

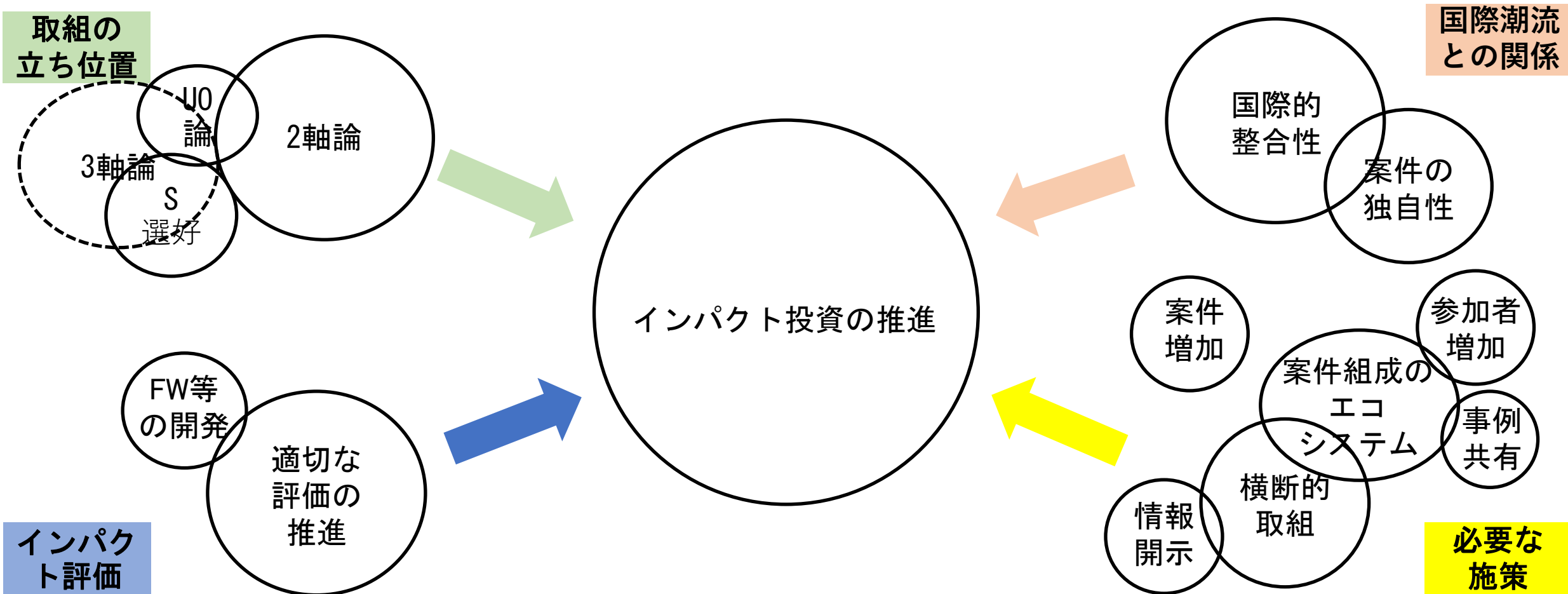
第2回「インパクト投資に関する勉強会」

アンケートにより導きだされた主要な論点に関する 協議用資料

2020年9月3日

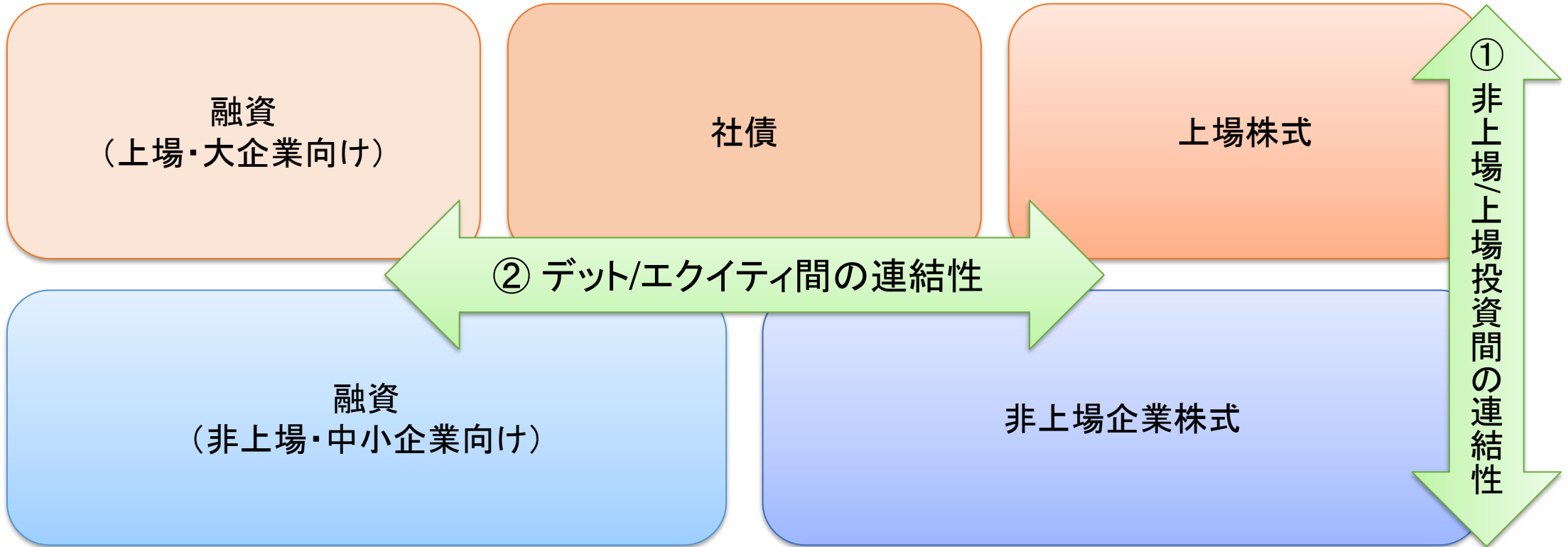
一般財団法人社会変革推進財団

- ①取組の立ち位置2軸論が多かったが、3軸論(サステナビリティ選好等)も複数存在(質問3,4も参照)
- ②国際潮流との関係: 国際的整合性(対外発信含む)が重要との意見が多数。日本独自の特徴・案件へ配慮が必要との意見も複数存在
- ③インパクト評価: 評価の重要性は多くの委員が強調。明快さ、コスト圧縮、標準化、精緻化等の必要性をあげ、フレームワーク/ツール/手法/ガイドラインなどの開発を求める意見も複数存在(質問7,8も参照)
- ④必要な施策: 案件増加、プレイヤー増加、事例の共有、情報開示、分野間の連結性の確保、受託者責任の整理等、多様な意見が存在



- どの金融商品/顧客(個人、機関投資家、年金等)からインパクト投資が拡大するかについては、多様な意見があった
- また、① 非上場/上場投資間の連結性や、② デット/エクイティ間の連結性の重要性を指摘する声が複数あがった

上場・大企業



非上場・
中小企業

デット

エクイティ

投資家を取り得る立場		受託者責任の解釈	
		違反という主張	合致という主張
2軸	インパクトの追求がリスク・リターンを改善する、クレジットリスクを低減する。		目的自体がリスク・リターンの改善にある。
3軸	インパクトとリスク・リターンは独立。リスク・リターンを害さない範囲でインパクトを追求。	他事考慮に当たるので違反。	受益者利益を犠牲にしていないので合致
