



日本における インパクト投資の現状

2019

2020年3月31日（修正版：2020年12月24日）

Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会

要 旨

日本におけるインパクト投資の現状

GSG国内諮問委員会による2019年度のアンケート調査の結果、日本におけるインパクト投資市場は、少なくとも3,179億円のインパクト投資残高があることが確認された。

また、本年度インパクト投資を実施した5件が新規に取組を行った団体であり、2018年度から継続してアンケートへの回答があったインパクト投資を実施している団体11件のうち9件は投資の規模が拡大している。

2019年度の主な動き

日本におけるインパクト投資市場における主な動きは以下の2点があげられる。

① 新たな金融機関のインパクト投資市場への参入

本調査の結果、インパクト投資を実施した団体のうち、新たにインパクト投資を実施した団体が全体の約3割を占めており、その顔ぶれは資産運用会社、機関投資家とインパクト投資のプレイヤーが幅広く拡大していることが把握できた。今後もさらなる金融機関がインパクト投資市場に参入することが期待される。

例えば、国内においては、日本インパクト投資2号ファンドが組成されたが、本ファンドには、新生銀行グループ単独による1号ファンドとは異なり、新生銀行グループ以外の財団、金融機関、事業法人、学校法人が共同GPやLPとして参画している。また、株式会社日本政策投資銀行がイギリスのBridges Fund Management Limited (以下、Bridges) が組成するソーシャル・インパクト・ボンドを対象としたファンドに対して出資を行い、Bridgesと戦略的パートナーシップ関係を構築する業務協力合意書を締結した。これらの取組から、新たにファンドに参画した金融機関による知見の蓄積が期待され、更なるインパクト投資の拡大も期待される。

② インパクト投資の政策面における展開

2019年に開催されたG20大阪サミットの首脳宣言において「ブレンディッド・ファイナンスを含むその他の革新的資金調達メカニズムが各国の共同の取組を高めていく上で重要な役割を担う」と言及された他、安倍総理のスピーチにおいても、「日本は、地球規模課題の解決に必要な資金確保のため、社会的インパクト投資や、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達の在り方を検討し、国際的議論の先頭に立つ考え」であることが明言された。また、内閣府が、地域の社会課題の解決に向けた地方創生SDGs金融のあり方等について調査及び検討を行う場として、「地方創生SDGs金融調査・研究会」を設置し、地方創生SDGs金融の推進を検討している。これらの政策的な展開からも、今後のインパクト投資の拡大・推進が期待される。

日本におけるインパクト投資の現状 2019

04 The Global Steering Group for Impact Investment (GSG)
および国内諮問委員会について

05 本報告書について

第Ⅰ章 インパクト投資とは

06 ① インパクト投資の歴史と現状

11 ② 日本におけるインパクト投資の歴史と背景

第Ⅱ章 日本におけるインパクト投資市場

14 ① インパクト投資市場規模推計にあたって

①-1 調査の視点

①-2 インパクト投資の定義

15 ② インパクト投資の抽出方法

②-1 インパクト投資の抽出の観点

②-2 2018年度調査との比較

16 ③ インパクト投資市場規模推計のための調査対象

17 ④ インパクト投資市場規模の集計結果

④-1 概要

20 ④-2 インパクト投資の現状に関するグローバルとの比較

23 ④-3 SDGsとの紐づけについて

24 ④-4 インパクト投資の認知度

25 ④-5 今後のインパクト投資について

27 ④-6 インパクト投資についての開示

28 ⑤ インパクト投資のケーススタディ

41 ⑥ インパクト投資市場から得られる示唆

43 総 括

44 寄稿等 インパクト投資に関するトピック

45 ① ESG投資とインパクト投資の関係性

50 ② インパクト投資の意義と実態

54 ③ 国内におけるSDGs×金融の動向

The Global Steering Group for Impact Investment (GSG) および国内諮問委員会について

The Global Steering Group for Impact Investment（以下、「GSG」という）は、2013年6月に、先進国首脳会議（以下、「サミット」という）で、当時議長国のイギリス・キャメロン首相の呼びかけにより、インパクト投資をグローバルに推進することを目的として創設された。もともと「G8社会的インパクト投資タスクフォース」と呼ばれていたものが2015年8月に新たに5カ国が参画したタイミングでその名称を変更したものである。同タスクフォースの議長には、イギリスの休眠預金活用基金、ビッグ・ソサエティ・キャピタルの創設者であるロナルド・コーエン卿が就任し、2013年から2014年にかけて会合が行われ、2014年にはタスクフォースレポートが発表された。2015年にGSGに名称変更した後は、年に1回の総会の他、注力分野ごとの分科会が組成され活動が拡大している。

GSGでは各国の国内で諮問委員会を組成することが参画要件となっている。2014年に立ち上げられた日本のGSG国内諮問委員会（旧：G8社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会）は、日本国内の各界有識者で構成され、インパクト投資に関わる様々な事項についての活発な情報共有・議論が行われている。

2019年12月末現在、GSG国内諮問委員会は次のメンバーで構成される。

委員長

- 小宮山 宏 株式会社三菱総合研究所 理事長

副委員長

- 鵜尾 雅隆 特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会 代表理事

委 員

- 大野 修一 公益財団法人笹川平和財団 理事長
- 入江 浩 株式会社三井住友銀行 常務執行役員
- 渋谷 健 コモンズ投信株式会社 会長
- 白石 智哉 一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ 理事
- 深尾 昌峰 プラスソーシャルインベストメント株式会社 代表取締役会長
- 藤村 武宏 三菱商事株式会社 サステナビリティ・CSR部長
- 三木谷 浩史 一般社団法人新経済連盟 代表理事
- 飯島 弘行 株式会社みずほ銀行 常務執行役員
- 山田 順一 独立行政法人国際協力機構（JICA） 理事

また、GSG国内諮問委員会の事務局は、一般財団法人社会変革推進財団、Asian Venture Philanthropy Network、株式会社風とつばさ、ケイスリー株式会社、特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会が共同で行っている。

本報告書は、GSG国内諮問委員会により発行された「日本における社会的インパクト投資の現状（2014年7月）」、「社会的インパクト投資の拡大に向けた提言書（2015年5月）」および「日本における社会的インパクト投資の現状2016（2016年9月）」「同2017（2018年2月）」「同2018（2019年3月）」に続き、日本のインパクト投資市場の現状を報告するものである。なお、本報告書よりGSG国内諮問委員会における議論を踏まえ、「インパクト投資」の呼称を使用しているが、昨年度までの「社会的インパクト投資」と同義である。

本編の「第Ⅰ章 インパクト投資とは」では、世界の潮流から見るインパクト投資の歴史と定義について、「第Ⅱ章 日本におけるインパクト投資市場」では、日本におけるインパクト投資に関する調査報告という構成となっている。

日本におけるインパクト市場の調査においては、国内のインパクト投資を実践する関係者へのアンケートのみならずインタビュー、公開資料の調査等を実施することで、数値を算出した。

本報告書は、GSG国内諮問委員会の監督のもと作成され、本報告書のための調査および執筆はケイスリー株式会社によって行われた。また、アンケートやヒアリングをはじめ、本報告書作成にあたりご協力いただいた方々に改めて謝意を表する。

調査および執筆者

ケイスリー株式会社 熱田 瑞希、落合 千華、鬼澤 綾、片岡 聡明、幸地 正樹

※ご質問・ご意見は、GSG国内諮問委員会事務局までお願い致します。

一般財団法人社会変革推進財団 <info@siif.or.jp>

第1章 インパクト投資とは

① インパクト投資の歴史と現状

インパクト投資とは、インパクト投資のグローバルネットワークであるGlobal Impact Investing Network (GIIN)¹によれば、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およ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である。GIINは、インパクト投資の4つの中核的な特徴を、①明確な意図をもって、投資を通じて、財務的なリターンと並行し環境や社会にポジティブなインパクトをもたらすことに貢献していること (Intentionally contribute to positive social and environmental impact through investment alongside a financial return)、②エビデンスやインパクトデータを活用して投資戦略を設計すること (Use Evidence and Impact Data in Investment Design)、③インパクトパフォーマンスの把握を通じて投資をマネージしていること (Manage Impact Performance)、④インパクト投資の発展に貢献していること (Contribute to the Growth of Impact Investing)、と定義している。²

インパクト投資は、インパクト投資に関わる資金提供側、資金需要側や投資中間団体にも多様なニーズがあり、欧米を中心に、徐々にその市場が拡大している。

本節では、インパクト投資の発祥の歴史と背景を振り返り、世界の市場規模について整理する。

①-1 インパクト投資の歴史と背景

「インパクト投資」という用語が最初に使用され始めたのは、2007年にロックフェラー財団（アメリカ）によって開催された会議だとされ、約10年の歴史となる。さらに遡って、欧州では、1968年にオランダでトリオドス銀行 (Triodos Bank) の基となる勉強会が立ち上がり、環境課題・社会課題の解決に貢献する金融機関が必要だという議論が始まった。そしてソーシャルビジネスに資金提供するための財団が1971年に設立³されたことが、欧州でのインパクト投資の発祥といえる。その後、ソーシャルファイナンスやコミュニティファイナンス、環境ファイナンスなど、様々な冠をつけた専門の金融機関や組合が多数現われた。トリオドス銀行のほか、イギリスのコーポラティブグループ、ドイツのGLS コミュニティ銀行など協同組合から発展した例がある。このようにインパクト投資の起源は、欧米に発端を見ることができるが、各歴史について以下で振り返る。

欧州のインパクト投資の市場は、約50年の歴史があるが、大きな契機となったのは、2000年にイギリスのロナルド・コーエン卿が率いた「社会的投資タスクフォース」が設立されたことである。これにより、イギリスを中心としてインパクト投資の市場拡大に向けた様々な財団・団体・企業などが新しく立ち上がり、活動が広がっていった。イギリスでは、この後、2002年にコミュニティ投資に特化した初めての基金ブリッジズベンチャーズ (Bridges Ventures) の設立、コミュニティ開発金融機関 (CDFIs) を通じた社会的投資減税の開始、チャリティ銀行 (Charity Bank) の設立が実現し、2004年には会社法が改正されて新たにコミュニティインタレストカンパニー (Community Interest Company) という法人形態が生まれ、資産と利益を地域に還元することを要求される株式会社または保証有限会社等の運用が開始された。2010年には官民連携で実施する成果連動型のインパクト投資手法の

¹ <https://thegiin.org/>

² GIIN, <https://thegiin.org/characteristics>

³ Monitor Institute「Investing for Social & Environmental Impact」(2009年)

投資手法の1つであるソーシャル・インパクト・ボンド⁴(以下、SIBとする)が世界で初めて組成された。また、2012年には英国で休眠預金と銀行からの資金を原資にしたファンド・オブ・ファンズとしてインパクト投資市場へ資金供給を行うビッグ・ソサエティ・キャピタルが設立され、2017年にはパークレイズ銀行がイギリスの大手銀行で初めてインパクト投資ファンドであるマルチ・インパクト・グロース・ファンドを設立した。

他方、アメリカでも、起源は欧州と同時期にみることができる。1968年にフォード財団が主導で、Program related investment (PRI) が導入された。PRIとは、財団組織が基本財産の一部を使って投資・融資などの手法で社会的事業を支援する仕組みのことで、低利の学資ローン、貧困層の雇用創出に繋がるビジネス、低所得者向け住宅建設プロジェクト等に資金提供されている。1994年にはリーグル地域開発および規則改善法(Riegle Community Development and Regulatory)が制定されたことで、コミュニティ開発金融機関(CDFIs)を通しての地域経済活性化が促進され、2000年にはすでにPRIの市場が30億米ドル以上になっていた。ロックフェラー財団が「インパクト投資」という言葉を用い始めた2007年以降は、2008年の金融危機への反省をきっかけに、健全な社会を構築するための投資のあり方として新たな取組みの必要性が浮き彫りになり、民間セクターからの参入が加速した。例えばゲイツ財団等米国のIT起業家による取組みの拡大、金融機関ではゴールドマンサックスによるソーシャルインパクトファンドの設立(2013年)、モルガンスタンレーによるインパクト・インベストメント・サービスの開始(2012年)などが挙げられる。ロックフェラー財団、GIINとJPモルガンが共同で「インパクト投資」と題した年次報告書⁵を初めて公表したのも2011年である。金融機関以外の民間の広がりも大きく、近年のアメリカでは、Facebook創業者のマーク・ザッカーバーグが、保有するFacebook株の99%(450億米ドル)を生涯に渡って寄付すると発表し、インパクト投資も行うチャン・ザッカーバーグ・イニシアチブ(Chan Zuckerberg Initiative)を2015年に設立したほか⁶、ロックバンドU2のボノとTPG Growthがインパクト投資を目的にライズファンドを2018年に共同設立し、20億米ドルを集めた⁷。

こうした動きを経て、2013年のサミット(議長国:イギリス)において、インパクト投資をグローバルに推進することが決まり、その加盟国が中心となり2015年にGSGが発足した。GSGは、イギリスのロナルド・コーエン卿を会長とし21ヵ国⁸と欧州連合(EU)が加盟しており、各国政府により政策が実施され市場が発展を遂げてきている。2018年にはG20ブエノスアイレス・サミットにおいて「インパクト投資」が首脳宣言に掲載され⁹、2019年G20大阪サミット的首脳宣言において「ブレンディッド・ファイナンスを含むその他の革新的資金調達メカニズムが各国の共同の取組を高めていく上で重要な役割を担う」と言及されるなど、インパクト投資が推進されることにつながっている。G20大阪サミットの直後に行われたG7パリ・サミットにおいてもまた、インパクト投資の推進について強調された¹⁰。

⁴ ボンドとあるが債券ではなく、行政と事業者の成果連動型委託契約および外部からの民間資金調達を組み合わせた仕組みを指す

⁵ J.P. Morgan, the Rockefeller Foundation and the GIIN「Impact Investments」(2010年)

⁶ The Guardian「Mark Zuckerberg and Priscilla Chan announce baby girl – and \$45bn charity initiative」(2015年)

⁷ World Economic Forum「The Rise Fund」(2018年)

⁸ <http://gsgii.org/>

⁹ <https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000424876.pdf>

¹⁰ <https://gsgii.org/2019/07/g7-ministers-issue-supportive-statement-on-impact-investment/>

図表 1 「インパクト投資」年表¹⁾¹⁾ http://www.siif.or.jp/wp-content/uploads/2019/07/SIIF_annual_report_2018.pdf

①-2 インパクト投資を取り巻く関連組織の動向

インパクト投資をグローバルで推進することを目的とした組織は、GSG以外にもGIIN、Impact Management Project (IMP)、SDGs Impactの3つが代表的な組織として挙げられる。

①-2-1 Global Impact Investing Network (GIIN) GIIN (the Global Impact Investing Network) は、インパクト投資の活性化を目的にロックフェラー財団を中心とした投資家達によって着想され、創設された。インパクト投資の活性化に関しては、具体的には、インパクト投資家のグローバルなネットワークを構築すること、社会的・環境的な社会的インパクト評価指標の標準化を行うことを実践しており、設立当初のプロジェクトとしては、アフリカ、

サブサハラ地域での持続可能な農業のための投資ワーキンググループの発足が挙げられる。

また、GIINはインパクト投資の指標カタログとしてIRISを作成し、数年にわたりアップデートを重ねてきたが、2019年5月に、指標群であるIRISをその一部として含みインパクト投資家が彼らのインパクトを測定・管理し、活用するためのツールセットである、IRIS+を公表した¹²。

2019年10月にはアムステルダムで「GIIN Investor Forum 2019」が開かれ、1,200人を超える参加者が集まった。日本からは、社会変革推進財団 (SIIF) を含む5組織がGIINの正式メンバーとして加盟している。

①-2-2 The Impact Management Project (IMP) The Impact Management Project (IMP) は、2016年にBridges Fund Managementなどが中心となり、2,000以上の組織を巻き込んで始められたイニシアチブである。2018年に、企業や投資家向けに知識の共有、シナジーや協業の機会提供、社会的インパクト評価や社会的インパクト・マネジメント¹⁴に対する共通理解の創出のために、The IMP networkが設立された。The IMP networkは、国連開発計画 (UNDP)、国際金融公社 (IFC)、経済協力開発機構 (OECD)、Social Value International (SVI)、the Global Reporting Initiative (GRI)、GIIN、責任投資原則 (PRI)、the World Benchmarking Alliance (WBA)、GSGといった主要メンバー・協力メンバーによって構成されており、日本からは、ケイスリーならびに社会変革推進財団 (SIIF) が戦略パートナーとして加盟している¹⁵。

①-2-3 SDGs Impact¹⁶ 2018年、IMPメンバーの協力のもと、UNDPによって設立された。2016年に国際連合によって採択されたSustainable Development Goals (SDGs) 達成に向けた効果的な投資を可能にするための基準やツールの提供、ネットワーク機会などを提供する。SDGsとは、2015年の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」で示された持続可能な世界を実現するための17のゴール・169のターゲットから構成される。また、「地球上の誰一人として取り残さない (no one left behind)」ことを掲げ、発展途上国のみならず先進国自身が取り組むことも特徴としてあげられており、その達成に向けては、5兆米ドルから7兆米ドルの資金が必要とされている¹⁷。

¹² <https://iris.thegiin.org/>

¹³ <https://impactmanagementproject.com/>

¹⁴ 社会的インパクト評価イニシアチブ「社会的インパクト・マネジメント・ガイドライン Ver. 1」(2018年)

¹⁵ ケイスリーニュースリリース (2019年)

¹⁶ <https://sdgimpact.undp.org>

¹⁷ UNDP「Impact investment to close the SDG funding gap」(2017年)

