【特集】

市場の功罪
― サステナブルファイナンスとインパクト会計

水　口　　剛

要旨

市場とは利潤動機によって駆動されるメカニズムだというのも1つの見方だが，サステナブルファイナンスの分野では，環境や社会へのポジティブなインパクトを生むことを意図して投資する動機が存在する。複雑で多様な環境・社会課題を解決するには，多くの参加者と情報が集まる市場を通じて，負の外部性も織り込んだ，真に適切な資源配分を実現することが期待される。しかし環境・社会インパクトを貨幣価値に換算するインパクト会計の構想は，一見「市場的」な方法に見えるが，あらかじめMonetising Factorなどの換算係数によって価値を規定するので，市場の判断を通して環境・社会インパクトの価値を見つけていくものではなく，市場を利用する方法とは言えないことを論じる。

1　はじめに

日本社会関連会計学会第36回大会の統一論題のテーマは「環境経営における市場の功罪」であった。大会プログラムによれば，そこには組織内外の「市場」を利用した仕組みが企業の環境経営を促進するのか，阻害するのかという問題意識が込められていた。

一方，ハーバード大学のプロジェクトを1つの起点として，現在，インパクト加重会計ないしインパクト会計と言われる考え方が提唱されている。環境・社会インパクトを貨幣価値に換算して既存の会計に接続しようとするこれらの手法は，一見，いかにも「市場的」な方法に見える。だがインパクト会計は本当に市場を利用する方法と言えるだろうか。その疑問に答えるには，そもそも「市場を利用する」とはどういうことなのかを考える必要がある。そしてそれは，市場の本質をどういうものと捉えるかに関わる。

たとえば市場とは利潤動機によって駆動されるメカニズムだというのも1つの見方だろう。また，市場とは多様な主体による自由な取引活動の結果として均衡を達成する場だという見方もで

キーワード：インパクト会計（Impact Accounting），サステナビリティインパクトのための投資（IFSI），インパクト投資（Impact Investment），市場の価値発見機能（Market function of discovering values）

きる。前者の立場からは，利潤動機に働きかけることで企業行動を誘導することが「市場を利用する」方法となるが，後者の視点に立つ場合，市場参加者の動機は必ずしも利潤動機だけとは限らないかもしれない。そうだとすれば市場を利用する方法の幅も広がるだろう。

そこで本稿では，最初にインパクト会計を巡る動向を概観した上で，金融・資本市場に環境・社会の要素を組み込んだサステナブルファイナンスの動きを中心に，市場を利用するということの意味を考察し，その中でインパクト会計という構想がいかなる意味を持ち得るのかを論じることにしたい。

2　インパクト会計の構想と課題

2.1　インパクト会計の構想に関わる動向

ハーバード・ビジネス・スクールはリサーチ・プロジェクトの1つとして2019年から2022年までインパクト加重会計のプロジェクトを実施した。さらに同プロジェクトを中心にGSG（Global Steering Group for Impact Investment，現GSG Impact）やIMP（Impact Management Project）などの外部のグループと連携したImpact Weighted Accounts Initiativeを起ち上げた。その目的は企業の財務的，社会的，環境的パフォーマンスを反映した財務会計の構築を推進することだという（Serafeim *et al.*, 2019）。

このイニシアティブと連携したオランダのインパクトエコノミー財団は，2022年の公開草案公表を経て，2024年6月にImpact Weighted Accounts Frameworkを公表した。同フレームワークによれば，インパクト加重会計とは「組織及び組織のステークホルダーが将来価値の創造のため，情報に基づく統合的な意思決定をするのに使える組織のインパクト情報を含む，定量的で評価された包括的な一連の勘定科目群」であるとされ，ポジティブ及びネガティブなインパクトを貨幣価値換算した上で情報を開示する統合損益計算書（Integrated P&L Statement）及び統合貸借対照表（Integrated Balance Sheet）の作成を提唱している（Impact Economy Foundation, 2024）。また，フレームワークの一環として，代表的なインパクトカテゴリーを整理し，換算単価となるMonetisation Factorを提案した文書も公表している（True Price Foundation, 2024）。

