

【第三回】インパクト投資オンラインセミナー
グローバルのトップインパクト投資家の
インパクト評価・マネジメントの手法に迫る
～欧米の最先端の事例を解説

GSG国内諮問委員会 インパクト評価PJチーム
須藤奈応

※本資料及び本日の発言は個人によるものであり、所属組織とは一切関係がありません。

インパクト投資 (復習)

インパクト投資とは

- Global Impact Investing Networkによる定義が一般的。

Investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.

[What is impact investing? GIIN](#)

- 経済的リスク&リターンと社会的リスク&リターン

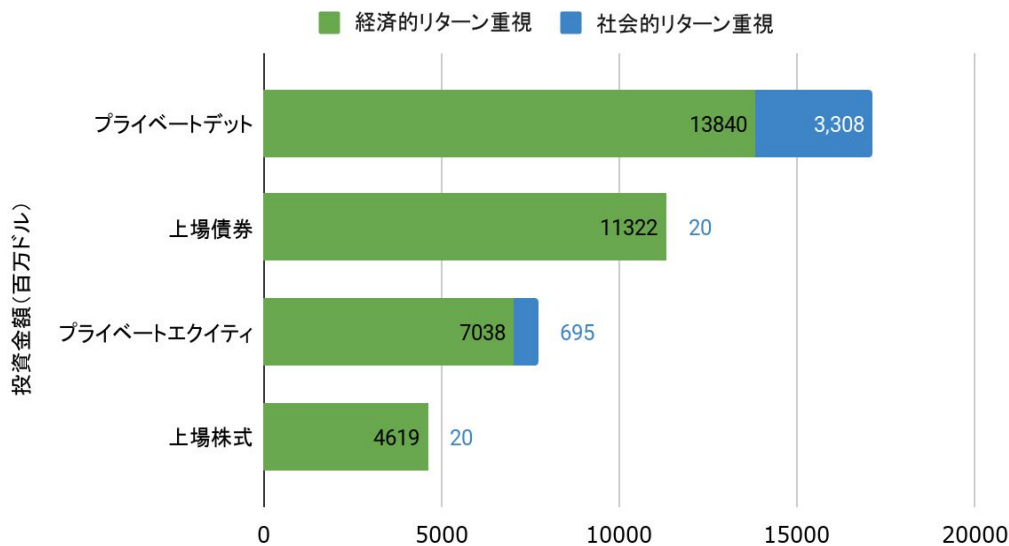
	経済性	社会性
リスク	投資が期待パフォーマンスを上げられるかどうか、あるいは投資元本が回収できるかどうか分からない不確実性	社会的事業が所定の社会的リターンをあげるか、当該事業が社会にネガティブなインパクトをもたらすかどうか分からない不確実性
リターン	投資家の拠出した資金に対する経済的リターン(配当、売却益等)	プロジェクトの受益者や社会全体に対する便益

社会的
インパクト
投資

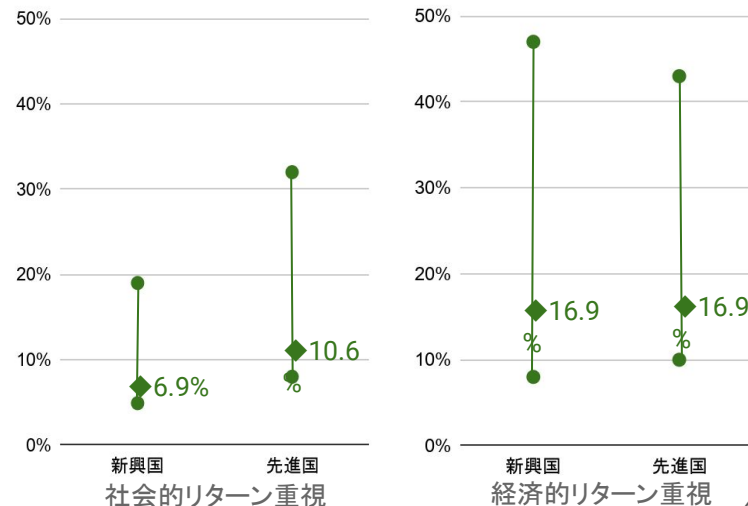
[GSG国内諮問委員会ソーシャル
エクイティファイナンス分科会「社
会的インパクト時代の資本市場の
あり方」2019年5月](#)