①-3 インパクト投資の世界における市場規模

GIINによるインパクト投資家に対するアンケート調査(2019年公表分¹⁸)では、世界で約2,390億ドルが運用額として把握されている。また、GIINは、アンケートに回答していないインパクト投資家の運用額も推計した市場規模については、2018年末時点で5,020億ドルに達していると予測している¹⁹。

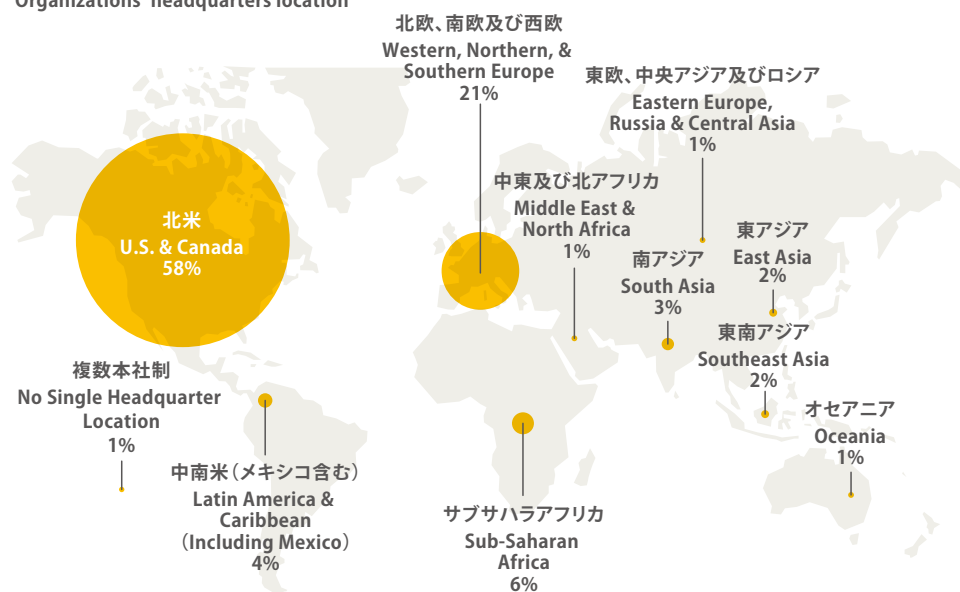
今後の市場拡大について、GIINは、世界で2018年に実行されたインパクト投資が約331億ドルであったところ、2019年は13%増の約373億ドルになると予測している。

GIINによると、2018年の投資先地域は、全体のうち北米向けが28%、中南米向けが14%、サブサハラ・アフリカ向けが14%、欧州向けが10%となっている。2014年から2018年までの5年間の傾向としては、年平均成長率が、中東・北アフリカ向けは43%、南アジア向けは24%、中南米向け21%、東・東南アジア向けが20%となっており、投資先地域の拡がりを見せている。

また、投資先分野としては、金融サービス(マイクロファイナンス13%、その他金融サービス11%)、エネルギー(15%)、食料・農業(10%)が中心となっている。投資先分野についても2014年から2018年までの5年間の傾向として、インフラ分野向けの年平均成長率が61%、水・衛生分野向けが43%、ICT向けが43%と、投資先の分野も多様化の動きを見せている。

図表 2 インパクト投資家の分布

組織の本社所在地
Organizations' headquarters location



n=1102; 本社所在地が不明な組織を除く

n=1102; exclude organizations for which headquarters location was unknown.

¹⁸ GIIN (2019) "Annual Impact Investor Survey" https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf

¹⁹ GIIN (2019) "Sizing the Impact Investing Market" <https://thegiin.org/research/publication/impinv-market-size>

② 日本におけるインパクト投資の歴史と背景

日本におけるインパクト投資市場も成長している。本調査において把握された日本におけるインパクト投資の残高は、2017年には約718億円だったが2019年には約3,179億円になった²⁰。日本のインパクト投資市場の形成には、ESG投資の拡大、少子高齢化などの社会構造の変化、自然災害の影響が大きいといえる。ESG投資とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の側面に配慮して投資判断を行う投資である。世界的な環境問題の深刻化に伴う長期的なリスクの拡大、金融危機をきっかけとした金融市場の短期主義は正への動き、相次ぐ大規模な企業不祥事の発生、社会・環境課題解決型ビジネスへの関心拡大などを背景として、欧米に加えて日本でも市場が拡大しており、2018年には前年比約1.7倍の232兆円の投資残高となっている²¹。社会構造においては、少子高齢化に伴う社会保障費や医療費の政府支出の増加や女性の活躍に伴う子育て支援制度の必要性など従来の公共サービスだけではカバーしきれない分野ができてきている。災害においては1995年の阪神大震災がきっかけとなり1998年に「特定非営利活動促進法 (NPO法)」が制定された。2011年の東日本大震災時には多くの寄付金が国内外から集められたのに加えて、直接的な寄付金・義援金だけではなく、震災復興に取り組む多くのNPOや企業に向けた低金利の融資の仕組みや、あらゆる助成金が立ち上げられた。これらの活動は、緊急支援にとどまらず、そこから派生して、インパクト投資の一つの形態になったものも複数ある²²。

また、政府や自治体の動きも、インパクト投資市場の形成に貢献している部分があるといえる。2016年に法案が可決された休眠預金制度は、2019年に内閣府から休眠預金等活用法における「指定活用団体」に指定²³された一般財団法人日本民間公益活動連携機構 (JANPIA) により資金分配団体が採択され、本格的に開始されている。自治体の関わるSIBプロジェクトが2017年度に八王子市、神戸市で始めて組成され、2018年には広島県の広域連携モデルにも広がり、2019年現在も複数のプロジェクトが実施・計画・検討されている。

②-1 資金需要側動向

社会的課題の解決を目指す事業体 (資金需要側) の動向を2つの角度から確認する。

1つ目は、社会的企業の成長がある。日本には社会的企業に特化した法人形態があるわけではないが、非営利組織や株式会社等の組織形態に関わらず、社会的事業に取り組んでいるケースをここでは取り扱う。2015年の内閣府による調査「我が国における社会的企業の活動規模に関する調査」によれば、社会的企業の活動規模は下表のように推計されている。

ここでの社会的企業の定義は、以下の7つの要素を全て満たすものとされている。

²⁰ 後述する、本報告書での集計結果

²¹ 日本サステナブル投資フォーラム「第4回サステナブル投資残高アンケート調査結果」(2018年)

²² GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2016」(2016年)

²³ 内閣府「休眠預金等活用法に基づく指定活用団体の指定について」(2019年)

- ① 「ビジネスを通じた社会的課題の解決・改善」に取り組んでいる
- ② 事業の主目的は、利益の追求ではなく、社会的課題の解決である
- ③ 利益は出資や株主への配当ではなく主として事業に再投資する（営利法人のみの条件）
- ④ 利潤のうち出資者・株主に配当される割合が50%以下である（営利法人のみの条件）
- ⑤ 事業収益の合計は収益全体の50%以上である
- ⑥ 事業収益のうち公的保険（医療・介護等）からの収益は50%以下である
- ⑦ 事業収益（補助金・会費・寄附以外の収益）のうち行政からの委託事業収益は50%以下である

図表 3 社会的企業の概要²⁴

社会的企業数	20.5万社
付加価値額	16.0兆円（対GDP比3.3%）
有給職員数	577.6万人
社会的事業に関する収益	10.4兆円

社会的企業に含まれる非営利組織についても2018年度のデータと比べると一部増加している。近年の傾向として、寄付金、助成金だけでなく事業収入を得る非営利組織が増えており、こうした事業収入型非営利組織による融資などの資金需要も増えている。

図表 4 非営利組織の数^{25・26}

特定非営利活動法人（NPO法人）	51,428（-342）
認定特定非営利活動法人（認定NPO法人）	1,118（+30）
公益社団法人・公益財団法人	9,719（+88）
協同組合	43,299（+375）
社会福祉法人	21,186（-520）
学校法人	8,142（+15）

※（）内の値は、2018年度データとの比較²⁷

また、2つ目の近年の新たな動きとして、社会課題解決をミッションに掲げながら経済的にも高い成長が見込めるベンチャー企業が増えている。このようなベンチャー企業は、上記の社会的企業の7つの要素に必ずしも該当するものでもないが、ミッションに社会課題解決を掲げるベンチャー企業に対して機関投資家やベンチャーキャピタル等がインパクト投資を実行する例も増えている²⁸。

²⁴ 内閣府「我が国における社会的企業の活動規模に関する調査」（2015年）

²⁵ 内閣府「NPO統計情報」（2019年10月末現在）

²⁶ 国税庁「法人番号公表サイト」（2019年12月現在）

²⁷ GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2018」（2019年）

²⁸ 新生銀行グループ「ライフイズテック株式会社への投資実行について」（2019年）

インパクト投資における資金提供側を見ると、大まかに法人と個人による資金提供があるといえるだろう。2018年は、融資型のクラウドファンディングサービスを提供するクラウドクレジットによる社会的インパクト投資宣言²⁹や野村アセットマネジメント株式会社による上場株式の投資信託の販売開始³⁰など個人投資家向けの動きが目立った。また、企業・財団側では、2018年に笹川平和財団が、女性支援を対象とするインパクト投資ファンドによる投資第1号として、スイスのBlue Orchard Finance SA社が組成したマイクロファイナンス向け投資ファンドへ10億円の投資を行う³¹等の動きがあったが、2019年には同投資ファンドに対して、笹川平和財団の他、2016年より同ファンドに出資している住友生命保険相互会社、独立行政法人国際協力機構、株式会社国際協力銀行が増資要請に応じ、更に出資を行っている。

2019年には、新生銀行グループの新生企業投資株式会社が出資する新生インパクト投資株式会社、一般財団法人社会的投資推進財団(SIIF)、株式会社みずほ銀行が「日本インパクト投資2号ファンド」を設立。同ファンドには、運営メンバーの他、新生銀行、三井住友信託銀行株式会社、株式会社横浜銀行、学校法人、事業法人が出資をしている³²。また、株式会社日本政策投資銀行がBridges Fund Management Limited (Bridges) が組成するSIBファンドに出資し、Bridgesと戦略的パートナーシップ関係を構築する業務協力合意書を締結³³するなど、インパクト投資の関係者の拡大・関係者間の連携・協働といった動きがみられた。

また、6月に開催された「G20大阪サミット」では、先に触れた首脳宣言でのインパクト投資の推進に言及された他、安倍総理のスピーチにおいて、「日本は、地球規模課題の解決に必要な資金確保のため、社会的インパクト投資や、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達の方法を検討し、国際的議論の先頭に立つ考え」であることが明言され、7月には、「SDGsの達成のための新たな資金を考える有識者懇談会」の第1回会合が開催されるなど、政府においてもインパクト投資の促進に繋がる動きがとられた。

このほか、インパクト投資の拡大に繋がり得る動きとして、国内においてSDGsの達成と金融との接続を試みる取組が行われている。

例えば、内閣府は、地域の社会課題の解決に向けた地方創生SDGs金融のあり方等について調査及び検討を行う場として、「地方創生SDGs金融調査・研究会」を設置した。このほか、自治体においても、神奈川県が、SDGsの目標・ターゲットに沿った取組みについて、インパクトの評価やマネジメントの実施と資金提供者をはじめとする市場から投融資との結び付けを狙い、平成30年度から「SDGs社会的インパクト評価実証事業」を実施しているほか、静岡県においても、環境を重視した融資や事業の推進を図る「SDGs×ESG金融連絡協議会」が設置されるなど、将来的なインパクト投資に繋がることが期待される。

²⁹ クラウドクレジット「クラウドクレジット、社会性と経済性の両立を目指す社会インパクト投資宣言を発表」(2018年)

³⁰ 野村アセットマネジメント「野村ACI先進医療インパクト投資」(2018年)

³¹ 笹川平和財団「笹川平和財団の「アジア女性インパクトファンド」が投資第一号として、ブルーオーチャード・マイクロファイナンス・ファンドに10億円を拠出」(2018年)

³² https://www.shinseibank.com/corporate/news/pdf/pdf2019/190628_impact2_j.pdf <https://www.pref.kanagawa.jp/docs/bs5/documents/20191108siryou.pdf>

³³ https://www.dbj.jp/ja/topics/dbj_news/2019/html/20191120_79719.html

第II章 日本におけるインパクト投資市場

① インパクト投資市場規模推計にあたって

①-1 調査の視点

本調査では、日本におけるインパクト投資市場規模の推計を通じ、インパクト投資のグローバルサーベイとの比較やインパクト投資の更なる成長のために必要な課題や可能性、潜在性を見出し、していくことを重視した。

また、市場規模の推計に加え、インパクト投資に対する関心や、SDGsとの関連、取組みに向けての障壁等を収集した。

①-2 インパクト投資の定義

2019年度調査のインパクト投資に関する定義は、GSG国内諮問委員会分科会における議論を踏まえ、以下の定義を採用した³⁴。

図表 5 インパクト投資に関する用語の定義

用 語	定 義
インパクト	事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果（短期・長期問わない）
社会的インパクト評価	インパクトを定量的・定性的に把握し、事業や活動について価値判断を加えること
社会的インパクト・マネジメント	社会的インパクト評価を事業運営プロセスに組み込み、得られた情報をもとに事業改善や意思決定を行うことでインパクトの向上を目指すマネジメント
インパクト投資	社会面・環境面での課題解決を図ると共に、財務的リターンを追求する投資行動で、社会的インパクト評価を含む、インパクトに関する評価を <u>投資前及び投資実行後</u> に実施しているもの。なお、本調査では、投資（株式・債券）、融資、リース等、財務的リターンを求める一切の金融取引をまとめて「投資」と呼ぶ。寄付・補助金・助成金等は対象外とする

出所：内閣府及びGSG国内諮問委員会資料に基づき作成

³⁴ 2018年度調査までは「社会的インパクト投資」という用語を使用していたが、本年度の調査からは「インパクト投資」という用語に変更された

② インパクト投資の抽出方法

②-1 インパクト投資の抽出の観点

本調査では、インパクト投資を抽出する観点として、「社会面や環境面での課題解決を図ると共に、経済的利益を求める投資行動で、社会的インパクト評価を投資前及び投資実行後に実施している」という基準を定めた。

「社会・環境面の課題解決」を重視しているが、リスク回避のための審査や評価だけでは該当しないものとした。また投資判断時か投資後のどちらかのみ社会的インパクト評価を行っている場合も、インパクトを生み出し、その後の改善に繋げていく意図をもって行われた投資とはいえないものとし、除外した。

②-2 2018年度調査との比較

2018年度調査では、インパクト投資の「意図」の有無について客観的に判断可能となるように、「投資するかしないかの判断にあたり、社会・環境面での課題解決に資する成果指標を設定し、効果を評価しているか」を抽出基準として設けていた。本年度からの大きな変更点は、投資前だけでなく、投資実行後も社会的インパクト評価を実施していることを必須としたことである。2018年度調査までは、国内インパクト投資市場が黎明期であり投資側の参入を拡大するために、投資前のみ社会的インパクト評価を行っていることをインパクト投資の条件としていた。一方、本年度からは、下記のとおりGSG国内諮問委員会分科会の議論を経て、投資後もインパクトを評価していることをインパクト投資の算入基準とした。ただし、投資後の評価についての評価主体と評価内容までは、問わないこととした。

この変更の背景には、インパクト投資の拡大に伴い、インパクト投資の実行にあたって社会的インパクト評価を実施することは一般化しつつある中で、今後は社会的インパクト評価や社会的インパクト・マネジメントの質を向上させていく必要があると考えられたことがある。例えば、GIINは2017年より"State of Impact Measurement and Management"を発行し、投資家がどのようにインパクトを評価し、インパクトのマネジメントを行い、報告しているかについて、アンケート調査を行い、結果を公表している³⁵。このように海外においては、先行して社会的インパクト評価や社会的インパクト・マネジメントの質の向上が問われており、日本においてもインパクト投資の量的な拡大に加え、質的な向上も求めていく必要があることから、このような抽出基準の変更を行った。事業のアウトカムの評価を必須とするか、アウトプットの評価のみでも可とするかという事業の評価対象については、2018年度までと同様本年度の調査では特に基準を設けていない³⁶。国際的にも足並みは揃っておらず、国内市場の成熟度合いに応じて今後も引き続き基準の検討を続けていく。また、ネガティブ・インパクト³⁷の確認についても必要性は認められるものの、本年度調査でも必須項目とはせず確認するにとどめた。その中で、ネガティブ・インパクトの確認まで行っている事例をケーススタディとして取り上げている。

³⁵ https://thegiin.org/assets/GIIN_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice_Second%20Edition.pdf

³⁶ アウトプット：組織や事業の活動（アクティビティ）がもたらす製品、サービスを含む直接の結果。（例）活動回数、活動期間、参加者数等
アウトカム：事業や取り組みのアウトプットがもたらす変化、便益。（例）就労に関するスキルの獲得、気持ちの変化（前向きになる）、職につく等

³⁷ ネガティブ・インパクト：事業や活動の結果として生じた、社会面・環境面における負の変化や効果（例）適正な労働環境か、新たな環境負荷の発生はないか、格差の増幅、公正な取引・調達基準があるか、地域経済での利害対立などはないか等

図表6 本調査におけるインパクト投資の要件

No.	要 件	必須／任意／不要
1	投資判断時の社会的インパクト評価の実施	必須
2	(アウトプットだけでなく) アウトカムの評価	任意(ただし、評価実施が望ましい)
3	(ポジティブ・インパクトだけでなく) ネガティブ・インパクトの評価	任意(ただし、評価実施が望ましい)
4	投資後の社会的インパクト評価の実施	必須
5	評価の実施者を投資家、投資商品および 投資先事業者のいずれかに限定するか	限定しない

③ インパクト投資市場規模推計のための調査対象

本調査では、国内の金融機関等を2.1に示したインパクト投資の抽出の観点で抽出するにあたり、まず、インパクト投資に接点があると考えられる機関を調査対象としリスト化した。具体的には、2018年度と同様責任投資原則や21世紀金融行動原則等、一定の宣言を行っている機関を中心に幅広く調査対象とすることとした。調査対象は下表のとおりである。