一方，ハーバード・ビジネス・スクールのインパクト加重会計プロジェクトを母体として2022年にInternational Foundation for Valuing Impacts（IFVI）という組織が設立された。IFVIは，インパクト会計を推進する企業連合であるValue Balancing Alliance（VBA）と共同で，2024年に「インパクト会計の概念フレームワーク」と題する文章を公表した（IFVI and VBA, 2024a）。それによると，財務会計が資産，負債，収益，費用といった概念の上に成り立つのに対して，インパクト会計の基礎となる概念は「インパクト」であるという。そしてインパクトとは，直接的な，または自然環境の変化を通した，人々のウェルビーイングの1つまたは複数の側面の変化だ

と定義し，それには実現したものと潜在的なもの，直接的と間接的，意図的と非意図的，ポジティブとネガティブがあるとする。インパクトは貨幣単位で測定するとしている。彼らはさらに，インパクト会計を実施するためのトピック別，セクター別の方法論（Methodology）として一連の文書を公表しており，たとえば2024年に公表した温室効果ガスに関するトピック別方法論の公開草案では，二酸化炭素1t当たり2023年は236ドル，2024年は239ドルという換算単価が提案されている（IFVI and VBA, 2024b）。

このようにハーバード・ビジネス・スクールのインパクト加重会計プロジェクトを起点として，複数の構想が動いている。これらは，環境，社会へのインパクトを貨幣換算して，体系化しようとする点で共通する。いずれも民間主導の自主的な活動であるので，強制力のあるものではないが，社会的なシステムとして広めたいという意図を持っている。だが，環境負荷を貨幣換算した計算書の構想はこれまでも繰り返し提案され，課題も指摘されてきた。次にこれらの構想に内在する課題について確認しておこう。

2.2　インパクト会計の構想に内在する課題

環境・社会へのインパクトの貨幣換算については，ディビッド・リノウズによるSocio-Economic Accountingの提案を嚆矢とし（Linowes, 1968），1991年にはBSO/Origin社による環境会計，2011年にはプーマ社が環境損益計算書を公表するなど，繰り返し提唱されてきた。林・松山（2023）はこれらの経緯を振り返った上で，その課題を以下の6点にまとめている（表１）。

第１に，貨幣価値換算には仮想市場法や被害コスト法など複数の方法があり，どの方法をとるかによって評価額が異なる可能性がある。第２に，同じ方法であっても，評価額にはかなりの誤差が含まれる。第３に，貨幣価値換算をすることが難しい領域が存在する。特に，AI技術や新素材の開発のように波及効果が広範なものは，間接的なインパクトを考慮しようとすると，適切な貨幣価値換算が難しくなる。第４に，以上のような要因から，1つの企業の多様なインパクトの貨幣価値換算額を集約して計算書を作ったとしても，意味のある数値となる保証はなく，またそれらの数値が他の企業や他の組織の数値と比較可能であるとは限らない。第５に，これらの要因を企業が逆手に取り，自社にとって都合のよい貨幣価値換算額を導出する可能性を排除できない。第６に，簿記一巡の手続きのような標準化された手続があるわけではないので，個々のインパクトを特定して貨幣換算するには相当な労力と高度な専門性を要する。

このうち第１から第４までの指摘は貨幣換算の方法論に関わる。この点についてハーバード・ビジネス・スクールのインパクト加重会計プロジェクトを主導したセラフェイムらは，次のように述べている。「私たちは，すべてのインパクトを調査，分析し，組み込めるわけではないことを認識しているし，いくつかのインパクトの貨幣価値換算係数が完璧からほど遠いことも認識している。しかしそれは，私たちが数千年にわたって使って来た財務会計の数値でも同じことだ。財務会計の数値も判断や経営者の裁量，将来の予測に依存している。リース会計や退職給付会計，

株式投資の評価の場合のように，しばしば会計ルールの単純な変更が貸借対照表を数兆ドルも変化させ，組織の業績を根本的に異なる姿で描く損益計算書をもたらすではないか」（Serafeim *et al.*, 2019, pp.30）。

すなわち評価手法が未成熟であることは，インパクト会計の決定的な問題ではない，というのである。しかし財務会計の場合は判断や評価に依存する部分があるとしても，基礎となる数値には市場で決まる取引価格という裏付けがあり，最終的にはキャッシュフローという実態に結びつくという点で，インパクト会計と本質的に異なる。したがってインパクト会計を財務会計と同列に論じることはできないだろう。

インパクト会計を実際に行うには高度な専門性を要するという点については，インパクトの分野ごとに貨幣換算の係数を示すという対応方法が考えられている。前述の通り，インパクトエコノミー財団は，『Key Impact Categories & Monetary Valuation Factors』と題した報告書の中で，Monetisation Factorと称する換算係数の一覧表を掲載している（True Price Foundation, 2024）。IFVIとVBAもトピック別方法論として，温室効果ガスや適正賃金などテーマごとに報告書を公表し，Value Factorと呼ぶ換算係数を示している。

