

特別対談

インパクト投資の現在地

「インパクト」が資本市場にもたらす変化を問う



カディラキャピタルマネジメント株式会社
代表取締役 チーフインベストメントオフィサー
投資運用部長 ファンドマネージャー

清水 裕 氏

2023年7月よりカディラキャピタルマネジメント株式会社取締役チーフインベストメントオフィサー、ファンドマネージャーに就任。20年以上にわたるファンドマネジメントと企業分析の経験を持ち、10年以上にわたる日本株式会社サステナブル投資戦略の運用では、欧州公的年金、UCITS、米国企業年金、米国大学基金、国内公募投信など幅広い投資家からの資金を受託し、先進的なサステナビリティ対応と高い投資リターンの両立を実現。認定マスターコーチ、日本証券アナリスト協会検定会員、日本サステナブル投資フォーラム運営委員。

株式会社藤村総合研究所
取締役

小笠原 由佳 氏

国際協力銀行、ペイン・アンドカンパニー、国際協力機構等にて、国際金融、政府開発援助、民間公益活動、企業の成長支援、サステナビリティ経営/インパクト投資等の促進を通して、行政・民間・公益といった異なる3セクター間において利益追求と同時に社会へのインパクトを創出する活動に25年以上従事。2023年12月よりインパクト志向金融宣言の事務局長代理を務め、日本の金融機関によるインパクトファイナンスの推進に関わる。上場企業3社の社外取締役や、外務省有識者委員会等を兼任。

近年、インパクト投資に対する注目が高まっており、世界全体のインパクト投資残高は200兆円を超える規模となっています。国内でも20兆円に迫る規模にまで拡大していますが、そのトレンドをどのように捉えていらっしゃいますか。

清水 まず、インパクト投資の位置付け自体が、国や地域によって異なっているのが実情です。例えば、欧州では10年ほど前から

サステナブルファイナンス関連の認証ラベル制度を創設する動きがあり、ルクセンブルクやベルギーなどといった様々な国で導入されるようになりました。そこでは、「サステナブル投資」の定義が明確化されています。これによって、欧州ではバリュー株投資ファンド、グロース株投資ファンドのように、サステナブル投資ファンドがひとつのカテゴリとみなされるようになりました。サステナブル投資ファンドはさらにいくつかの分類となっており、インパクト投資ファンドはその中のひとつの分野として定義付けられています。それによって、社会的・環境的インパクトを重視する投資家が、安心して投資方針に沿った金融商品を選択し、投資を行えるという利点があるといえるでしょう。

一方で、日本ではサステナブルファイナンス関連の認証ラベル制度が導入されておらず、インパクト投資についても、それぞれの投資ファンドの判断に委ねられているのが現状です。しかし、明確な定義付けがされていないからこそ、サステナビリティやESGといった既存の枠にとらわれない、何か新しいものが生まれる可能性があるかと期待しています。また、2025年3月にはGPIFが、「サステナビリティ投資方針」を新たに策定しました。その中では「インパクトを考慮した投資」にも言及されています。振り返ると、2015年に、GPIFがPRIに署名をしたことをきっかけに日本でもESG投資が急速に広がったという経緯がありますので、2025年がインパクト投資にとっての変化の年となる可能性もあると注目しています。

小笠原 米国に関しては、先般の大統領選挙の結果を受けて、インパクト投資やESG投資を含め、サステナブル投資全般に逆風が吹いているといわれています。しかし、実際は州によって状況は異なっており、従前から環境問題に積極的なカリフォルニア州やニューヨーク州などでは影響は限定的です。むしろ、以前は社会課題の中でも環境問題にばかり注目が集まっていた傾向がありましたが、米国内における貧困問題への関心が高まったことから、社会問題に対する重要性が再認識され、「インパクト」の重要性が強化された印象もあります。また、欧州においても、米国の大統領選挙の煽りを受けて様々な影響が出ているものの、インパクト・ウォッシュのようなことをなくして、真摯にサステナブルファイナンスに取り組んでいこうという流れ自体に大きな変化はないとみています。

インパクト投資の現在地

「インパクト」が資本市場にもたらす変化を問う

また、日本と海外の違いという点では、インパクトと企業価値のつながりに関する捉え方が挙げられます。海外では、社会的なインパクトを出すことと、企業にとってのリターンをつなげて考える必要はないという言説が強くあり、インパクトと企業価値のつながりを必ずしも重視していません。一方で、日本では、インパクトと企業価値のつながりに対する関心が非常に高く、私が事務局を担当する「インパクト志向金融宣言」でも重要なテーマとして取り上げています。

