

2021

日本における インパクト投資の現状と課題

2021年度調査

2022.3.31

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 -」について

報告書執筆・調査チーム

GSG国内諮問委員会事務局／社会変革推進財団(SIIF) … 戸田満、佐々木喬史、織田聡
トークンエクスプレス株式会社（一部制作委託）… 紺野貴嗣、鐘ヶ江美沙

GSG国内諮問委員会について

GSGは、世界33か国の加盟国や地域(EU)が参加し、金融機関、行政・国際組織、事業者などと連携しながら、インパクト投資を推進するグローバルネットワークである。GSG国内諮問委員会(Japan National Advisory Board, The Global Steering Group for Impact Investment: GSG-NAB Japan)は、日本における支部として2014年に設立された。主に、調査研究・普及啓発・ネットワーキング活動を通じて、金融・ビジネス・ソーシャル・学術機関などあらゆる分野の実務者や有識者と連携し、インパクト投資市場やエコシステムの拡大に貢献している。

本報告書の位置づけ

本報告書は、日本のインパクト投資の現状を報告するものであり、日本におけるインパクト投資推進のための情報共有を目的としている。2016年より毎年、GSG国内諮問委員会(日本)の監督のもと発行され、日本国内におけるインパクト投資の現状を報告してきた。

本報告書の主要部分は、アンケート調査結果に基づく、日本国内におけるインパクト投資の投資残高¹を提示することにある。加えて、インパクト投資取り組み機関の事例およびアンケートから得られた国内のインパクト投資の動向を紹介している。

謝辞

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、調査会社として実査・回収を担当した株式会社リサーチワークスに謝意を表する。

スポンサー及び著作権の帰属

本調査は、GSG国内諮問委員会の監督のもと、一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)が調査・報告書作成を行った。本報告書の著作権は、一般財団法人社会変革推進財団に帰属する。本報告書の内容を許可なく編集・複製、掲載・転載を行うことを禁じる。

1 あくまでアンケート調査に基づくもので、厳密な市場推計ではないことに留意されたい。

目次

エグゼクティブ・サマリー	6
GSG本部および国内諮問委員会について	20
インパクト投資に関連する用語の整理	22
第1章：インパクト投資とは	24
インパクト投資の概要	24
「インパクト投資」という言葉の誕生とその背景	25
インパクト測定・マネジメント(IMM)	27
インパクト投資とESG投資	27
インパクト投資とSDGs	28
インパクト投資を巡る最近の動き	29
コラム① インパクト投資フォーラムの紹介	36
第2章：日本におけるインパクト投資市場	38
調査手法	38
本調査・報告書における『インパクト投資』の定義及び算入基準	39
インパクト投資残高	45
インパクト投資取り組み機関一覧と投資事例	49
アンケート調査結果	51
アンケート回答組織の特徴について	53
日本のインパクト投資の発展と課題について	56
日本のインパクト投資活動について	66
日本のインパクト測定・マネジメント(IMM)の実施状況について	77
インパクト投資のリターンとインパクトについて	85
総括 アンケート調査から見える日本のインパクト投資の展望	88
アンケート回答組織一覧	89
日本のインパクト投資市場のポテンシャル – 最大推計値と方法論 –	90
コラム② インパクト投資に関する消費者調査の紹介	93
インパクト投資・インパクト企業のケース・スタディ	98
第一生命保険株式会社	99
フューチャーベンチャーキャピタル株式会社	106
株式会社CureApp	114
株式会社ポケットマルシェ	122

寄稿：インパクト投資に関するトピック	128
「インパクト投資をめぐる世界の潮流」	130
一般財団法人SIMI(社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ)代表理事、 株式会社ブルー・マーブル・ジャパン 代表取締役 今田 克司	
「上場株式におけるインパクト投資の実践」	138
りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー 羽生 雄一郎	
「学校法人立命館におけるインパクト投資へのチャレンジ」	144
学校法人立命館 財務部・総合企画部 次長 酒井 克也	
あとがき－編著者後記	149

図表 1	インパクト投資のスペクトラム	6
図表 2	インパクト投資をめぐる2021年から2022年初頭の動き	7
図表 3	インパクト投資残高の規模	10
図表 4	継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率	11
図表 5	インパクト投資に取り組み始めた年	12
図表 6	日本とグローバルのインパクト投資市場の成熟度合	13
図表 7	日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展	14
図表 8	インパクト投資を増やすうえでの課題	15
図表 9	ケース・スタディの選定事例と選定理由	16
図表 10	投資における第3の軸	24
図表 11	インパクト投資とESG投資の関係性のイメージ	28
図表 12	世界のサステナブル・インベストメント残高(十億ドル)	29
図表 13	インパクト投資をめぐる2021年から2022年初頭の動き	30
図表 14	インパクト投資の歴史ーグローバルと日本ー	35
図表 15	インパクト投資の関連用語	40
図表 16	インパクト投資残高の規模	45
図表 17	継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率	47
図表 18	インパクト投資に取り組み始めた年	47
図表 19	インパクト投資取り組み機関一覧と投資事例	49
図表 20	分析のサブグループの回答機関数(n数)及び回答者全体に占める割合(%)	52
図表 21	アンケート調査回答全組織の業種	53
図表 22	インパクト投資取り組み機関の業種	54
図表 23	インパクト投資に取り組み始めた年	54
図表 24	インパクト投資に取り組む動機	55
図表 25	顧客からの要望としての重要度	56
図表 26	日本とグローバルのインパクト投資市場の成熟度合	57
図表 27	日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展	58
図表 28	インパクト投資を増やすうえでの課題	61
図表 29	インパクト投資を増やし易くなる条件	63
図表 30	1年前と比べたインパクト投資をめぐる組織内の変化	66
図表 31	インパクト投資残高・受託運用残高及び実行件数	67
図表 32	継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率	67
図表 33	インパクト投資残高・受託運用残高の分布	68
図表 34	インパクト投資実行件数の分布	68
図表 35	インパクト投資のアセットクラス	69
図表 36	インパクト投資のアセットクラスーグローバルとの比較	70
図表 37	インパクト投資先の組織類型	70

図表 38	インパクト投資先の成長ステージ	71
図表 39	インパクト投資先の成長ステージ グローバルとの比較	72
図表 40	インパクト投資先の地域	72
図表 41	インパクト投資先の分野	73
図表 42	インパクト投資先の分野 グローバルとの比較	74
図表 43	インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画	75
図表 44	インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画(分野別)	76
図表 45	インパクト測定に活用しているツールやフレームワーク	78
図表 46	ツールやフレームワークの活用目的	79
図表 47	インパクト投資実行において、採用している評価指標の種類	80
図表 48	インパクト測定結果の投資先への共有状況	80
図表 49	インパクト測定結果の投資家への共有状況	81
図表 50	SDGsに紐づけたインパクト測定	82
図表 51	インパクト測定とSDGsを紐づけている理由	83
図表 52	インパクト投資とSDGsの紐づけ手法	83
図表 53	財務的リターンの期待水準	85
図表 54	財務的リターンの実現度合い	86
図表 55	インパクトの実現度合い	87
図表 56	アンケート回答組織一覧	89
図表 57	インパクト投資残高の規模	90
図表 58	「インパクト投資」という言葉の認知度	93
図表 59	インパクト投資の認知度－投資経験、性別、年齢帯別クロス	94
図表 60	インパクト投資実施への関心度	95
図表 61	インパクト投資実施への関心度－投資経験、性別、年齢帯別クロス	95
図表 62	インパクト投資関心層が社会課題解決のため投資したい企業のタイプ	96
図表 63	機関投資家がインパクト投資を行うことへのインパクト投資関心層の肯定度	97
図表 64	ケース・スタディの選定事例と選定理由	98
図表 65	責任投資の推進態勢	101
図表 66	地方創生ファンドの設立実績	107
図表 67	事例：おおさか社会課題解決ファンド	110
図表 68	CureAppのビジネスモデル	115
図表 69	CureAppのImpact Logic	119
図表 70	ポケットマルシェのロジックモデル	125
図表 71	経済社会システムの転換とインパクトやインパクト投資の役割が議論された 2021年のオンライン国際会議・会合の例	137
図表 72	りそなローカルインパクト投資とは	140
図表 73	エンゲージメント活動	142
図表 74	2021年RIMIXプログラム体系	146

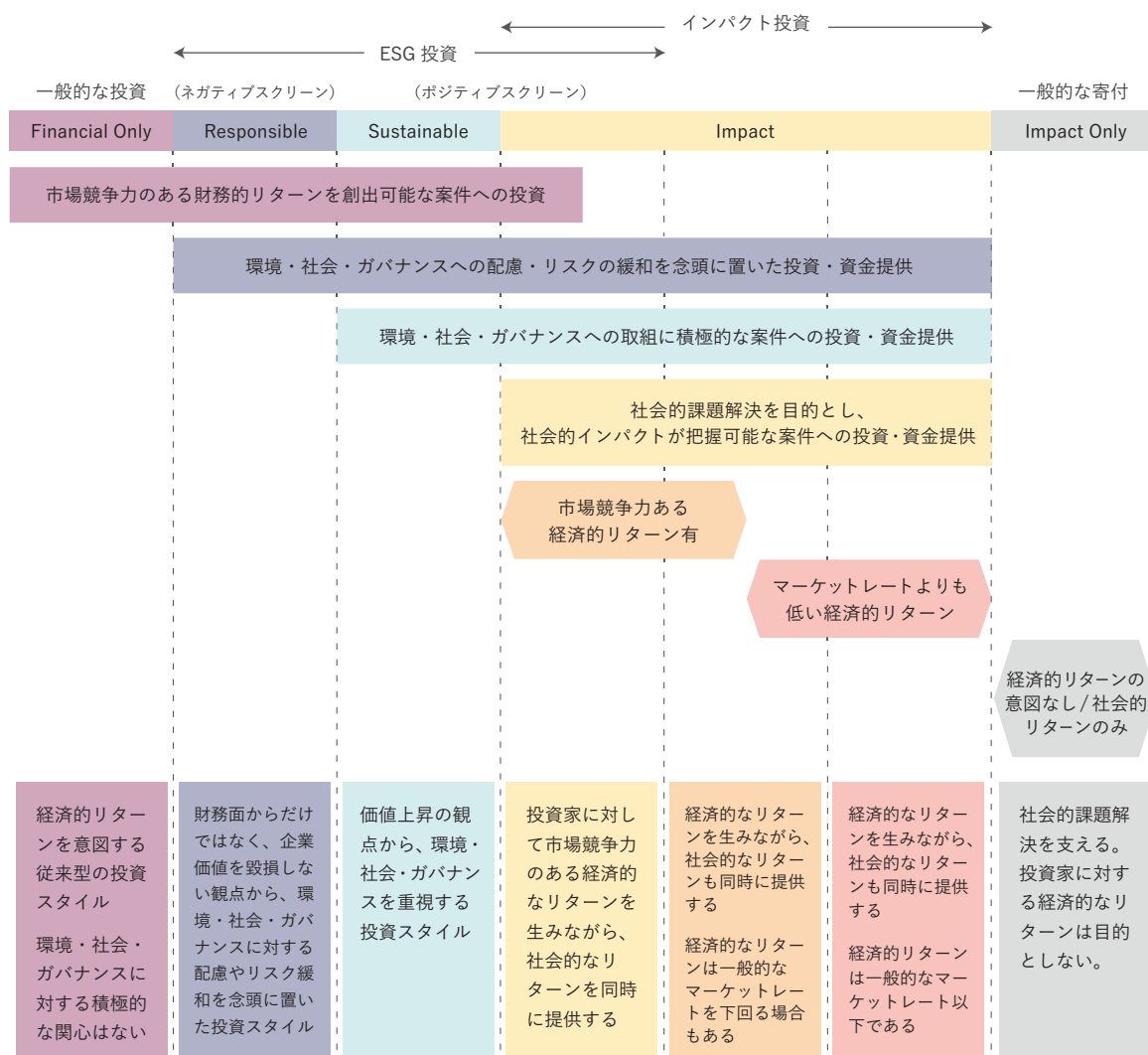
エグゼクティブ・サマリー

本年次報告書は、日本のインパクト投資の現状を報告するものであり、日本におけるインパクト投資推進のための情報共有を目的とし、GSG国内諮問委員会(日本)の監督のもと発行されている。

「第1章：インパクト投資とは」では、インパクト投資の定義を概説したうえで、インパクト投資の世界的な歴史や日本での発展の経緯、直近年のトピックスをとりまとめた。

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)の定義に拠れば、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を指す。

図表 1. インパクト投資のスペクトラム



国内外におけるインパクト投資を巡る2021年から2022年初頭の目立った動きとしては、以下のようなことがあった。

図表 2. インパクト投資をめぐる2021年から2022年初頭の動き

国際的な動き	IFRS 財団による国際サステナビリティ審議会（ISSB）の設立 非財務情報の国際開示基準づくりへ
	G7の枠組みでのインパクトタスクフォースの立ち上げ インパクト主導の経済・社会に向けて
	Impact Management Projectの発展的解消とImpact Management Platformの立ち上げ インパクト測定・マネジメントの主流化へ
外国政府の動き	サステナブル・インベストメントに関するイギリス政府のロードマップ発表 企業による情報開示要件の策定へ
	EUのサステナブルファイナンス戦略の公表 カーボンニュートラルに向けたファイナンス支援等
	サステナブル・インベストメントに対するアメリカ政府の姿勢の変化 企業年金の運用におけるESG投資への姿勢から
日本政府等、 日本の公的機関 の動き	サステナブル・インベストメントを巡る金融庁、環境省、日本銀行の動き 具体的な施策の進展
	岸田首相の初の施政方針演説でのインパクト投資の言及 新たな官民連携の一つとして
日本の 民間企業等 の動き	インパクト投資の投資対象の多様化 上場株式ファンドの登場
	インパクト投資主体の多様化 地域金融機関、学校法人等の参入
	金融事業者・機関投資家によるインパクト志向金融宣言の署名 インパクト投資の実践やインパクト投資市場の拡大への貢献等に同意

「第2章：日本におけるインパクト投資市場」は、「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」で得られた回答の分析結果であり、本報告書の主要部分である。調査手法や本調査におけるインパクト投資の算入基準を示したうえで、アンケート調査から把握できた日本におけるインパクト投資残高やアンケート回答の集計結果を提示し、日本におけるインパクト投資市場を概観し、現状と課題の共有をする。さらに、昨年度からの新たな試みとして、従来のアンケート調査に加えて、公開情報ペー

スの市場推計調査も実施し、日本のインパクト投資市場の最大推計値(ポテンシャル)を算出した。調査手法の詳細については、報告書本文を参照されたい。

調査手法概要

調査期間：2021年9月～2022年1月

回収数：77 / 配布数：580(回収率:13.2%) 主な対象は機関投資家や金融機関

アンケート調査で採用した『インパクト投資』の定義

アンケート調査で採用し、回答者に提示した『インパクト投資』の定義は、以下のすべてに該当するものとした。

■ 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^{(※1) 2}

※1 投資(株式・債券)、融資、リース等、金銭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。

■ インパクト測定・マネジメント³(IMM)^(※2)を投資前および投資実行後に実施している(ただし投資実行後については評価の実施主体は問わない)

※2 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(例えば、投資判断時における基準、投資期間中や投資後の報告で活用する等)を運用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、インパクトの測定に基づく評価とマネジメントのプロセスのこと。

■ インパクト測定・マネジメント(IMM)の結果が投資家^(※3)に共有されている

※3 私募の金融商品(協調融資、機関投資家向け投資信託や私募社債等)の場合には、主幹事銀行、運用会社、発行体が、インパクト測定結果を投資家に共有していること。公募の金融商品(個人向け投資信託や公募社債)の場合には、公募商品の性格上、インパクト測定結果を公開していること。なお、投資家が自己勘定で行っているインパクト投資については、投資家自身がインパクト測定結果を知っていることは自明であるため、こちらの基準は該当しない。

〈留意点〉

・ 厳密な市場推計ではない

本調査結果は、郵送・電子ファイルによるアンケート回答結果の積み上げであり、厳密な意味でのインパクト投資の市場規模推計にはあたらない。

・ 原則、自己申告ベースの回答である

「GIIN Annual Impact Investor Survey」と同様に回答組織の自己申告ベースとしつつ、回答内容が不完全なものについては補完する目的で、追加的にヒアリング(メール・電話)を実施した。

・ データ・クリーニングおよび正確性

調査チームで可能な範囲において、矛盾や誤認識を伴う回答を除去・補正し、残高については二重計上(ダブルカウント)とならないように考慮しているが、完全な正確性を保証するものではない。

インパクト投資残高の算入基準

アンケート調査は自己申告ベースであるものの、インパクト投資の基準と対応する設問の回答状況結果から、算入／非算入の分類を行った。なお、算入基準については2019-2020年度調査時の以下①～③の基準に加えて、2021年度調査では④の基準を新たに加えた。算入したものは①～④の基準を全て満たすものとしている。

① 国内拠点の法人であること

本調査は「日本における」インパクト投資に関する調査であるため、回答組織は日本国内拠点の法人に限定する。ただし、インパクト投資先の地域は国外であっても構わないが、多国籍法人の場合にはあくまで日本法人のインパクト投資活動に限定した回答とする。

② アウトプット⁴かつ / または アウトカム⁵をインパクト測定・マネジメントの指標としている

事業のアウトカムの指標を必須とするか、アウトプットの指標のみでも可とするかという事業のインパクト指標の対象については、2020年度調査と同様本年度の調査では特に基準を設けていない。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こととする。

③ 投資判断時および投資後のいずれにおいてもインパクト測定・マネジメントを実施している

インパクト測定・マネジメントの実施者は、投資判断時は投資家組織自体もしくは運用会社や組成機関や委託を受けた第三者評価機関に限定するが、投資後は限定しない（その他仲介金融機関（証券会社等）、債券発行体、投融資先事業者でも可）。

④ インパクト測定・マネジメント（IMM）の結果が投資家に共有されている

定義にあるように、インパクト投資においては「（投資家のインパクト創出の）意図」が重視されているため、最終投資家と投資先との間に仲介機関（運用会社や組成機関）が介在する場合には、機関投資家・個人投資家いずれであっても最終投資家の「インパクト創出の意図」や「インパクトに基づく判断」があったと推定するためには、前提として仲介機関等の実施するインパクト測定・マネジメントの結果が最終投資家に対して共有されている必要がある。

2 こちらの表現については、「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」に倣っている。GIINアンケート調査で採用の定義『Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return. They can be made across asset classes, in both emerging and developed markets, and target a range of returns from below market to market rate, depending on the investors' strategic goals.』。下線部に対応する部分を調査票本体で示し、それ以外の部分については調査票の案内状で示した。

3 国際的なインパクト投資の取り組みにおいて受け入れられている概念である、「インパクト測定・マネジメント（Impact Measurement and Management, IMM）」と整合を図るために、従来使用していた「社会的インパクト評価」、「社会的インパクト・マネジメント」を統合した概念として表現を改めた。変更にあたっての考えの詳細は、本報告書内の「インパクト投資に関連する用語の整理」や2020年度版本報告書（p.20）の「インパクト投資に関連する用語の整理」を参照。2020年度報告書：<https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2020.pdf>

4 アウトプットとは、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

5 アウトカムとは、事業や取り組みのアウトプットがもたらす変化、便益。プログラムや活動の実施後の影響として、受益者に現れてくる変化。（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

インパクト投資残高

本アンケート調査および後述する市場推計調査の結果、インパクト投資の規模を示す数字を3種類提示する。

1. アンケート調査で把握できた、インパクト投資残高（2021年度新基準）… 1兆3,204億円

※**本年度の新基準**（最終投資家へのインパクト測定・マネジメント（IMM）の共有・有）で算出した数値（算入基準①～④ 全て満たす）

「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」に回答した機関のうち、前掲のインパクト投資の算入基準に照らして、自己申告したうえで基準を満たした31組織の投資残高の総和。つまりインパクト投資と認識したうえで、インパクト測定・マネジメントを投資前と投資実行後に実施し、最終投資家にその結果を共有している投資残高の総和となる。

2. アンケート調査で把握できた、インパクト測定・マネジメント（IMM）の結果の投資家への共有を問わない残高（2020年度旧基準）… 1兆4,814億円

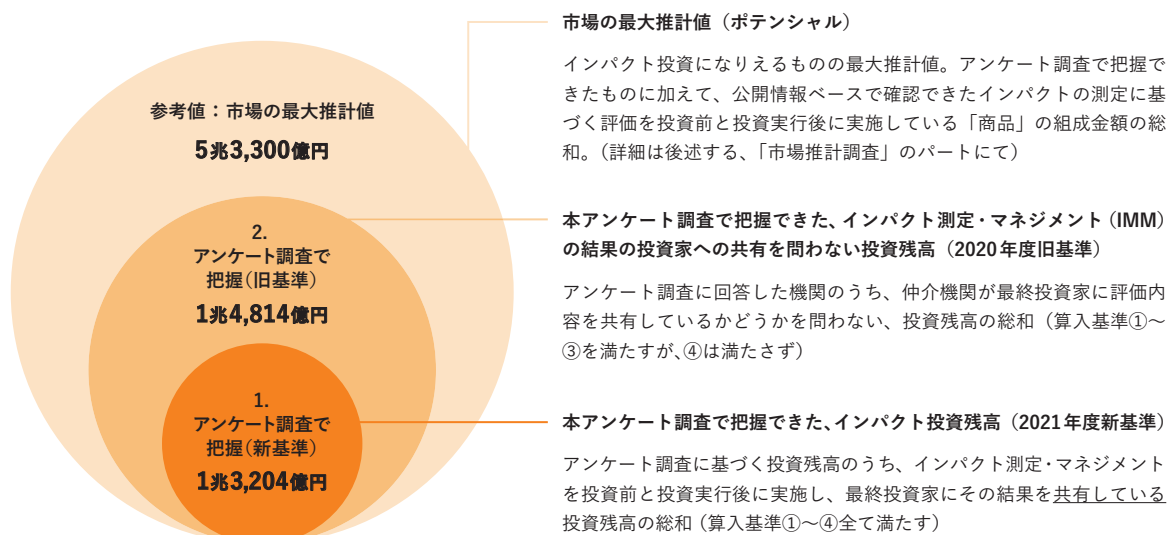
※**過年度の旧基準**（最終投資家へのインパクト測定・マネジメント（IMM）の共有・無）で算出した数値（算入基準①～③を満たすが、④は満たさず）

アンケート調査に回答した機関のうち、仲介機関が最終投資家に評価内容を共有しているかどうかを問わない、投資残高の総和。最終投資家の「（インパクト創出の）意志」を担保するためには、本来であれば、仲介機関がインパクト測定・マネジメントの実施主体となっている場合には評価結果が最終投資家に対して共有されている必要があると考えられる。

参考値：市場の最大推計値（ポテンシャル） 5兆3,300億円

アンケート調査で把握できたものに加えて、公開情報ベースで確認できたインパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している「商品」の組成金額の総和で、インパクト投資になりえるものの最大推計値。詳細は後述する、「市場推計調査」のパートを参照されたい。

図表 3. インパクト投資残高の規模



インパクト投資残高の増加要因に係る考察

昨年度実施した本アンケート調査(2020年度)で把握できたインパクト投資残高は3,287億円(比較するために2021年度調査の新基準を適用)であり⁶、今年度の同アンケート調査(2021年度)で把握できたインパクト投資残高は**1兆3,204億円**であったため、およそ**4倍に増加**したこととなる。この急拡大ともいえる要因について見解を示したい。

本報告書で示す日本国内のインパクト投資残高は、あくまで機関投資家・金融機関向けのアンケート調査ベースで把握できた数字であることを踏まえたうえで、以下の3点が残高増加の要因と考える。

- 1) **既存**のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資の取り組みの**拡大**
- 2) **新規**のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資への**参入**
- 3) 1) と 2) の背景にある、インパクト投資の**アセットクラス**の**多様化**
(特に規模の大きくなりやすい**上場株式**や**融資**の取り組み拡大)

1) について、本アンケート2020年度／2021年度調査いずれも継続回答しているインパクト投資取り組み機関20件を抽出すると、2020年度調査ではインパクト投資残高はおよそ3,226億(比較するために2021年度の新基準を適用)であったのに対して、2021年度調査ではおよそ6,563億円であった。つまり既存のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資に絞っただけでも、前年比の成長率は203%(2倍)となった(下図)。

図表 4. 継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率⁷

アンケート継続回答している、 インパクト投資取り組み機関(n=20)	2020年度 調査	2021年度 調査	成長率 (前年比)	成長件数 (=前年比増と なった機関数)
インパクト投資残高・受託運用残高	322,666 百万円	656,326 百万円	203%	14 件

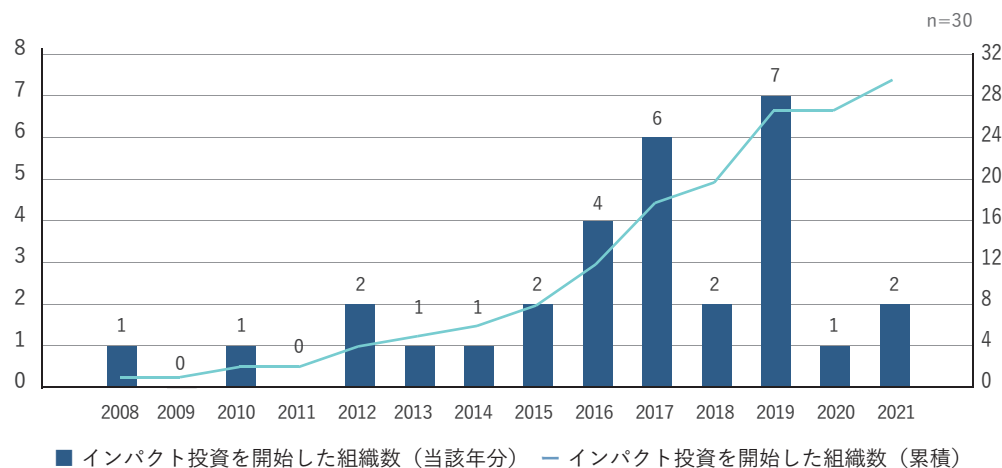
出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2020年及び2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A2(2). 貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資残高、受託運用資産の規模をご記入ください。(数値回答、Numerical Answer, (以降、「NA」と表記))」

⁶ 昨年度のアンケート調査(2020年度)時点で採用していたインパクト投資算入基準に基づけば、昨年度のインパクト投資残高は5,126億円であるが、ここでは昨年度と今年度の比較対象として、今年度の算入基準を当てはめた数値として昨年度3,287億円としている。

⁷ 図表4については、2020年度・2021年度調査いずれもインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」や他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

2)については、インパクト投資市場への大手の運用会社や銀行の参入が挙げられる。またアンケート調査への新規回答という側面でも、2021年度調査の新基準に当てはまるインパクト投資取り組み機関は、昨年度は20社であったが、今年度は31社とおよそ1.5倍となっている。下図で示す通り、アンケート回答機関がインパクト投資に取り組み始めた年としても2019年が最も多く、今年度のアンケート調査対象期間である2020年度は新規参入機関の取り組みが本格化している年といえるかもしれない。

図表 5. インパクト投資に取り組み始めた年⁸



出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A1. 貴組織がインパクト投資の取り組みを始めた最初の年をお教えてください。(NA)」

3)については、グローバルと国内両方で一致するインパクト投資の潮流である。インパクト投資の初期段階で盛んであった、スタートアップを含む未上場企業へのベンチャー投資から、上場企業への融資や上場株式で構成されるインパクト投資ファンドなど金額規模の大きな取り組みが増えてきていることが背景にある。今年度調査で確認できたインパクト投資残高の資産クラス別内訳においても、融資が58%、上場株式が35%を占め、両方で全体の93%を占めていることが確認できた。これらの取り組みを後押ししている投資環境の整備としては以下のような原則やフレームワークなど標準化の動きが挙げられる。

■『The Impact Principles』(Operating Principles for Impact Management)の策定(2019年4月)⁹

国際金融公社(IFC)が主導して作成されたインパクト投資の運用原則。原則は9つから構成されて、投資家が投資のライフサイクルの中に、インパクトについての考えを意識的に組み込めるフレームワークを提供している。2022年1月時点で37カ国の151の機関投資家が署名している。本アンケート調査におけるインパクト投資取り組み機関の中には本原則に署名している組織や、署名をしていなくてもインパクト投資ファンドの運用時の原則として活用している組織が一定数見られる。

■ ポジティブ・インパクト金融原則¹⁰や当該原則のフレームワークの制定(2017-2018年)

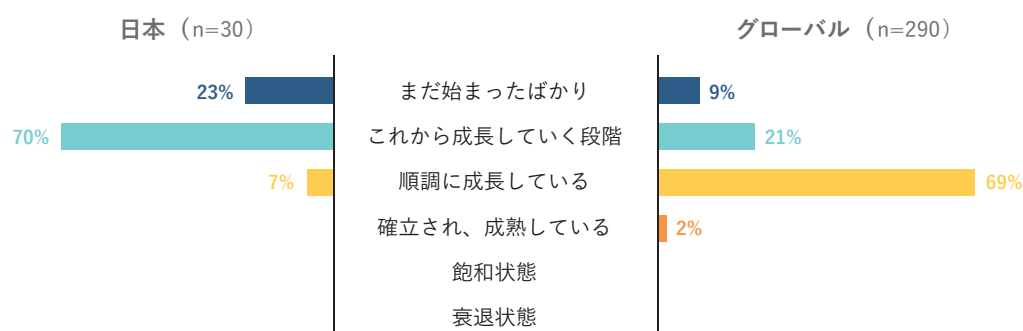
国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)が中心となって作成されたポジティブインパクト投融資

の原則。原則は4つから構成されて、SDGs達成に向けた金融の共通枠組みを提供している。日本国内においては、融資という形態でのインパクト投資の取り組みとして、都市銀行や地方銀行での活用が広がりがつつある。

以上、インパクト投資の増加要因について考察してきた。大きくは既存・新規取り組み機関双方において取り組みが拡大していること、その背景として上場株式・融資といった規模化しやすい取り組みを後押しするために原則等の標準化があったこと、そして調査対象期間の2020年度に国内のインパクト投資取り組み機関においてそれらの枠組みを適用・拡大させる動きがみられた点があげられ、2020年度は節目の年であったといえるかもしれない。

一方で、日本のインパクト投資の成熟度合としては、「これから成長していく段階」と多くのインパクト投資取り組み機関が認識していて、グローバルのインパクト投資市場が「順調に成長している」のに比べて、まだこれからという段階であることも確認できた(図表6)。日本のインパクト投資市場の成熟度合はグローバルと比較すると一回り遅れていて、これから成長していく段階にあることが確認できた。

図表 6. 日本とグローバルのインパクト投資市場の成熟度合¹¹



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問「問D5. 日本のインパクト投資市場の現況をどのように認識されていますか。最も当てはまるものを1つお選びください。(単回答、Single Answer(以降、「SA」と表記))」

他方で、日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展としては、「社会でのインパクト投資への認知度、関心度向上」や「経営トップによる、インパクト創出への関心・理解」、「アセットオーナーや株主・投資家など、自社のステークホルダーからの関心・エンゲージメント」に進展があったとの回答が多かった一方で(図表7)、昨年度からの課題である「インパクト測定・マネジメント(IMM)のアプローチが断片的で体系化されていない」ことが、インパクト投資に既に取り組んでいる機関においても、これから新規参入を検討している機関においても今後の共通する課題として挙げられた(図表8)。インパクト測定・マネジメント(IMM)の体系化に次ぎ、「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」、「イン

8 図表5については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

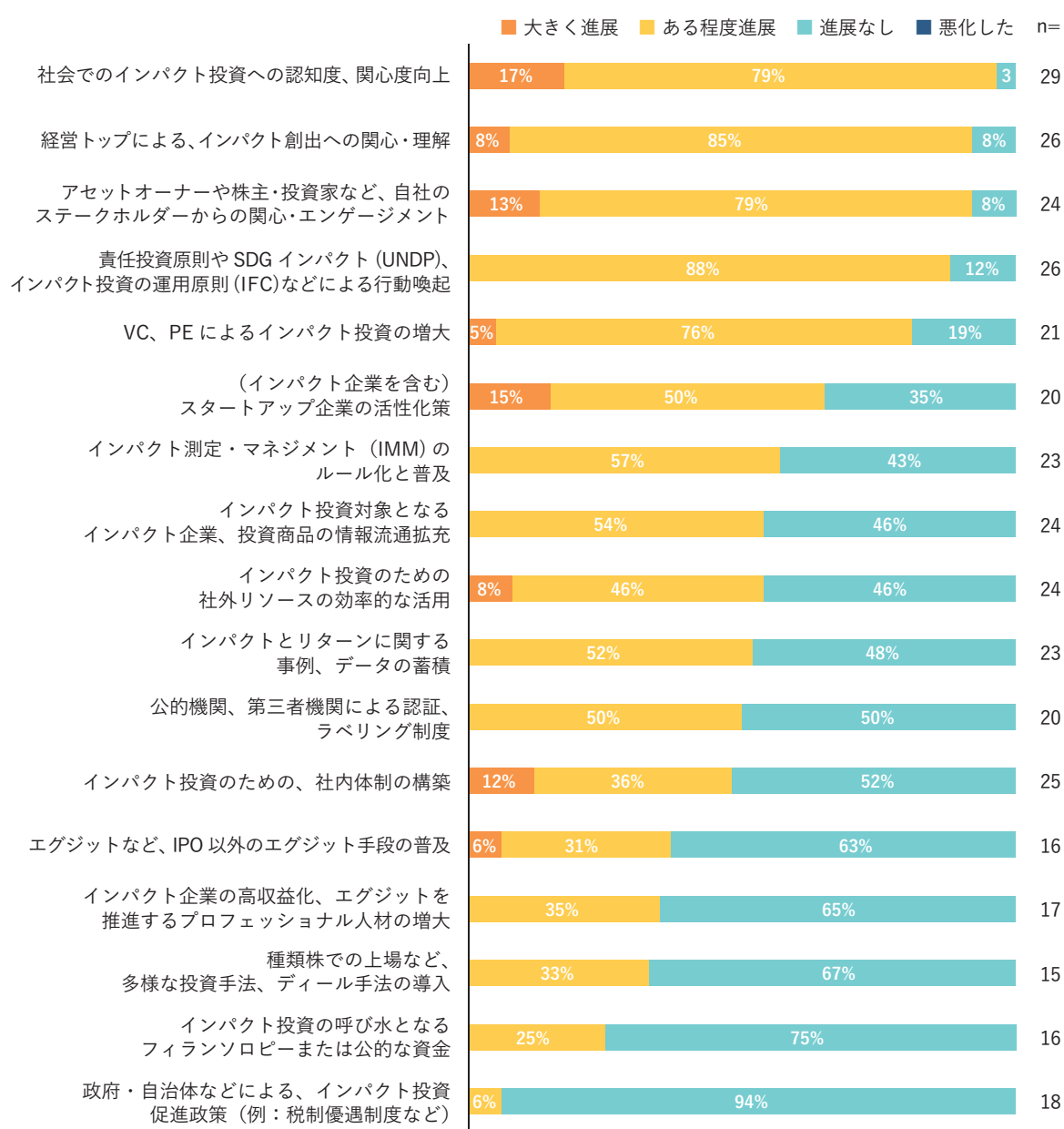
9 <https://www.impactprinciples.org>

10 <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/09/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-JAPANESE-WEB.pdf>

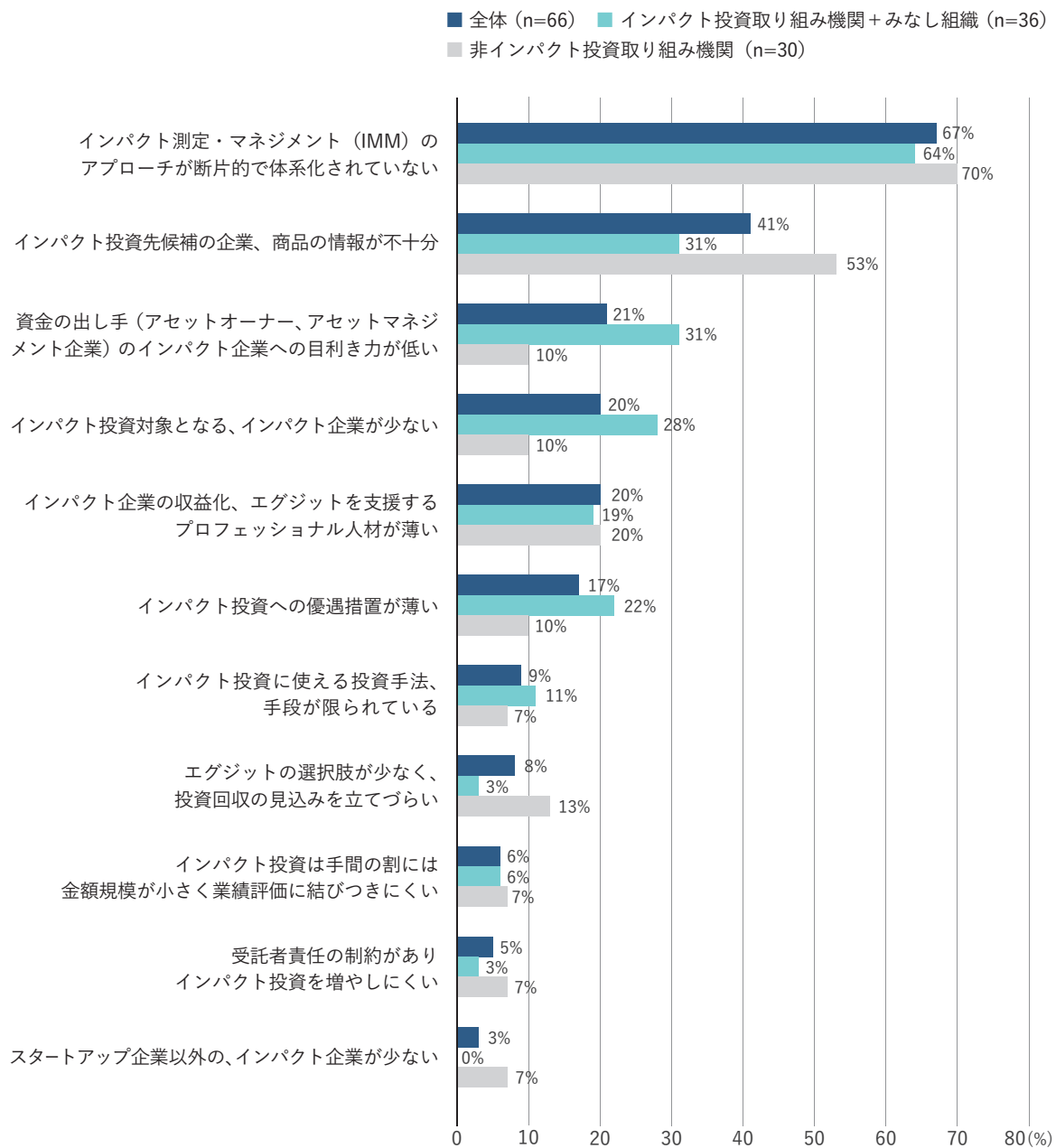
11 図表6については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

パクト投資対象となる、インパクト企業が少ない」、「インパクト企業の収益化、エグジットを支援するプロフェッショナル人材が薄い」などが二番手群の回答率を得ており、そもそも日本では投資家が投資したくなるようなインパクト企業の層およびインパクト投資の実務の担い手の人材層が薄いことも課題であることが判明した(図表8)。また、市場が成長していくにしたがって、インパクト投資の本質を損なうようなインパクト・ウォッシング(インパクト投資に見せかける行為)が懸念される。実際に「GIIN Survey 2020(Figure 12)」において今後5年間でインパクト投資市場が直面する最大の課題としてインパクト・ウォッシングが大多数のインパクト投資家から挙げられている。

図表 7. 日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展¹²



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D11.日本のインパクト投資市場一般の発展について過去1年間を振り返っていかがでしょうか。(各文章でSA)」

図表 8. インパクト投資を増やすうえでの課題¹³

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D6 / E1.今後日本のインパクト投資を増やそうとするに当たり、どのような点が問題だと思われますか。(複数回答、Multiple Answer(以降、「MA」と表記)、3つまで)」

12 図表7については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「大きく進展」+「ある程度進展」の合計%で降順。「分からない/該当しない」、「無回答」の組織は集計から除外した。

13 図表8については、3つまでとしているところ、4つ以上選択している回答は無効回答として集計から除外した。また「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、後述の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

また、本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に該当する機関に、自由回答で「インパクト投資を促進する条件」について尋ねたところ、多種多様なテーマでのモデル事業・成功事例の蓄積、インパクト投資に対応できる人材育成、政府による金融機関・投資家・大企業への促進策や働きかけ、大企業のみならず中小企業の経営層への理解促進、インパクト評価及びマネジメントの標準化かつ簡易安価な設計が求められていた¹⁴。

「インパクト投資・インパクト企業のケース・スタディ」では、インパクト投資のトレンドを把握するために、取り組み事例を4つ紹介する。4事例のうち2つは投資する側である金融事業者のもの、他の2つは金融事業者から投資を受ける側たる事業会社の事例とした。詳細は、報告書本文をご覧ください。

図表 9. ケース・スタディの選定事例と選定理由

インタビュー先	組織概要とケース・スタディのポイント
第一生命保険株式会社	【概要】1902 年創業の生命保険会社。2021 年 3 月末時点での運用資産は約 38 兆円。日本国内の機関投資家のなかでは先駆的に、2017 年からインパクト投資に取り組んでいる。 ケース・スタディのポイント ・インパクト投資の黎明期から業界の実例作りに貢献 ・複数部署が協業してインパクト投資を行う体制が存在 ・未上場企業向け直接投資、上場企業向け直接投資、ファンド投資など、複数のアセットクラスでインパクト投資を実践
フューチャーベンチャーキャピタル株式会社	【概要】1998年創業の京都に本社を置くベンチャーキャピタル。ベンチャーファンド事業のモデルを地域展開してきたパイオニア的存在。 ケース・スタディのポイント ・インパクト創出の意図を持ち、地域経済活性化のための金融商品を提供 ・2011 年の東日本大震災を契機に始めた地方創生ファンドを各地で運用する中で、インパクト KPI 設定を投資先とどのように合意するか、独自のノウハウを保有
株式会社 CureApp	【概要】2014 年設立の「治療アプリ®」の開発・運営会社。「ソフトウェアで「治療」を再創造する」をミッションとし、複数のインパクト投資を受けている。 ケース・スタディのポイント ・ソフトウェアを通じてユーザーの行動の変化を促し、医療分野や関連分野における様々な課題の解決に貢献するという、インパクト志向企業の好事例 ・インパクト測定・マネジメント（IMM）を経営管理ツールの一つとして認識し、その社内浸透に取り組んでいる

14 問D10.「インパクト投資を増やし易くなるには何が必要か自由にお考えをお聞かせください。」から内容を抽出。

インタビュー先	組織概要とケース・スタディのポイント
株式会社 ポケットマルシェ	【概要】2015 年設立の株式会社。「個と個をつなぐ」をミッションとし、野菜や果物、肉、魚などの一次産業の生産物を、消費者が生産者から直接購入できるウェブサイトや電力事業を運営。 ケース・スタディのポイント ・都市と地方の分断という社会課題の解決を試みる企業 ・当社に投資する投資家は同社が掲げる企業ミッションに共感し、ビジネスを通じたその実現に期待して投資を実行。インパクト測定・マネジメント（IMM）も実践中。

報告書内には章の間に2つのコラムをもうけている。「コラム① インパクト投資フォーラムの紹介」でGSG国内諮問委員会と一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)の共催で2018年から開催されている国内最大規模のインパクト投資のカンファレンスで過去に取り扱われたトピックを参照し、これまでのトレンドを振り返る。「コラム② インパクト投資に関する消費者調査の紹介」ではSIIFが2019年以来毎年実施している、消費者を対象とした「インパクト投資に関する消費者意識調査」の要点を紹介する。

報告書末尾の「寄稿文」では、日本におけるインパクト投資の普及にとって重要なトピックについて、寄稿形式で各立場の有識者・第一人者の意見を取り上げている。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。

トピック・寄稿者一覧

pg. 130

「インパクト投資をめぐる世界の潮流」

一般財団法人SIMI(社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ)代表理事 /

株式会社ブルー・マープル・ジャパン代表取締役 今田 克司

「日本におけるインパクト投資の現状と課題 2020年度調査」の寄稿者でもある今田克司氏が、インパクト投資にまつわる2021年のグローバルな動きを解説。様々な国際会議やハイレベル会合、世界情勢の変化を紹介した上で、グローバルな経済社会システム転換への関与が必須になっていることや、インパクト投資を巡る動きはコペルニクスの転回が起こりつつあることについて解説。さらに、サステナブル・ファイナンス全体の新たな動きや課題、インパクト投資やインパクト測定・マネジメント(IMM)に関する展望を説明いただいた。

pg. 138**「上場株式におけるインパクト投資の実践」**

りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー 羽生 雄一郎

りそなアセットマネジメントは2021年3月、日本の上場株式を投資対象とするインパクト投資ファンドの運用を開始した。同ファンドの検討にあたって直面した上場株式インパクト投資ならではの課題や論点について、りそなとしての見解も含めて解説いただいた。また、インパクト投資のさらなる発展に向けて、具体的な実践事例や見解の蓄積が必要との考えから、同ファンドの取り組みの一部を紹介。

pg. 144**「学校法人立命館におけるインパクト投資へのチャレンジ」**

学校法人立命館 財務部・総合企画部 次長 酒井 克也

私立大学における資産運用の目的と歴史を紹介した上で、「立命館社会起業家支援プラットフォーム (Ritsumeikan Impact-Makers Inter X (Cross) Platform: RIMIX)」の一環である、「立命館ソーシャルインパクトファンド(RSIF)」の実例を用いて、学校法人がソーシャルインパクトファンドを組成した背景を解説。また、学校法人によるインパクト投資への期待や取り組みの展望として、インパクト投資と教育研究事業の親和性や、社会的インパクトの測定に関する課題を説明いただいた。

サマリーの結びに

本調査・報告書作成を行った2021年度は昨年度から引き続き、新型コロナウイルスの感染拡大が猛威をふるったが、コロナ禍はインパクト投資の有用性に対する理解を進めたようでもある。2020年度報告書からの再引用となるが、本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に該当する機関に、自由回答で「新型コロナウイルスのインパクト投資活動への影響」について尋ねたところ、『『社会』という側面により光が当たり、インパクトという機会が受け入れられ易い環境が生まれつつある』や「社会課題の顕在化については、より多くの人々が認識するようになった」というコメントがあった。

今後、一層インパクト投資に関する議論や実践が日本においても盛り上がりを見せていくと思われるが、議論の土台となり、実践への示唆を与えるのが、日本のインパクト投資の現在地を定点観測する本報告書の役目だと考えている。

改めて、ご多用のところ「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」にご協力くださった組織および担当者の皆様に謝意を表したい。

本報告書が、インパクト投資を通じた社会課題の解決に寄与することを願っている。

GSG本部および国内諮問委員会について

The Global Steering Group for Impact Investmentについて

The Global Steering Group for Impact Investment (GSG)は、人々や地球によりよい影響を与えるインパクト投資を推進するグローバルなネットワーク組織である。2013年に、当時の主要先進国首脳会議(G8)の議長国であった英国・キャメロン首相の呼びかけにより創設された「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が、2015年8月にGSGと名称変更をした。現在は、世界33カ国の加盟国や地域(EU)が各国諮問委員会(National Advisory Board)として参加している。イギリスにおけるベンチャーキャピタルの先駆者であるロナルド・コーエン卿が会長を務め、GSGの活動には金融、ビジネス、フィランソロピーなど多様な分野のリーダーが参加している。

GSG国内諮問委員会について

GSG国内諮問委員会は、GSGの日本における支部として2014年に設立された。主に、調査研究・普及啓発・ネットワーキング活動を通じて、金融・ビジネス・ソーシャル・学術機関などあらゆる分野の実務者や有識者と連携し、インパクト投資市場やエコシステムの拡大に貢献している。

委員一覧

2022年3月現在、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	認定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 (50音順)	青柳 光昌	一般財団法人社会変革推進財団 専務理事
	金子 忠裕	株式会社三井住友銀行ホールセール統括部 サステナブルビジネス推進 室長
	川原 亮輔	株式会社みずほフィナンシャルグループ リテール・事業法人カンパニー 副カンパニー長 兼 法人業務部 部長 執行理事
	渋谷 健	シブサワ・アンド・カンパニー株式会社 代表取締役
	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
	銭谷 美幸	第一生命保険株式会社 運用企画部フェロー エグゼクティブ・サステナブルファイナンス・スペシャリスト
	黄 春梅	新生企業投資株式会社 インパクト投資チーム マネージングダイレクター
	深尾 昌峰	龍谷大学政策学部教授
	三木谷 浩史	一般社団法人新経済連盟 代表理事
	武藤 めぐみ	独立行政法人国際協力機構(JICA) 上級審議役

事務局組織

次の組織が、窓口業務、会合やイベントの企画・運営、調査・情報発信など、事務局としての実務を担っている(50音順)。

- ・ アジアン・ベンチャー・フィランソロピー・ネットワーク (AVPN)
- ・ 株式会社風とつばさ
- ・ ケイスリー株式会社
- ・ 一般財団法人社会変革推進財団 (SIIF)
- ・ 認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会

インパクト投資に関連する用語の整理

「インパクト投資」自体が比較的新しい言葉であるが、本報告書の本編に入る前にインパクト投資に関連する用語について整理しておきたい。

「**インパクト投資**」とは本報告書及び「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」において以下の3点を満たすものと定義している。なお、GSG国内諮問員会で2019年まで呼称していた「社会的インパクト投資」と同義である。

- ・ 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¹⁵
- ・ インパクト測定・マネジメント(IMM)を投資前および投資実行後に実施している(ただし投資実行後については評価の実施主体は問わない)
- ・ インパクト測定・マネジメント(IMM)の結果が投資家に共有されている¹⁶

その他のインパクト投資に関連する用語の定義は、本報告書においては以下の通りである。

■ 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・長期間問わない)を指す。

■ インパクト測定・マネジメント (Impact Measurement and Management, IMM)

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(例えば、投資判断時における基準、投資期間中や投資後の報告で活用する等)を運用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、インパクトの測定に基づく評価とマネジメントのプロセスのことを指す。

■ インパクト企業

インパクトの創出を志向する企業を指す。

15 投資(株式・債券)、融資、リース等、金銭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。

16 1点目にあるようにインパクト投資においては「(投資家のインパクト創出の)意図」が重視されているため、最終投資家と投資先との間に仲介機関(運用会社や組成機関)が介在する場合には、機関投資家・個人投資家いずれであっても最終投資家の「インパクト創出の意図」や「インパクトに基づく判断」があったと推定するためには、前提として仲介機関等の実施するインパクト測定・マネジメントの結果が最終投資家に対して共有されている必要があるため、本年度調査において新たな基準として導入した。

