活を向上させる、測定可能で持続的な社会的インパクトを生み出す製品・サービスを提供することができるものである。社会的インパクト投資家は、財務的リターンと同時にポジティブな社会的インパクトを求めており、投資先も投資家も社会的インパクトの意図を示している」

出所：Better Society Capital “2023 Market Sizing”を基に作成

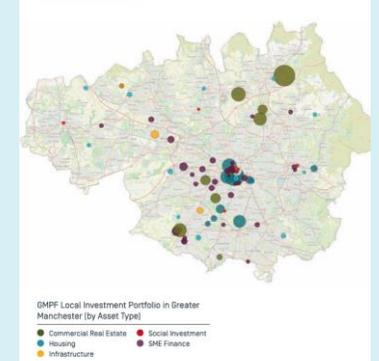
グレーター・マンチェスター年金基金の取り組み

- 投資にあたり「可能な限り、自らの投資が加入者および社会全体にプラスの利益をもたらすように努めている」とし、最低限、次の点を考慮する、とする
 - 予想される財務リターン
 - 投資に伴うリスクとその管理方法
 - 保有する様々な投資のバランス
 - 投資が環境や社会に及ぼすインパクト
 - 投資している会社の経営者が良い仕事をしているかどうか
- 地域へのインパクトを目指す投資に、総資産の約5% (14.2億ポンド) を振り向けることをコミット (うち、約8.6億ポンドを44のファンド (住宅・不動産・中小企業・再エネ等) に投資)
- 外部組織 (The Good Economy) と協業し、地域への投資ポートフォリオに伴うインパクト (Place-Based Impact of Local Investment Portfolio) の測定・開示に取り組んでいる

How our investments support the Region

- Supporting jobs through SME finance**
 - 16,141 jobs supported, 30% by businesses in the North West
 - A further 2,563 jobs supported in the operations of sustainable infrastructure assets
 - 6,372 jobs created, 33% by businesses located in the North West
 - 3 out of 4 businesses that have received funding demonstrate job growth
- Property-led economic development**
 - 21 commercial real estate assets supporting 7,545 jobs, 83% in the North West
- Supporting place-based priority development needs**
 - 3,541 homes completed, in development or planned, of which 64% are in the North West
 - 6 nurseries with 586 childcare spaces
 - 1 SEN school with capacity for 60 children
 - 1 primary healthcare facility in Greater Manchester
 - 3 digital infrastructure assets, 2 of which operate in the North West serving nearly 9,000 customers
 - 8 clean energy and 5 sustainable infrastructure assets including a habitat bank with 23 sites

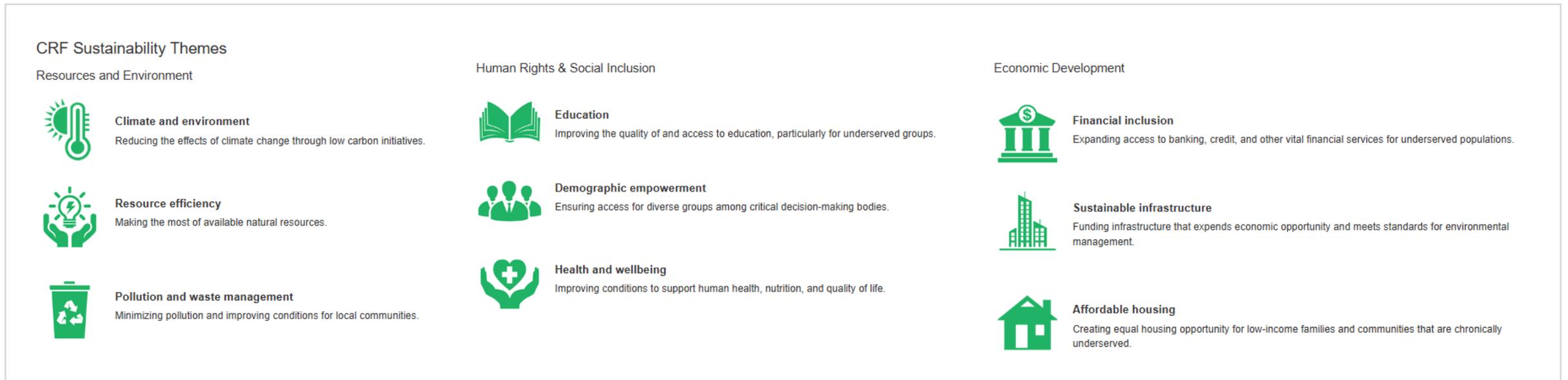
Where we invest



出所：Greater Manchester Pension Fundのウェブサイト、The Good Economy (2024) “Analysis of GMPF’s UK Investment Portfolios using the PBII Reporting Framework”を基に作成