このような方法で膨大なFactorを誰かがあらかじめ用意すれば，計算自体はできるようになるかもしれない。しかしそうすることは，何を意味するのだろうか。そしてそれは，市場を利用することになるのか。ここで改めて「市場を利用する」とはどういうことなのかを考えることにしたい。

表 1　貨幣価値換算の課題

1．貨幣価値換算の方法論の選択が評価額に影響。
2．貨幣価値評価額に含まれる誤差。
3．適切な貨幣価値換算が困難な外部性の存在。
4．比較可能性が担保されない。
5．恣意的な貨幣価値換算の可能性。
6．高度な専門性を必要とする。

出所：林・松山（2023）を基に筆者作成

3　「市場を利用する」とは何か

3.1　利潤動機への働きかけ

「市場を利用する」とは何をすることなのかは，市場の本質をどのようなものと捉えるかに関わる。一般に市場の特性は，政府との対比で理解することが多いだろう。その場合，市場とは，

個々の参加者が自らの利潤最大化を目指して行動する結果，社会全体として適切な資源配分を実現する場だと考えられる。それは，すべての資源配分を政府が決めるのに比べ，効率性の点で優れている。多数の参加者の多様な判断の結果として，適切な価格と数量が決まるメカニズムは，市場の「価格（価値）発見機能」と言える。

このとき市場参加者の間に情報の非対称性があれば，情報劣位の者が不利益を被り，市場の効率が損なわれる。それを防ぐため，特に金融資本市場では情報開示を制度化している。情報開示の中核をなすのが会計である。その意味で会計とは，元来，市場を効率的に機能させるためのツールであり，「市場を利用する」ことを前提にした仕組みであると言える。

環境・社会課題との関係に目を向けると，価格がつかない要素は市場で考慮されないため，市場に任せるだけでは負の外部性が生じる。そこで政府が一定の介入をすることで，負の外部性の発生を抑える努力をする。公害防止のための排出規制や労働基準法などは分かりやすい例だが，温室効果ガスの排出削減のように複雑な問題は，一律の規制になじまない。その種の課題に対応するために，排出量取引や炭素税，炭素賦課金などのカーボンプライシングのような，経済的手法が考えられている。これは，市場参加者が利潤動機で行動することを前提に，その利潤動機に働きかけることによって，市場参加者の行動を誘導する方法と言ってよいだろう。環境課題に取り組むために市場を利用する分かりやすい例である。

一方，市場参加者の動機は利潤動機だけではないかもしれない。そうだとすると，市場を利用するということの意味も広がり得る。実際，サステナブルファイナンスの関係者の間では，なぜ環境・社会の要因を考慮するのかという，投資家の動機に着目した議論が行われている。次節でこの点を確認したい。

3.2　市場参加者の動機

サステナブルファイナンスを国際的に牽引してきた責任投資原則（PRI）事務局は，UNEP FI，Generation Foundationと共同で，イギリスの大手法律事務所であるフレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガーに委託して2021年に『インパクトの法的枠組み』と題した報告書を公表した（Freshfields Bruckhaus Deringer, 2021）。同報告書は，11か国・地域を対象に機関投資家が投資判断において環境的・社会的インパクトを追求することの法的扱いについて調査したものである。この中で彼らは，新たに「サステナビリティインパクトのための投資（Investing for Sustainability Impact: IFSI）」という概念を提起した。これは，財務的リターンとともに環境や社会へのポジティブなインパクトを生むことを意図した投資行動を広く指す概念である。

IFSIは，なぜそれを行うかという投資家の動機の観点から2つに区分される。1つは，安定した自然環境や社会を守ることが経済活動の基盤を守ることにつながり，結果的に投資ポートフォリオ全体の価値を守ることになるという論理で行われるもので，手段的IFSI（Instrumental IFSI）という。もう1つは，サステナビリティインパクトを生むこと自体に価値があると考えるもので，