図表7 調査対象機関

調査対象選定理由(重複あり)	業 態	機関数
● 責任投資原則への署名 ● 21世紀金融行動原則への署名 ● 日本サステナブル投資フォーラム調査への回答 ● 社会的インパクト評価イニシアチブへの参画 ● ベンチャーキャピタル業界 ● 証券業界 ● その他事務局のコンタクト先	銀行・信金・信組	164
	保険	25
	証券	20
	運用機関(上場株式中心)	44
	プライベート投資、ベンチャー投資	136
	リース・ノンバンク	58
	その他団体	39
	年金基金	7
	上場企業	19
	自治体	2
	政府系金融機関	9
	合計	523

④ インパクト投資市場規模の集計結果

④-1 概要

本調査におけるインパクト投資市場規模は、調査対象に対してアンケートを送付し、その回答結果からインパクト投資の抽出基準に沿ってインパクト投資に該当するかどうかを判断して算出した。

アンケート回収は、2019年12月23日を期限とし、2019年10月2日に郵送で対象機関宛に送付した。送付数523件に対する回答数は、52件³⁸（回収率：9.9%）となった。そのうち、本年度におけるインパクト投資の抽出基準にしたがって抽出した件数は16件であった。

アンケート結果によって把握した日本におけるインパクト投資の残高は約3,179億円³⁹であった。アンケートへの回答があった団体のうち、2018年度から継続してインパクト投資を実施している団体は11件あり、そのうち9件は投資の規模が拡大している。2018年度から継続してアンケートへの回答があったインパクト投資を実施している団体の投資残高の累計は2018年度が約2,241億円であったのに対し、2019年度は約3,065億円と、約823億円（前年度比約37%）増加した。なお、2018年度と同様の抽出基準に従って抽出した場合のインパクト投資残高は4,070億円である。なお、アンケート回答の集計という調査手法上の制約があるため、金額には網羅性がなく、厳密には「市場規模」とは言えない点には留意が必要となる。

インパクト投資として把握できた残高に含まれる主な機関は以下のとおりである。2019年度に新たに加わった機関は、5件あり、また2018年度調査に引き続き調査対象となっていた中には、第一生命保険株式会社、新生企業投資株式会社など投資残高を増やした機関があった。

³⁸ 一部期限後に回収したものを含む

³⁹ 自社に所有権のある投資残高の他、一部顧客から受託し運用する投資残高や販売額を含む

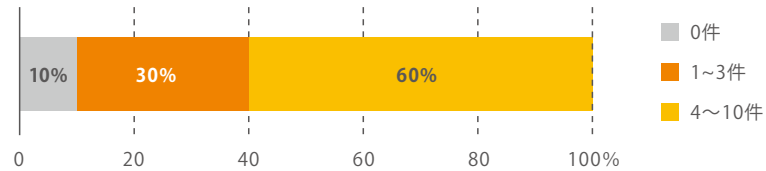
図表 8 インパクト投資の実施を把握できた機関の例⁴⁰

種 類	組織名	インパクト投資の例
政府系 金融機関	独立行政法人 国際協力機構(JICA)	JAPAN ASEAN Women Empowerment Fundを含む マイクロファイナンス事業等への海外投融資
資産運用会社	アセットマネジメント One株式会社	Japan Equity Impact Investing
	三井住友トラスト・アセット・ マネジメント株式会社	日本株インパクト投資
	鎌倉投信株式会社	公募投資信託「結い2101」での上場・非上場企業への投資
	野村アセットマネジメント 株式会社	野村ACI先進医療インパクト投資
都市銀行	株式会社みずほ銀行	広島県における大腸がん検診受診率向上ソーシャル・イン パクト・ボンド、日本インパクト投資2号投資事業有限組合
	株式会社三井住友銀行	神戸市における糖尿病性腎症等の重症化予防ソーシャル・ インパクト・ボンド(以下「神戸市SIB」)
保険会社	第一生命保険株式会社	SIB、再生エネルギー、途上国におけるマイクロファイナンス、 健康寿命の延伸、雇用創出、女性の活躍等の分野で社会 課題解決を目指すベンチャー企業等への出資、商品販売数、 廃棄ロス削減量、技術提供・アライアンス数、再生エネル ギー発電量などのインパクト投資(上場株)、環境負荷軽減 のインパクト投資(PEファンド)
ベンチャー キャピタル	新生企業投資株式会社	日本インパクト投資1号投資事業有限責任組合、 日本インパクト投資2号投資事業有限組合
	株式会社デジサーチアンド アドバタイジング	八王子市における大腸がん検診受診率向上ソーシャル・イン パクト・ボンド、エンジェル投資、シェアファンド等への投資
財団	一般財団法人 社会変革推進財団	各SIB(神戸市、八王子市、広島県等)、社会的インパクト 評価を導入したヘルスケア系ベンチャーファンドへの出資、 インパクト投資中間支援組織への出資、株式会社アドレス への直接出資、日本インパクト投資2号ファンドへの出資
	公益財団法人 笹川平和財団	Blue Orchard Micro Finance Fund、Japan ASEAN Women Empowerment Fundへの出資
インパクト投資 を行う組織	一般財団法人KIBOW	KIBOW社会投資ファンドを通じたソーシャルビジネスを営む 事業者への出資
	プラスソーシャル インベストメント株式会社	各SIB(西条市、東近江市、豊中市)
その他	日立キャピタル株式会社	グリーンボンド
	南都リース株式会社	ナント地域活力創造サポート投資事業有限責任組合

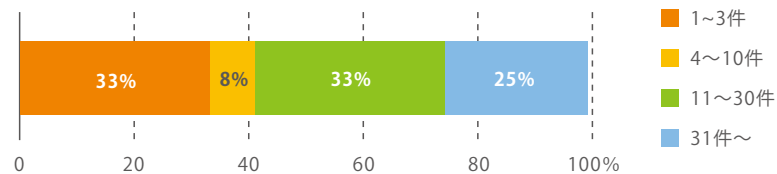
⁴⁰ 原則として、発行体による発行額ではなく、投資家による購入額を集計の対象とし、アンケートに回答した投資家が投資前後に社会的インパクト評価を実施している等インパクト投資の抽出基準に該当すると判断されたものを、「インパクト投資」として集計している。また、投資家が「インパクト投資」という意図や評価をともなって投資している場合には、対政府への資金提供が含まれていても、その購入額を算入し、インパクト投資に含むものとしている。なお、個人投資家向けのインパクト投資商品については、個人投資家の意図については調査できないため、運用会社・証券会社等の仲介金融機関が商品の設計段階及び組成後に(投資家の投資前及び投資実行後に該当)、インパクト創出の意図を有していたり評価を実施したりしていることが確認できた場合には、インパクト投資の抽出基準に該当すると判断し、「インパクト投資」として集計している。本来であれば、個人投資家に対して社会的インパクト評価の結果について十分な情報開示がされていることが望ましい。ただし、現在は個人投資家向けのインパクト・レポートの標準やあり方は確立されておらず、発展途上のため、これを必須条件とはしていない。

また、インパクト投資の実行件数を聞いたところ、直近決算期では「4～10件」が60%と過半を超え、設立以来でも11件以上が半数を占めていることから、日本においても徐々にインパクト投資が広まりつつある状況といえる。また、25%の投資家が設立以来31件以上インパクト投資を行っており、継続的に取り組まれつつあると考えられる。

図表 9 インパクト投資の実行件数 — 直近決算期 — (FA⁴¹, n=10)



図表 10 インパクト投資の実行件数 — 設立以来⁴² — (FA, n=12)



⁴¹ FAは、Free Answerの略称。文章や単語、数字等を回答者自身に記入してもらう回答方式やその回答のことを指す

⁴² 構成比は小数点以下第1位を四捨五入しているため、合計しても100とはならない

④-2 インパクト投資の現状に関するグローバルとの比較

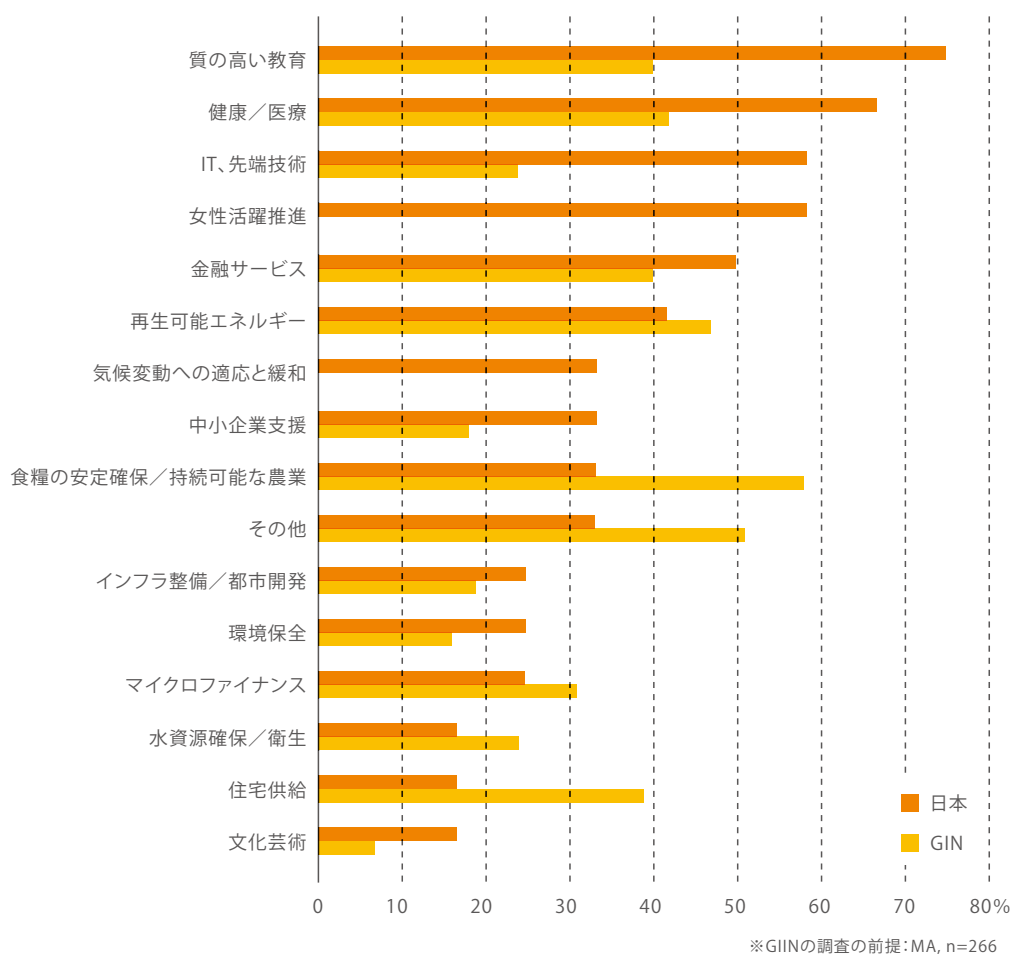
日本におけるインパクト投資の現状をより明確に把握するため、以下の4項目についてGIINの2019年の調査結果⁴³と比較しながら見ていきたい。

(1) 投資先の分野

インパクト投資における投資先は、日本においては「質の高い教育」の分野が回答者のうち75%と最も多かったのに対して、GIINの調査では「食糧の安定確保／持続可能な農業」の分野が58%と最も多かった。日本においては社会課題解決の手段となる先端技術や、次世代を育成する教育分野への期待から投資行動へと結びついていると考えられる。日本とGIIN双方の調査において回答が多い「健康／医療」、「金融サービス」、「再生可能エネルギー」の分野は国内外問わず投資家から注目を浴びていると考えられる。

また、日本で2018年度から継続して投資先分野として設定した「女性活躍推進」および「気候変動への適応」は、GIINの調査では投資先分野として設定されていないが、日本では有力な投資先の一つとして注目されていると考えられる。

図表 11 投資先の分野 (回答数、MA⁴⁴, n=12)



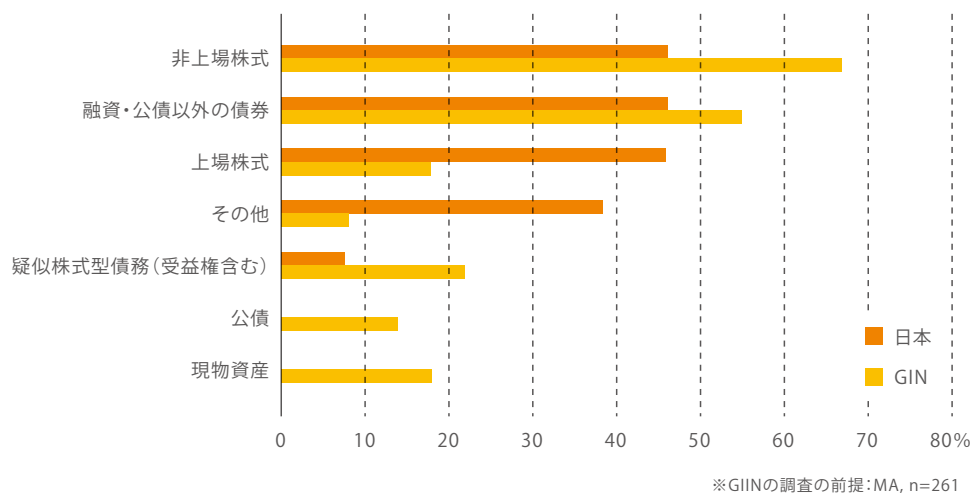
⁴³ GIIN「ANNUAL IMPACT INVESTORSURVEY 2019」(2019年)

⁴⁴ MAは、Multiple Answerの略称。一つの質問に対して、複数の選択項目の中から、一つもしくは複数選ぶ質問形式やその回答を指す

(2) 投資手法

投資手法については日本では「上場株式」「融資・公債以外の債券」「非上場株式」を用いた投資が多く行われている。このうち「融資・公債以外の債券」「非上場株式」については、GIINの調査においても大半を占めており、国内外問わず広く用いられていることがわかる。

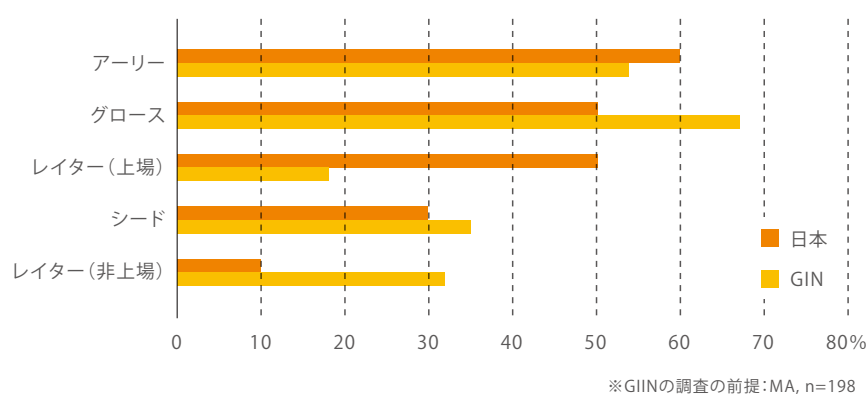
図表 12 投資手法(回答数:MA, n=13)



(3) 投資先組織の成長ステージ

投資先を成長ステージ別に見てみると、日本においては「アーリー」、「グロース」、「レイター（上場）」ステージの企業への投資が多く、グローバルにおける調査と比較するとレイター（上場）段階の企業への投資が多い傾向にある。一方で、GIINの調査からは国外では「シード」から「グロース」までの成長段階にある企業への投資が多い。

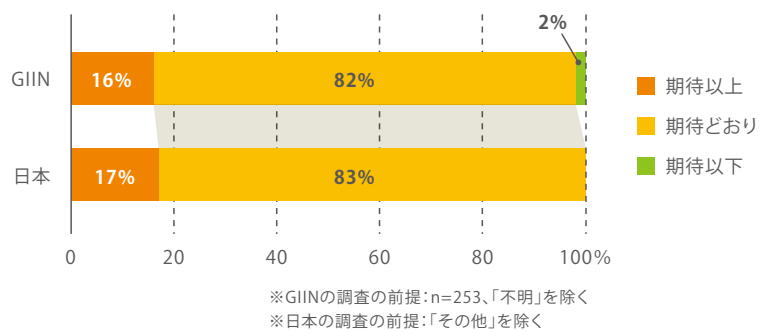
図表 13 投資先企業の成長ステージ(回答数:MA, n=10)



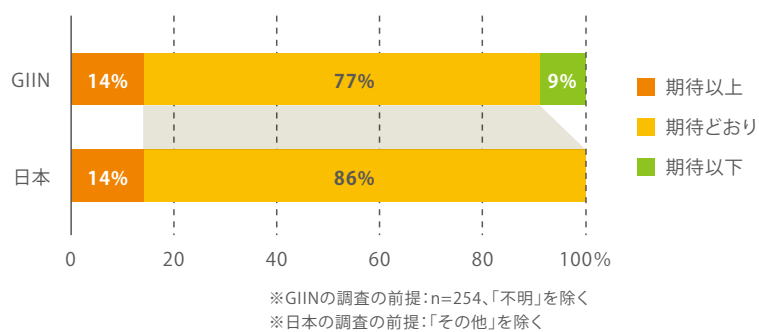
(4) リターン

投資の生み出した経済的リターンおよび社会的インパクトの水準について比較してみると、日本及びグローバルともに「期待どおり」という回答が目立った。

図表 14 財務的リターンの実績 (SA⁴⁵, n=6)



図表 15 インパクトの実績 (SA⁴⁶, n=7)