本当に経済的リターンがあるの？

- 経済的リターンを重視する**市場リターン型ファンド**が**85%**を占める。
- 経済的リターン型ファンドは**8%～47%**のレンジ、中央値は**IRR16.9%**。



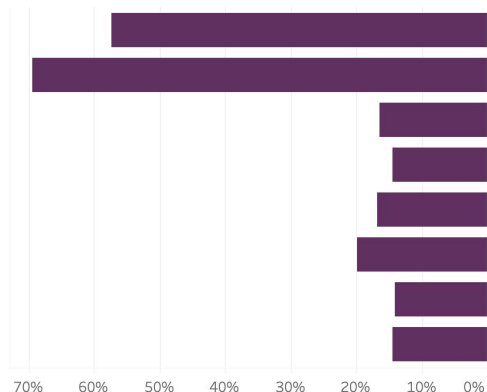
グロスリターン (IRR) n=266



ニッチな世界では？

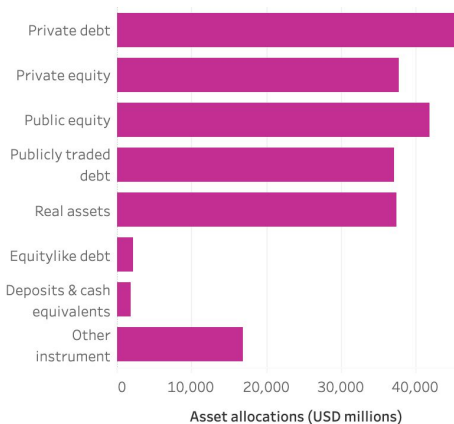
- 市場リターンをより重視する投資家の総資産残高は、プライベートデットが最も大きく、次いで**上場株式**、**PE/VC**となっている。
- 1件あたりの平均金額は、上場株式が最も大きい。

Percent of respondents with any allocation through each asset class



Percent of respondents allocating AUM through each asset class

AUM excluding outliers

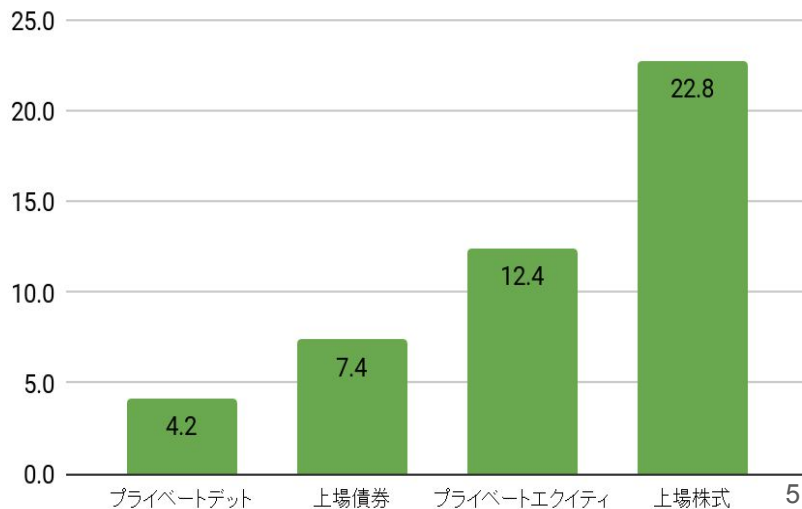


Asset allocations (USD millions)

Note: Left side—n = 289; AUM = USD 221 billion.

Right side—n = 289; AUM = USD 221 billion. 'Other' includes guarantees, mezzanine financing, and social outcomes contracts.