目的的IFSI（Ultimate-ends IFSI）と呼ばれる。いずれも，市場参加者には短期的・直接的な意味での利潤動機以外の動機があり得ることを示している。

これを踏まえてPRIは2023年に『Progression Pathways』と題する報告書を公表した（PRI, 2023a）。PRIは従来から原則への署名機関に対して責任投資の進捗に関する年次報告の提出を求め，報告内容をレーティングしてきた。しかし投資家によって責任投資を通じて目指すものが違うとすれば，一律の基準でレーティングすることは適切ではない。そこで責任投資の目的に応じてPathway A, B, Cという3つのコースを設定し，それぞれに進捗（progression）を測る基準を定めようというのが，同報告書の提案である。

このうちPathway Aはリスク調整後リターンの改善を図るためにESG要因を考慮するもので，利潤動機に基づく行動と言える。これに対してPathway Bは経済活動の基盤を守るためにESG要因を考慮する考え方で，手段的IFSIに相当する。Pathway Cは最終受益者に環境や社会に配慮したいというサステナビリティ選好があることを前提に，そのような受益者の利益を守る行動を意味し，目的的IFSIにあたる。

このような責任投資のPathwayの考え方は，市場を利用するということの意味を広げるものとなる。たとえばPathway Bで示される手段的IFSIは，経済活動を支える自然資本や社会関係資本など，いわゆる社会的共通資本を守るために市場を利用する方法と言える。一方，Pathway Cで表される目的的IFSIは，サステナブル選好という個人の多様な価値観を実現するために市場を利用する方法と整理できる。それらは，市場を通じて，負の外部性も織り込んだ，真に適切な資源配分を実現しようとするものとも言えるだろう。

実際にそのような動機は存在するのかという点について，PRIは署名機関に対する調査結果を公表している（PRI, 2023b）。それによると「自社にとっての責任投資の説明として最も適切な説明はどれか」との質問に対して，現状では「ESGリスクを管理すること」と答えた組織が30%，「ESGリスクを管理することに加え，現実世界でのサステナビリティアウトカムのために行動すること」と答えた組織が41%であった。同じ質問を将来についてすると，前者の答えは12%に減り，後者の回答が63%に増えた。それは，利潤以外の動機でも市場は動き得ることを示している。

その端的な例としてグリーンボンドを挙げることができる。グリーンボンドとは調達資金の使途をグリーン事業に限定して発行する債券だが，その発行は日本でも年々増えている（鑓水, 2024）。債券をグリーンボンドとして発行することは信用リスクの水準を変えるものではなく，通常の債券でも資金調達できる発行体があえてグリーンボンドのラベルをつけて発行している事実は，市場にリスクとリターン以外の判断が働いていることを示唆する。それは資金使途のコミットメントを求めることで企業行動を誘導するという市場の利用の方法と言えるだろう。

また，日本政府は2023年2月に「GX実現に向けた基本方針」を閣議決定したが，その中でGX実現のために今後10年間で150兆円の投資が必要になるとの試算を示した。そのうちの20兆円は国債（GX経済移行債）でまかなう方針を示し，実際に2024年2月からクライメートトランジショ

ン利付国債として発行を開始した。それによる調達資金の具体的な使途は，2024年7月に発足した脱炭素成長型経済構造移行推進機構（通称：GX推進機構）が今後具体的に決めていくことになるが，GXに関わる民間プロジェクトへの債務保証などを通じて，民間資金の呼び水となることが予定されている。こうしたトランジションファイナンス等による必要資金の動員も，市場を利用する代表的な方法の１つである。

このようにサステナビリティ分野での市場の活用は広範囲に及んでいる。それでは，そのような市場の利用とインパクト会計はどのような関係にあるのだろうか。

4　インパクト会計と市場の利用

4.1　インパクト会計と動機

前述の通り，市場を利用するシンプルな方法として利潤動機に働きかける方法がある。カーボンプライシングのように負の外部性を価格に反映させることで企業行動を誘導する方法である。ではインパクト会計はそのような方法になり得るだろうか。インパクト会計の本質は外部性を貨幣価値評価しようとするものなので，その数値は直接的にはキャッシュフローを伴わない。したがって，市場参加者のマジョリティが利潤動機で動いている状況では，仮にインパクト会計の情報を開示したとしても，それによって市場が動くとは考えにくい。動くとすれば，ポジティブやネガティブのインパクトが将来キャッシュフローに影響する蓋然性が生じた時であろう。

それでは市場参加者の動機そのものへの影響はどうだろうか。インパクト会計は，市場参加者の行動を利潤動機から，たとえばIFSIのように，より広い環境・社会課題を考慮するものへと拡張する手段となり得るだろうか。