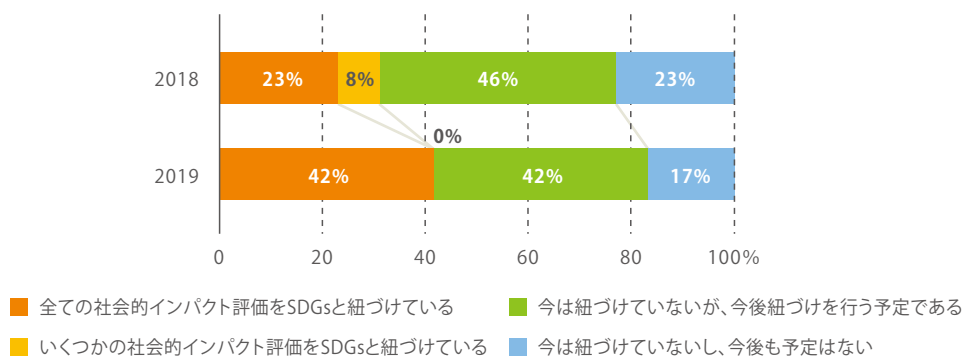
⁴⁵ SAは、Single Answerの略称。一つの質問に対して、複数の選択項目の中から一つだけ選ぶ質問形式やその回答のことを指す

⁴⁶ 構成比は小数点以下第1位を四捨五入しているため、合計しても100とはならない

④-3 SDGsとの紐づけについて

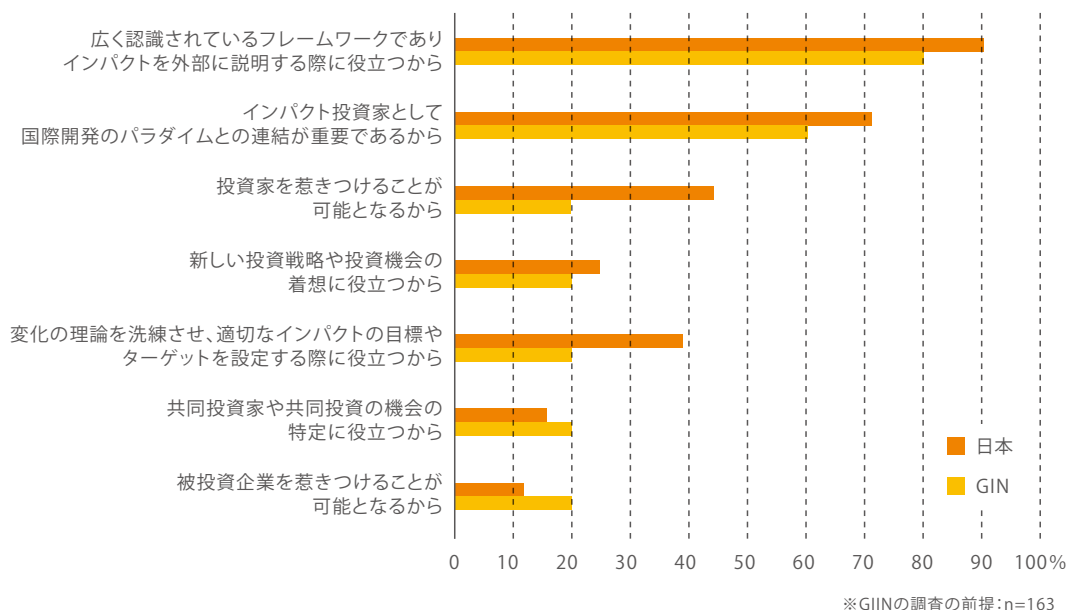
インパクト投資とSDGs(持続可能な開発目標)とを紐づけているかどうか聞いたところ、紐づけを行っているのは約42%であり、昨年度の31%と比較して増加している。このようにSDGsに関連させて社会的インパクト評価に取り組む傾向は今後も拡大していくと考えられる。

図表 16 SDGsに紐づいた社会的インパクト評価の実施状況⁴⁷(SA, 2019:n=12, 2018:n=13)



次に、上の質問でSDGsと紐づけている、と回答した回答者に対してその理由を聞いた。社会的インパクト評価とSDGsを紐づけている理由としては「広く認識されているフレームワークであり、インパクトを外部に説明する際に役立つから」が80%で最も多く、「インパクト投資家として、国際開発のパラダイムとの連結が重要であるから」が60%でそれに続いている。これはGIINの調査結果と同様の傾向であり、外部とのコミュニケーションや国際的な共通言語としてSDGsが広く用いられていると考えられる。一方で、共同投資家や被投資企業との接点という観点ではSDGsに関連づけている回答は少なく、直接的な投資機会に結びつけるよりも、投資と社会との関係の一つとして捉えられることが多いと考えられる。

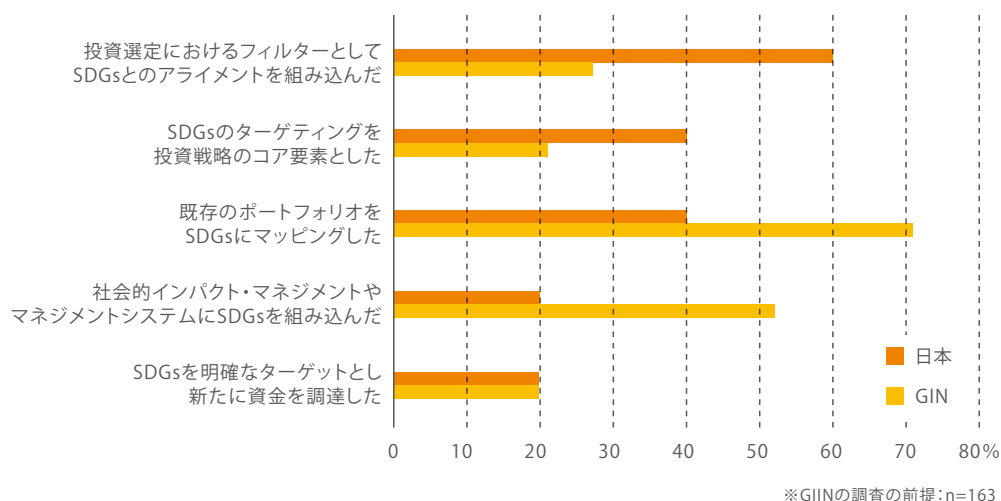
図表 17 社会的インパクト評価とSDGsを紐づけている理由(MA, n=5)



⁴⁷ 構成比は小数点以下第1位を四捨五入しているため、合計しても100とはならない

さらに、どのようにインパクト投資とSDGsを紐付けたかについて聞いたところ、投資選定のフィルターや投資戦略のコア要素として紐づけているという回答が多く、投資行動に関係させていると考えられる。一方GIINの調査では「既存のポートフォリオにSDGsをマッピングした」「マネジメントシステムに組み込んだ」という回答が多く、自らの投資を俯瞰的に捉えるためにもSDGsの観点が導入されていると考えられる。

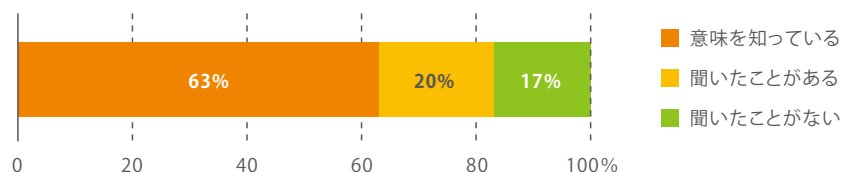
図表 18 インパクト投資とSDGsをどのように紐付けたか (MA, n=5)



④-4 インパクト投資の認知度

アンケート調査では、インパクト投資の認知度についても質問した。まず、「インパクト投資」という用語を知っていたか聞いたところ、インパクト投資の「意味を知っている」と回答した割合は約63%だった。「聞いたことがある」という回答を含めると、約83%になる。もともと「インパクト投資」という用語を少なくとも聞いたことがある組織が本アンケートに回答している可能性も考えられるが、この範囲においては「インパクト投資」という用語は、概ね認知されているといえる。なお、一般財団法人社会変革推進財団が一般消費者を対象に行ったインパクト投資の認知度調査では、認知度は6.8%であった⁴⁸。

図表 19 「インパクト投資」という用語の認知 (SA, n=41)



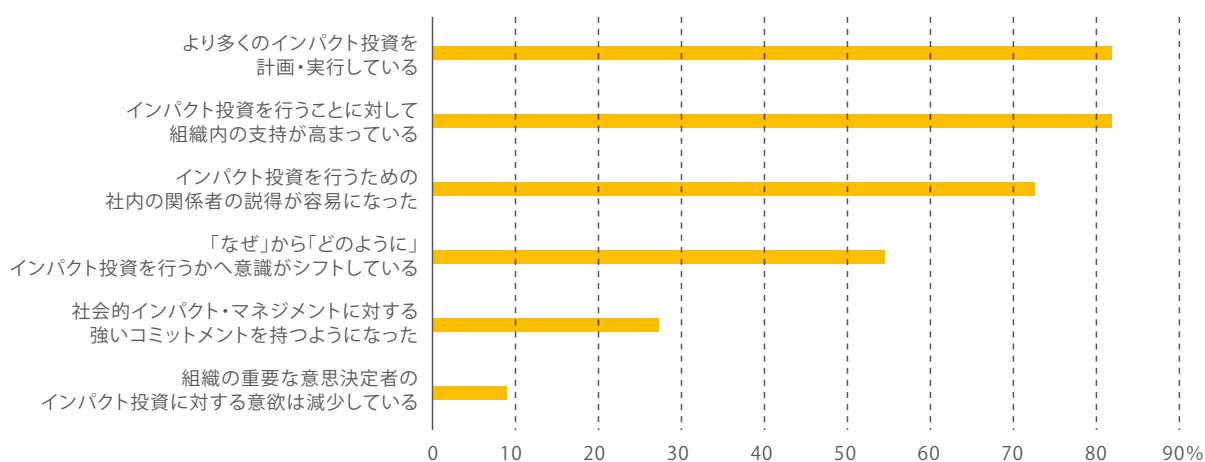
⁴⁸ <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000001.000049509.html>

④-5 今後のインパクト投資について

アンケート調査では、インパクト投資を行っている組織内の変化、インパクト投資に対する今後の意向や、増やしていくための条件についても質問した。

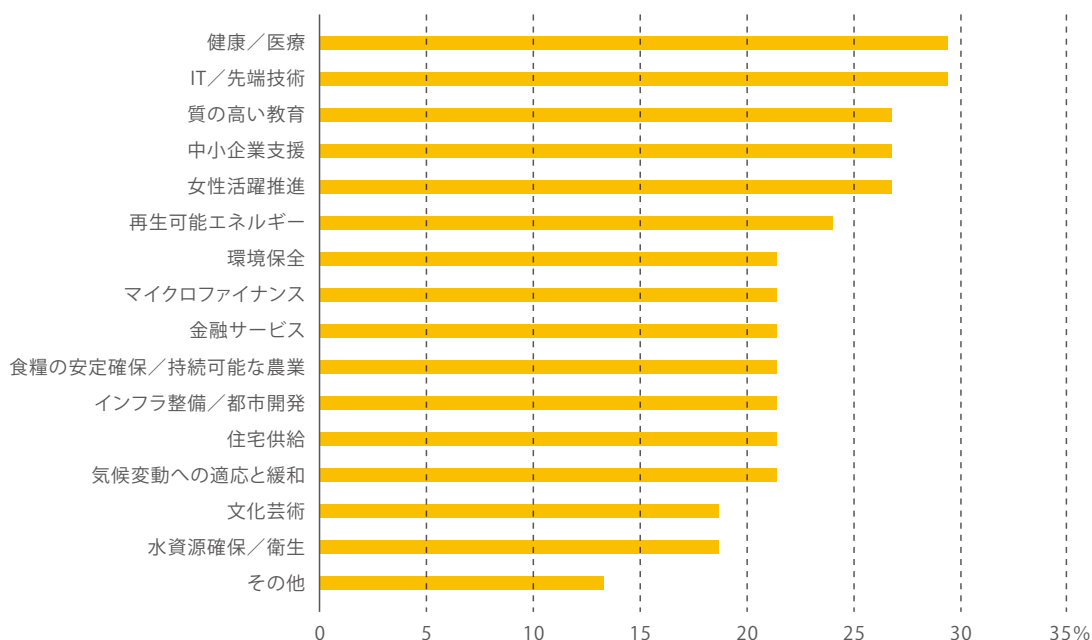
まず、組織内の変化を聞いたところ、「インパクト投資を行うことに対して組織内の支持が高まっている」と「より多くのインパクト投資を計画・実行している」との回答が82%と最も多かった一方で、「組織の重要な意思決定者のインパクト投資に対する意欲は減少している」という回答は約8%にとどまった。インパクト投資を行っている組織においては、意思決定者、実行者問わず組織内で支持が高まっていると考えられる。

図表 20 1年前と比べた組織内の変化 (MA, n=11)



また、今後、インパクト投資を増やしたいと思う投資分野を聞いたところ、「IT、先端技術」、「健康、医療」が約31%で最も多い回答となった。「IT、先端技術」及び「健康、医療」は、日本において実際のインパクト投資が多い分野であり、当該分野への関心の高さが見られた。

図表 21 今後、インパクト投資を増やしたい分野 (MA, n=34)



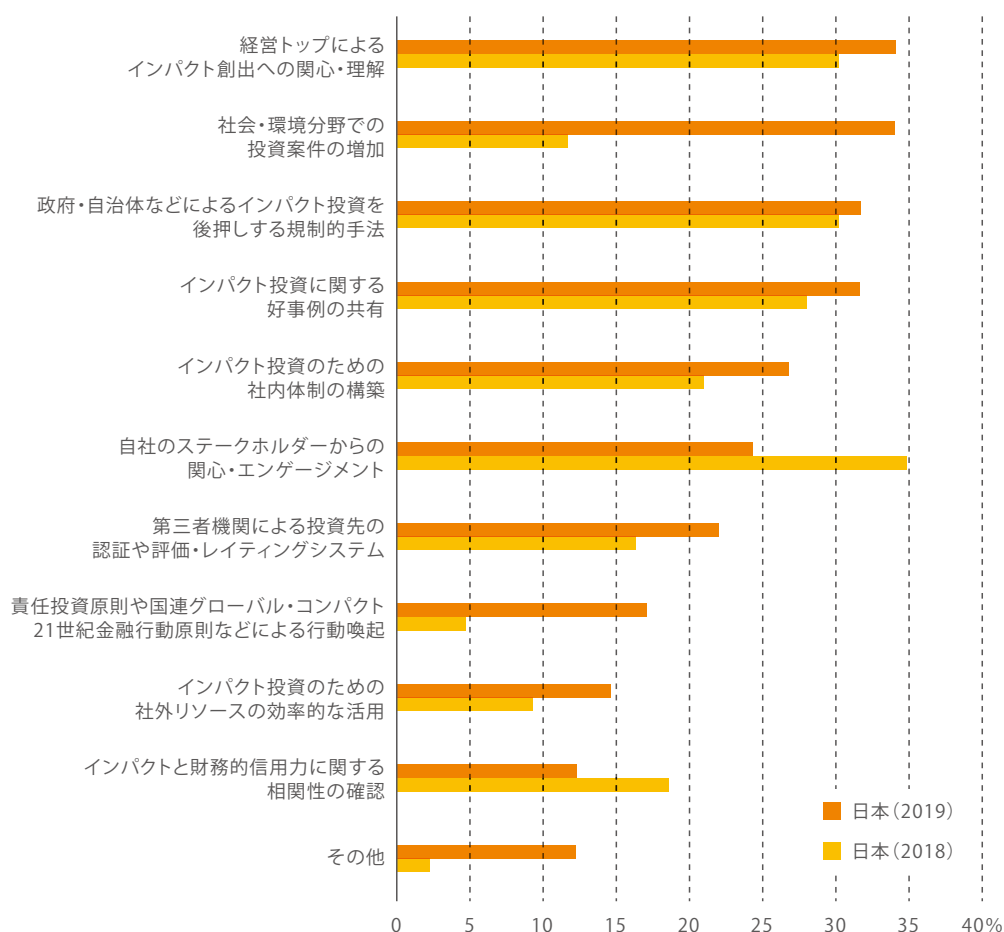
続いて、どのような条件があればインパクト投資を増やしやすくなるか聞いたところ、条件として最も多く挙げられたのは、「社会・環境分野での投資案件の増加」と「経営トップによるインパクト創出への関心・理解」で、約34%が回答した。「社会・環境分野での投資案件の増加」が必要という回答は、昨年度との比較で大きく回答割合が増加しており、SDGsなどに関連して、インパクトそのものだけでなく、それによる社会的環境的变化への注目度の増加が伺える。

次いで、「政府・自治体などによるインパクト投資を後押しする規制的手法」、「インパクト投資に関する好事例の共有」という回答が続き、約32%と昨年度と同程度の割合であった。

その他、昨年同様に「インパクト投資のための、社内体制の構築」などの回答も複数挙げられた。引き続き、事例が蓄積・共有されインパクト投資の手法が広く認知されることにより、投資の加速と拡大の可能性があると言える。

図表 22 インパクト投資を増やすための条件 — 2018年度調査⁴⁹との比較—

(MA, n=41 [2019年度], n= 41 [2018年度])