1件あたり投資金額(百万ドル)

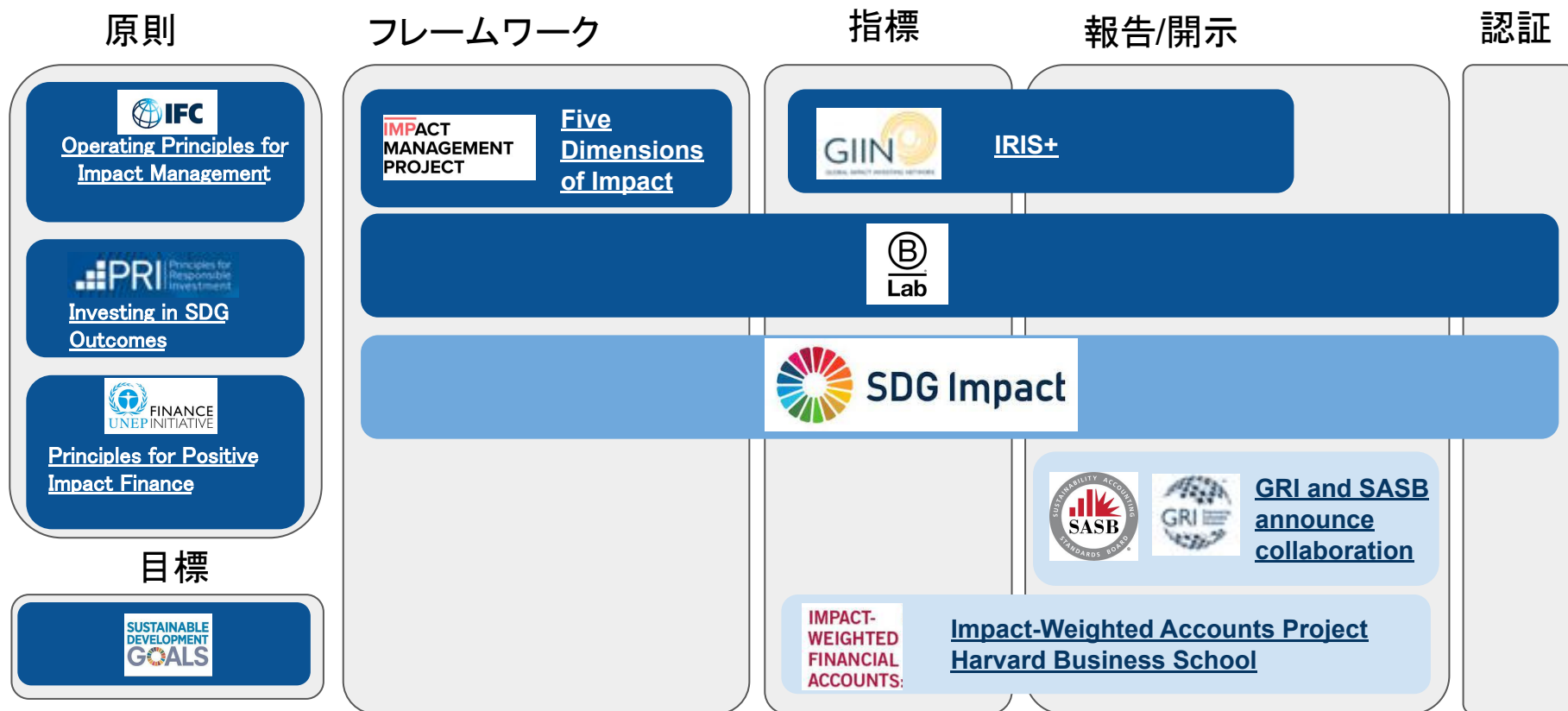


＜前編＞ インパクトファンド・評価の 最新動向

インパクト評価 目的と概要

- インパクト評価は、以下の3つの質問に答えるもの
(経済的リターンを追求しながら)
 - 投資を通じて、**どのような課題**の解決に貢献したいのか。
 - どのような**インパクト指標**を設定、**ネガティブ・ポジティブインパクトを管理**するか。
 - 評価プロセスの**適切性・透明性**をどう確保しているか。
- 目的は「**インパクト・ウォッシング**」の防止
例えば...
 - 投資先のインパクトの**実態が定かではない状態**
 - 投資先がインパクトをもたらしていない実態を**ファンドが管理・モニタリングせず、放置している状態** など

関係機関マッピング(試案)



