

## 1. オランダの公的年金の間で高まるインパクト投資への関心：日本の行方はいかに

### 【ポイント】

- ・ 古くからサステナブル投資の分野で世界をリードしてきたオランダの公的年金基金が、近年、インパクト投資の強化に大きく舵を切っている
- ・ 日本では、政府によるGPIFの次期中期目標の在り方を巡る検討の中で、インパクト投資の検討が焔上に上がっている
- ・ これまでも、取り組みで先行する欧州の影響を少なからず受けてきた日本のサステナブル投資の歴史を踏まえると、オランダの公的年金で見られる最近の変化は、日本の公的年金の行方を占う手掛かりになる可能性がある

世界の中でサステナブル投資の発展をけん引してきた国・地域はどこか？——こう問われたら、多くの人が欧州を挙げるのではないのでしょうか。特に、英国・フランス・オランダ・北欧諸国などの国々は、サステナブル投資に関する様々な概念・枠組み・活動の「震源地」として、大きな存在感を放ってきました。

日本のサステナブル投資市場も、こうした国々の影響を少なからず受け、また、その取り組みを追随してきた面があることは紛れもない事実です。

こうした過去の歴史も踏まえつつ、本稿では、欧州の中でも特に**最近のオランダで見られる変化を手掛かりに、日本のサステナブル投資市場の今後の行方を考察したい**と思います。

### オランダと日本のサステナブル投資の発展史

オランダは、欧州の中でも、古くからサステナブル投資にとりわけ熱心な国の一つとされ、特に、同国において**資産規模が1位と2位の公的年金基金であるABPとPFZW<sup>[1]</sup>が、市場の発展に大きな影響を及ぼしてきました**。両基金におけるサステナブル投資への取り組みは、日本でも古くから注目され、現地ヒアリング調査もたびたび行われてきました。

2000年代後半に公表された主な調査報告を参照すると、すでに当時から、ESG要素がリスク・リターンに関係する重要な要素と認識され、運用において重視されていた様子が記述されています<sup>[2]</sup>。いわゆる「ESGインテグレーション」や「スチュワードシップ活動」が当時から行われていた様子が窺えます。世界の最先端を行っていたといっても過言ではないでしょう。

一方、当時の日本がどうだったかといえば、公的年金の間でESG要素を重視する動きは限定的でした。2013年に、世界のサステナブル投資規模に関する世界初の調査<sup>[3]</sup>が取りまとめられていますが、欧州では、サステナブル投資が全運用資産の49%にまで達していたのに対し、日本はわずか0.2%と報告されていることからわかるように、日本においてサステナブル投資の存在感は「ほぼゼロ」だったと言えます。欧州に大きく劣後していたのは間違いありません。

しかしながら、2015年の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による責任投資原則（PRI）への署名や、その後のESG指数への投資開始などを契機に、日本のサステナブル投資市場は大きく成長することとなり、欧州にキャッチアップしてきました。今日では、世界の一角を占めています。2023年のPRI年次総会の開催地として東京が選ばれたこともそれを物語っています。

### オランダ公的年金の変化：インパクト投資の強化へ

ところで、ここにきて**オランダでは新たな変化が見られます**。それは、一言でいえば、**サステナブル投資をけん引してきた公的年金の間でのインパクト投資への取り組みの強化**です。

一例としてPFZWでは、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）を掲げ、2023年以降、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ます<sup>[4]</sup>。中でも興味深いのは、PFZWが医療・福祉部門の従業員向けの年金であることを踏まえ、医療・福祉に関するインパクトKPIと目標を設定し、資産クラス・ポートフォリオ横断的に取り組みを始めている点です。目標の中には、看護師が職場の近くで住めるような手ごろな価格の住宅の提供といったものも含まれると言います。

こうした**取り組みの背景には、年金加入者のために運用リターンを追求するだけでなく、加入者にとって住みやすい社会の実現を追求することも基金の責務という考え**があるようです。

2024年10月にオランダで開催されたインパクト投資に関する世界最大級の国際カンファレンスでもPFZWの幹部が登壇し、会場を沸かせていました。

### 翻って日本に目を転じると…

日本においては、厚生労働省の社会保障審議会資金運用部会で行われている、**2025年4月から始まるGPIFの次期中期目標の在り方を巡る議論**が目を惹きます。同部会が2024年12月に公表した「論点の整理」では、「**GPIFにおいて、…中略…、インパクトを考慮した投資について検討したうえで、必要な取組を行うべき**」と明記されています。

当然、公的年金におけるインパクト投資への取り組みの方向性は様々な考えられ、オランダの事例がそのまま適用できるわけではありませんが、大きな方向性として参考になる部分もあると考えられます。インパクト投資市場は、公的年金の参入拡大により新たなフェースを迎えるかもしれません。今後の行方に注目が集まっています。

[1] ABPは公務員年金、PFZWは医療・福祉部門の従業員向け職域年金。

[2] 例えば、河口真理子（2009）「欧州主要年金基金のESG投資事情」大和総研や、年金シニアプラン総合研究機構（2010）「海外年金基金のESGアクターへの取り組みに関する調査研究」など。なお、これらの調査では、ABPとPFZWの運用受託機関であるAPGとPGGMへの調査が行われている。