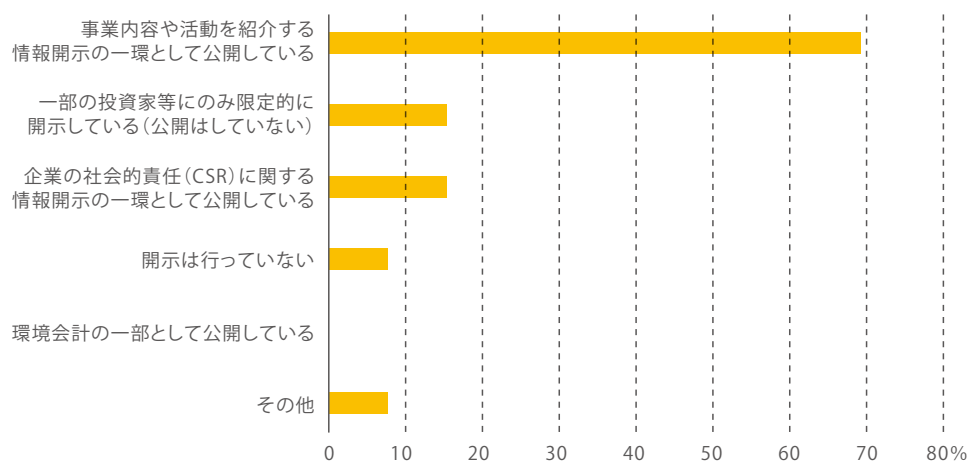


⁴⁹ GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2018」(2019年)

④-6 インパクト投資についての開示

アンケート調査では、インパクト投資についての情報開示の状況も聞いたところ、約半数の69%が「事業内容や活動を紹介する情報開示の一環として、公開している」と回答した。開示されている媒体としては、ほとんどが自社のホームページだった。一部の企業では、ウェブサイトの中にインパクト投資の専用ページを設けて開示している事例、また運用報告書やアニュアルレポート内の項目として設けている事例もあった。

図表 23 情報開示の状況 (MA, n=13)



その他、インパクト投資に対する意見として、「SDGs、PRI、ESG投資といった単語の露出が増え、インパクト投資の土壌は醸成されつつある」、「投資家からの (インパクト投資に対する) 要望が高い」という意見が散見された。一方で、「投資先の発掘や選定がボトルネック」だとする意見や、「事例の蓄積」や「グローバルでの社会的インパクト評価手法の確立」を求める意見が得られた。

⑤ インパクト投資のケーススタディ

本章は、前章までに把握したインパクト投資市場のプレイヤーのうち、最近の市場の変化を示す特徴的と考えられるインパクト投資の案件について下表に示す3点の事例をケーススタディとして取りまとめたものである。

図表 24 選定事例と選定理由

No.	事例名称	分野	
⑤-1	日本ベンチャー・フィランソロピー基金 (JVPF) による株式会社AsMama 向け投資	子育て支援・女性活躍推進	● 支援期間が終了しており、インパクト投資の回収事例として選定
⑤-2	国際協力機構 (JICA) による五常・アンド・カンパニー 株式会社向け出資	マイクロファイナンスを中心とする金融事業	● 投資検討にあたって、投資先がネガティブ・インパクトを最小限に抑える取組を行っていることを評価している例として選定
⑤-3	新生企業投資による日本インパクト投資2号ファンドの組成	子育て・介護・新しい働き方	● 国内におけるインパクト投資の最新事例 ● 新生グループの資金のみであった1号ファンドと比較し、2号ファンドにはLP投資家も参画しており、投資家拡大に係る示唆を得る事例として選定

⑤-1 日本ベンチャー・フィランソロピー基金 (JVPF) による株式会社AsMama向け投資⁵⁰

本ケーススタディは、日本国内においてまだ事例の少ない資金提供方法でインパクト投資を行い、投資資金回収まで完了させた事例として、日本ベンチャー・フィランソロピー基金 (JVPF) による株式会社AsMamaへの投資案件を調査分析したものである。

⑤-1-1 図表 25 投資案件概要
投資案件概要

投資案件名	日本ベンチャー・フィランソロピー基金 (JVPF) による株式会社AsMamaに対する投資
案件実施期間	2015年8月～2019年8月(4年間)
投資規模	総額3,000万円
投資組織名	日本ベンチャー・フィランソロピー基金 (JVPF)
運用組織名	一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ (SIP) 公益財団法人日本財団
投資先組織名	株式会社AsMama
その他の関係者	【プロボノパートナー企業】 ペイン・アンド・カンパニー、クリフォードチャンス法律事務所
期待されるインパクト	地域での子育てシェアを中心とした共助インフラを創出し、地域住民がともに助け合う社会を構築する
注目すべきポイント	「価格変動型転換社債」の手法を活用し、インパクトのスケールと投資リターンを両立した

⁵⁰ <http://jvpf.jp/wp-content/uploads/2019/12/JVPF%E5%8D%94%E5%83%8D%E6%88%90%E6%9E%9C%E3%83%AC%E3%83%9B%E3%82%9A%E3%83%BC%E3%83%88AsMama%E7%B7%A8.pdf>

⑤-1-2 (1) 投資家(ファンド運用者)

投資案件詳細 【日本ベンチャー・フィランソロピー基金】

- ① 設 立：2013年
- ② 基金総額：8億4千万円(2019年3月時点)
- ③ ミッション：●中長期の資金提供とビジネス・スキルを活用した経営支援を通じて社会的事業を育成・支援し、当該事業の持続的な成長を通じて日本の社会的課題の解決を図る。
●当基金の活動を通じて、日本におけるベンチャー・フィランソロピー⁵¹の普及・確立に貢献する。
- ④ 事業内容：一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ(以下「SIP」)と公益財団法人日本財団が共同で設立・運営する日本初の本格的なベンチャー・フィランソロピーの取り組み。教育・若者の就労支援、地域コミュニティの活性化、育児支援・女性の活躍の3分野で社会的事業を行う組織に対し、インパクトの拡大に向け、助成や投融資といった資金提供と経営支援を行っている。

(2) 投資先

【株式会社AsMama】

- ① 設 立：2009年11月4日
- ② 資 本 金：700万円
- ③ ミッション：地域でのソーシャルニーズをマッチングし助け合うのインフラを提供することで、子育てに関わる社会課題を解決し、ソーシャル・インパクトを最大化すること。
- ④ 事業内容：人と人、人と地域がつながることで、互いに頼りあい、助け合える社会をつくることを目標に、主に子育て世代に対して、助け合いにつながる出会いの機会を提供し、「子育てシェア・アプリ」のスマホを活用したITツールを通じてタイムリーかつ安心・安全に子育ての共助を行うサービスを展開している。地域ごとに当社の研修を受けた「認定サポーター」を配置し、認定サポーターが地域ごとの交流活動をコーディネートし、子育て世代同士で頼り合う「リアルな」関係づくりを醸成することに特徴がある。地域活性化の観点で、地方自治体や企業との連携を強化しており、自治体からの業務委託や企業からのコンサルティング収入によって、子育て世帯の頼り合いは1時間500円という「ワンコイン・サービス」を実現している。

⁵¹ ベンチャー・フィランソロピー：成長性の高い非営利組織や社会的企業に対し中長期に亘り資金提供と経営支援を行うことで事業の成長を促し、社会課題解決を加速させるモデル

(3) スキーム

① 経緯

株式会社AsMamaは、創業5年を迎え地域交流を中心とした事業が広がりを見せるとともに「子育てシェア・アプリ」の開発が完了。今後の展開のために、経営基盤の強化や資金調達を目的として、2015年8月からJVPFの支援を受けることになった。JVPFによる支援審査は約4か月の期間をかけて検討され、SIPによる中期事業計画の策定支援、計画達成のためのロードマップづくりと経営課題の特定が行われ、JVPFの選定委員会における議論を経て、財務・経営両方の支援条件が策定され、支援が決定した。支援期間は4年間にわたり、SIPから担当取締役を派遣し高い頻度で経営相談を行うとともに、経営課題の優先順位に基づいてSIPのプロボノ・パートナーであるペイン・アンド・カンパニーとクリフォードチャンス法律事務所から経営支援を行った。支援期間中に当社は組織基盤の整備とともに、インパクトと両立する収益モデルを作り上げることができ、2019年8月にJVPFに支援金額全額を償還し支援卒業となった。

② 資金支援の概要および支援条件

JVPFが株式会社AsMamaに行った財務的な支援の概要と条件は以下のとおりである。

図表 26 資金支援概要および支援条件

支援総額	3,000万円
資金提供方法	無担保転換社債型新株予約権付社債 ⁵²
社債利率	なし
担保・保障	なし
償還期限	2018年8月31日（後に2019年8月末に変更）
行使条件	以下の条件のうち、いずれかが満たされた場合 ● 3,000万円以上のエクイティでの資金調達がなされた場合（参照取引 ⁵³ ） ● 行使期間満了日 ⁵⁴ までに参照取引が発生しなかった場合
転換価額	● 参照取引が存在する場合、参照取引に転換割合（70～90%）を乗じた価額 ● 参照取引が存在しない場合、双方合意する価額、もしくは合意がなされない場合には簿価純資産価額を参照した価額
主な期限の利益損失事由	● 社会性が喪失したと社債権者が合理的に判断した場合 ● 期日の債務支払いを怠った場合 ● 義務違反、表明保証違反があった場合 ● 支配権の変更があった場合
支援の条件	● 重要事項（事業計画、財務諸表）の報告義務 ● 重要事項の制限 ● 月次の活動状況の報告、決算報告の義務 ● 取締役会体制の整備とSIPからの取締役の派遣、オブザーバー参加1名の権利 ● 社会的ミッションの事業継続

出典：日本ベンチャー・フィランソロピー基金「協働成果レポート2019.12」

⁵² 会社が発行する社債の一つで、社債を転換価額で株式に転換することができる社債のこと

⁵³ 株式に転換する際に発行される株式1株あたりの価格を決定するために参照する取引

⁵⁴ 新株予約権を行使し、株式に転換することができる期間期間の満了日

③ ステークホルダー

本案件の実施体制とステークホルダー毎の役割は以下のとおりである。

基本的にJVPFの運営を行うSIPが経営支援の内容を企画し主導し、必要に応じてプロボノ・パートナーの協力を得て支援を実施している。本案件においてもSIPが経営支援を主導し、プロボノ・パートナーとしてクリフォードチャンス法律事務所とベイン・アンド・カンパニーも関与した。

図表 27 ステークホルダー一覧と役割

名 称	当該事業における役割
株式会社AsMama	事業者
日本ベンチャー・フィランソロビー基金	資金提供
一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ	JVPFの運営、総合的な経営支援、モニタリング
クリフォードチャンス法律事務所	経営支援（社内規定の整理、業務分掌や職務権限の整理）
ベイン・アンド・カンパニー	経営支援（事業領域の特定、計画策定支援）

④ インパクトの考え方

JVPFでは、支援事業のインパクトを、事業計画策定の段階で支援候補先の経営陣と共同してロジックモデルを用いて設定している。インパクトは中長期的な成果となるため、定めたインパクトに紐づくアウトプットのKPIを別途設定し、月次・四半期・年次ベースでモニタリングするとともに、事業計画の見直しに合わせて適宜再設定している。インパクトおよびそれに紐づくKPIは、支援案件ごとにテラーメイドで設定が行われる。本案件におけるKPIは、子育てシェアの登録者数、認定サポーター数、共助支援が実際に行われた数、利用者満足度、組織基盤としての職員数などであった。

本案件では、株式会社AsMamaが持続的にインパクトを生み出すために必要な取組として、①事業のコアバリューの見直し、②戦略の設計、③組織基盤の強化を企図した支援を、インパクトに紐づくKPIや社会的インパクト・マネジメントを通じて実施している。

株式会社AsMamaへの支援は、派遣した社外取締役による定期的な面談のほか、事業計画の再策定や組織体制の構築などには毎週にわたる面談が重ねられて、インパクトの創出に向けた伴走支援が行われた。

(4) 本案件より得られた示唆

- ① 無担保転換社債型新株予約権付社債を活用した資金提供による、財務的リターンと社会的リターンの両立の可能性

インパクト投資の文脈における本案件の最大の特徴は、資金提供の方法として、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティ投資で用いられる投資手法を活用してインパクト投資を実施し、インパクトを創出しつつ、財務的なエグジットまで至った点にある。本件のスキームの特徴としては、①株式への転換権のある社債を活用したこと、②将来の時価に応じて価格を決定する「転換価格変動型」の社債としたこと、③期間内に仮に株式に転換されず株式としての出口がない場合には社債の償還によって元本が回収できること、④企業・事業の社会性を重視するため、ミッションロック条項を償還条項に付記したことにある。

本案件では、支援先がアーリーステージの企業であることから、支援時に株価評価は行わずに将来時価がついた際に、将来の時価に応じて転換価格を決定する転換価格変動型の社債を用いている。支援時点で株価評価を行わないことから、仮に支援後のエクイティ・ファイナンスによる資金調達を企図した際にも影響を与えることが無く、そのような観点において事業者の経営の自由度が確保できる点がメリットといえる。また、社債という形での資金提供であり、仮に株式に転換されない場合においても、会社が収益モデルを作り上げることができれば、社債として元本を償還することができるため、財務的リターンを確保することが可能となる。一方で、仮に支援後にエクイティ・ファイナンスで資金調達が行われて他の株主が登場し、結果として、経営者が社会性を重視しないという事態に備え、ミッションロック条項を償還条項に付記することで、「社会的ミッションの継続」といった社会的リターンの追求についても担保している。

JVPFは寄付を原資とする基金であるため、本案件による財務的なリターンは資金の出し手である寄付者には還元されず、新たな支援先の支援に資金循環される。なお、AsMamaはJVPFの資金循環のコンセプトに賛同し、支援卒業に合わせて、JVPFに対して償還資金とは別途に寄付を行い、JVPFの支援者ともなった。本案件は、ベンチャーキャピタル投資においてスタートアップやアーリーステージの企業向けの投資手法を引用しインパクト投資を行う手法として、重要な参考事例になるだろう。

② 伴走支援による社会的事業の発展・拡大

JVPFは、様々な経営課題を抱える社会的事業が健全な成長を果たすために、伴走支援を重視している。単なる資金の提供にとどまらず、具体的なインパクトの最大化を経営目標として共有した上で、①事業のコアバリューの見直し ②組織基盤の強化 ③事業戦略の再設計といった、総合的な経営支援を行った。結果として、子育てシェアの登録者数や「認定サポーター」の増加、共助成立数の増加、利用者満足度の向上という結果を生み出した。このような伴走支援を可能とした背景には、JVPFの運営が日本財団という社会事業支援に知見を持つ団体と、ベンチャーキャピタル投資や企業経営に知見のあるSIPとの共同で行われることが挙げられよう。

⑤-2 国際協力機構（JICA）による五常・アンド・カンパニー向け出資

本ケーススタディは、独立行政法人国際協力機構（JICA）が実施した五常・アンド・カンパニー株式会社向けの出資案件について、調査分析したものである

⑤-2-1 図表 28 出資案件概要

出資案件概要

投資案件名	五常・アンド・カンパニー株式会社に対する出資
案件実施時期	2019年8月22日
案件規模	10億円
投資家	独立行政法人国際協力機構（JICA）
投資先	五常・アンド・カンパニー株式会社
期待されるインパクト	開発途上地域における低所得者層の金融アクセスの改善、生活水準の向上、女性のエンパワーメントの促進
主な注目すべきポイント	投資検討にあたってJICAは投資先である五常・アンド・カンパニーがネガティブ・インパクトを最小限に抑える取組を行っていることを評価

⑤-2-2 (1) 投資家

投資案件詳細 【独立行政法人国際協力機構】

- ① 設 立：2013年
- ② 資 本 金：8兆1,459億円（2019年3月末時点）
- ③ 事業内容：政府開発援助（ODA）の実施機関の一つであり、開発途上地域等の経済及び社会の開発若しくは復興又は経済の安定に寄与することを通じて、国際協力の促進並びに我が国及び国際経済社会の健全な発展に資することを目的としている。開発途上国向け技術協力、有償資金協力（円借款、海外投融資）、無償資金協力業務とともに青年海外協力隊、シニア・ボランティア、国際緊急援助隊の派遣等も担っている。

(2) 投資先

【五常・アンド・カンパニー株式会社】

- ① 設 立：2014年
- ② 資 本 金：70.9億円（2019年8月時点）
- ③ 事業内容：民間の世界銀行として世界中の人に金融アクセスを届けることをミッションとし、発展途上国におけるマイクロファイナンス事業を実施。

(3) スキーム

① 経緯

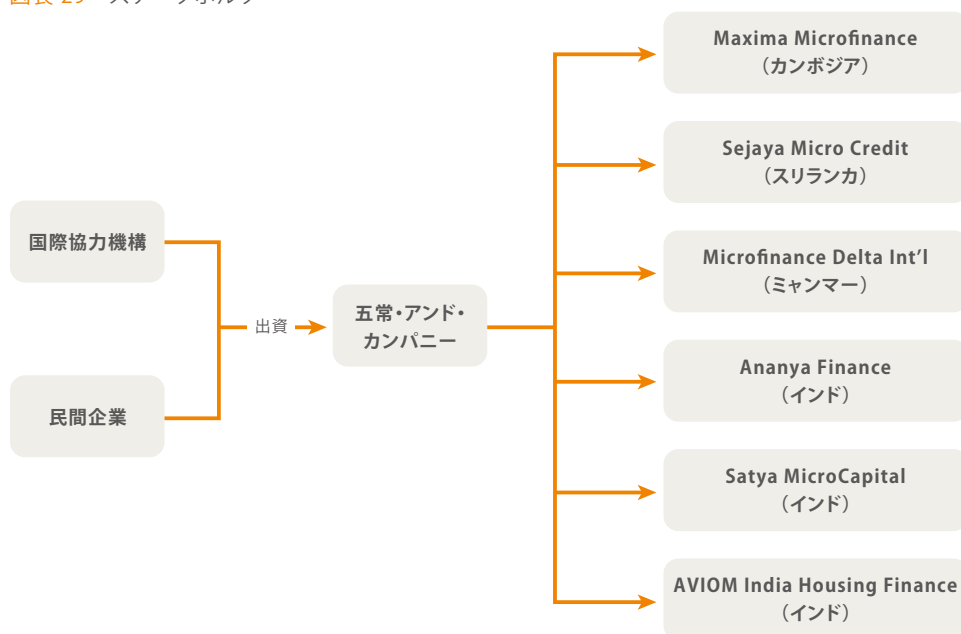
民間版の世界銀行として世界中に金融アクセスを届けることをミッションとして2014年7月に設立された五常・アンド・カンパニー株式会社は、開発途上地域で金融サービスが行き届いていない人を対象にしたマイクロファイナンスを中心とする金融事業を手掛けている。インド、カンボジア、スリランカ、ミャンマーで事業を展開し、これまでに40万人に200億円以上を融資しており、2030年までに50カ国で1億人に廉価かつ高品質な金融サービスの提供を目指している。

