

執筆者:

E-mail [山本 晃久](#)E-mail [玄 唯真](#)E-mail [江口 尚吾](#)E-mail [吉原 博紀](#)

*本ニュースレターは、2022年4月27日現在の情報に基づいています。

1. はじめに

2015年9月の国連サミットで「持続可能な開発のための2030アジェンダ」が採択され、2030年までの国際目標である持続可能な開発目標(SDGs: Sustainable Development Goals)が掲げられたことを背景に、世界的規模で貧困や環境問題等の社会課題を解決するための取組みが急ピッチで行われている。

このような流れの中で、社会課題の解決をより直接的な目的とする投資手法として、「インパクト投資」が世界的に着目されている。しかし、日本においては、インパクト投資の概念自体が未だ十分に浸透しているとは言えず、インパクト投資に関する法的論点も十分に整理されている状況とは言い難い。そこで、本ニュースレターではインパクト投資の基礎的な概念を説明した上で、インパクト投資に関して問題となり得る法的論点を概観する。

2. インパクト投資とは

インパクト投資(Impact Investments/Impact Investing)という用語は法令上の定義が存在するわけではないが、ロックフェラー財団等の資金提供者・投資家により2009年に設立された非営利組織であるGlobal Impact Investing Network (GIIN)が公表している「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的及び環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資行動」(investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return)という定義が用いられることが多いため、本稿でもこの定義に依拠することとする。

インパクト投資は、財務的リターンを企図している点(return expectation)で純粋な寄付とは異なる。また、ここでいう「インパクト」とは、事業や活動の結果として生じたポジティブで測定可能な社会的・環境的な変化や効果(positive impact)を、短期的か長期的かを問わずに指すものとされている。そして、投資家が、投資先の企業等を通じてポジティブなインパクトを創出する意図を有していること(intentionality)が要素となる点で、ESG 要因によるリスクを有する企業をネガティブスクリーニングすることを通じて投資効率の向上を図ることを主眼とする場合の ESG 投資とは異なる特徴を有している。マクロ的な観点から見れば、従来、市場活動によって生じる環境問題等の外部不経済は政府による規制強化や補助金等の公共政策によって直接的に解決されることが期待されていたところ、インパクト投資とは、財務的リターンを求める民間資金(休眠預金含む)の活用によってこうした外部不経済を解決することを志向する取組みの一つと位置付けることもできる。

インパクト投資のマーケット規模は世界的に拡大傾向にあり、2019年末には、その投資残高は世界全体で約7,150億ドルであり、また、約1,720のインパクト投資家が存在していると推計されている¹。そして、インパクト投資家の属性も、国際開発金融機関、地域開発金融機関、ファミリーオフィス等の従来から社会性の高い資金の供給主体として認識されていた投資家に加え、PEファンド、VC、年金基金、投資信託、保険会社、事業会社等の収益性を重視するタイプの投資家層にもその裾野が広がって

¹ Global Impact Investing Network “Annual Impact Investor Survey 2020” 2020, pp.40(<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>)

る。さらに、インパクト投資の対象となる社会課題を抱える領域は、再生可能エネルギー、農業、マイクロファイナンス、ヘルスケア、医療・バイオ、教育など多岐にわたり、アセットクラスとしても、上場企業/非上場企業の株式/ローン/債券、不動産など様々なものが対象となる。

他方で、日本におけるインパクト投資のマーケット規模は小さく、2021年にはその投資残高は約1兆3,204億円と推計されているにとどまる²。もっとも、2021年11月29日には、社会変革推進財団を事務局とし、銀行、生命保険会社、VC等の金融機関を中心としてインパクト志向の投融資を各参加金融機関において実践することを宣言するインパクト志向金融宣言が署名されるなど、徐々に広がりを見せている。

このように急成長しているインパクト投資だが、更なる普及へ向けた課題も少なくない。特に最大の課題として認識されているのは、インパクトをいかに測定するかという点(impact measurement)である。インパクト投資家として適切な投資判断を行うためには、インパクトが定量的にも測定可能(measurable)であり、また、投資対象の間でリスク、リターン、インパクトが(例えば金銭的価値へ換算する等の方法により)比較可能な形であることが必要となる。そして、このインパクト評価は単純に数値化したメトリクスを設定できるものではなく、また、当該案件の受益者から社会全体に至るまで便益の範囲も広がり得るため、客観的に比較可能な形でインパクトを測定することには困難を伴う。インパクトを客観的に測定し開示するための様々な試みが検討されているが、未だ確立した手法は存在せず、インパクト投資が普及するための最大の課題となっている。