目標



あくまでも現時点で筆者の知る範囲で主な取り組みをまとめた個人的なメモであって、網羅的ではない。

最近よく聞く組み合わせ



**IMPACT
MANAGEMENT
PROJECT**



- インパクト評価の標準化という大きな課題の解決を試みるべく、運用原則 **Operating Principles for Impact Management** を公表。
- 署名機関105機関。
- 2016年以降、2000以上の実務家（投資家、事業会社）を集め、インパクトマネジメントに関する合意形成と規範を提示。
- **5 Dimensions of Impact** は非営利・営利セクター問わず活用されている。
- インパクト投資の推進主体で、投資家のネットワーク。
- エビデンスをベースとしたツールやガイドラインを提供。
- インパクト指標のカタログである **IRIS+** が有名。

IFC 運用原則

項目	プリンシプル
戦略	● 投資戦略に沿った、インパクト目標を定義(IFC①) ● ポートフォリオ全体で管理(IFC②)
ストラクチャリング	● 投資を通じた貢献の明確化(IFC③) ● 一貫したアプローチに基づく評価(IFC ④) ● ネガティブ・インパクトの評価・対応(IFC⑤)
モニタリング	● 進捗をモニタリング、適切な対策の検討・実行(IFC⑥)
レポーティング エグジット	● インパクトに配慮したエグジットの実行(IFC⑦) ● 投資決定プロセスの文書化、改善(IFC⑧) ● プリンシプルへの対応状況の開示及び独立した第三者機関による検証(IFC⑨)

IMP 5 dimensions 概要

項目	検討ポイント
WHAT	● 分析対象期間にどのようなアウトカムがあるか？ ● そのアウトカムは、社会にとってどれくらい重要か？ ● SDGs等の目標との整合性は？
WHO	● 誰がそのアウトカムを享受するか？ ● 利害関係者は、現在どの程度困っているか？
HOW MUCH	● 本サービスのスケールはどの程度見込めるか？課題解決の度合いやアウトカムの持続期間はどの程度か？
CONTRIBUTION	● 予想される変化は、本サービスがなくても、起こっていたか？
RISK	● 予想通りのインパクトが起こらなかった時、社会にとってどのようなリスクが存在するか？

- ロジックモデルも併用されることが多い。

- GIINにより提供されている、インパクト数値指標のカタログ。

IRIS Catalog of Metrics

IRIS metrics are designed to measure the social, environmental and financial performance of an investment.

To use IRIS metrics—and the resulting data—as part of the investment management process, IRIS metrics should be used and analyzed in generally accepted sets and according to well-defined objectives. To access generally accepted Core Metrics Sets by Theme or Sustainable Development Goal (SDG), [set up a profile](#).

Impact Category

☐ Agriculture

☐ Air

☒ Biodiversity & Ecosystems

☐ Climate

☐ Diversity & Inclusion

☐ Education

☐ Employment

☒ Biodiversity & Ecosystems

Alphabetical

Area of Adjacent Protected Land (PI5750)

Area of protected land that shares a boundary with the organization's protected land as of the end of the reporting period.

Biodiversity & Ecosystems

Area of Fresh Water Bodies Present (PI7170)