世界では、金融機関に口座を有さない成人が約17億人存在⁵⁵し、金融アクセスの改善は、開発途上地域における大きな課題である。金融機関に口座を有さない成人の半数以上が女性とされており、ジェンダー格差は開発途上地域で大きくなっている。また、SDGsのターゲットにおいても、「ゴール1：マイクロファイナンスを含む金融サービスの確保」及び「ゴール8：金融サービスへのアクセスの改善」が掲げられている。このような状況下、JICAは、低所得者層の金融アクセスの改善、生活水準の向上、女性のエンパワーメントの促進に寄与することを企図し、開発途上地域においてマイクロファイナンス事業を中心とする金融事業を行う五常・アンド・カンパニー株式会社への出資を通じて同社の事業拡大の支援を行うこととした。

② ステークホルダー

開発途上国の現地子会社・関連会社を通じてマイクロファイナンス事業を展開する五常・アンド・カンパニーに対して、国際協力機構が海外投融資の枠組みを活用し、出資を実施。

図表 29 ステークホルダー



(4) 投資検討のプロセス

本案件において、JICAは海外投融資のスキームを活用して五常・アンド・カンパニー株式会社に
対して出資を行っている。海外投融資の案件審査等に要する手続きは大きく分けて、審査前手続き、
審査、審査後手続きに大別される。

審査前手続きにおいて、定量的・定性的な開発効果や財務的リスク、取組意義についての初期的な
検討を行い、審査方針を決め、当該方針に従い投融資の審査を行っている。

審査における定量的・定性的な確認が必要な項目については、JICAにおいて項目を洗い出し、
五常・アンド・カンパニーと協議のうえで設定している。本案件においては、顧客の女性比率(どの
程度の融資が女性顧客向けか、また、顧客の女性比率が将来においてもどの程度維持される見込
みであるか)や金融へのアクセスが改善された人数といった定量的な開発効果を設定している。
それに加えて、JICAは、五常・アンド・カンパニーが徹底した顧客第一主義を掲げ、事業によるネガ
ティブ・インパクトを最小限に抑える取組を行っていることを評価し、出資決定を行っている。

具体的には、審査においては多重債務問題が生じないよう五常・アンド・カンパニーが対策を講じ
ていることや借入人の金融リテラシー向上に努めていることを評価している。また、五常・アンド・
カンパニーが専属のソーシャル・パフォーマンス・マネージャーを配置していること、グループガバ
ナンスポリシーを作成していること、全てのグループ会社が可及的速やかに顧客保護原則(Client
Protection Principles)の認証を取得するよう指導していることを評価している。

(5) 本案件より得られた示唆

① 投資検討にあたって出資先のネガティブ・インパクトを押さえる取組を評価

本案件の特徴は、出資の審査において、出資先の事業によるネガティブ・インパクトの発生を最小限
に抑える取組を行っていることを評価している点にある。インパクト投資が生み出すインパクトには
ポジティブ・インパクトのみならずネガティブ・インパクトも含まれる。インパクト投資の社会的イン
パクト評価にあたっては、ポジティブ・インパクトに加え、当該投融資がネガティブ・インパクトを
生み出さないことも確認することが望ましい一方で、ネガティブ・インパクトの評価は投融資との因果
関係の整理や測定を行うことが困難な場合も考えられる。そのような場合に、本案件のように、投資先
のポリシー・体制・制度がネガティブ・インパクトを生まないよう整備・考慮されているかについて、
定性面での確認を行うことが対応策の1つであり、参考になると考えられる。

⑤-3 新生企業投資の子会社「新生インパクト投資」による、

社会変革推進財団・みずほ銀行との日本インパクト投資2号ファンドの組成

本ケーススタディは、新生インパクト投資株式会社による日本インパクト投資2号ファンド設立について、調査分析したものである。なお、本ケーススタディは当ファンドへの投資を推奨するものではなく、投資のプロセスや成果について何ら責任を負うものではない。

⑤-3-1 図表 30 投資案件概要

概要

ファンド名	日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合
ファンド設立日	2019年6月28日
ファンド規模	26億円(2019年12月時点)
投資家	GP(無限責任組合員)出資:日本インパクト投資2号有限責任事業組合 LP(有限責任組合員)出資:株式会社新生銀行/株式会社みずほ銀行/ 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)/ 三井住友信託銀行株式会社 ほか
ファンド運営組織	新生インパクト投資株式会社 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF) (アドバイザーに株式会社みずほ銀行)
期間	投資期間5年、組合期間10年
投資対象	子育て、介護、新しい働き方関連事業を含むアーリーからレイトステージの企業
期待されるインパクト	あらゆる人が働き続けられる環境づくりに資する企業や事業の発展・拡大および、インパクト投資家の増加とノウハウの共有による日本におけるインパクト投資のエコシステム構築
注目すべきポイント	● 外部セクターの運営参画 ● LP投資家の参画 ● 社会的インパクト評価を活用した投資先選定と事業性評価

⑤-3-2 (1) ファンド

詳細 【日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合(2号ファンド)】

- ① 設 立：2019年6月28日
- ② 資金規模：26億円(2019年12月時点)
- ③ 事業内容：本ファンドは、2017年に株式会社新生銀行と新生企業投資株式会社が設立した日本インパクト投資1号ファンド(以下、「子育て支援ファンド」)の後継にあたり、「働く人」を中心に据え、働く人のライフイベントである育児・介護分野の事業を行う企業に対し、社会的インパクト評価の手法を活用したインパクト投資と成長支援を行う。ファンド運営および社会的インパクト評価は、共同設立者である新生インパクト投資株式会社と一般財団法人社会変革推進財団が協働して行う。

(2) 投資家

新生グループの資金のみであった「子育て支援ファンド」と異なり、株式会社みずほ銀行や三井住友信託銀行株式会社といったLP投資家が多数参画している。

(3) スキーム

① 2号ファンド設立の経緯

株式会社新生銀行と新生企業投資株式会社は、社会課題解決に民間資金を活用することは意義があるとして、2016年にインパクト投資ファンドの立ち上げに着手することを決定する。当初より、インパクト投資ファンドの組成は2段階で構想され、第1フェーズで、グループの自己資金で比較的小規模なインパクト投資ファンドの立上げと実証を行うこと、第2フェーズで、新生銀行グループ以外の外部パートナーを加えた投資・運営体制の強化をすることが計画されていた。そして、2017年に、計画通り「子育て支援ファンド」が設立、子育て関連事業を展開する企業に特化した投資が開始する。その後、子育て支援ファンドでの投資事業は順調に推移しており、日本国内の機関投資家の視点からもインパクト投資を実行できることが実証されたと考え、第2フェーズとして、2019年に2号ファンドを設立することになった。2号ファンドでは、新生企業投資が出資する新生インパクト投資を設立した上で、より公益性や社会性に関するグローバルな知見を有し、互いの強みを活かせるパートナーとして、一般財団法人社会変革推進財団が共同で設立・運営に関わり、投資運営体制の強化が図られた。さらに、株式会社みずほ銀行が運営者のアドバイザーとして参画していることから、同行が有するネットワークやイノベーション支援機能「M's Salon」等が、支援先の事業成長やインパクトの拡大に活用されることが期待されている。

② ステークホルダー

本ファンドの事業実施体制とステークホルダー毎の役割は以下のとおりである。2号ファンドは、株式会社新生銀行や株式会社みずほ銀行といったLP投資家から得た資金を用いて、子育て・介護関連の社会的事業を行う企業に対して出資を行い、財務的リターンを投資家に還元するとともに、事業によって生み出された社会的なインパクトの報告も実施する。投資運営、インパクトの評価、投資先支援は、ファンドを共同設立した新生インパクト投資株式会社と一般財団法人社会変革推進財団によって行われるが、投資先の支援については、さらに株式会社みずほ銀行が加わっている。

図表 31 事業実施体制

出所：新生銀行グループ⁵⁶

図表 32 ステークホルダー一覧と役割

名 称	当該事業における役割
日本インパクト投資2号ファンド	ファンドとしての機能(資金調達、出資、事業支援、事業評価)
新生インパクト投資株式会社	ファンド運営、投資事業の社会的インパクト評価、投資先事業の成長支援
一般財団法人社会的投資推進財団	ファンド運営、投資事業の社会的インパクト評価
株式会社みずほ銀行	出資や投資先事業の成長支援
その他のLP投資家	出資
投資先企業	社会的事業の実施と成長、社会課題の解決

(4) 子育て支援ファンドと2号ファンドの比較

子育て支援ファンドと2号ファンドでは、以下の点が異なる。2号ファンドでは、ファンドとしての投資規模や事業が拡大しただけでなく、運営に新生銀行グループ外の団体が加わり、LP投資家による出資がされるなど、子育て支援ファンドよりも多様なプレイヤーが関わる設計となっており、インパクトの拡大と同時にインパクト投資のエコシステムの形成が図られている。

図表 33 子育て支援ファンドと2号ファンドの比較

	子育て支援ファンド	2号ファンド
ファンド規模	5億	26億(2019年12月時点)
投資対象分野	子育て支援	子育て・介護・新しい働き方関連
運営(GP)	新生企業投資	新生銀行グループ外から、SIIFが加わり、株式会社みずほ銀行がアドバイザーとして参画
LP投資家	新生銀行	株式会社新生銀行、株式会社みずほ銀行、三井住友信託銀行株式会社、株式会社横浜銀行、事業法人、学校法人等
社会的インパクト評価の活用	案件ごとに実施可否を調整 投資後の事業評価にのみ、ロジックモデルを活用	全ての案件で、投資判断と事業評価の双方でロジックモデルを活用。今後、投資後の組織評価も取り組み予定、LP向けのインパクトレポートを発行予定

ファンドのテーマとしては、子育て支援ファンド、2号ファンドともに主役を「働く人」に置き、働き続けることを阻害する子育て、介護や働く人自身の病気といったイベントを乗り越え、「働く人」が働き続けることができる社会の実現を目指している。その中で、子育て支援ファンドではテーマを「子育て」に絞っていたものを、2号ファンドではテーマを当初から想定していた投資対象分野に広げている。子育て支援ファンドにおいてテーマを絞ったことによって、よりインダストリーに関する知見やネットワークを蓄積することが可能となった。子育てと介護は、課題が共通している部分もあることから、2号ファンドにおいても蓄積したノウハウやネットワークを活用することが可能となっている。

また、子育て支援ファンドでは、投資後に社会的インパクト評価や指標測定を行い、投資前にはロジックモデルの策定までには至っていなかったが、2号ファンドにおいては、投資前の案件審査段階でロジックモデルを作成し成果指標についても検討しており、インパクトの見方についても進化している。加えて、2号ファンドでは、ファンドレベルでのセオリー・オブ・チェンジについても作成し、ファンドを通じて何を解決したいのか、そのためにはどのようなポートフォリオを組む必要があるか、について検討していくこととなっている。この点については、2号ファンドには外部の投資家も参画しているため投資家向けインパクトレポートの発行を視野に入れていることも実施の要因となっている。具体的には、以下のようなプロセスで社会的インパクト評価を実施している。インパクト創出に資する投資先を選定し、また、進捗状況を定量面・定性面の両側面から評価し、投資先の意思決定に活用する社会的インパクト・マネジメントに取り組むことで、インパクトの拡大を図っている。

図表 34 社会的インパクト評価のプロセス



(5) 本案件より得られた示唆

① 外部セクターの運営参画やLP投資家の参画による社会的インパクト投資エコシステム拡大の可能性

2号ファンドの大きな特徴は、上述のように、ファンドの運営には、新生銀行グループ外から一般財団法人社会変革推進財団が加わり、株式会社みずほ銀行も協力しているほか、ファンドへの出資には、多数のLP投資家が参画している点である。

外部セクターの運営参画の例としては、一般財団法人社会変革推進財団が運営に参画しているが、投資プロセスを通じ社会的インパクト評価や社会的インパクト・マネジメントの開発や実践を担当している。このようにそれぞれの強みを生かした共同運営体制とすることは、日本におけるインパクト投資ファンドのモデルとなり得る。

また、多様なLP投資家が本ファンドに関わる主な動機の一つには、インパクト投資に関する事例や知見を得ることがある。近年、日本においても、SDGsへの取り組みやインパクト投資が奨励されるようになり、本ファンドに多数の投資家が出資していることから日本国内におけるインパクト投資への関心の高まりが伺えるが、一方で、インパクト投資の実施事例やノウハウはまだ不足しているのが現状である。そのような状況に対し、本ファンドは、直接的にインパクト投資の機会を与えるだけでなく、社会的インパクト評価の実施・報告を通じて、インパクト投資を実施する上でのノウハウを共有し、日本におけるインパクト投資のエコシステム形成に寄与する役割を担おうとしている。また、本ファンドには事業法人も参画しているが、本ファンドは、事業展開においてオープンイノベーションが必要となっている事業法人与自然と、ファンドと繋がりを有する社会課題解決に資するスタートアップやテクノロジー企業とを繋げるインターフェースとしての役割も果たしているとされている。ファンドには実際の投資の有無にかかわらず、様々な企業の情報が集まっており、SDGs達成や社会課題の解決に向けてスタートアップやテクノロジー企業にアプローチしたいものの適切な先がわからない事業法人にとって、このようなインパクト投資を行っているファンドへの参画は1つの突破口となり得る。

② 社会的インパクト評価を活用した財務的リターンとインパクトの両立

インパクト投資を行う際に論点となるのが、財務的リターンとインパクトが両立する事業をどのように発掘するのかという点である。それについて、本ファンドは、投資先候補のビジネスモデルへの着目と社会的インパクト評価の活用によって、投資先の選定および支援を行っている。まず、ビジネスモデルにおいては、顧客数や利用者数の増加が経済的な利益と繋がる仕組みとなっているかを確認する。なお、ここでいう「顧客」や「利用者」は、多くは、事業によって生まれる社会的価値の受益者あるいは創出者である。そして社会的インパクト評価の活用においては、投資前の段階でロジックモデルを作成し、事業がどのような論理やプロセスをもってインパクトを生み出すのか、仮説を立ててから投資可否を決める。このような考え方や手法を用いることで、本ファンドは、ある程度インパクト投資が可能な事業は絞られてしまうものの、財務的リターンとインパクトが両立した投資を可能としている。

また、投資実行後にはロジックモデルや評価指標を確定し、データ収集・分析を実施するとともに評価結果を投資先の事業改善・意思決定に反映するなど、IMPといったグローバルの考え方に基づいた社会的インパクト・マネジメントを実施している。単にインパクトを測定し、評価するだけでなく、評価結果を投資先の意思決定に活用することで、インパクトの拡大を図っている。

⑥ インパクト投資市場から得られる示唆

本章では、以上のとおり国内におけるインパクト投資市場について把握した。

インパクト投資残高の合計額は、2019年度は約3,179億円となり、本年度インパクト投資を実施した5件が新規に取組を行った団体であり、2018年度から継続してアンケートへの回答があったインパクト投資を実施している団体11件のうち9件は投資の規模が拡大している。

市場規模には算入されていないが、海外のインパクト投資を牽引する金融機関との業務協力の合意や関連ファンドへの出資という事例や、国内においてもインパクト投資ファンドへの複数の金融機関、事業体の参画といった事例が見られた。これらの事例から、案件組成、社会的インパクト評価、成果指標達成に向けたプロジェクト・マネジメント等の知見の蓄積が図られることが期待され、来年度以降のインパクト投資の拡大が期待できると考える。

また今後、インパクト投資を定着・拡大させていくための方策や期待として、アンケート調査からは、以下の点が挙げられた。

図表 35 今後への方策や期待

- ① 経営者のリーダーシップ
- ② 社会・環境分野での投資案件の増加
- ③ インパクト投資促進のための制度化
- ④ 社会的インパクト評価の人材育成

① 経営者のリーダーシップ

経営トップによる理解が必要とされる背景には、中長期的に発現することの多い社会的・環境的インパクトの創出を待つという判断は、経営トップにしかできない性格のものであることが考えられる。

② 社会・環境分野での投資案件の増加

金融機関等の資金提供者は、資金需要に対応して行動することを踏まえると、実際に資金提供者が資金供与可能となる投資案件が増加することが必要となる。

③ インパクト投資促進のための制度化

政府や自治体などによる規制的手法については、例えば投融資残高の一定水準をインパクト投資に振り向けることを義務付けることや、公共投資においてインパクト投資を積極的に導入することの促進などが挙げられる。

2016年に法案が可決された休眠預金制度は、2019年に内閣府によって指定された一般財団法人日本民間公益活動連携機構（JANPIA）により資金分配団体が採択され、本格的に開始されるが、休眠預金等の活用にあたっては社会的インパクト評価の活用が予定されており、この動向も今後の社会的インパクト評価やインパクト投資の促進に繋がることが期待される。

④ 社会的インパクト評価の人材育成

社会的インパクト評価については、理解がまだ広がっていないことから、普及啓発につながるような取組みが求められる。インパクトに関する具体的で実践的な調査や評価、担い手が充実することで、投資家が安心してインパクト投資を行うための土壌となることが期待できる。