「社会的インパクト評価」から「インパクト測定・マネジメント(IMM)」への変更

「社会的インパクト評価」について

従来の「社会的インパクト評価」という表現は、必ずしもインパクト投資の潮流にあわせて、議論がなされてきたわけではない。2016年に内閣府の共助社会づくり懇談会の「社会的インパクト評価検討ワーキング・グループ¹⁷⁾」が端緒の一つで、社会課題解決のために民間資金を呼び込むことを一つの目的として社会的インパクト評価の活用が話し合われ、その後インパクト投資の日本への導入とともにインパクト投資と社会的インパクト評価が結び付けられるようになった。他方で、評価学の分野においては因果研究としての「インパクト評価」という異なる用語が存在する。一方で、実際のインパクト投資の議論では、環境的インパクトを含意するために「社会的」を外して「インパクト評価」と表現される場合もある。

「インパクト測定・マネジメント」について

加えて、国際的なインパクト投資の取り組みにおいては、「社会的インパクト評価」と対応する言葉として、グローバルの文脈では「Impact Measurement and Management (IMM)」という用語が一般的に使用されている¹⁸⁾。直訳すると「インパクト測定・マネジメント」となり、GIINによる定義は、「ビジネス上の活動が人や地球に与えるポジティブとネガティブの両方の影響を特定し検討することを含み、その上で自身の目的と整合させつつネガティブな影響を低減し、ポジティブな影響を最大化する方法を見出し、実践する反復的なプロセス¹⁹⁾」としている。

本調査及び本報告書における現段階での整理

本年度調査及び本報告書においては、国際的な潮流と整合性をとるために、従来使用していた「社会的インパクト評価」、「社会的インパクト・マネジメント」を統合した概念として、「インパクト測定・マネジメント」と表現を改めた。なお、GIINの定義する「Impact Measurement and Management (IMM)」と同義に変更することは現段階では避け、従来の「社会的インパクト評価」、「社会的インパクト・マネジメント」の意味内容を日本語表記における「インパクト測定・マネジメント」のもとに統合するとどめたが、今後日本のインパクト投資の進展に伴って、「インパクト投資」や「インパクト測定・マネジメント」をめぐる概念・用語の整理が進んでいくと思われる。

17 内閣府・共助社会づくり懇談会「社会的インパクト評価検討ワーキング・グループ」

https://www.npo-homepage.go.jp/kaigi/kyoujo-shakai/work-kaisai-h27#wg_1

18 GIINやIMPが当用語の普及を図っている：<https://thegiin.org/imm> や <https://impactmanagementproject.com>

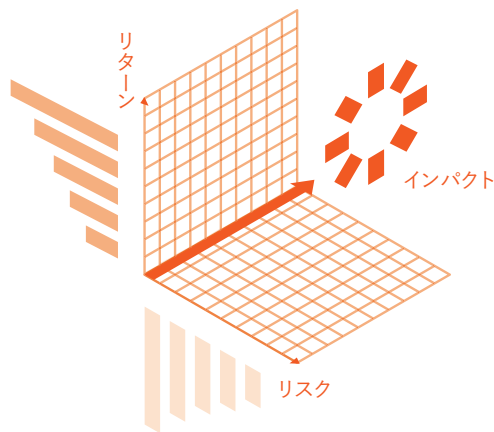
19 GIINによるIMMの解説：<https://thegiin.org/imm> 訳は筆者による。

第1章：インパクト投資とは

インパクト投資の概要

インパクト投資とは、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・環境的变化や効果を同時に生み出すことを意図する投資行動を指す。

従来、投資は「リスク」と「リターン」という2つの軸により価値判断が下されてきた。これに、投資の結果として生じた社会的・環境的な変化や効果を意味する「インパクト」という第3の軸を取り入れた投資をインパクト投資という。



図表 10. 投資における第3の軸

出典：インパクト投資拡大に向けた提言書2019,
Global Steering Group for Impact Investment (GSG)
国内諮問委員会, 2020年4月

インパクトとは

インパクトとは、事業や活動の結果として生じた、社会的または環境的な変化や効果のことを指す。インパクト投資においては、投資活動の結果として生じた社会的・環境的变化等が定量的・定性的に把握され、投資主体によって価値判断が加えられることを必須要素としている。投資活動の結果生じる社会的・環境的变化等を把握し、価値判断を加える活動のことをインパクト測定、または最近ではインパクト測定・マネジメント²⁰と呼ぶ。

インパクト投資の構成要素

ある投資活動が、インパクト投資と言えるかどうかを判断する要素として、以下の4点が挙げられる。

- (1) 意図(Intentionality)
- (2) 財務的リターン(Financial Returns)
- (3) 広範なアセットクラス(Range of Asset Classes)
- (4) インパクト測定(Impact Measurement)

20 インパクト測定・マネジメントにかかる指針, 第1版, GSG国内諮問委員会IMMワーキンググループ, 2021年5月

(1)の「意図」とは、投資主体が、その投資活動を通じてポジティブなインパクトの創出を目指している（意図している）かどうかという視点。(2)の「財務的リターン」とは、インパクトの創出のみならず、投資を通じた財務的なリターンの獲得を目指しているかどうかという視点。(3)の「広範なアセットクラス」とは、インパクト投資は特定のアセットへの投資に限定されないということを意味している。(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がまとめて対象とされる。)(4)の「インパクト測定」とは、投資主体が、投資活動の結果生じる社会的・環境的变化等を把握し、価値判断を加える活動を実施するものかどうかという視点。

意図があり、財務的リターンを生むことを目指し、インパクトの測定・マネジメントを行う投資は、その投資先アセットクラスに関わらず、インパクト投資と分類できる。

「インパクト投資」という言葉の誕生とその背景

インパクト投資という呼称は、米国のロックフェラー財団が、2007年にイタリアのベッラージョ(Bellagio)で開催した会議において提示された言葉とされている²¹。その会議は金融機関、慈善事業分野、および途上国開発を含めた社会開発分野のリーダーが参加し、環境面・社会面のインパクトを創出するための投資の在り方等を議論する場であった。

インパクト投資という言葉が生まれた背景には、社会が直面する課題がより深刻化、複雑化する中で、その課題の解決は、政府や市民による慈善活動のみでは担い切れないことが明確化してきたことがあった。いいかえれば、社会的課題解決のために投じられるべき資源(資金含む)規模に対して、パブリックセクター(行政等の公的主体)およびソーシャルセクター(非営利活動)が投じられる資源が少なからず不足しているということである。特にわかりやすい資源である「資金」についていえば、インパクト投資という言葉が生まれた当時、特に欧米諸国において行政コスト削減(および開発途上国への援助資金の削減)が進んでいた。

また、当時サブプライムローン問題が米国で顕在化し、投資活動について考え直す機運が高まっていたこと、社会や環境面におけるポジティブな変化を生み出そうとするビジネスの成功事例がいくつか顕在化していたこと、財務的リターンだけではない投資の「付加価値」を求める富裕層が先進国の投資主体のなかで存在感を増してきたこと、なども2007年当時の社会背景として存在していた。

そうした状況の中で、パブリックセクターやソーシャルセクターと金融分野とが、異なる規律、価値基準のもとでまわっていることに対する問題意識が生じることは自然であったといえよう。前者はインパクト創出を追求し、後者は財務的リターンを追い求めている。この二つの価値基準両方を、一つの金融取引のなかで統合することができないかー財務的リターンをもたらしながら環境的・社会的効用を実現できないかーそれを実現する投資手法にインパクト投資という呼称が与えられたのである²²。

21 Accelerating Impact, Rockefeller Foundation, July 2012,

<https://www.rockefellerfoundation.org/wp-content/uploads/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>

22 “What is Impact Investing?”, Rockefeller Philanthropy Advisors, <https://www.rockpa.org/guide/impact-investing-introduction>

その後、2015年9月の国連サミットで、持続可能な開発目標SDGs(Sustainable Development Goals)が採択された。SDGsは、2030年までに持続可能でよりよい世界を目指す国際目標を示しているが、国連はその採択の前年、SDGsの達成のためには年間2.5兆ドルもの資金が必要と試算している²³。その莫大な資金をパブリックセクターやソーシャルセクターだけで賄うことは現実的ではなく、民間の金融機関や企業を含む幅広い主体の投資が求められている。そうした状況もあって、インパクト投資への期待はますます高まっている。

👉 インパクト投資と開発金融(Development Finance)

インパクト投資という言葉が2007年のイタリア・ベッラージョの会議にて提起された時から、インパクト投資はその実務面において開発金融とのつながりが深い。開発金融とは、特定の産業や特定地域の経済的・社会的発展を実現するための金融分野のことである。開発金融には同一国内で政府系の金融機関が実施するもの、先進国が途上国に対して実施するもの、国際機関が実施するものなどが存在するが、いずれにせよ担い手のほとんどは公的機関であった。そのため、その資金の融通において、資金の提供主体が、当初の目的どおりに財務的リターンと社会的及び環境的インパクトを同時に生み出すこと(およびその説明責任を果たすこと)を求められることが一般的であった。したがって、開発金融の経験・知見は、インパクト投資に援用できる部分が多く、インパクト投資の発展に大きな役割を果たしてきた。

そのなかでも、世界銀行グループのひとつで、金融手法を用いて民間の資金を動員し途上国の開発を行う国際金融公社(International Finance Corporation, IFC)は、資本市場の規律を尊重し、自身の資金のみならず民間資金とともに開発途上国でインパクトを創出する手法を追求してきた機関であるため、一般の民間金融機関や企業がインパクト投資を行う際に活用できる経験や知見を多く有する。そのため、インパクト投資の手法や考え方には、IFCからの発信を参考とするものが多く存在する。その代表的なものとしてIFCの主導で制作されたインパクト投資の運用原則(The Impact Principles(OPIM))²⁴があり、2022年1月時点で37カ国の151の金融事業者がその原則に基づくインパクト投資の運用に署名している。

23 World Investment Report 2014, United Nations Conference on Trade and Development, 2014年6月、
https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf

24 インパクト投資の運用原則, IFC, 2019年4月、
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/fe499630-792d-434f-8dd2-f5d06da4c1ed/Impact+Investing+Principles_+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mSUxyEd (参考和訳版)

インパクト測定・マネジメント(IMM)

インパクト投資の要件として、意図、財務的リターン、広範なアセットクラス、インパクト測定の4つがあると述べた。その中のインパクト投資における投資家の「意図」について、それを実現させるための手段として、インパクト測定・マネジメント(Impact Measurement and Management)(以下、「IMM」)が位置付けられている。IMMはインパクト投資の4つの構成要素のうちの「インパクト測定」に、測定結果に基づいて投資家や事業者が事業改善や意思決定を行い、インパクトの向上を志向する「マネジメント」の要素を加えたものである。

IMMは、グローバルなインパクト投資市場においてインパクト測定およびその管理手法が過去10年間にわたって高度化、標準化されてきたものである。このIMMの発展をうけ、GSG国内諮問委員会では、インパクト投資の実務者がIMMを実践するうえで重要だと思われる検討ポイントや直面しうる課題と対応策について共有することを目的に、IMMの実践にかかる指針、実践ガイドブック、IMMのグローバルスタンダードづくりに向けたディスカッションペーパーなどを2021年7月に公開している²⁵。IMMについての詳細はそれらを御参照されたい。

インパクト投資とESG投資

インパクト投資と類似した投資行動としてESG投資がある。ESG投資は「従来の財務情報だけでなく、環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)要素も考慮した投資」と定義されることが多い²⁶。インパクト投資は既述のとおり「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、環境的变化や効果を同時に生み出すことを意図する投資」であるが、両者とも投資行動がもたらす「環境」や「社会」への影響を意識し、かつ財務的リターンも意識するという点で類似している。

インパクト投資とESG投資との明確な違いとして、インパクト投資においては、投資主体がインパクト創出の「意図」を有しており、かつ投資主体が「インパクト測定」を実施しているという要件が存在する。(前項「インパクト投資の構成要素」参照。)したがって、ある投資行動がインパクト投資なのかESG投資なのか判別したい場合には投資主体の意図の確認と、インパクト測定・マネジメントの実施状況の確認を行い、両者が確認できればインパクト投資と言える。

なお、このインパクト投資の要件に基づくESG投資との区別の方法とは別に、(1)財務的リターンと、(2)非財務面への影響、それぞれをどの程度重視するかというバランスの側面から、インパクト投資とESG投資の位置づけの違いを簡易的に表すと以下のような図になる。

25 プレスリリース「インパクト投資(株式)における「インパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」等を作成・公開」、GSG国内諮問委員会、2021年7月
<https://impactinvestment.jp/news/research/20210701.html>

26 経済産業省ウェブサイト(2022年1月閲覧)、https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/esg_investment.html

The diagram illustrates the relationship between ESG investment and Impact investment, showing how they overlap and evolve from traditional financial-only investments to those focused on social impact and issue resolution.

Top Section: Investment Spectrum

- Financial Only** (Financial Only)
- Responsible** (ESG Investment - Negative Screening)
- Sustainable** (ESG Investment - Positive Screening)
- Impact** (Impact Investment)
- Impact Only** (Impact Investment)

Bottom Section: Investment Styles and Focus

Investment Style	Focus / Description
経済的リターンを意図する従来の投資スタイル (Economic return-oriented traditional investment style)	環境・社会・ガバナンスに対する積極的な関心はない (No active concern for environment, society, and governance)
財務面からだけでなく、企業価値を毀損しない観点から、環境・社会・ガバナンスに対する配慮やリスク緩和を念頭に置いた投資スタイル (Investment style considering environment, society, and governance from a perspective of not destroying corporate value)	環境・社会・ガバナンスへの配慮・リスクの緩和を念頭に置いた投資・資金提供 (Investment and funding with consideration for environment, society, and governance and risk mitigation)
価値上昇の観点から、環境・社会・ガバナンスを重視する投資スタイル (Investment style emphasizing environment, society, and governance from a perspective of value increase)	環境・社会・ガバナンスへの取組に積極的な案件への投資・資金提供 (Investment and funding for cases with active engagement in environment, society, and governance)
投資家に対して市場競争力のある経済的リターンを生まながら、社会的なリターンを同時に提供する (Providing economic return with market competitiveness while also providing social return to investors)	社会的課題解決を目的とし、社会的インパクトが把握可能な案件への投資・資金提供 (Investment and funding for cases with social impact, aiming for social issue resolution)
経済的リターンを生みながら、社会的なリターンを同時に提供する (Providing economic return while also providing social return)	市場競争力ある経済的リターン有 (Having economic return with market competitiveness)
経済的リターンを生みながら、社会的なリターンを同時に提供する (Providing economic return while also providing social return)	マーケットレートよりも低い経済的リターン (Lower economic return than market rate)
経済的リターンを生みながら、社会的なリターンを同時に提供する (Providing economic return while also providing social return)	経済的リターンは一般的なマーケットレートを下回る場合もある (Economic return may be lower than the general market rate)
経済的リターンを生みながら、社会的なリターンを同時に提供する (Providing economic return while also providing social return)	経済的リターンは一般的なマーケットレート以下である (Economic return is below the general market rate)
社会的課題解決を支える。投資家に対する経済的リターンは目的としない。 (Supporting social issue resolution. Economic return to investors is not the goal.)	経済的リターンを意図なし/社会的リターンのみ (No intention of economic return / only social return)

インパクト投資とSDGs

27 外務省ウェブサイト(2022年1月閲覧), <https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/about/index.html>

減、ジェンダー平等、気候変動への対策等、17のゴールを定めており、2015年9月の国連サミットで加盟国の全会一致で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載されている。

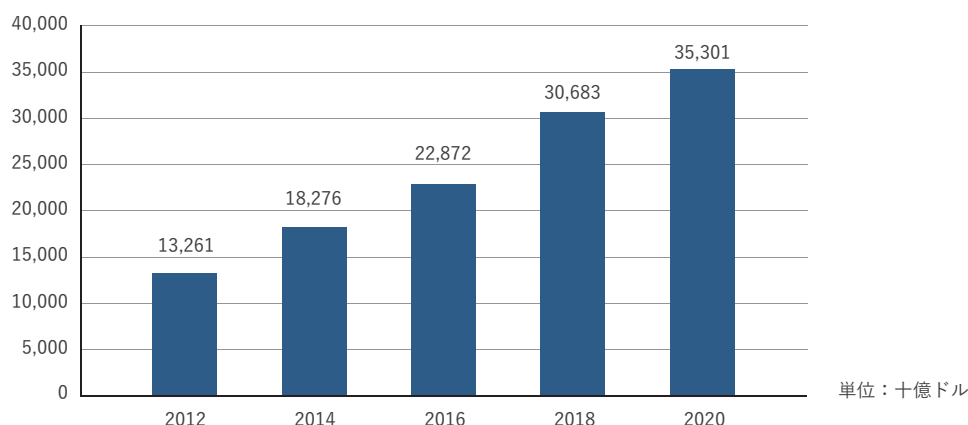
SDGsの掲げる17のゴールは広範な経済的、社会的なテーマに及んでいる。ESG投資が注力する「環境」「社会」「ガバナンス」のテーマと重なる部分もあるが、より広範な経済的、社会的側面を対象としている。そのため、SDGsの目標達成のためにはESG投資だけでは不十分と言え、そのぶんインパクト投資に期待が寄せられる。

インパクト投資は、前項「インパクト投資の構成要素」に既述のとおり、投資主体がインパクト創出の「意図」を有することを要件としているが、そのインパクトのテーマについては制限を設けていない。あらゆる社会面、環境面のポジティブなインパクトを対象としうる。そのため、SDGsとの親和性が高いといえる。IFCの試算²⁸によれば、SDGsの一部の分野（教育、健康・保健、道路、電力、上下水）に関するものだけで、新興国と低所得開発途上国において、2030年には2.6兆ドルの追加的な資金が必要になる見通しで、この膨大な資金不足に対処するためにインパクト投資は不可欠とIFCは訴えている。

インパクト投資を巡る最近の動き

インパクト投資は、ESG投資とともにサステナブル・インベストメント（Sustainable Investment、持続可能な社会の実現を目指す投資）の一つと位置付けられることが一般的だが、サステナブル・インベストメント市場はここ10年にわたり拡大の一途をたどり、2020年には35.3兆ドル規模にまで拡大した²⁹。

図表 12. 世界のサステナブル・インベストメント残高



出典：Global Sustainable Investment Review 2020, Global Sustainable Investment Alliance

28 “CREATING IMPACT”, International Finance Corporation, 2019,

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/promise-of-impact-investing

29 Global Sustainable Investment Review 2020, Global Sustainable Investment Alliance,

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

このサステナブル・インベストメント市場の拡大、特にESG投資の拡大に伴い、2021年は国家間を超えた国際的な動き、日本政府の動き、国内民間企業の動きが活発化・具体化した年であった。そのうち、インパクト投資市場に関係する主要なものを以下に紹介する。

図表 13. インパクト投資をめぐる2021年から2022年初頭の動き

国際的な動き	IFRS 財団による国際サステナビリティ審議会（ISSB）の設立 非財務情報の国際開示基準づくりへ
	G7の枠組みでのインパクトタスクフォースの立ち上げ インパクト主導の経済・社会に向けて
	Impact Management Projectの発展的解消とImpact Management Platformの立ち上げ インパクト測定・マネジメントの主流化へ
外国政府の動き	サステナブル・インベストメントに関するイギリス政府のロードマップ発表 企業による情報開示要件の策定へ
	EUのサステナブルファイナンス戦略の公表 カーボンニュートラルに向けたファイナンス支援等
	サステナブル・インベストメントに対するアメリカ政府の姿勢の変化 企業年金の運用におけるESG投資への姿勢から
日本政府等、 日本の公的機関 の動き	サステナブル・インベストメントを巡る金融庁、環境省、日本銀行の動き 具体的な施策の進展
	岸田首相の初の施政方針演説でのインパクト投資の言及 新たな官民連携の一つとして
日本の 民間企業等 の動き	インパクト投資の投資対象の多様化 上場株式ファンドの登場
	インパクト投資主体の多様化 地域金融機関、学校法人等の参入
	金融事業者・機関投資家によるインパクト志向金融宣言の署名 インパクト投資の実践やインパクト投資市場の拡大への貢献等へ同意

国際的な動き

IFRS財団による国際サステナビリティ審議会（ISSB）の設立

サステナブル・インベストメント市場にとって財務情報開示ルールとESG情報（非財務情報）開示のルールは最も重要な2つの規範であるが、この2つに関わる世界的な動きとして、国際財務報告基準

の策定を担う民間の非営利組織であるIFRS財団による国際サステナビリティ審議会(International Sustainability Standard Board, ISSB)の設立の公表がある。2021年11月3日の第26回国連気候変動枠組み条約締約国会議(COP26)にて発表された。

非財務情報の開示を巡ってはこれまで様々な団体が策定した基準が複数存在していたが国際会計基準の策定を担うIFRS財団が非財務情報の基準づくりに乗り出すことで混乱の解消が期待される。それに伴い、投資者に焦点を当てたサステナビリティ情報開示基準を策定していた複数の機関(気候変動開示基準委員会(CDSB)および価値報告財団(VRF))が2022年6月までにISSBに統合される予定である。

これに伴い、企業や投資家の間で生じがちであったESG情報開示にかかる実務上の混乱が緩和されることが期待される。

なおIFRS財団は国際サステナビリティ審議会(ISSB)を国際会計基準審議会(IASB)と並列に位置づけ、相互補完的に緊密に連携することとしている。つまり非財務情報であるサステナビリティ情報開示の重要性が財務情報開示と同等と認識され、両者の開示がより連携する形で進んでいくとみられる³⁰。

インパクト投資はインパクト測定の実施を構成要素としている(前項「インパクト投資の構成要素」参照)が、非財務情報の開示にかかるルールなどは存在せず、インパクト投資の実務とIFRS財団のISSB設立は直接には関係がない。しかし企業による非財務情報の開示ルールが統一されていくことによるインパクト投資を行う投資家の実務やインパクト創出を志向する企業の行動への影響は必至であり、インパクト投資市場にも影響があるといえる。

G7の枠組みでのインパクトタスクフォースの立ち上げ

COP26の間ではインパクト投資市場にとって重要な事項も発表された。それは2021年G7議長国であるイギリスによるImpact Taskforce(以下、「タスクフォース」)の立ち上げの発表である。新型コロナウイルスによる世界的な危機からの持続的かつ包括的な回復に向け、インパクト主導の経済・社会を促進していくことを目的としている。インパクトの透明性、完全性、信頼性に関する議論や提言を促進することに重点を置き、特に低中所得の国々でのインパクト投資に焦点を当てて推進するとしている。タスクフォースには以下の2つのワーキング・グループが設置される。一つ目は、GSGが事務局となる「インパクト報告手法、会計、情報開示、及び業界の倫理基準といった透明性・信頼性に関する議論」。二つ目は、英国のGSG国内諮問委員会も務めるImpact Investment Instituteが事務局となる「良質の仕事、教育、保健医療分野でのインパクトを達成するための、民間資金調達手法・動員」に関するもの。タスクフォースにはG7諸国をはじめとする国々から、投資のインパクトを最大化することに

30 https://www.asb.or.jp/jp/ifrs/press_release/y2021/2021-1103.html

焦点を当てた多様で実践的な声が集められ、G7、G20、COP26の他の関連ワーキング・グループや規制当局が主導するイニシアティブとの連携を図る予定である。

元々GSGは、2013年に当時のG8の議長国であったイギリスの呼びかけにより創設された「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が、2015年8月に名称変更をしたものである。インパクト投資推進の国際的な枠組みを作ったイギリスが、その動きをさらに具体化するためのタスクフォース立ち上げを呼びかけたことは意義深い動きといえる。

Impact Management Projectの発展的解消とImpact Management Platformの立ち上げ

インパクト投資の実務面に影響する国際的な動きとして、Impact Management Platformの立ち上げがある。Impact Management Platformは、インパクト測定・マネジメント(前項「インパクト測定・マネジメント(IMM)」参照)の規範作りを担ってきたImpact Management Projectの後継組織であり、国連開発計画(UNDP)、国際金融公社(IFC)、経済協力開発機構(OECD)、国連責任投資原則(PRI)等によって推進されてきた、2021年までの時限的なプロジェクトであった。Impact Management Platformは、プロジェクト時代と同様に、基準・標準、フレームワーク、ツールやガイダンスを提供してきた主要な組織が共同し、インパクト測定・マネジメントの主流化に取り組んでいくとしている。

外国政府の動き

2021年はCOP26が開催された年ということもあり、サステナブル・インベストメントに関し、政府レベルでの動きが様々見られた。インパクト投資が直接関連するものではないが、影響がありうる主要なもののみ、簡単に紹介する。

サステナブル・インベストメントに関するイギリス政府のロードマップ発表

COP26の開催地であるイギリスでは、10月にサステナブル・インベストメントに関する政府としてのロードマップ「Greening Finance: A Roadmap to Sustainable Investing」を発表した。そのフェーズ1として、投資家、消費者への情報提供のため、サステナビリティ情報開示要件の策定に取り組む意向である。

EUのサステナブルファイナンス戦略の公表

EUは従来、経済・社会の持続可能性を重視する立場を強く打ち出してきた。そのなかで、2050年までのカーボンニュートラル達成に向けた民間資金誘導のための関連規則である「EUタクソノミー」が存在する。2021年4月にそのEUタクソノミーに関連した一連の政策が発表され、7月には「サステナブル経済への移行に向けたファイナンス戦略」が採択された。

サステナブル・インベストメントに対するアメリカ政府の姿勢の変化

アメリカでは2021年にバイデン政権が誕生したことで、サステナブル・インベストメントに対する政府の立場に変化が生じている。その立場を象徴するものとして、労働省が示す企業年金の積立金運用に関する規則が注目されている。バイデン政権の前のトランプ政権は、企業年金の積立金運用においてESG要因の考慮することに否定的な立場を示していたが、バイデン政権となってそれが肯定的なものとなった。

日本政府等、日本の公的機関の動き

サステナブル・インベストメントを巡る金融庁、環境省、日本銀行の動き

サステナブル・インベストメントにかかる国際的な動向をうけ、日本政府においても金融庁、環境省、日本銀行を中心に積極的な動きがみられた。金融庁では6月に「サステナブルファイナンス有識者会議」の報告書が公表され、10月には「ソーシャルボンドガイドライン」(確定版)が公表された。インパクト投資に直接関連するものとしては、金融庁とGSG国内諮問委員会の共催により実施されてきた「インパクト投資に関する勉強会」が一つの区切り(フェーズ1の完了)を迎え、約1年3か月にわたって実施してきた成果として「第一フェーズの到達点と今後の課題」がまとめられ、公表された。環境省からは、3月に「ESG地域金融実践ガイド2.0」、「金融機関向け適応ファイナンスのための手引き」が公表されている。日本銀行は7月、通称グリーンオペ、正式名称「気候変動対応を支援するための資金供給」の骨子素案を公表し、サステナブル・インベストメント関連商品に対する日銀の立場を以前よりも具体化させた。

岸田首相の初の施政方針演説でのインパクト投資の言及

日本においては2021年10月4日に岸田内閣が発足。「新しい資本主義」をキーワードとし、それを議論する「新しい資本主義実現会議」という会議体も、首相を議長として設置された³¹。その「新しい資本主義」について述べた岸田首相の初の施政方針演説(2022年1月17日)において、新たな官民連携の実現方法、民による公的機能の補完の手段として、インパクト投資について言及された³²。

日本の民間企業等の動き

2021年は日本の民間企業の間においてインパクト投資の認知拡大が加速した年であった。それが象徴される出来事として、金融機関21社による、環境・社会課題解決を目指す「インパクト志向金融宣言」への署名(11月29日)がある。このインパクト志向金融宣言への金融機関の参加が象徴するよう

31 内閣官房ウェブサイト, https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/index.html

32 【全文】岸田首相 初の施政方針演説, NHK, <https://www3.nhk.or.jp/news/html/20220117/k10013435201000.html>

に、実際に日本におけるインパクト投資の市場は拡大し、多様化している。(インパクト投資市場の拡大、多様化の統計的データについては第2章にて紹介する。)

またIFRS財団による国際サステナビリティ審議会(ISSB)の設立の動きを踏まえて、公益財団法人財務会計基準機構は、2021年12月にサステナビリティ基準委員会(SSBJ)の設立を決議し、SSBJ設立準備委員会を設置した³³。日本国内においても、サステナビリティ開示基準の開発を巡って、国際的な動きへの情報発信や国内基準の体制整備が進んでいくと思われる。

インパクト投資の投資対象の多様化

インパクト投資の多様化としては2つの側面が存在する。一つが、投資対象の多様化であり、上場株を投資対象とするインパクト投資ファンドの組成に代表される。例えば、都市銀行系RホールディングスやMフィナンシャル・グループの100%子会社たる資産運用会社による、上場株式(上場予定を含む)へのインパクト投資を行うファンドの設定が実現している。また、ベンチャーキャピタルファンドR社による、日本初となるディープテック系インパクト投資ファンドの組成も実現した。

インパクト投資主体の多様化

インパクト投資の多様化側面のもう一つは、インパクト投資主体の多様化である。京都の信用金庫による、社会課題解決に挑む社会起業家を対象としたベンチャーキャピタル子会社の設立が一つの例である。また、学校法人が運営するインパクト投資ファンドである立命館ソーシャルインパクトファンド(設立は2020年)は投資先の一つのインパクト測定・マネジメント結果を記載したインパクトレポートを2021年10月に公開している。

金融事業者・機関投資家によるインパクト志向金融宣言の署名³⁴

「インパクト志向金融宣言」は、「包括的にインパクトを捉え環境・社会課題解決に導くことが金融機関の存在目的である」という想いを持つ複数の金融機関が協同し、インパクト志向の投融資の実践を進めて行くイニシアティブである。署名した金融機関は、インパクト投資の実践やインパクト投資市場の拡大への貢献等にかかる、7つの行動指針に同意している。都市銀行、地方銀行、信託銀行、信用金庫、信用組合、資産運用会社、投資ファンド等が業容に関わらずインパクト投資の推進にかかる行動指針に同意したことは、日本のインパクト投資市場の発展の転換点として意義深い出来事と位置付けられる。

33 https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/news_release_20211220_02.pdf

34 インパクト志向金融宣言ウェブサイト(2022年1月閲覧), <https://www.impact-driven-finance-initiative.com>

図表 14. インパクト投資の歴史 – グローバルと日本 –

年号	グローバル	日本
2007	ロックフェラー財団が初めて “Impact Investing” という言葉を使い、インパクト投資の後押しを始める	
2008	イギリスにおいて休眠預金法案が制定	
2009	国際的なインパクト投資家のネットワーク組織 Global Impact Investing Network (GIIN) 設立 インパクト投資のレポートिंगスタンダード「IRIS」の運用開始	
2011	アメリカの州として初めて、社会的企業のための法人格 ベネフィット・コーポレーションが法制化（メリーランド州）	民間金融機関を中心に 21 世紀金融行動原則が採択
2012	イギリスで休眠預金を活用したホールセール型のファンド Big Society Capital 設立	
2013	Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 設立（当時の呼称は「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」。2015 年に GSG に改称。）	
2014		GSG 国内諮問委員会設立 GSG 国内諮問委員会が日本におけるインパクト投資の現状にかかるレポートを初めて発行
2015		GSG 国内諮問委員会がインパクト投資推進に向けた 7 つの提言を発表 政府の成長戦略と地方創生基本方針で初めてインパクト投資の推進が言及される GPIF が責任投資原則（PRI）に署名
2016	インパクト測定・マネジメントにかかるイニシアティブである Impact Management Project (IMP) 設立	社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（SIMI）設立（当時の呼称は「社会的インパクト評価イニシアチブ」。のちに改称。） 休眠預金等活用法の公布
2017	大手プライベートエクイティの TPG が 2,000 億円のインパクト投資ファンド設立	
2018	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 国連開発計画（UNDP）が SDGs 達成に向けた民間資金の流れ拡大を期して SDG Impact を開始	休眠預金等活用法の施行
2019	G20 大阪サミットにて安倍首相、「日本はインパクト投資や休眠預金などの革新的な資金調達で先頭に立つ」と表明 IFC がインパクト投資の運用原則を策定	内閣府が、休眠預金等活用法に基づく指定活用団体に日本民間公益活動連携機構（JANPIA）を指定 独立行政法人国際協力機構（JICA）が日本で初めてインパクト投資の運用原則に署名
2020	イギリス Big Society Capital、大手民間運用機関と組み、インパクト投資信託会社設立	休眠預金を活用した社会課題解決への助成開始
2021	G7 議長国イギリスの提起による Impact Taskforce の設置 Impact Management Project の後継として Impact Management Platform の設立	岸田首相の初の施政方針演説でインパクト投資の言及 インパクト志向金融宣言に金融機関 21 社が署名

コラム ① インパクト投資フォーラムの紹介

日本におけるインパクト投資の認知向上と市場構築を目的とした国内最大規模のビジネスカンファレンスについて紹介する。

HP <https://impactinvestment.jp/iif/2021/index.html>

本カンファレンスは、GSG国内諮問委員会と一般財団法人社会変革推進財団の共催で2018年にスタート。毎年、世界の最新動向と日本市場の今後の展望を知る機会として活用され、官公庁や金融機関、シンクタンクなどからの参加も多い。

本コラムでは、各回で取り扱った主なトピックを紹介することを通じて、これまでのトレンドを振り返る。

第一回となる2018年は、国連が採択した持続可能な開発目標(SDGs)やESG投資への関心が国内で浸透し始めた中で、少子高齢化や地方創生等の社会課題に対する民間資本の活用手法として注目を集め始めたインパクト投資の先駆的事例を紹介した。第二回となる2019年は、G20大阪サミットの首脳宣言にて「革新的な資金調達」の重要性が言及されるなど国際的な期待感が高まる中、省庁や金融機関・機関投資家のキーパーソンらを招いて、政府レベルでの潮流と、投資家が本格的に取り組んでいく上での課題や展望を紹介した。そして、第三回となる2021年は、こうした国内外の機運の高まりとともに急成長を続けるESG投資、俄かに注目が集まるパーパス経営のトレンドを踏まえ、インパクト投資のメインストリーム化に向けた3つの大きなポテンシャルを紹介した。

第一回 社会的インパクト投資フォーラム 2018

テーマ「持続可能な未来型資本市場の展望」 | 開催日：2018年2月19日(月)、20日(火)

HP https://peraichi.com/landing_pages/view/iif2018

概要：1,114億ドルもの市場規模(※2018年当時)へと成長したインパクト投資市場。2015年に国連で採択された持続可能な開発目標(SDGs)を実現するためには、年間で約2.5兆ドルが不足していると推計されており、民間資本を大規模に導入する仕組み作りが求められている。民間資本の活用を通じた日本の包括的、持続可能な成長に繋がる強固で持続可能な未来型資本市場の構築は急務といえる。

パネルテーマ

- ◆ 成長する社会的インパクト投資への需要と金融機関の役割
- ◆ 地方創生と社会的インパクト投資-地域金融の役割
- ◆ 日本における社会的インパクト投資のエコシステム
- ◆ 社会的インパクト投資の先駆者として
- ◆ ジェンダーレンズと社会的インパクト投資
- ◆ 社会的インパクト投資の更なる推進に向けて
- ◆ 日本の社会課題解決に挑む革新的ビジネス
 1. 高齢化社会とヘルスケア / 2. 子育てと教育 / 3. 地方創生
- ◆ 社会的インパクト投資のファイナンス手法
 1. ソーシャルインパクトボンド(SIB) / 2. 金融商品とプラットフォーム / 3. 社会的インパクト評価

第二回 社会的インパクト投資フォーラム 2019

テーマ「ポストG20：SDGsの達成に向けたイノバティブファイナンスの可能性」 | 開催日：2019年9月6日（金）

HP https://peraichi.com/landing_pages/view/iif2019

概要：SDGsの達成のためには年に5～7兆ドルの資金が不足しているとされ、開発援助資金などの公的資金に替わり、民間資金を活用した課題解決型のイノバティブファイナンス手法が注目を集めている。2019年6月末に開催された「G20大阪サミット」では、首脳宣言や安倍総理のスピーチにおいて、「革新的資金調達メカニズム」について言及された。国内外の金融機関、政府関係者、ビジネスリーダー、シンクタンクの方々をお招きし革新的な資金調達の在り方を検討する。

パネルテーマ

- ◆ SDGsとイノバティブファイナンス
- ◆ インパクト投資x民間金融機関事例
- ◆ テーマ別分科会
 - A「Aging and Health」 / B「Gender Lens Investment」 / C「Environment」
- ◆ 手法別分科会
 - D「成果連動型民間委託契約とSocial Impact Bond (SIB)」 / E「Digital Technology(フィンテック)」 / F「社会的インパクト評価とソーシャルIPO」

第三回 インパクト投資フォーラム 2021

テーマ「ESG投資のグローバルスタンダード化、インパクト投資の目覚め」 | 開催日：2021年9月28日（火）

HP <https://impactinvestment.jp/iif/2021/index.html>

概要：ESG投資運用残高は世界全体の運用資産の3分の1を占めるまでに成長し、より社会課題解決への意図を重視するインパクト投資市場も目覚ましい成長を見せている。日本政府は2019年「G20大阪サミット」において、インパクト投資への積極的な取り組みを表明した。こうした国内外の趨勢を踏まえ、インパクト投資の3つの最新動向① インパクト投資の大規模化や成長モデルの多様化、② 理論から社会実装へ。情報開示や評価の進化、③ インパクト志向のパーパスドリブン経営を目指す金融機関の挑戦を紹介する。

パネルテーマ

- ◆ インパクト志向のパーパス経営へ、金融機関の挑戦
- ◆ インパクトの情報開示
- ◆ インパクト投資の大規模化が生むソーシャルユニコーン
- ◆ ブレイクアウトセッション
 1. インパクト企業が上場企業になること ～事例から見えて来る挑戦～
 2. ジェンダー平等に挑む投資：公開市場への広がり可能性
 3. インパクト測定・マネジメント(IMM)：原則・フレームワーク・スタンダード開発の最新動向
 4. 金融機関による上場株式インパクト投資の実践
 5. リスクマネーの多様化が始まる！ - IPOを前提としないインパクト投資の可能性
 6. インパクト投資のリテールマーケティング：最新消費者調査からのインサイト
 7. 金融イニシアティブを通じたジェンダーギャップへの挑戦

▶ 各回の講演サマリは、GSG国内諮問委員会公式HPにて公開
<https://impactinvestment.jp/resources/lectures/index.html?tag=17>

第2章：日本におけるインパクト投資市場

第2章では、「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」で得られた回答を基に、日本におけるインパクト投資市場を概観し、現状と課題を共有する。調査手法や本調査におけるインパクト投資の算入基準を示したうえで、アンケート調査から把握できた日本におけるインパクト投資残高やアンケート回答の集計結果を提示する。

調査手法

■ 手法概要

アンケート調査（調査票は紙媒体またはMicrosoft Excelいずれかを選択し、回答）

調査期間：2021年9月～2022年1月

回収数：77組織 / 配布数 580組織（回収率:13.2%）

- － 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するために、2020年度調査と同様に責任投資原則や21世紀金融行動原則等の宣言を行っている機関をはじめとして幅広く調査対象とした。
- － 本アンケート調査が参考になっている、「GIIN Annual Impact Investor Survey」においては、回答対象については「少なくとも10 million USDのインパクト投資実績 かつ / または少なくとも5件のインパクト投資を実行」を条件設定しているが、本アンケート調査は日本におけるインパクト投資市場がまだ初期段階にあることを鑑みて条件設定は行っていない。
- － なお、実査・回収にあたっては株式会社リサーチワークスの協力を得た。

回答対象の時期：2020年度末時点（調査票では『直近の年度決算期末』と表現）

および2021年度計画・予想（調査票では『今期』と表現）

■ 調査票の設計

グローバルなインパクト投資市場の動向と比較可能な分析とするために、調査票の設計にあたっては「GIIN Annual Impact Investor Survey」の調査票を参考にしている。なお、GIINは諸般の事情で2021年の調査実施を見送ったため、最新調査にあたるGIIN 2020年調査³⁵の内容を参考に設計した、昨年度調査票の内容を概ね踏襲した。

調査票の構成：回答者組織の属性（業種など）

インパクト投資実績・計画（投資先分野、組織類型、アセットクラス、地域など）

インパクト測定・マネジメント(IMM)の実施状況

国内のインパクト投資市場の現状と課題認識

〈留意点〉

・ 厳密な市場推計ではない

本調査結果は、郵送・電子ファイルによるアンケート回答結果の積み上げであり、厳密な意味でのインパクト投資の市場規模推計にはあたらない。

・ 原則、自己申告ベースの回答である

「GIIN Annual Impact Investor Survey」と同様に回答組織の自己申告ベースとしている。ただし、インパクト投資の実施状況について部分回答・不完全回答があったり、回答内容に矛盾が生じている組織については、回答内容を補完する目的で、追加的にヒアリング（メール・電話）を実施した。

・データ・クリーニングおよび正確性

調査チームで可能な範囲において、矛盾や誤認識を伴う回答を除去・補正し、残高については二重計上(ダブルカウント)とならないように考慮しているが、完全な正確性を保証するものではない。

本調査・報告書における『インパクト投資』の定義及び参入基準

アンケート調査で採用した『インパクト投資』の定義

アンケート調査で採用し、回答者に提示した『インパクト投資』の定義は、以下のすべてに該当するものとした。

■ 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 ^(※1) 36

※1 投資(株式・債券)、融資、リース等、金銭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。

■ インパクト測定・マネジメント ³⁷ (IMM) ^(※2) を投資前および投資実行後に実施している(ただし投資実行後については評価の実施主体は問わない)

※2 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(例えば、投資判断時における基準、投資期間中や投資後の報告で活用する等)を運用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、インパクトの測定に基づく評価とマネジメントのプロセスのこと。

■ インパクト測定・マネジメント(IMM)の結果が投資家 ^(※3) に共有されている

※3 私募の金融商品(協調融資、機関投資家向け投資信託や私募社債等)の場合には、主幹事銀行、運用会社、発行体が、インパクト測定結果を投資家に共有していること。公募の金融商品(個人向け投資信託や公募社債)の場合には、公募商品の性格上、インパクト測定結果を公開していること。なお、投資家が自己勘定で行っているインパクト投資については、投資家自身がインパクト測定結果を知っていることは自明であるため、こちらの基準は該当しない。

35 GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」(Global Impact Investing Network, GIIN):

<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

なお前掲の通り、諸般事情でGIINは2021年の調査実施を見送っているため、報告書本文の集計や分析で参照している国際比較データ(GIIN)は2020年時点のものである。

36 こちらの表現については、「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」に倣っている。GIINアンケート調査で採用の定義『Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return. They can be made across asset classes, in both emerging and developed markets, and target a range of returns from below market to market rate, depending on the investors' strategic goals.』。下線部に対応する部分を調査票本体で示し、それ以外の部分については調査票の案内状で示した。

37 国際的なインパクト投資の取り組みにおいて受け入れられている概念である、「インパクト測定・マネジメント (Impact Measurement and Management, IMM)」と整合を図るために、従来使用していた「社会的インパクト評価」、「社会的インパクト・マネジメント」を統合した概念として表現を改めた。変更にあたっての考えの詳細は、本報告書内の「インパクト投資に関連する用語の整理」や2020年度版本報告書(p.20)の「インパクト投資に関連する用語の整理」を参照。2020年度報告書: <https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2020.pdf>

関連用語の定義

アンケート調査票ではインパクト投資に関連する用語の定義を以下のように示した。

図表 15. インパクト投資の関連用語

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・長期間わらない）
インパクト測定・マネジメント（IMM） ³⁸	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（例えば、投資判断時における基準、投資期間中や投資後の報告で活用する等）を運用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、インパクトの測定に基づく評価とマネジメントのプロセスのこと
インパクト企業	インパクトの創出を志向する企業

インパクト投資残高の算入基準

アンケート調査は自己申告ベースであるものの、インパクト投資の基準と対応する設問の回答状況結果から、算入／非算入の分類を行った。なお、算入基準については2019-2020年度調査時の以下①～③の基準に加えて、2021年度調査では④の基準を新たに加えた。算入したものは①～④の基準を全て満たすものとしている。

① 国内拠点の法人であること

本調査は「日本における」インパクト投資に関する調査であるため、回答組織は日本国内拠点の法人に限定する。ただし、インパクト投資先の地域は国外であっても構わないが、多国籍法人の場合にはあくまで日本法人のインパクト投資活動に限定した回答とする。

② アウトプット³⁹ かつ/または アウトカム⁴⁰ をインパクト測定・マネジメントの指標としている

事業のアウトカムの指標を必須とするか、アウトプットの指標のみでも可とするかという事業のインパクト指標の対象については、2020年度調査と同様本年度の調査では特に基準を設けていない。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こととする。

③ 投資判断時および投資後のいずれにおいてもインパクト測定・マネジメントを実施している

インパクト測定・マネジメントの実施者は、投資判断時は投資家組織自体もしくは運用会社や組成機関や委託を受けた第三者評価機関に限定するが、投資後は限定しない（その他仲介金融機関（証券会社等）、債券発行体、投融資先事業者でも可）。

④ インパクト測定・マネジメント(IMM)の結果が投資家に共有されている

定義にあるように、インパクト投資においては「(投資家のインパクト創出の)意図」が重視されているため、最終投資家と投資先との間に仲介機関(運用会社や組成機関)が介在する場合には、機関投資家・個人投資家いずれであっても最終投資家の「インパクト創出の意図」や「インパクトに基づく判断」があったと推定するためには、前提として仲介機関等の実施するインパクト測定・マネジメントの結果が最終投資家に対して共有されている必要がある。

算入基準の検討にあたって

本アンケート調査も準拠し、グローバルでも標準的になっているインパクト投資の基準はGIINが「Core Characteristics of Impact Investing⁴¹⁾」で示す、以下の4要素を満たすものとされている。なお「GIIN Annual Impact Investor Survey」では、下記の要素は示さず、上記の注釈で示した定義文のみを示したうえで、自己申告ベースでの回答となっている。

GIIN「Core Characteristics of Impact Investing」文書のインパクト投資の4要素

① 意図

ポジティブで測定可能なインパクト創出の意図がある。

② リターン

財務的リターンを追求する。ただし、リスク調整後のマーケット水準(市場レート比)でどの水準を追求するかは問わない。

③ 多様なアセットクラス

インパクト投資は様々なアセットクラスで実行可能である。

④ インパクトの測定・報告

投資に付随する環境面・社会面のパフォーマンスを測定・報告することについて投資家のコミットメント(実質的な関与)があること。

38 国際的なインパクト投資の取り組みにおいて受け入れられている概念である、「インパクト測定・マネジメント (Impact Measurement and Management, IMM)」と整合を図るために、従来使用していた「社会的インパクト評価」、「社会的インパクト・マネジメント」を統合した概念として表現を改めた。変更にあたっての考えの詳細は、2020年度版本報告書(P20)の「インパクト投資に関連する用語の整理」を参照。

2020年度報告書: <https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2020.pdf>

39 アウトプットとは、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

40 アウトカムとは、事業や取り組みのアウトプットがもたらす変化、便益。プログラムや活動の実施後の影響として、受益者に現れてくる変化。

(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

41 「Core Characteristics of Impact Investing」(GIIN) https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf

本アンケート調査のインパクト投資の算入基準と対応する設問(スクリーニング設問)の設計にあっても、上記のGIINの4要素を念頭に検討を行った。

① ポジティブで測定可能なインパクト創出の意図がある。

「意図」があったかどうかは外形的な判別が難しいため、アンケート設問では問うことはせず、定義で示すのみにとどめた。

② 財務的リターンを追求する。ただし、市場レート比でどの水準を追求するかは問わない。

あくまでリターンを目的とする投資(≠寄付・補助金・助成金)に関するアンケートへの回答という前提であり、定義に付随する注釈でも示すところではあるが、アンケート設問においてもリターンの期待値を問う質問を設定した。

③ インパクト投資は様々なアセットクラスで実行可能である。

②と同様にあくまでリターンを目的とする投資を前提としているが、アンケート設問においてもアセットクラスを問う質問を設定した。

**④ 投資に付随する環境面・社会面のパフォーマンスを測定・報告することについて
投資家のコミットメント(実質的な関与)があること**

前掲の「インパクト投資残高の算入基準」で示した通り、インパクト指標の種類や評価の実施タイミング(投資判断時及び投資実行後)、最終投資家へのインパクト測定・マネジメントの結果の共有の有無について確認する質問を設定した。

今後の算入基準の検討ポイント

以下の点については、今年度アンケート調査において、また後述する市場推計調査においても、算入基準としては含めなかったが、今後、日本におけるインパクト投資の質の向上を促進する上で重要な論点になり得ると考える。

大部分は昨年度報告書から再掲した論点であるが、今後これらの論点についての考察を深め、実務的な課題や対策についても考慮しながら、次年度以降の算入基準への反映もしくは算入基準には入れないまでも推奨されるべき取り組みとして検討する可能性がある。

なお、今年度調査で新たな基準として採用した「④インパクト測定・マネジメントの結果が投資家に共有されている(前掲)」については、昨年度報告書の当該箇所でも論点として取り上げ、GSG国内諮問員会分科会でも協議のうえ、最終投資家のインパクトに基づく判断や意図を担保するために取り入れたものである。

1) インパクト測定・マネジメントの質について

1-1) 設定する指標の種類と因果関係の有無

本年度調査においても「アウトプットのみ」を指標にすえたインパクト投資も算入しているが、本来であれば、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としてのインパクトの実現を目指すのがインパクト投資である以上、アウトカム指標が設定される必要があると考えられる。ただし、当該アウトプットと実現したいインパクトやアウトカムとの間に一定の因果関係が立証されている場合には「アウトプットのみ」の指標でも可と考えられる。

1-2) インパクト投資の射程 ー時間と空間ー

インパクト投資が今後本質的に社会課題を解決していく手段となるためには、「インパクト」について、どのくらいの期間で発現するのか(時間)、またその指標はどのくらい地域、社会、地球環境をとらえたものでなっているか(空間)、具体的な指標の中身についてもIMPのフレームワークなどに沿って確認していく必要がある。

より短期間で発現するものをインパクトKPIとすれば、それはアウトプットに近くなり、投資先組織の単なるビジネス上のKPIに過ぎないものと近似してくる。また自社の活動や自社の直接的なステークホルダーへのインパクトなど身近なものに限定すれば、地域・社会・地球環境の持続可能性のためのインパクトではなく、あくまで自社の存続のための活動に近似してくる。