海外年金基金において高まるインパクト志向：米国の例

- インパクト投資を標ぼうしているわけではないが、ニューヨーク州退職年金基金は、2040年までにポートフォリオの温室効果ガス排出量をネットゼロに移行するという目標を掲げ（2020年公表）、達成に向けた取り組みの一つとして「サステナブル投資とクライメートソリューション」（SICS：Sustainable Investment and Climate Solutions）プログラムを実施
- 2019年にスタートしたSICSプログラムは、当初の目標投資額は200億ドルだったが、2023年にこれを達成し、現在は400億ドルに倍増させることを目標に掲げている
- 「資源・環境」「人権・社会包摂」「経済発展」の3領域について、合計で9のテーマが掲げられている。



出所：NY州退職年金基金のウェブサイト

インパクト追求の背後にあるロジック（私見）

- 年金基金におけるインパクト志向が、「目的的」（他事考慮）なのか、それとも「手段的」なのかは、実務的には峻別が難しい場合が多いと考えられる
- 個別企業におけるインパクト追求は、企業価値向上と両立し得る → 詳細次頁
- 「ユニバーサル・オーナーシップ論」に立脚すれば、ポートフォリオ横断的なインパクト追求も「手段的」と整理される可能性がある
- 年金加入者を意思決定に関与させる取り組みも見られる

目的 vs 手段的	
Instrumental IFSI (手段的IFSI)	社会・環境的效果の実現が、経済活動の基盤を守ることを通じて 投資価値を守るための重要な「手段」 (instrumental)となる投資
Ultimate ends IFSI (目的的IFSI)	持続可能な課題への 対応自体が「目的」 (ultimate ends)である投資

注：IFSI = Investing for sustainable impact（サステナビリティ・インパクトを生むことを意図する投資）。表中の記述は、金融庁(2024)「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」を参照した

出所：A Legal Framework for Impact: Sustainability Impact in Investor Decision-Makingを基に作成

ユニバーサル・オーナーシップ論
<p>「ユニバーサル・オーナーシップ論」は、下記にあてはまる投資家が、財務的動機によって、企業活動に伴う正・負の外部性などが引き起こす「市場の失敗」の解消に向けて、投資先企業や産業全体、さらには政策・規制当局に対して積極的に働きかけを行うことを予想する理論</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資判断の時間軸が長期 運用資産が巨額すぎるがゆえに、株式の売却に制約が生じ、インデックス運用または実質的にそれに準じる市場全体に広範に分散させたポートフォリオにより運用を行わざるをえなくなっている 運用資産の効率的な最大化を目的に投資を行い、かつ絶対リターンを追求 <p>年金基金が、環境汚染などの負の外部性の解消に「手段的」に取り組む際の理論的支柱となっているが、理屈上は、正の外部性（＝ポジティブ・インパクト）の増大に「手段的」に取り組む際の理論的支柱にもなり得る</p>