「企業価値」および「インパクト」のつながりについて、お二人はどのように認識されているでしょうか。

清水 「インパクト」とは、その企業が世の中に与えている影響であり、特にプラスの影響を測る際に用いられることが多いと思います。その一方、「企業価値」とは、その言葉の通り、企業自体の価値です。「価値」というと絶対的な評価というイメージを持つ方もいますが、実際には評価する人の視点によって、企業価値の算定に含める軸や尺度も変わるものです。

そのような企業価値について一定の共通認識をもたらしたのが、20世紀に『証券分析』という本を書いたベンジャミン・グレアムです。



彼は、財務諸表の純資産の価値が企業価値の本質であると述べました。このような考え方が広まったことによって、投資家は企業の財務報告を重視するようになり、それに対して、企業は純資産の価値を高めることに力を注ぐようになりました。次に、時代が進み、「投資の神様」と呼ばれるウォーレン・バフェットが、企業が創出する将来キャッシュフローをベースに企業価値を測る手法に着目しました。「将来」のキャッシュフローを算出するためには、企業のビジネスモデルやブランド力を考慮する必要がありますので、企業はそれらを磨く努力をするようになったわけです。このように、投資家の視点と、企業活動が相互に影響を及ぼし、「純資産」や「将来キャッシュフロー」と「企業価値」とのつながりがより強くなっていったともいえるでしょう。

そして現在、「非財務情報」と「企業価値」のつながりが活発に議論されるようになってきました。この背景には、開示制度の整備やテクノロジーの進化などによって、温室効果ガス(GHG)排出量をはじめとする、様々な非財務情報の定量化、可視化が進んだことがあります。そして、新たな潮流として、企業が社会や環境に与えた影響そのもの、すなわち「インパクト」に主眼を置く投資家が増えてきました。現時点では、「インパクト」と「企業価値」とのつながりに関しての共通理解は形成されていませんが、「純資産」や「将来キャッシュフロー」と同じように、投資家の注目と企業活動が相互に影響し合うことで、そのつながりが明確になっていくのではないかと考えています。

小笠原 そもそも「インパクト」という言葉自体は、ソーシャルセクターといった非営利の世界で古くから用いられていました。本来の意味としては、「何かの政策・事業の結果として、何か・誰かを変化・変容させたこと」を指します。例えば、あるNPOが病院を建設し、100床のベッドができたとします。しかし、医師や看護師がいなければ患者にとっては変化が起きません。いふならば、病院の建物ができたというアウトプットが存在しても、患者が治ったというインパクトは出ていない状態が存在しているわけです。重要なのは、「患者が治った」という変化であり、そのNPOの活動の価値を評価するためには、アウトプットではなく、アウトカムやインパクトに着目する必要があります。一方で、営利の世界では、企業の活動を通じてアウトプットに顧客から対価が支払われます。アウトプットによって直接的な顧客に何らかの変化が生じたからこそ、顧客が対価を支払うわけですので、企業の活動の価値を評価するために、わざ

インパクト投資の現在地

「インパクト」が資本市場にもたらす変化を問う

わざと非営利の世界におけるインパクトのような概念を持ち出す必要はなかったのだと思います。

そのため、私のように非営利の世界を出自とする人間にとってみれば、「企業価値」と「インパクト」というのが、同じ文脈で語られることが驚きでもあり、新鮮でもあります。その背景には、顧客からの対価・評価だけでは、企業の活動の価値を評価することが難しくなったことがあるのではないのでしょうか。以前の営利の世界では、「自社の顧客が喜べば、それ以外は何をしてもいい」というような風潮もありましたが、今では、様々な法的規制などもあり、自社の顧客だけではなく、より幅広いステークホルダーへの配慮なくしては、企業の存続すら危うくなっています。そして、それらのステークホルダーへの価値提供を測る尺度のひとつとして、非営利の世界で用いられてきた「インパクト」という言葉が持ち出されたのではないかとみています。

清水 一方で、気を付けなくてはならないのが、非営利の世界における「インパクト」に対する評価だけでは、「インパクトを生む営利企業」の評価を高めることにつながらないこともあるということです。例えば、ある企業が環境問題を解決する極めて優れた技術を有していて、地球環境に大きなインパクトを与えていたとしても、それが利益に落とし込まれていなければ、その活動を高く評価する投資家は多く現れないでしょう。まずは利益を出せる企業の実態があることが前提にあるということです。

小笠原 「インパクト」には様々な種類があり、その中には、行政や福祉の分野など、企業としては利益に落とし込むことができないインパクトもあります。企業である以上利益を出す必要がありますので、営利企業としては、将来的には対価が得られるような「インパクト」に注力することが重要であると考えています。社会的・環境的な課題をすべて企業活動によって解決する必要もありません。「ビジネスの分野で解決できることがあれば取り組む」といった発想がいいのではないのでしょうか。