一方で従来であれば、投資先事業者の「売上」はインパクト投資における指標とは一見するとなりえないが、地方の文脈でいえば、インパクトとなりえる場合もあるように思料する。たとえば人口流出・減少が顕著な地域においては、売上のような経済的な指標であっても、地域経済の活性化や地方自治体の税収増につながり、雇用機会の創出も含めて住民に対する社会的便益につながる可能性も否定できない。なにがインパクトと言えるのかは、事業環境の文脈も含めて考慮していく必要がある。

1-3) 指標に対応する、目標値設定の有無

インパクト指標を設定し、モニタリングするだけではインパクトの創出への動因としては不十分であるとみなされる場合には、指標に対して目標値を設定することが標準化していく可能性がある。目標値に対しての達成度合いを見ることで投資家はインパクト投資として成功しているか、それともそうでないかの判断材料を得ることにつながる。

2) ESG投資との関係性について

2-1) インパクト測定・マネジメントの「包括性」

ここで言うところの「包括性」は、①ポジティブインパクトの創出を追求することとネガティブインパクトの低減の両方を追求すること、②投資先企業の個別プロジェクトではなく、たとえばサプライチェーン全体など企業活動を包括的に評価することの2つを指す。

UNEP FI「ポジティブ・インパクト金融原則」では原則1として、「持続可能な開発の3つの側面（経済、環境、社会）のいずれかにおいて潜在的なマイナスの影響が適切に特定され緩和され、なおかつ少なくともそれらの一つの面でプラスの貢献をもたらすこと」と謳われている。なおここでいう「プラスの貢献」とは、GIINがインパクト投資の定義で挙げた「ポジティブなインパクト」と同義と捉えて差し支えないと考えられる。

ただ、実際に個別のインパクト投資先の一つ一つのプロジェクトで「潜在的なマイナスの影響が適切に特定され緩和され」かつ「経済、環境、社会の少なくとも一つの側面でプラスの貢献をもたらす」とは難易度が高いとも考えられる。

そこで考えるべき点は、インパクト投資には

- ①市場の正の外部性の内部化
- ②負の外部性の内部化

の双方の側面があるとしても、特に②負の外部性の内部化によるマイナス影響の緩和、ひいてはプラスの貢献については、個別投資先企業の一プロジェクトではなく当該企業活動の全体性にインパクト指標を設定するようなインパクト投資が求められる。

2-2) インパクトの「追加性（Additionality）」

インパクト投資を通じて、追加的インパクトが創出されていることの確認が重要になる。追加性（additionality）とは、投資実行前の状況（ベースライン）に対して、仮に当該インパクト投資が実行されなかった場合（反事実（カウンターファクチュアル））と実行された場合とを比較して、当該インパクト投資がどの程度追加的なポジティブインパクトの創出ないしはネガティブインパクトの低減に寄与したかを指す。インパクト投資がもたらした正味のインパクトを厳密に測定していくことが求められる。

インパクト投資残高

本アンケート調査および後述する市場推計調査の結果、インパクト投資の規模を示す数字を3種類提示する。

1. アンケート調査で把握できた、インパクト投資残高（2021年度新基準）… 1兆3,204億円

※**本年度の新基準**（最終投資家へのインパクト測定・マネジメント（IMM）の共有・有）で算出した数値（算入基準①～④ 全て満たす）

「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」に回答した機関のうち、前掲のインパクト投資の算入基準に照らして、自己申告したうえで基準を満たした31組織の投資残高の総和。つまりインパクト投資と認識したうえで、インパクト測定・マネジメントを投資前と投資実行後に実施し、最終投資家にその結果を共有している投資残高の総和となる。

2. アンケート調査で把握できた、インパクト測定・マネジメント（IMM）の結果の投資家への共有を問わない残高（2020年度旧基準）… 1兆4,814億円

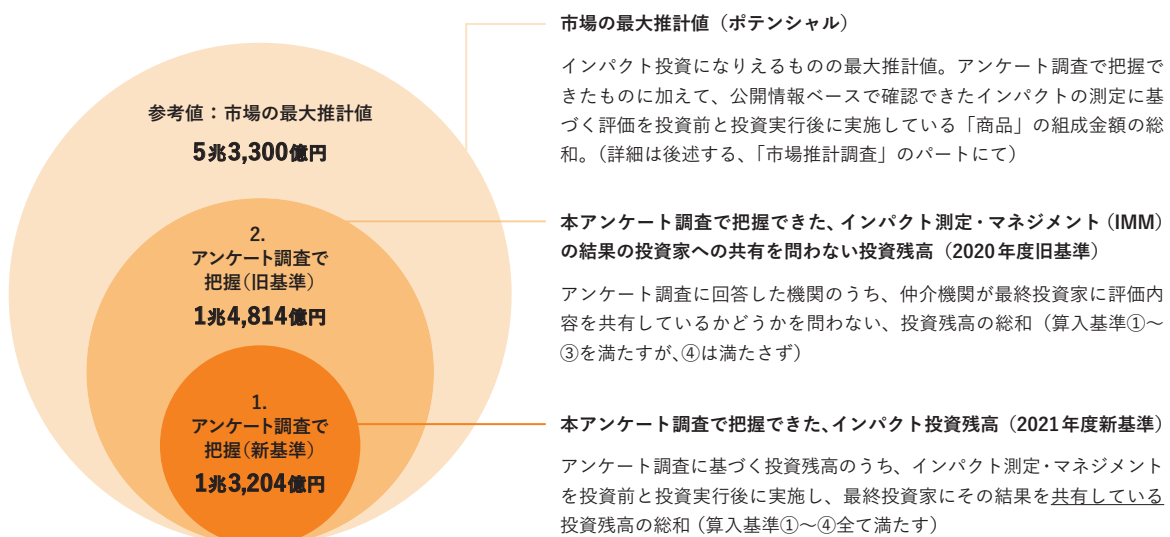
※**過年度の旧基準**（最終投資家へのインパクト測定・マネジメント（IMM）の共有・無）で算出した数値（算入基準①～③を満たすが、④は満たさず）

アンケート調査に回答した機関のうち、仲介機関が最終投資家に評価内容を共有しているかどうかを問わない、投資残高の総和。最終投資家の「（インパクト創出の）意志」を担保するためには、本来であれば、仲介機関がインパクト測定・マネジメントの実施主体となっている場合には評価結果が最終投資家に対して共有されている必要があると考えられる。

参考値：市場の最大推計値（ポテンシャル） 5兆3,300億円

アンケート調査で把握できたものに加えて、公開情報ベースで確認できたインパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している「商品」の組成金額の総和で、インパクト投資になりえるものの最大推計値。詳細は後述する、「市場推計調査」のパートを参照されたい。

図表 16. インパクト投資残高の規模



なお、国内のインパクト投資残高との規模感の比較のために、グローバルで実施されているインパクト投資残高の数字を紹介する。

「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020⁴²⁾」(GIIN)によると、

- － 上記の1ないしは2に相当するアンケート調査で把握できたインパクト投資残高は、4,040億ドル(およそ44兆円)であった。
- － 上記の参考値に相当する市場最大値としてのインパクト投資残高は、7,150億ドル(およそ79兆円)であった。

「Growing Impact - New Insights into the Practice of Impact Investing⁴³⁾」(IFC)によると、

- － 上記の参考値に相当する市場最大値としてのインパクト投資残高は、5,050億ドル(およそ56兆円)であった。

インパクト投資残高の増加要因に係る考察

昨年度実施した本アンケート調査(2020年度)で把握できたインパクト投資残高は3,287億円(比較するために2021年度調査の新基準を適用)であり⁴⁴⁾、今年度の同アンケート調査(2021年度)で把握できたインパクト投資残高は**1兆3,204億円**であったため、およそ**4倍に増加**したこととなる。この急拡大ともいえる要因について見解を示したい。

本報告書で示す日本国内のインパクト投資残高は、あくまで**機関投資家・金融機関向けのアンケート調査ベースで把握できた数字**であることを踏まえたうえで、以下の3点が残高増加の要因と考える。

- 1) **既存**のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資の取り組みの**拡大**
- 2) **新規**のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資への**参入**
- 3) 1) と 2) の背景にある、インパクト投資の**アセットクラスの多様化**
(特に規模の大きくなりやすい**上場株式**や**融資**の取り組み拡大)

1)について、本アンケート2020年度／2021年度調査いずれも継続回答しているインパクト投資取り組み機関20件を抽出すると、2020年度調査ではインパクト投資残高はおよそ3,226億(比較するために2021年度の新基準を適用)であったのに対して、2021年度調査ではおよそ6,563億円であった。

42 (再掲)「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」(Global Impact Investing Network, GIIN):

<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

43 「Growing Impact - New Insights into the Practice of Impact Investing」(International Finance Corporation):

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/8b8a0e92-6a8d-4df5-9db4-c888888b464e/2020-Growing-Impact.pdf?MOD=AJPERES&CVID=naZESit9>

44 昨年度のアンケート調査(2020年度)時点で採用していたインパクト投資算入基準に基づけば、昨年度のインパクト投資残高は5,126億円であるが、ここでは昨年度と今年度の比較対象として、今年度の算入基準を当てはめた数値として昨年度3,287億円としている。

つまり既存のインパクト投資取り組み機関によるインパクト投資に絞っただけでも、前年比の成長率は203%(2倍)となった(下図)。

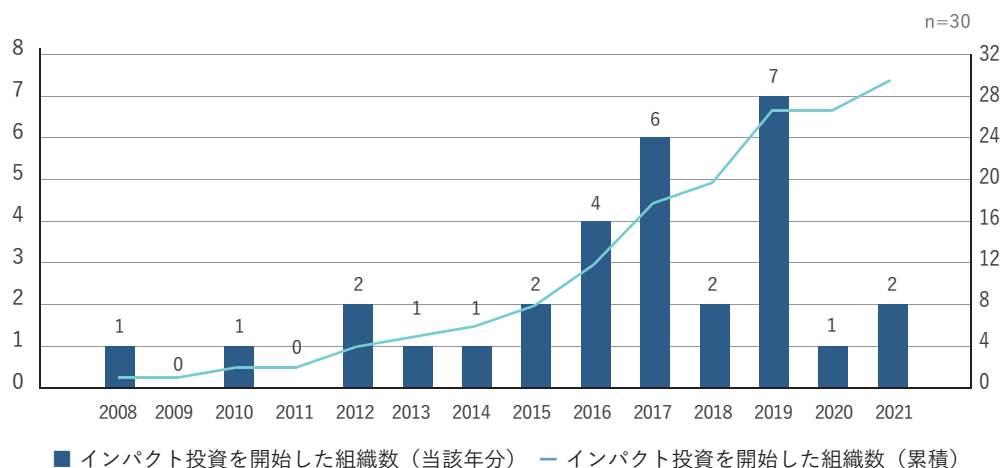
図表 17. 継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率⁴⁵

アンケート継続回答している、 インパクト投資取り組み機関(n=20)	2020年度 調査	2021年度 調査	成長率 (前年比)	成長件数 (=前年比増と なった機関数)
インパクト投資残高・受託運用残高	322,666 百万円	656,326 百万円	203%	14 件

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2020年及び2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問A2(2). 貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資残高、受託運用資産の規模をご記入ください。(数値回答、Numerical Answer, (以降、「NA」と表記))」

2)については、インパクト投資市場への大手の運用会社や銀行の参入が挙げられる。またアンケート調査への新規回答という側面でも、2021年度調査の新基準に当てはまるインパクト投資取り組み機関は、昨年度は20社であったが、今年度は31社とおよそ1.5倍となっている。下図で示す通り、アンケート回答機関がインパクト投資に取り組み始めた年としても2019年が最も多く、今年度のアンケート調査対象期間である2020年度は新規参入機関の取り組みが本格化している年といえるかもしれない。

図表 18. インパクト投資に取り組み始めた年⁴⁶



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問A1. 貴組織がインパクト投資の取り組みを始めた最初の年をお教えてください。(NA)」

45 図表17については、2020年度・2021年度調査いずれもインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」や他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

46 図表18については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

3)については、グローバルと国内両方で一致するインパクト投資の潮流である。インパクト投資の初期段階で盛んであった、スタートアップを含む未上場企業へのベンチャー投資から、上場企業への融資や上場株式で構成されるインパクト投資ファンドなど金額規模の大きな取り組みが増えてきていることが背景にある。今年度調査で確認できたインパクト投資残高のアセットクラス別内訳においても、融資が58%、上場株式が35%を占め、両方で全体の93%を占めていることが確認できた。これらの取り組みを後押ししている投資環境の整備としては以下のような原則やフレームワークなど標準化の動きが挙げられる。

■『The Impact Principles』(Operating Principles for Impact Management)の策定(2019年4月)⁴⁷

国際金融公社(IFC)が主導して作成されたインパクト投資の運用原則。原則は9つから構成されて、投資家が投資のライフサイクルの中に、インパクトについての考えを意識的に組み込めるフレームワークを提供している。2022年1月時点で37カ国の151の機関投資家が署名している。本アンケート調査におけるインパクト投資取り組み機関の中には本原則に署名している組織や、署名をしていなくてもインパクト投資ファンドの運用時の原則として活用している組織が一定数見られる。

■ ポジティブ・インパクト金融原則⁴⁸や当該原則のフレームワークの制定(2017-2018年)

国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)が中心となって作成されたポジティブインパクト投融資の原則。原則は4つから構成されて、SDGs達成に向けた金融の共通枠組みを提供している。日本国内においては、融資という形態でのインパクト投資の取り組みとして、都市銀行や地方銀行での活用が広がりつつある。

以上、インパクト投資の増加要因について考察してきた。大きくは既存・新規取り組み機関双方において取り組みが拡大していること、その背景として上場株式・融資といった規模化しやすい取り組みを後押しするために原則等の標準化があったこと、そして調査対象期間の2020年度に国内のインパクト投資取り組み機関においてそれらの枠組みを適用・拡大させる動きがみられた点があげられ、2020年度は節目の年であったといえるかもしれない。

47 <https://www.impactprinciples.org>

48 <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/09/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-JAPANESE-WEB.pdf>

インパクト投資取り組み機関一覧と投資事例

図表 19. インパクト投資取り組み機関一覧と投資事例⁴⁹

単位：百万円

業種	組織名	インパクト投資の事例	インパクト投資残高 ⁵⁰
運用機関	アセットマネジメント One 株式会社	日本上場株式インパクト投資のポートフォリオ運用	(非公開)
	鎌倉投信株式会社	『結い 2101』 (公募投資信託での上場・非上場企業への投資)	28,682
	野村アセットマネジメント株式会社	Global Sustainable Equity Strategy、Japan Sustainable Equity Growth、世の中を良くする企業ファンド(野村日本株 ESG 投資)、野村 ACI 先進医療インパクト投資、世界フード関連株式オープン『スマートフード』(公募投資信託での上場株式投資)	(非公開)
	三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社	日本株式インパクト投資ファンド、世界株式インパクト投資ファンド(上場株式インパクト投資ファンド)	2,574
	三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社	不動産投資信託および投資法人の資産運用	100
	りそなアセットマネジメント株式会社	日本株式ローカルインパクトファンド(上場株式インパクト投資ファンド)	(非公開)
ベンチャー キャピタル	株式会社 環境エネルギー投資	EEI4 号イノベーション&インパクト投資事業有限責任組合(非上場株式インパクト投資ファンド)	(非公開)
	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『子育て支援ファンド』、日本インパクト投資 2 号投資事業有限責任組合『はたらく FUND』(非上場株式インパクト投資ファンド)	(非公開)
	フューチャーベンチャーキャピタル株式会社	大阪信用金庫と連携した、おおさか社会課題解決ファンド(非上場株式インパクト投資ファンド)	(非公開)
保険会社	第一生命保険株式会社	インパクト投資(非上場株式、PE ファンド)、SIB プロジェクト ⁵¹	約 8,200
政府系開発・ 金融機関	独立行政法人 国際協力機構	海外投融資	212,600

49 業種の分類にあたっては、アンケートが該当する質問への回答内容を参考にした。

50 なお本表で示す、「インパクト投資残高」は必ずしも自社所有権のある投資残高に限定されず、業種によって、運用機関であれば受託運用残高や、一部その他金融商品取り扱い機関であれば組成販売額が含まれる。数字はアンケート調査対象期間の2020年度末時点のもの。

51 SIBとはソーシャル・インパクト・ボンドのことで、成果連動型民間委託契約の一類型を指す。行政から事業を受託した民間事業者が、金融機関や投資家等から資金調達をして、そのリターン返済等を行政からの成果に連動した支払額(委託料)等に応じて行うものを指す。

業種	組織名	インパクト投資の事例	インパクト投資残高
銀行・ 信託銀行	株式会社静岡銀行	ポジティブ・インパクト・ファイナンス（協調融資を含む）、サステナビリティ・リンク・ローン、ESG/SDGs 評価ローン	8,420
	株式会社みずほ銀行	日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合『はたらく FUND』（非上場株式インパクト投資ファンド）	（非公開）
	株式会社三井住友銀行	SDGs グリーン / ソーシャル / サステナビリティ ローン、PIF 適合型 ESG/SDGs 評価ローン、グリーン ボンド（私募債）	（非公開）
	三井住友信託銀行 株式会社	ポジティブ・インパクト・ファイナンス（事業会社への融資）	（非公開）
	株式会社三菱 UFJ 銀行	BlackRock Global Renewable Power III Fund、Ares Climate Infrastructure Partners Fund（現物資産 向け投資ファンド）、再生可能エネルギー等のグリーンプロジェクトファイナンス	（非公開）
	三菱 UFJ 信託銀行 株式会社	機関投資家向けベリリー・ギフォード インパクト投資ファンド『ポジティブ・チェンジ』（上場株式インパクト投資ファンド）	（非公開）
信用組合・ 信用金庫	京都信用金庫	豊中市 SIB プロジェクト	（非公開）
	第一勧業信用組合	ソーシャルビジネス応援ローン（非上場企業向け融資）	（非公開）
証券会社	株式会社大和証券 グループ本社	世界インパクト投資ファンド『Better World』（公募投資信託での上場株式投資）	（非公開）
財団	一般財団法人 KIBOW	KIBOW 社会投資ファンド（非上場株式インパクト投資ファンド）	500
	公益財団法人 笹川平和財団	Blue Orchard Micro Finance Fund (BOMF)、Japan ASEAN Women Empowerment Fund (JAWEF)（マイクロファイナンスファンドへの出資）	4,000
	一般財団法人 社会変革推進財団	SIB プロジェクト（岡山市、豊中市）、日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合『はたらく FUND』（非上場株式インパクト投資ファンド）、ヘルスケア・ニューフロンティア・ファンド（非上場株式インパクト投資ファンド）、非上場株式への直接投資・J-KISS 型新株予約権	369
	公益財団法人 三菱商事復興支援財団	被災した地域における事業者支援のための出資（匿名組合出資）	1,554
学校法人	学校法人上智学院	国際協力機構発行債券、アフリカ開発銀行債券、東京大学債券（ソーシャルボンド）、Social Investment Fund、グローバル・グリーンボンド・ファンド、Aavishkaar Bharat Fund（インドのインパクト投資ファンド）、英国洋上風力発電プロジェクト、非上場グローバル株式インパクト投資ファンド	5,086

業種	組織名	インパクト投資の事例	インパクト投資残高
学校法人	学校法人立命館	立命館ソーシャルインパクトファンド（非上場株式・債券のインパクト投資ファンド）	（非公開）
その他団体	クラウドクレジット株式会社	中南米・アフリカ・アジア・中東などの地域でのマイクロファイナンス・金融、太陽光・電化、女性起業家支援等の事業へのソーシャルレンディング	2,295
	五常・アンド・カンパニー株式会社	インド、ミャンマー、カンボジア、スリランカのマイクロファイナンス機関等への出資	39,200
	株式会社デジサーチ アンドアドバタイジング	エンジェル投資、匿名組合出資、シェアファンド、SIB プロジェクト	（非公開）
	プラスソーシャル インベストメント株式会社	SIB プロジェクト（西条市、東近江市、岡山市など）、立命館ソーシャルインパクトファンドの運用（非上場株式・債券のインパクト投資ファンド）	857
	ミュージックセキュリ ティーズ株式会社	地域の社会的事業者等によるプロジェクト型ファンド（主に匿名組合出資）	（非公開）

アンケート調査結果

次頁以降で、「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」の結果を紹介していく。全回答機関数（n=77）の集計に加えて、一部は下記の2種類のサブグループに基づく分析も行った。

サブグループ① インパクト投資取り組み機関 / 非インパクト投資取り組み機関

アンケートはこれからインパクト投資に取り組む可能性のある機関も対象としているため、回答機関の中には現時点ではインパクト投資にまだ取り組んでいないところもある。前掲のインパクト投資の算入基準に照らして、自己申告したうえで基準を満たした組織は「インパクト投資取り組み機関」とし、自己申告がなかったり基準を満たしていない組織は「非インパクト投資取り組み機関」に分類した。

サブグループ② 直接金融中心 / 間接金融中心

サブグループ①で「インパクト投資取り組み機関」に分類された組織について、組織の業種から直接金融中心（Equity-focused）と間接金融中心（Debt-focused）に分類した。

図表 20. 分析のサブグループの回答機関数(n数)及び回答者全体に占める割合(%)

		n	%	
分析軸 ①	回答者全体	77	100%	
	インパクト投資取り組み機関	31	40%	
	非インパクト投資取り組み機関	46	60%	

		n	%	
分析軸 ②	インパクト投資取り組み機関	31	100%	
	直接金融中心(Equity-focused)	22	71%	
	間接金融中心(Debt-focused)	9	29%	

みなし「インパクト投資取り組み機関」について

「非インパクト投資取り組み機関」のうち、7組織は本調査ではインパクト投資残高を非公開であったり、本調査の回答対象の時期である2020年度末時点(調査票では『直近の年度決算期末』と表現)ではインパクト投資を実行していないものの調査実施時期の2021年度期中では既にインパクト投資を実行しているか具体的な実行予定がある組織であった。

本調査で示すインパクト投資残高はあくまで2020年度末時点で区切っているため、これらの残高や実行件数など数値設問では集計・分析対象としてはない。

ただし、本調査におけるインパクト投資取り組み機関のサンプル数が限定的であることを踏まえて、選択肢や自由記述の設問については、適宜これら7組織の回答を「(実質的な)インパクト投資取り組み機関」とみなして集計・分析を行っている。

GIIN Surveyとの比較について

先述した通り、本調査はグローバルなインパクト投資市場の動向と比較可能な分析とするために、調査手法や調査票設計にあたっては「GIIN Annual Impact Investor Survey」を参照している。GIINによる調査は本調査同様に毎年実施されているものであったが、諸般の事情でGIINは2021年の調査実施を見送っている。

そのためグローバルと日本の比較にあたって参照できるものはGIINによる2020年調査が最新ということになる。GIINによる2020年調査との比較は本報告書の昨年度版で既に行っているため内容は重複かつ1年分古いデータとなってしまうが、引き続き国際比較の重要性を鑑み、今年度版においてもGIINによる2020年調査(「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」)を引用している。

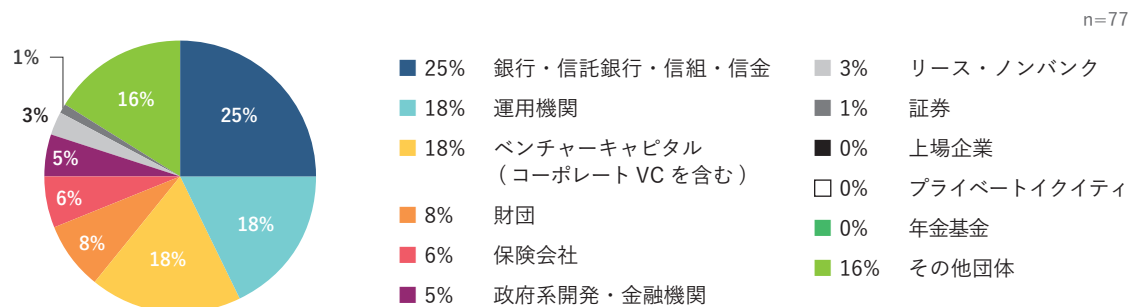
アンケート回答組織の特徴について

本節では、「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」に回答した組織の業種を確認したうえで、前掲のインパクト投資の算入要件に該当している「インパクト投資取り組み機関」がいつごろ、どのような動機をもってインパクト投資に取り組み始めたかを確認していきたい。

アンケート回答全組織の業種

- ・ アンケート回答組織全体としては、「銀行・信託銀行・信組・信金」(25%)の回答が最も多く、次いで、「運用機関」、「ベンチャーキャピタル(コーポレートVC含む)」(各18%)からの回答が多かった。

図表 21. アンケート調査回答全組織の業種

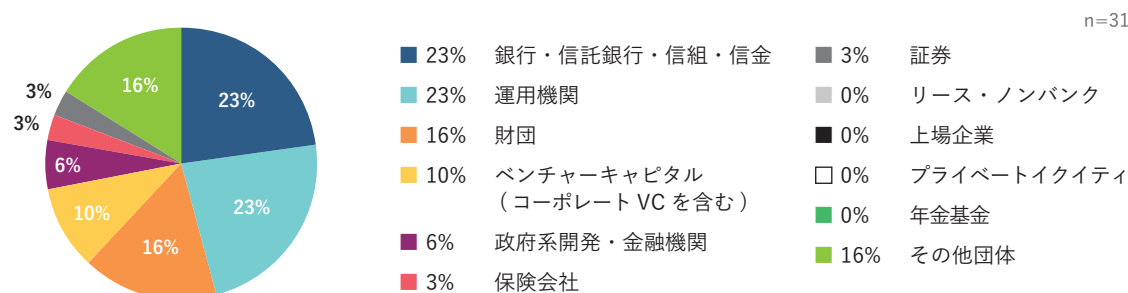


出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問2. 貴組織の業種として最も当てはまるものを1つお選びください(単回答、Single Answer(以降、「SA」と表記))」

インパクト投資取り組み機関の業種

- ・ 前掲のインパクト投資の算入基準を満たした組織のみ抽出した場合には、「銀行・信託銀行・信組・信金」、「運用機関」(各23%)からの回答が最も多かった。
- ・ なお、「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020⁵²(以後、「GIIN Survey 2020」と表記)、Figure1)」においては、回答組織(n=294)のうち、「運用機関(Asset managers: for-profit)」(51%)の回答が過半数を占めていた。

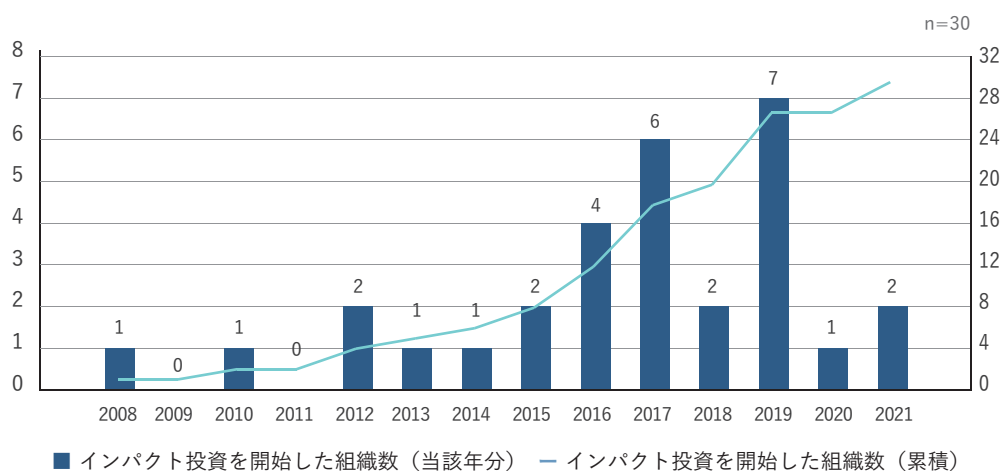
⁵² 「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」(<https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>) 以降断りのない限り、「GIIN Survey 2020」は同上の出典を指すものとする。

図表 22. インパクト投資取り組み機関の業種⁵³

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問2. 貴組織の業種として最も当てはまるものを1つお選びください(SA)」

インパクト投資に取り組み始めた年

- インパクト投資に取り組み始めた年としては、2008年(1件)が最も早く、2017年及び2019年に取り組みを始めた組織が多くみられた(各6-7件)。
- なお、「GIIN Survey 2020 (Figure4)」においては、回答組織(n=294)のうち、2000年以前の時点で64組織がインパクト投資に既に取り組んでいた。また全体の40%近くが2007年時点で既にインパクト投資に取り組んでいた。
- 以上のグローバルとの比較から、日本におけるインパクト投資市場の発展は10年程度の遅れが傾向としてみられた。

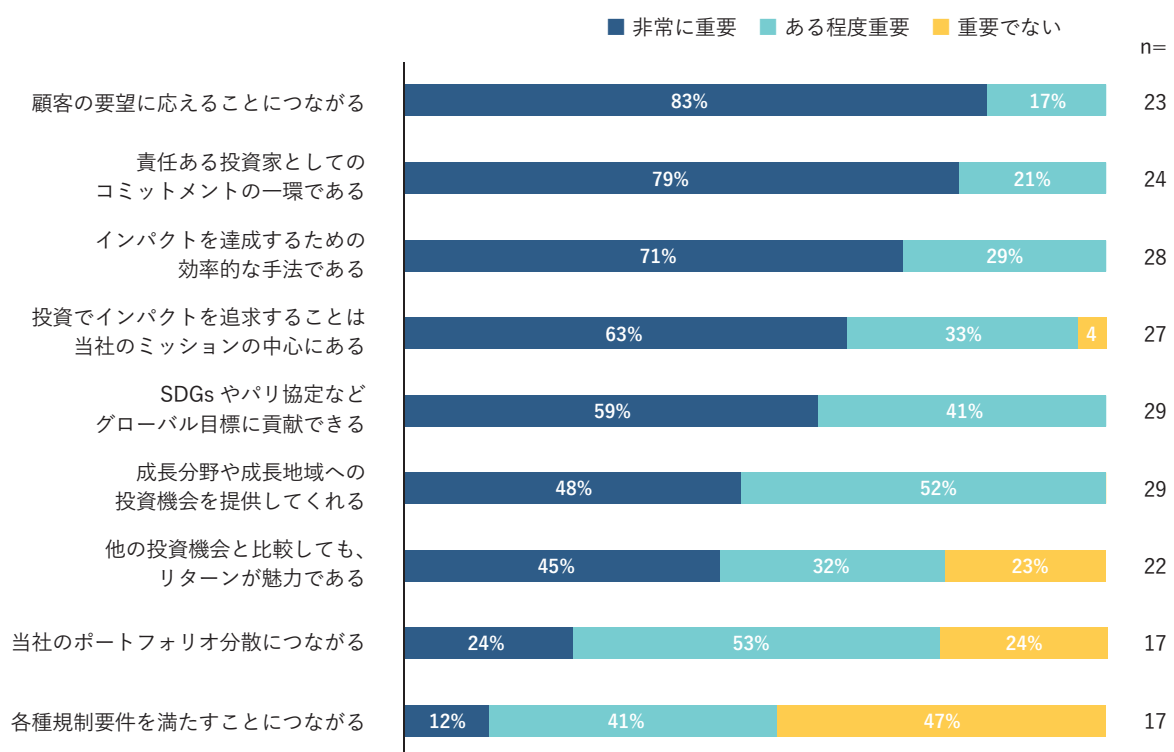
図表 23. インパクト投資に取り組み始めた年⁵⁴ (再掲)

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A1. 貴組織がインパクト投資の取り組みを始めた最初の年をお教えてください。(NA)」

インパクト投資に取り組む動機

- ・インパクト投資に取り組む動機として、「非常に重要」と回答した割合が最も高かったのは、「顧客の要望に応えることにつながる」(83%)、次いで「責任ある投資家としてのコミットメントの一環である」(79%)が高かった。
- ・なお、「GIIN Survey 2020(Figure6)」においては、「非常に重要」と回答した割合が最も高かったのは、「投資でインパクトを追求することは当社のミッションの中心にある」と「責任ある投資家としてのコミットメントの一環である」(各87%)であった。
- ・以上のグローバルとの比較から、日本のインパクト投資家は「より顧客志向」で顧客の要望に応えることがインパクト投資に取り組む動機になっている傾向がみられた。

図表 24. インパクト投資に取り組む動機⁵⁵



出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D4. インパクト投資を行うにあたり、以下の各項目は貴組織の動機としてどの程度重要でしょうか。(SA)」

53 図表22については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ抽出。

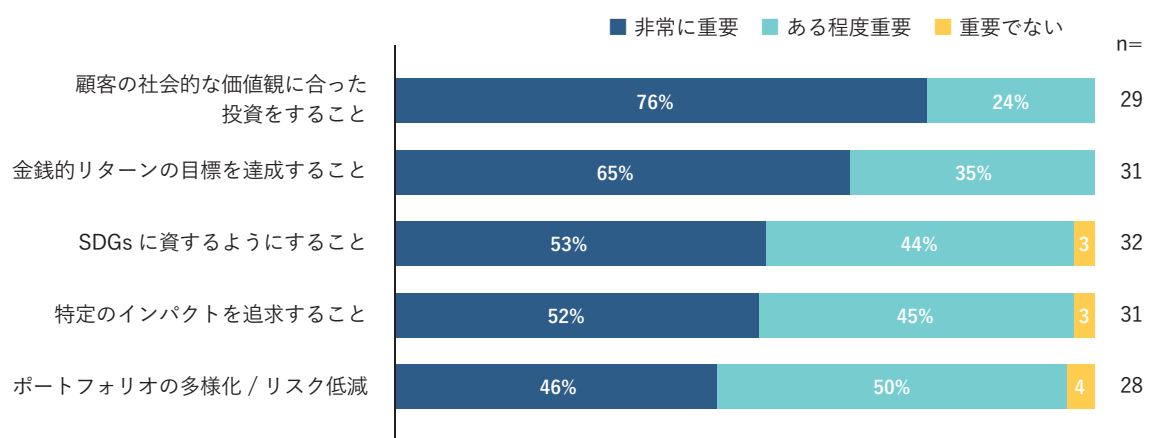
54 図表23については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

55 図表24については、前述のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「わからない/該当しない」、「無回答」の組織は集計から除外した。

顧客からの要望としての重要度

- ・インパクト投資取り組み機関において、投資活動に対する顧客からの要望として「非常に重要」と回答した割合が最も高かったのは、「顧客の社会的な価値観に合った投資をすること」(76%)、次いで「金銭的リターンの目標を達成すること」(65%)が高かった。
- ・インパクト投資における定義と同様に、社会・環境的インパクトとリターンによる経済性の両立が実践面においても重要視されていることが感じられた。

図表 25. 顧客からの要望としての重要度⁵⁶



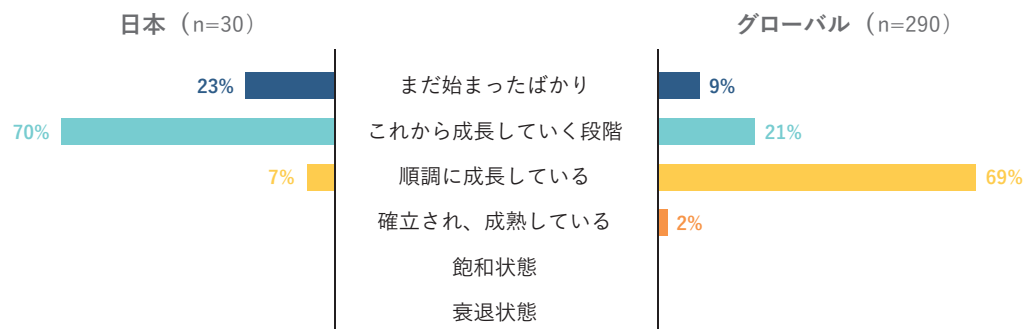
出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D1. 貴組織の投資活動について、顧客からの要望として以下それぞれどの程度重要でしょうか。(各SA)」

日本のインパクト投資の発展と課題について

本節では、引き続き「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」の回答内容を基に、日本のインパクト投資市場の発展及びこれからの課題について概観していきたい。

日本のインパクト投資市場の成熟度合い

- ・日本のインパクト投資市場の成熟度合としては、「これから成長していく段階」(70%)と認識している回答が最も多く、「まだ始まったばかり」(23%)と認識した回答も一定数存在した。
- ・グローバルのインパクト投資市場の成熟度合との対比では、「GIIN Survey 2020(Figure 9)」において、「順調に成長している」(69%)との回答が最も多く、「これから成長していく段階」(21%)と認識している回答も一定数存在した。
- ・「インパクト投資に取り組み始めた年(図表23)」でも触れたが、日本のインパクト投資市場の成熟度合はグローバルと比較すると一回り遅れていて、これから成長していく段階にあることが確認できた。

図表 26. 日本とグローバルのインパクト投資市場の成熟度合⁵⁷

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 – 対象設問「問D5. 日本のインパクト投資市場の現況をどのように認識されていますか。最も当てはまるものを1つお選びください。(SA)」

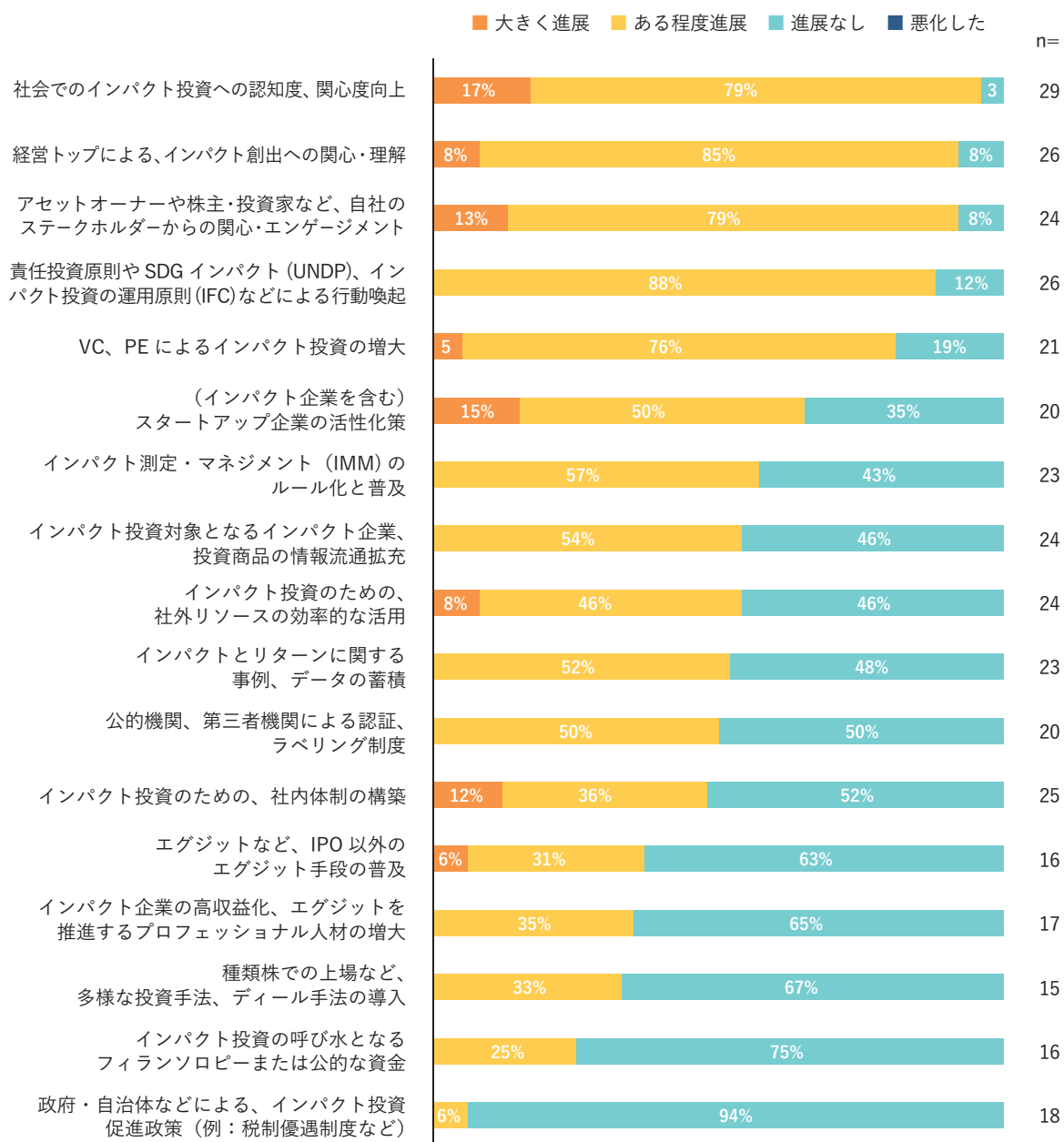
日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展

- 日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展としては、「社会でのインパクト投資への認知度、関心度向上」(大いに進展:17%、ある程度進展:79%)が進展したとの回答が最も多く、次いで「経営トップによる、インパクト創出への関心・理解」(大いに進展:8%、ある程度進展:85%)、「アセットオーナーや株主・投資家など、自社のステークホルダーからの関心・エンゲージメント」(大いに進展:13%、ある程度進展:79%)に進展があったとの回答が多かった。
- また「GIIN Survey 2020(Figure10)」においては、「市場活動、トレンド、パフォーマンス、実践に関する研究」(大いに進展:42%、ある程度進展:55%)、「インパクト測定・マネジメント(IMM)の実践の精緻化」(大いに進展:39%、ある程度進展:59%)などの項目が過去1年間で進展があったものとして多く挙げられた⁵⁸。
- 一段階進んでいるグローバルにおいては、「市場活動や実践の研究」、「インパクト測定・マネジメント(IMM)の実践の精緻化」が過去1年間で発展したとと挙げられていて、今後日本市場においてもインパクト投資やインパクト測定及びインパクト・マネジメントの実践や精緻化が進んでいくことと予測できそうである。

56 図表25については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「わからない/該当しない」、「無回答」の組織は集計から除外した。小数点の処理で合計が100%にならない項目がある。

57 図表26については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

58 「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)は、「GIIN Survey 2020」と比較可能となるように、可能な限り「GIIN Survey 2020」の調査票を参考にしているが、本設問については項目の表現を日本のインパクト投資市場の発展度合いなどを鑑みて、かならずしも「GIIN Survey 2020」の文言と整合させてはいない。

図表 27. 日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展⁵⁹

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D11.日本のインパクト投資市場一般の発展について過去1年間を振り返っていかがでしょうか。(各文章でSA)」

59 図表27については、前述のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「分からない／該当しない」、「無回答」の組織は集計から除外した。

日本のインパクト投資市場の発展について⁶⁰

本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に、自由回答で「過去1年間の日本のインパクト投資市場の発展」について尋ねたところ以下のような回答が得られた。インパクト投資に対する社会的認知・認識の広がりを実感する意見が一樣にみられた一方で、サステナビリティファイナンスとインパクト投資、一般的なスタートアップとインパクト企業、それぞれの境界線が薄まってきているとの指摘があった。その中で、インパクト投資を一層普及促進していくためには、インパクト情報の開示／公開、グッドプラクティスの共有、インパクト測定・マネジメント(IMM)の実務への落とし込み、担当者の人材育成や組織体制構築が必要であると感じられた。

“ ESG投資の主流化を背景にインパクト投資に関する認知度も高まっており、またグローバルでも新たな市場を作る動きやインパクト案件エグジットの模索(SDGs IPO、SPO他)など興味深い進展はみられるものの、それらが経済価値にも反映されるような「成功事例」がまだ見られていない。企業のサステナビリティ経営全般に対する関心の高まりが見られ、パーパス/SDGs/ESG/インパクトを包含する企業の情報開示/公開が進む傾向にある。適切な開示先に投資家の関心が集まることにより、株価に正の影響が見られる事例等が出てくると、インパクト開示/投資が更に進むものと期待している。 ”

“ 融資の領域で、この1年でサステナビリティファイナンス、特に評価を行う商品が急増し、(IMMの実現は別問題として一般社会の認識が)インパクト投資との境目が薄まってきている印象がある。インパクト・ウォッシュ回避のため、評価のアカウンタビリティが引き続き重要になるが、評価・マネジメントのプロセスとしてどちらが主流になるのかの分水域に差し掛かり始めている可能性あり、IMMの分かりやすさ、特に利益実感の醸成が必要。かかる中、投資完了し検証できる事例が少ないことがネック。 ”

“ 各種日本のメディア・上場企業・運用会社からインパクト投資に関する情報発信が増えてきた点においてある程度進展が見られたが、実際にインベスメントチェーン全体でインパクト投資のサイクルが回るまでには未だ至ってない。 ”

“ 過去一年を振り返って、インパクト投資に対する認識は大きく深化した。今後はインパクト評価を実務レベルで落とし込み、より取り組みを加速化させる必要がある。また経済的なリターンの追求を主眼に置いた投資の過程で、投資成果として社会的インパクトを計測している場合もあり、厳密にはインパクト投資と認識されないケースからもグッドプラクティスを抽出する等しながら、柔軟に普及・促進が進めばよい。 ”

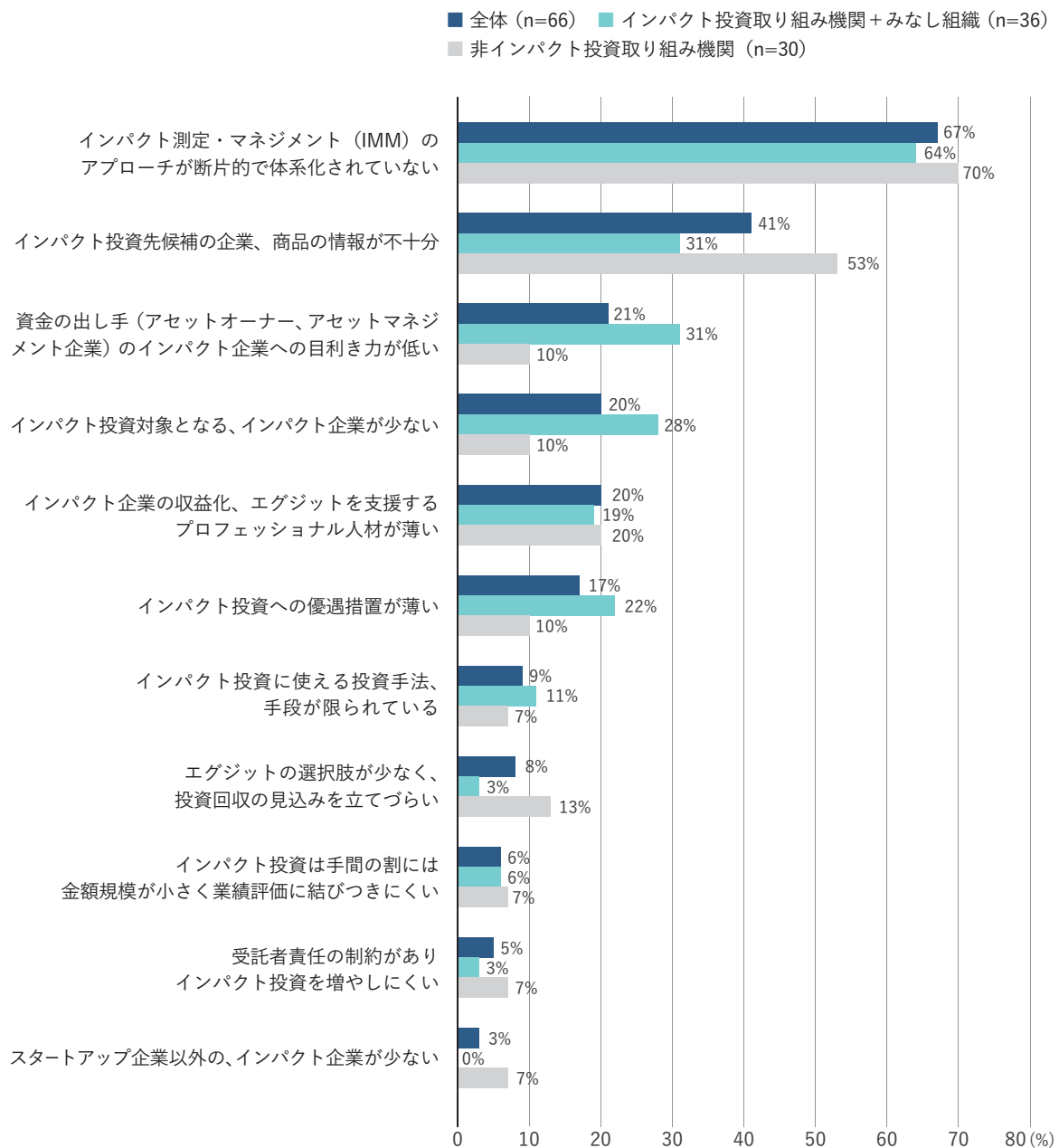
60 問D11SQ1.「(日本のインパクト投資市場の過去1年間の)発展について自由にご記入ください。」から一部回答を意味を損なわない形で編集のうえ、抜粋。下線は筆者による。なお回答内容は回答者個人また回答組織の見解であり、GSG国内諮問委員会としての見解を示すものではない。

“ 今後のインパクト投資の更なる普及に向けて、評価基準の統一化や社会的インパクトに関する企業の情報開示の充実が求められる。

“ 近年、スタートアップ企業とインパクト企業の境目がますますなくなっているように感じる。その意味では、スタートアップ企業の活性化に伴い、インパクト出資の可能性のある企業も増えてきていると感じる。一方、インパクト出資を検討できる出資担当者の数が足りないという課題も見えてきている。インパクト出資のニーズにこたえられるような出資担当者の育成や体制構築が必要になっていると感じている。

インパクト投資を増やすうえでの課題

- ・インパクト投資を増やすうえでの課題として、アンケート回答組織全体では「インパクト測定・マネジメント(IMM)のアプローチが断片的で体系化されていない」(67%)との回答が最も多く、次いで「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」(41%)との回答が多かった。
- ・インパクト投資取り組み機関においては、「インパクト測定・マネジメント(IMM)のアプローチが断片的で体系化されていない」(64%)との回答が過半数以上で最も多く、次いで「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」、「資金の出し手(アセットオーナー、アセットマネジメント企業)のインパクト企業への目利き力が低い」(各31%)との回答が多かった。
- ・非インパクト投資取り組み機関においては、「インパクト測定・マネジメント(IMM)のアプローチが断片的で体系化されていない」(70%)との回答が最も多く、次いで「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」(53%)との回答が多かった。
- ・つまり「インパクト投資対象となる、インパクト企業が少ない」ことが、インパクト投資に踏み込めていない主要な理由の一つとも考えられる。
- ・アンケート回答組織全体、インパクト投資取り組み機関、非インパクト投資取り組み機関いずれでも、インパクト投資を増やすうえでの課題として「インパクト測定・マネジメント(IMM)が断片的で体系化されていない」が挙げられており、既存取り組み機関の更なる推進を図るうえでも、新規取り組み機関を増やしていくうえでも、インパクト測定・マネジメント(IMM)の体系化が必要になることが昨年度調査に引き続き確認できた。
- ・またインパクト測定・マネジメント(IMM)の体系化に次ぎ、「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」、「インパクト投資対象となる、インパクト企業が少ない」、「インパクト企業の収益化、エグジットを支援するプロフェッショナル人材が薄い」、の3つの選択肢の回答が二番手群として高かった。つまり、日本におけるインパクト企業の層およびインパクト投資の実務の担い手の人材層が薄いことも、日本のインパクト投資を巡る大きな課題であると言える。