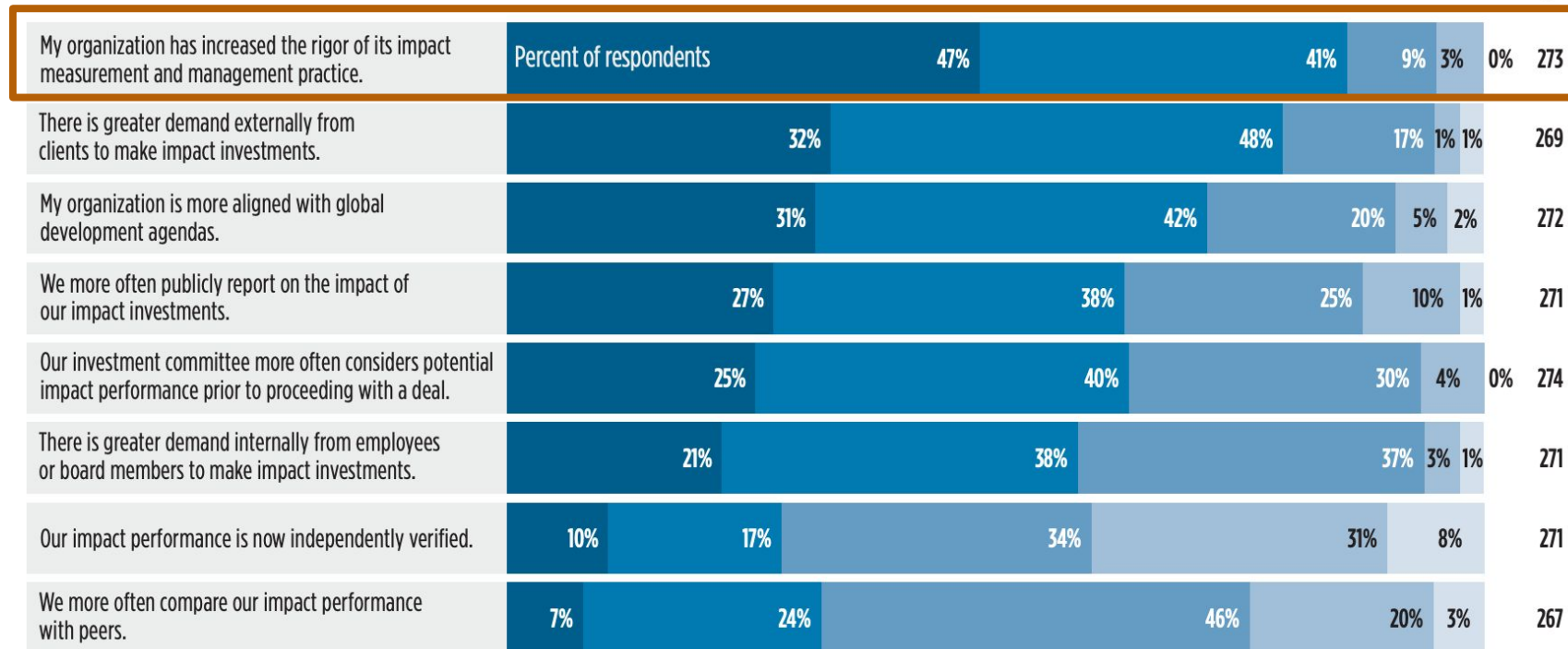
Surface area of freshwater bodies present during the reporting period on protected land, land under sustainable stewardship, or land under sustainable cultivation.

Biodiversity & Ecosystems

インパクト評価への取り組み状況の変化

Figure 38: Changes in IMM practice and demand compared to when impact investors first started making investments

Number of respondents shown beside each bar; optional question.



事例① Nuveen

- 全米大学教職員保険年金金の資産運用部門 Nuveen(運用資産残高 110兆円)は、30年以上インパクト投資に取り組んでいる。同社のインパクト投資は、米国のコミュニティ開発から始まり、現在のインパクト投資に係る運用資産総額は 5,371 百万ドル(PEが最も大きい)を超える。

戦略	● 投資目標及びテーマ: ロジックモデル、SDGsを活用。 ● 投資対象分野: 低価格住宅、金融包摂、サプライチェーンの効率化 ● 検討プロセス: ポートフォリオマネージャーは、担当するポートフォリオレベルでインパクト目標を設定し、サステナビリティ専門チームが確認。
ストラクチャリング	● 投資家によるインパクトへの貢献: 取締役を派遣し、ビジネスのスケールを支援 ● インパクト評価: IMPの5 dimensionsで分析を行い、インパクト指標は、IRIS+を活用。 ● ESGとの接続: ネガティブ・インパクトの分析には、ESGリスクを洗い出すことで対応。
モニタリング	● 年間を通じて生み出されるアウトプット及びアウトカムを予め設定。 ○ 期待値より下回っている場合には、具体的なアクションを検討。
レポーティング・エグジット	● エグジットの考え方: 投資先が生み出しているインパクトを低下させるようなスキームになっていないか分析・判断。 ● 開示・verification: 一連の投資プロセスがIFCのプリンシプルに適合しているか、Tideline Advisorsがverificationを実施。その内容が開示されている。