環境負荷の貨幣価値換算が人々の意識を大きく変えた例として，スターン・レビューがある。イギリス政府によって2006年に公表されたスターン・レビューは，気候変動がもたらす社会コストを試算し，もし対策をしなければ気候変動のコストとリスクは少なくとも毎年GDPの5％に及び，より広範なリスクとインパクトを考慮に入れると損害は20％以上と予測されるが，最悪の影響を避けるために温室効果ガスを削減するコストはGDPの1％程度に抑えられるとの結論を示した（Stern, 2006）。この試算は，安定した気候環境という経済活動の基盤を守ることの合理性を数値化して示したもので，いわば手段的IFSIの論理を可視化する効果をもった。そのことで，その後のパリ協定へと続く世界の気候変動政策を大きく前進させるものとなった。

これと同様に，個別企業のインパクトを，貨幣数値という分かりやすい形で可視化することは，人々に意識の変化をもたらすかもしれない。IFVIとともにインパクト会計を推進するVBAは，ウェブサイトの最初に「私たちのビジョンは，企業の成功が単に財務パフォーマンスだけでなく，社会，環境，経済への貢献によっても測られるよう，企業の価値創造の概念を再定義することだ[1)]」

と記しており，市場参加者の意識に変化をもたらす狙いがあることがわかる。問題は，自主的な開示では体系的な開示をするインセンティブが働かないことである。

現在すでにいくつかの企業がインパクト会計と称した情報の開示を始めている（エーザイ，2023；ヤマハ発動機，2023）。しかしこれらはいずれも，当該企業のすべての重要なインパクトを体系的に整理したものではなく，特定の社会貢献活動に焦点を当て，それが社会にもたらす正の影響を金額換算してみたものに過ぎない。企業の立場からすれば，社会に良いことをしていても，短期的な利益につながらないことは適切に評価されないという現状への対応であり，社会的価値の主張として理解できる。だが，林・松山（2023）が課題として指摘したように，それは自社にとって都合のよい貨幣数値だけを恣意的に開示するものだとの見方もできる。それでは計算体系という意味での「会計」とは言えないだろう。

それでは仮にインパクト会計を制度化し，恣意的にではなく，体系的に開示するようになるとしたら，どうだろうか。それは市場を利用することにつながるのか。そして目指すべき方向なのか。節を改めて考えてみたい。

4.2　インパクト会計と投資判断

インパクトエコノミー財団とIFVI・VBAのいずれのフレームワークも，インパクト加重会計ないしインパクト会計として，広範囲にわたるポジティブ及びネガティブのインパクトを貨幣換算し，環境的･社会的インパクトを加味した企業のパフォーマンスを計算する体系を目指している。仮に多くの企業がフレームワークに沿って，部分的・恣意的にではなく，体系的にインパクト会計の計算を開示するようになるとしたら，どうだろうか。

まずそのような情報は市場参加者に気づきを与え，動機に影響を与えるかもしれない。だがそれだけでなく，「企業の成功が単に財務パフォーマンスだけでなく，社会，環境，経済への貢献によっても測られる」ようにするというインパクト会計の構想は，それが意思決定に使われることを含意している。では仮にインパクト会計が投資判断に使われるようになるとしたら，何を意味するのだろうか。この点を理解するには，まず環境的・社会的インパクトを考慮した意思決定の性質を考える必要がある。

2024年6月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」で「インパクトを含む非財務的要素を考慮することは，ESGの考慮と同様，『他事考慮』に当たらない」と明記し（新しい資本主義実現会議，2024），受託者責任上の問題がないことを政府としても確認するなど，IFSIを推進する環境は整ってきた。しかし，たとえIFSIという規範が受け入れられたとしても，それだけでは環境・社会課題の解決は保証されない。現実の環境・社会課題は複雑で多様な上，相互に密接に関連するからである。

たとえば脱炭素を実現するには既存の技術だけでは足りないので，誰かがリスクをとって，現時点では実用化されていない技術や不確実な可能性にも投資する必要がある。その結果起きる産

業構造の転換は新たな産業を生む一方，職が失われる可能性もある。それは経済格差の拡大や中間層の更なる縮小を招くおそれがあり，公正な移行への配慮が求められる。だが雇用維持の論理で既存産業を守る力が強まりすぎれば，脱炭素社会への移行自体が手遅れになる危険もある。他方で，脱炭素を目的にしたバイオマスの利用は生態系や生物多様性の保護と衝突する場合もあり，脱炭素技術に不可欠な希少金属は地理的な分布の偏りのために特定の国の人権問題と関わる可能性もある。