	ユニバーサルオーナー論。負の外部性を削減することで、間接的・長期的にポートフォリオ全体の利益を守る。	①他事考慮に当たる。②直接的なリスク・リターンで譲歩するものは違反。	ポートフォリオ全体で考えれば合理的な投資なので合致
	サステナビリティ選好。受益者がインパクトにも選好を持つ。ローリスク・ローリターンが許容されるのと同様、ハイインパクト・ローリターンを許容する。	金銭的リターンを犠牲にするものは忠実義務違反。	受益者の利益は金銭的利益に限られない。受益者の選好に忠実であることが受託者の義務。

2
軸

“インパクト投資をすること自体が目的となり、その結果、インパクトの実が伴わない投資を行うこととなったり、インパクト投資の形態をとるために、コストがかかりリターンが減るなどといったことにならないようにすべきと思います。投資が持続し、組織が持続していくためには、リターンを上げていくことが必要であり、二宮尊徳の言葉「経済なき道徳は戯れ言」のとおり、インパクト投資においてもリスクとリターンが見合うものにしていく必要があると考えます。

“まだ伝統的な融資を主業とする銀行にあって、社会的インパクト評価をリスク・リターン評価にどう折り込んでいくかは非常に難しい問題と考えており、基本的には直接投資の分野から発展をしていくものだと考えております。知見の少ない現状においては、まずは真の3軸での取組みというよりは、リスク・リターン+αとしてのインパクトの取組み実績を増やしていくほかないかとも考えます。”

“リスク・リターンと並列にインパクトを並び立てるのは、メインストリームの金融機関が取り扱うには時期尚早。むしろ、長期的なリスク・リターンにつながる正の外部性の拡張、負の外部性の抑制という観点でインパクト投融資をとらえるべき。”

“インパクトはESGを本気で追求することに他ならず、3軸評価というような新しい概念を取り込むと議論が複雑になるのではないのでしょうか。”