3. インパクト投資に関する法的論点

(1) インパクト投資と Fiduciary Duty

一般に、他者の資金の運用を受託する者は、当該他者の信託を受けて裁量権を行使する者として Fiduciary Duty を負うところ、上記の通り、インパクト投資は、金銭的リターンのみを目的としている訳ではなく、リターンとインパクト両面の成果に着目して投資を行うこととなる。そのため、年金基金、投資信託、保険会社といったアセットオーナーがインパクト投資を行う場合あるいはこれらの者から委託を受けた投資運用業者(アセットマネージャー)がインパクト投資を行う場合に、Fiduciary Duty に違反することとならないかが問題となる。

同様の論点については、既に ESG 投資の文脈でも議論されており、ESG 要素を考慮した結果として投資リターンを犠牲にし、マーケットリターンを下回るような投資パフォーマンスとなった場合に Fiduciary Duty に反するかという観点や、むしろそもそも ESG 要素を考慮しないこと自体が Fiduciary Duty に反するのではないかという観点など、様々な角度から議論されている。日本においては、アセットオーナーやアセットマネージャー毎の規制法令・ガイドラインや、個々の投資家の運用戦略・契約内容等に即した慎重な検討が必要であるものの、2020年3月に改訂されたスチュワードシップ・コードにおいて機関投資家のスチュワードシップ責任として投資活動に対して ESG 要素を含めたサステナビリティを考慮するよう求めていることからすれば、ESG 要素を考慮すること自体が直ちに受託者責任(特に善管注意義務)違反の問題を惹起する訳ではないことを前提に、むしろ ESG 要素を考慮することを促進する方向で動いていると考えられる。

この点、インパクト投資の文脈においては、Fiduciary Duty を負うインパクト投資家においては既に一定の整理をしていると思われるものの、世界的にも未だ十分な議論・整理はされていないとは言えず³、Fiduciary Duty の解釈において、インパクトという金銭的リターン以外の要素を考慮することが許容されるか、追求するインパクトと金銭的リターンがトレードオフとなったとしても許容されるかといった点について更に議論を深めていく必要がある。

また、インパクト投資の投資先企業においては、インパクトの創出を目指す企業の取締役が、より望ましいインパクトを得られることを期待される結果、株主利益を最大化する訳ではない経営判断を行うことが許容されるのかといった点で、取締役の Fiduciary Duty(日本では善管注意義務)が問題となり得る。

この点についても、営利性のある企業において CSR を行うことや ESG 要素を考慮した経営判断を行うことが、取締役の

² Global Steering Group for Impact Investment (GSG)国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2021 年度調査-」45 頁 <http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2021.pdf>

³ なお、この点については、Principles for Responsible Investment (PRI)が日本を含む各国の法的枠組みを纏めた”A Legal Framework for Impact: Sustainability impact in investor decision-making” (<https://www.unpri.org/download?ac=13902>)を公表しており参考となる。

Fiduciary Duty 違反とならないかという文脈で従前から議論されてきており、また、近時は会社の目的論(purpose)の文脈においても世界的に活発な議論がなされている。日本の株式会社においては、法令上の義務として要請されている事項であれば取締役はこれを遵守する義務を負うため、当該法令に従っている限り、基本的には善管注意義務違反の問題は生じない。他方で、当該会社が直接適用を受けない海外における規制法令や政府によるガイドライン等のソフトローの形式で社会的事業を行うことを促進する指針が示されることも想定されるところ、これに従った場合の効果についても議論を深めることが必要であろう。

(2) インパクト投資と企業形態

社会的事業を行う組織形態としては、日本では株式会社、合同会社等の営利組織や、NPO 法人、社団法人、財団法人等の非営利組織が選択されることが一般的である。もっとも、これらの組織形態については、非営利組織ではリターンを求める投資家からの資金調達ができない点、営利組織では取締役の善管注意義務の問題も含め収益性を犠牲にして社会的事業を行うことに一定の制約があり得る点、営利組織/非営利組織間の移行が容易ではない点等が悩ましい問題となる。

この点に関しては、海外では営利性と非営利性の両立を認める企業形態が導入されていることが注目に値する。例えば、アメリカでは、2010 年に一部の州において Public Benefit Corporation(PBC)という企業形態が認められて以降、社会的事業を行う企業のエンティティとして積極的に利用されている。PBC は、経済的な利益の追求だけでなく、公共の利益(public benefit)を追求するニーズに答えるために創出された制度であり、取締役は必ずしも株主利益のみを最大化する義務を負わない(換言すれば、株主利益が最大にならないような経営判断であっても取締役の Fiduciary Duty に違反しない余地がある)点に特徴がある。したがって、社会的事業を行うことを企図する経営者は、PBC の法人形態を採用することによって株主から金銭的リターンが最大化されていないことを理由に Fiduciary Duty の違反を問われることを回避することができる。