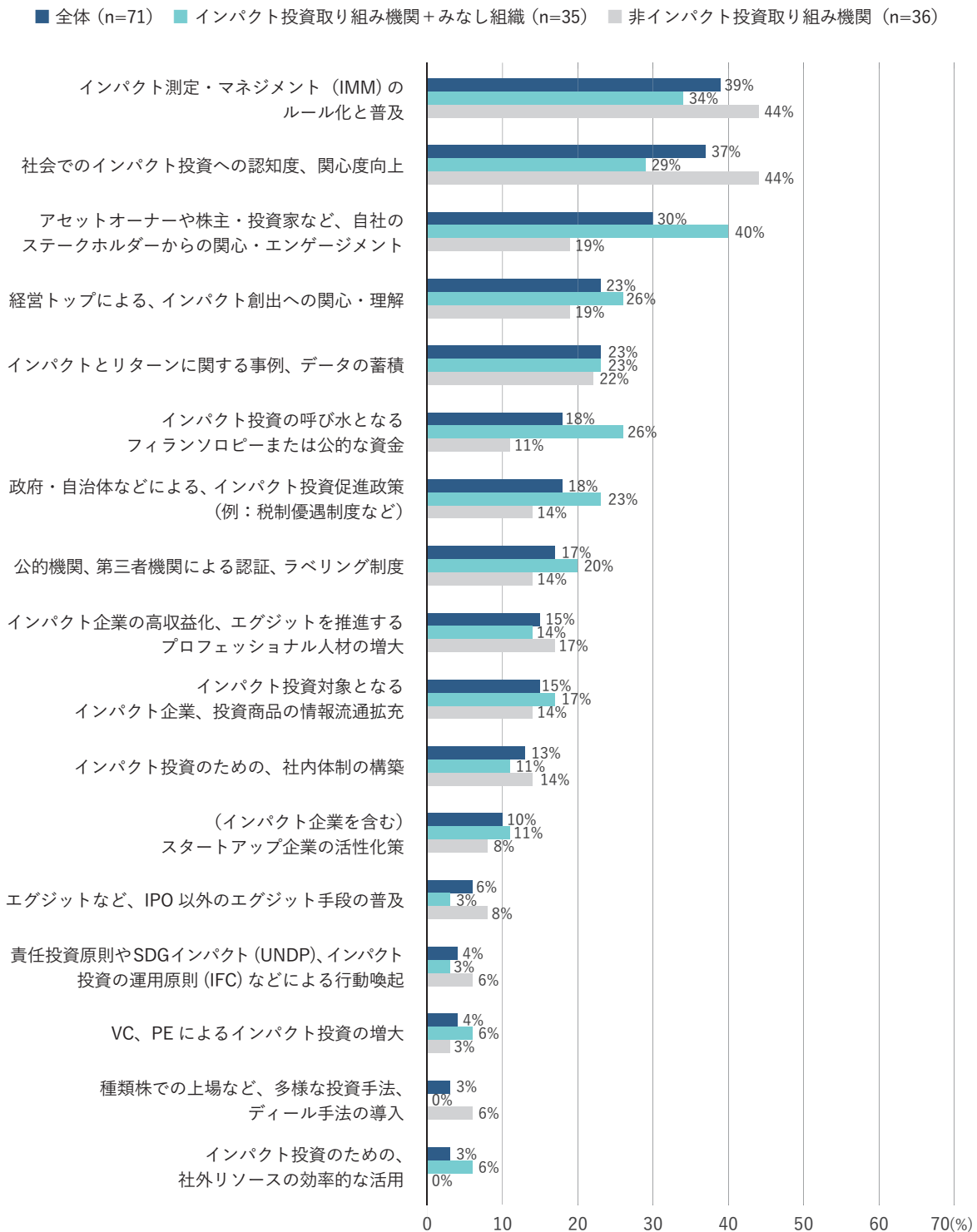
図表 28. インパクト投資を増やすうえでの課題⁶¹

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問D6 / E1. 今後日本のインパクト投資を増やそうとするに当たり、どのような点が問題だと思われますか。(複数回答、Multiple Answer(以降、「MA」と表記)、3つまで)」

61 図表28については、3つまでとしているところ、4つ以上選択している回答は無効回答として集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

インパクト投資を促進する条件

- インパクト投資を促進する条件として、アンケート回答組織全体では「インパクト測定・マネジメント(IMM)のルール化と普及」(39%)との回答が最も多く、次いで「社会でのインパクト投資への認知度、関心度向上」(37%)との回答が多かった。
- インパクト投資取り組み機関においては、「アセットオーナーや株主・投資家など、自社のステークホルダーからの関心・エンゲージメント」(40%)との回答が過半数以上で最も多く、次いで「インパクト測定・マネジメント(IMM)のルール化と普及」(34%)との回答が多かった。
- 非インパクト投資取り組み機関においては、「インパクト測定・マネジメント(IMM)のルール化と普及」、「社会でのインパクト投資への認知度、関心度向上」(各44%)との回答が最も多かった。
- 新規参入また既存拡大を促すうえでもインパクト測定・マネジメント(IMM)のルール化と普及が肝であり、社会認知(WHY)からどのように実践するか(HOW)に市場の関心も移行してきていることが見てとれた。また既にインパクト投資に取り組んでいる組織については、運用会社にとっての顧客であるアセットオーナーなどの機関投資家の関心やエンゲージメントをどう高めていくかに今後の焦点があることが見てとれた。

図表 29. インパクト投資を増やし易くなる条件⁶²

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D9 / E4.どのような条件があればインパクト投資を増やし易くなると思いますか。(MA、3つまで)」

62 図表29については、3つまでとしているところ、4つ以上選択している回答は無効回答として集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

インパクト投資を促進する条件について⁶³

本アンケート調査の回答機関に、自由回答で「インパクト投資を促進する条件」について尋ねたところ以下のような回答が得られた。多種多様なテーマでのモデル事業・成功事例の蓄積、インパクト投資に対応できる人材育成、政府による金融機関・投資家・大企業への促進策や働きかけ、大企業のみならず中小企業の経営層への理解促進、インパクト評価及びマネジメントの標準化かつ簡易安価な設計が求められていた。

<インパクト投資取り組み機関からの意見>

- “ 従来の機関投資家・金融機関などメインストリーム投資家を含む、多様な投資家によるインパクト投資への参入が必要であり、そのために、①成功事例を実現し示すこと、②名ばかりのインパクト投資にならないための、投資チーム内における人材育成(経済性と社会性のバランスの取れた考え方、インパクト評価のノウハウ、情報取得&拡散のためのネットワーク)、③行政の後押し(金融機関に対する金融庁の働きかけ、優遇課税、ブランディング・マーケティング他)、④資金提供者における、経営陣の深い理解と、実務的で実現可能な取り組みの設計力・推進力が必要。
- “ 再生可能エネルギーや国際協力と言った比較的わかりやすいテーマにインパクト投資が偏っている傾向があるが、その他の多様なテーマにおけるインパクト投資のモデルとなりうる事業や成功事例の積み上げが必要。
- “ インパクト投資をできる人材の育成も重要であると考える。通常のベンチャー投資レベルでの出資検討ができ、なおかつインパクトについても変化の理論(Theory of Change)やロジックモデルを策定できるスキル・能力を持った人材はなかなかいないというのが現状見えている課題。
- “ アセットオーナー・運用会社に対してインパクトを投資評価に取り入れるような政府の働きかけ、同じく上場企業に対してインパクト情報開示を促すような政府の働きかけ、及び、アセットオーナー・運用会社・上場企業がインパクトを測定・開示しやすくなるよう共通のガイドライン策定などが必要。
- “ インパクト投資が金融機関のみならず企業の共通言語となるよう認知度の向上を図ること。そのためには、コスト面の軽減による投資機会の増加と、第三者評価機関の認証等によるインパクト投資の共通化、大企業の理解とサプライチェーンへの働きかけが必要。
- “ 大きな規模でインパクトを生み出すには上場企業におけるインパクト創出が欠かせない。そのためには、企業トップによるインパクト創出への関心、つまりトップダウン型の取り組みや経営層における高い理解度が上場企業においては必要。

63 問D10.「インパクト投資を増やし易くなるには何が必要か自由にお考えをお聞かせください。」から一部回答を意味を損なわない形で編集のうえ、抜粋。下線は筆者による。なお回答内容は回答者個人また回答組織の見解であり、GSG国内諮問委員会としての見解を示すものではない。

“ 大手企業中心にインパクト実績を計上していく動きが先行すると思われるが、中小企業にもインパクト計上のための取り組みを拡大していくことが必要。そのためには、安価で簡易なインパクト評価手法のモデルを作る必要がある。 ”

“ サステナビリティに対する社会の急激な意識向上の中、インパクト投資の重要性が高まっていると感じるが、インパクト評価及びマネジメント手法の整備が追い付いていないため、普及を阻害している印象。ルールのスタンダード化による評価コスト低減が必要。 ”

< 非インパクト投資取り組み機関からの意見 >

“ インパクト投資活性化にとって必要なのは次の3点 ”

- ① インパクト投資そのものに関する認識: 現状、インパクト投資が数ある投資手法のなかで、社会リターンも追求する(場合によっては、経済リターンを犠牲にする)特別な手法として、位置付けられていると認識。インパクト投資を普及させていくには、経済リターンを犠牲にして、社会リターンを向上させるという側面を打ち出すのではなく、社会インパクトを追求するという行為は、経済合理性の観点からみても、正当化されるものであり、投資家にとって、数ある投資戦略のなかの選択肢の一つと認識される必要がある。
- ② アウトカムが分かりやすく把握できるような、インパクト評価の統一基準の形成
- ③ 商品の比較・分析を可能にするインパクト投資ファンド市場の活性化や拡大

“ インパクト評価方法のルール化、マニュアル化 インパクト評価の負担軽減(自社内でも評価可能な簡素化) ”

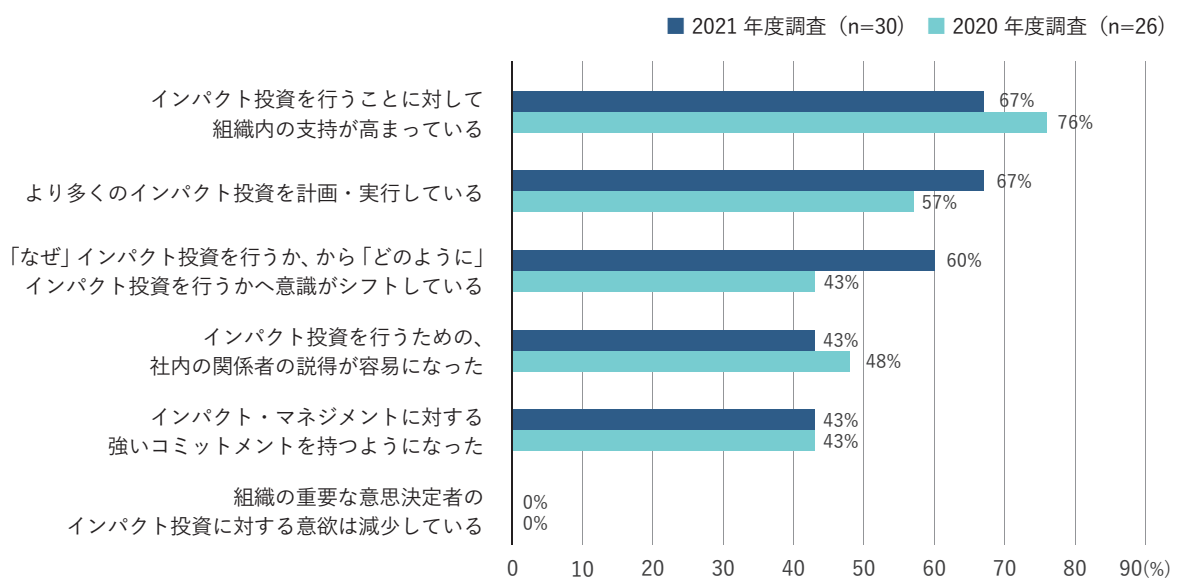
“ 企業側が事業として金融のリターンと社会へのリターンをしっかりと両立できるプロセスを構築し、それにしっかりとコミットして企業として成長しようとすること。また上場企業がこれらの企業を買収や協業によりそのエコサイクルの中に積極的に取り込み、成功体験を数多くすること。 ”

“ 業種毎のインパクト投資の具体例を紹介した分かりやすいガイドンスの作成。 ”

1年前と比べたインパクト投資をめぐる組織内の変化

- ・ 1年前と比べたインパクト投資をめぐる組織内の変化について、インパクト投資取り組み機関においては、「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」、「より多くのインパクト投資を計画・実行している」(各67%)との回答が最も多かった。
- ・ 2020年度(昨年度)調査との比較では、「なぜ」インパクト投資を行うか、から「どのように」インパクト投資を行うかへ意識がシフトしている」といった項目で回答が多くなっていた。

図表 30. 1年前と比べたインパクト投資をめぐる組織内の変化⁶⁴



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2019年及び2020年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問D2. 1年前と比べた組織内の変化について、あてはまるものすべてお選びください。(MA)」

日本のインパクト投資活動について

本節では、引き続き「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」の回答内容を基に、前掲のインパクト投資の算入要件に該当している「インパクト投資取り組み機関」のインパクト投資の取り組み状況について概観する。

アンケート調査に基づく国内のインパクト投資残高と実行件数

- ・ 本アンケート調査(2021年度)の回答者ベースで、直前の年度決算期末時点における日本国内のインパクト投資残高・受託運用残高の合計は、およそ **1兆3,204億円** (前項の図表16 1で既出)であった。なお昨年度実施した同アンケート調査(2020年度)で把握できたインパクト投資残高は3,287億円(比較するために2021年度の新基準を適用)であった⁶⁵。
- ・ また直前の年度決算期末時点におけるインパクト投資実行件数は、**293件**であった。

図表 31. インパクト投資残高・受託運用残高及び実行件数⁶⁶

直前の年度決算期末	投資残高 (n=29)	実行件数 (n=22)
中央値	2,574 百万円	10 件
平均値	45,531 百万円	13 件
合計	1,320,402 百万円	293 件

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問 「問A2(2).貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資残高、受託運用資産の規模をご記入ください。(NA)」及び「問A3(2). 貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資実行件数をご記入ください。(NA)」

2020年度 / 2021年度継続回答しているインパクト投資取り組み機関の残高推移

- ・本アンケート2020年度・2021年度調査いずれも回答しているインパクト投資取り組み機関20件を抽出すると、2020年度調査ではインパクト投資残高はおよそ3,226億(比較するために2021年度調査の新基準を適用)であったのに対して、2021年度調査ではおよそ6,563億円であった。
- ・前年比の成長率は203%で、20件のうち14件がインパクト投資残高を増やしていた。
- ・従来からインパクト投資に取り組んでいる機関において、全体的により一層インパクト投資の拡大が進んでいることが確認できた。

図表32. 継続回答機関のインパクト投資残高・受託運用残高及び成長率(再掲)⁶⁷

アンケート継続回答している、 インパクト投資取り組み機関 (n=20)	2020年度 調査	2021年度 調査	成長率 (前年比)	成長件数 (=前年比増と なった機関数)
インパクト投資残高・受託運用残高	322,666 百万円	656,326 百万円	203%	14 件

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2020年及び2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問A2(2). 貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資残高、受託運用資産の規模をご記入ください。(数値回答、Numerical Answer, (以降、「NA」と表記))」

64 図表30については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

65 昨年度のアンケート調査(2019年度)時点で採用していたインパクト投資算入基準に基づけば、昨年度のアンケートで把握できたインパクト投資残高は5,126億円であるが、ここでは昨年度と今年度の比較対象として、今年度の算入基準を当てはめた数値として昨年度3,287億円としている。

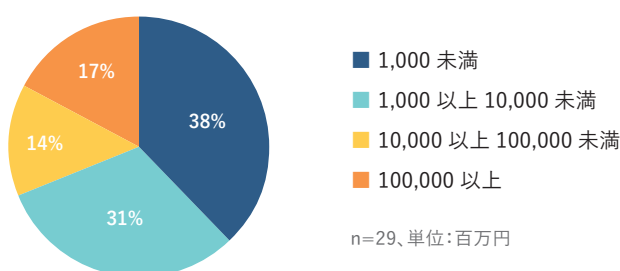
66 図表31については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象としている。投資残高については、他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている2組織の回答は集計から除外したため、インパクト投資取り組み機関(n=31)のうち、29組織に関する集計となっている。また実行件数については「無回答」の組織は除外している。

67 図表32については、2020年度・2021年度調査いずれもインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」や他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

インパクト投資残高・受託運用残高の分布

- ・本アンケート調査の回答者ベースで、インパクト投資取り組み機関の直前の年度決算期末時点におけるインパクト投資残高について、全体の約7割は100億円未満であった（全体の38%が10億未満、31%が100億未満）。
- ・一方でインパクト投資残高が1,000億円以上に達している取り組み機関も一定数（17%）存在した。

図表 33. インパクト投資残高・受託運用残高の分布⁶⁸

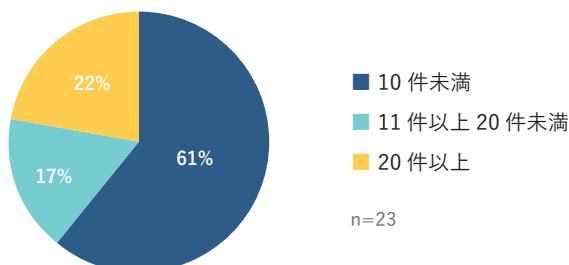


出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問 「問A2(2).貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資残高、受託運用資産の規模をご記入ください。(NA)」

インパクト投資実行件数の分布

- ・本アンケート調査の回答者ベースで、インパクト投資取り組み機関のうち61%は、直前の年度決算期末時点におけるインパクト投資実行件数は10件以下であった。
- ・一方でインパクト投資実行件数が20件以上に達している取り組み機関も一定数（22%）存在した。

図表 34. インパクト投資実行件数の分布⁶⁹



出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問 「問A3(2). 貴組織の直前の年度決算期末におけるインパクト投資実行件数をご記入ください。(NA)」

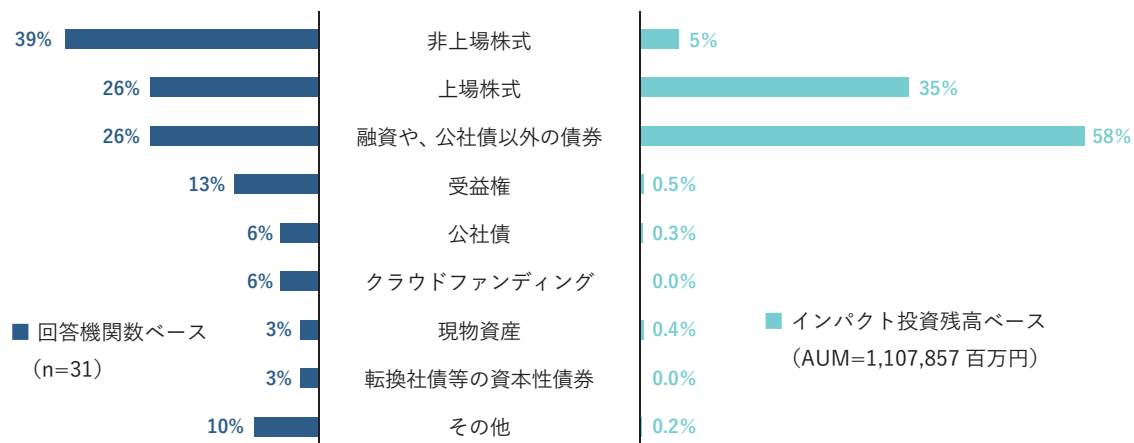
68 図表33については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」や他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

69 図表34については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」や他回答組織とインパクト投資残高と二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

インパクト投資のアセットクラス

- ・インパクト投資のアセットクラスについて、回答機関数ベースでは、「非上場株式」(39%)が最も多く、次いで「上場株式」と「融資や、公社債以外の債券」(各26%)が多かった。
- ・一方でインパクト投資残高(Asset Under Management, AUM)ベースでは、「融資や、公社債以外の債券」(58%)が最も多く、次いで「上場株式」(35%)が多かった。
- ・アセットクラスとしては株式(特に非上場株式)に広がりがある一方で、インパクト投資残高ベースでいえば融資や上場株式に集中していることが確認できた。

図表 35. インパクト投資のアセットクラス ⁷⁰

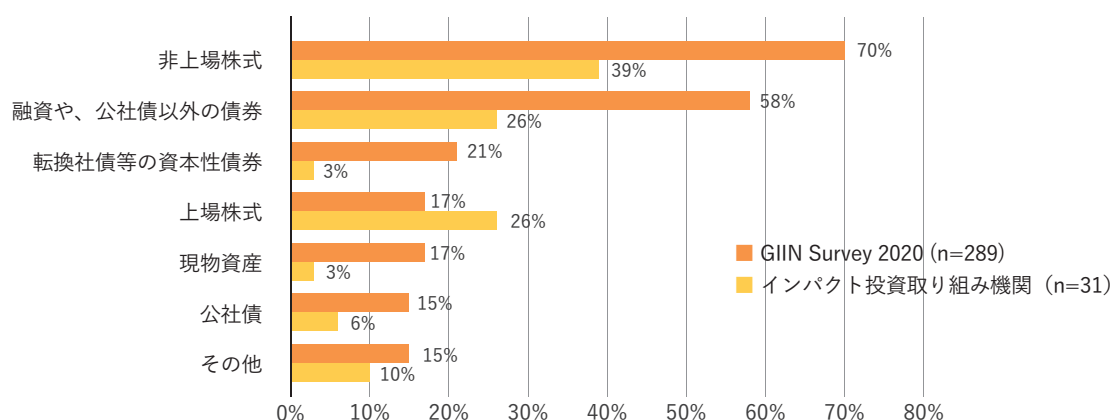


出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A5 ⑤ 投資手法(MA)」

インパクト投資のアセットクラス グローバルとの比較

- ・回答機関数ベースで「GIIN Survey 2020(Figure30)」と比較すると、グローバルにおいては「非上場株式」(70%)が最も多く、次いで「融資や、公社債以外の債券」(58%)が多かった。
- ・グローバルでは日本に比べて、より非上場株式がインパクト投資におけるアセットクラスとして標準になっていることが確認できた。

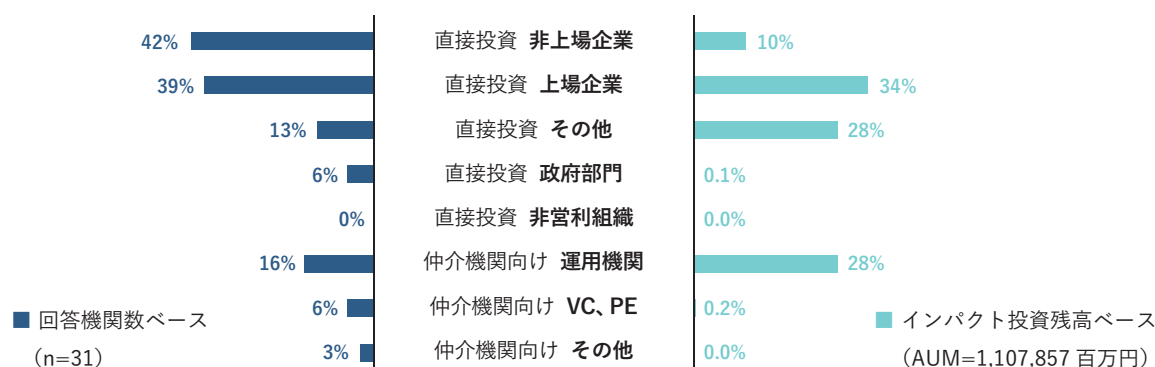
⁷⁰ 図表35については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高がダブルカウントになっている組織の回答も集計から除外した。

図表 36. インパクト投資のアセットクラス グローバルとの比較 ⁷¹

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問 「問A5⑤投資手法(MA)」

インパクト投資先の組織類型

- ・ インパクト投資先の組織類型について、回答機関数ベースでは、「(直接投資)非上場企業」(42%)が最も多く、次いで「(直接投資)上場企業」(39%)が多かった。
- ・ 一方でインパクト投資残高(AUM)ベースでは、「(直接投資)上場企業」(34%)が最も多く、次いで「(仲介機関向け)運用機関」(28%)が多かった。
- ・ 投資先としては、アセットクラスに対応して非上場企業に広がりがあり、インパクト投資残高ベースでも株式投資のみならず融資においても上場企業へのインパクト投資が集中していることが確認できた。

図表 37. インパクト投資先の組織類型 ⁷²

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A5③投資先組織分類(MA)」

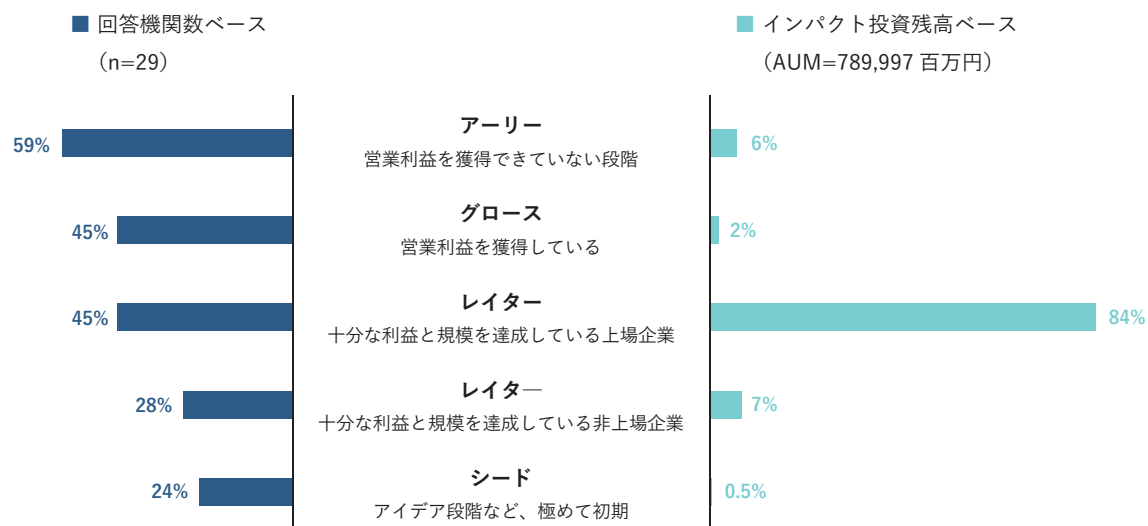
⁷¹ 図表36については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。GIINの項目のうち、比較可能な分類項目のみ表示。

⁷² 図表37については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高がダブルカウントになっている組織の回答も集計から除外した。

インパクト投資先の成長ステージ

- ・インパクト投資先の成長ステージについて、回答機関数ベースでは、「アーリー（営業利益を獲得できていない段階）」(59%)が最も多く、次いで「グロス（営業利益を獲得している）」、「レイター（十分な利益と規模を達成している上場企業）」(各45%)が多かった。
- ・一方でインパクト投資残高(AUM)ベースでは、「レイター（十分な利益と規模を達成している上場企業）」(84%)が最も多く、次いで「レイター（非上場企業）」(7%)が多かった。
- ・投資先企業の成長ステージとしては各ステージで満遍なく一定の広がりがある一方で、インパクト投資残高ベースでいえばレイター（上場企業）に集中していることが確認できた。

図表38. インパクト投資先の成長ステージ⁷³

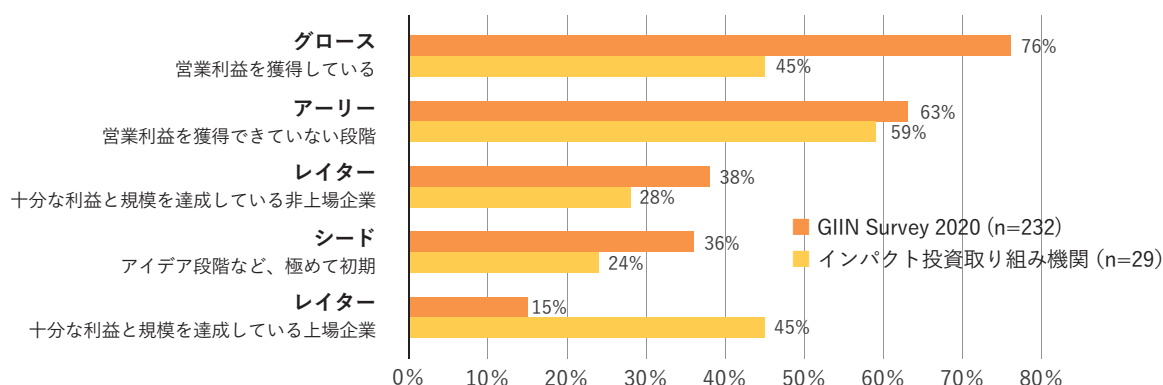


出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成-対象設問「問A5④ステージ(MA)」

インパクト投資先の成長ステージ グローバルとの比較

- ・回答機関数ベースで『GIIN Survey 2020(Figure33)』と比較すると、グローバルにおいては「グロス（営業利益を獲得している）」(76%)が最も多く、次いで「アーリー（営業利益を獲得できていない段階）」(63%)が多かった。
- ・グローバルでは日本に比べて、非上場企業のグロス、アーリー、シードいずれのステージにおいてもインパクト投資取り組み機関の投資先として広がりが確認できた。

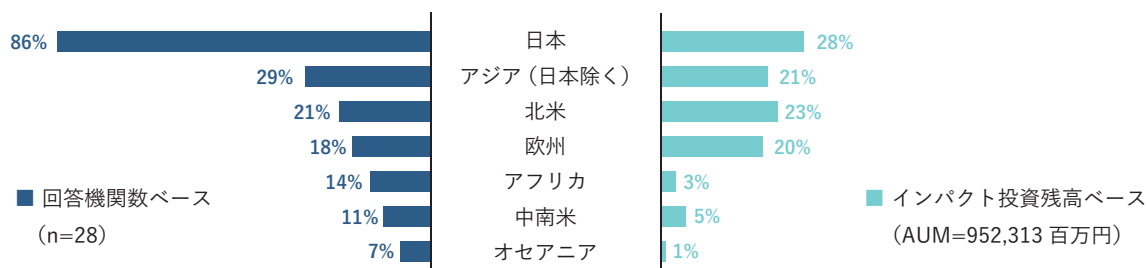
⁷³ 図表38については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高が二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答も集計から除外した。

図表 39. インパクト投資先の成長ステージ グローバルとの比較⁷⁴

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問 「問A5④ステージ(MA)」

インパクト投資先の地域

- ・ インパクト投資先の地域については、回答機関数ベースでも、インパクト投資残高(AUM)ベースでも、日本が最も多かった(回答機関:86%、AUM:28%)
- ・ 次いで、回答機関数ベースではアジア(日本除く)が多く(回答機関:29%)、インパクト投資残高(AUM)ベースでは「北米」が多かった(AUM:23%)
- ・ また「GIIN Survey 2020(Figure26)」においては、回答機関数ベースでは、米国及びカナダ(47%)が最も多く、次いで、サブサハラ・アフリカ(43%)が多かった。インパクト投資残高ベースでは、米国及びカナダ(30%)が最も多く、次いで、欧州(東欧除く)(15%)が多かった。
- ・ 本アンケート調査が日本国内の法人向けに実施していることもあり、インパクト投資先地域としては日本が多かったが、インパクト投資残高のおよそ4分の3は海外に向けて流れていることが確認できた。

図表 40. インパクト投資先の地域⁷⁵

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問A8. 地域ごとのインパクト投資残高について全体を100として内訳を教えてください。(NA)」

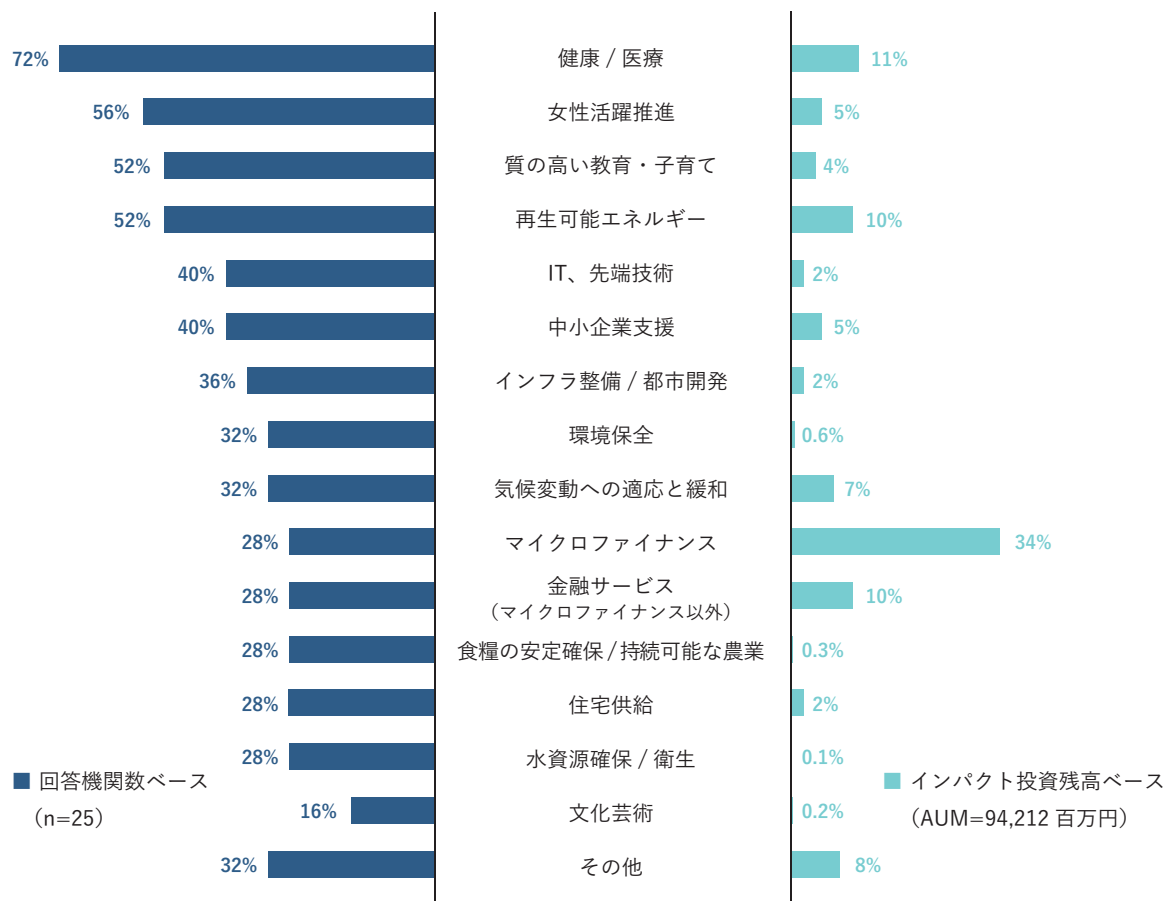
74 図表39については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高がダブルカウントになっている組織の回答も集計から除外した。GIINの項目のうち、比較可能な分類項目のみ表示。

75 図表40については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織や他回答組織とインパクト投資残高が二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答は集計から除外した。

インパクト投資先の分野

- ・インパクト投資先の分野については、回答機関数ベースでは「健康／医療」(72%)が最も多く、次いで「女性活躍推進」(56%)の回答が多かった。
- ・インパクト投資残高(AUM)ベースでは、「マイクロファイナンス」(34%)が最も多く、次いで「健康／医療」(11%)の回答が多かった。——なお、残高に占める割合で特定課題を専門とした機関1社の影響が大きく、当該組織を除いた残高ベースでは、「健康／医療」(18%)が最も多く、次いで「再生可能エネルギー」(17%)の回答が多かった。
- ・投資先テーマとしては少子高齢化社会や男女不平等など日本に顕著な社会課題に対応するようなテーマに広がりが見られたが、投資残高ベースでみればグローバルな課題である気候変動問題や国内の高齢化を見据えた健康／医療分野に集中していることが確認できた。

図表 41. インパクト投資先の分野⁷⁶



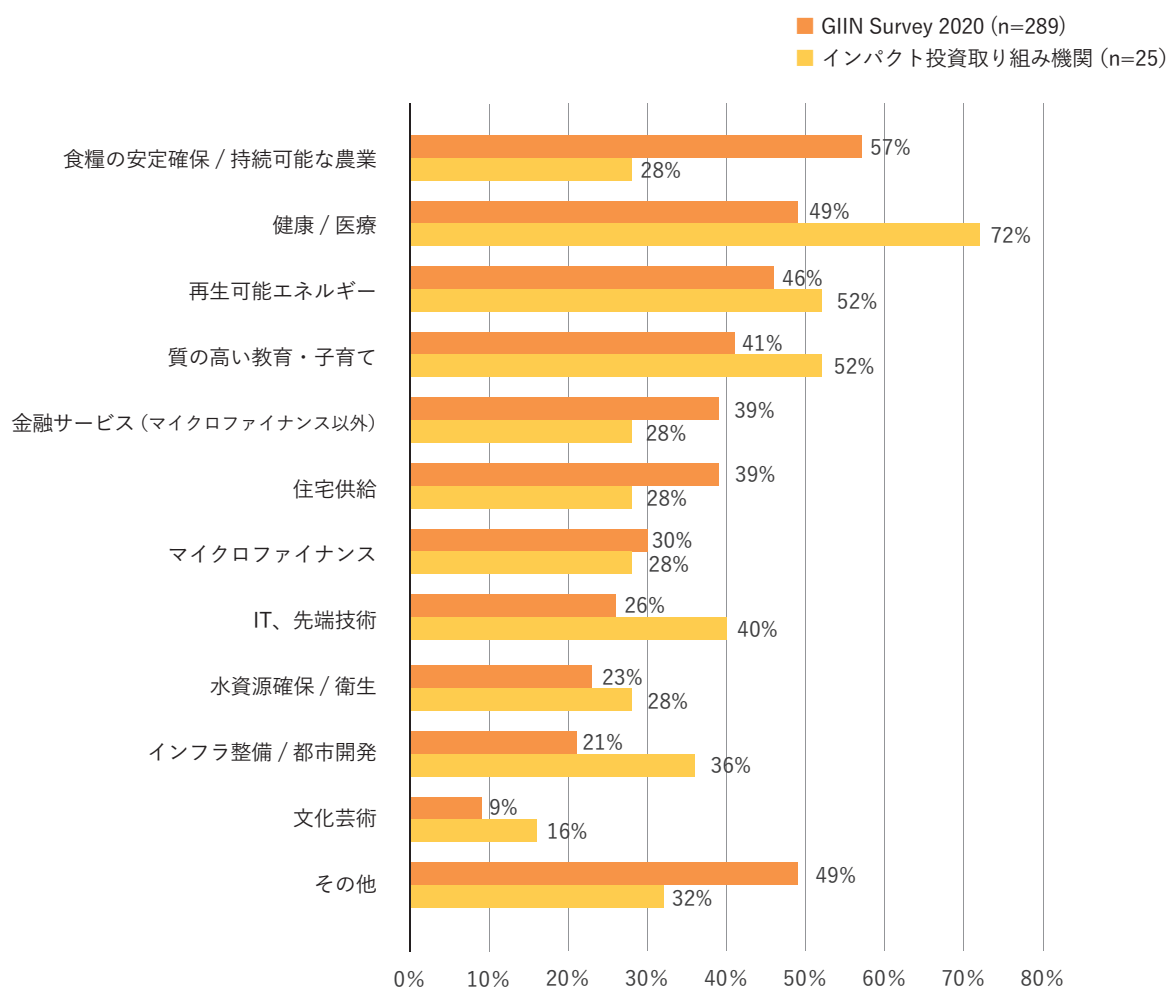
出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2020年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問A7. 分野ごとのインパクト投資の有無と投資残高等について全体を100として内訳を教えてください。(SA、NA)」

76 図表41については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高が二重計上(ダブルカウント)になっている組織の回答も集計から除外した。

インパクト投資先の分野 グローバルとの比較

- 回答機関数ベースで「GIIN Survey 2020 (Figure28)」と比較すると、グローバルにおいては「食糧の安定確保／持続可能な農業」(57%)が最も多く、次いで「健康／医療」(49%)が多かった。
- グローバルとの日本の比較で大きな差がみられたのが、「食料の確保／持続可能な農業」(差分 29ポイント、グローバル>日本)で、次いで「健康／医療」(差分23ポイント、日本>グローバル)であった。

図表 42. インパクト投資先の分野 グローバルとの比較⁷⁷



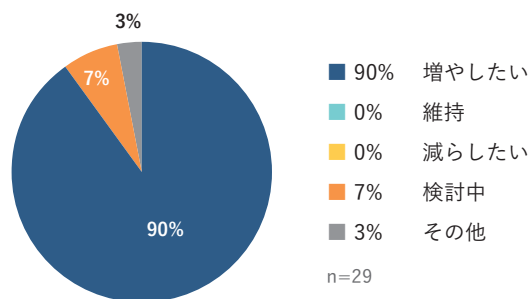
出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問 「問A7. 分野ごとのインパクト投資の有無と投資残高等について全体を100として内訳を教えてください。(SA、NA)」

77 図表42については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」としている組織の回答は集計から除外した。なお、インパクト投資残高ベースについては、他回答組織とインパクト投資残高がダブルカウントになっている組織の回答も集計から除外した。GIINの項目のうち、比較可能な分類項目のみ表示。

インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画

- ・インパクト投資取り組み機関で、今後のインパクト投資の計画として、「増やしたい」(90%)という回答が最も多く、「減らしたい」という回答はなかった。
- ・また、まだインパクト投資に取り組んでいない、非インパクト投資取り組み機関を抽出すると、「実行を予定している」と「検討している」の回答を合わせると40%であった(n=35)。
- ・9割のインパクト投資取り組み機関が今後もインパクト投資を増やしていく予定であり、今後も市場の発展が見込まれる。

図表 43. インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画⁷⁸

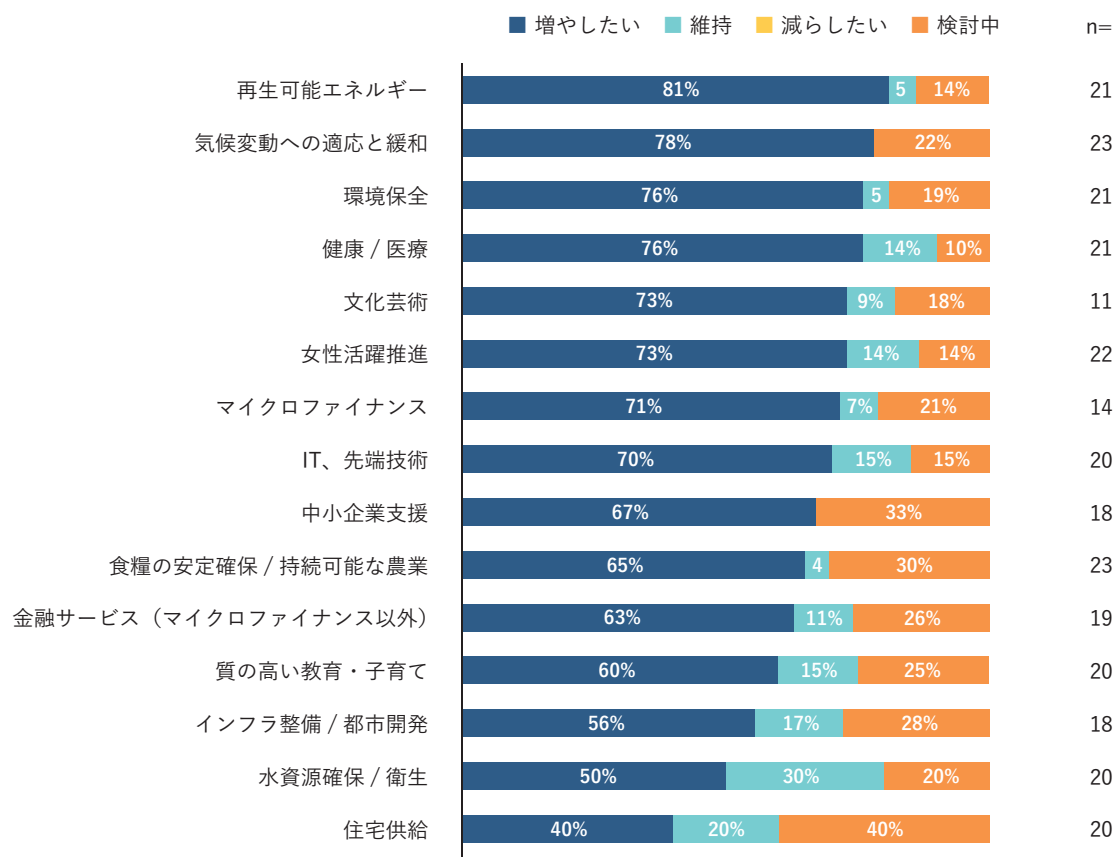


出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 - 対象設問「問D7. 今後の貴組織のインパクト投資の計画について、最も近いものをひとつだけお選びください。(SA)」

インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画(分野別)

- ・インパクト投資取り組み機関で、今後のインパクト投資の計画として、「増やしたい」という回答の割合が多かった分野は、「再生可能エネルギー」(81%)が最も多く、次いで「気候変動への適応と緩和」(78%)が多かった。
- ・また「GIIN Survey 2020(Figure29)」においては、「増やしたい」という回答の割合が多かった分野は、「食料の安定確保/持続可能な農業」(54%)が最も多く、次いで「再生可能エネルギー」(53%)が多かった。

78 図表43については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

図表 44. インパクト投資取り組み機関の今後のインパクト投資の計画（分野別）⁷⁹

出典：「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」（GSG国内諮問委員会）を基に作成 - 対象設問「問D8. 今後の貴組織のインパクト投資の計画について、分野別に選択肢に○をつけてください。（SA）」

インパクト投資の企画立案・実行・評価における工夫やアイデアについて⁸⁰

本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に該当する機関に、自由回答で「インパクト投資の企画立案・実行・評価における工夫やアイデア」について尋ねたところ以下のような回答が得られた。従来の投資手法との差別化ポイントであるインパクト測定・マネジメントをどのように織り込んでいくか、またインパクトを追求していくうえでの投資先との対話やエンゲージメントで工夫が見られた。

“ 案件の精査に時間をかけ、SDGsに照らし合わせたうえで、ポジティブ・ネガティブ双方のインパクトについて事前に検討を行った。

79 図表44については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

80 問D3.「インパクト投資の企画立案から実行、その後の評価を通して、実施した工夫やアイデアがあれば教えてください。」から一部回答を意味を損なわない形で編集のうえ、抜粋。下線は筆者による。なお回答内容は回答者個人また回答組織の見解であり、GSG国内諮問委員会としての見解を示すものではない。

- “投資候補先との面談の際、どのような社会課題の解決を目指しているのかという観点で、深くコミュニケーションを図っている。結果、投資が出来ない状況になってもその時の面談内容は投資候補先の今後の事業拡大に良い影響を及ぼすことが出来ていると考える。”
- “投資対象事業に関する評価や目利きとともに、どのような投資スキームを用いて投資を行うのかという方法も重要。方法が変われば、その方法で調達したいと考える事業者の質も変わり、投資したいと考える投資家の質も変わると考える。そうした目的に沿った新しい金融ストラクチャーの構築を通じて、「新しいストラクチャーを構築し、実装し、(自ら投資家として参加し、)フォロワーを生み出して潮流を作り出すこと」を目指して取り組んでいる。”
- “ファンド出資金を募集する段階から投資家向けにインパクト指標を開示し、運用期間を通じてモニタリング結果を投資家に開示する取組を行っている。その際、特に中小事業者が、自身の事業の社会的な価値を認識し、強みとして投資家に訴求できるよう工夫している。ファンド組成段階から社会的インパクトの観点でのディスカッションを重ね、ロジックモデルをブラッシュアップし、指標設定を行っている。また、ファンド運用期間に月次と年次の2つのタイミングで事業者に報告を求めることにしており、PDCAサイクルを回せるようにしていく。”
- “上場株式のインパクト投資においては、どのような投資哲学、コンセプトが重要なのか、その企画立案のプロセス、議論に注力した。上場株式においては、投資家と企業が同じインテンションを有していることの確認が重要と思料。”
- “当社のパーパスを策定したことはインパクト投資を進めていくうえで大きい。”