3
軸

”課題である「2軸か3軸か」という点では、2軸の方、すなわち、リスク・リターンに直接影響する(ように見える)要素に限定して議論する傾向があります。実務には親和的なアプローチだと思います。しかし、純粹に外部性に属する第3軸を捨象してしまうと、仮にマテリアリティの特定に問題があると、大きな外部不経済をもたらす要素が見落とされ、長期的に企業価値を毀損する可能性も懸念されます。インパクト評価の項目は、対象となる企業やプロジェクトによって、2軸の中で十分消化できるものと、3軸でないと評価困難なものとの混在する形になり、2軸か3軸かは相対的な問題になると思いますが、これをどう扱うのかについて、最初にきちんと方向性を固めておいた方がよいと思いますし、海外での議論をフォローする必要があります。”

<質問3> 御社のインパクト投資に関する立ち位置は次のどれでしょうか？

<質問4> あなた自身は、将来的に、会社がどのようなスタンスを取るべきだと思いますか。

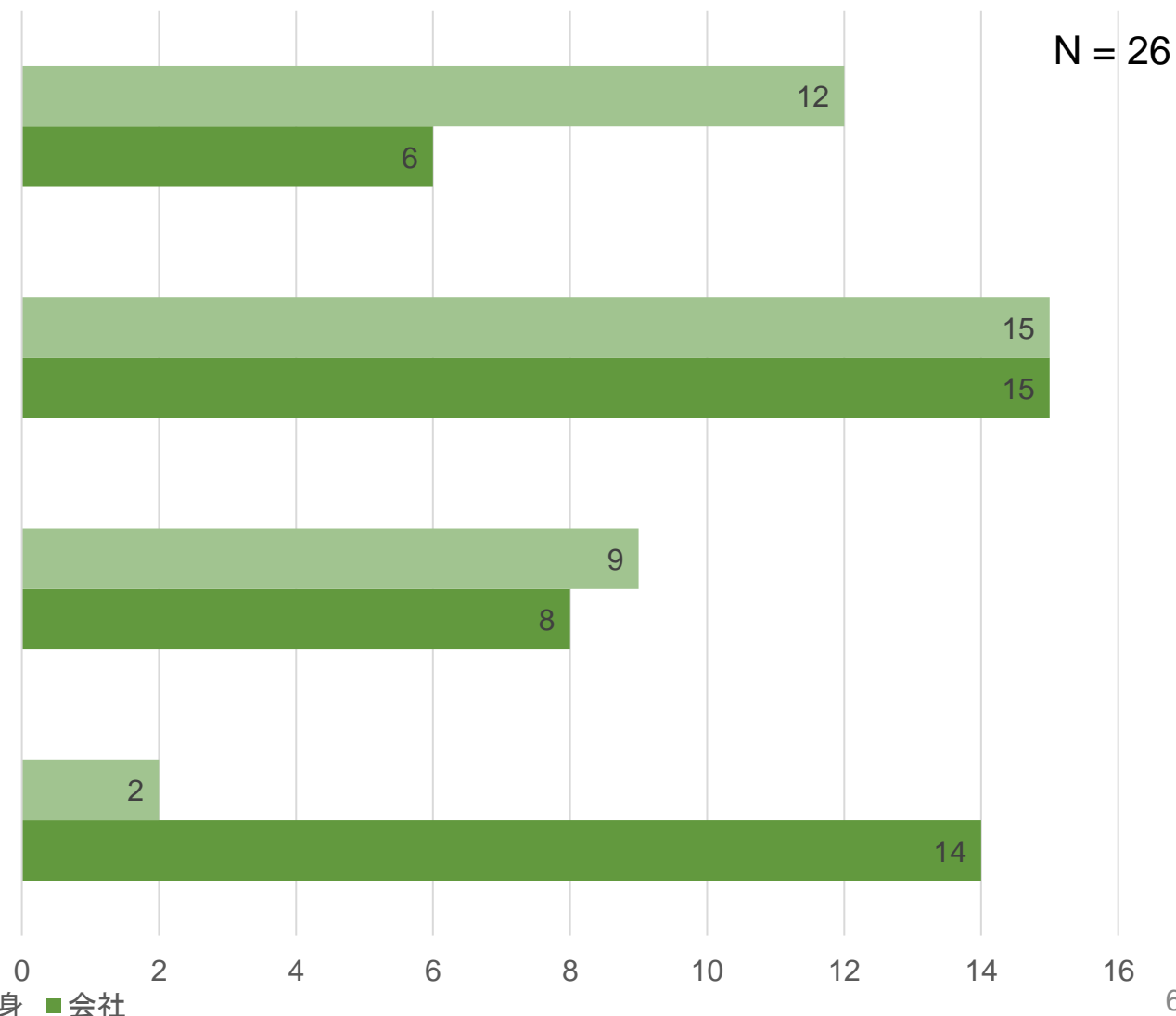
- 会社の立ち位置、個人としての見解のいずれも、通常と同程度のリスク・リターンで高いインパクトを追求している。
- 個人として、現状に比して「インパクトの追求によりリスク・リターンを改善させる」方針をとるべきという意見が多い。