これまで見てきたように、日本におけるインパクト投資残高は本調査開始年度である2014年度の約170億円から2019年度には3,179億円へと大きく成長している。一方で、2018年度調査結果である3,440億円を下回る結果となった。その一因として、2018年度までの規模拡大の流れを踏まえ、今年度のアンケート調査では、今後のインパクト投資の質的な向上、インパクトの拡大を企図し、インパクト投資の定義の見直しを行ったことが挙げられる。具体的には、2018年度調査までは、投資前のみ社会的インパクト評価を行っていることをインパクト投資の算入基準としていたが、本年度からは、投資後もインパクトを評価していることを算入基準に加えた。

2020年は、国や地方自治体によるSDGsと金融の接続を試みる動きの進展や、休眠預金の活用開始等の動向により、インパクト投資市場が拡大していくことも期待される。今後、インパクト投資は、2020年以降も量的な規模拡大が続くことが見込まれるが、本当に受益者にとってポジティブなインパクトを生み出しているか、また、投資によってネガティブなインパクトを生み出すことを回避できているか等を考慮し、量的な拡大に加えて質的にも充実していくことを期待する。

寄稿等 インパクト投資に関するトピック

インパクト投資が普及・拡大している中、インパクト投資とESG投資との違い・定義について様々な考えが存在している状況にある。また、普及・拡大に伴い、インパクト投資の規模や手法に焦点が当たることも多い一方で、インパクトウォッシュ（実態が伴わないインパクトがあるかのように見せかけること）等、インパクト投資を単純にマーケティングとして利用する動きもあり、インパクト投資が本当にインパクトを生み出しているのか疑問視する声も存在している。加えて、今後のインパクト投資の拡大にも繋がる可能性を有した動きとして、日本国内におけるSDGsの考えの普及・拡大に伴い、SDGsと金融を組み合わせる動きが国内においても生じている。

これらの日本におけるインパクト投資の普及・拡大に伴う重要なトピックや更なる拡大に繋がるトピックを、寄稿やインタビューという形式で取り上げている。

日本におけるインパクト投資の普及・拡大に伴うトピックとして、ESG投資とインパクト投資の関係性について、株式会社日本総合研究所 足達 英一郎氏の寄稿を、インパクト投資の現場からみた意義について、一般財団法人KIBOW インパクト・インベストメント・チーム ディレクター 山中 礼二氏へのインタビューを整理したコラムを掲載している。また、インパクト投資の更なる拡大に繋がり得るトピックとして、国内におけるSDGs×金融の動向についても紹介している。

なお、これらは寄稿者やインタビュー先個人の意見であり、所属組織およびGSG国内諮問委員会としての公式見解を示すものではない。

寄稿等一覧

No.	トピック	概要	執筆者
1	ESG投資とインパクト投資の関係性	ESG投資とインパクト投資について、歴史から紐解きその関係性を整理し、将来を展望する寄稿	【寄稿】 株式会社日本総合研究所 足達 英一郎氏
2	インパクト投資の現場からみた意義	インパクト投資の現場で何が起こっているのか、投資家と事業者の関係からみえてくるインパクト投資の意義について、インタビューを整理したコラム	【インタビュー先】 一般財団法人KIBOW インパクト・インベストメント・チーム（ディレクター） 山中 礼二氏
3	国内におけるSDGs×金融の動向	SDGsが投資家と事業者の「共通言語」としてインパクト投資にどのような影響を与えうるのかを考察する寄稿	【作成】 ケイスリー株式会社 片岡 聡明氏

「受託者責任」概念を起点に考える

今から50年ほど前のことになる。幼少の頃、大人達は「お金のことだからキッチリしなければ駄目だ」と繰り返して躾けてくれた。割り勘にするなら1円単位まで正確に割り算する、お金を借りたときにはその全額を漏れなく返済する、会費制で催しをやったら収支を書き物にして報告するなどである。当時は「お金のことだから」と殊更、強調される背景がよく分からなかったが、今になってみれば「金銭をめぐるトラブル」というのが世の中では後を絶たないからなのだと納得する。子供達に対する、そうした躾がいまも一般的であるかは心許ないが、背景状況は、50年後のいまも変わっていないように見える。「金銭をめぐるトラブル」が理由で起こる様々な事件は、いまも繰り返し報道されている。

貸金庫のような価値保蔵、支払い代行（振込）のような決済、預金や融資のような資金仲介は、いずれも金融ビジネスが提供する基本機能であるが、ここでは個人以上に「お金のことだからキッチリしていなければならない」態勢が求められるのは言うまでもない。金融機関の作為やミスで、資産が消えてしまったり、決済されなかったりしたのでは、経済活動が健全に営まれない。このため、金融機関は、監督当局のもと一定の規制下におかれている。金融ビジネスが「信用・信頼を旨とする」というような経営理念を掲げる所以もここにある。

しかし、金融ビジネスの資金仲介という機能に着目すると、取扱いが難しい問題もある。資金の出し手（資金提供者）と資金の使い手（資金調達者）が直接かつ相対でやり取りするのであれば、資金回収が困難となった場合（資金調達者のデフォルト）には当事者間の事後処理に委ねるしか方法はない。

他方、資金仲介を金融機関が担っている場合には、資金提供者の資金回収が困難になる事態を最大限回避する努力を行ったのが、金融機関には問われることになる。銀行であれば、融資先の的確な与信管理を行う、必要な貸倒引当金を積み立てるなどがその内容だ。商業銀行が伝統的に専ら担ってきた間接金融の世界では、資金提供者にとっての資金回収は元本と約束された利払いから構成されるから、その総額は予見可能で、かつ資金調達者のデフォルトリスクを分散化することで資金回収が困難となる事象の発生を抑制できるという性格を有する。

これが株式、債券といった証券投資の場合には、事情がさらに複雑になる。資金提供者は、将来の資金回収に当たって、投資資金（元本）が毀損する可能性を許容しつつ、少しでも多額の資金回収を実現（もしくは潜在的な資金回収機会を維持）しようとする。市場性のある証券の場合、資金回収額は、証券時価、配当、クーポン等から構成されるが、これらは常に変動しており、資金提供を行った時点でもそれ以降でも、予想することはできても、予見することはできない。この事情は、資金提供者においても、資金仲介を行う金融機関においても変わらない。

このため資金提供者は、別の判断を行えば、もっと多額の資金回収が出来たのではないかという疑心を抱きながら日々行動しているという側面を有する。そして、資金仲介を行う金融機関（多くの場合、信託銀行や運用機関さらには投資商品を販売する証券会社）には、資金提供者に対して少しでも多額の資金回収が実現する努力を行ったのか、より一層厳しく問われることになるのだが、不確実性を常に孕む証券投資の場合、金融機関側がこれを証明することは簡単ではない。こうした資金提供者と直接金融の世界で資金仲介機能を担う金融機関との緊張関係のなかで、永年の経験から培われてきたのが「受託者責任」という概念であり、その代表的な構成要素として「投資、議決権行使等における他事考慮の禁止」などがある。

社会的責任投資（SRI）からESG投資へ

世界では、2006年の「責任投資原則」の制定を契機として、その後の賛同署名を行うアセットオーナー、マセットマネジャー等の数の伸長とともに、「ESG投資」という用語が大いに普及した。6つある原則項目の3つまでに「私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます」のように、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）という要素が明記された結果、「ESG投資」という表現が一般的に使われるようになった。

しかし、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）という要素に配慮して投資分析と意思決定を行うという行動は、2006年に突如として始まったわけではない。それ以前にも、社会的責任投資（SRI; Socially Responsible Investment）という名称で呼ばれ存在してきた、社会問題を是正することを意図とした投資行動は、数十年前からあった。そして、社会的責任投資（SRI）は、「受託者責任」に違反するという批判に晒されてもきた。

社会的責任投資（SRI）が、社会問題に強い関心を持つ個人や、学校法人、宗教団体によって行われている状況下では、「それは投資する側の嗜好が色濃く反映されたもので、投資回収金額の極大化自体は諦められている」と解されていた。そして、年金基金が登場し「低所得者向けの住宅整備」などの資金提供を始めるようになると、一部の年金加入者から「受託者責任」違反の批判の声が上がった。こうした批判が最も顕著だったのは米国で、いくつかの州では、こうした年金基金の投資分析と意思決定が違法だとする裁判所の判決も出た。

このため、多くの伝統的金融機関は、長いあいだ社会的責任投資（SRI）と距離を置いてきたというのが実態だったのである。それが「責任投資原則」の制定を機に状況が大きく変わることになった。「責任投資原則」を主導したグループは、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）という要素に配慮して投資分析と意思決定を行うという行動が「受託者責任」違反には当たらないという合意を形成することに徹底的に力を注いだのである。世界的な弁護士事務所がこれに協力したこと、例えば海洋環境汚染が引き起こした企業が莫大な損害賠償を負うようになったこと、サプライチェーン上に児童労働が見つかった企業が消費者からのボイコット運動で売上低迷に直面するようになったことなどを分析して、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）という要素に配慮して投資分析と意思決定を行うことが、投資回収金額の極大化に貢献しているケースもあることを説いた。将来、気候変動問題などがさらに深刻化する事態となれば、「ESG投資を行わないことのほうが受託者責任違反になる」という懸念すら表明した。

資金提供者や金融機関の側でも、企業価値の源泉が可視化できない資産 (Intangible Assets) に移行しているということ、負の外部性 (経済全体の生産性低下) というが長期的な投資回収金額を低下させる可能性があることなどが理解されるようになったこととも相俟って、「責任投資原則」を主導したグループの主張は支持されるようになった。「ESG投資」という用語の登場と普及で、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) という要素に配慮した投資分析と意思決定は「受託者責任」違反という呪縛から解放される道筋を得た。

インパクト投資をめぐる

ただ、ここで注意したいのは、「ESG投資」が環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) のあらゆる要素に配慮することを含意しているわけではないということである。そこで焦点が当てられるべきは、投資回収金額の極大化に貢献する要素に配慮することに限られるというというのが前提となっている。

こうした概念整理がハッキリしてくると、こうした投資行動のあり方だけに必ずしも満足しないとする立場の人たちの声も現れてくる。そこで台頭してきたのが「インパクト投資」という用語であろう。GIIN (Global Impact Investing Network) は「企業、組織、ファンドへの投資であり、金銭的なリターンをもたらすとともに、社会的及び環境的なインパクトを生み出すもの」をインパクト投資 (impact investing) の定義としており、「投資を通じて社会的及び環境的なインパクトを生み出す」という投資家の意図がインパクト投資の最も重要な要素である」とその特徴を述べている。ここでは、「金銭的なリターンもたらす」が「投資回収金額の極大化を目指す」ものであるとは言っていない。

GIINのほか、経済協力開発機構 (OECD)、GSG (The Global Steering Group for Impact Investment)、世界経済フォーラム、欧州委員会の「インパクト投資」に関する定義もしくは解釈に共通しているのは、①特定の社会的目標の達成や社会的 (及び環境的) インパクトの追求が明確に意図されていること、②少なくとも元本の回収等金銭的リターンも期待されていること、③インパクトの測定・報告が慣行化されていることの3つの要素であろう。

そのうえで、3つの性格の異なる立場が並立しているのが現状だといえるだろう。第一は、上記の①と③の要素を必須としつつ、②に関しては「市場平均と同等またはそれを上回る投資リターンの確保を目標にする」という要素を要件とするという立場である。国際金融協会 (IIF; Institute of International Finance) が2019年6月に発表したサステナブル投資手法の分類に関する提案 (“The Case for Simplifying Sustainable Investment Terminology”) はその代表事例であり、ここではあえてインパクト投資という用語を避けて「社会や環境への直接的でポジティブかつ測定可能なインパクトを追求しつつ、市場平均と同等またはそれを上回る投資リターンの確保を目標にする手法」を「インパクトフル投資」、「社会や環境への直接的でポジティブかつ測定可能なインパクトを追求するが、市場金利並みの投資リターンを追求しない手法」を「フィランソロピック投資」と名づけた。そのうえで、IIFは「フィランソロピック投資」は「サステナブルインベストメントの範囲の外にある」と解説し、明示はされていないものの「インパクトフル投資」であればESG投資の一形態であるとの立場を取っているように窺える。

第二は、上述の①と③の要素を必須としつつ、②に関しては「ゼロ以上の期待収益率を有するべきであるが、(たとえそれより高い結果に終わることがあったとしても)市場の平均的収益率を上回る水準を追求しない」という要素を要件とするという立場である。OECDはその代表といえ、GIINも近い考え方を有していることが窺える。OECDが2019年1月に発表した“Social Impact Investment: The Impact Imperative for Sustainable Development”では、「現在のインパクト投資の多くは金融サービス、エネルギー、住宅など比較的回収の得やすい分野を対象にしているが、最も支援を必要としている発展途上の地域の人々や国を対象とした開発、社会および環境の中核分野への投資を社会的インパクト投資と定義づけるべき」との呼びかけがなされている。この立場では、インパクト投資はESG投資とは別のものという整理になるだろう。

第三は、上述の③の要素を特に強調して、比較可能で整合性のあるインパクト・レポートを実施して独立機関による検証を受けるなら、あらゆる投資は「インパクト投資」と呼べると考える立場である。この立場の代表は、国際金融公社(IFC)だと思われる。IFCがパートナーズ・グループ、英連邦開発法人(CDC)、資産運用会社Nuveenなどと連携して2019年4月に公表したインパクト投資の運用原則(Operating Principles for Impact Management)はインパクトの測定・報告を制度化する際の要件を明瞭に示している。この運用原則に賛同署名する組織の数は、既に80を超えている。この立場に立てば、インパクト投資とESG投資には何ら排他的関係はなく、関係性を論じることに大きな意義はないということになる。

将来を展望する

あくまで、私見の域に留まるが、筆者は向こう5年程度は、前節で述べた3つの立場による異なった定義もしくは解釈が併存する状況が続くであろうと予想する。多くの指摘の通り、こうした用語の混乱が、市場の拡大を妨げてしまう側面は、否定できない。しかし、伝統的な金融機関にとって「受託者責任」の壁は容易には乗り越えられない。他方で、これまで公的資金や民間のドナーに支えられてきた開発関係者から見れば、「市場平均を上回る金銭的回収も上げ、意義ある社会的インパクトを創出できるプロジェクトなど簡単にできるはずはない」「市場平均を上回る金銭的回収に拘っている限り、本当に社会課題を解決すべきところに手が届かない」という直感が働く。

「市場平均を上回る金銭的回収も上げ、意義ある社会的インパクトを創出できるプロジェクトや企業」をどの程度、発掘できるのかは、ある程度のタイムスパンのなかで検証していくしかない。また、インパクトの測定・報告を慣行化するといっても、ここに莫大なコストがかかるようであれば、それも投資家の投資回収金額の極大化を妨げる要因となってしまう。例えば、インパクト・レポートの簡便性と信頼性の折り合いをどうつけるかについて、投資側と被投資側で合意を形成するにも、まだ時間を要する。これらが、向こう5年程度は定義や解釈は収斂しないと予想した理由である。

さらに、付け加えたいのは、社会的および環境的なインパクトを謳い投資を勧誘しておきながら、実態は資金提供者側の資産を意図的に毀損もしくは横領するような資金仲介者がいつの時代にも出現してきたことに留意する必要があるということである。「地獄への道は善意で敷き詰められている (The road to hell is paved with good intentions)」という海外の諺がある。最近でもクラウド・ファンディングの分野で同種の不祥事が相次いだ。「インパクト投資」はいかがわしい投資手法の代表というレピュテーションに塗れてしまうことのないよう、細心の注意が払われなければならない。「お金のことだからキッチリしなければ駄目だ」という教えを、常に反芻して関係者はことに当たらなければならない。

② インパクト投資の意義と実態

インタビュー先：一般財団法人KIBOW

インパクト・インベストメント・チーム(ディレクター) 山中 礼二氏

KIBOW社会投資ファンド2号の概要⁵⁷

ファンドの目的	● 社会課題の解決に寄与する起業家に対して投資し、成長を支援し、社会の変革を加速する ● 国内の民間資金が上記目的のために使われるように、新たな資金還流の仕組みを作る
法人	● 一般財団法人KIBOWの下に、当ファンドを任意組合として設立する ● ファンドのコミットメント総額：5億円 ● ファンドのGP(業務執行組合員)：一般財団法人KIBOW ● 運営担当者：山中 礼二、五十嵐 剛志、小早川 鈴加、高原 康次、松井 孝憲
期間	2018年4月～2038年3月(20年間)

投資によって社会に対して与えられるインパクトとは

KIBOW社会投資ファンドでは、様々なインパクトがある中で、以下の3つに分類される深刻な社会課題を解決しようとする企業を投資対象とし、インパクトを生み出すことを目指している。

まず、「一部の人が、強い苦しみ、悲しみ、権利侵害等の社会的なしわ寄せを受けていて、放置されるべきでない状況に陥っている」問題を解決しようとしている企業である。例えば、障害の有無やジェンダーによって就労において差別されているという状況を打破しようとしている企業に投資している。次に、「コミュニティのサステナビリティの危機」に対して解決を模索している企業である。コミュニティにも様々なレベルがあるが、例えば日本における社会保障の持続性に対してアプローチしていることなどが挙げられる。三つ目は「人類全体のサステナビリティの危機」に対して行動を起こしている企業である。具体的には気候変動の問題などが事業の対象として挙げられる。

KIBOW社会投資ファンドは、このような深刻な社会問題を解決しようとしている企業に投資することによって、直接的な受益者だけでなく、そこからの波及効果で社会全体のシステムが変わるということを期待している。このようなシステムチェンジを狙うために、投資前に投資家から見たシステムチェンジの仮説⁵⁸を立てている。このシステムチェンジの仮説は、それを巡って企業と投資家が対話を行うきっかけとなり、ビジョンと事業に対する相互の理解を深めることにつながっていく。さらに、システムチェンジの仮説だけでなく、個々の案件において対象とするインパクトの定量的な目標を投資判断に用いるなど、意図するインパクトの実現に向けた取り組みを常に模索している。