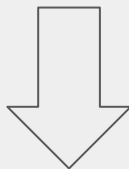
事例② LGT LightStone

- リヒテンシュタインに本拠地を置く、LGTグループのインパクト投資を専門とする VCアーム。
- インパクト運用資産 443百万ドルで21社の投資を実行。

戦略	● 投資目標及びテーマ: テクノロジー主導のスケラブルな会社へ出資 ● 投資対象分野: ヘルスケア、金融包摂、効果的なサプライチェーン、サステナブル農業、等、9つのSDGsのゴール
ストラクチャリング	● 投資家によるインパクトへの貢献: 効率的なパフォーマンス管理及び予測、長期的な視点にたったテクノロジー／制度の開発や人材の能力開発、ガバナンス制度の確立と実行 ● インパクト評価: インパクトの理論的根拠がどこにあるのか重視。期待インパクトリターンの算出と包括的なリスク評価に関しては独自のインパクトレーティングを活用。 ● ESGとの接続: ESG評価を実施。
モニタリング	● 予め投資先と合意したKPIについて、月次及び四半期ベースでKPIの管理。 ● 随時サイトビジットや投資先との対話を実施
レポーティング・エグジット	● エグジットの考え方: タイミング、ストラクチャー、売却先検討に当たって、投資先の存在目的への影響を検討。 ● 開示・Verification: 1年に1回ポートフォリオ全体で評価及びレポーティングを実施。Verificationは、2021年中には実施する見込み。

ブレイクアウト・セッション

- 自己紹介(1人30秒)※苗字のあいうえお順
- 前編を聞いての感想、聞いてみたい質問 & その理由



全体での質問共有＋質疑応答

＜後編＞
インパクト投資における
財務評価と
インパクト評価の統合に
ついて

こちらのガイドブックの概要をご紹介します

Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors

(Impact Management
Project, 2020)



Partners in the Impact Frontiers Collaboration

BRIDGES
Capital Management

BLUEHUB
CAPITAL

ceniarth

Calvert
Impact Capital

Community
Vision

IDB Invest

NESST

nuveen
A TIAA Company

PROPEL

Prudential

rootcapital

RSF
SOCIAL FINANCE

WATEREQUITY

With thanks to our funders:

MacArthur
Foundation

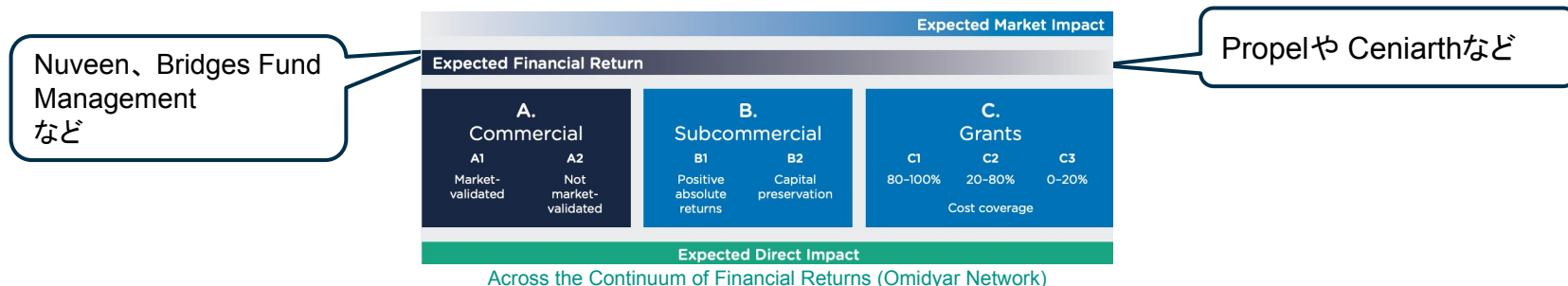
METANOIA FUND

ON
OMIDYAR NETWORK

Note: This paper draws on content from the article "How Investors Can Integrate Social Impact With Financial Performance to Improve Both" published May 15, 2020 in Stanford Social Innovation Review. We thank the editors of SSIR for permission to reproduce a portion of that content here.