[3] GSIA（2013）“Global Sustainable Investment Review 2012”

[4] PFZW（2024）“Jaarverslag 2023”

## 2. サステナブル投資業界の2大トピック：トランジションファイナンスとインパクト投資

### サステナブル投資業界の2大トピック

一般的にサステナブル投資の範疇で語られる投資の中では、「トランジションファイナンス」（以下、TF）と「インパクト投資」の2つの領域については、近年、市場関係者の関心が特に高い2大トピックになっています。

一例として、世界有数の金融街である英国ロンドンのシティは、2024年10月、2本のレポートを立て続けに公表しました<sup>[1]</sup>。1つはTFに関して、もう1つはインパクト投資に関してですが、英シティがTFとインパクト投資の「ハブ」（中核拠点）となることを目指すという姿勢が強く打ち出されています。

TFについては、国際資本市場協会（ICMA）が2020年に公表した、トランジションボンドの発行に関するハンドブックが市場の発展に大きな役割を果たしてきた経緯もあり、企業等によるクライメート・トランジション戦略に沿った資金調達に注目が集まりやすいですが、一方で、投資対象として、トランジションを銘打ったファンドが大きく躍進していることが指摘されています<sup>[2]</sup>。

さらに、欧州で進んでいるサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の見直しを巡る議論においても、サステナブル投資の一類型として「トランジション」というカテゴリの導入が提案されています。この見直しが実現すれば、TFという領域が、市場関係者の間でますます意識されるようになることでしょう。

一方のインパクト投資については、金融庁によれば「投資として一定の投資収益確保を図りつつ、社会・環境的効果の実現を企図する投資」<sup>[3]</sup>であり、日本では、岸田前政権下で、官主導による推進が図られてきました。世界的にもインパクト投資への関心は高まっており、公的年金基金の動向は前頁でも述べたとおりです。

### トランジションファイナンスとインパクト投資の関連性

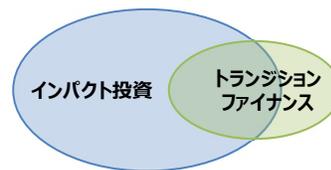
ところで、このTFとインパクト投資の2つは、一見別物のようにも見えますが、実態としては相当程度重なるところがあります。

例えば、SFDRの見直しを巡る議論の中で欧州委員会の専門家会議は、サステナブル投資の一類型である「トランジション」とインパクト投資は一部重複すると指摘しています<sup>[4]</sup>。

また、CFA協会は、TFはインパクト投資に含まれると整理しています<sup>[5]</sup>。確かに、TFを「一定の投資収益確保を図りつつ、トランジションの実現を企図する投資」と捉えれば、概念上は、

TFは「インパクト投資そのもの」と言えるかもしれません。

図：トランジションファイナンスとインパクト投資の関係（整理の一例）



いずれにせよ、確実に言えることは、投資家がトランジションの実現という目的達成を意識して取り組めば取り組むほど、TFとインパクト投資の距離が近づいていく、という点です。

両者が一見別物のようにも見えるのは、各々の発展をけん引してきた実務家や識者が交わる機会が少なく、統合的な議論が不足していることも背景にあるでしょう。厳密な議論はさておいて、両者は決して二律背反的ではなく、共通項が存在し得るという認識をまず共有することが重要と考えます。

### 垣根を超えた「連携」や「融合」がカギを握る

TFとインパクト投資は、共に、世の中にとって極めて重要であると同時に、極めてチャレンジングな試みでもあります。そのチャレンジングな試みを成功に導くために重要なのは、各々の関係者が互いに知識や経験、ノウハウを共有化し、共に学びあい、共に高めあっていくような関係性だと考えられます。

トランジションファイナンスとインパクト投資という2大トピックの今後の発展は、垣根を超えた両者の「連携」や「融合」が重要なカギを握っているのかもしれません。

[1] City of London & BVCA (2024) "The UK - A Centre of Excellence in Impact Investing"及びTFMR (2024) "Scaling Transition Finance: Findings of the Transition Finance Market Review"

[2] Mahmood, R. Wang, X. & Guo, S. (2024) "Olive Is the New Black: The Rise of Transition Funds"

[3] 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」

[4] Platform on Sustainable Finance (2024) "Categorisation of Products under the SFDR: Proposal of the Platform on Sustainable Finance"

[5] Mak, W. & Vinelli, A. (2024) "Navigating Transition Finance: An Action List"

- ✓当資料は内外の債券、株式、為替市場等に関する情報提供を行うためのものです。予め特定の方向や対応を推奨する目的のものではありません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、投資対象国・地域等の経済状況や金融資本市場の動向、また有価証券等の発行者の経済活動等の変化を背景に、投資対象資産の価格が変動し、その下落により損失を被るおそれがあるほか、投資元本を割り込むリスクがあります。詳しくは各商品の商品説明資料をご確認ください。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、お客様に手数料等をご負担いただきますが、手数料等の種類ごとの金額及びその合計額については具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等の商品説明資料に記載されたシミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ✓市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ✓当資料に記載された市場を投資対象とする運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のものとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ✓当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ✓当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ✓当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。