このように環境的・社会的インパクトを考慮した意思決定とは，現実には，きわめて複雑で不確実性の高い判断となる。では，その複雑で難しい意思決定を誰が，どのように行えばよいのか。原理的には，政府が決めるか，市場が決めるかのどちらかであり，現実にはその2つを両極とした中間ということになるだろう。

「政府が決める」の典型は計画経済だが，そこまで極端でなくても，環境的・社会的な観点から何が正しい投資なのかを政府が決める例はある。たとえばEUでは，2020年に成立したいわゆるタクソノミー規則（EU，2020）に基づき，気候変動の緩和，気候変動の適応など環境に関する6分野でタクソノミーを定めている。ここでいうタクソノミーとは環境的にサステナブルと考えられる事業活動を分類したもので，サステナブルファイナンスと呼べる投資かどうかの判断を示したものと言える。今では中国，オーストラリア，ASEANなども独自のタクソノミーを持つ。日本にタクソノミーはないが，グリーンボンドに関しては，環境省がグリーンボンドガイドラインの付属書1としてグリーンリストを作成している。この日本のグリーンリストは例示列挙なのでタクソノミーではないが，少なくともリストに載ったものはグリーン事業と言えるという意味で，政府が判断を示していることになるだろう。

これに対して「市場が決める」とは，市場の選択に委ねることを意味する。多様な投資家がそれぞれ自らの判断で環境的・社会的に望ましいと考える投資を行い，結果として資金が集まった投資が市場の判断ということになる。いわば市場の「価値発見機能」に期待する方法と言える。それによって実際に環境・社会課題が解決に向かうには，(1) 多くの投資家が市場に参加し，(2) 彼らの間で環境的・社会的インパクトを追求すべきという規範が共有され，(3) 個々の投資家が複雑な環境・社会課題の関係性を理解するという高いリテラシーを持つ，という条件が必要となる。

政府が，そのような投資家の規範やリテラシーを不十分だと考えれば，タクソノミーなどの強制力を強める方向に進むだろう。それは，投資家にとってもリテラシーの不足を補えるという意味では，助けになるかもしれない。

しかし，きわめて複雑に入り組んだ環境・社会課題のすべてを政府などの少数の人間が常に正しく判断できるだろうか。タクソノミーも柔軟に見直せればよいが，実際には一度策定すると簡単には変えられないかもしれない。市場が真に機能するならば，多くの参加者と情報が集まる市場に委ねる方が，妥当な判断に至る可能性もある。むしろ市場が適切に価値発見機能を発揮できるように規範とリテラシーという条件を整えることに注力する方がよいのではないか。この点に

「市場を利用する」ということの積極的な意味があるようにも思われる。

環境的・社会的インパクトを考慮した意思決定の性質と「市場の利用」の意味をこのように理解した場合，インパクト会計はどのように位置づけられるのか。

市場が機能するための条件の1つに十分な情報開示がある。インパクト会計も「会計」なので，一見，情報の非対称性を緩和するためのツールであるように思える。たしかに環境・社会課題に関するリテラシーの低い投資家にとっては，分かりやすい判断材料に見えるかもしれない。だが，Monetisation FactorやValue Factorなどの換算係数を使った貨幣価値換算では，たとえば温室効果ガスの排出削減と公正な移行の関係や，希少金属の調達と人権問題といった複雑な要因を考慮することは難しい。インパクト会計は環境・社会課題の複雑な側面を単一の貨幣数値へと単純化する方法なので，むしろ情報量を減らす方向に働く可能性がある。

またインパクト会計はインパクトを単一の貨幣数値に換算するため，評価の多様性が許容されない。たとえば生態系と生物多様性に関する国際的な研究者ネットワークであるIPBESは，自然の価値の評価に関する2022年のレポートで，私たちは自然の価値に対する見方が狭いとし，創薬につながる未知の遺伝子情報や森林の洪水防止機能といった有用性に基づく価値だけでなく，自然とともに暮らすことで得られる生活の質や，先住民族や地域コミュニティなどの異なる世界観と価値観など，多様な価値の評価があり得ることを指摘している（IPBES, 2022）。しかしインパクト会計ではMonetisation FactorやValue Factorという形で特定の価値評価が適用されるので，価値の多様性を表現することはできない。