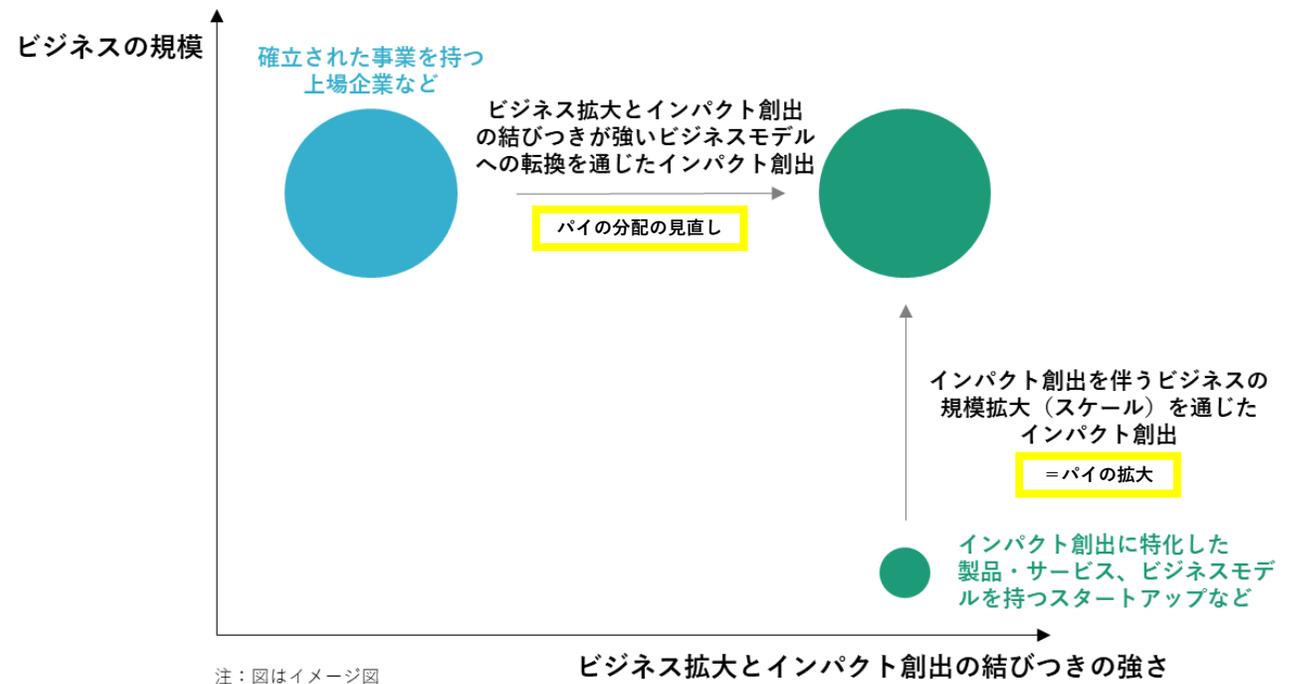
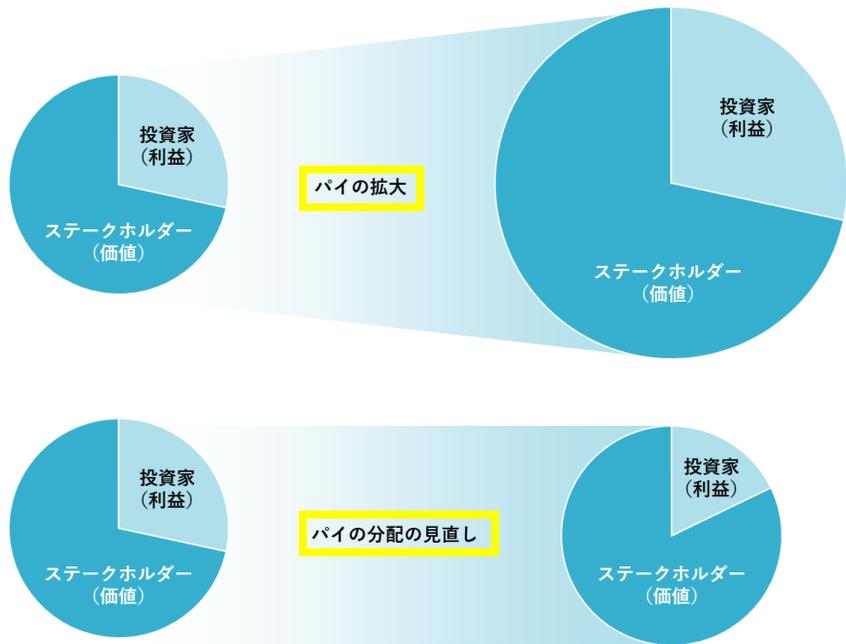
出所：林寿和(2017)「ユニバーサル・オーナーシップ理論の展開と課題」『ガバナンス革命の新たなロードマップ』北川哲雄編著、東洋経済新報社、215-240頁、ニッセイアセットマネジメント(2020)「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書」金融庁委託調査研究を基に作成

年金加入者を意思決定に関与させる取り組み例	
アンケート調査	蘭ABP、蘭PFZW、蘭フィリップス企業年金、蘭ユニリーバ企業年金、英BT企業年金など。年金加入者のサステナビリティへの考え方を調査し活用
年金加入者ダイアログと提言	蘭Pensioenfonds Detailhandel（小売業界の年金基金）。 年金加入者の縮図となるようなスモールグループによる計3日間の対話に基づく理事会への提言 （ミニ・パブリックス型参加）

出所：Bauer, R.M. & Smeets, P.M. (2023) “Eliciting Pension Beneficiaries’ Sustainability Preferences: Why and How?” in Hammond, P.B., Maurer, R. & Mitchell O.S. (eds) *Pension Funds and Sustainable Investment: Challenges and Opportunities*, Oxford University Press, pp. 173-198、Pensioenfonds Detailhandel (2024) “Deelnemersdialog Report”、その他各種資料を基に作成