本日は「インパクト」をテーマに議論していただきましたが、企業の情報開示や、投資家との対話のあり方について、最後にご意見をいただけますでしょうか。

清水 ESG情報の開示における議論でも同様ですが、「インパクト」を開示するにあたっては、枝葉の部分ではなく、幹となる本質的な部分の開示に努めていただきたいと思います。例えば、私はよく企業に、「御社がいない世界を想像したとき、今の世の中とどのような違いがありますか」という問いかけをします。まさにその答えこそが会社の存在意義であり、「インパクト」の開示は、この本質的な部分につながる活動についてまとめることが理想形です。統合報告書では、この点について深く踏み込んで記載していただき、毎年の発行のタイミングで、自社の本質と向き合い、アップデートし続けていただきたいと思います。

その上で、投資家との対話について、二つのことをお伝えします。まず一つ目が、「開示と対話のサイクル」です。投資家は企業の開示内容を見て、その企業に対して関心を持ったり失ったりします。その上で対話をしますので、必然的に対話は開示の内容に影響を受けます。つまり、もし企業が長期的な視点に基づく対話を期待するのであれば、企業の本質的な部分に関する開示の比重を高めるべきです。そして、対話を通じて得た気づきを開示に反映させる

「インパクト」が資本市場にもたらす変化を問う

ことで、次の対話の中身がよくなるという、開示と対話の好循環を生み出すことを意識していただきたいと思います。

二つ目が、「市場形成への貢献」です。長期視点で企業の本質を重視する考え方を持つ人は企業側であれ投資家側であれ、双方が協力して、資本市場全体に広げていく役割を果たしていただきたいと思います。企業側の立場の方からすると、そのような考え方に関心を示さない投資家と出会うことも多々あるかと思います。しかし、そこを諦めず、投資家を啓発する気持ちで、自社の本質を伝える努力をしていただきたい。一方、私たち投資家も、企業の皆様に長期的視点に基づく対話の重要性を説く努力をしていくべきです。この積み重ねによって、資本市場が幅広いステークホルダーによい影響を与える場になれば、いつか「サステナブル投資」や「インパクト投資」などの思想が当たり前のもとみなされていくのではないのでしょうか。

小笠原 私は開示や対話といった実務面にはあまり関わることはないものの、社外取締役として企業の投資家向け説明会に出席する機会があります。その場で、「取締役会でどのような議論がされているのか」といった質問を受けました。それに対して、私の感覚としては基本的なことばかりをお答えしたつもりだったのですが、「そのようなことまで話しているのですね」と、初めて知ったような反応も多く、想像していた以上に投資家の皆様に企業の重要な情報が伝わっていないことに驚きました。確かに、企業の情報開示は年々拡充されてきています。しかし、投資家に十分に伝わっているのかは、また別の話です。「こんなことは既に知っているはずだ」と思い込まず、自社にとって重要な情報については、ポジティブな面もネガティブな面も含めて、繰り返し丁寧に伝える努力をするべきですし、引き続き情報開示の拡充にも取り組んでいただきたいと思います。

清水 私がチーフインベストメントオフィサーを務めるカディラキャピタルマネジメントでは、企業価値を計測する際にインパクトの要素を価値算定に含めるという考え方を取り入れており、それを「Impact Integrated Value」(以下、IIV)と呼んでいます。具体的には、独自開発のアルゴリズムを用いたツールで投資対象企業のインパクト考慮後の価値を算定し、投資判断を行っています。2024年

から様々な場でIIVについて積極的に発信しているのですが、上場企業、機関投資家、金融当局、IR支援会社など様々な方から好意的に受け止められることが多く、対話の要請をいただくことが増えました。投資判断や経営判断をインパクト志向にするためのよいツールであるため、今後もより多くの方に知っていただきたいと考えています。既に、海外投資家の中にも、IIVに強い関心をお持ちの方が多くいらっしゃいますので、日本発の手法として、世界にも伝播していけば嬉しいですし、期待しています。

小笠原 資本市場への「インパクト」というものを考えたとき、その起点であり、基盤となるのは、企業と投資家の対話であると思います。ただし、投資家と企業は資金の提供者と受益者という構造的に権力勾配がある関係ですので、本音で意見をぶつけ合うには限界があるのではないのでしょうか。だからこそ、私たちが運営する「インパクト志向金融宣言」のようなイニシアチブの存在意義があります。そこで交わされる議論は、その内容によって株価が左右されることもなく、いわば安全性が担保されているため、活発かつ本音ベースのものとなっています。このような議論を通じて、企業と投資家による共創的な取り組みを、1対1ではなく、マルチな形で働きかけていくことによって、先ほど清水さんもおっしゃったような、よりよい資本市場の実現の一助になれば、幸いです。

2025年8月5日実施