このようにインパクト会計は，あらかじめMonetising Factorなどの換算係数によって価値を規定するものであって，市場の判断を通して複雑で多様な環境・社会インパクトの価値を見つけていくものではない。その意味でインパクト会計は，少なくとも市場の価値発見機能を利用する方法とは言えないだろう。

4.3　インパクト投資とインパクト会計

インパクト会計があることでインパクト投資が可能になるのではないか。あるいはインパクト投資がしやすくなるのではないか。したがってインパクト会計はやはり市場を利用するためのツールなのではないか。そのような疑問があるかもしれない。

たしかにインパクト会計の提唱は，インパクト投資が注目され，その規模を拡大した時期と重なっている。また，インパクト投資の国際的な推進団体であるGSG Impactの会長であるロナルド・コーエンが，IFVIの理事会の会長を務めるなど，インパクト投資の関係者がインパクト会計にも関わっている。そのため両者は一体のもののように見えやすい。だが，実際にはインパクト投資を行うのに貨幣価値換算が必要なわけではない。

インパクト投資とインパクト会計に関係がありそうに思われるのは，インパクト投資とはインパクトの高い投資先（Impactfulな企業）を選んで投資することだという誤解があるからだろう。

すると，インパクト会計によってインパクトの大きさが比較できるようになれば投資判断がしやすくなるように思われやすい。しかしそれは，インパクト投資に対する誤解である。

インパクト投資とは，GIIN（Global Impact Investing Network）の定義によれば「財務的リターンとともに測定可能でポジティブな環境的・社会的インパクトを生むことを意図して行う投資[2)]」である。ここで鍵となるのは，投資家自身がインパクトを生む「意図」を持つことである。そして意図を実現するためにIMM（Impact measurement and management）を行う。具体的には，解決すべき環境・社会課題を特定し，課題解決に至る道筋であるセオリー・オブ・チェンジとロジックモデルを策定し，そのロジックモデルに沿って投資先を選び，KPIを用いて進捗を管理していく。決して「インパクト会計によって計算したインパクトの大きい企業を選んで投資する」といったものではない。

それにも関わらず，なぜインパクト会計が提唱されるのかと言えば，おそらく，インパクト投資ではない通常の市場関係者にも，インパクトを意識して投資判断をするという規範を植え付けたいと考えるからではないか。前述のVBAのビジョンはそのように考えると分かりやすい。その意図は「市場を利用する」というより，「市場のあり方を変える」ということなのではないか。それは，サステナブルファイナンスがこれまで取り組んできたことでもある。

4.4　ESG評価とインパクト会計

インパクト投資より広い概念であるサステナブルファイナンスの残高は2022年時点で30兆ドルと言われ，一定の広がりを見せている（GSIA, 2023）。非財務情報開示については制度化も進み始め，MSCIやFTSEなどのいわゆるESG評価機関によるレーティング情報も利用されている。ESG評価機関の具体的な評価基準には各社の主張やノウハウが反映され，評価結果も多様なものとなっているが，基本的な方法論には共通性がある。すなわちESGの各要素を細分化し，項目ごとに何らかの形で評点を付し，ウエイトづけなどの操作をした上で集約するというものである。

これらは環境・社会へのインパクトだけを評価しているわけではないかもしれないが，ESG要因を意識して投資判断をするという規範の形成には一定の役割を果たしているだろう。他方で，林・松山（2023）が指摘するインパクト会計の課題のうち，評価方法によって評価額が異なる，同じ方法であっても評価に誤差が含まれるといった点は，ESG評価にもそのまま当てはまるだろう。むしろインパクト会計と比べても，評価結果となる数値やグレードに客観的な根拠は薄いとも言える。逆に言えば，仮にインパクト会計を体系的に実施するとした場合，新しいESG評価の一種だと考えれば理解しやすい。

だがむしろ，本稿におけるここまでのインパクト会計に関する検討が示唆するのは，ESG評価という概念の限界である。複雑に入り組んだ環境・社会課題を正しく貨幣価値に換算することが難しいのであれば，それを単一のESG評価に落とし込むこともミスリーディングだろう。機関投資家が責任をもってサステナブルファイナンスを行うためには，単純化したESG評価に頼るので

はなく，たとえばトランジションと産業競争力と雇用維持の関係や，軍事政権・内戦・国際紛争と人権とビジネスの関係など，現に直面していながら簡単には答えの出ない問題を，自らの視点で解きほぐす深いリテラシーと信念や哲学を持つ必要がある。そのような独自の視点をもった投資家が多数参加することで，市場が真に機能するのではないか。