個別企業におけるインパクト追求と企業価値向上①

- London Business School教授のAlex Edmans氏が書籍*Glow the PIE: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*で提唱した「パイの拡大」と「パイの分配」を区別する捉え方
- ここでの「パイ」とは、「企業が社会に対して生み出す価値の総和」 (= インパクト)
- 「パイの拡大」によるインパクト創出 → 企業利益とのトレードオフは本質的に存在しない
- 「パイの分配の見直し」によるインパクト創出 → 企業利益とのトレードオフが本質的には存在 (ただし、中長期的には、企業努力 (革新的なビジネスモデルの開発など) や、規制環境の変化の好機を的確に捉えることで、トレードオフを乗り越える事例も)



注：図はイメージ図

個別企業におけるインパクト追求と企業価値向上②

インパクト測定の実際

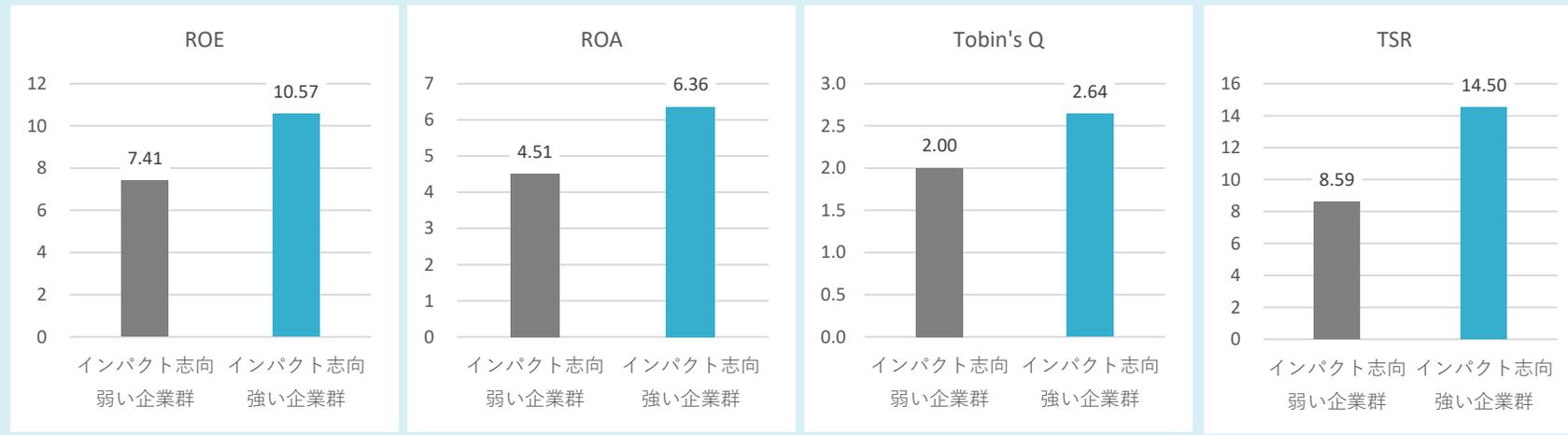
- インパクトの内容は企業により**多種多様**
- 測定できたとしても内容（測定指標）が異なるインパクトは**比較が難しい**
- そもそも**定量測定が容易でないインパクトも多い**（特に波及効果の裾野が広い場合、網羅的な補足が困難）

定量分析の限界

- インパクトと財務パフォーマンスの関係を定量的に分析することは本質的に困難
- 事実、そのような学术论文や業界レポートはほとんど存在しない

日本企業（上場企業）のインパクト志向の強弱と財務パフォーマンスの関係に関する分析

- **インパクト志向が強いと考えられる企業の方が、財務パフォーマンスも上回る傾向**
- インパクト志向の強弱は、企業が掲げるパーパスの内容分析に基づく



注1：分析対象は、2022年8月末時点のTOPIX構成企業のうち、33業種分類において「食料品」または「サービス業」に分類される企業309社

注2：Tobin's Qは企業価値を表す指標。TSRは、企業の事業年度開始日から決算日までの1年間の配当込み株式リターンで単位は%

注3：各財務パフォーマンス指標は2019年から2021年の3カ年平均

出所：林寿和・松山将之（2023）「インパクト創出と企業価値向上は両立するのか～事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証分析の両面から」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー DP2023-3 <https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2023/DP2023-3.pdf>