A 適切な領域でのインパクトを追求することでリスク・リターンを改善する、もしくは、クレジットリスクを低減できると考えており、そのような効果が期待できる範囲で、インパクト投資を行っている。

...
B インパクトを追求することによってリスク・リターンを改善するとまでは言わないが、少なくともリスク・リターンを害さない範囲でインパクトを追求することは可能だと考えており、通常の投資と同程度のリスク・リターンで、より高いインパクトをもたらす投資機会を追求してインパクト投資を行っている。

C 投融資である以上、一定のリスク・リターンを実現することは当然だが、インパクトを全く生まない、もしくはネガティブなインパクトを生む投資と比べれば、直接的なリスク・リターンの水準が多少劣る可能性を否定していない。

D 以上のどれにも当てはまらない。



(複数回答可)

<質問3> 御社のインパクト投資に関する立ち位置は次のどれでしょうか？

<質問4> あなた自身は、将来的に、会社がどのようなスタンスを取るべきだと思いますか。

- 立ち位置が明確でなかったり、ユニバーサルオーナーシップ論を取る企業が多い
- 個人としての方向性は、ユニバーサルオーナーシップ論と2軸論が拮抗している

A 適切な領域でのインパクトを追求することでリスク・リターンを改善する、もしくは、クレジットリスクを低減できると考えており、そのような効果が期待できる範囲で、インパクト投資を行っている。

B インパクトを追求することによってリスク・リターンを改善するとまでは言わないが、少なくともリスク・リターンを害さない範囲でインパクトを追求することは可能だと考えており、通常の投資と同程度のリスク・リターンで、より高いインパクトをもたらす投資機会を追求…

B-1 そのことによって負の外部性を削減・正の外部性を創出し、長期的・間接的にユニバーサルオーナーのポートフォリオ全体の利益に貢献している。

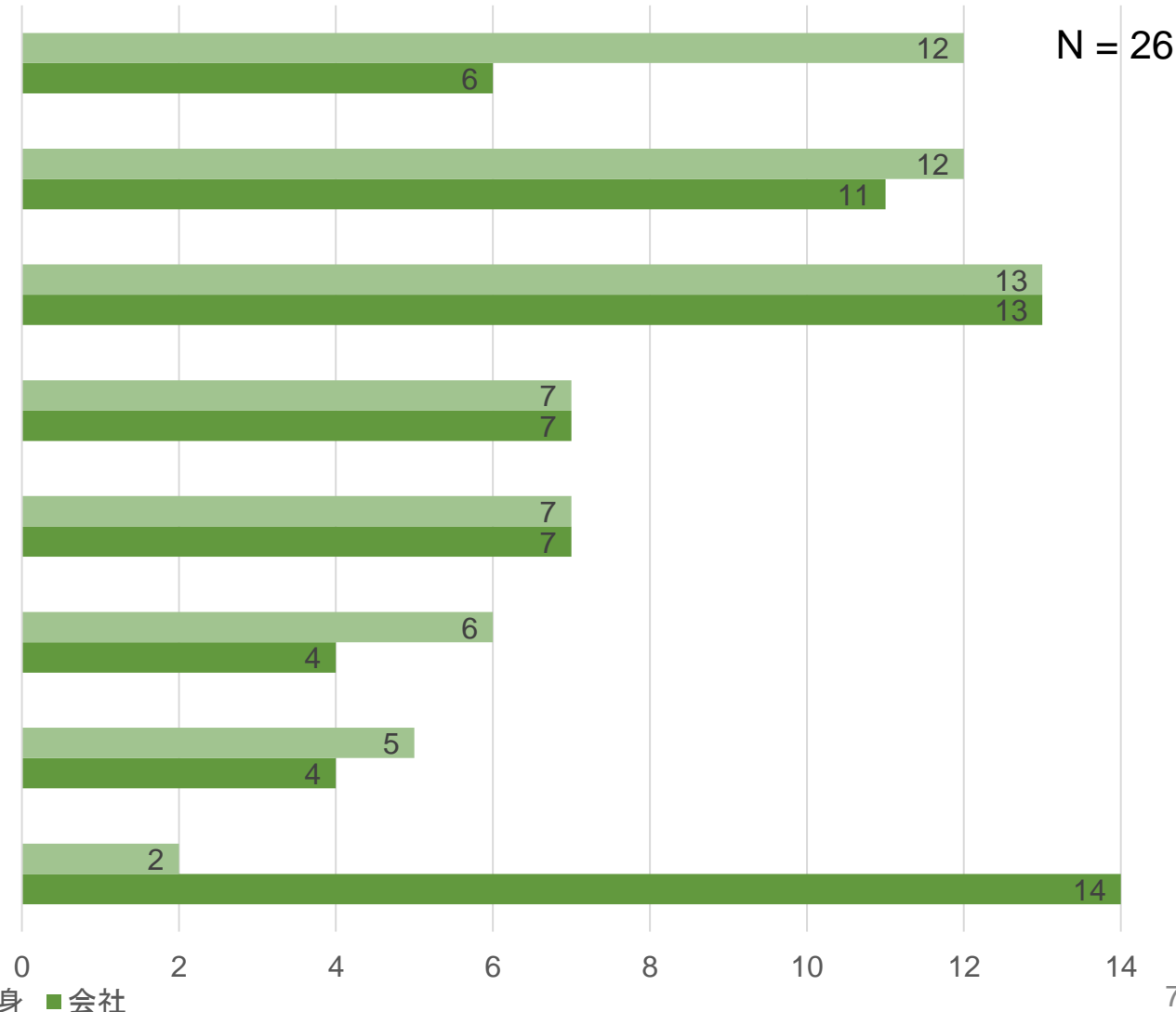
B-2 そのことによって資金の最終的な出し手のインパクト志向・サステナビリティ選好に応え、資金の出し手の効用(満足)に貢献している。

