

# インパクト融資

## プライベートデットがインパクト投資で果たす役割

リチャード・シェリー オルタナティブクレジット・ディレクター  
 キャレン・ラム プライベートデット・ディレクター  
 2021年4月

投資価値は変動します。そのため投資価値は下がる場合も上がる場合もあり、投資元本額を回収できない可能性もあります。本レポートに示されている実績は過去のものであり、将来の運用成績を保証するものではありません。

- インパクト投資は、社会・環境面の重要な課題に対する解決策を提供するプロジェクトや企業にプライベート資本を向けさせるうえで、引き続き重要な役割を果たしています。
- 当社は、プライベートデットがインパクト投資に特に適していると考えており、投資家にさまざまな資産への投資機会を提供し、投資リターンとともに意図的かつ測定可能なインパクトを生み出すことができると考えています。
- 気候変動と持続可能性に対する行動を促すプレッシャーが強まるにつれ、意義のあるインパクトを世界に与えることのできる大きな投資機会が生まれる可能性があります。

## インパクトの推進力

環境・社会・ガバナンス(ESG)とサステナブル投資に関する議論は、ここ数年で劇的に変化しました。その一因は、投資を長期的な目標や価値観に合致させたい機関投資家や大規模な投資資金を有する投資家など、幅広い投資家が注目するようになったことです。投資家はまた、世界に大きなインパクトを目に見える形で与えるソリューションに投資することに積極的になってきており、具体的な投資可能案件を求めています。

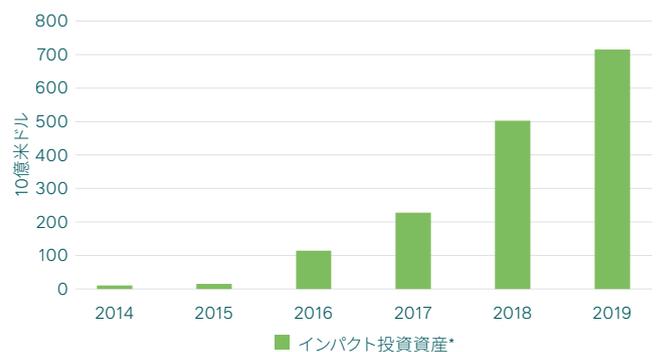
特に欧州では、政府や規制当局が持続可能なビジネス、投資、資本市場の発展を推進する一方で、「グリーンウォッシング(うわべだけ環境保護に熱心みせること)」を防止することを目的とした新しいルール、基準、枠組みの策定を強力に推し進めています。

ESG、責任投資、サステナブル投資を促進する政策そのものは投資にインパクトを与えるわけではありませんが、インパクト投資に影響を与える道筋を作り出すことはできます。気候変動、公害、生物多様性の喪失から、貧困、不平等、健康被害に至るまで、世界が直面している社会・環境面の重要な課題に緊急に取り組む必要があります。インパクト投資は、これらの重要な課題の解決策を提供するプロジェクトや企業にプライベート資本を向けさせるうえで、極めて重要な役割を果たしてきましたが、このことは将来においても変わることはないと考えています。

## インパクト投資の市場規模

非営利の業界組織である「Global Impact Investing Network(GIIN)」は、2019年末時点における世界のインパクト投資の市場規模は7,150億米ドルであったと推定しています<sup>1</sup>。

図表1: 世界のインパクト投資市場規模(推定額)



\* インパクト投資の資産残高は、前回の『GIIN Annual Impact Investor Survey』の推定値です。

出所: GIIN『2020 Annual Impact Investor Survey』、2020年6月

インパクト投資は、かつてはニッチな投資戦略と見なされていましたが、ここ数年間で市場は驚異的な成長を遂げ、以前と異なり、幅広い投資家に受け入れられるような大規模案件から少額案件まで、そして多様な形式の投資機会を提供する大きな投資ユニバースへと発展しています。

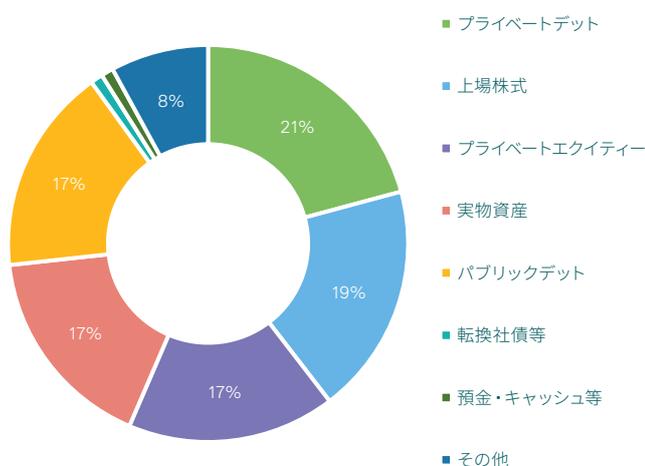
インパクト投資はプライベート市場で誕生し、その後も同市場を中心に発展してきた投資手法ですが、一般的にはプライベートエクイティとプライベートデットの市場で多く利用されています。ただし、このような「伝統的な」インパクト投資戦略がすべての投資家層に適しているとは限らず、一般的にプライベートエクイティやプライベートデットの戦略の最低投資額が大きいと、相応の資金規模を有する投資家しか投資することができません。