このように、社会的事業を推進する観点から特殊な企業形態を用意することは、企業のミッションと資金提供者の目的・利益のミスマッチを防ぐ観点からもあり得べき解決策の一つであり、日本においても示唆に富む。

さらに、会社の定款(Article of Incorporation)にサステナビリティに関する事項を規定することの効果についても論点となる例えば、株式会社の組織形態のまま SDGs に関する事項を自社の定款の目的規定に盛り込む定款変更を行う例が出現しており、取締役の定款遵守義務(会社法 355 条)との関係で具体的にどのような義務を取締役が負うことになるのかといった点について議論を深化させていく必要があろう。

(3) インパクト投資の手法とドキュメンテーション

日本において、投資家が社会的事業を行う企業に対してインパクト投資を行う手法としては、当該投資先企業が株式会社である場合には、投資先企業の株式投資による場合が多いであろうが、貸付けや債券の引受け等の方法により debt ホルダーとなることも考えられる。また、個人を含めた多くの一般投資家から資金を調達するために匿名組合出資を利用したクラウドファンディング等の方法が用いられる場合もある。

このようにインパクト投資を実現するための投資手法は様々なものが考えられるが、それらの投資に際して締結される契約にどのような内容を盛り込むかがポイントとなる。例えば、VC や PE がインパクト投資ファンドを組成して非上場株式に対するインパクト投資を行い、併せて、ハンズオンによる経営支援を行うケースを想定すると、少なくとも、インパクト投資ファンドの組成に関する LP 契約、インパクト投資に関する出資契約や既存株主との間の株主間契約(場合によってはそれに加えて経営委任契約)が必要となる。

これらの契約は通常の投資でも必要となるドキュメンテーションであるが、インパクト投資特有の検討を要する条項も少なくないと思われる。一例ではあるが、LP 契約であれば、ファンドの存続期間、ファンドマネージャーのインパクト実現に期待される役割、GP に対する成果の配分メカニズム、投資先のポートフォリオを含めた投資戦略に関する事項、投資先のインパクトの実現状況に関する LP への情報開示等については通常の VC や PE とは異なる点が多いと思われる。また、出資契約や株主間契約に関しても、投資の目的、ミッションドリフト(企業の目的・ミッションから実際の企業運営が遠ざかってしまう事態)を防ぐための施策、投資先のインパクトの実現状況に関するモニタリングや開示、インパクト評価に関する KPI の設定、エグジットの手法・時期(特にミッションドリフトが生じてしまった場合のエグジットに係るオプションの確保や、投資家のエグジット後にもインパクトがきちんと継続的に実現されるようにするための施策等)、投資先企業の役員のインセンティブ設計等について特有の検討が必要となる。

なお、日本において未上場スタートアップに対してインパクト投資を行う場合、シード段階での投資でない限り、インパクト投資ファンドがリード投資家になることは多くはないのが現状であると思われるので、自らが主体的に出資契約や株主間契約に希望

する条項を盛り込むことは容易ではない。その場合には、別途投資先企業との間でサイドレターを結ぶ等の方法で一定の取り決めをすることが肝要になろう。

また、シード段階での投資の場合には、自らが主体となって投資先企業との間で合意をすることが可能となり得るが、その反面、投資先企業が初期的に想定している事業内容にインパクト投資家が拘泥することで、事業内容がピボットしやすい草創期のスタートアップの事業運営の自由度を奪うことにもなりかねないため、事後の外部投資家からの資金調達等の妨げとならないよう、柔軟な対応も必要となろう。

(4) インパクト投資とDD

インパクト投資は財務リターンとインパクト両面の成果に着目した投資であることから、投資決定に先立つ DD(Due Diligence)によるリスク分析においても、金銭的評価とインパクト評価が重要となる。インパクト投資家による投資判断に際しては、財務リターンとインパクトの双方について一定の「ハードルレート」を準備し、いずれについても基準をクリアした場合のみ投資が決定されるといった方法を採用することもある。