C 投融資である以上、一定のリスク・リターンを実現することは当然だが、インパクトを全く生まない、もしくはネガティブなインパクトを生む投資と比べれば、直接的なリスク・リターンの水準が多少劣る可能性を否定していない。

C-1 そのことによって負の外部性を削減・正の外部性を創出するので、長期的・総合的に考えれば、ユニバーサルオーナーのポートフォリオ全体の利益を守ることができる(全体最適)と考えている。

C-2 そのことによって資金の最終的な出し手のインパクト志向・サステナビリティ選好に応え、資金の出し手の効用(満足)に貢献している。投資家のリスク選好の違いに応じてローリスク・ローリターンが許容されるのであれば、投資家のサステナビリティ選好によって…

D 以上のどれにも当てはまらない。



(複数回答可)

“経済学または企業は過去200年間GDPまたは利益を推進目標にしてきたがより大きな目標であったが、限られた資源ですべての人間が人間らしい生活を送れる社会を次世代へつなげるという目標を入れ替える必要性を考えると、(どのラベリングが正しいのかの議論は別として)インパクトを考慮した投融資は必要な社会ルールとなりつつあるとの認識。(時点でその濃淡に違いがあるがグローバル化が進展している現代社会で)インパクト投資ルールを主導している欧米も事業領域とする日本の事業会社がいる限り、該当ルールでゲームを行う必要があり、インパクト評価手法において、(手法が完全にひとつのものに収斂することはないと認識しているので)世界で受け入れられるコンセプト、ロジックにより成り立っていることが必要。日本と欧米との差異は、投資商品内容により体現されてくるのではないかと考える(=日本の投資家・企業の趣向の反映)。”

その局面においては、グローバル投資家を念頭に、日本独自のガラパゴス的なものよりも、グローバルスタンダードを意識し、それに留意しつつも、日本の独自性を打ち出していくバランスが求められるのかと思います。

“国際的なファンドへ投資する機関投資家も多く、大きな流れは欧米と同様の視点での投融資が進んでいくものと思われます。まずは環境に配慮した金額の大きな大型プロジェクト等への投融資が先行して進捗していくのではないのでしょうか。それはそれでいいと思うのですが、日本的な社会や環境を維持していくためには日本独自の評価も加えるべきだと思います。全ての投融資が欧米基準で進むことで、日本的な特徴(特に地方、小体な事業者等)が取り残されることを危惧しています。