また投資後は、企業に対して定期的にインパクトを評価し、事業の改善を促している。その中では、定量的な数値だけでなく定性的な情報も重要視しており、実際に自分たちが生み出しているインパクトを実感することで、経営プロセスにインパクト・マネジメント・サイクル⁵⁹を組み込むことのインセンティブにつながる。また、事業の成長のための経営支援も行っているが、これは事業の成長によってインパクトが拡大することを投資前の仮説として確認しているため、創出するインパクトの増大において必要な支援であるといえる。

⁵⁷ 一般財団法人KIBOWホームページより。 <http://kibowproject.jp/investment/fund.html>

⁵⁸ Theory of Changeともいう。Theory of Changeは一般的にロジックモデルと同様の目的で用いられる

⁵⁹ 計画、実行、効果の把握、報告・活用という4つのステージからなるマネジメント・サイクルであり、これはインパクトの向上を図る上で一事業のサイクルではなく、目標とする社会的課題に取り組むためのサイクルと捉えることが重要である。社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブより <http://www.impactmeasurement.jp/wp/wp-content/uploads/2018/12/impact-management-cycle-outline.pdf>

このような投資姿勢は実際の投資案件にも表れている。例えば最初の投資先企業である愛さんさん宅食株式会社の場合、当初狙っていたインパクトは「在宅高齢者の食事の支援」と「障害者など社会的弱者の雇用」であった。そこでKIBOW社会投資ファンドは同社経営陣と協議し、同社は障害者の入社前と入社後の年収増加額を定量的に評価するようになった。しかしその後、同社の事業は、単にお弁当を届けるだけの自己満足に終わらない支援を追求した結果、多様な高齢者サービスを含んだ複合業態へと拡大した。障害者の受け入れ方も、就労継続支援A型、就労継続支援B型、そして介護人材としてプロを目指す就労移行支援と、様々な方式を取るようになった。そのため、同社は単一の指標で社会的インパクトを評価することをやめ、利用者と従事者（障害者を含む）の両方が「生まれてきて良かった」と実感できているかをアンケートで確認するインパクト評価へと、発展させようとしている。また同時に、愛さんさん宅食では毎月事業部ごとに、スタッフと利用者を含めて「最も人生が変わるような体験をした」ストーリー（Most Significant Change）を共有し、取締役会に集約し、その後の経営判断に活かしている。このようなインパクト・マネジメントの進化は、投資家の一方的な指導によるものではなく、経営者と投資家の対話の中から生まれてきた。

財務的リターンとインパクトの関係

インパクト投資において常に議論となるのが、財務的リターンとインパクトの関係である。社会的課題に取り組む企業への投資では、インパクトを追求するために経済性を度外視した経営判断が行われてしまうことや、逆に投資家のインパクトへの理解が不十分で財務的リターンを強く要求した結果、経営者が描いていた企業とは異なる姿になってしまうという事例があり、投資家と経営者のコミュニケーションはインパクト投資の一つの課題となっている。KIBOW社会投資ファンドでは、財務的リターンとインパクトの双方を狙うことを投資前に経営者と合意し、投資先企業のミッションについては投資契約の中で明記している（ミッションロック）。また、投資方針として、企業の収益性と社会性がトレードオフではなく相互補強的な関係になる企業に投資をしている。一つ一つの戦略的な意思決定においては、インパクト成長と利益成長の両面から、KIBOW社会投資ファンドの指名する社外取締役と経営者が議論をして、取締役会において最終決定がなされる。目指すものは大きなインパクトであっても、短期的には財務的な安定性を重視して意思決定をすることもある。基本的な価値観を投資前に合意しているため大きく異なることはなく、建設的な議論の下で意思決定することができている。

インパクト投資における近年の変化と潮流

次に少し視野を広げて、KIBOW社会投資ファンドの変化を軸に、インパクト投資全般の潮流について述べる。一般財団法人KIBOWは2018年に2号ファンドを設立したが、2015年に1号ファンドを設立した時からのインパクト投資を取り巻く環境の変化に対応し、ファンドの内部的、外部的な発展があった。山中氏は以下の3つをその発展として挙げた。

まず、内部環境としては1件ごとの投資額を増加させたことである。1号ファンドでは1,000万円～2,000万円程度の出資に限定されていたものの、2号ファンドからは最大5,000万円程度の投資を機動的に実行することが可能になり、これによってより大きな成長とインパクトの拡大を投資先企業に提供できるようになった。

2点目は、ベンチャーキャピタル業界においても社会課題解決型の企業に対して投資するケースが増えてきたという外部環境の変化である。これに伴って、ベンチャーキャピタルとのコラボレーションを進めるとともに、KIBOWとして差別化も進めていかなければならない状況がある。

最後に、自らのファンドにおいて社会的インパクト評価の実施と投資後のインパクト・マネジメントを強化したことである。これは2点目に挙げたベンチャーキャピタルとの差別化になるという観点と、世界的にインパクト投資後の評価を含んだインパクト・マネジメントが高度化しているという観点から発展の必要性が指摘される。前者については、社会的課題へのアプローチが成長シナリオ等のエクイティストーリーにおいても重要視されているという背景がある。ベンチャーキャピタルの資金が入ることで投資先企業のインパクトが薄れることへの懸念⁶⁰は特になく、KIBOW社会投資ファンドがリード投資を担いつつ他のベンチャーキャピタルからも資金を集めて投資するという将来的な狙いもある。また、インパクト・マネジメントが高度化しているという後者の点については、インパクト投資においてインパクトの測定が当然の前提となっていることに加え、GIINのレポート⁶¹などでも述べられているように投資先選定、インパクト戦略策定、投資後の改善サイクルまででインパクト・マネジメントを考慮する投資家が増えており、日本におけるインパクト投資家としても進化が求められている。

⁶⁰ ミッションドリフトとも呼ばれるが、これに対してはKIBOW社会投資ファンドでは投資契約において条項を盛り込むことでミッションロックをしている

⁶¹ Rachel Bass, Hannah Dithrich, Sophia Sunderji, Noshin Nova. "The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition", GIIN, 2020.
<https://thegiin.org/research/publication/imm-survey-second-edition>

最後にこれまでのインパクト投資の実践を通して、インパクト投資家と投資を受ける企業の双方の立場からみた、インパクト投資の意義について述べる。

まず投資を受ける企業の視点からは、PRIに対する効果があげられた。インパクト投資家から出資を受けることで、社会から社会課題に立ち向かう会社であると好意的に受け止められ、会社を見る目が変わることがある。またそれに関連して、リクルーティングにも好影響があり、実際にKIBOW社会投資ファンドが投資した企業にグロービス関連の優秀な人材が参画するという事例が10件以上ある。これらに一貫することとして、日本社会において「社会課題に立ち向かう会社である」ということが評価されてきているという流れが指摘できるだろう。お金を稼ぐだけでなく、社会を変えることに興味を持ち、働くインセンティブをそこに見出している人が増えてきている。社会的課題に立ち向かう企業にとっては、一般的な投資家を入れることで財務的リターンのみを重視した意思決定を求められる等の懸念があることに対し、インパクト投資家とは財務的リターンだけではなく目指すインパクトに基づいた議論が可能のため、投資を受け入れることの心理的障壁が低いと考えられる。

投資家の視点からはインパクト投資の意義として、より多くの資金が社会課題解決という領域に流れ込むことによって、社会課題を解決する際のスピードを上げる効果が挙げられた。さらに長期的には、日本が世界に先駆けて体験している高齢化社会ならではのインパクト投資のモデルを作り、世界に広めていくことで、世界的な社会課題の解決にも貢献することができる。

日本だけでなく、世界的に社会的課題をビジネスで解決することの注目度が急速に高まる中で、経営者と投資家が、現場においてインパクトを基に議論を展開することが可能となる手段を提供しているという点で、インパクト投資は双方にとって意義あるものである。その中でも、KIBOW社会投資ファンドのように狙うインパクトの定量的な目標を投資判断に組み込み、投資後も経営者との議論を積み重ねてシステムチェンジを追い求めていくという姿勢は、インパクトの創出を意図するインパクト投資の一つのモデルとなるだろう。

③ 国内におけるSDGs×金融の動向 作成者：ケイスリー株式会社 片岡 聡明氏

2015年9月に国連において全会一致で採択されたSDGs(Sustainable Development Goals:持続可能な開発目標)は、17の目標と169のターゲットからなる世界共通の目標。2030年までに世界全体で協力し達成を目指す国際目標であり、世界中の政府だけではなく、市民、企業、学术界等すべてのステークホルダーが自発的なコミットメント・活動を促進することを目指している。

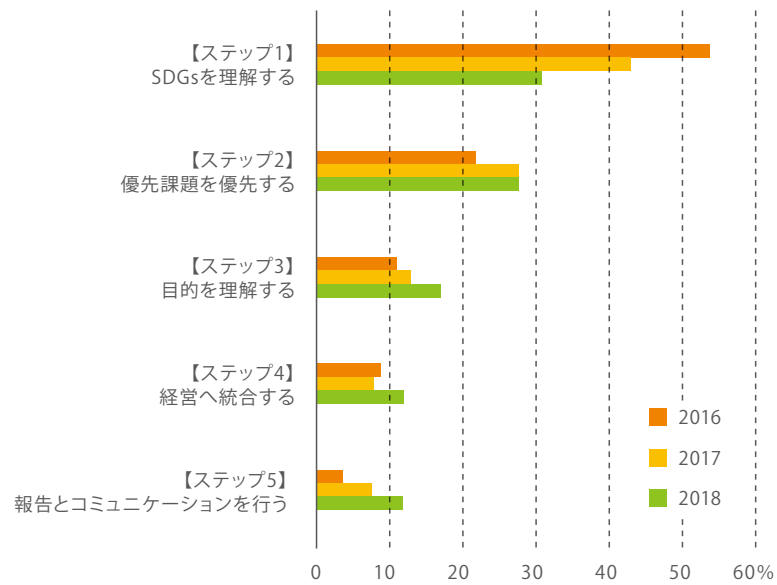


SDGsの策定から4年以上が経過しSDGsの認知度は徐々に高まり、事業者の間でもSDGsは浸透してきている。企業・団体を対象に実施されたSDGs認知度調査⁶²(下グラフ)では、SDGsが「経営陣に定着している」と回答した割合は、2015年20%、2016年28%、2017年36%、2018年59%と毎年増加しており、今後も増加傾向が続くと考えられる。また、SDGsの実際の取組状況に関しては、「SDGsを理解する」という最初のステップにいと回答した企業・団体は減少し(2016年54%→2017年43%→2018年31%)、以降のステップである「優先課題を決定する」(2016年22%→2017年28%→2018年28%)、「目標を決定する」(2016年11%→2017年13%→2018年17%)、「経営へ統合する」(2016年9%→2017年8%、2018年→12%)、「報告とコミュニケーションを行う」(2016年4%→2017年8%→2018年12%)というステップ2以降へと移行しており、多くの企業・団体がSDGsの実施段階に進展してきたといえる。

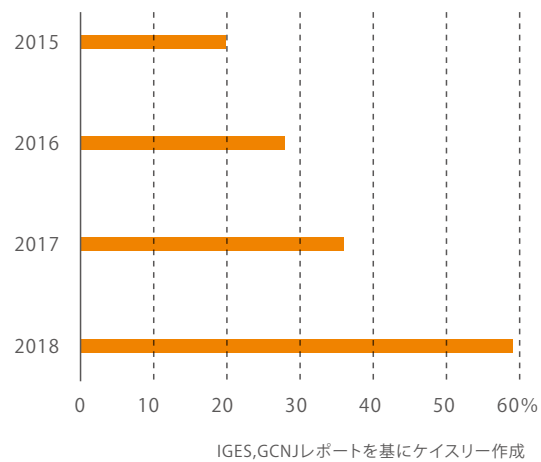
⁶² 地球環境戦略研究機関(IGES)、グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン(GCNJ)「主流化に向かうSDGsとビジネス～日本における企業・団体の取組み現場から～」(2019年)

SDGs認知度調査

SDG Compassにおける進捗状況(%) (n=99[2016], 163[2017], 180[2018])



SDGsが「経営陣に定着している」と回答した企業の割合(%)



また、証券業界や銀行業界、保険業界等、事業者に対して資金を提供する投資家・金融機関においても、SDGsの達成・推進するための取組を拡大させており、SDGsが事業者と投資家・金融機関との「共通言語」になっている。

そのような中、国や地方公共団体において、SDGsと事業者や金融を接続させる動きも生じており、その取組の1つとして内閣府地方創生推進事務局「地方創生SDGs・ESG金融調査・研究会」が挙げられる。本研究会では、地方公共団体におけるSDGsの達成に向け、地方創生に向けたSDGs金融の推進を検討している。具体的には、登録・認証制度、金融表彰制度等、地方創生SDGs取組達成度評価手法の検討が行われている。

登録・認証制度では、地方創生SDGsに取り組んでいる地域事業者の取組を「見える化」するもので、国が定めるガイドラインを基に、地域事業者からの応募・申請に対して地方公共団体や国（第三者機関等）が確認・審査を行い、登録・認証を行うものとされている。また、金融表彰制度は、地方創生SDGsに取り組む地域事業者に対して、積極的に投融資等の支援により成長をサポートした地域金融機関を評価することが検討されている。これらの制度は、以下のように今後のインパクト投資の拡大に繋がる可能性を有している。

登録・認証を受けた地域事業者は、地方創生SDGsに取り組んでいると認められた企業であり、そのような企業はインパクト投資の投資先候補となり得る。本報告書のアンケート調査では、今後のインパクト投資拡大のために「社会・環境分野での投資案件の増加」が求められていると指摘されているが、この登録・認証制度が「社会・環境分野での投資案件の増加」に繋がる可能性を有している。また、金融表彰制度はインパクト投資を行う地域金融機関の表彰を通じて、インパクト投資のプレイヤーの拡大に寄与する可能性も考えられる。これらのことから、インパクト投資の拡大に向け、資金の出し手である地域金融機関と資金の受け手である地域事業者双方の取組を後押しする制度となる可能性を秘めている。

これらの制度をインパクト投資の拡大に着実につなげるためには、今後、制度設計を進める上で適切な評価基準を設定していく必要があると考える。例えば、登録・認証制度に関して、幅広い地域事業者からの応募・参画を求めるために登録・認証の基準・要件を緩いものとした場合、単に地域事業者の既存の事業・取組に対してSDGsの目標を割り当てるだけに留まってしまい、本当にSDGs達成に向けたインパクトを生み出している事業なのか、適切な評価がなされないまま、地方創生SDGsの登録・認証がなされてしまう恐れがある。適切な評価がなされないまま地方創生SDGsの登録・認証を行うことはインパクト投資の拡大に対して悪影響を与える危険性も有している。また、そのような企業に対して支援を行った地域金融機関を表彰したとしても、インパクトやインパクト投資の拡大にはつながらない。地方創生SDGsの達成に向けた取組である、登録・認証を行うのであれば、地域事業者の取組がインパクトを生み出しているのか、また、ネガティブなインパクトを生み出していないか、事業の成果を評価し、SDGs達成への貢献を定量的・定性的に評価するような基準・条件の設定が必要となる。

加えて、社会課題の状況や事業環境は常に変化し続けており、過去にはインパクトを生み出し地方創生SDGsの達成に貢献していると認められた事業が、時間の経過や環境の変化等によって、インパクトを生み出さなくなる、更には、SDGs達成に向けてネガティブなインパクトを与えるという事態が生じる可能性も考えられる。一度登録・認証がなされた後にも、定期的に地域事業者の取組の確認・評価や登録・認証ステータスの更新を必要とし、地域事業者に対し、常にSDGs達成に向け、社会的インパクト・マネジメント等を通じて事業改善等を図ることを求めることも必要となる。

一方で、地域事業者が、自社の事業のインパクトを定量的・定性的に評価・把握することは知見や経営資源の観点から容易ではないことも想定される。後章のアンケート調査においても、今後のインパクト投資拡大のために「社会的インパクト評価の人材育成」が必要であると指摘されている。この懸念に対しては、地方公共団体において取組がなされている事業者と金融をSDGsという「共通言語」を通じて結びつける動きが、1つの解決策となることが期待される。

神奈川県は、SDGsの目標・ターゲットに沿った取組みについて、インパクトの評価やマネジメントの実施と資金提供者をはじめとする市場から投融資との結び付けを狙い、平成30年度から「SDGs社会的インパクト評価実証事業」を実施している。この事業では、社会的価値の「見える化」を行い、価値の向上、社会の持続性の向上を図るとともに、資金の出し手である投資家・金融機関との対話を通じて、「多様なステークホルダー間の対話・活動によるSDGs達成に向けた持続的な価値を創出し続けるエコシステムの形成」を目指している。本事業の1つとして、社会的インパクト評価に関する人材育成として研修事業を実施している。研修事業には、事業者のほか、事業支援者や資金提供者が参加し、インパクトを定量的・定性的に把握し、それをもとに社会的価値を向上するために、事業改善や意思決定を行う、社会的インパクト・マネジメントの手法を学んでいる。

このような取組が広がることで、社会的インパクト評価に関する理解や知見の向上、プレイヤーの拡大に繋がり、また、多様なプレイヤー間における対話を通じた価値創出プロセスの質が向上することが考えられ、国による地方創生SDGsに関する取り組みと繋がることで、SDGs達成に向けたインパクトを創出する事業・取組の拡大、ひいてはインパクト投資の拡大に寄与することが期待される。

2020年3月31日(修正版:2020年12月24日)

The Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会



Supported by



SIIF Social Innovation and Investment Foundation 社会変革推進財団