Impact Frontiers Collaborationとは

- 代表的なインパクト投資家13社の集まり
 - より経済的リターンを重視する投資家から社会的リターン重視の投資家まで、様々な選好の投資家で構成。



- インパクト投資時におけるインパクト・財務評価の統合について議論を重ね、ベストプラクティスや事例をハンドブックの形で2020年6月に公表。

投資家が提起している課題

インパクト投資判断時、1) 経済的リターンを十分に出せるか？ 2) 質的にインパクト基準に合致しているのか？で評価するのが一般的で、2つの軸の**相互関連性は議論できてない**。



インパクト評価はストーリー性を**直感的に評価**するしかない。
実務で活用できるほど、成熟していない。

多くの投資家は、投資先がどの程度ポジティブ・インパクトを創出できるのかまで判断できていない。最も良い投資先を見つけてきたいのに、判断するためのツールを持ち合わせていないようなものだ。**投資資金を効率的に活用できていない**。

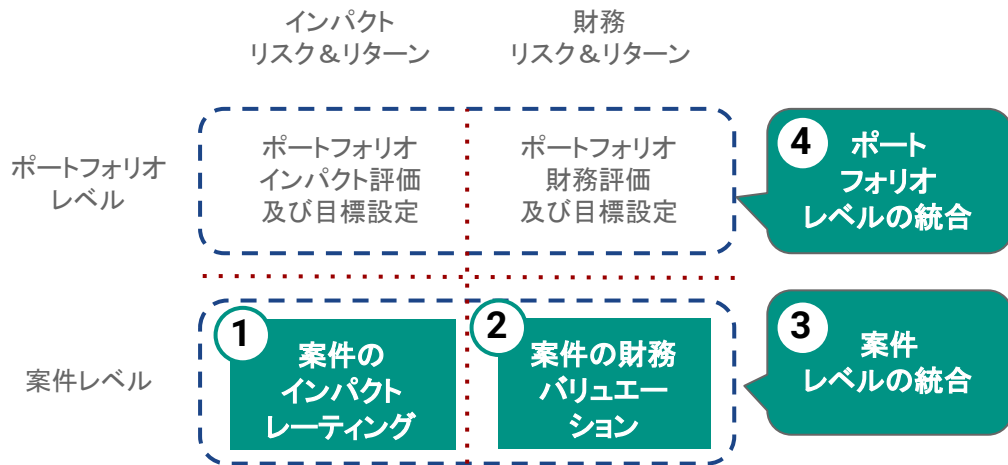


Impact Frontiers Collaborationによる提案

- **案件ごと及びポートフォリオ全体**でインパクト及び財務のリスク&リターンを検討することが重要で、ポートフォリオ最適化のため、Impact Frontiers Collaborationは**4つのプロセスの実施**を提案。

※ なお、プロセス②は通常の投資判断と同様のため、本資料での説明は割愛することとする。

インパクト・財務統合の要素と検討プロセス



「Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors」より、筆者訳

プロセス①インパクトリスク&リターンの測定

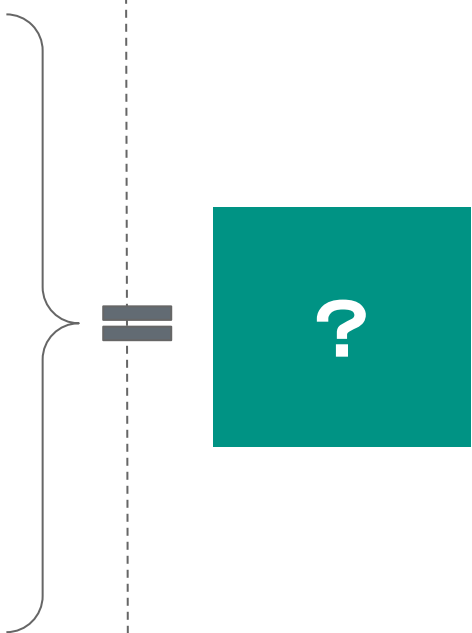
- **インパクト・レーティング**を活用する
 - 投資先の**ビジネス展開**により生ずる、**インパクト度合い**を測る指標の加重和。
 - ポイント
 - i. インパクト要因やトピックの設定
 - ii. 要因ごとの**指標及びデータソース**
 - ポジティブ/ネガティブ・インパクトを
区別
 - iii. 要因ごとの**ウェイト値**