日本は、金融においては間接金融中心、事業者数においては中小企業が中心となっています。

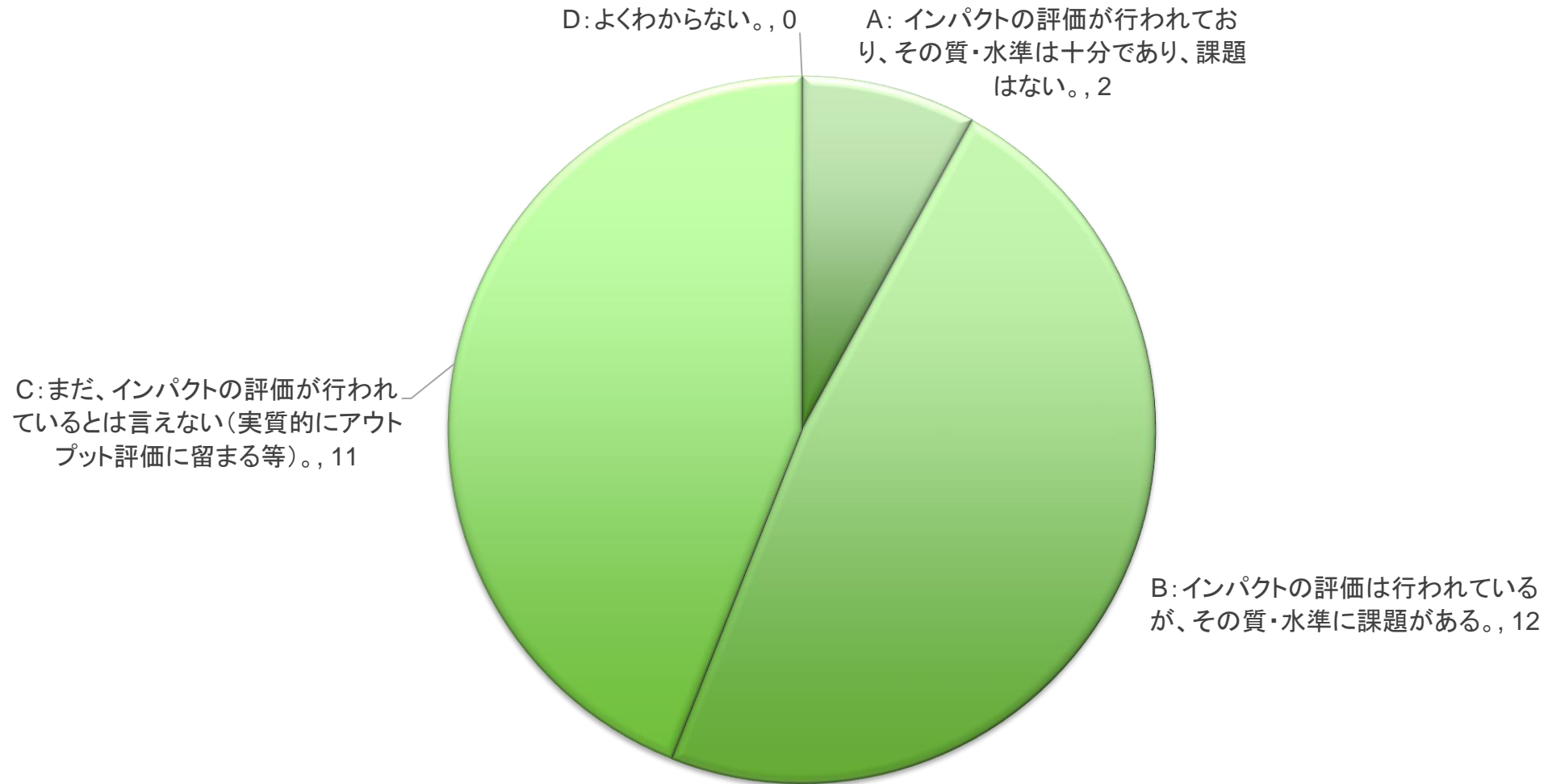
インパクト投資においても、間接金融を活用して中小企業への浸透を図っていくことが、日本におけるインパクト投資のバランスの良い発展の鍵のように思います。”

- インパクトとは何か？についてのコンセンサス醸成
- インパクト評価のメリットの明確化
- インパクト評価のコスト低減
- 評価手法の方法論、標準化、評価のベストプラクティスガイド確立、
- 長期的かつ定性的なアウトカムの測定手法。ベンチマークすべきデータ、マクロKPI、企業KPIの設定
- 事業評価においては、課題構造⇔ロジックモデルの連携、インパクトIPOに向けたインパクト評価の在り方の模索等
- 組織評価においては、組織評価そのものを未上場会社に導入することの是非や効果

【質問 7-1：インパクト評価について（1）】すでに一定程度取組をされている方に伺います。御社におけるインパクト評価の内容について、あなたご自身はどう考えていますか。