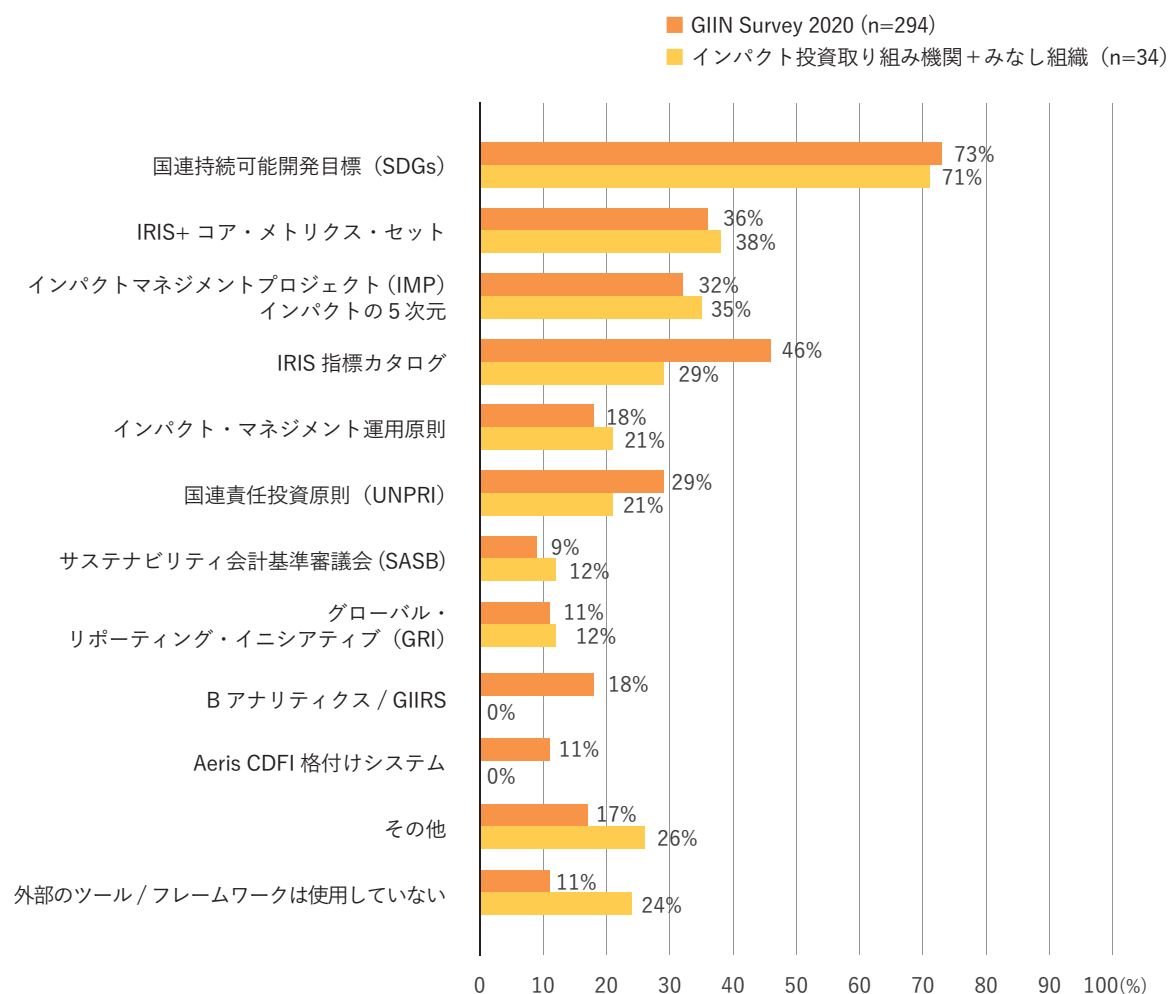
日本のインパクト測定・マネジメント(IMM)の実施状況について

本節では、引き続き「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」の回答内容を基に、前掲のインパクト投資の算入要件に該当している「インパクト投資取り組み機関」を中心に、インパクト投資と従来の投資手法の線引きとなっている、インパクト測定・マネジメント(IMM)の取り組み状況について概観する。

インパクト測定に活用しているツールやフレームワーク

- ・インパクトの測定に活用しているツールやフレームワークとしては、「国連持続可能開発目標(SDGs)」(71%)との回答が最も多く、次いで、「IRIS+コア・メトリクス・セット」(38%)や「インパクトマネジメントプロジェクト(IMP)インパクトの5次元」(35%)が回答として多かった。
- ・なお、「GIIN Survey 2020(Figure 36)」においても、「国連持続可能開発目標(SDGs)」(73%)との回答が最も多かった。

- SDGsはグローバル、日本いずれにおいても広く活用されていることが確認できた。またインパクト投資取り組み機関の間でスタンダードになりつつある、IRISやIMPのツールセットについてもSDGsほど幅広く活用はされていないが、グローバルと同程度に日本でも活用されていた。
- また「その他」の回答として、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)が中心的に策定した「ポジティブインパクト金融原則」も銀行から一定数挙げられていた。

図表 45. インパクト測定に活用しているツールやフレームワーク⁸¹

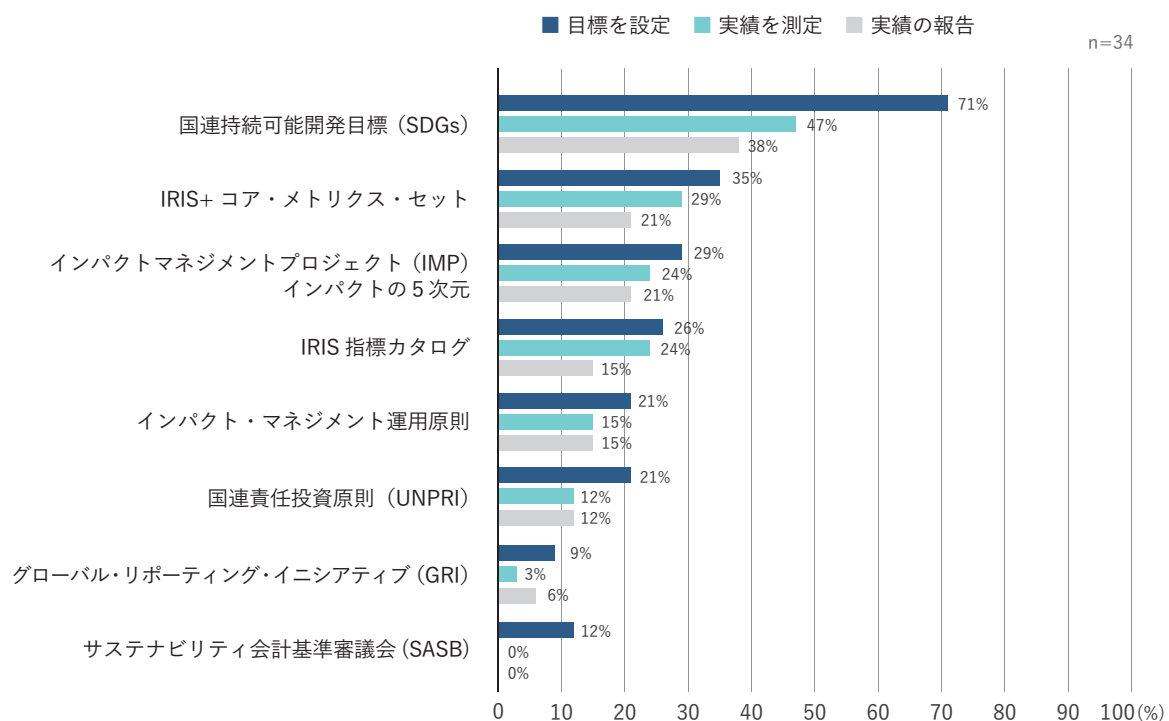
出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成－対象設問「問C1.貴組織のインパクト投資活動について、インパクトを測定するために、以下のツールやフレームワークを利用していますか。ツール・フレームワークごとにあてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

81 図表45については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

ツールやフレームワークの活用目的

- ・インパクトの測定に最も活用されている「国連持続可能開発目標(SDGs)」の活用目的としては、「目標を設定」(71%)との回答が最も多く、次いで「実績を測定」(47%)、「実績の報告」(38%)として活用されていた。
- ・IRISのツールセット(指標カタログやコア・メトリクス・セット)については、目標の設定や実績の測定の場面で活用されていた。

図表 46. ツールやフレームワークの活用目的⁸²



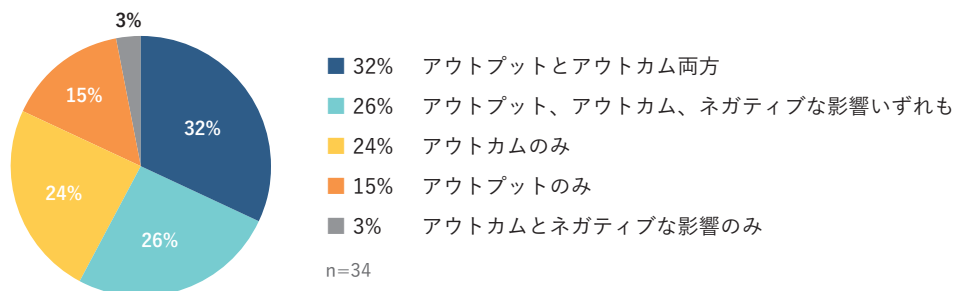
出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C1.貴組織のインパクト投資活動について、インパクトを測定するために、以下のツールやフレームワークを利用していますか。ツール・フレームワークごとにあてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

82 図表46については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

インパクト指標の種類について

- ・インパクト指標の種類としては、「アウトプットとアウトカムの両方」(32%)というパターンが最も多く、次いで「アウトプット、アウトカム、ネガティブな影響いずれも」(26%)との回答が多かった。
- ・一方で「アウトプットのみ」(15%)というパターンも少数ながら存在した。

図表 47. インパクト投資実行において、採用している評価指標の種類⁸³

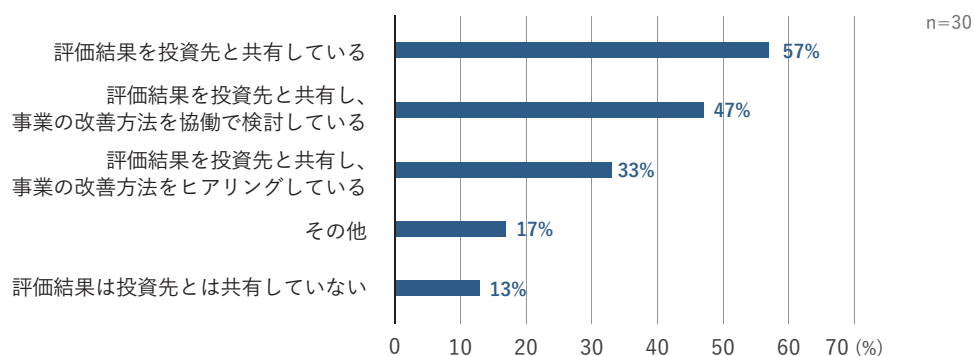


出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問A5⑦.評価指標の種類(MA)」

インパクト測定結果の投資先への共有状況

- ・インパクト測定結果の投資先への共有状況について、「評価結果を投資先と共有している」と回答していたインパクト投資取り組み機関は57%であった。
- ・共有したうえで、「事業の改善方法を協働で検討している」との回答は47%、「事業の改善方法をヒアリングしている」までに留まるのは33%であった。
- ・一方で「評価結果は投資先とは共有していない」(13%)という回答も少数ながら存在した。

図表 48. インパクト測定結果の投資先への共有状況⁸⁴

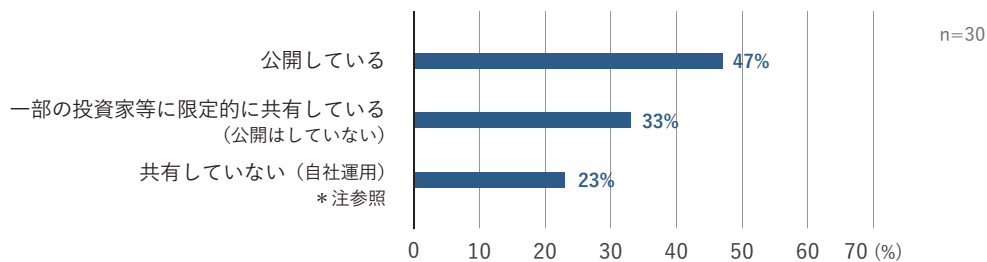


出典：「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C3.インパクトの測定結果を投資先にも共有していますか。当てはまるものをすべてお選びください。(MA)」

インパクト測定結果の投資家への共有状況

- ・インパクト投資に関する情報共有について、「公開している」と回答していたインパクト投資取り組み機関は47%であった。また「一部の投資家等に限定的に共有している(公開はしていない)」との回答は33%で、「共有していない(自社運用)」との回答は23%であった。

図表 49. インパクト測定結果の投資家への共有状況⁸⁵



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C4. インパクトの測定結果を投資家にも共有していますか。あてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

83 図表47については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

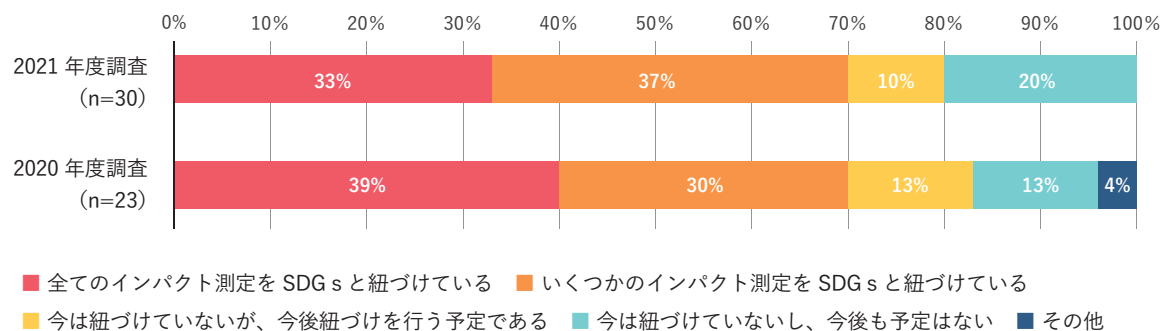
84 図表48については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

85 図表49については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。本年度調査で採用した新基準として「インパクト測定・マネジメント(IMM)の結果が投資家に共有されている」を追加したが、注釈で触れた通り、「投資家が自己勘定で行っているインパクト投資については、投資家自身がインパクト測定結果を知っていることは自明であるため、この基準は該当しない」としているため、必ずしもすべてのインパクト投資取り組み機関が公開しているわけでも、結果を共有すべき最終投資家が存在するわけではない。

SDGsに紐づけたインパクト測定

- SDGsに紐づけたインパクト測定の実施状況について、「全てのインパクト測定をSDGsと紐づけている」と回答していたインパクト投資取り組み機関は33%であった。また「いくつかのインパクト測定をSDGsと紐づけている」との回答は37%で、「今は紐づけていないが、今後紐づけを行う予定である」との回答は10%であった。

図表 50. SDGsに紐づけたインパクト測定⁸⁶



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C5.Sustainable Development Goals(SDGs)に紐づいたインパクトを測定していますか。あてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

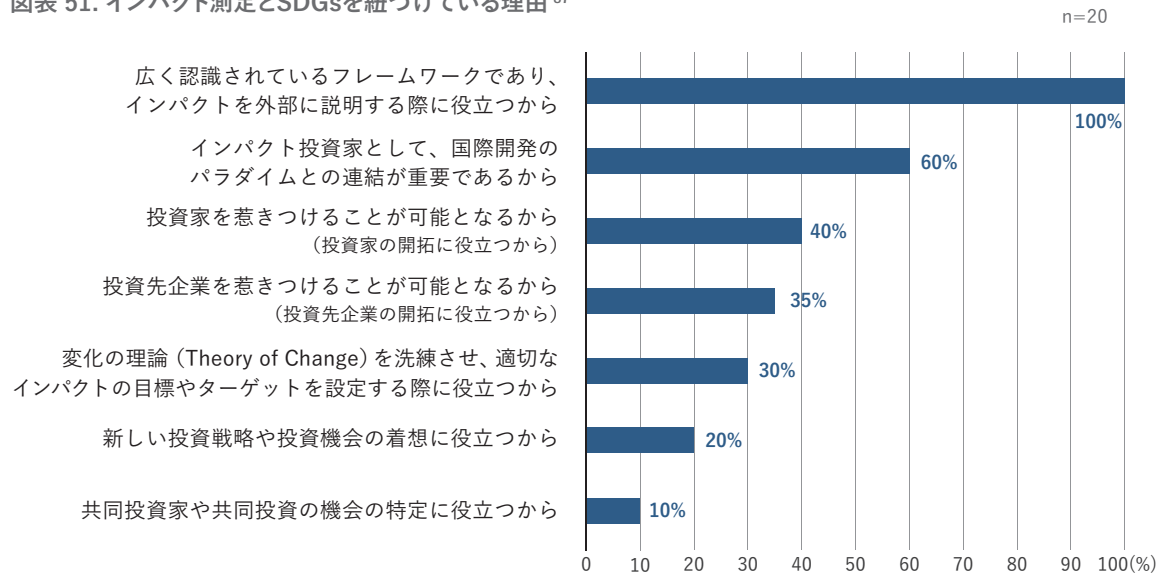
インパクト測定とSDGsを紐づけている理由

- インパクト測定とSDGsを紐づけている理由として、「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」(100%)との回答が最も多く、次いで「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」(60%)との回答が多かった。
- グローバルにおいてもSDGsは広く活用されていることから(図表45)、グローバルなインパクト投資の取り組みとの接続や連携においても、SDGsとの紐づけが有用と考えている傾向が上位項目の回答結果から確認できた。

86 図表50については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。なお本年度調査で「インパクト測定」としているところを、2020調査票では「社会的インパクト評価」と表記している。

87 図表51については、問C5で「全ての／いくつかのインパクト測定をSDGsと紐づけている」と回答したインパクト投資取り組み機関のみ対象としている。図表内にある、「変化の理論(Theory of Change)」とは、達成したい最終的なアウトカムやミッションに向けて、ステップを捉えながら、因果関係を体系的に整理したものを指す。

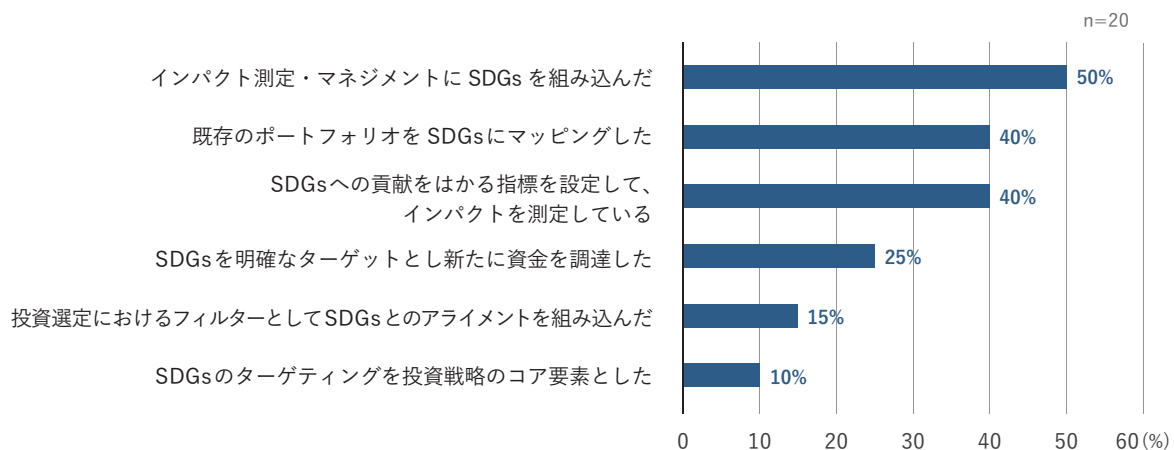
88 図表52については、問C5で「全ての／いくつかのインパクト測定をSDGsと紐づけている」と回答したインパクト投資取り組み機関のみ対象としている。

図表 51. インパクト測定とSDGsを紐づけている理由⁸⁷

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C5SQ1. インパクト測定とSDGsを紐づけている理由について、あてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

インパクト投資とSDGsの紐づけ手法

- ・インパクト投資とSDGsの紐づけの仕方として、「インパクト測定・マネジメントにSDGsを組み込んだ」(50%)との回答が最も多く、次いで「既存のポートフォリオをSDGsにマッピングした」、「SDGsへの貢献をはかる指標を設定して、インパクトを測定している」(各40%)との回答が多かった。
- ・インパクト測定・マネジメント(IMM)とSDGsを統合する取り組みが半数を占める一方で、あくまで既存の取り組みと整合させるうえでもSDGsが活用されていることが確認できた。

図表 52. インパクト投資とSDGsの紐づけ手法⁸⁸

出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成 – 対象設問「問C5SQ2. インパクト投資とSDGsをどのようにして紐づけましたか。あてはまるものをすべてお選びください。(MA)」

インパクトの測定方法とプロセスについて⁸⁹

本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に該当する機関に、自由回答で「インパクトの測定方法とプロセス」について尋ねたところ以下のような回答が得られた。取り組み機関ごとにインパクトの測定やモニタリングを組み込むうえで試行錯誤している様子が見られた。基本的に、昨年度アンケート調査と重複する回答内容の掲載はしていないため、適宜昨年度版報告書の該当箇所も参照されたい。

- “ 各社の事業について、投資前にロジックモデルを策定し、これに基づき、アウトプット・アウトカ ”
ムの指標を設定する。測定は、これらの指標を用いて定量的な測定を実施する。合わせて、インパクトストーリーは各社からのヒアリングや、現場の視察を通じて、報告書に記載する。
- “ ロジックモデルで目標を記載してもらい、その結果をフォローすることが中心。インパクトの測 ”
定方法、それに伴うコスト等を含めて検討すべき課題と認識している。
- “ 全てのセクターに渡ってサプライチェーン、エリアについて包括的な分析によりポジティブ及び ”
ネガティブなインパクトを抽出し、それらのインパクトをUNEP FIのツールを用いてカテゴライズする。評価はグローバル目標、業界基準等に照らし合わせて評価している。
- “ SASBやUNEP FIのインパクトレーダーにある各企業のマテリアリティを参照し、インパクト指 ”
標を設定、SDGsとの関連性も確認。インパクトの測定や開示にあたっては、サステナブルファイナンスに関する各種原則及び省庁によるガイドラインを参考としている。
- “ GSG国内諮問委員会の社会性プロジェクトやSIMIの活動を通じて、グローバル知見を吸収し ”
て、適用を試みている。

インパクト投資のリターンとインパクトについて

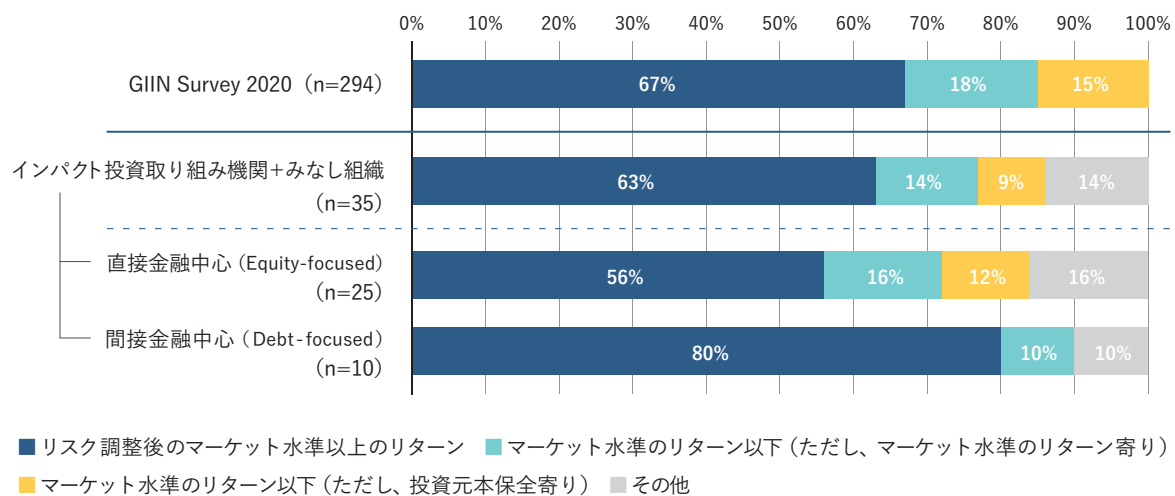
本節では、引き続き「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」の回答内容を基に、前掲のインパクト投資の算入要件に該当している「インパクト投資取り組み機関」のリターンの期待水準および実際のリターン・インパクトの実現度合いについて確認する。

89 問C2.「インパクトの測定方法とプロセスについて可能な範囲でお知らせください。」から一部回答を意味を損なわない形で編集のうえ、抜粋。なお回答内容は回答者個人また回答組織の見解であり、GSG国内諮問委員会としての見解を示すものではない。

インパクト投資における財務的リターンの期待水準について

- ・ 財務的リターンの期待水準について、インパクト投資取り組み機関全体としては、「リスク調整後のマーケット水準以上のリターン」(63%)との回答が最も多かったが、「マーケット水準のリターン以下(ただし、マーケット水準のリターン寄り)」(14%)、「マーケット水準のリターン以下(ただし、投資元本保全寄り)」(9%)も一定数存在した。
- ・ 直接金融中心(Equity-focused)の投資機関では、全体よりも「マーケット水準のリターン以下」を許容する回答が多かった。
- ・ 他方で、間接金融中心(Debt-focused)の投資機関では、「リスク調整後のマーケット水準以上のリターン」(80%)との回答が最も多かった⁹⁰。
- ・ なお、「GIIN Survey 2020(Figure 5)」においては、「リスク調整後のマーケット水準以上のリターン」との回答は67%と日本と同程度であったが、「マーケット水準のリターン以下(ただし、投資元本保全寄り)」(15%)は日本よりもやや多い傾向が見られた。

図表 53. 財務的リターンの期待水準⁹¹



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問「問A9.インパクト投資における金銭的リターンとして、どの水準を目標としていますか。最も当てはまるものを1つお選びください。(SA)」

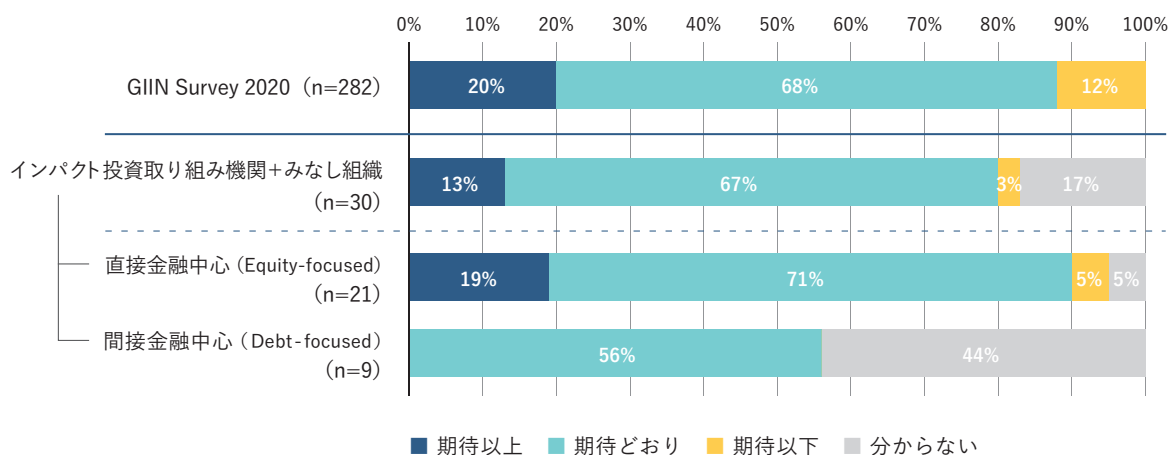
90 間接金融中心(Debt-focused)はサンプル数が少ないため、参考程度の扱いとする。

91 図表53については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。また先述の通り「非インパクト投資取り組み機関」のうち7組織は、アンケート回答時点(≠アンケートが対象とする期間)では実質的な「インパクト投資取り組み機関」であるため、本設問の分析においては「インパクト投資取り組み機関(みなし)」として集計を行った。詳細は、前掲の『アンケート調査結果』冒頭の「みなし「インパクト投資取り組み機関」について」を確認。

インパクト投資における財務的リターンの実現度合いについて

- ・ 財務的リターンの実現度合いについて、インパクト投資取り組み機関全体としては、「期待どおり」(67%)との回答が最も多かったが、「わからない」(17%)、「期待以上」(13%)、「期待以下」(3%)も一定数存在した。
- ・ 直接金融中心(Equity-focused)の投資機関では、全体よりも「期待どおり」(71%)とする回答がやや多かった。
- ・ 他方で、間接金融中心(Debt-focused)の投資機関では、「期待どおり」(56%)と「わからない」(44%)の回答で二分した⁹²。
- ・ なお、「GIIN Survey 2020(Figure 47)」においても、「期待どおり」との回答が68%と最も多かったが、「期待以上」(20%)は日本よりも多い傾向が見られた。グローバルと比較して、日本におけるインパクト投資の取り組みは、始まったばかりで、財務的リターンの実績が積みあがっていないことが見受けられた⁹³。

図表 54. 財務的リターンの実現度合い⁹⁴



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問 「問A10.インパクト投資における金銭的リターンとインパクトは、期待と比してどの程度実現されていますか。最も当てはまるものを1つお選びください。(SA)」

92 間接金融中心(Debt-focused)はサンプル数が少ないため、参考程度の扱いとする。

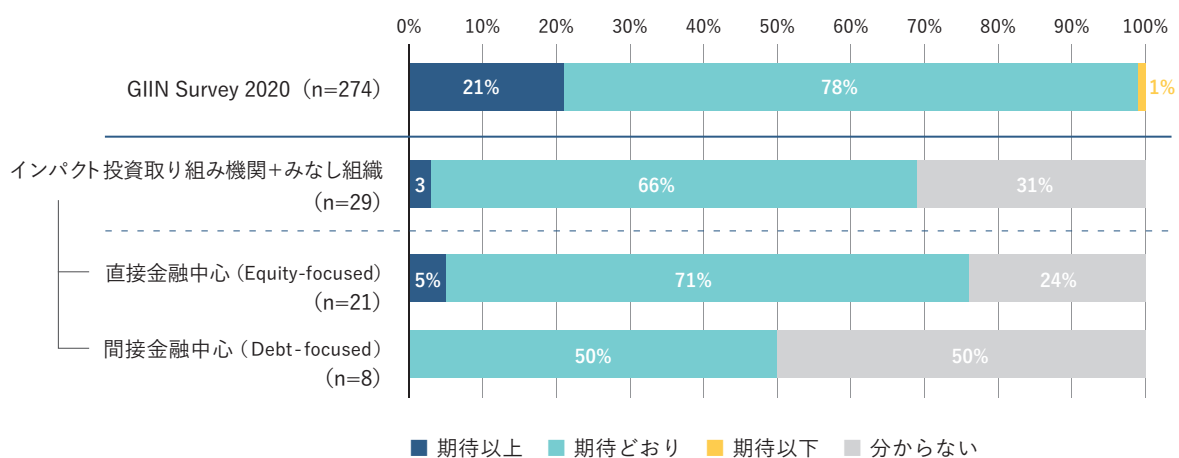
93 なお『GIIN Survey 2020』は当該設問における「分からない(not sure)」の回答を除外して集計していることには留意が必要。本報告書においても「分からない」を除外して集計することも検討したが、インパクト投資がこれから発展していく日本において現段階で一定数「分からない」と回答があることには示唆があると考慮して、図表54のような処理とした。

94 図表54については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

インパクト投資におけるインパクトの実現度合いについて

- ・インパクトの実現度合いについて、インパクト投資取り組み機関全体としては、「期待どおり」(66%)との回答が最も多かったが、「分からない」(31%)、「期待以上」(3%)も一定数存在した。
- ・直接金融中心(Equity-focused)の投資機関では、全体よりも「期待どおり」(71%)とする回答がやや多かった。
- ・他方で、間接金融中心(Debt-focused)の投資機関では、「期待どおり」と「わからない」(各50%)の回答で二分した⁹⁵。
- ・なお、「GIIN Survey 2020(Figure 47)」においても、「期待どおり」との回答が78%と最も多かったが、「期待以上」(21%)は日本よりも多い傾向が見られた。
- ・グローバルと比較して、日本におけるインパクト投資の取り組みは、始まったばかりで、インパクト創出の実績が積みあがっていないことが見受けられた⁹⁶。

図表 55. インパクトの実現度合い⁹⁷



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(GSG国内諮問委員会)及び「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」を基に作成 - 対象設問 「問A10.インパクト投資における金銭的リターンとインパクトは、期待と比してどの程度実現されていますか。最も当てはまるものを1つお選びください。(SA)」

95 間接金融中心(Debt-focused)はサンプル数が少ないため、参考程度の扱いとする。

96 なお「GIIN Survey 2020」は当該設問における「分からない(not sure)」の回答を除外して集計していることには留意が必要。本報告書においても「分からない」を除外して集計することも検討したが、インパクト投資がこれから発展していく日本において現段階で一定数「分からない」と回答があることは示唆があると考慮して、図表55のような処理とした。

97 図表55については、前掲のインパクト投資の算入要件に該当する取組をしている組織のみ対象で、「無回答」の組織は集計から除外した。

総括 アンケート調査から見える日本のインパクト投資の展望

アンケート調査(2021年度)結果によれば、直前の年度決算期末時点における日本国内のインパクト投資残高・受託運用残高の合計は、およそ1兆3,204億円で、昨年度実施した同アンケート調査(2020年度)で把握できたインパクト投資残高3,287億円(比較するために2021年度の新基準を適用)から大きな進展が確認できた⁹⁸。一方で、日本のインパクト投資の成熟度合としては、「順調に成長している」と認識しているインパクト投資取り組み機関は限定的で、「これから成長していく段階」と多くの投資家が認識していて、グローバルのインパクト投資市場が「順調に成長している」と認識が多数であるのに比べて、日本における成長はまだこれからという段階であることも確認できた(図表26)。

インパクト投資に取り組む動機として、「顧客の要望に応えることにつながる」に次いで「責任ある投資家としてのコミットメントの一環である」という回答が多かったことは、今後日本におけるインパクト投資の更なる発展を示唆しているように思われた(図表24)。

他方で、日本のインパクト投資市場の過去1年間の発展としては、「社会でのインパクト投資への認知度、関心度向上」や「経営トップによる、インパクト創出への関心・理解」、「アセットオーナーや株主・投資家など、自社のステークホルダーからの関心・エンゲージメント」に進展があったとの回答が多かった一方で(図表27)、昨年度からの課題である「インパクト測定・マネジメント(IMM)のアプローチが断片的で体系化されていない」ことが、インパクト投資に既に取り組んでいる機関においても、これから新規参入を検討している機関においても今後の共通する課題として挙げられた(図表28)。インパクト測定・マネジメント(IMM)の体系化に次ぎ、「インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分」、「インパクト投資対象となる、インパクト企業が少ない」、「インパクト企業の収益化、エグジットを支援するプロフェッショナル人材が薄い」などが二番手群の回答率を得ており、そもそも日本では投資家が投資したくなるようなインパクト企業の層およびインパクト投資の実務の担い手の人材層が薄いことも課題であることが判明した(図表28)。また、市場が成長していくにしたがって、インパクト投資の本質を損なうようなインパクト・ウォッシング(インパクト投資に見せかける行為)が懸念される。実際に「GIIN Survey 2020 (Figure 12)」において今後5年間でインパクト投資市場が直面する最大の課題としてインパクト・ウォッシングが大多数のインパクト投資家から挙げられている。

また、本アンケート調査でインパクト投資取り組み機関に該当する機関に、自由回答で「インパクト投資を促進する条件」について尋ねたところ、多種多様なテーマでのモデル事業・成功事例の蓄積、インパクト投資に対応できる人材育成、政府による金融機関・投資家・大企業への促進策や働きかけ、大企業のみならず中小企業の経営層への理解促進、インパクト評価及びマネジメントの標準化かつ簡易安価な設計が求められていた⁹⁹。

今後、一層インパクト投資に関する議論や実践が日本においても盛り上がりを見せていくと思われるが、議論の土台となり、実践への示唆を与えるのが、日本のインパクト投資の現在地を定点観測する本報告書の役目だと考えている。

改めて、ご多用のところ「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」にご協力くださった組織および担当者の皆様に謝意を表したい。

本報告書が、インパクト投資を通じた社会課題の解決に寄与することを願っている。

98 昨年度のアンケート調査(2020年度)時点で採用していたインパクト投資算入基準に基づけば、昨年度のアンケートで把握できたインパクト投資残高は5,126億円であるが、ここでは昨年度と今年度の比較対象として、今年度の算入基準を当てはめた数値として昨年度3,287億円としている。

99 問D10.「インパクト投資を増やし易くなるには何が必要か自由にお考えをお聞かせください。」から内容を抽出。

アンケート回答組織一覧

「インパクト投資に関するアンケート調査」にご回答いただいた77組織(うち、14組織は組織名非公開)の一覧(50音順)。但し、本レポート作成時点において、以下の回答組織の全てがインパクト投資を実施しているわけではない。

図表 56. アンケート回答組織一覧

アセットマネジメントOne株式会社	但馬信用金庫
SGインキュベート株式会社	株式会社taliki
特定非営利活動法人NPO夢バンク	DBJアセットマネジメント株式会社
株式会社愛媛銀行	株式会社デジサーチアンドアドバタイジング
大分ベンチャーキャピタル株式会社	株式会社鳥取銀行
鎌倉投信株式会社	南都キャピタルパートナーズ株式会社
株式会社環境エネルギー投資	ニッセイアセットマネジメント株式会社
株式会社かんぼ生命	株式会社日本政策投資銀行
一般財団法人KIBOW	野村アセットマネジメント株式会社
株式会社キャピタルメディカ・ベンチャーズ	野村不動産投資顧問株式会社
一般財団法人 共益投資基金JAPAN	Beyond Next Ventures 株式会社
京都信用金庫	フィデアリース株式会社
クラウドクレジット株式会社	富国生命投資顧問株式会社
GLIN Impact Capital	フューチャーベンチャーキャピタル株式会社
グローバル・ブレイン株式会社	プラスソーシャルインベストメント株式会社
株式会社ケイエスピー	ブレイクポイント株式会社
独立行政法人国際協力機構	北海道労働金庫
五常・アンド・カンパニー株式会社	株式会社みずほフィナンシャルグループ
公益財団法人 笹川平和財団	三井住友海上火災保険株式会社
しずおか焼津信用金庫	株式会社三井住友銀行
株式会社静岡銀行	三井住友信託銀行株式会社
一般財団法人社会変革推進財団	三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社
学校法人上智学院	株式会社三菱UFJ銀行
湘南信用金庫	公益財団法人 三菱商事復興支援財団
新生企業投資株式会社	三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社
住友生命株式会社	三菱UFJ信託銀行株式会社
株式会社ゼブラ アンド カンパニー	ミュージックセキュリティーズ株式会社
第一勧業信用組合	明治安田アセットマネジメント株式会社
第一生命保険株式会社	りそなアセットマネジメント株式会社
大同生命保険株式会社	学校法人立命館
株式会社大和証券グループ本社	レオス・キャピタルワークス株式会社
高山信用金庫	組織名の非公開を希望した回答組織 14 組織

日本のインパクト投資市場のポテンシャル – 最大推計値と方法論 –

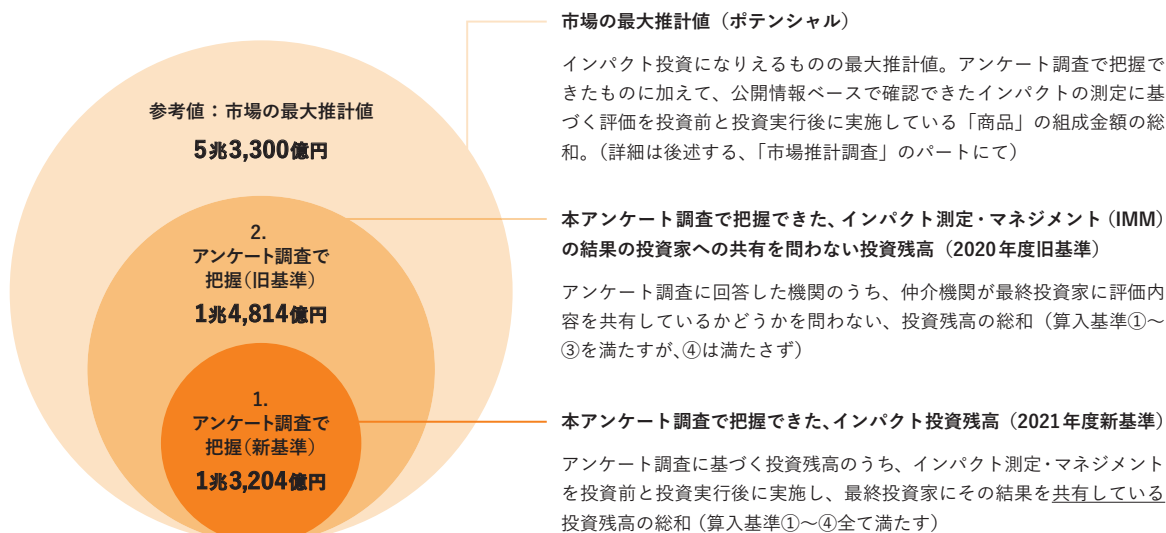
前掲の通り、従来のアンケート調査に加えて、アンケート調査による回答だけでは把握しきれないインパクト投資の現状を把握するために、昨年度から継続して公開情報ベースの市場推計調査も実施した。市場推計調査による、日本のインパクト投資市場の最大推計値（ポテンシャル）は以下に示す通りである。本節では、昨年度から試行している市場推計調査の方法論について改めて紹介したい。

（再掲）市場の最大推計値（ポテンシャル）5兆3,300億円

アンケート調査で把握できたものに加えて、公開情報ベースで確認できたインパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している「商品」の組成金額の総和で、インパクト投資になりえるものの最大推計値。

なお前掲の通り、「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020¹⁰⁰」(GIIN)による市場の最大推計値は、7,150億ドル（およそ79兆円）であった。「Growing Impact - New Insights into the Practice of Impact Investing¹⁰¹」(IFC)による市場の最大推計値は5,050億ドル（およそ56兆円）であった。

（再掲）図表 57. インパクト投資残高の規模



100 （再掲）『GIIN Annual Impact Investor Survey 2020』(Global Impact Investing Network, GIIN):

<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

101 『Growing Impact - New Insights into the Practice of Impact Investing』(International Finance Corporation, IFC):

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/8b8a0e92-6a8d-4df5-9db4-c888888b464e/2020-Growing-Impact.pdf?MOD=AJPERES&CVID=naZEST9>

簡略化してグローバルの市場推計調査の方法を説明すると、GIINの市場推計調査は例年行っているアンケート調査を基に構築したデータベースと他社のインパクト投資家のデータベースを統合することで、機関投資家からの申告データをもとに推計している。一方で、IFCの市場推計調査は非上場インパクト投資ファンドに加えて、開発金融機関によるインパクト投資残高のレポートに依拠した推計方法となっている。なお、両グローバル調査の具体的な推計方法については昨年度報告書で解説したので、そちらを参照されたい¹⁰²。

今年度の調査においては昨年度と変わらず、GIINとIFCの両方を参考にした手法を採用した。具体的には「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」で収集したインパクト投資取り組み機関の自己申告ベースでのインパクト投資残高に、デスクリサーチした公開情報でインパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している「(インパクト投資)商品」の組成金額を合わせた金額を、市場の最大推計値(ポテンシャル)とした。

具体的な推計方法のステップは以下に示す通りである。なお、GIINやIFCの市場推計調査同様に市場推計の精度向上のため、推計方法論は今後見直していく。あわせて、アンケート調査において示した、「今後の算入基準の検討ポイント」(第2章冒頭の「算入基準」)についても本推計方法論の改訂にあわせて議論をしていく。

102 「インパクト投資の現状と課題 -2020年度調査-」のP85・図表63を参照

本推計調査の方法論 – 投資家+商品ベースのアプローチの組み合わせ –

Step 1. 「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」の回答内容の取りまとめ

「インパクト投資に関するアンケート調査(2021年)」(本年度調査で算入基準を更新したため2021年の回答データのみ参照)の回答結果から、インパクト投資取り組み機関のインパクト投資残高を取りまとめた。なお、運用機関等を介した場合のインパクト投資については最終投資家の投資残高との二重計上(ダブルカウント)になっているものについて可能な限り除外した。

Step 2-1. 各金融商品区分の原則やガイドラインから、インパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している「商品」カテゴリーの特定

各金融商品区分(例:債券やローン等)ごとの原則やガイドラインを確認し、インパクトの測定に基づく評価に該当する事項を投資前と投資実行後に実施している商品群を特定した(例、サステナビリティ・リンク・ローン、ポジティブインパクトファイナンス、サステナビリティ・リンク・債券、インパクト投資ファンドなどを想定)。具体的には、「商品」組成時のインパクト指標設定の有無やモニタリングなど、インパクトの測定に基づく評価に該当することを投資前と投資実行後に実施することが原則やガイドラインに明記されているかを確認した。

Step 2-2. インパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している個別「商品」の特定

Step 2-1のうち、公開情報やアンケート調査(金融商品ベースでの質問群)などから、インパクトの測定に基づく評価を投資前と投資実行後に実施している個別の金融商品・ファンドを特定した。具体的には、第三者評価機関や機関投資家・金融機関等の公開された準拠情報(評価レポートやプレスリリース)などから、「インパクトの測定に基づく評価」が設計されている個別金融商品をリスト化した。

以下のいずれかのパターンを想定。

- Step 2-1で特定したカテゴリーに属し、該当する原則・ガイドラインを遵守している
- Step 2-2で特定したカテゴリーに属していても、個別の取り組みとして、インパクト指標設定や事前事後評価が確認できるもの(一部のサステナビリティローンや債券「商品」など)

Step 3. 国内市場の最大推計値(ポテンシャル)

Step 1とStep 2-2の二重計上(ダブルカウント)を可能な限り除去して足しあげた。

なお前提として、Step 2-2については、アンケート調査による把握とは異なり、インパクト投資になりえる「商品」に投資する最終投資家がインパクト投資と認識したうえで投資を実行しているかや、投資家自身で独自にインパクト測定・マネジメントを行っているかどうかは不問としているため、アンケート調査で把握できたインパクト投資残高とは異なる。この点については最終投資家の「意図(Intentionality)」をインパクト投資の算入の必須要件とするかどうかで今後の方法論の改訂を検討していく必要がある。

コラム② インパクト投資に関する消費者調査の紹介

SIIFでは、事業者を対象とした当「日本におけるインパクト投資の現状と課題」と並び、2019年以来毎年、消費者を対象とした「インパクト投資に関する消費者意識調査」(以下「消費者調査」)を実施している。この「消費者意識調査」では、一般消費者のインパクト投資の認知度や、インパクト投資を実際に行うことの関心度など今後のリテール市場の潜在的可能性を探っている¹⁰³。

このコラムでは2021年8月に実施された「消費者調査」の要点を抜粋して紹介する。当「インパクト投資の現状と課題」本文と併せてお読みいただくことで、インパクト投資の動向をよりよく掴めるものと考えている。

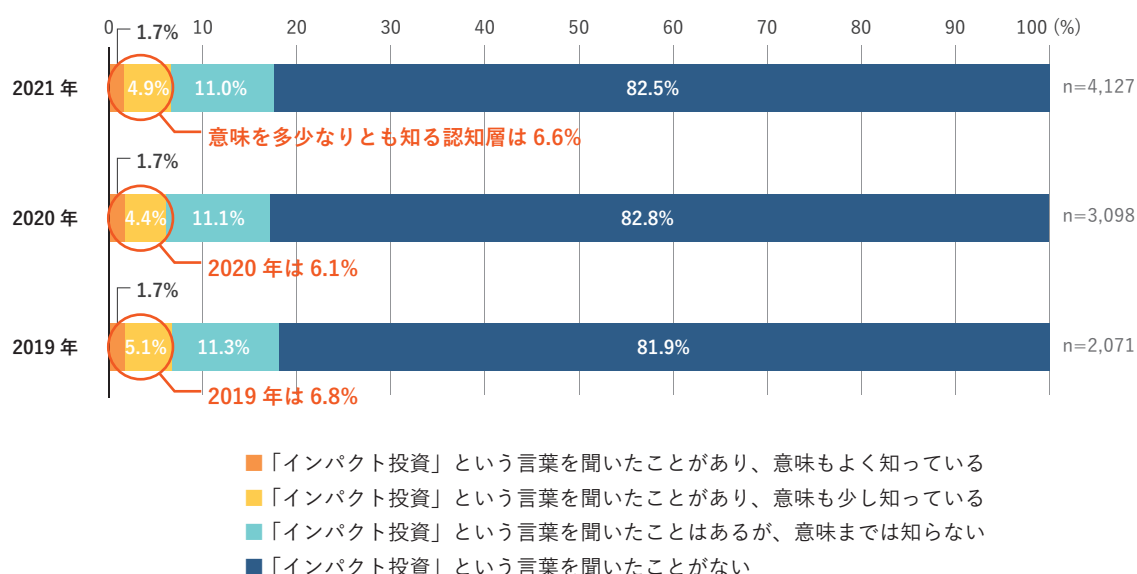
【調査の概要】 調査期間：2021年8月8日～9日

回 答 者：20歳から79歳までの全国の一般消費者4,127人

1. インパクト投資の認知度

「インパクト投資という言葉を知ったことがあり、意味もよく知っている」と、「言葉を知ったことがあり、意味も少し知っている」を合わせた数値を、SIIFでは「インパクト投資認知度」と定義している。2021年の認知度は6.6%であり、前年2020年(6.1%)、前々年2019年(6.8%)、と比較するとほぼ横ばいとなっている。行政や金融の世界ではインパクト投資という言葉はバズワードとなりつつあるが、一般消費者の間では認知度向上はこれからといえる。

図表 58. 「インパクト投資」という言葉の認知度

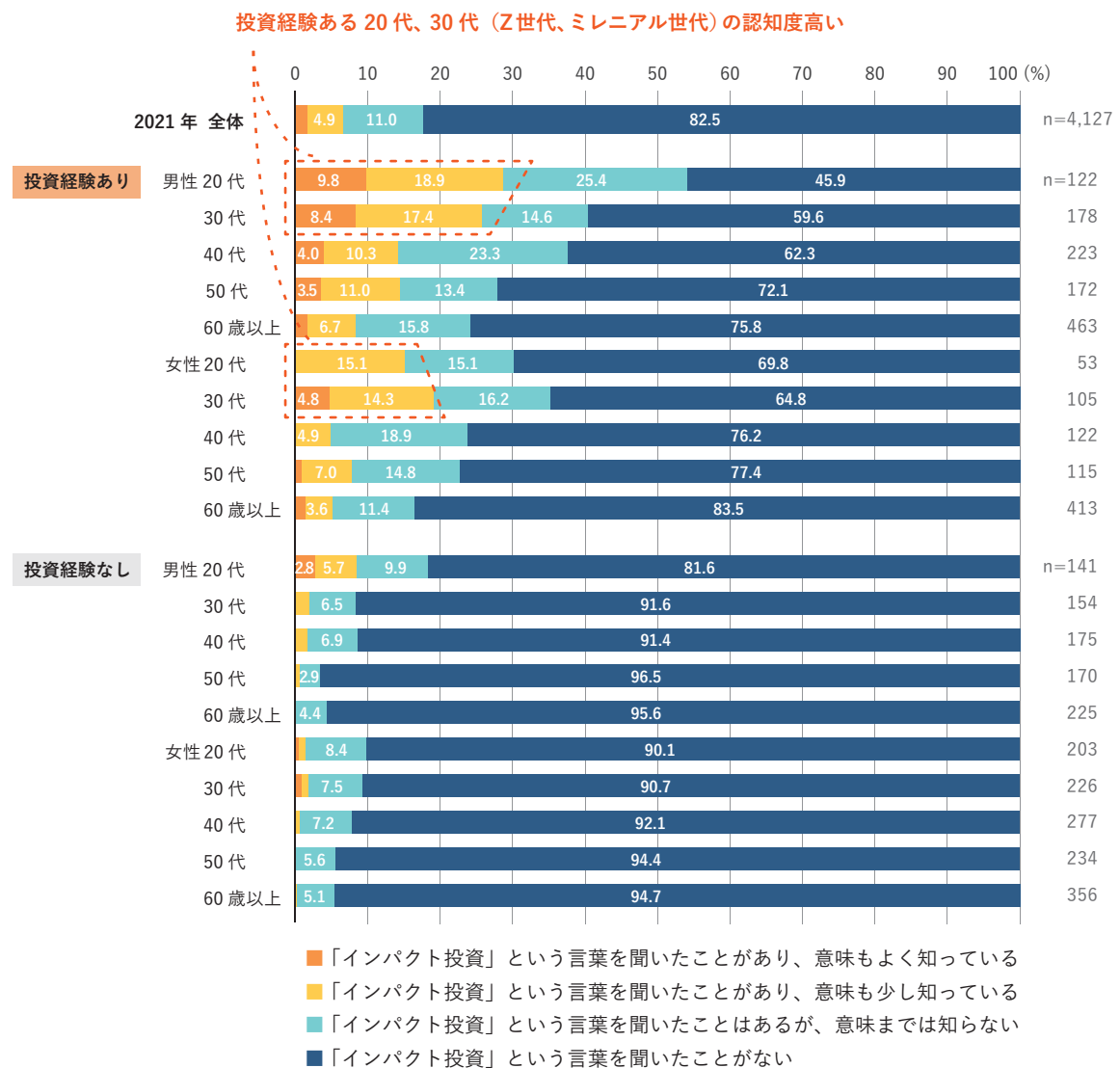


103 消費者調査レポートの本文は、[SIIF 2021 消費者調査](#) で検索、参照ください。

認知度の平均値は6.6%であるが、投資経験の有無や年齢帯別にみると大きな違いが浮き彫りになる。

具体的には投資経験がある20代や30代のいわゆるZ世代、ミレニアル世代の認知度が高くなっている。特に男性20代では認知度は3割近くに達する。一方、投資経験があっても40代になると男女とも認知度は激減する。