<sup>1</sup> GIIN『2020 Annual Impact Investor Survey』、2020年6月。市場で重要な役割を果たしている投資家を調査対象としており、全回答者が運用するインパクト投資の資産残高は合計で4,040億米ドルでした。

## インパクト融資—プライベートデットの活用

インパクト投資にプライベートデットを利用することが近年一般的になってきています。GIINの調査によると、インパクト投資の資産クラス別の比率では、プライベートデットが最大であり、総運用資産残高(外れ値を含む)の1/3以上を占めています。外れ値を除外しても<sup>2</sup>、最大の資産クラスはプライベートデットで、インパクト投資の総運用資産残高の1/5以上を占めており、2番目は上場株式でした。

図表2: 運用資産残高に占める資産クラス別の比率



注: 運用資産残高は外れ値を含まない。n = 289、運用資産残高 = 2,210億米ドル。「その他」には、保証、メザンファイナンス、ソーシャルアウトカム(恵まれない人々の健康増進に対する投資)を含む  
出所: GIIN 『2020 Annual Impact Investor Survey』、2020年6月

歴史的にこのような資金は、開発途上国向けのマイクロファイナンス(個人向けに少額の起業資金を融資する金融機関)戦略に投資するのが一般的であり、このような戦略は1990年代初頭から存在しています。そのなかで、近年、プラスのインパクトを有しながら、より魅力的なリスク調整後リターンを提供するマルチフォーカス戦略が出現し、大手の機関投資家の注目を集めています。

このようなマルチセクターに投資するプライベートデットのインパクト投資戦略は、多様な業種の企業、プロジェクト、組織に直接プライベートローンを提供するため、幅広い投資機会を提供するのが一般的であり、投資家に魅力的なリターンと分散したポートフォリオを提供しながら、環境・社会にプラスのインパクトを与えることを可能にします。

プライベートローンは、有害な二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)排出量の削減に寄与するクリーンで再生可能エネルギーを発電するオフショア風力発電所建設のためのプロジェクトファイナンス・開発資金や、生活の質や生活機会の向上を目指す、低所得世帯に対し手の届く金利の融資を供与する住宅開発協会など、公的部門の不動産所有者への融資、また、メ

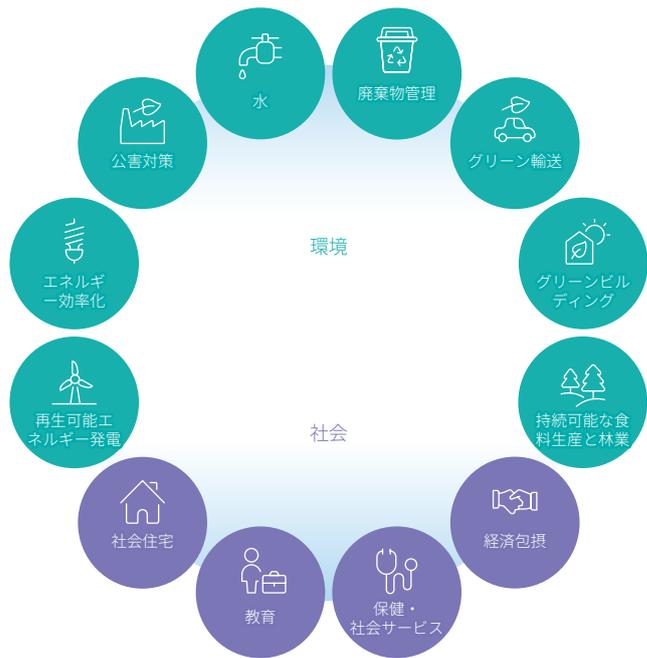
ンタルヘルスケアがなかなか行き届かない地域に居住する人々に専門的な入院治療を提供する病院の建設資金調達のための債券など、さまざまな種類の投資機会があります。