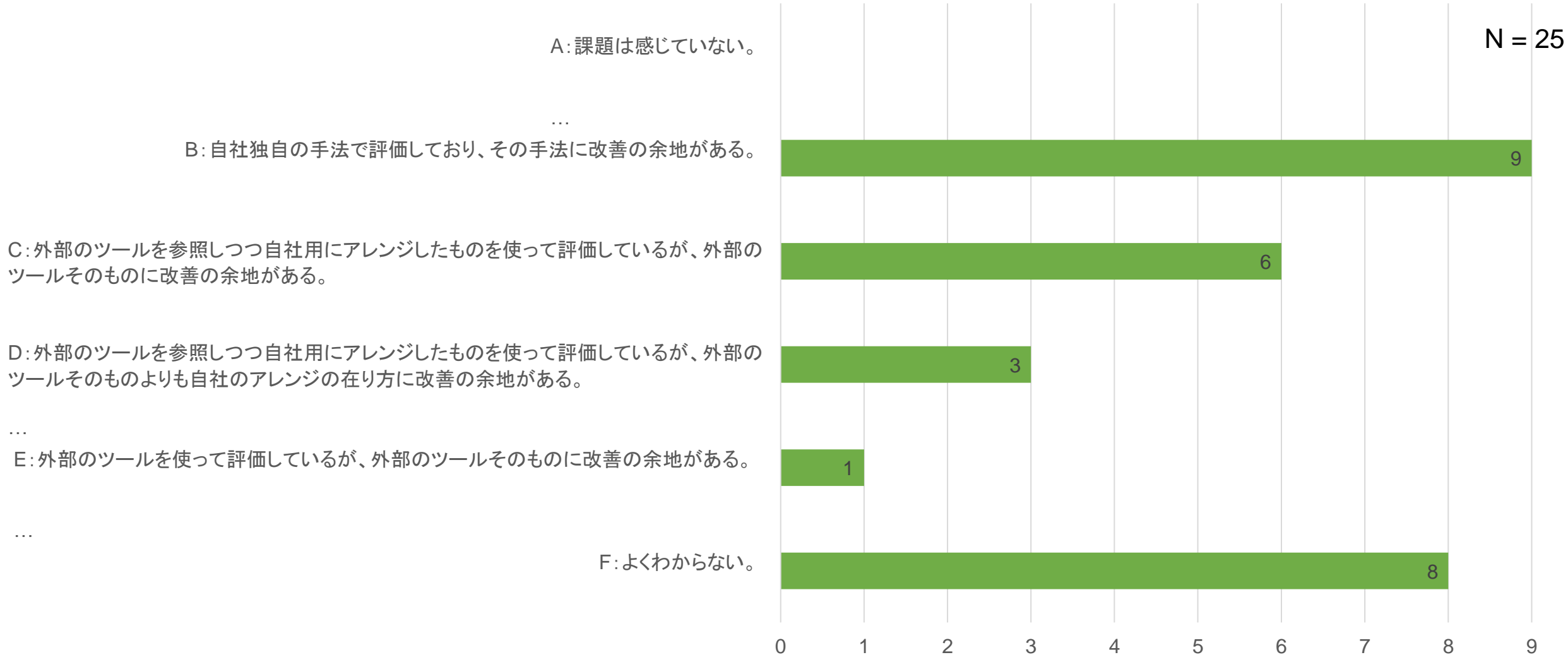
- インパクト評価は行われている場合にも課題があり、評価自体不十分という声も多い。

N = 25



【質問 7-2：インパクト評価について（2）】インパクト評価の手法については、どのような課題があるか、お答えください。

- インパクト評価に課題を感じていない会社・機関は皆無。また、「よくわからない」という回答も多い。
- 独自の評価、外部ツールをアレンジした場合双方において課題を感じている。