DD の観点からは、通常の投資案件でも確認対象となる事項を調査することに加え、インパクト投資の最大の特徴であるインパクトに着目した DD として、ロジックモデル及びセオリー・オブ・チェンジを用いてアウトカム実現を検証することが特に重要となる。さらに、投資先の事業が創出するインパクトを多面的に評価するため、インパクトの 5 次元分析を活用することが多い。投資先にとって重要なインパクト KPI を設定し、投資時における状況及び今後の改善・向上見込みをインパクト DD で判断していくことになる。これらの DD の結果を踏まえ想定通りの財務リターンとインパクトが実現されることを担保する観点から、出資契約や株主間契約において一定の手当をしておくことが望ましいと考えられる。なお、インパクト投資自体は必ずしも ESG に着目した投資手法ではないものの、関連する事項も多いことから、ESG リスク(特に近時は「S」の重要性も強調されている。)に関する調査を併せて実施することも多いと考えられる。

(5) インパクト投資とエグジット

特に未上場スタートアップに対するインパクト投資では、エグジット戦略をどのように見据えるかが重要となる。通常のスタートアップであれば、一般的には、M&A 又は IPO でのエグジットが主な選択肢となり、この点は社会的事業を行う企業においても大きく異なることはない。

もっとも、社会的事業を行う企業が成長段階に入りエグジットを行う際には、前述のミッションドリフトの問題に留意する必要がある。すなわち、オーナーチェンジ後の買収企業の経営方針次第では、これまで被買収企業が重視してきた目的・ミッションが放棄され、より収益性を重視した企業経営に転換されかねないし、IPO をした後にも、一般株主からの株主提案その他の方法による収益性を重視した経営への変更圧力を受けて、あるいは、一般株主から株主代表訴訟を提起されるリスクをおそれ、より収益性を重視した企業経営への転換を与儀なくされることが懸念される。

M&A によるエグジットの場合には、買収企業との間の買収契約において買収後の企業経営に関して一定の誓約をさせる等の方法により、買収企業が過度に収益性を重視した経営に転換することを防ぐことも考えられるが、IPO の場合には、多数の一般株主の利害を意識する必要があるためそのような個別の対応は現実的ではなく、より慎重な検討が必要となる。

この点に関して、海外では様々な興味深い取組みがなされている。例えば、いくつかの国においては、社会的事業を行う企業に特化した銘柄の取引を認めるプラットフォーム(いわゆる social stock exchange)が存在する。social stock exchange の制度設計や証券市場における位置付けは各国において異なるものの、通常の証券取引所で要請されるものとは異なる規制のもとで、インパクトを志向する投資家と社会的事業を行う企業をマッチングしやすくするプラットフォームを提供することを目的としていると言える。

また、上記 PBC として IPO する例や、営利企業としての法人形態を有したまま、非営利団体である B Lab から B コープとしての認証を受けて IPO する例が存在する。B コープは公的な認証制度ではないが、世界的にその利用が普及してきており、一定の厳格な要件を要求していることから、潜在的な株主を含めた多くのステークホルダーに対して、株主利益のみならずステークホルダー全体の利益を重視することを目的としている会社であることを積極的に表明するというシグナリング効果が期待できる。

他方で、社会的事業を行う企業のみを対象とした IPO に係る制度は存在しないため、社会的事業を行う企業は、通常のプロセスの中で IPO を実現する必要がある。この点に関して、日本では、外部の評価機関から国際資本市場協会が発行するソーシャル

ボンド原則への準拠性や ESG への取組み等についてのセカンド・パーティー・オピニオン(SPO)を取得することを前提に調達資金の用途を SDGs に関する事項に限定することや、B コープの認証を取得した上で日本の証券市場において IPO をすることを企図する企業が出現し始めていることが注目される。今後日本において同様の取組みが普及していくためには、外部評価の取得や B コープ対応等に要するコスト負担を可能な限り低減するとともに、このような取組みを投資判断において重視する国内投資家層が増えていくことが重要であろう。

また、インパクトを重視する企業が IPO を行う場合には、有価証券報告書(I 部)/有価証券届出書/目論見書やグロース市場の上場を目指す企業であれば「事業計画及び成長可能性に関する事項」において、どのようにインパクト及び財務リターンの見込み、それらに関連するリスクを開示するべきかといった点についての制度的な整理が必要になろう。

4. 終わりに

日本におけるインパクト投資は未だ黎明期であるが、今後案件の成功実績が積み重ねられていけば、海外を含めた投資家層の拡大等、日本におけるインパクト投資をとりまくエコシステムが形成されていくことも期待される。法的な観点の整理を含めインパクト投資の普及に必要な取組みを進めることが肝要であろう。

以 上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 