## プライベートデットを活用したインパクト投資の機会

再生可能エネルギー発電、エネルギー効率化やグリーンビルディング建設、金融包摂、健康・社会サービス、手頃な価格の社会住宅などの幅広い分野においてプライベートデットを活用することで、投資銘柄を厳選しつつ、幅広い分野に投資する、分散効果の高いインパクト投資のポートフォリオを構築することが可能となります。

国連の持続可能な開発目標(SDGs)は、インパクト投資が目標達成にどのように寄与できるかに関して、インパクト投資家間の共通用語になりました。M&Gは、インパクト投資の機会をSDGsにマッピングする際、その関係を明確に、そして具体的に示すよう心がけています。

図表3: プライベートデットでグローバル目標の達成に寄与する可能性のあるインパクト投資のテーマ



出所: M&Gインベストメント

## なぜプライベートデットがインパクト投資に適しているのか

M&Gは、多くの点でプライベートデットはインパクト投資に適していると考えています。最も重要な点は、借手との交渉が相対(あいたい)であるため、緊密な関係を築くことができ、借手のリスクを緻密に分析及び管理することを通じて最終投資家の投資元本の保全を目指し、投資機会の背景や投資のどのようなステージにあるかなどに合わせて最適なストラクチャーを構築することができることです。

<sup>2</sup> GIINは「外れ値」を、インパクト投資のポートフォリオが大きな運用機関の回答者と定義しています。

上記以外で、プライベートデットがインパクト投資に特に適しているとM&Gが考える主な理由は以下のとおりです。

- **「純粋な」インパクト投資：**プライベートデット市場には、サステナブル投資の成果をもたらすことができる幅広い資産が存在し、パブリック債券市場と比較して、より多くの「純粋な」インパクト投資の機会があります。これは、資金使途が必ずしも明確でない一般的な企業ローンと異なり、新しい社会住宅や手頃な価格の住宅、病院、大学施設、グリーンで環境的に持続可能な建物、風力発電所の建設など、個別のプロジェクトのための資金調達であることが多いからです。また、プライベートデットで資金調達する企業は、パブリック市場で借りる企業よりも事業の範囲が狭い中小企業が多く、このことは、プライベート市場に純粋なインパクト投資の機会が多く存在することを示唆していると考えます。
- **測定可能なインパクト：**社会・環境の状況、並びに投資した資産がどのようなインパクトをもたらしているかの進捗状況を、定量化に評価し、報告するという投資家のコミットメントはインパクト投資の中心を成す理念です。プライベートデットは多くの場合、相対(あいたい)取引又は貸手が少数です。すなわち、通常、借手と貸手の関係は緊密です。この緊密な関係により、プライベートデット投資家は、全額が償還・返済されるまで、発行体・借手から関連性が高く有用なインパクトの指標やデータを入手することができます。また、プライベートデットの資金供与先が個別のプロジェクトや規模が比較的小さい企業であることが多いため、大規模な上場企業への投資と比較して、投資がもたらすインパクトを特定し、測定することが一般的に容易です。
- **インパクトの成果とリターン：**プライベートローンは借手と直接契約するため、債券における社債権者と発行体の関係に比して、貸手と借手が頻繁にコンタクトをとることになります。貸手は、以下の点でプライベートである利点を活かすことができます。
  - **状況に合わせたオーダーメイドのストラクチャー**—下振れリスクを緩和し、投資元本の毀損リスクを軽減するため、案件のストラクチャー時に、財務コベナントを直接交渉し、与信保全のための他の条件に合意させることができます。
  - **借手との対話**—投資の期間を通して、想定したインパクトが確実に達成されるように、借手との緊密な対話を保つことができます。

- **多様な投資機会：**プライベートデット市場は、多様なテーマ、セクター、資産タイプ、期間、リスクリターン特性、デットの種類・ストラクチャーなど、幅広く多様な投資機会を提供します。

## プライベートデットによるインパクト投資ポートフォリオの構築

流動性が低いプライベートデットに投資するに際して、投資家が考慮する必要があるとM&Gが考える、インパクト投資特有の事項は以下のとおりです。

**案件の入手と組成：**流動性が低いプライベートデットのポートフォリオを構築するために必要な時間と要員を過小評価してはいけません。1つの案件の契約を調印するには、分析、ストラクチャーリング、交渉に数か月を要することもあるため、流動性が低いプライベートデットで構成された分散ポートフォリオを完全に構築するには相応の時間を要します。また、プライベートデット市場に存在する幅広い投資機会を網羅するためには、さまざまな分野の専門知識を有する多くの要員が必要になります。