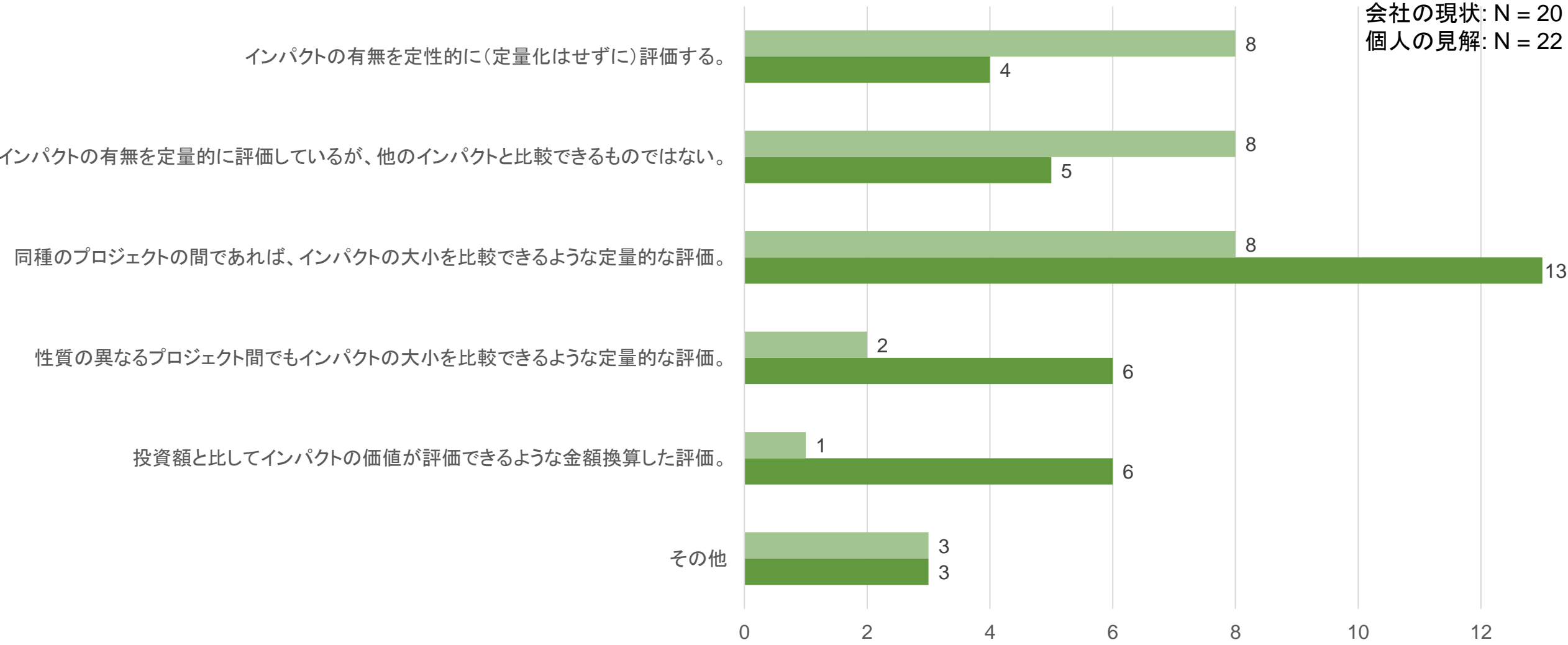


(複数回答可)

【質問8：インパクト評価について（3）】すでに一定程度取組をされている方に伺います。御社におけるインパクト評価の内容はどのようなものでしょうか。また、あなたご自身は、どこまですべきだと考えますか。

- 現状は、定性的、比較検討しない又は同種のプロジェクト間での比較のみの評価が多い。
- 今後については、同種のプロジェクト間での比較可能性を求める意見が多い。

会社の現状: N = 20
 個人の見解: N = 22



(複数回答可)

■ 会社の現状 ■ 個人の見解

- 政府の後押し
- 基盤整備、ガイドラインの必要性、フレームワーク作り、目標、リテラシー、普及、BP共有
- 受託者責任の整理
- 企業開示への取組
- 年金基金の取組の必要性
- プレイヤー数増加、エコシステムの形成
- インパクト投資の件数と量の拡大が必要
- 上場投信市場拡大・個人投資家への取組
- 非上場・上場の連結性
- SDGとの連結性

より判りやすい測定方法、並びに測定結果の集約方法の確立が必要となると思われる一方、個別案件を通じた市場での多様な取組を促す何かが必要とも思います。

インパクト投資のガイドライン(インパクト評価、インパクト測定指標等)があれば、既に何らかの取り組みを始めている主体にとっても、また新規で取り組む主体にとっても、有用であると思います。

その際に、投資対象が上場会社か未上場会社か、投資家が機関投資家か、個人投資家か、機関投資家でもいわゆる大手運用機関、PE/VC、財団と色々特性があるので、ある程度整理して最大公約数的なガイドラインが数パターンあるとよいのではないかと考えます。

こうした情報開示は、上場株式投資家がインパクトを考慮しようとする際に重要であることは間違いなく、インパクト投資と企業情報開示は両輪で推進していくことが重要かと思えます。インパクトを「どう評価するのか」という手法・方法論に議論が集中しがち、上場株や債券の領域においては、そもそもインパクトの評価に使えるような素材(情報開示)が不足しているのが現実で、そこにも目を配ることが重要だと思えます。インパクト評価に使えるような情報として現時点でどういう情報が利用可能なのかを確認することなく、方法論だけ議論しても議論が抽象化しすぎてしまう可能性があると思えます。方法論の議論においては実データを用いながら進めることが重要だと思えます。

まずはサステイナブル選考の重要性を機関投資家 個人投資家に浸透させることから始める必要があるだろう。そのためにFD(フィデューシャリーデューティー)における位置づけ議論の整理、マスコミなどを通じたサステイナブル選考を広げる啓蒙活動の展開を基盤として取り組むべきであろう。さらに 欧米のインパクト投資の現状や今後の展開の知見を取り込みより良い業界のフレームワークを整えていく動きも並行して進めていくべきであろう。

それ相応の規模の投資資金が実際に動く必要があると思えます。そのためには、通常の投資ビジネスの場合と同様に、投資家セグメントごとの投資目的、投資制約、リスクバジェット等を十分に理解し、投資ポートフォリオをカスタマイズすることが不可欠だと思えます。

インパクト投資を実施したい人も増えているので、インパクト投資の対象となるスタートアップの数をも増やしていく必要がある