図表 59. インパクト投資の認知度 — 投資経験、性別、年齢帯別クロス

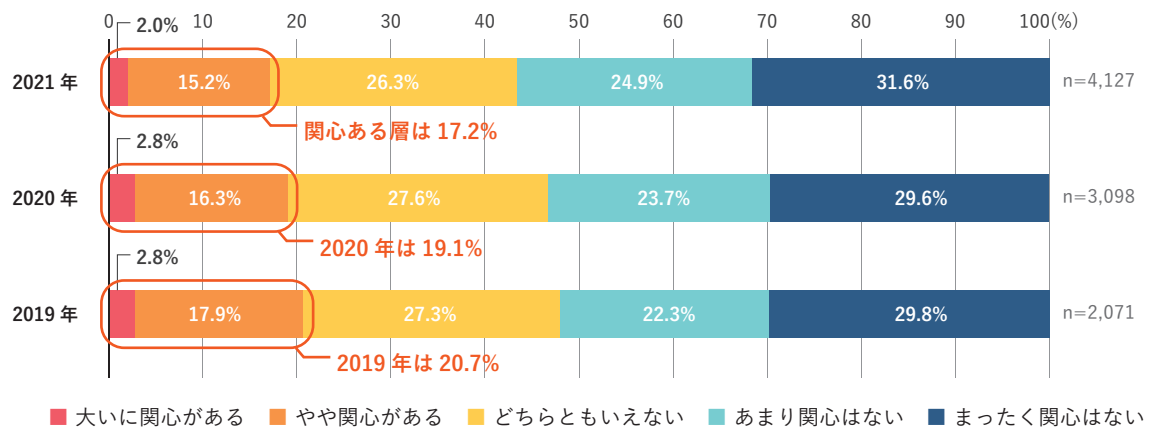


2. インパクト投資実施への関心度

実際にインパクト投資を行うことに「大に関心がある」と「やや関心がある」を合わせた回答者をSIIFでは「関心ある層」と定義しており、2021年は17.2%となっていた。

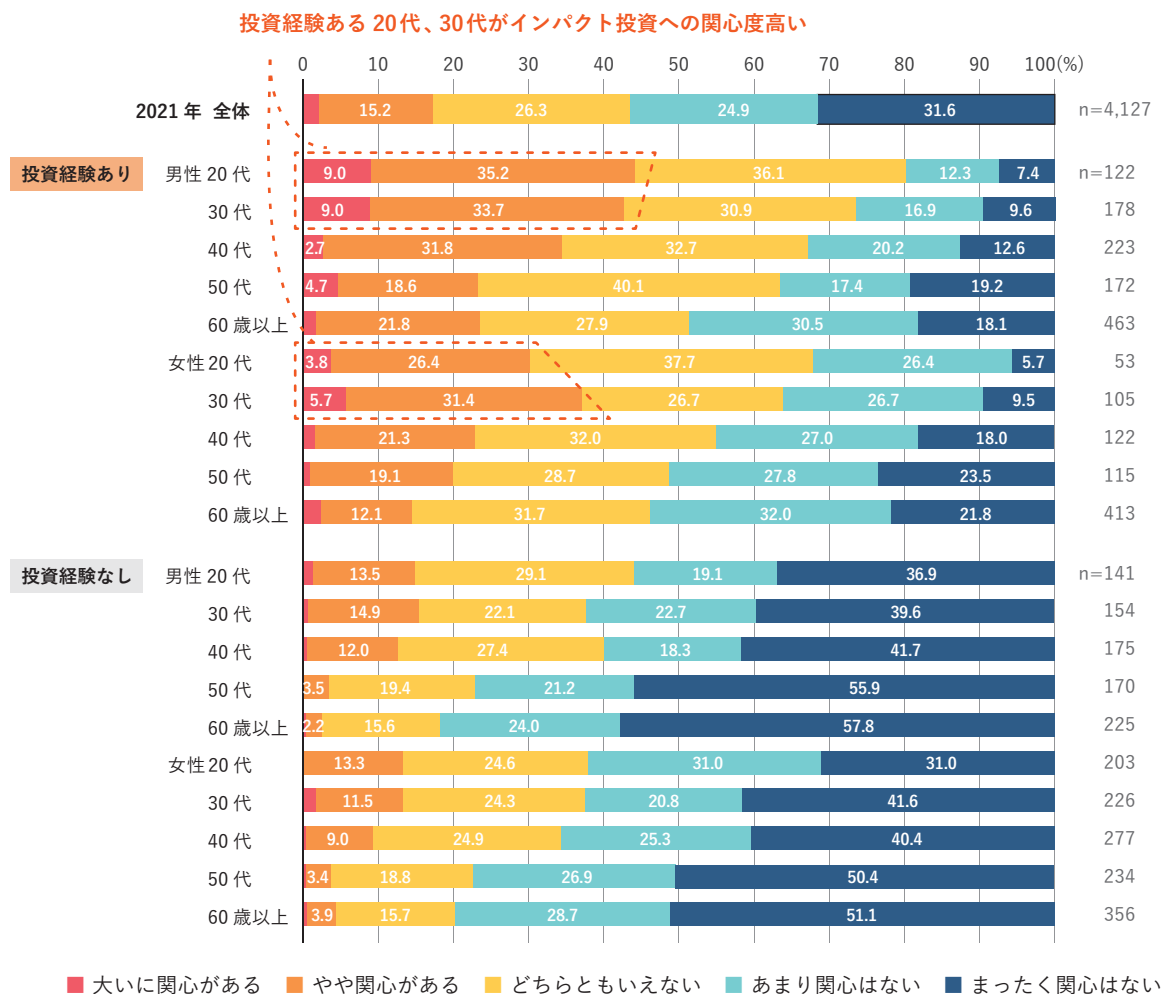
前年の2020年19.1%、2019年20.7%よりは漸減しているが、これはコロナ状況下で投資意欲が委縮しているからではないかと推測される。

図表 60. インパクト投資実施への関心度



全体の平均値では関心層は17.2%であったが、認知度と同様、投資経験がある20代と30代の関心度が高くなっている。

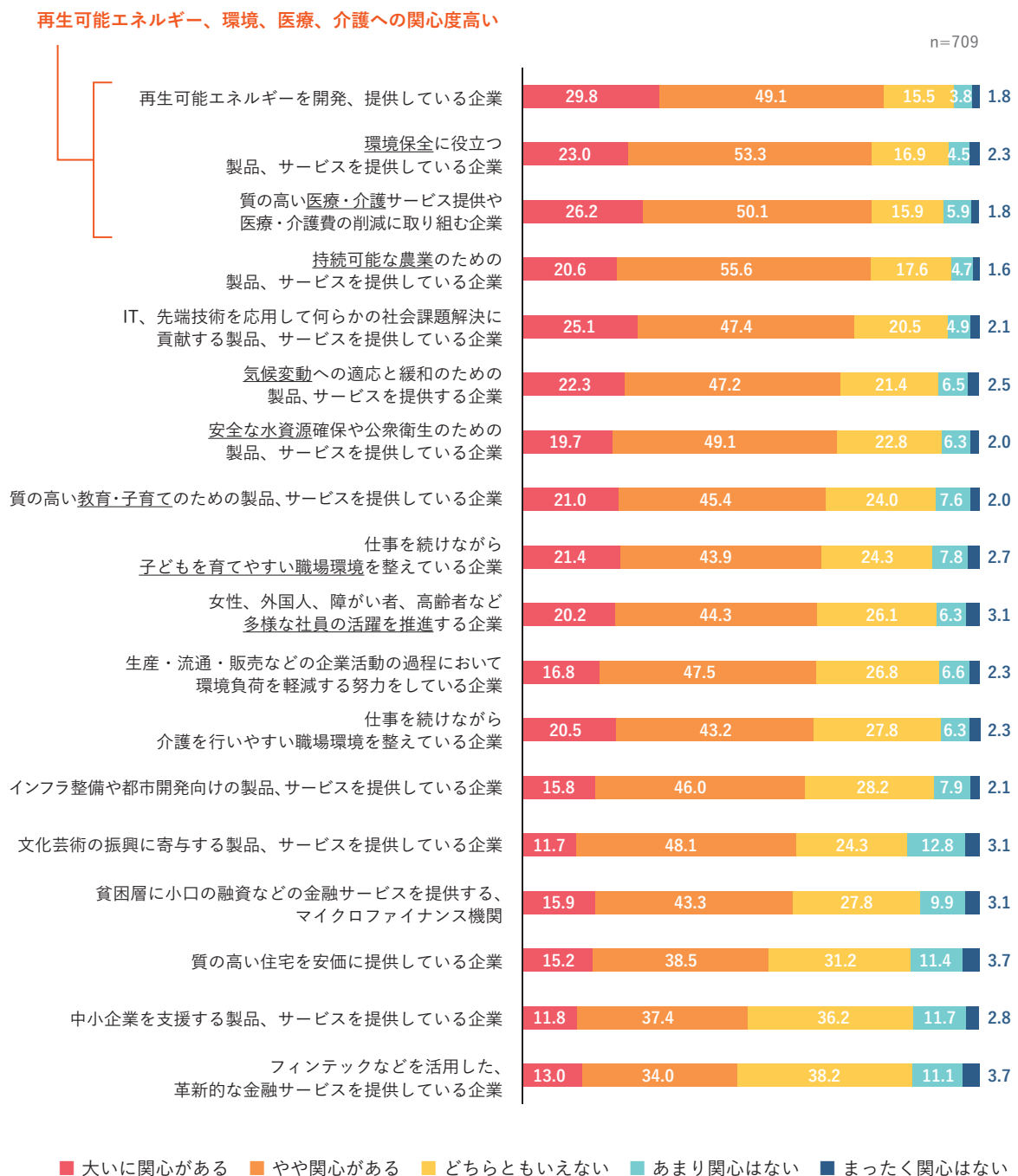
図表 61. インパクト投資の認知度 — 投資経験、性別、年齢帯別クロス



3. インパクト投資潜在顧客層の関心分野

インパクト投資に関心ある層に、どのような分野の投資に関心があるかを尋ねたところ、上位には再生可能エネルギー、環境、医療、介護を推進する企業が入った。また4位以降でも気候変動対応、安全な水資源など、SDGs実現に努める企業への投資意欲が高くなっている。

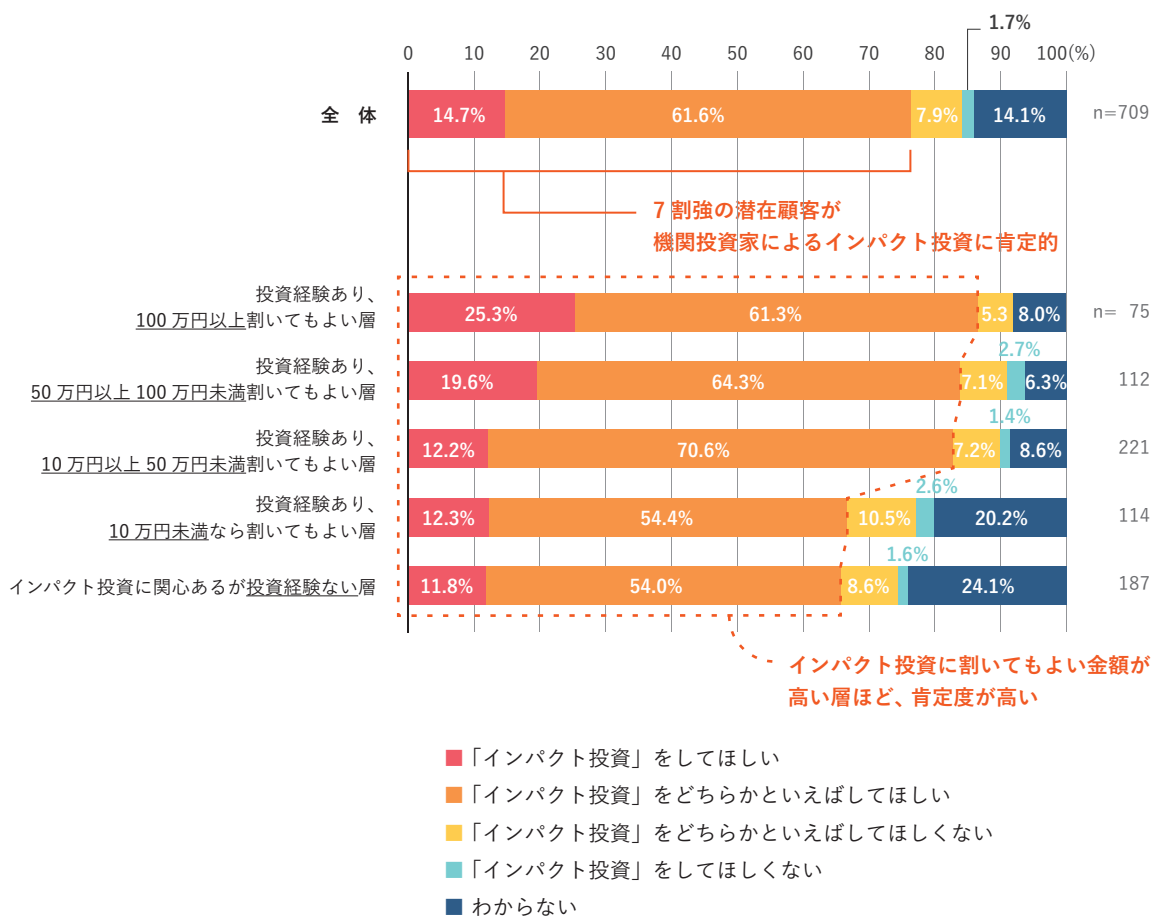
図表 62. インパクト投資関心層が社会課題解決のため投資したい企業のタイプ



4. 機関投資家がインパクト投資を行うことへの肯定度

7割強のインパクト投資関心層は、自分自身の資産を運用する機関投資家がインパクト投資を行うことに肯定的である。また、インパクト投資に割いてもよい金額が高い層ほど、機関投資家によるインパクト投資への肯定度が高くなっている。今後の金融機関のリテール戦略にとって一つの示唆になると思われる。

図表 63. 機関投資家がインパクト投資を行うことへのインパクト投資関心層の肯定度



本コラムでご紹介した知見以外にも、いろいろと興味深い調査結果が得られており、是非レポート本文もご参照いただきたい。

「2021年度 インパクト投資に関する消費者意識調査」レポートは

SIIF 2021 消費者調査  で検索するか、右記QRコードで参照可能。



インパクト投資・インパクト企業のケース・スタディ

本章では、インパクト投資のトレンドを把握するために、取り組み事例を4つ紹介する。4事例のうち2つは投資する側である金融事業者のもの、他の2つは金融事業者から投資を受ける側たる事業会社の事例とした。

4つの事例は、実際にその対象にインタビューを実施したうえで、ケース・スタディとして内容を整理している。インタビュー先とその概要、ケース・スタディのポイントとしては以下のとおり。

図表 64. ケース・スタディの選定事例と選定理由

インタビュー先	組織概要とケース・スタディのポイント
第一生命保険株式会社	【概要】1902年創業の生命保険会社。2021年3月末時点での運用資産は約38兆円。日本国内の機関投資家のなかでは先駆的に、2017年からインパクト投資に取り組んでいる。 ケース・スタディのポイント ・インパクト投資の黎明期から業界の実例作りに貢献 ・複数部署が協業してインパクト投資を行う体制が存在 ・未上場企業向け直接投資、上場企業向け直接投資、ファンド投資など、複数のアセットクラスでインパクト投資を実践
フューチャーベンチャーキャピタル株式会社	【概要】1998年創業の京都に本社を置くベンチャーキャピタル。ベンチャーファンド事業のモデルを地域展開してきたパイオニア的存在。 ケース・スタディのポイント ・インパクト創出の意図を持ち、地域経済活性化のための金融商品を提供 ・2011年の東日本大震災を契機に始めた地方創生ファンドを各地で運用する中で、インパクト KPI 設定を投資先とどのように合意するか、独自のノウハウを保有
株式会社 CureApp	【概要】2014年設立の「治療アプリ®」の開発・運営会社。「ソフトウェアで「治療」を再創造する」をミッションとし、複数のインパクト投資を受けている。 ケース・スタディのポイント ・ソフトウェアを通じてユーザーの行動の変化を促し、医療分野や関連分野における様々な課題の解決に貢献するという、インパクト志向企業の好事例 ・インパクト測定・マネジメント（IMM）を経営管理ツールの一つとして認識し、その社内浸透に取り組んでいる

インタビュー先	組織概要とケース・スタディのポイント
株式会社 ポケットマルシェ	【概要】2015 年設立の株式会社。「個と個をつなぐ」をミッションとし、野菜や果物、肉、魚などの一次産業の生産物を、消費者が生産者から直接購入できるウェブサイトや電力事業を運営。 ケース・スタディのポイント ・都市と地方の分断という社会課題の解決を試みる企業 ・当社に投資する投資家は同社が掲げる企業ミッションに共感し、ビジネスを通じたその実現に期待して投資を実行。インパクト測定・マネジメント（IMM）も実践中。

CASE STUDY #1

第一生命保険株式会社

ケース・スタディ対象として第一生命保険株式会社を紹介する理由

日本国内において、ESG投資の高まりや、企業による社会課題の解決に、大手金融機関におけるインパクト投資が広がりを見せている。2021年11月には、インパクト志向金融宣言も発表され、インパクト投資への関心はさらに高まるが見込まれる。

本レポートのケース・スタディでは、複数のアセットクラスを扱う大手生命保険会社の中で早期からインパクト投資を開始した、第一生命保険株式会社（以下、「第一生命」）を取り上げる。インパクト投資の概念があまり知られていない時期から現在に至るまでの変化、第一生命におけるインパクト投資の判定プロセス、アセットクラスごとの判定やモニタリングの違いを考察した上で、今後インパクト投資が広がっていくためのポイントを整理する。

第一生命の概要

第一生命の概要とESG投資

第一生命は、1902年に創業された生命保険会社で、2021年3月末時点で、日本全国の契約者から資金を預かり、資産残高は約38兆円に上る。幅広い資産を保有する「ユニバーサル・オーナー」として、多様なステークホルダーを意識した資産運用を行なう。第一生命では、生命保険会社の資産運用の高度化に向けた重要課題の一つとして責任投資（ESG投資・スチュワードシップ活動）を推進し、中長期的な投資リターンの獲得と社会課題の解決の両立を目指している。2020年4月には、持続可能な社会の実現に向けた取組を一層強く進めていくことをコミットするために、「第一生命のESG投資の基本方針」を策定・公表し、「全資産の運用方針・運用プロセスにESGを組込（2023年度までを目標と

し、早期完了を目指す)」などを掲げている。なお同社では、インパクト投資をESG投資（ESGテーマ型投資）の一分野と位置付けており、2021年8月末時点で、インパクト投資残高は約300億円である。

沿革

- 1902年 第一生命創業
- 2015年 PRI署名
- 2016年 ESG投資の取組方針（年度毎）策定開始
- 2017年 専担組織（責任投資推進部）新設
- 2017年 インパクト投資の開始
- 2020年 ESGアナリスト設置
- 2021年 「インパクト志向金融宣言」への賛同

インパクト投資について

インパクト投資の潮流

第一生命がインパクト投資を開始したのは、2017年10月で、日本国内の機関投資家の中でも先駆的な取り組みだった。「インパクト投資」という言葉の認知度は非常に低かったと同社は当時を振り返るとともに、現在は、インパクト投資の認知や規模（投資運用残高）が急速に拡大していると感じている。最近では、2018年8月に国連の責任投資原則（PRI）が、インパクト投資の国際的な潮流をまとめた「インパクト投資市場マップ」を発行するなど、インパクト投資は今後本格的に広がっていくと考えている。

インパクト投資に至ったきっかけと現在までの道程

第一生命は、2017年に未上場企業への投資からインパクト投資を開始している。同社がインパクト投資を始めたのは、創業以来のアイデンティティにあると感じている。創業以来、ベンチャー企業など未上場企業への投資を行ってきた。ベンチャー企業への投資は投資回収期間が長い傾向にあり、生命保険会社の資産運用として、長期間にわたって資金提供ができる特徴に合致した。また、ESG投資には2010年前半頃の黎明期から取り組んでおり、これも社会構造の変革をもたらすベンチャー企業へ資金供給をしたいという想いからだった。

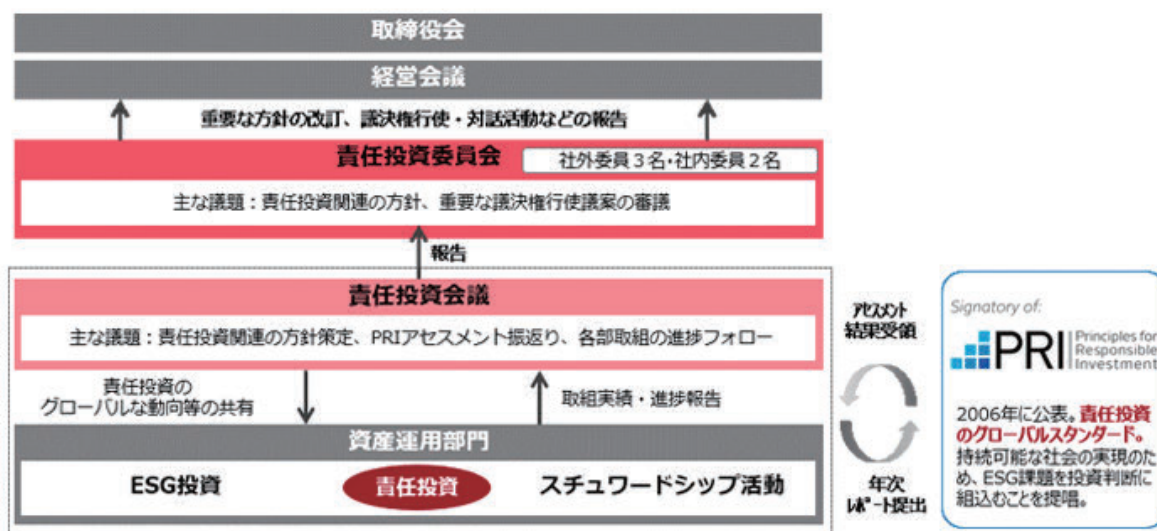
同社で、「インパクト投資」の開始にあたり、社内で様々な議論を重ねた。どのような企業への投資を「インパクト投資」として定義するか、どのように判定するか、従前のESG投資との違いなど考慮すべき事項が多くあった。結果として、「運用収益の獲得と社会的インパクトの創出（社会の構造変化等）の両立を意図して投資判断を行う投資手法」と定義づけ、現在は「インパクト投資」の判定方法などが確立されている。また、未上場企業から開始したインパクト投資だが、最近は上場企業やファンドへの投資も手掛けている。

インパクト投資を進めるにあたって

インパクト投資の判定プロセス

同社はインパクト投資と判定するまでに、様々なプロセスを設けている。通常はまず、フロント部署と呼ばれる投資対象となる企業と直接接点を持つ部署やその担当者から、「インパクト投資銘柄」と認定したいと申請がある。その申請を責任投資会議の場で検討、インパクト投資とするかどうかを判断する。責任投資会議は、責任投資推進部を中心に関連部署の部長・課長クラスで構成される会議で、インパクト投資について、目線の標準化を図ることも目的だ。インパクト投資として申請が上がった各銘柄を、インパクト投資認定の判定基準（後述）など照らし合わせて検討し、最終的には責任投資推進部長が認定する。その後、社外委員も参加する責任投資委員会へ報告を行っている。

図表 65. 責任投資の推進態勢



<https://www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/ri.html>

インパクト投資認定の判定基準は、以下の通りである。

一覧：インパクト投資の判定基準

- ① 経営者が社会課題解決に向けた明確なビジョンを有していること
- ② 社会的インパクトについて適切なモニタリング指標が設定できること
- ③ 「革新性」または「独自性及び一定の参入障壁」を有し、
当社が期待する社会的インパクトを創出可能であること
- ④ インパクト事業が主たる事業である（または 今後主たる事業になりうる）こと

インパクト投資の判定基準の中でも特に重要なのは、投資対象として検討している企業の経営者が社会課題解決に向けて明確なビジョンを有しているかどうか(上記1)だ。上場企業も含め、該当企業の経営者と必ず面談の機会を設け、経営者の想いやインパクト創出の意思を確認している。また、モニタリング可能なインパクト指標が開示されているか、開示されていない場合にはエンゲージメントを行い、開示の見込みをチェック項目に盛り込んでいる。同社が掲げている5つの重点テーマ、「QOL向上」、「地方創生・地域活性化」、「気候変動の緩和」、「自然資本の持続可能性向上」、「人権尊重・ダイバーシティ推進」との合致も検証した上で、インパクト投資と判定している。

インパクト測定・マネジメントについて

インパクト投資は、インパクト測定・マネジメント(IMM)を重要視しているが、第一生命では、企業へのエンゲージメントの際に、投資家としても計測・把握可能な指標の設定や情報開示を依頼している。IMMのコストに関しては、企業の精力的な取り組みも見られるが投資先が増えると、投資家である第一生命のモニタリング負担も比例して増大することも課題だ。第一生命において、IMMは一義的に投資先と対面する部署、いわゆるフロント部署が実施している。責任投資推進部はIMMにかかる社外の動向などの情報収集を行い、それをフロント部署に共有する立場だ。今後、同社におけるIMMのコストを削減して、効率的な測定およびマネジメントを行うためには、インパクト評価指標の標準化、企業側がIMMの取り組みを開示する媒体を決めるなどルール整備を行なうこと、金融機関(運用会社等)の間でインパクト指標や情報開示のベストプラクティスを共有していくことがポイントになると認識している。

アセットクラスによる違い – 上場企業と未上場企業の比較 –

インパクト投資の判断基準などの基本的な考え方は、上場企業や未上場企業という分類に関わらず、共通したものである。一方で、各プロセスでポイントとなることは少しずつ異なる。

まず、判断基準については、上場企業の場合は、事業の「革新性」よりも「独自性」があるかどうかの判断になることが多い。「独自性」とは、地球環境や社会などの持続可能性に寄与するアプローチの仕方のユニークネスを意味している。例えば、新しい技術やサービス、ビジネスモデルを提供している上場企業の場合、その技術やサービス、ビジネスモデルの新しさを重視している。そのうえで、業界において十分なシェアを有するかどうか、市場全体への影響力の大きさも判断に加えている。また、上場企業の場合、複数の事業を手掛けていることも多いが、インパクトを創出している事業がその企業の中の主たる事業であることをインパクト投資と判定する上での、必要条件としている。なお、この「主たる事業かどうか」という点は、未上場企業の場合には複数事業を手掛けていることが少ないため、論点になることは少ない。

インパクト測定・マネジメント(IMM)の取り組みおよび出口戦略(Exit)に関しては、上場企業および未上場企業間ではその方法や選択肢が異なると考えている。IMMについて、測定やモニタリングにおいては、現在同社がインパクト投資と判定している上場企業および未上場企業間では大きな違い

はないが、マネジメントについては、未上場企業のインパクト投資の場合には、同社が上位大株主であることが多く、必要に応じて該当企業の取締役会の傍聴・出席を行なうなど、その企業に入り込むような形でエンゲージメントを行っている。また、未上場という性質上、上場前の売却などは容易ではないため、丁寧なフォローを行っている。一方で、上場企業のインパクト投資の場合、同社が最大の株主であることは稀で、同社の意向を経営にどこまで反映してもらえるか未知数であることも多いと認識する。その傾向は、企業規模が大きくなればなるほど強くなる。出口戦略(Exit)や売却基準などの考え方を整理することで、同社の「インパクト投資」の定義に逸脱しない投資になるよう、意識している。

また、IMMなどの取り組みの結果、想定していたインパクトが創出できていないことが分かった場合の対応も異なる。未上場企業に対してはエンゲージメントなどを通して積極的な介入を行なえるが、上場企業に対しては、エンゲージメントの効果を発揮することが難しいケースもあり、インパクトを創出する事業が主たる事業でなくなってしまった場合や、期待するIMMや情報開示などが見込めない場合には、売却等Exitすることも想定されるという。

出口戦略(Exit)について、第一生命は独自の考え方を持っている。同社のインパクト投資は、リスク・リターンの観点からの資金供給と、インパクト投資銘柄としての認定という2要素から成り立っていると考えられる。インパクト投資としての出口戦略(Exit)という場合、株式の売却等の財務的な関係の解消だけではなく、インパクト投資銘柄としての認定の取り消しというオプションもありうる。すなわち、インパクト投資先がIMMなどの取り組みの結果、インパクト投資の要件を満たさなくなった場合には、インパクト投資銘柄としての認定の取り消しを行いつつ、株式の保有を続けることもある。

アセットクラスによる違い – ファンド投資について –

第一生命は、ファンド投資でのインパクト投資も実施している。例えば、2021年7月には、ブラックロックが運用する、新興国の再生可能エネルギー関連施設への投資に特化したインフラファンド「Climate Finance Partnership Fund」に約55億円をインパクト投資として投資した。ファンド投資によるインパクト投資にあっては、企業へのインパクト投資との性質との違いもあることから、ファンドが投資を予定している企業やその選定基準、ファンドのスキームにおける「革新性」や「独自性」の有無を判断基準とした。それに加えて、投資先企業や投資先プロジェクトの大半が、第一生命が想定するインパクトを創出できるかどうか、補足的に確認することになっている。

モニタリングに関しては、該当ファンドの運用会社が海外の場合、その物理的な制約などから、面談の頻度は下がる傾向もあるが、書面での報告を設けるなど、インパクト投資の基準を満たすかどうか継続的なモニタリングを行っている。

インパクトウォッシュを防ぐために

前述の通り、第一生命は、上場企業、未上場企業、ファンドでのインパクト投資を実践している。アセットクラスの多様化により、同社内の議論も多様化していると認識している。例えば、上場企業へのインパクト投資を検討する場合には特に、投資対象になりうる企業は、インパクト投資銘柄と設定できるのか、そうでないのか、相当量の議論を重ねている。他の資産運用会社が「インパクト投資」と設定している場合にも、責任投資推進部を中心に、第一生命のインパクト投資との定義と照らし合わせ、第三者の視点を持って、インパクト投資判定をしている。このスキームを取っているのは、見せかけのインパクト投資（インパクトウォッシュ）を防ぐためである。ESG投資を始めとした責任投資の推進を担う、責任投資推進部を中心に、「なぜインパクト投資なのか（そうでないのか）」をフロント部署や社内のステークホルダーに丁寧に説明をするように心がけている。

同時に、「インパクト投資」の基準は様々あり、世界的に見ても定まっておらず、国内外の投資家の間でも何をもって「インパクト投資」とするかは統一されていないと捉える。そのため、インパクト投資の判定基準や考え方は、まずは自社で設定するのが重要だと感じている。また、同社では判定基準も絶えず見直す必要があると考えており、フロント部署の意見も踏まえながら、ブラッシュアップを重ねている。

まとめ

展望

第一生命では現在、インパクト投資によって創出された影響を、最終受益者に分かりやすく伝えるために指標の統一化を図りたいと考えている。例えば、同社が設定する5つの重点テーマの1つである「気候変動の緩和」に関しては、温室効果ガスの排出量や変化率など、統一された指標があり、様々なインパクト投資の案件を横断して、合算することが可能である。指標の統一が難しいテーマに関しても、検討を進め、同社のインパクト投資案件は、社会全体にどのようなインパクトをもたらしたか可視化したいと考える。

日本国内のインパクト投資の拡大に向けて

日本国内のインパクト投資の拡大に向けて、インパクトの定義、「インパクト投資」判定基準やフロー、指標の標準化、インパクト測定・マネジメント(IMM)に関するナレッジシェアなどに関する共通認識ができ、それが投資家や企業、それぞれの間で広がることが重要だと考える。特に、インパクトKPIの設定は、投資家と企業の間で同じ認識があって初めて、齟齬のない開示やコミュニケーションが可能になると感じている。

2021年11月の「インパクト志向金融宣言」には第一生命も賛同している。同宣言で、金融機関（運用会社）内のベストプラクティスの共有を目指していくことが決まったが、インパクト投資の共通認識を

少しでも広げていくことが、インパクト投資拡大の一助となるだろう。

インパクト投資については未上場企業を中心に行ってきた、投資残高規模で言えばそれほど大きいものではない。ESGテーマ型投資も、サステナビリティリンクローン、ボンドなども含めると、KPIの計測やモニタリングなどできるものは増えていくと考えられるが、インパクト投資を通じて積み上げてきた知見・経験をESGテーマ型投資全体にインパクトの計測を広げていきたいと考えている。そのことにより、実質的にインパクト投資の主流化も進んでいくだろう。

第一生命の事例から得られるインパクト投資へのヒント

インパクト投資という手法の黎明期からその実践を行ってきた第一生命。世界中で試行錯誤が繰り返される中、日本国内で有数の機関投資家という責任の大きい立場ながら、積極的に業界の実例作りに貢献してきた代表的インパクト投資家の一つといえる。大きな組織の中で、複数の部署が協働してインパクト投資を実践している点は特筆に値する。フロント部署がインパクト測定・マネジメント(IMM)を行い、責任投資推進部がその取りまとめとフロント部署への支援を行うという役割分担が、同社のインパクト投資残高の拡大を可能にしている。その際にはインパクト投資の認定条件や、IMMの実行方法など社内での業務プロセスの制定が必要になり、長年の取り組みからそれらが整備されてきたことが、同社のインパクト投資分野における競争力の源泉と言えよう。

インパクト投資のための組織整備を進めてきた第一生命であるが、更なる投資規模の拡大のためには、業界における用語の定義、「インパクト投資」判定基準やフロー、指標の標準化、IMMに関するナレッジシェアなどに関する共通認識の醸成が必要な段階にきていると認識している。同社は2021年11月の「インパクト志向金融宣言」に賛同している主体の一つであるが、同宣言の今後の発展にも期待が寄せられていると考えられる。

CASE STUDY #2

フューチャーベンチャーキャピタル株式会社

ケース・スタディ対象としてフューチャーベンチャーキャピタル株式会社をご紹介します理由

地域金融機関におけるインパクト投資は広がると考えられる。なぜなら、地域金融機関は、地域創生や地域経済の発展への貢献を目的とし、インパクト投資は何等かの社会的インパクトを生む事業への投資をおこなっており、両者の親和性が高いと認識されているからである。

本レポートのケース・スタディでは、ベンチャーファンド事業のモデルを地域展開してきたパイオニア的存在である、フューチャーベンチャーキャピタル株式会社（以下、「フューチャーベンチャーキャピタル」）を取り上げる。ベンチャーファンドを地域に展開してきた中で、課題意識や気づき、地域金融機関が生む社会的インパクトの可能性を考察する。併せて、様々なファンド運営を通じて得た、インパクト投資やインパクト測定・マネジメント(IMM)に期待するものや利用価値に関する示唆を紹介する。

フューチャーベンチャーキャピタルについて

概要

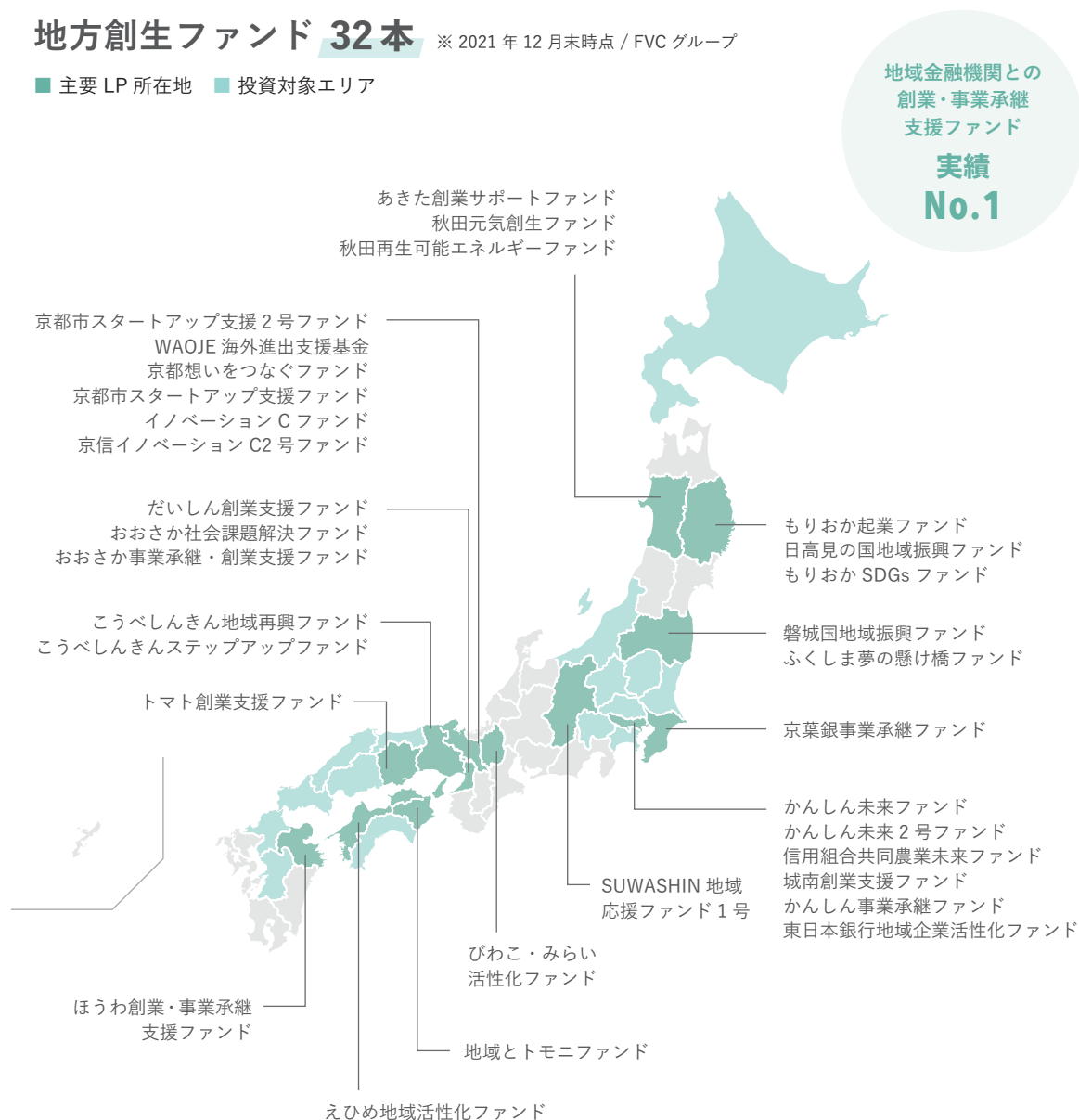
フューチャーベンチャーキャピタルは、京都に本社を置くベンチャーキャピタル(VC)で、「信用がないために資金を調達できないが、資金さえあれば大きく成長できる企業にリスクマネーを提供し、経営者の夢の実現を応援したい」という思いから、1998年に設立された。

沿革

1998年 9月	フューチャーベンチャーキャピタル設立
1998年11月	日本初の投資事業有限責任組合(フューチャー一号投資事業有限責任組合)を組成
2001年 2月	同社初の地方自治体から出資を受けたファンド、石川県ベンチャー育成投資事業有限責任組合を組成
2001年10月	ナスダック・ジャパン(現・JASDAQ)に上場
2012年 8月	東日本大震災からの復興を後押しするべく、株式上場によるEXITを前提としない「もりおか起業投資事業有限責任組合」を組成。
2017年 9月	大阪信用金庫と共同で、社会課題を解決するビジネスモデルを有する起業家を支援する「おおさか社会課題解決投資事業有限責任組合」を組成
2020年 1月	京都信用金庫、京都中央信用金庫、京都北都信用金庫、京都信用保証協会と共同で、中小企業の事業承継を支援する「京都想いをつなぐ投資事業有限責任組合」を組成。同一都道府県内に本店を置く全ての信用金庫と信用保証協会が出資する事業承継特化型ファンドの組成は、全国初の取組。

- 2021年 4月 全国の地域金融機関をパートナーとする「地方創生ファンド」を全国各地の投資先であるスタートアップと、全国の地域金融機関とをつなぐピッチイベント「地方創生マッチングイベント」を初開催。
- 2021年 9月 京都信用金庫、株式会社京信ソーシャルキャピタルと共同で、中小企業を支援する「京信イノベーションC2号投資事業有限責任組合」を組成。(2018年8月に地域経済活性化に資する事業者の成長を支援するため組成した「イノベーションC投資事業有限責任組合」の後継ファンド)

図表 66. 地方創生ファンドの設立実績



現在は、「100年継続企業を創ること」を使命として、地方創生ファンドやコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)ファンドの組成や運営を行っている。特に、地域に根差した地方創生ファンドは、創業ファンドや事業継承ファンドから成り、地域の信用金庫などと共同ファンドを組成して、投資先企業に深く関与するハンズオンの支援を提供している。ファンドの出口戦略を、新規株式公開(IPO)やM&Aの限りとせず、3-5年間の投資期間後にファンドの株式持分を投資先企業による自社株買いを通じて回収する方法を主に用いる。地域における創業率の向上や域内経済の活性化の実現、事業の円滑な継承に重点をおいている。事業者をサポートする過程で、地域金融機関に、その独特の金融スキームの使い方や未来志向の経営者とのコミュニケーションの在り方を伝承している。多くの地域金融機関において、事業者支援の手段が融資に限られているが、同社では、地域金融機関にこそ資本性資金(エクイティ資金)の可能性を知ってもらいたいと考えている。

なお、同社は投資対象を非上場企業に限定している。上場企業は株式市場の要請から自社株式の価値向上に必ず取り組むのに対し、非上場企業はそうした制約がないばかりか、相続などを勘案すると逆のインセンティブを受けてしまう可能性がある。これでは、企業としての成長が制限され、その企業の所在地域の経済の活性化に負の影響を与える可能性がある。この点に対して同社は問題意識を有しており、地域金融機関がファンドを通じて域内の非上場企業の(無議決権)株主となることで、日本全体の企業の価値向上の一助になることを目指している。

地方創生ファンドへ期待が集まったきっかけ

フューチャーベンチャーキャピタルが、地域における資本性資金(エクイティ資金)活用の必要性を感じた大きなきっかけは、東日本大震災だった。多くの人が職を失い、地域金融機関は職を失った人が新たに起業する際の支援を検討した。しかしながら融資という方法は、過去の実績に基づく信用が必要だったことから、この場合の解としては最適ではなかった。そこで、融資に代替する形で実験的に開始したのが、同社と地域金融機関の共同ファンドだった。

2019年に「金融検査マニュアル」が廃止されたことも、地域金融機関とのファンド組成の後押しになっている。「金融検査マニュアル」とは、金融庁が金融機関を検査する際に使用していたマニュアルで、金融機関の経営の健全性の確認指針を示すものである。同マニュアルによって、金融機関の与信管理は、企業の既存の財務諸表、過去実績や担保の有無を軸に実施されるものになり、リスクの高いベンチャー企業などへの融資が行いにくい風潮があった。「金融検査マニュアル」廃止後、金融庁は金融機関に「事業性評価融資」という姿勢を求めるようになり、融資の際の評価軸に、企業の長期的な持続可能性が加わった。未来においてどのような企業活動をしていくかを評価することは、投資手法と親和性が高く、地域金融機関がVCや資本性資金の可能性に注目するきっかけとなった。

「地域」をキーワードに据える意義

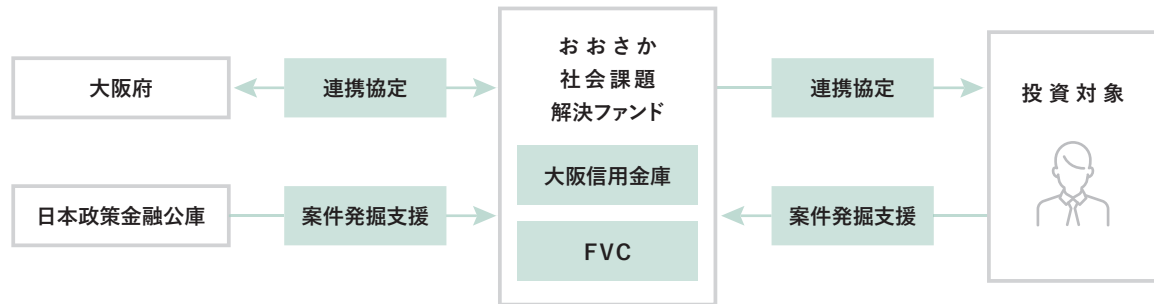
地域事業者と、地域金融機関の可能性

フューチャーベンチャーキャピタルは創業から、社会課題解決型のVCを目指していたわけではない。成長する確率が高い事業を分析した結果、成功を収めている事業の多くが社会課題解決型で、社会課題解決型事業は競争力があるとの見解に至った。特に、地域の起業家や経営者などの事業者が新しいチャレンジをする際は、これまで関わってきた人たちの悩みや困り事を解決したいという思いが起点になることがほとんどで、流行のビジネスではなく、長期的視点に立った事業が多いと同社は考察している。また、社会課題解決に取り組む事業者は、周りからの応援や共感を得やすく、周りを巻き込んでいるという自負が生まれる。それが、事業者の事業運営のモチベーションや責任感の向上につながり、事業が継続する良いサイクルが生まれると感じている。

一方、そのような地域の起業家や経営者には、資金的なサポートが行き渡っていないのが現状だ。また、お金がコモディティ化し、低金利が続く中、各金融機関は融資のみでは商品の独自性を訴えにくい状況に置かれている。地域金融機関に目を向けると、地域が衰退することは、地域金融機関そのものの存続に関わるため、地域の創業支援の必要性などが考えられていた。しかしながら、地域金融機関が単独で、従来の金融商品である融資でもって創業支援を行おうと思うと、低金利での貸し出しをせざるを得ない金融環境であるにもかかわらず、リスクが高いために貸倒引当金の計上等により地域金融機関の財務諸表にネガティブな影響を与えるという課題が顕在化した。また、創業支援の結果、融資先企業の財務内容が良くなった場合には、融資先企業の金融格付が上がり、それによって融資先企業が新たな融資を検討する際には、より低い金利で融資を受けられる都市銀行等を選ぶことも想定された。融資という金融手法を前提に地域金融機関が創業支援を手掛ける意義は大きいものの、ビジネスモデルとして機能しないのが問題だった。

そこで、同社は、地域の金融機関と共同して、独自のファンドスキームを設計し、各地域の事業者に資金が行き渡る仕組みを実現している。同社が、地域金融機関を巻き込んだファンドを設計しているのは、地域に根差した金融機関は地域事業者の情報などを最も多く持っていると考えており、彼らが主体となって地方創生に取り組むことは、大きな社会的インパクトを生み出すと認識しているからだ。フューチャーベンチャーキャピタルの金融スキームを活用しながら、地域金融機関の強みや存在意義を活かして、地域金融機関と地域事業者が主役になれる新しい金融のエコシステム形成を目指している。

図表 67. 事例：おおさか社会課題解決ファンド



https://www.fvc.co.jp/service/social_fund.html

「おおさか社会課題解決ファンド(正式名称「おおさか社会課題解決投資事業有限責任組合」)」は、地域金融機関と地域事業者が主役になれる仕組みの好例だ。同ファンドは、大阪府内における行政課題や社会課題の解決につながるビジネスの成長を支援し、産業化の推進を目的とし、2017年に大阪信用金庫とフューチャーベンチャーキャピタルの出資によって設立された。同ファンドの規模は5億円、存続期間は10年で、大阪信用金庫の営業対象地域(大阪府(一部地域を除く)、尼崎市、伊丹市を含む)に所在する社会課題解決ビジネスに取り組む企業が投資対象だ。

また、インパクト創出のためには、大阪信用金庫とフューチャーベンチャーキャピタルだけでは十分ではないという考えから、自治体や日本政策金融公庫と連携を図っているのも大きな特徴だ。大阪府とは「おおさか社会課題解決ファンド活用促進に関する協定」を締結し、大阪府のホームページで同ファンドについて広報するなど、より多くの地域の事業者へ情報が届くような活動を続けている。日本政策金融公庫とは投資先企業の資金需要に応じた協調支援に取り組んでいる。例えば、おおさか社会課題解決ファンドの投資先企業に対し、新型コロナ対策資本金性劣後ローンを実行するなど、投融資合わせた支援が可能となっている。

事例#1 株式会社シーアイパートナーズ

◆ 投資金額：1,000万円

◆ 創業者の事業への思い

- ・ 聴覚の全聾で生まれた長女が希望の進学や就職の選択ができない将来を作りたくなくなったことから、障がい者雇用の人事に携わる。そこで、障がいがある人が自分の人生を希望通りに進めることが本当に困難であることを痛感する。
- ・ 支援学校に所属する卒業生のうち、一般の専門学校や大学への進学率は0.07%、多くは福祉施設や作業所で働くが、1か月の平均収入は1.6万円と自立には程遠い経済状況である。障がい者が自立に近づける支援をしたいと起業を決意。