**低流動性：**インパクトをもたらすプライベートデットはパブリック債券との相関関係が通常小さいというメリットをしていますが、一方では流通市場が存在しないため、満期前の売買が容易ではないのが一般的です。このようなプライベートデットは、流通市場での売買が困難という欠点と引き換えに、同様の格付けを有するパブリック資産に対しプレミアムが上乗せされているのが一般的であり、この追加的リターン(利回り)は通常「低流動性プレミアム」と呼ばれます。

通常の案件にはないような条件を有するプライベートデットは満期まで保有されることが多いため、投資の全期間を通じて高い信用力とプラスのインパクトを維持できるように、慎重な分析、ストラクチャーリング、ドキュメンテーション、及びモニタリングが必要です。資本構造上、エクイティの額が大きな取引において、シニアローンの貸手に信用補完策を提供するストラクチャーにすることはその一例です。また、最低限、特定のインパクトに関する考慮事項とパフォーマンス要件をローン契約に織込みます。継続的なモニタリングは、投資が想定どおりのインパクトとリターンを挙げているかを確認するために役立ちます。

**相対的価値：**投資価値を高めることもインパクト投資にとって必要な条件であるため、プラスのインパクトの価値を過大評価せず、リスクに対して十分な水準のリターンをもたらすことを確かなものにするのが重要であると考えます。

## インパクトの測定と管理

最も大きなインパクトをもたらすプロジェクトや企業が、その活動や成長するための必要資金を最適な方法で確保できるように、貸手は厳格なデューデリジェンスを行う責任があります。

プロジェクトや企業が与えるインパクトを定量的に評価し、重要なインパクト指標を特定するためには、投資実行前に十分な分析と厳格なデューデリジェンスを実施することが不可欠です。M&Gでは、インパクト投資を実行するに際しては、プライベートデットの投資ユニバースの他資産と同様に、詳細な信用分析を厳格に行い、相対価値ベースの評価に基づいて投資決定を行います。インパクト投資が他の投資と唯一異なる点は、持続可能性に精通したアドバイザーと協同で策定した基準を用いて、信用分析と同時にインパクトの評価を実施することです。

## より広範なインパクトの特定

建物のエネルギー効率や資源効率の向上、必要な分野での雇用の提供など、環境・社会にメリットをもたらすさまざまな活動を行っている借手への投資は、社会に1つ以上のプラス要素をもたらす可能性があります。

公営住宅などの特定セクターに対するインパクト投資を採り上げる際は、他の要素も同時に検討することが重要と考えます。ほとんどの場合、資金使途は社会住宅の開発、改善、維持に限定されますが、投資資金が住宅の提供だけでなく、どのようにコミュニティの開発を促進し、社会的結束を高めるかについてもM&Gは検討します。例としては、住宅開発協会など、公的部門の不動産所有者が、研修、実習などの雇用プログラムを通じて居住者の雇用を促進することや、高齢者や障害者に対し、追加的なケアの提供、ヘルスケアの充実、財政支援をすることです。

## 持続可能性、強靭性、社会包摂を促進する融資

過去にも増して、世界中で差し迫っている社会・環境面の課題に対処するために、インパクト投資に対する緊急性が高まっていると考えています。それだけではなく、インパクト投資は、他の資産クラスに劣らないリターンが獲得できる可能性があることに加えて、投資することにより意義のあるインパクトを世界に与えようとしている機関投資家に、意図的かつ測定可能な、規模の大きな投資機会を提供していると考えます。

プライベートデットは、インパクト投資の配分先として適した資産クラスであり、魅力的なインカム収入を獲得しながら、社会や環境にプラスのインパクトとなりうる幅広く多様なインパクトを与える投資機会が存在するとM&Gは考えています。

## 投資するタイミング

以下の要素は、ESG、持続可能性、インパクト投資に対するモメンタムを高めており、今後数年間でインパクト投資をさらに成長させる可能性のあるテーマのうちでM&Gが重要と考えるものです。

### 「行動の10年」の間に「より良い復興」を遂げる

国連の2030アジェンダ及び世界で最も差し迫った持続可能性をまとめた17のSDGs目標達成のための猶予期間は10年を切っています。しかし、目標達成にはほど遠いのが実状です。

国連貿易開発会議(UNCTAD)は、2030年までに国連が策定したSDGsを達成するためには、毎年6兆米ドルの投資が必要であると試算しています<sup>3</sup>。現在の公的部門と民間部門によるSDGs投資額が継続すると仮定した場合、平均で毎年2.5兆米ドル(中央値)が不足すると推定されています。この状況において、SDGsが重要な投資機会を生み出すことが期待されています。食品・農業、都市、エネルギー・資源、健康・福祉の4つの分野でSDGs目標を達成させるためには、2030年までに合計で12兆米ドルの新しい投資機会が市場に生まれることになるかと推定されています<sup>4</sup>。