5　最後に―市場の功罪

本稿ではインパクト会計をテーマに，市場を利用するとはどういうことかを検討してきた。市場を利潤動機が貫徹する場と捉え，利潤動機に働きかけることで企業行動を誘導することが「市場の利用」だと考えるなら，インパクト会計の関わりは考えにくい。

一方，サステナブルファイナンスの分野では，短期的で直接的な利潤だけでなく，手段的IFSIや目的的IFSIへと投資の目的観が拡大しつつある。インパクト会計も，環境的・社会的インパクトを可視化することで，そのような市場参加者の動機の拡大に貢献するかもしれない。

ただし，現実の環境・社会課題は相互に密接に関連し，簡単な解決策は見つけにくい。だからこそ，多くの投資家の取引の結果として環境的・社会的インパクトも織り込んだ適切な資源配分を実現する機能が，市場には期待される。このような価値発見機能こそ「市場の利用」だとすれば，一律のFactorを使って貨幣価値換算するインパクト会計ではなく，個々の投資家が複雑な環境・社会課題を的確に理解するリテラシーを持つことが必要だというのが，本稿の主張である。

ESG評価やインパクト会計は過去の実績と現状の評価だが，環境的・社会的インパクトを生むのは将来の行動である。だとすれば，単にインパクト実績の高い企業を評価して投資するのでなく，投資先企業に長期にコミットして投資家が目指すインパクトが生まれるようにエンゲージメントしていくことが重要である。その意味では，市場のあり方自体が「評価の場」から「対話の場」へと変化する過程にある中で，評価に主軸を置くインパクト会計の構想は，やや旧来型の発想のようにも思える。

「市場の功罪」という統一論題のテーマの背景には，「市場の使い過ぎ」ではないのかという暗黙の問いかけがあったかもしれない。しかし，市場の利用を「対話の場」として捉えるならば，むしろ市場はまだ十分に使いこなせていないと言えるのではないだろうか。

注

1）https://www.value-balancing.com/　2024年7月29日確認。

2）https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/#what-is-impact-investing　2024年7月29日確認。

参考文献

David F. Linowes, (1968) “Socio-Economic Accounting,” *The Journal of Accountancy, November 1968*,

EU(2020) *Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (Taxonomy Regulation)*.

Freshfields Bruckhaus Deringer (2021) *A Legal Framework for Impact*, PRI, UNEP FI and Generation Foundation.

George Serafeim, T. Robert Zochowski and Jen Downing(2019) *Impact Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy*, Harbard Business School white paper.

GSIA (2023) *Global Sustainable Investment Review 2022*, Global Sustainable Investment Alliance.

Impact Economy Foundation (2024) *Impact Weighted Accounts Framework*, Impact Economy Foundation.

International Foundation for Valuing Impact (IFVI) and Value Balancing Alliance (VBA) (2024a) *Conceptual Framework for Impact Accounting*, IFVI and VBA.

International Foundation for Valuing Impact (IFVI) and Value Balancing Alliance (VBA) (2024b) *Greenhouse Gas Emissions Topic Methodology (Exposure Draft)*, IFVI and VBA.

IPBES (2022) *The Methodological Assessment Report on the Diverse Values and Valuation of Nature: Summary for Policymakers*, Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services.

Nicholas Stern (2006) *The Economics of Climate Change: Stern Review*, UK Government.

PRI (2023a) *Progression Pathways: Advancing Responsible Investment Practices Among PRI Signatories*, Principles for Responsible Investment.

PRI (2023b) *PRI in a Changing World: Signatory Consultation*, Principles for Responsible Investment.

True Price Foundation (2024) *Key Impact Categories & Monetary Valuation Factors*, Impact Economy Foundation.

新しい資本主義実現会議（2024）『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版』内閣官房。

エーザイ（2023）『価値創造レポート』。

林寿和・松山将之（2023）「インパクト加重会計の現状と展望－半世紀にわたる外部性の貨幣価値換算の試行を踏まえた一考察」金融庁金融研究センター『FSA Institute Discussion Paper Series』DP2023-1。

ヤマハ発動機（2023）『統合報告書2023』。

鑓水洋（2024）『国内グリーンファイナンスの現状と取組推進に向けた政府・環境省の施策』環境省。

水口　剛（高崎経済大学経済学部）