◆ 事業概要

就労継続支援B型事業としてマンションの管理会社と連携し掃除業務を受託、障がい者の就労機会を提供している。チームとして業務にあたることで就労しやすい環境を提供する他、定量・定性面から給料が上がる評価制度を設けている。

◆ KPI：給料水準の上昇（経済状況の改善を自立に近づいたかどうかの指標として設定）

事例#2 BABY JOB株式会社

◆ 投資金額：2,000万円

◆ 創業者の事業への思い

- ・働く女性の5割がパートであり、女性のキャリアパスがうまく機能していない現在、仕事と子育ての両立が困難であることがその理由と考えられている。女性は男性よりも4時間も多い16時間働いていると言われ、自分のために時間を使うことすらできない状況である。子供と向き合う時間を創出することで、子供の成長をそばで感じ、子育てが幸せと感じられる社会を作りたいと事業を着想。

◆ 事業概要

おむつ・おしりふきが直接保育施設に届き、サイズ・枚数に関係なく何枚でも使い放題となるサブスクリプションサービス、「手ぶら登園」を提供。母親側はおむつに名前を記入し持ち込む準備時間が不要となり、保育施設側はおむつの個別管理が不要となる。双方に子供と向き合う時間と心のゆとりを提供する。

◆ KPI：手ぶら登園サービスの利用者数、契約保育施設数、自治体連携数

「地域」文脈での「インパクト」の解釈

社会課題が深刻且つ急速に進む地域こそ、先行事例となれる優位性がある

例えば少子高齢化・人口減少など、地域では社会課題が急速且つ深刻に進んでいる。しかし、社会課題への対応は、市場を開拓していくプロセスであり、「社会課題が明確であるほど、市場が顕在化しやすく、その解決策において他の地域に先駆け先行事例をつくりやすい」とも捉えることができる。また、社会課題は地域固有の特性を帯びている側面もある。地域の事情に応じた解決手法であればこそ、地域に受け入れられやすく、地域全体に広くインパクトを導きやすいのではないだろうか。

「地域」だからこそ、マイノリティがマジョリティになれる可能性

おおさか社会課題解決ファンドの事例で示したように、出資者である地域金融機関と連携先である自治体は、投資先企業の事業の社会的意義を理解し、エバンジェリスト（伝道師）として情報発信する

機能を有する。また、利用者は、問題意識が高いほど社会的意義を体感することで根強いファンとなり、自発的に他者に薦める行動が期待される。支援者と利用者による「地域一丸でのインパクト創出活動の連鎖」により、マイノリティがマジョリティになる可能性を秘めている。

インパクト投資

IMMとKPIのあるべき姿

同社は、社会課題解決型の事業へ投資することを最大の目的とはしておらず、事業内容が社会課題解決に資するかどうかだけで投資判断をしていない。また、インパクト投資の特徴の一つは、インパクト測定・マネジメント(IMM)であるが、フューチャーベンチャーキャピタルでは、同社主導でインパクトを定義することはない。金融機関主導でインパクトや重要業績評価指標(KPI)を設定してしまうと、各地域の現場で生まれる社会的インパクトの多様化を妨げる恐れがあると考えからだ。フューチャーベンチャーキャピタルでは、自社の役割は、事業者自身が見つけた課題とその評価指標を支持し、その目標達成のために伴走することであると認識している。

また、同社ではKPIの本質は、なぜそのKPIを設定したかという背景にあると考えており、投資する際にインパクトKPIを設定するものの、事業の進捗に合わせて、指標が変化することは当然だと捉えている。特に創業期の企業は、事業内容が変わることが多く、大切なのはKPIが不変であることではなく、KPIの裏にある考え方が不変であるかどうかである。事業者が考える社会的インパクトやKPI設定の背景について、対話を繰り返し、事業者のファンや共感が増える指標作りを意識している。

同時に、同社ではファンド運営を通して、事業者がインパクトを生み出す事業活動に集中できる環境を整備することを重要視している。一般的に経営者は、会社存続のために社会的インパクト創出の速度を下げて、利益追求を優先しなくてはならない場面に遭遇すると言われているが、社会的インパクトの創出こそ事業活動の柱である経営者にとって、金融機関のプレッシャーによってミッションドリフトを起こしてしまっては、本末転倒だからである。

「インパクト投資」を实践する上での課題

サステナビリティの観点から、インパクト投資においては特定の社会的目標の達成と経済的リターン両立が求められるが、そのためには次の点が課題となると同社は認識している。

1) マーケットフィットさせる調整視点を有することができるか

社会課題に取り組む経営者は強い思いを抱いているがゆえに、アウトプット偏重に陥る可能性を孕んでいる。導入期から成長期にかけて事業を育てていくためには、自身が考えるビジネスモデルを客観的に捉え、利用者目線で必要な調整を行う視点が求められる。その気づきを促すことは、ファンドの重要な役割のひとつでもある。

2) 関係者で本質を共有し、変化を受け入れる仕組みを構築できるか

経済的リターンを得るためには、環境の変化に応じたKPIの設定が重要だ。社会課題に取り組むビジネスの外部環境は、その社会課題の深刻化の速度や程度、自治体による政策決定、メディアでの取り上げ等により注目度が大きく左右される。環境の変化によってはKPIを見直すだけでなく、時にはビジネスモデルそのものも変える必要が生じるかもしれない。大事なことは、「達成しようとしている社会的目標に対し、より最適な手段を選択すること」であると、投資先企業はもちろん、ファンドを含む地域の支援関係者で共有し受け入れていく連携体制を構築することである。

フューチャーベンチャーキャピタルとしての展望

金融市場に対する問題意識

企業活動は不確実性があり、企業は企業成長を目指しているにも関わらず、金融市場の傾向としては安全資産にしかお金が回らないというギャップが生まれている。不確実性の高いビジネスの資金面からの支援を担っているのがVCであるが、出口戦略がIPOに限られているのが現状である。出口戦略としてIPO以外にM&Aが存在するが、日本のベンチャー企業は、M&Aで高い価値がつかないことが多く、結果としてEXITがIPOに限定されるのである。IPOは高いリターンも望めるが、事業の流行サイクルは早く、企業経営が短期的視点になる傾向が強い。そのため、特定の社会課題解決に長期的に取り組む地域事業者にとって、IPOを目指すことが望ましいとは限らない。

また、近年の金融緩和で市場に出回るお金は増えた一方で、地方に行き渡っていないと同社は指摘する。世の中を良くしたい経営者にお金が行き渡らず、大きな空白が生まれているのである。お金を血液に例えた時、血液が体の隅々にまで行き渡らないと、新しい細胞が造られず、端から腐っていく。つまり、地域企業や未上場企業にお金が行き渡っていかないことは、日本全体の停滞につながる可能性が大いにあるのである。日本企業の99%以上が未上場企業である中、上場を目指さない未上場株が評価され、流動性が高まることで、地域経済が活性化して、日本ももっと良くなると感じている。

フューチャーベンチャーキャピタルが目指すもの

フューチャーベンチャーキャピタルでは、資本性資金(エクイティ資金)は異なる立場の人を同じ目標に向かわせる機能があると考えている。株主・投資家は資本性資金を通じて、事業者の成長を長期的に支援できるからだ。地域で事業を営む起業家や経営者に、資本性資金が行き届いていない中、同社は地域金融機関からの融資の1%でも資本性資金にして、地域金融機関と地域事業者のWin-Win関係を構築する一助になりたいと考えている。同社は様々なファンド商品を開発し続けることで、地域事業者と地域金融機関をつなぐプラットフォームを築き、地域事業者が自社の成長や価値創造に集中できる環境を整えたいと考えている。地域事業者の成長が地域金融機関のベネフィットとなり、地域経済が活性化する好循環を目指していく。

フューチャーベンチャーキャピタルの事例から得られるインパクト投資へのヒント

フューチャーベンチャーキャピタルは、地域経済の活性化を目的とした金融商品を提供しており、インパクト投資の要件である、「インパクト創出の意図」を持った金融事業者である。興味深いのは、ファンドが目指す社会的インパクトにかかる重要評価指標(KPI)を、投資先企業に準拠させるという手法を取らない点である。投資先企業の多様性を重視し、自身は投資先企業自身によるインパクト関連指標の設定の支援にとどめているのだ。KPIについては、投資時に投資先自身が設定したインパクト関連指標KPIが、事業の進捗に合わせて変化することは当然だと捉えている。同時に、投資先企業が設定するKPIの裏にある考え方、つまり投資先企業が目指すものが不変であるかどうかを重要視している。インパクト投資ではインパクト測定・マネジメント(IMM)を推奨しているが、IMMの文脈で考えると、短期のアウトカム目標に固執するのではなく、中長期のインパクトがぶれないことが重要性だと認識しているのがフューチャーベンチャーキャピタルであるといえるであろう。

CASE STUDY #3

株式会社CureApp

ケース・スタディ対象として株式会社CureAppをご紹介します理由

日本でソーシャルビジネスという言葉が用いられるようになってから久しいが、環境にかかる課題、社会の課題をビジネスの手法を用いて解決しようとする企業は質・量ともに充実してきている。インパクト投資の対象となるような、インパクトを志向する企業、いわゆる「インパクト志向企業」も増加し、投資家から資金調達をする例も増えている。こうした状況を鑑みれば、インパクト投資の発展において、投資を受ける側の視点もますます重要になると考えられる。

本レポートのケース・スタディでは、創業時から社会的なインパクトの創出に取り組んできた、株式会社CureApp(以下、「CureApp」)を取り上げる。企業の使命(ミッション)への真摯な追求と、様々な投資家やステークホルダーとの対話によって、自身がインパクト志向企業だと自認するに至り、投資家の助言も得つつインパクト測定・マネジメント(以下、「IMM」)に取り組んでいる。その経験を踏まえ、インパクト投資やIMMがもつ企業目線での可能性や課題を考察する。また、ESG投資との比較を通して、インパクト投資市場に今後求めたいことについても紹介する。

CureAppについて

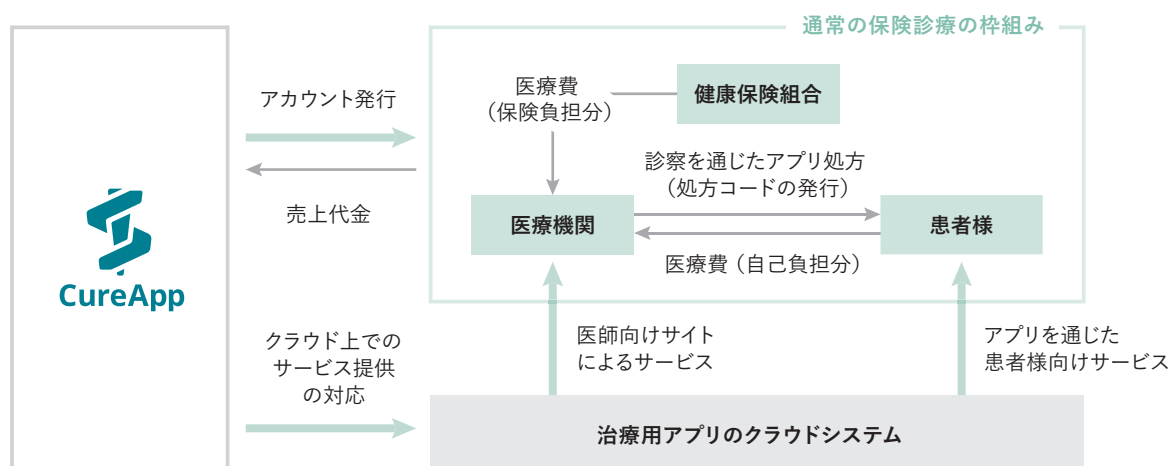
概要

CureAppは、2014年7月に設立された、「治療アプリ®」の開発・運営会社である。「ソフトウェアで『治療』を再創造する」をミッションに、テクノロジーによる新しい治療を生み出し、医療を取り巻く社会課題の解決を目指している。同社が開発・提供する「治療アプリ®」は、従来の治療だけでは十分な効果を上げることが難しかった依存症・生活習慣病等の疾患に対し、行動変容という新しいアプローチで治療効果をあげることを目指すものである。2020年8月にはCureAppのニコチン依存症治療用アプリが国内初の薬事承認を受け、12月より保険適用されている。また、高血圧症向け治療用アプリの有効性が治験で確認され、現在薬事申請中である。

沿革

2014年 7月	株式会社キュア・アップ (CureApp, Inc.) 創業 (2019年秋に株式会社CureAppに社名変更)
2017年 4月	法人向けモバイルヘルスプログラムの第一弾として「ascure(アスキュア)禁煙プログラム」を提供開始 (現在は「ascure卒煙プログラム」に名称変更)
2019年 3月	株式会社キュア・アップ 米国法人 (CureApp North America, Inc.) 設立
2019年 9月	世界初の禁煙ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)となる「とよなか卒煙プロジェクト」を開始
2020年 6月	「ニコチン依存症治療アプリ」が厚生労働省 薬事・食品衛生審議会 医療機器・体外診断薬部会で承認了承
2020年 8月	「ニコチン依存症治療アプリ」が製造販売承認(薬事承認)を取得
2020年12月	「ニコチン依存症治療アプリ」が保険適用、販売開始
2021年 8月	「高血圧症向け治療用アプリ」の治験結果が欧州心臓病学会(ESC Congress 2021)で発表され、European Heart Journalへ論文掲載

図表 68. CureAppのビジネスモデル



出典：同社提供資料

ミッション

ソフトウェアで「治療」を再創造する

Re-evolving “therapeutics” with software

全ての人が安心していつでも質の高い治療を受けられること。
それが医療の理想である、と私たちは考えます。
テクノロジーの力で治療を進化させ、
医療を取り巻く社会的課題を解決し、理想の医療を実現します。

ビジョン

アプリで治療する未来を創造する

Pioneering the field of digital therapeutics

「医師による治療アプリの処方」が診療の現場で
当たり前の選択肢となることを、私たちは目指しています。
既存の枠に縛られず、患者様一人一人に最適化されたデジタル療法が、
広く認知・活用される世界を創ります。

インパクト志向企業としての自意識

CureApp創業のきっかけは、最高経営責任者（CEO）である、佐竹晃太氏が米国留学中に読んだ1本の論文だった。そこには、糖尿病患者の行動変容をソフトウェアによって促す事例が紹介されていた。臨床現場におけるデジタル療法の可能性を感じ、日本へ帰国後、最高開発責任者（CDO）の鈴木晋氏と創業した。

同社は創業以来、社会的インパクト創出のために事業を進めているが、日本国内のESG投資の広がりや、国連が2015年に定めた持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals）（以下、「SDGs」）への関心の高まりを受けて、インパクト志向企業として注目されることが増えている。事業を続ける中で、インパクト投資家と出会い、IMMの取り組みを始めたことで、社会的インパクトを可視化することの重要性と、可視化することで得られる効果を実感している。

インパクト投資との出会いにおける変化

インパクト投資家の存在や、インパクト創出の姿勢に共感して出資を決める投資家の存在は同社にとって価値のあるものと感じており、今後もそのような投資家と深い関係を築いていくことを目指している。なぜなら同社は、金銭だけでは解決しないテーマを扱っており、財務的インパクト以外の評価や同社への信頼が、ビジネス面における成長の基盤にもなっていると考察しているからだ。インパクト投資家は、財務的なリターンの追求という点では従来の投資家と変わらないが、最終的な金銭的損益のみではなく、長期的に社会に還元できる付加価値も重視している投資家だと同社は捉えており、

毎年の経営戦略や足元の業績だけではなく、課題解決へ向き合う姿勢や熱意など、企業の足腰や背骨になるような深い部分に対して投資家から信頼を得られている実感があるという。

同社が初の資金調達（第三者割当増資）を行ったのは、2015年2月だった。出資ファンドの運営者であるBeyond Next Ventures株式会社の代表取締役社長である伊藤毅氏と話す中で、CureAppのビジョンや、医療費の適正化の重要性に関して共感を得られた。当時はインパクト投資という言葉、分野にこそ出会っていなかったが、インパクト創出を含む事業の方向性や将来性に共感してもらったうえで資金調達に成功した経験を踏まえて、社会的なミッションを掲げて事業を遂行する重要性、事業を通じた社会的価値創出の重要性を再確認できた出来事だったと振り返っている。

「インパクト投資」と明確に位置付けられた投資を最初に受けたのは、第一生命保険株式会社（以下、「第一生命保険」）で、2018年だった。第一生命保険では、ESG投資の中でも、運営収益の獲得と社会的インパクトの創出（社会の構造変化等）の両立を意図して投資判断を行う投資手法を「インパクト投資」と定義しており、その第三号案件として、CureAppが選定され、インパクト投資として実行された。また、第一生命保険の中で、CureAppはSDGs目標3「すべての人に健康と福祉を」の達成に寄与するインパクト投資として位置づけられている¹⁰⁴。

加えてCureAppは、2021年3月に、日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合（以下、「はたらくファンド」）に第三者割当増資を行った。はたらくファンドは、少子高齢化、労働人口不足といった喫緊の社会課題に着目し、「働く人」を中心に据え、子育てや介護等の様々なライフイベントを経ながらも「働き続けられる」環境作りと人材創出につき、投資の面からサポートし促進することを目的に、2019年に設立された。日本ではまだ事例の少ない多様な投資家が参加する本格的なインパクト投資ファンドとして、インパクト投資の実践を通じ、社会課題の解決に寄与すること、インパクト投資のエコシステムの構築に貢献することを目指している¹⁰⁵。CureAppは、インパクト投資家たちとの議論の中で、自分たちが目指す社会的インパクトの言語化や、インパクト実現に至る経路、社会的インパクト創出に向けたマイルストーンの明確化などを改めて行った。

インパクト投資家とのエンゲージメントは定期的に行われ、事業の状況アップデートのみならず、インパクトについての体制整備の進捗や検討状況についての質問をされるのが特徴だ。インパクトのモニタリング体制など、他社のプラクティス等を含めてディスカッションを重ねている。

104 https://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2017_071.pdf

105 <https://hatarakufund.com>

インパクト測定・マネジメント(IMM)への取り組み姿勢

CureAppは、IMMを、企業の最終目的の達成のために必要なもの、ミッションやビジョン実現に直結するものと捉えている。暗黙知を可視化でき、インパクト創出に向けた社内外の目線合わせに有効なツールだと感じているからだ。実際に、IMMによって、CureAppには変化があった。前述の通り、同社は、ミッションとビジョンが起点となって創業された経緯があり、日々の事業活動も社会的インパクト創出が主軸に置かれていた。

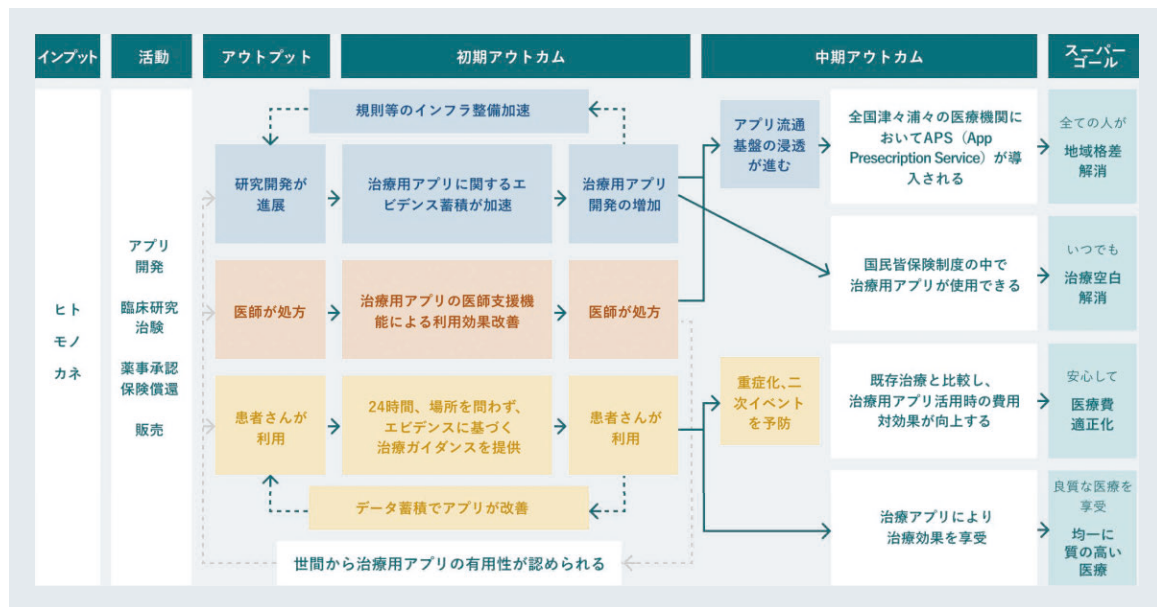
その考え方は、社員にも浸透されており、ミッションやビジョンを叶えるために働く文化は十分に醸成されていた。一方で、ミッションやビジョンの実現や社会的インパクト創出を、具体的に数字に落とし込めていたわけではなかった。以前は同社のキーメッセージ「全ての人が安心していつでも質の高い治療を受けられることそれが医療の理想である、と私たちは考えます。テクノロジーの力で治療を進化させ、医療を取り巻く社会的課題を解決し、理想の医療を実現します。」に向かって日々の業務を進めていた。しかし、IMMに出会う前は、具体的な重要業績評価指標(KPI)は売上や利益、事業の進捗などで、社会的インパクトを指標化し、測定することはできていなかった。

初めてインパクトKPIを議論した際には様々な新たな指標を議論したものの、最終的に残ったものの多くは、処方数や医療機関のアカウント数など直接売上や利益につながるもので、シンプルにビジネス上の指標と重なるものだった。ミッションの実現につながるインパクトの創出を追求することと、ビジネス上の価値を生むことの重なりが非常に大きいことが同社の事業の特徴の一つであり、事業の取り組みを真摯に進めることが、インパクト創出につながることを改めて理解することができきつかけになった。

また、IMMは経営管理の視点での経営のツールとしてしっかり使っていくべきものと認識している。インパクト創出を真に実現するためには、IMMを欠かすことができず、各事業にIMMを落とし込むことが必要だと考えている。そのため、同社はIMMの実施を「コスト」だとは考えていない。また、インパクトを重視する投資家の前で形式的に取り組むことにも意味がないと感じている。投資家たちは、IMMの実施の有無で企業を評価しているのではなく、取り組みに対する真摯さと、それが事業運営に与えるポジティブな影響を見定めようとしているからだ。

現在は社会的インパクトのKPIを追いながら、これまで無意識レベルでのみ共有されていた判断軸も含めて、認識できている。インパクトのKPIや重要目標達成指標(KGI)は、同社のウェブサイトのサステナビリティページなどを通して積極的に情報発信している。投資家向け広報(IR)などステークホルダーとのコミュニケーションを通して、社会から意見をもらい、PDCAサイクルを回していきたいと同社は考えている。

図表 69. CureAppのImpact Logic



<https://cureapp.co.jp/sustainability.html>

ESG投資とインパクト投資の認識

同社は、ESG投資とインパクト投資は、企業が環境・社会に与える影響（インパクト）のうち、注目する側面の違いによって整理できると考えている。ESG投資は、情報開示の枠組みなども確立される中、ネガティブ・インパクトを抑える目的が強い。それに対して、インパクト投資はポジティブ・インパクトの最大化に主眼が置かれている。ESG投資もインパクト投資も、社会へインパクトを与えることは共通しているが、やむを得ず出てしまうネガティブ・インパクトの最小化やニュートラル化と、ポジティブ・インパクトの最大化とは、大きく異なる。同社では、その違いを意識して、ポジティブ・インパクトの最大化に注力しながら、気づかないうちにネガティブ・インパクトを出していないかも含めて点検している。

サステナビリティの潮流は、不可逆なものだと捉えている。将来にわたっては、サステナビリティの対応が十分にできていない企業は資金調達が難しくなるなど、サステナビリティの考え方を経営や事業に取り込むことが一般的になると考察している。同社は、研究開発型の企業であり、財務面を含めた企業価値の向上に取り組んでいる過程にあるが、ミッションの実現こそ事業の目的であると考えている。今後、同社の思いに共感してサポートしてくれる投資家や、同社を評価してくれる投資が増えることを期待している。実際、投資先企業が環境面、社会面でどのような変化をもたらすかについて、投資家の関心が高まってきていると感じている。

また、インパクト創出を目指して、ESGやSDGsの視点で事業を営んでいることは、患者や医師、社員など同社の様々なステークホルダーから選ばれる理由になると認識している。サステナビリティの潮流を正しくとらえ、これまで同様真摯に事業に取り組むことで、同社の事業進捗面や資金調達面でも、プラスに作用すると考えている。

インパクト投資市場に求めたいこと

バランスの取れた、柔軟性のあるルール形成

インパクト志向企業がそのインパクトを最大限発揮するために、同社はインパクト投資市場に、バランスの取れた、柔軟性のあるルール形成を期待している。インパクトは、ビジネスや産業によって大きく異なると認識しており、CureAppのようにソフトウェアを用いたビジネスと、例えば、鉄鋼を扱うビジネスでは影響度のある分野・範囲は異なる。そのため、一律の基準に当てはめて評価するのは難しく、企業の状況に応じた柔軟な評価が必要だと思っている。一方で、ビジネスや業界を問わないネガティブ・インパクトもあると考えている。IMMや情報開示の際には、個々の企業が必要以上に悩むことのないよう、積極的に効率的なノウハウやナレッジの共有が進んでいくことを望んでいる。

インパクトを生み出すための忍耐力のある投資（ペイシエントキャピタル）の必要性

インパクト投資家には、資金面に限らない、投資期間中を通じて様々な支援を期待している。同社では、IMMは黎明期にあり、今後そのルールが確立されていくものと考察している。企業統治（ガバナンス）の在り方などについての支援が、バリューアップの支援にもつながると感じている。

また同社は、インパクト投資家には、長期的な視点での投資（ペイシエントキャピタル）の姿勢をより明確にしてほしいと考えている。同社の場合も、製品ができるまでに長い開発期間を要する。その製品が広く活用されて、ポジティブ・インパクトを生むのにはさらに時間がかかる。インパクト投資家は、中長期的な視点で企業を評価する存在ではあるが、引き続き長期的な目線に立ってリターンを求めるペイシエントキャピタルの姿勢でいてほしいと期待している。

展望

財務非財務両面で、どんどん発信していきたい

同社は、インパクトに関するロジックモデルの精緻化に取り組んでいる。ロジックモデルとは、自社の事業が社外にどのような変化を生み出し、最終的に環境面、社会面でどのような変化（インパクト）を生み出すかの道筋を示す様式。ロジックモデルはインパクト認知のための社内研修、ミッションやビジョンを可視化できる文化醸成にも欠かせないものだが、今後はインパクトKPIを管理していくうえでも重要な役割を担うと考えている。なお、ミッション、パーパスの達成を目的として、事業と連動したインパクト設定を行っていることから、インパクトKPIと財務KPIが正比例する関係を実現している。

また、ESGの観点を踏まえたマテリアリティや、ネガティブ・インパクトの情報発信も必要だと思っており、中長期的にはそういった取り組みをサステナビリティレポートや、価値創造の過程を説明する統合報告書などでまとめていくことも視野に入れている。さらに、将来は、役員報酬制度に、ESG評価や社会的インパクトKPIの評価も盛り込んで、インパクトにかかる取り組みとインセンティブ設計を、有機的につなげられる会社組織にしていきたいと構想している。

インパクト投資の広がり社会の変化につながる

同社は、インパクト投資と従来の金融機関の投資との大きな違いを、投資される側および投資する側の意識だと考察している。インパクト投資を受けた企業は、その意味を理解して、インパクト投資家の期待にどのように答えられるか真剣に向き合う必要があると考えている。同時に、投資する側も、投資時に投資先に期待する社会的インパクトを明確化し、投資先企業の社会的インパクト創出に向き合うことが財務的リターンにもつながる。投資する側もされる側も真剣に取り組むことで、社会の変化につながると同社では感じている。

CureAppの事例から得られるインパクト投資へのヒント

CureAppは、ソフトウェアを通じてユーザーの行動の変化を促し、医療分野や関連分野における様々な課題の解決に貢献するという、「変化の波及=インパクト」を目指しているという点でも、インパクト志向企業の代表例と言える。同社はIMMを経営管理ツールの一つとして認識し、その社内浸透に真剣に取り組んでいる。ミッション、ビジョンの達成を目的として、事業と連動したインパクト設定を行った結果、インパクトKPIと財務KPIが正比例する関係を実現しているという点は、理想的なインパクト志向企業の在り方として特筆に値する。同社は、インパクト投資市場に対して、「バランスの取れた柔軟なルール形成」と、「忍耐力のある投資（ペイシエントキャピタル）」を求めている。言い換えれば、投資家側に対し、投資先企業が目指す社会的インパクトについて、画一的な物差しではなく、踏み込んで理解・解釈し、粘り強く支援しようとする姿勢を持ってほしいというメッセージが込められていると言えるであろう。

CASE STUDY #4

株式会社ポケットマルシェ

ケース・スタディ対象として株式会社ポケットマルシェをご紹介します理由

社会課題解決をビジネスという形で実現しようとする会社が増えてきている。事業を通じた社会や環境における変化（インパクト）を実現しようとする企業、いわばインパクト志向企業が日本でも増え、インパクト投資家から資金調達をする例も増えており、インパクト投資の発展において、投資を受ける側の視点もますます重要になると考えられる。

本レポートのケース・スタディでは、野菜や果物、肉、魚などの一次産業の生産物を、消費者が生産者から直接購入できるウェブサイト（以下、「CtoCプラットフォーム」）や電力事業を通して、都市に住む人と地方に住む人との関係づくりに取り組んでいる、株式会社ポケットマルシェ（以下、「ポケットマルシェ」）を取り上げる。代表取締役の高橋博之氏はこれまで様々なアプローチで地方創生や都市と地方の関係づくりに挑んできた。ポケットマルシェとして、同社のビジョンに共感した投資家や事業会社からの投資も受けており、インパクト志向企業として成長の最中にある。同社のこれまでの経験やこれからの展望を通して、インパクト測定・マネジメント（以下、「IMM」）への取り組みをはじめ、インパクト志向企業がインパクトを最大化するためのチャレンジや、インパクト投資市場に求められていることを考察する。

ポケットマルシェの概要

概要

ポケットマルシェは、2015年2月に設立された株式会社である（設立時は「株式会社KAKAXI」。2016年3月に「株式会社ポケットマルシェ」に商号変更）。「個と個をつなぐ」をミッション（使命）に、消費者と生産者、都市と地方、人間と自然など、便利さや快適さを求める現在社会の中で分断されているものをつなぎ、それぞれが関係性を深めることで、分断を乗り越えることを目指している。生産者と消費者を直接繋ぐCtoCプラットフォーム「ポケットマルシェ」の企画・開発・運営などを行っている。

沿革

2013年 5月	NPO法人東北開墾設立（2013年10月16日 法人格取得）
2013年 7月	「東北食べる通信」創刊
2014年 4月	一般社団法人日本食べる通信リーグ設立。「食べる通信」モデルの全国展開スタート
2014年11月	「東北食べる通信」がグッドデザイン金賞受賞
2015年 2月	株式会社KAKAXI設立（2016年3月31日に株式会社ポケットマルシェに商号変更）
2016年 9月	「ポケットマルシェ」サービスリリース
2017年 9月	ユーグレナ・メルカリ等を引受先とする第三者割当増資を実施、資本・業務提携
2019年 8月	電通・小橋工業等を引受先とする第三者割当増資を実施
2020年 8月	丸井グループ・オレンジページ等を引受先とする第三者割当増資を実施

ポケットマルシェの課題意識とソリューション

都市と地方をかき混ぜる

ポケットマルシェは、会社経営および事業運営を通して、都市と地方の分断という社会課題の解決を試みており、その原体験は10年前の東日本大震災にさかのぼる。代表取締役の高橋博之氏は当時、岩手県で県議会議員を務めており、地域社会の課題解決に尽力していた。特に、岩手県は人口減少が最も進んでいる地域の一つで、同県の基幹産業である一次産業の維持をすることが重要な仕事だった。

高橋氏が、都市の消費者と地方の生産者が出会い、関係性を深める様子を目にしたのは、東日本大震災の発生後、都市の消費者がボランティアとして被災地を訪れた際だった。都市の消費者は被災地へのボランティア活動を行う中で、震災前からあった過疎・高齢化などの地方の課題を目の当たりにして、心を痛めたり、食べ物の裏側にあった生産者の哲学や生き様に触れて、一時的ではない継続的な復興支援活動が生まれたと感じている。同時に、ボランティア活動などを通して、東北の自然に触れ、目の前の人を助けて感謝されることで、都市生活では得にくかった生きる実感ややりがいを得て、被災者から救われる場面にも遭遇した。その時、疲弊していたのは地方に暮らす人々だけではなく、自然と切り離された生活をしていた都市の人々も同じだと、高橋氏は気づいた。

その後、高橋氏は非営利活動などを通じて地方の生産者向け支援を行ってきたが、非営利活動のままでは地方が衰退していくスピードに追い付けないという思いから、株式会社化をした。地方創生は国家的なアジェンダであるものの、解決に向けた有効な手立てが見出しきれていないのが現状だと捉える。事業展開を推進して、民間企業の1つとしての回答を社会に示したいと考えている。

ポケットマルシェは、消費社会である都市を支えているのは地方だと考えており、地方の持続可能性こそ都市の持続可能性だと認識している。一方で、都市と地方は分断されており、両者の関係を見出しにくいのが現状だ。そこで、CtoCプラットフォームの運営を通して、都市の消費者と地方の生産者が直接コミュニケーションを取りながら、野菜や果物、肉、魚などの売買できる場を提供している。生産者がCtoCプラットフォームを通じて販売した実績の一部から販売手数料を受け取り収益としている。

都市と地方の分断という社会課題の解決を目指している点は、高橋氏が岩手県議員だった頃から一貫している。その手段が、NPO法人、一般社団法人、株式会社と変化しているだけである。だからこそ同社は、一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)が「資金分配団体」を担う、休眠預金活用事業¹⁰⁶(2019年度)の助成先に選定されたことなどを通して、インパクト志向企業として認識されていることを、有難いことだと捉えている。

¹⁰⁶ 休眠預金活用事業は、休眠預金等活用法に基づき、2009年1月1日以降10年以上取引のない預金等(休眠預金等)を、社会課題の解決や民間公益活動の促進のために活用する制度で、2019年度から始まった。

インパクト投資

事業のインパクト可視化の挑戦

休眠預金活用事業の助成を受け、同社はCtoCプラットフォームが、「個と個をつなぐ」という企業の使命を果たす過程でどのように貢献しているかを明らかにしようとしている。その貢献を、具体的指標をもって計測し、CtoCプラットフォームだけでは手が届かない部分については、新事業の打ち出しや他社との事業提携などを通じてそれを補おうとしている。

同社はこれまでの事業活動の中で、都市の消費者と地方の生産者がつながると、両者にとって良い影響が生まれることを感じているが、どの程度の良い影響が、どのようなプロセスで、どのような条件のもと創出されるのかは言語化できていなかった。そこで、大規模な調査などを実施し、CtoCプラットフォームが創出している生産者、消費者の便益を定量的、定性的に明らかにしている。あわせて、都市の消費者が地方の生産者のもとを訪れるスタディ・ツアーなどの企画を行い、それが都市消費者と地方生産者の行動に与える影響を観察するなど、ビジネスの収益性だけを考えているなかでは実施にくい「地方における関係人口の可視化・拡大に係る研究・開発・実証」を行っている。また、これを機に「関係人口研究室」を社内に設置するなど、インパクト志向企業としての体制整備も進めている。都市消費者と地方生産者がつながりを作り、それを深めていくプロセスが科学的に明らかになれば、その知見を一般に公開して地方自治体や企業、非営利団体などがそれを活用できるようにしたいとも考えている。

現在の株主と「インパクト投資」

ポケットマルシェの実感値として、いわゆる「インパクト投資家」は日本国内にはまだ少ない印象で、出会えていないという。一方で、これまで同社が資金調達を行った投資家からは、同社が掲げている、社会を変える会社になるというスタンスに対して共感を得られている。また、事業会社とのアライアンスの中で出資を受ける際にも、ポケットマルシェが創出する財務的価値に限らず、社会的価値への期待もあると感じており、インパクト投資の側面のある出資だと感じている。そのため現在は、インパクト投資家と呼ばれる投資家と、そうでない投資家とをあまり区別しておらず、その結果冒頭の「インパクト投資家に出会えていない」という実感に至っている。同社は、投資家が「インパクト投資家」と標榜しているかどうかよりも、最終的には、投資担当者とポケットマルシェが一体感を持ち、同じ目標に向かって進んでいけるかの方が重要だと感じている。同社はこれまで、ビジョンに共感した投資家や企業からのみ資本調達を行ってきたが、今後、上場等も視野に入れて多様な投資家とコミュニケーションをしていくにあたって、インパクト志向企業として、一般的な営利企業と異なる価値の創出にも努めている点を、どのように伝えていくべきなのか、そしてそれをどのように投資家に評価してもらえるのか見定めたいとしている。

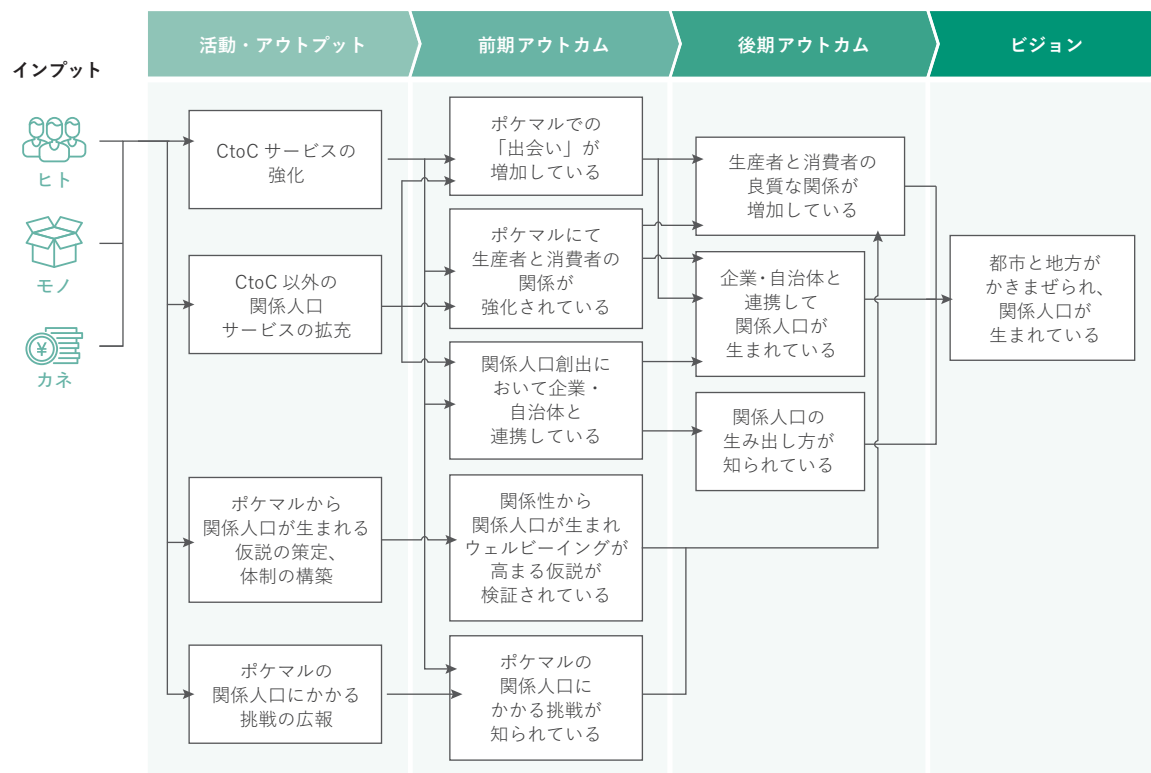
インパクト測定・マネジメント(IMM)について

同社は、前述の休眠預金事業を契機に、IMMの取り組みを開始できた。IMMでは2点を意識しつつ進

めている。1点目は、投資家とのコミュニケーションにおける活用である。同社はいわゆる「インパクト投資家」が、インパクト志向企業にどのようなことを期待しているのか、企業からどのような情報を得たいと思っているのか、標準化・一般化されたものがない中で、「インパクト投資家」の投資意欲を惹起するIMMの在り方を模索している。2点目は、IMMにどこまでコストをかけるべきかだ。1点目とも関係するが、投資家とインパクト志向企業との間で標準化・一般化されたIMMの様式がないなかで、どこまでコストをかけて取り組めばどのような「リターン」が企業側にあるのかの実例が少ない現状では、IMMにける最適な社内リソースの配分を見出すことが難しいと考えている。同社のようなスタートアップは事業スピードも速く、指標設定のタイミングや指標取得の頻度、指標見直しの時期なども悩ましいと感じている。

一方で、IMMは、「都市と地方をかき混ぜる」という目標や関係人口の増加による社会上のメリットをどのように説得力のあるかたちで説明できるか、同社にとって考えるきっかけになった。CtoCプラットフォーム上での生産者と消費者のメッセージのやり取りには印象的な「ストーリー」を持つものも多く、そのメッセージの質・量が、両者の関係づくりへの貢献の証だと考えていたが、IMMによって、「個と個をつなぐ」という企業ミッション(使命)が真に実現するためには、CtoCプラットフォーム以外にもより多様なアプローチが必要であり、かつ同社が営利企業としてできる打ち手も様々あると気づくことができた。ビジネスとしての幅も広がり、IMMに取り組む意義を感じている。

図表 70. ポケットマルシェのロジックモデル



機関投資家との共通言語としてのSDGs

同社は、事業を、国連の持続可能な開発目標(Sustainable Development Goals)(以下、「SDGs」)目標と関連付けることは特に行っていない。しかしながら、SDGsを投資の物差しのひとつとして活用している投資家がいることも認識している。だからこそ、時には相手の物差しに合わせて、同社の事業や考え方について情報発信する必要も感じている。

例えば、SDGs目標13「気候変動に具体的な対策を」については、同社にとっても関連の高い目標で、会社として取り組み課題として、積極的な情報発信などを行っている。なぜなら、気候変動の影響を最も受けるのは、農業や漁業等に従事する一次産業の生産者たちだからだ。生産者は日々、自然に働きかけて、食べ物を得ているため、気候変動による変化を一番早く感じられる。それに対して、同社のネットワークを生かして、現場の声を、様々な場所に生かしていくような拡声器になりたいと考えている。また、目標11「住み続けられるまちづくりを」も関連性が高いと感じている。同社の考え方が、いわゆる「インパクト投資家」を始め、様々な立場のステークホルダーに伝わるよう、様々な発信をしていきたいと感じている。

インパクト投資市場に求めたいこと

インパクト投資家と言われる投資家に、特に積極的に投資したいと考えているインパクトの分野や、どのようなインパクトの評価軸(尺度)を持っているか、どのような規律や考え方に沿って投資を実行しているか、積極的に発信してほしいと感じている。情報収集を進めてはいるものの、実際にコミュニケーションをとる以前に知ることができることは限定的であると感じており、その辺がクリアになるとコミュニケーションが取りやすくなると感じている。

加えて、国内の投資家に対しては、日本が世界的に置かれている立場を改めて認識してほしいと訴える。実際に事業を行う企業の認識も大切だが、今後は投資する側にもその認識が求められると感じているからだ。日本は課題先進国だと一般的に言われているように、少子高齢化や人口減少、それによる需要減少など、世界の様々な課題を先取りしている状態だと同社は捉えている。だからこそ、経済成長のみを追い求めるだけではなくて、社会から取り残された人や街をどのようにインクルージョン(包摂)していくのか、世界から注目が集まっている。しくじれば反面教師、成果を出せば課題解決先進国家にもなって世界に範を示せることになる。日本はそのような重要なポジションにいることを認識してほしいと期待する。課題先進国家としては世界の先頭にいる日本から、世界にインパクトを与える会社の事業モデルを生み出していけるのかどうか、同社のような企業側も覚悟が問われていると同時に、投資する側にも認識が必要になってくるのではないかと捉えている。

展望

生産者と消費者の関係人口を増やすことが、社会にどのようなインパクトをもたらすのか。現在は曖昧な点を、IMMなどを通して、可視化や数値化したいと考えている。同社の事業の意義について、投

資家も含めた多様なステークホルダーに納得してもらえるよう、具体化していきたいと思っている。

また、そのインパクトが地方のみならず都市に与える影響についても、並行して考えていきたいと考える。同社は、従来は食べ物の背景が見えなかったために、消費者が食材を選ぶ基準は、値段や見た目などに依るものだったと捉える。できるだけ安いコストで多くのものを得ようとすることは、費用対効果の最大化であり、合理的な行動だった。費用対効果を求め、大量消費をした先にあったのが、都市の一極集中と、地方の衰退だった。そこに同社が、CtoCプラットフォームなどのサービスを通じて新しい選択肢を提示した。食べ物の背景には生産者がいる。生産活動を通じて、社会に価値を発揮しようとしている人たちの姿を可視化して、その人たちと都市の人たちをつなげることで、必ずしも費用対効果だけではない価値基準を消費者の側に提示できた。消費者は、地域の生産者を応援するようになり、さらには生産者を訪ねて行って地方で様々な体験をしたりした。その結果、都市の消費者のウェルビーイング（肉体的にも、精神的にも、そして社会的にも、すべてが満たされた状態）の実現にも貢献していると感じている。今後は都市と地方を行き来しながらのリモートワークなども更に増えていくことが期待される。

ポケットマルシェは2022年1月以降、ソーラーシェアリング事業や電力小売事業に順次参入を進めており、これまで食の領域で進めてきた「都市と地方をつなぐ取り組み」を、電力の領域へと拡大している。インパクトの幅を広げ、その効果を言語化および可視化して、社内外のステークホルダーに発信していくことが、同社にはこれからますます重要になってくるだろう。

ポケットマルシェの事例から得られるインパクト投資へのヒント

ポケットマルシェは「インパクト投資家」にまだ出会っていないと感じていた。一方で、同社へ既に投資している投資家は、同社が掲げる企業ミッションに共感し、ビジネスを通じたその実現に期待して投資を行っていた。今後インパクト投資を行おうとする投資家は、自身がインパクト投資をする存在であると認識されるための工夫が必要だという示唆が得られるのではないかと。ポケットマルシェがテーマとする「都市と地方のつながり」は多様な社会課題を内包しており、地方の生産者も、都市の消費者も両方とも同社が目指すインパクトの受益者である。IMMは、企業の目指すものを尊重し、それを根幹においてインパクトの可視化、指標の設定を行うため、同社はIMMの利用で自社の可能性を広がったと実感している。ポケットマルシェの現在の関心事項は、IMMを投資家とのコミュニケーションにどのように活かすかだ。同社は投資家からの要請ではなく、自ら一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）の公募に応募をし、休眠預金活用事業の助成先となり、IMMを実施した。IMMの結果について、同社が投資家に向けて積極的に発信することは当然必要であるが、投資家側も、ポケットマルシェのIMMへの期待を伝えていくことが求められている。

寄稿 インパクト投資に関するトピック

2021年は、日本においてインパクト投資への関心・注目が加速した一年であった。それは11月に発表された「インパクト志向金融宣言」に象徴されている。この宣言には、都市銀行、地方銀行、信用金庫、ベンチャーキャピタル、保険会社など多岐に亘る金融機関が、21社賛同している（発足時点）。インパクト志向への関心・注目が加速している背景には、ESG投資やSDGsなど、「持続可能性（サステナビリティ）」という概念を基盤とする具体的活動が、企業や個人の間で浸透してきたことがある。そのような土壌があったうえで、更に社会面、環境面でのインパクトの創出に積極的にかかわろうとするインパクト投資への理解も促進されてきたと考えられる。

しかしながら、格付機関ごとに明確な判断基準を用意し、主に投資家のために「評価」を行うESG投資と比較して、インパクト投資は社会的・環境的課題の解決というゴールの達成に重きが置かれている。そのため、活動のアウトプット、アウトカムを測定し、マネジメントするプロセスが計画され、実行され、改善されていく取り組み姿勢やマネジメント姿勢が、主な評価材料となる。

このような特質を持つインパクト投資の世界において、グローバルにはどのような議論が交わされているのだろうか。2021年度のグローバルな動きについて、一般財団法人SIMI（社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ）代表理事で、株式会社ブルー・マープル・ジャパン代表取締役を務める今田克司氏に整理していただいた。

また、これまでインパクト投資は、非上場株式への投資が主なフィールドだったが、認知の拡大によって、上場株式への投資においてもインパクト投資のアプローチが適用され始めている。「上場インパクト投資ファンド」とも呼ばれる分野の可能性について、りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャーの羽生雄一郎氏にご意見を寄せていただいた。

加えて、インパクト投資のプレイヤーは多様化してきている。新たなプレイヤーにおけるインパクト投資の可能性やチャレンジについて考察するため、既に学校法人としてインパクト投資に取り組んでいる学校法人立命館の財務部・総合企画部 次長である酒井克也氏に同法人における取り組みを整理していただいた。

なお、これらは寄稿者個人の見解であり、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ことを申し添える。

トピック・寄稿者一覧

No.1

「インパクト投資をめぐる世界の潮流」

一般財団法人SIMI(社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ)代表理事 /
株式会社ブルー・マープル・ジャパン代表取締役 今田 克司

「日本におけるインパクト投資の現状と課題 2020年度調査」の寄稿者でもある今田克司氏が、インパクト投資にまつわる2021年のグローバルな動きを解説。様々な国際会議やハイレベル会合、世界情勢の変化を紹介した上で、グローバルな経済社会システム転換への関与が必須になっていることや、インパクト投資を巡る動きはコペルニクスの転回が起こりつつあることについて解説。さらに、サステナブル・ファイナンス全体の新たな動きや課題、インパクト投資やインパクト測定・マネジメント(IMM)に関する展望を説明いただいた。

No.2

「上場株式におけるインパクト投資の実践」

りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー 羽生 雄一郎

りそなアセットマネジメントは2021年3月、日本の上場株式を投資対象とするインパクト投資ファンドの運用を開始した。同ファンドの検討にあたって直面した上場株式インパクト投資ならではの課題や論点について、りそなとしての見解も含めて解説いただいた。また、インパクト投資のさらなる発展に向けて、具体的な実践事例や見解の蓄積が必要との考えから、同ファンドの取り組みの一部を紹介。

No.3

「学校法人立命館におけるインパクト投資へのチャレンジ」

学校法人立命館 財務部・総合企画部 次長 酒井 克也

私立大学における資産運用の目的と歴史を紹介した上で、「立命館社会起業家支援プラットフォーム(Ritsumeikan Impact-Makers Inter X (Cross) Platform:RIMIX)」の一環である、「立命館ソーシャルインパクトファンド(RSIF)」の実例を用いて、学校法人がソーシャルインパクトファンドを組成した背景を解説。また、学校法人によるインパクト投資への期待や取り組みの展望として、インパクト投資と教育研究事業の親和性や、社会的インパクトの測定に関する課題を説明いただいた。