新型コロナウイルス感染症が引き起こしたパンデミックが2030アジェンダの達成に向けた行程に与えた影響は甚大であり、パンデミックが、以前から存在していた社会全体の格差を表面化させ、状況を悪化させていることが明白になっています。国連は、各国が経済の立て直しと雇用の創出を目指しているなかで、「行動の10年」の間に、共通のビジョンを作成し、「より良い復興」の機会を見いだすよう各国政府に求めています。

世界各国が、パンデミックが引き起こした影響への対策を継続しているため、2021年に入ってから発表された各国の刺激策と予算は、国連の呼びかけに多くの政府が迅速に対応していることを示しています。しかし、民間部門はどうでしょうか。政府、政策立案者、国際機関、第三セクターの資金に制約があるため、民間部門による投資が不可欠になっています。インパクト投資は、現在だけでなく、将来の世代のために、グリーンで持続可能で平等な回復を後押しするうえで中心的な役割を果たすことができると考えます。

<sup>3</sup> UNEP FI 『Rethinking Impact to Finance the SDGs』,2018年11月

<sup>4</sup> UNDP 『More than philanthropy: SDGs are a \$12 trillion opportunity for the private sector』, 2017年8月25日

## 気候変動—果たして達成可能か

このような環境のなか、多くの国にとって重要性の高い長期的な問題は、気候変動の状況が悪化していることでしょう。EUを含め多くの国がパリ協定で新たに合意された排出削減目標の達成に向けて、行動計画をより強いものにしており、気候変動に対する強いコミットメントには事欠きません。

スローガンとしてではなく、気候変動の課題を克服するためには、断固とした決心に基づく意味のある行動と、世界的な脱炭素化の取組みを後押しするさまざまな公的部門と民間部門からの多額の投資が必要です。温室効果ガス排出量が多い世界の企業に向けて、気候変動への対応を促すために機関投資家が設立したイニシアチブである「Climate Action 100+」の最近のレポートでは、「世界の産業排出量の80%以上を占める159社のうち、適切な目標を設定している企業はほんの一握り」としており、このことは英紙フィナンシャル・タイムズの記事で引用されています<sup>5</sup>。

ESG慣行、責任投資、サステナブル投資と同様に、気候変動危機に対処するために相当の新規投資が必要であるとの認識はインパクト投資家の間でますます高まっており、気候変動もインパクト投資の重要なテーマになっています。

「回答者の2 / 3以上(68%)が、インパクト投資を通じて気候変動対策に取り組んでいると回答しています」

GIIN 2020年 インパクト投資家調査



低炭素社会である「グリーン」経済に転換することが大きな投資機会を生み出すことは事実ですが、グローバルでネットゼロ目標を達成するために必要な資本の額を考えると、課題がいかに大きいか分かります。国際エネルギー機関(IEA)の『2020年エネルギー技術展望(Energy Technology Perspectives)』では「明日必要となるクリーンエネルギー技術は、今日のイノベーションにかかっている」としています<sup>6</sup>。加えて、明確な変化を達成するためには規模の大きな投資が必要です。

プラスのインパクトを与えることを目標とする投資に資本を振り向けるという役割を考えると、インパクト投資の本質は、公害、廃棄物管理、生物多様性の喪失などの重要な環境問題とともに気候変動対策に寄与すると考えられます。例えば、再生可能エネルギーの発電やエネルギー効率化への投資に関しては、世界の二酸化炭素排出量の大部分がエネルギー業界によるものであるのは事実ですが、一方では、気候変動対策にインパクトを与える投資ソリューションが影響を及ぼせる範囲(緩和、適応、耐性)は幅広く、常に変化しており、そして多くのセクターや業界にまたがっていることから、プラスのインパクトを与えることができる機会は多いと考えられます。

スローガンを実践に移すプレッシャーが強まるにつれ、目に見える、意義のあるインパクトをもたらす革新的で揺るぎない投資ソリューションに対する必要性が高まるのは必至です。

<sup>5</sup> Financial Times 『Powerful investor group finds net zero pledges distant and hollow』、2021年3月22日

<sup>6</sup> IEA 『Energy Technology Perspectives 2020, Flagship report』、2020年9月

[www.mandg.com/institutional](http://www.mandg.com/institutional)

このウェブサイトはSFCによる審査を受けておらず、SFCに登録されていない戦略・ファンドに関する情報が含まれていることにご留意ください。



### 機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。

### M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、②当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、③お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、③お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。MAR 21 / 552006