Contribution No.1

インパクト投資をめぐる世界の潮流

一般財団法人SIMI(社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ)代表理事
株式会社ブルー・マーブル・ジャパン代表取締役

今田 克司

経済社会システムの転換を視野に

Why? から Why not? へ

インパクト投資にまつわる2021年のグローバルな動向を一言で言い表すとすれば、大きな経済社会システムの転換を媒介する主要な取り組みとしてのインパクト投資に対する注目と期待が高まった年と言えるのではないだろうか¹⁰⁷。少なくとも、2021年終わりの時点において、インパクト投資を進める関係者の間でこれは明確な自負として現れている。

例えば、10月のSOCAP(社会的インパクト投資に関する国際会議。会議名はSocial Capital Marketの略称に由来する)21会議に登壇したThe Impact Investment Project(TIIP)¹⁰⁸のモニーク・アイケン氏は、新型コロナ・パンデミックの状況や先進国を含めた各国の保健システムに現れている社会システムの脆弱性を見れば、金融に携わる者を含め各々の持ち場から、いかに現在のグローバル経済社会のシステム変更に関わるべきかを問うのは当たり前のことだと述べている。もはや問うべきは、「なぜシステム変更に関わるのか」(Why?)ではなく「なぜ関わらないのか」(Why not?)だと言う。

ここで私たちは、そもそもインパクト投資が「金銭的なリターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出すことを意図して行われる投資」という定義¹⁰⁹であることを思い出すべきであろう。キーワードの一つが「意図して」の部分で、投資家の意図(なぜ投資するのか)がインパクト投資の中心にあるのは本報告書読者にはお馴染みだが、コロナ禍に限らず、気候変動や経済格差など世界が持続可能でないことを告げる事態が次から次へとニュースになる中で、システム変更の「なぜ」を問わない金融の存在が考えにくくなっているという意識がこの発言に現れている。インパクト投資に限らず、金融の世界がWhy? から Why not? へ質問を逆転させる必要があるというわけだ。

G7インパクト・タスクフォース

この意識が最も端的に現れた2021年のできごととして、G7議長国であった英国を中心にG7インパクト・タスクフォースが7月に立ち上げられ、日本からも含め関係国の各種ステークホルダーの参加

107 本稿執筆にあたっては、脚注で示されている参考文献等以外に、表1に示した各種国際会議での議論を参考にしています。また、脚注リンクのすべてのアクセス日は、2022年1月10日です。

108 The Investment Integration Project (<https://www.tiipproject.com>)

109 GIIN(グローバルインパクト投資ネットワーク)による定義。<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

により、運営委員会と2つのワークストリーム（作業部会）において協議と報告書執筆が超特急で進められ、12月に報告書が出されたことをあげておきたい¹¹⁰。

このタスクフォースの問題意識は、総括報告書「実行の時：人々と地球のために民間資本動員を拡大する」¹¹¹の冒頭に記されている。

- 社会と環境にプラスのインパクトを与えようとする民間資本の量と効果を加速させるにはどうしたらよいか？
- この資本動員が真のインパクトを持ち、特定の人々や場所を置き去りにしないようにするにはどうしたらよいか？

この報告書の主たる読み手として想定されているのは、主にG7加盟国の政策決定者と規制当局であるが、ここでも経済社会システムの硬直性への言及が見られる。これを打破り、持続可能な社会を実現するためには、1)レトリック（謳い文句）と実践のギャップを埋めること、2)「民」に存在する資本、事業者、イノベーションの力を最大限活用すること、3)官民一体の尽力でシステムの変更を促すこと、が必要であり、4)すでに企業行動に影響を及ぼしつつある社会的価値に重きを置く消費者、働き手、投資家の増大や、社会的・環境的インパクトの測定を可能にするデジタル技術革新という2つの追い風が吹いている今がチャンスであるとされている¹¹²。

2つの作業部会では、特に喫緊の課題として考えられる「インパクト情報に関する質と透明性の向上」と「ポジティブなインパクト創出拡大のための機関投資家がもつ資本のより大規模な動員」のアクションプランを詳説する報告書をそれぞれ出している¹¹³。超特急で報告書が作成された背景には、G7議長国が年をまたぐタイミングで交代し、それまでにタスクフォースの作業を完成させておく必要があったというのはもちろんだが、この短期間で示された野心の大きさは、関係者の危機意識を物語っている。

インパクトの主流化へ

インパクト投資のコペルニクスの転回

これらに加え、インパクト投資に関する2021年の様々な動きを概観してわかるのは、インパクト投資の捉え方の質的な変化が起こっていることである。それまでは、インパクト投資とは、民間資本のほんの

110 <https://www.impact-taskforce.com/reports> 日本からも含め、タスクフォースへの参加メンバーは以下に記載されている。
<https://gsgii.org/2021/08/g7-impact-taskforce-announces-membership>

111 <https://www.impact-taskforce.com/media/brzkvcvx/time-to-deliver-1.pdf>

112 脚注111 報告書、p.5-6。

113 <https://www.impact-taskforce.com/media/io5ntb41/workstream-a-report.pdf>
<https://www.impact-taskforce.com/media/xe5dsend/workstream-b-full-report.pdf>

一握りの投資形態であり、それがグローバルな投資行為全般の中でどのような位置付けになるのが議論の主眼となっていた。しかし、もはやその段階ではない。インパクト投資関係者は、10年余りの領域としての成長のなかで、インパクトやインパクト投資の定義の整理や、投資実践事例の積み上げを行ってきた。昨年の本報告書筆者の寄稿文で紹介したように、インパクト測定・マネジメント(IMM)も定着し、インパクトを「いかに」測るか(How?)を問う前に、「なぜ」(Why?)と「何を」(What?)を問うことが大事であることも普及している。

一方、民間投資を超えた世界の動きに目を転じてみると、気候変動や持続可能な開発目標(SDGs)における進捗の遅さに対する懸念は高まる一方であり、加えて新型コロナ・パンデミックがもたらしている国内外格差の先鋭化や脆弱層へのしわ寄せは目に余るものになっている。SDGs達成のためには、特に途上国向けに年間2.5兆ドルの資金不足があると言われていたが、これにコロナ禍が輪をかけている¹¹⁴。

このような状況において、これまでの「インパクト投資がいかに持続可能で公正な社会づくりに役立つのか」というインパクト投資中心の視点から、「持続可能で公正な社会づくりのためにインパクト投資をいかなる起爆剤とするのか」というより大きな視野からの発想へとコペルニクスの転回が起こりつつある。

「ウォッシング」への警戒感の増大

この発想の転換は、ESG投資に代表されるサステナブル・ファイナンスにおけるインパクト重視の流れが加速していることと無縁ではない。グローバルな投資額全体においてサステナブル投資がどの程度の割合を占めるかは、サステナブル投資の定義によるが、2021年に公表されたGlobal Sustainable Investment Alliance (GSIA)の2020年報告書によれば、サステナブル投資の総額は2年間で15%伸びて35.3兆ドルになったという¹¹⁵。これは、世界の運用資産残高の3分の1を超えるという試算もあり、今後もその伸びがさらに予測されることを考えれば、この数値が全体の半分以上を超える時期もそう遠くない将来に訪れるだろう。

しかし、このような調査報告が出されると、G7インパクト・タスクフォースの報告書で取り沙汰されている「レトリックと実践のギャップ」が問題になる。それだけの資金が持続可能な世界を形成するために投入されているのであれば、なぜ世界が課題解決の方向に向かっているように思えないのか。「グリーンウォッシュ」や「SDGsウォッシュ」と呼ばれる実践や結果との大きな乖離が問題視されている。国連の責任投資原則(PRI)の署名機関は2021年に4000を超え、それら機関の運用残高を合計すると、121兆ドルにのぼるといふ¹¹⁶、10月のGlobal Steering Committee(GSG)グローバル・サミットのあるセッションでの登壇者は、「それだけの金額が本当に原則に沿って注ぎ込まれているのであれば、グローバル課題はもう何回も解決済みになっているはずだ」とコメントしていた。

114 <https://www.oecd.org/newsroom/covid-19-crisis-threatens-sustainable-development-goals-financing.htm>

115 <http://www.gsi-alliance.org>

116 <https://www.unpri.org/pri-blog/ceo-quarterly-update-celebrating-4000-signatories-and-supporting-the-evolution-of-pri/8033.article>

スタンフォード・ソーシャル・イノベーション・レビュー (SSIR) のオンライン版、SSIR Onlineは、2021年年末に、1年間でもっとも人気のあった論評10選を発表した¹¹⁷。その中に、ESGレーティングを疑問視するものと、企業のサステナビリティ活動の実態を批判するものの2つの論考が入っていた。どちらも「ウォッシュ」に対する警鐘であるばかりか、サステナブルな取り組みの結果を正しく評価できないという現在の経済社会システムの限界を指し示している。だからこそ、G7インパクト・タスクフォースの一つの作業部会でもテーマとなった「インパクト情報に関する質と透明性の向上」が喫緊の課題となる。

新たなサステナビリティ基準の動き

このような流れの中で、サステナブル開示報告の分野では、インパクト測定の精緻化が進むにつれ、それを開示報告に含める動きとの連動が始まっている。同時に、この分野では「アルファベット・スーパ」と揶揄されるような、複数の基準が併存して混乱を招いているような状況がしばらく続いていたが、2020年秋に、インパクト・マネジメント・プロジェクト (IMP) の介在もあり、これら基準を策定していた5団体 — Carbon Disclosure Project (CDP)、Climate Disclosure Standards Board (CDSB)、Global Reporting Initiative (GRI)、International Integrated Reporting Council: 国際統合報告評議会 (IIRC)、Sustainability Accounting Standards Board: サステナビリティ会計基準審議会 (SASB) — が共同声明を発表し、基準の整理統合の動きが始まっている¹¹⁸。2021年になると、IIRCとSASBが統合してValue Reporting Foundation: 価値報告財団 (VRF) が誕生した。また、これらサステナブル基準を国際的な会計基準の枠組みに包含していく流れも加速し、国際会計基準 (IFRS) を管理するIFRS財団のもとで統一基準としていく動きへの収れんが起きている。

それが、11月に英国グラスゴーで開かれた国連気候変動枠組条約締約国会議 (COP26) の最中に発表された、国際サステナブル基準審議会 (ISSB) の設立である¹¹⁹。2022年、ISSBはサステナビリティ開示基準の包括的なグローバル・ベースラインの開発に着手していくが、VRFとCDSBの統合も予定されており、統一基準への動きがさらに進むと予測される。また、ISSBが開発するグローバル・ベースラインをもとに、各国の規制当局は国内規制を整備していくこととなる。

これらの動きと並行して、欧州連合 (EU) においても新たな開示基準策定の動きが加速している。企業・事業体向けの Corporate Sustainability Reporting Directive: コーポレート・サステナビリティ報告指令 (CSRD) や金融機関向けのSustainable Finance Disclosure Regulation: サステナブルファイナンス開示規則 (SFDR) で、EUのサステナブル基準に直接意見を述べる立場にある欧州財務報告諮問グループ (EFRAG) が、GRIと協力協定を結んだことから¹²⁰、サステナビリティ開示基準ではISSBの動きとEUやGRIの動きが2つの大きな流れを形成している。

117 https://ssir.org/articles/entry/the_10_most_popular_ssir_articles_of_2021?utm_source=Enews&utm_medium=Email&utm_campaign=SSIR_Now#

118 <https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2020/09/sustainability-reporting-20200923.html>

119 https://www.asb.or.jp/jp/ifrs/press_release/y2021/2021-1103.html

120 <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2Fsiteassets%2FEFRAG%2520GRI%2520COOPERATION%2520PR.pdf&AspxAutoDetectCookieSupport=1>

このような新しい開示基準のなかで、インパクトに関する開示要求がどのように整備されるかはまだ未定の部分が多いが、上記のような「ウォッシュ」への懸念が大きくなっていることから、精緻なインパクト測定に対する要求が大きくなっていくことが予測される。すでに、これまでのESG投資における「マテリアリティ」の概念をキーワードにした議論の整理が進行中で、企業が社会や環境にもたらす正負のインパクトは、企業の財務価値に直接反映される情報の外周に位置すると捉えるダブルマテリアリティの枠組みで整理するのが主流になっている。しかしインパクトと企業価値の関係性に関する概念整理は流動的であり、あまり現時点での「シングル」対「ダブル」のマテリアリティの枠組みに囚われない方が賢明という見解も聞こえている¹²¹。上記の共同声明を出した基準策定5団体とIMPは、3層から成るダイナミック・マテリアリティの概念を提言している¹²²。

資本主義の構造転換

グローバル経済社会のシステム変更が急務だという意識は、現在の資本主義の仕組みを転換していくアクションにつながっている。ステークホルダー資本主義や企業のパーパス実践の呼び声は数年前から金融や投資を超えた分野で聞こえるようになっていたが、インパクト投資やこれに近い関係者からも、そのような仕掛けづくりの呼び声が出てきている。例えばグローバルインパクト投資ネットワーク(GIIN)は、新しい資本主義プロジェクト(New Capitalism Project)¹²³や、資本主義の再構想イニシアチブ(Re-imaging Capitalism)¹²⁴に関与し、CEOのアミット・ボウリ氏を中心に、「ネクストノーマル」をテーマにしたポッドキャストも始めている¹²⁵。

10月に行われたGSGグローバル・インパクト・サミットにおいても、コーエン卿がモデレートしたタウンホール会議は「インパクト資本主義への移行」というタイトルで、参加者が官民それぞれの立場から移行のための取り組みを紹介していた¹²⁶。

GIINは、構想する新しい資本主義のあり方について、「私たちが構想する未来では、インパクトは投資判断に統合され、物事を行う『普通の』やり方の一部になっている」¹²⁷と述べている。日本でも、「新しい資本主義」に関する議論が始まっているが、このようなグローバルな議論との接合が今後求められていくだろう。

121 例えば、Oxford Economics of Mutuality Forum の The Future of Performance Measurement のセッションに登壇した Veronica Poole 氏 (Deloitte UK) のコメント。

122 https://29kjwb3arnds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Reporting-on-enterprise-value_climate-prototype_Dec20.pdf

123 <https://thegiin.org/new-capitalism>, <https://www.nationalcivicleague.org/ncr-article/aligning-action-to-reimagine-capitalism>

124 <https://omidyar.com/reimagining-capitalism-4>

125 <https://thegiin.org/nextnormalpodcast>

126 日本からも、エーザイCFOの柳良平氏が、エーザイのインパクト加重会計イニシアチブ(IWAI)への参加について概説した。

127 <https://thegiin.org/new-capitalism>

インパクト投資領域の発展

このように、サステナブル投資や投資全般における影響力を強めつつあるインパクト投資だが、これまで領域として取り組んできた規範、枠組み、ツールの開発や普及にも継続して力を入れている。

IMMのさらなる定着

IMMの定着については、昨年の寄稿文でそれまでの流れについて記載したが、その後もさらなる普及が進んでいる。2020年12月に日本企業向けに開催されたSDGインパクト基準の説明会で、これが「実践スタンダードであり、パフォーマンス・スタンダードや報告スタンダードではない」と注意喚起がされたことは昨年の寄稿文で述べたが、これは大事な点である。IMMは、インパクト・マネジメントの結果や報告のみならず、インパクト情報を経営に活用することを目指すものだ。SDGインパクト・ディレクターのファビエンヌ・ミショー氏も、GSGグローバル・サミットで登壇した際に、「測定や報告も大事だが、もっと大事なのは、インパクトの考え方をマネジメントの意思決定に統合することだ」と述べている。

- ・国際金融公社(IFC)の関係者が中心となって作成した「インパクト・マネジメント運用原則」の署名機関数は、2019年4月に公表時に58機関で始まったが、2020年12月時点で109機関、2021年終わりの時点で150機関にまで増えている¹²⁸。日本の署名機関は3機関¹²⁹
- ・国連開発計画(UNDP)が開発中のSDGインパクト基準¹³⁰のうち、企業・事業体向け基準は、2021年12月に日本語版が出された¹³¹。2022年には認証に向けた動きも加速化する予定で、投資家、企業・事業体の双方含め、IMMの実践のモデルとしての普及が期待されている。
- ・GIINは、2019年に開発したIMMの基本ツールであるIRIS+のインパクト・カテゴリーに、雇用、水(水と衛生:WASH)、気候変動(緩和)を加え、対象となるインパクト・テーマを増やしている。

インパクト・パフォーマンス

IMMにおいては、インパクト測定はマネジメントや意思決定を支える一つの要素だが、上記のように、特に「ウォッシュ」防止の観点から、結果をいかに測定するかには大きな期待が集まっている。

GIINは、インパクト測定の新しい方法論としてCOMPASS(コンパス)を発表した¹³²。また、インパクト・パフォーマンス評価方法の検討を続け、クリーン・エネルギー、住宅開発、金融包摂、農業投資に

128 <https://www.impactprinciples.org>, <https://www.impactprinciples.org/signatories-reporting>

129 Japan International Cooperation Agency (署名期日: 8/26/19), MUFG Bank, Ltd.(署名期日: 3/4/21), Nippon Sangyo Suishin Kiko Ltd. (NSSK) (署名期日: 4/12/21)

130 <https://sdgimpact.undp.org/practice-standards.html>

131 https://www.jp.undp.org/content/tokyo/ja/home/library/sdgimpact_standard_enterprises.html

132 <https://thegiin.org/research/publication/compass-the-methodology-for-comparing-and-assessing-impact>

9月に、Global Impact Investing Network (GIIN)、GSG国内諮問委員会、一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)、一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ(SIMI)は、4団体共催で、日本の関係者向けにCOMPASS解説会を実施した。

2021年にCOMPASSを活用した気候変動緩和と質の高い仕事(クオリティ・ジョブ)に関する調査報告を発表した¹³³。

「インパクト・マネジメント運用原則」の原則9である「独立した検証」の要件を果たすニーズに応えることを主眼に、インパクト投資に関するコンサルティング会社Tideline は、インパクト認証を第三者機関として行うBlueMarkを分社化し、認証のための独自のフレームワークを開発した。これまでの「独立した検証」の試みを比較検討した報告書も発表している¹³⁴。

これらは取り組みの一端に過ぎず、インパクト測定とインパクト情報の精緻化に向けた動きは、今後ますます加速していくだろう。インパクト加重会計¹³⁵など、インパクト情報を貨幣価値換算して財務会計の枠組みの中で報告していこうという取り組みも始まっており、2022年、このテーマでの動きには目が離せない。

さいごに

インパクトを中心においた経済社会システムの転換を志向する上で、G7インパクト・タスクフォースの報告書で強調されている「公正な移行(Just Transition)」の考え方が重要であることは確認しておきたい。これはもともと2015年の気候変動に関するパリ協定(COP21)に明記されたものだが、システム変更が起これば新たな産業や職種に需要が創出されるのと同時に、化石燃料業界など、縮減されていく産業があり、従事する働き手や経済的に依存している地域社会などが影響を受ける。これらの人・地域を置き去りにしないというのは、移行の大きな課題となる。インパクト投資や関連の動きに関わる関係者は、これらも視野に入れ、システム変更について構想を巡らせている。

冒頭に、グローバルな経済社会システムの転換に向けた起爆剤となることがインパクト投資を進める関係者の間で明確な自負として現れている、と述べた。それは、ここ10年来、インパクト投資を推進する人々が、これを金融システムや広く経済社会システムを転換するムーブメントと考えていたことと密接に関係している。果たして、そのようなムーブメントの意識が金融の世界に広く普及していくかは現段階では未知数であるが、インパクト投資を特定の投資形態の小さな取り組みとみなすことは、もはや時代遅れになりつつある。

133 <https://thegiin.org/research/publication/understanding-impact-performance-climate-change-mitigation-investments-and-quality-jobs-investments>

134 <https://bluemarktideline.com/making-the-mark-2021>

135 <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>

図表 71. 経済社会システムの転換とインパクトやインパクト投資の役割が議論された2021年のオンライン国際会議・会合の例

日付	会議・会合名
9/17	ImpactAlpha - Capitalism Reimagined Call No. 30: Universal owners aim to turn shareholder power into real-world impact https://impactalpha.com/the-call-no-30-universal-owners-aim-to-turn-shareholder-power-into-real-world-impact/
10/6-8	GSG Global Impact Summit https://web.cvent.com/event/1a85b365-bdff-4753-bb64-93e1dc9b97b1/summary
10/18-20	SOCAP21 https://socapglobal.com/events/socap21-virtual/
11/18	GRI Summit https://ecovadis.com/events-webinars/gri-summit-2021/
11/30-12/2	Oxford Economics of Mutuality Forum https://www.eomforum.org
12/3	ImpactAlpha - Capitalism Reimagined Call No. 35: Building a multi-movement engine to hold corporations accountable and reimagine capitalism https://impactalpha.com/call-no-35-building-a-multi-movement-engine-to-hold-corporations-accountable-and-reimagine-capitalism-video/
12/13	G7 Impact Taskforce Reporting Event https://gsgii.org/2021/08/g7-impact-taskforce-announces-membership/ (タスクフォース設置のお知らせのサイト)

※上記中には有料登録制のサイト・会議や事後視聴オプションがないものもあり、必ずしもリンクから直接視聴できるわけではありません。

Contribution No.2

上場株式におけるインパクト投資の実践

りそなアセットマネジメント株式会社
株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー

羽生 雄一郎

1. はじめに

りそなアセットマネジメントでは、2021年3月に日本の上場株式を投資対象とするインパクト投資ファンドの運用を開始した。本稿では、同ファンドの検討にあたって直面した上場株式インパクト投資ならではの課題や論点について、りそなとしての見解も含めてまとめた。また、後半では実践事例として同ファンドの取り組みの一部を紹介する。

2. 上場株式インパクト投資の意義

上場株式におけるインパクト投資を検討するにあたり最も重要だと考えるのは、なぜ上場株式でインパクト投資に取り組むのかという点である。投資家・運用会社が上場株式への投資を通じてどのような付加性(アディショナルリティ)を出し得るのか、あるいは、上場株式ならではの利点はどこにあるのかなど、「なぜ」に答えることが意図(インテンション)を具備するインパクト投資としての出発点となる。

上場株式投資には、上場株式に特有の制約条件が様々存在する。そのため、未上場株式や債券・融資などで構築されたインパクト投資の枠組みをそのまま適用することができない場合が多い。インパクト投資を上場株式へと展開していくためには、上場株式の特性を踏まえた上で、その利点を最大化できるような商品設計が求められる。

1) インパクト投資の裾野の拡大

上場株式は売買の流動性や情報開示の透明性などに優れ、幅広い投資家に親和性のある資産クラスである。投資商品として組成する場合、小口でも投資可能で、投資家がいつでも資金を出し入れできるオープンエンド型の設計が可能である。こうした特性は、これまで限られた機関投資家や慈善団体の間で発展してきたインパクト投資を、より幅広い機関投資家や個人投資家に向けて開放していくための利点と言える。

また一方で、日本には約3,900社の上場企業が存在し、株式市場を通じてそれら企業の株式を売買することができる。こうした幅広い投資ユニバースの存在は、投資を通じて関与できる社会課題領域の拡張性や生み出し得るインパクトの多様化といった側面から有益である。

インパクト投資を上場株式へと広げていくことで、社会課題の解決に関与する投資家・投資先企業双方の裾野が広がり、インパクト志向の主流化が進展すると期待される。運用会社はその間に介在し、確固とした意図を持って資金や情報の流れを創り出していく役割を担い、付加性を打ち出していくことになるだろう。

2) 長期伴走する株主の存在意義

世の中で解決が求められている社会課題の多くは、短期間で投資成果が発現し容易に解決に至るような性質ものではなく、深刻で複雑な構造課題である。インパクト投資を通じてこうした課題の解決に貢献するためには、投資家・投資先企業双方に長期継続的な関与が求められる。

強い志を持って課題解決に取り組むインパクト企業にとっては、理解のある資本提供者を切れ目なく獲得していくことが重要な課題となる。特に、株式市場に上場している企業は、株主を選別することはできず、不特定多数の株主と市場を介して対峙することになる。こうした企業が社会課題に対する貢献を果たすためには、比較的短期の業績を重視する投資家からのプレッシャーに晒されながらも、強い志を持ち続けブレることなく経営に当たることが期待される。

一方でインパクト投資家に求められるのは長期志向である。長期志向は、流動性が高いという上場株式投資の利点の一部をあえて放棄するとも捉えられる一方で、他の一般株主とは異なる投資姿勢を持った投資家として企業側から認識されることによって、良好な信頼関係の構築や有意義な対話につなげていくことを可能にする。こうした長期志向を前提とした商品設計は、上場株式インパクト投資における投資家・運用会社の付加性を示すための拠り所となる。上場株式インパクト投資の発展により、長期伴走するインパクト志向の株主の裾野が拡大すれば、インパクト企業の活動に強い推進力を与えることになるだろう。

3) 投資家(運用者)の付加性とエンゲージメント

上場株式投資においては、投資先に直接資金を提供する機会は限られ、多くの場合は市場を通じて第三者との間で株式を売買することになる。このような特性を踏まえると、上場株式インパクト投資における投資家の付加性を考える場合、エンゲージメント活動の重要性が自ずと高まると言える。

エンゲージメント活動は上場株式インパクト投資におけるIMM(インパクト評価・管理)の根幹を成すものである。上場企業において、IMMに必要な分析や情報開示が十分に行われているケースは多くない。こうした場合、インパクト投資家はインパクト評価の考え方や手法、その意義について投資先に丁寧に説明して理解を得た上で、具体的な情報開示の充実や、場合によっては事業戦略の改善を促すことが可能である。

上場企業の立場からみた一投資家の存在は、不特定多数のなかの一人という位置づけに過ぎない。投資家は、効果的にエンゲージメントを進めるために、不特定多数から脱却し、継続的に対話するに

値する相手として企業側からも認識してもらう必要がある。そうした関係性を実現する上で、戦略的にインパクトを生み出しながら事業の発展を目指すIMMの枠組みは有効なアプローチとなるだろう。

3. 実践例 ～りそなローカルインパクト投資～

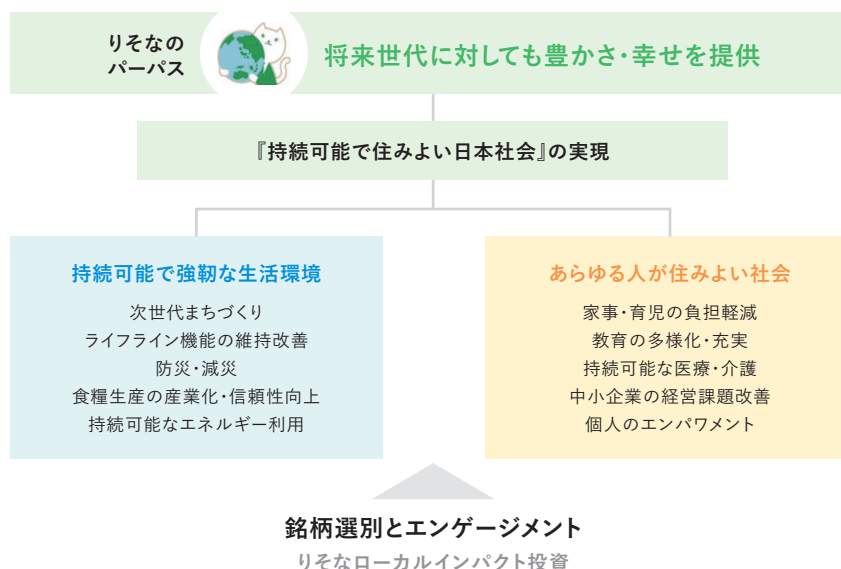
りそなでは、日本の社会課題を対象とする、上場日本株式のインパクト投資ファンド「りそなローカルインパクト投資」を組成し、2021年の3月から運用を開始した。これ以降は、これまで挙げてきた論点への対応なども織り交ぜながら、実践事例として同ファンドの取り組みの一部を紹介したい。（具体的な課題設定やインパクト評価については2022年春以降に定期発行予定のインパクトレポートでも公表する予定）

1) パーパスを起点としたインパクト投資

りそなにおけるインパクト投資の起点は、スチュワードシップレポートでも紹介しているりそなアセットマネジメントのパーパス「将来世代に対しても豊かさ・幸せを提供できる運用機関」である。実務の立場から解釈すると、お客さまの資産形成に貢献することと同時に、投資先の事業を通じて社会や環境のサステナビリティに良い影響をもたらすこと、この両輪によって将来世代の豊かさ・幸せに貢献していく、ということになる。インパクト投資は、インパクトとリターンの両立を体現するものであり、パーパスで掲げている会社としてのありたい姿を凝縮した取り組みであると言える。

同ファンドでは具体的な目標として「持続可能で住みよい日本社会の実現」を掲げ、持続可能性を脅かす切実な課題領域として10項目を設定している（図表72）。10の領域それぞれにおいて課題解決に貢献する企業を発掘して長期継続投資し、エンゲージメントを通じて取り組みを後押ししていく。これが同ファンドにおける「変化の論理（セオリーオブチェンジ）」の全体像である。

図表 72. りそなローカルインパクト投資とは



2) 日本の社会課題

同ファンドが日本の社会課題を対象に設定している背景には、SDGsなどグローバルな枠組みだけではすくい取りきれない日本固有の社会課題に対する危機意識がある。また、SDGsの達成を目指す上でも日本社会の実情に根差した有効な解決策を模索していく必要があると考えている。こうした思いが、ファンドとして、あるいは運用者としての意図の裏付けとなっている。

さらに付け加えると、インパクト投資は、投資していただくお客様や、実際に活動する投資先企業の方々と、同じ目標を共有し、相互理解のもとで運営することが望ましいと考えている。こうした背景から、日本の生活者の誰しもが直面し得る身近な課題に関与し参画する機会を提供することを目指している。

課題領域を10項目と幅広く設定していることも特徴のひとつである。日本の社会課題は多数の課題が複雑に絡み合い、因果の連鎖によって相互に結びついている状態にある。ある課題の悪化が別のある課題の悪化に拍車をかけ、負のスパイラルのような構造に陥っているとも言える。こうした構造を改善していくためには、特定の課題の解決に集中して取り組むことも当然に重要であるが、負の連鎖構造全体にブレーキをかけるべく、多数の課題領域に同時に対処することも求められる。

上場株式投資においては、前述したような投資対象としてのユニバースの広さやアクセスの容易さ、企業の活動規模の大きさなど、同時に多数の課題領域に働きかけるアプローチを可能にする条件に恵まれていると考えている。

3) エンゲージメントとIMM

同ファンドでは、銘柄選別とともにエンゲージメント活動を付加価値源泉として掲げている。前述の通り、エンゲージメントを通じて投資先企業のインパクト創出を後押しすることが、投資家による付加性の大部分を占めると考えているからである。

同ファンドでは、エンゲージメントの基本姿勢として、『社会課題の解決に対して志を持って実践する企業に「長期伴走」』すると掲げ、以下3つのポイントを体現すべく努めている(図表73)。こうした姿勢を通じて、企業に対峙する投資家ではなく、同じゴールを目指して並走する投資家であると認識してもらった上で、建設的な対話につなげていくことを目指している。

図表 73. エンゲージメント活動

志を持って課題解決に 尽力する企業に 長期伴走	① 志（インテンション）の共有 ・ リソなローカルインパクト投資の問題認識や将来目標を説明し、理解を得る ・ 企業が解決に貢献し得る社会課題を特定し、現状認識について議論する ・ 事業活動を通じて実現され得る将来像や将来目標の認識をすり合わせる ② 長期継続保有 ・ 志を持ち社会課題の解決に取り組む経営姿勢を支持し、継続保有する ・ 短期業績に振り回されず、長期の企業価値創造に的を絞った投資姿勢を明確にする ③ 建設的かつ具体的な対話 ・ 社会課題解決への道筋を「見える化」し、成果の進捗を定期的に確認する ・ 目標実現に向けた経営課題を共有し、継続的な改善・高度化を後押しする
--	---

① 志（インテンション）の共有

不特定多数の投資家から脱却し、エンゲージメント活動を有効に進めるための入口は、志（インテンション）の共有である。対話するに値する投資家として投資先から認識してもらうため、リソなが投資先を深く理解するにとどまらず、リソな側からもファンドのコンセプトや問題認識について丁寧に説明し、企業側から理解を得ることを目指す。また、対象とする社会課題に関する現状や、目指すべき将来像についても議論し認識を共有する。入口の段階で相互理解を形成できないと、長期継続的に協働してIMMに取り組むことが困難になると予想されるため、投資判断上も重要視している。

② 長期継続保有

短期業績に振り回されずに長期継続保有する投資姿勢を明確にすることで、長期的な価値創造に的を絞ったIMMの実践を目指している。投資中に経営の方向性がずれてしまった場合や、インパクトを生み出し成長し続ける余地が失われてしまった場合には、売却するという選択肢を否定するものではないが、目指す目標自体が共有されている限り、まずはエンゲージメントを通じてともに改善に取り組んでいくという姿勢が原則である。

③ 建設的かつ具体的な対話

投資先と対話を行う際には、インパクト評価の枠組みであるロジックモデルをディスカッション資料として事前に送付し、活用している。インパクト創出経路が見える化し議論の題材として用いることで、「志の共有」という、ともすると抽象的な話で終わりがちな対話を、具体的な議論へと誘導し、意味のある進展へとつなげていくことを目指している。

4. おわりに

インパクト投資の普及拡大のためには業界標準的な枠組みや評価手法の整備が重要だと言われている。業界の合意形成を図るためには、具体的な実践事例や見解の蓄積が必要だと考えられる。リそなとしての実践は端緒についたばかりではあるが、今後インパクト投資をさらに発展させていくための一助になればと思い本稿を執筆した。リそなとしての貢献、付加性を大きく育て上げていくために、読者の方々からも忌憚なくフィードバックをいただければ幸いである。

Contribution No.3

学校法人立命館におけるインパクト投資へのチャレンジ

学校法人立命館
財務部・総合企画部 次長

酒井 克也

1. 私立大学における資産運用の目的・歴史

18歳人口の減少、国庫補助金や研究費の削減がある一方で、大学の果たす役割は拡大・多様化している。長期的な視点でこれからの大学経営を考えると、収入の8割程度を学生生徒等納付金が占めている現在の収入構造から、今後はより多様な外部資金を獲得していくことが求められている。その方策の一つとして、資産運用がある。

日本私立学校振興・共済事業団「令和2年度 学校法人の資産運用状況の集計結果(令和元年度決算)」によれば、2019年度の私立大学の運用対象資産規模は8兆8,998億円に達し、調査を開始した2016年度の決算から毎年増加している。私立大学が多額の運用対象資産を保有している理由は、私立大学が広大なキャンパスや多くの設備を保有しその取替更新のための長期的に資金を保有しておく必要があるという点や利息・配当金を奨学事業に充てるような奨学基金(3号基本金)等の大学の特性による所が大きい。

現在私立大学の資産運用は、多くの私立大学が資産運用に関する規程を設け学内の委員会等を経て理事会で運用方針等を決定し運用を行っており、運用対象資産の構成は、預貯金が運用対象資産全体の44.8%、債券が43.5%、株式が2.2%、投資信託が5.4%と、その中心は預貯金と債券の安定資産中心の構成である。これは、2008年のリーマンショックによって複数の大学がデリバティブ取引に絡み多額の損失を出し、2009年1月6日には、「学校法人における資産運用について」(通知)が文部科学省より発出された流れを受けたものではないかと推察する。

本学園においてはいわゆるペイオフ対策として2005年度から資産運用を開始した(運用可能資産2020年度末で1543億円)。運用当初は、日本国債と預貯金のための運用であったが、外債、オルタナティブ投資と運用対象を拡大し現在に至っている。運用開始から17年が経過し、時々の経済情勢等を踏まえながらも、資産運用の基本は運用開始当初から変わらず「資産価値の保全」と「リスクの分散」の二つを常に念頭に置いてポートフォリオ管理を行ってきた。

2. 学校法人立命館がソーシャルインパクトファンドを組成した経緯

2.1 背景

前述の通りの資産運用を行ってきたが、私立大学は社会に貢献する卒業生を送り出すことが主要なミッションであるが、その卒業生を支援することは大学の価値増幅にも繋がることから、短期的、中期的な資産保全を目的とする通常の資産運用とは切り離し、超長期的なスパンでの学園へのフィードバックを期待して、一定の枠内で卒業生、教職員、学生等に関連し起業・事業活動へ投資・融資を実施できるようにすることも検討課題としてきた。欧米の先進大学が、起業した卒業生からの寄付や、株式公開に伴う保有株の売却益等により、奨学基金等の資産を形成してきたことをモデルとしている。

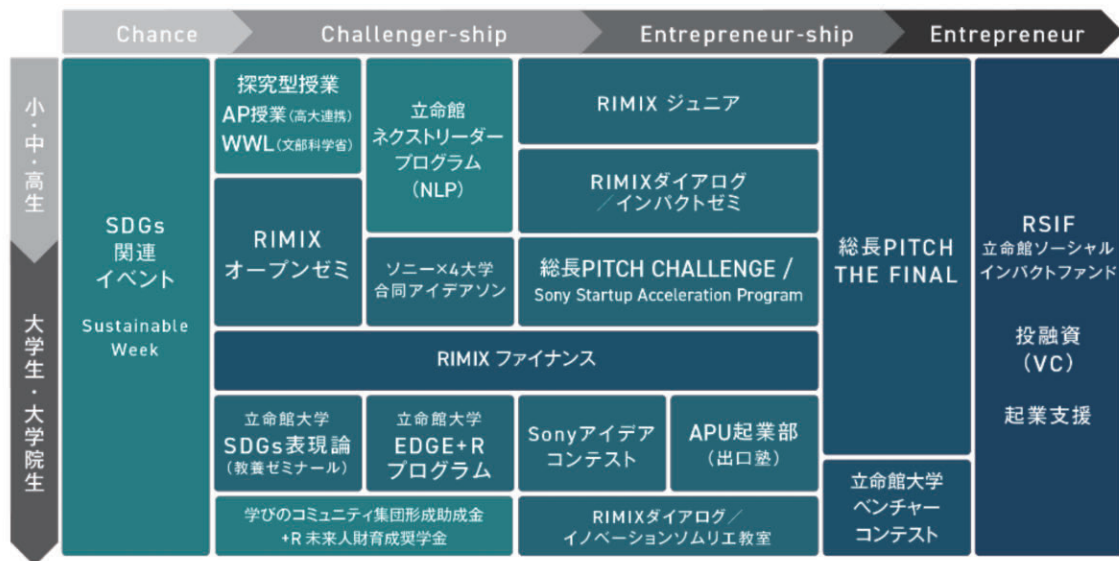
従来これらの取組は、産学連携というキーワードで、共同研究の枠組みで大学の研究分野の活動としてなされてきた。近年は共同研究や受託研究等といった従来型の産学連携に加え、研究シーズの事業化やスタートアップ等との連携も活発に行われるようになってきており、国の施策を背景として東京大学をはじめとした国立大学を中心に、大学発ベンチャー等に投資をするファンドが設置されるようになった。その多くは出口の経済的リターンのみを求めるもので、経済的リターンに加えてインパクト投資的な視点を有するものはまだ出てきていない

2.2 立命館社会起業家支援プラットフォームRIMIX

上記のような背景の中で、立命館が他大学と比較して強みを発揮し、この分野で社会に提供できる価値は何かを卒業生や金融機関等へのヒアリング等も行った結果、社会課題解決のために起業しているいわゆる「社会的起業家」として活動している卒業生が多いと言う特色に目を向けることとなった。また、本学園が設置する大学では文部科学省「EDGE-NEXTプログラム」や学生の自主活動を支援する奨学金、「APU起業部」等の設置、附属の中学校・高等学校では探求型授業等の社会課題を理解・関心を醸成し、その解決に向けた学生・生徒への支援を多数実施してきた。これら本学園の取り組みと卒業生の活躍を踏まえて、2019年に立ち上げたのが、Impact Maker=社会にインパクトを与える人材、社会起業家、を支援する「立命館社会起業家支援プラットフォーム(Ritsumeikan Impact-Makers Inter X(Cross)Platform:RIMIX)」である。

RIMIXでは立命館学園の小学校から大学院までの、学生・生徒対象のマインド養成から起業支援までのプログラムを一つのプラットフォームとして見える化し支援している。アクセラレーションプログラムとしては「総長 PITCH CHALLENGE」を用意し、スキルセットから実際の起業まで学生・生徒の起業をサポートし、その一環として社会課題をビジネスで解決する卒業生・学生・教職員を支援するスキームとして「立命館ソーシャルインパクトファンド(RSIF)」を設定した。

図表 74. 2021年 RIMIX プログラム体系



<https://r-rimix.com/about/>

2.3 立命館ソーシャルインパクトファンド(RSIF)

「立命館ソーシャルインパクトファンド(RSIF)」は、RIMIXの趣旨を踏まえ、必然的に社会的インパクトファンドとして経済的リターンと社会インパクトの両立を目指すスキームの検討を行った。ファンドについては、様々な形を検討したが投資事業有限責任組合のスキームを活用し、本学園の趣旨にご賛同いただいたプラスソーシャルインベストメント株式会社がGPとなり、単独出資にすることによってLP投資家に短期間でリターンを求められることを回避し、長期的に社会的インパクトを生み出すスタートアップを支援することとした。

また、社会課題解決型の企業にはいわゆる、NPO等の非営利法人も想定されることから、出資だけではなく社債引受等様々な資金調達を支援できるスキームとして設定している。

RSIFは、2020年から2021年12月末までに、卒業生の企業9社に対して約5億円の投資を実施している。また、2021年10月には株式会社アドレス、一般財団法人社会変革推進財団と共同で、株式会社アドレスが提供する暮らしと住まいの定額制多拠点サービス「ADDress」が社会課題にどのように関わりその改善、解決にどれほど寄与したかを可視化した「社会的インパクトレポート2020-2021」を作成した。今後はRIMIXを経た学生が起業したスタートアップへの投資が実現することが目標である。

ファンド概要 <https://r-rimix.com/fund>

名称：立命館ソーシャルインパクトファンド投資事業有限責任組合

概要：立命館学園の学生、卒業生等が経営責任を負う企業等に投融資を行うことで、
財務的なリターンと社会的なリターン(社会的インパクト)を追求する

対象：非営利法人も含めた法人全般

ファンド規模：10億円

運 営 会 社：プラスソーシャルインベストメント株式会社

3. 学校法人によるインパクト投資への期待や取り組みの展望

3.1 学校法人におけるインパクト投資と教育研究事業との親和性

RSIFからの投資を進めていく中で投資先の分野が多様になるに合わせ、学園のさまざまな教育研究機関等との連携を図り、ともに社会への価値創造を進めることを進めることが本学園および投資先双方にメリットになり、結果的に投資先の社会インパクトの創出に寄与することができるのではないかと感じる機会が増えるようになってきた。卒業生である投資先の経営者が自身の知見を学生や生徒に伝えるような機会を作っていくことで、学生・生徒には学校での学びの延長線上に普段得られない経験に繋がり、そのことが自身のキャリア選択に影響を与える機会になることや、投資先の経営者にとっては、インターンシップ等を含めた人材獲得に繋がっている事例も出てきている。もともとRIMIXは、理念に共感いただいた外部機関や卒業生の専門家等との連携と、小学校から大学院までの教育機関を備える強みを活かし学校・世代を超えた交流をセッティングすることで、卒業後も役立つ社会起業家コミュニティを形成することを目指しており、RSIFもRIMIXの一部として、投資機能だけでなく、卒業生や連携企業、学生・生徒間のエコシステムを作る機能を担う要素が強まってきている。このことは、本学園の中期計画(R2030)における「社会共生価値の創出」の実現にも繋がるものであり、今後も積極的に連携を行っていきたい。

また、コロナ禍の中でオンライン授業やネットにおける教育コンテンツが広がる中で、学校のコミュニティ機能の必要性は今後高まる一方であり、RSIFはそのような側面でも、同じような価値観を共有する人を繋げるようなコミュニティ機能としての価値もあると考えている。

本学園で時間を過ごした卒業生や現役の学生・生徒たちが、社会にどのように出てゆき、どのような活躍をし、価値を作り上げているのか、RSIFはファンドという形を取ってそれを見届けるためのしくみであり、人の育成を担う学校法人としては、そこに大きな価値を見出している。投資家として最低限の経済的リターンは確保しつつも、それを最優先せずに、長期的な成長を見ていく、という投資スタンスを取ることが許されるのは、学校法人ならではの資金特性によるものであり、その恵まれた環境を社会的に對して十二分に活かす必要があると考えている。

また、学校法人の人を育てイノベーションを生み出すという教育研究の活動自体が、社会インパクトを生み出す活動そのものであり、インパクト投資が自身の活動を常に見直すものとなる。そのような意味でインパクト投資は学校法人において、経済的リターン以外にも様々な展開が考えられるものではないだろうか。

3.2 社会的インパクトをどのように「伝える」か

このように学校法人で大きな意味を持つ「社会的インパクト」であるが、その測定については、社会変革推進財団(SIIF)をはじめとして様々な試行がなされているが、大変難しいテーマである。教育分野でも、教育効果測定においては同様の悩みを抱えている。さらに、前出した立命館の中期計画のテーマである「社会共生価値」についても、どのように測るか、という点は大きな課題となっている。

一方で、学校法人の活動はそこに集う人が資本であり、魅力あるコミュニティとなるために、その教育研究環境や理念やコンテンツなどに、いかに共感や魅力を感じていただくかが重要になる。活動結果としてのインパクトの指標は、エビデンスとして自身の活動を顧みる際に重要な要素となるが、他者に伝えるという視点で見た場合には、違うアプローチも有効ではないかと考えている。RSIFでは、その社会インパクトを質的に「伝える」という点で、どのような手段が有効であるのか、検討を進めている。

3.3 起業・事業化推進室の設置

上記のような取り組みを素地として、本学園は2021年6月に「起業・事業化推進室」を設置した。RIMIXやRSIFで実施してきた一貫教育型のアントレプレナー教育と、研究シーズ型の大学発ベンチャーの創出をともに進めるための組織である。「社会共生価値」を創出する、というテーマは変わっていない。

インパクト投資の持つ、人の共感を作る「ストーリー」の力を最大限に活用しながら、今後もソーシャルインパクトを大切に「挑戦をもっと自由に」を体現する場所を作り、起業・事業化を発展させていきたいと考えている。

参考文献

日本私立学校振興・共済事業団.(2020).

令和2年度 学校法人の資産運用状況の集計結果(令和元年度決算)私学経営情報センター私学情報室.

参照先:<https://www.shigaku.go.jp/files/sisanunyoujoukyou-r2.pdf>

立命館大学広報課.(2021年11月29日). 立命館大学Shiruto.

参照先: <https://shiruto.jp/sp/3297/>

あとがき - 編著者後記

GSG国内諮問委員会事務局 / 社会変革推進財団(SIIF)

「日本におけるインパクト投資の現状と課題 - 2021年度調査 -」制作チーム

戸田 満 プロジェクト主担当、SIIFインパクト・オフィサー

昨年度に引き続き、報告書執筆・調査チームにおける主担当者として、制作全体のプロジェクトマネジメントから、概念整理、推計方法の開発、調査票設計、実査、集計・分析、執筆(主にサマリー、第二章)などを担当しました。第一にアンケート調査に協力くださった組織・ご担当者の皆様に改めて感謝申し上げたいと思います。今後、日本におけるインパクト投資は「HOW」にあたる手法開発や人材育成のフェーズに進んでいくと思われますが、ここで一度「WHY」に立ち返って、インパクトの質を伴った発展に向けての議論や実践の土台として、本報告書が活用されれば幸いです。

佐々木 喬史 プロジェクト副担当者、SIIF

今年から担当者として加わりました。主に実査、集計・分析、コラム④「インパクト投資フォーラムの紹介」の執筆を行いました。この場を借りまして、アンケート調査にご協力いただきました皆様に感謝申し上げます。おかげさまで、今年もまた有益なインサイトを得心する手掛かりをまとめることができたように感じます。このレポートが、インパクト投資の普及と発展に少しでも役に立てるよう尽力してまいりたいと存じます。

織田 聡 アドバイザー、SIIFナレッジ・デベロップメント・オフィサー

前年度に引き続きプロジェクト全体のアドバイザーとして参画するとともに、コラム②「インパクト投資に関する消費者調査の紹介」を執筆しました。インパクト投資の本質は「資本市場を通じた社会問題解決」であり、資金の性質はいうまでもなくフィランソロピーマネーではなくリスクマネーです。2021年には行政や金融界でインパクト投資がメインストリーム化に向けて大きく前進しましたが、この動きを目新しさによるFad(一時の流行)ではなく持続的なものにするためには、リスクマネーを継続的に惹きつけるだけの魅力を世に示していく必要があります。IMMやパーパスと並び、「いかに収益を確保するか」という、地道な利益マネジメントを投資先企業に定着させられるか - この経営視点と行動が、今後のインパクト投資の持続的成長のためにますます重要になってくると考えています。

紺野 貴嗣 一部制作委託、トークンエクスプレス株式会社 代表取締役社長

第1章「インパクト投資とは」、「インパクト投資・インパクト企業のケース・スタディ」、「寄稿 インパクト投資に関するトピック」を担当させていただきました。ケース・スタディ、寄稿パートにてご協力くださった組織・ご担当者の皆様に深く感謝申し上げます。インパクト投資の隆盛は目覚ましいものがあります。金融および企業がソーシャルインパクトの担い手となる時代が近づいていると感じます。

鐘ヶ江 美沙 一部制作委託、トークンエクスプレス株式会社 事業開発

本報告書のケース・スタディ取材および執筆、寄稿統括を担当いたしました。取材や寄稿にご協力くださった皆様に心より御礼申し上げます。インパクト投資に様々な立場で関わる方々から直接お話を伺い、それぞれの情熱、創意工夫や試行錯誤を間近に感じることができました。その熱量が読者の皆様にも伝わり、今後の実践や議論の一助になれば、大変光栄です。

「日本におけるインパクト投資の現状と課題 - 2021年度調査 -」

発行日

2022年3月31日

発行者

一般財団法人社会変革推進財団 (SIIF)

執筆・調査

GSG国内諮問委員会事務局 / 社会変革推進財団 (SIIF)

戸田満、佐々木喬史、織田聡

トークンエクスプレス株式会社 (一部制作委託)

紺野貴嗣、鐘ヶ江美沙

本報告書に関するお問い合わせ先

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。

GSG国内諮問委員会事務局調査担当 (SIIF) <gsg_survey@siif.or.jp>

本報告書の著作権は、一般財団法人社会変革推進財団に帰属します。
本報告書の内容を許可なく編集・複製、掲載・転載を行うことを禁じます。