インパクト・レーティングの作り方

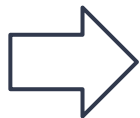
- 投資家が**独自に策定すること**を推奨(※)
 - 投資先の経営陣や従業員、顧客、地域社会、資金提供者などに**インタビュー**し、**セオリーオブチェンジ、ロジックモデル**を作成。
 - 指標は、**GIINによるIRIS+**、**GRI**、**SASB**や業界団体など既存のものを有効に活用し、投資先の業界やアセットクラスに合わせて検討。
 - Impact Frontiers Collaborationに協力した13投資家に対して調査を実施したところ、レーティングに含まれる**平均指標数は17**。
 - ステークホルダーへのインパクト度合い及び投資家のミッションやゴールに応じて、各指標のウェイト付を決定。

レーティングの指標とウェイト付 (イメージ)

項目 (IMPより)	指標 ()は採用指標数の平均	ウェイト付 数値は平均	インパクトレーティング
WHO and WHERE	A、B、C... (4.1)	25%	
WHAT	D、E、F... (3..5)	22%	
IMPACT RISK	G、H、I... (3..3)	21%	
INVESTOR CONTRIBUTION	J、K、L... (2..8)	11%	
HOW MUCH	M、N、O ... (2..5)	9%	
ENTERPRISE CONTRIBUTION	P... (0.8)	7%	
OTHER	Q... (0.5)	4%	

プロセス③ 案件レベルでの財務・インパクト統合

- 財務評価をするための指標を設定した後、過去の投資案件についてインパクト・財務両面を統合させた分析を実施



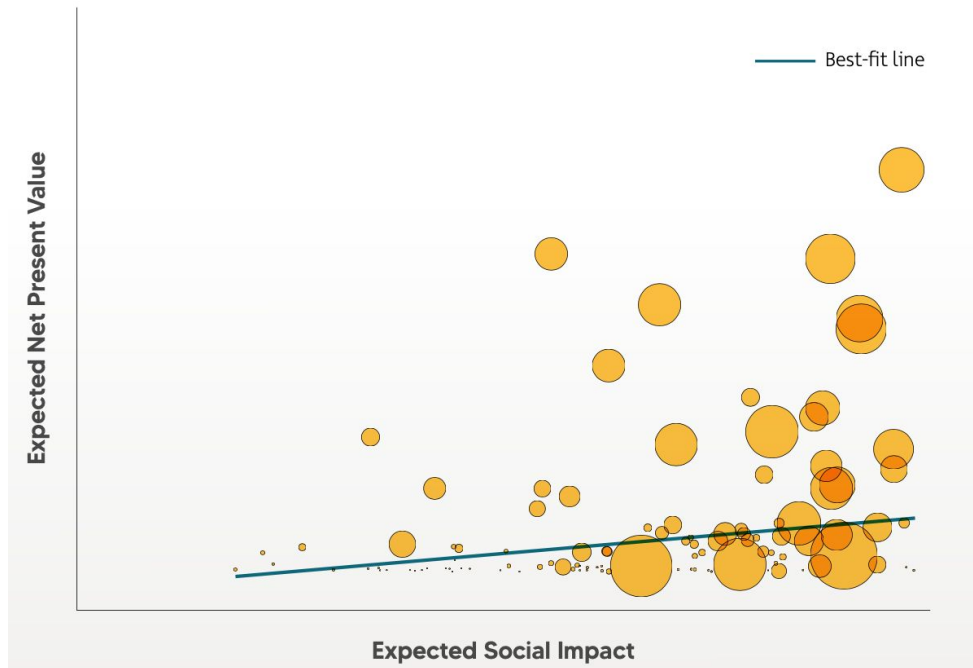
分析結果に基づき、投資適格性基準を検討

- 13の投資家が実施した分析方法は以下の3つのいずれか
 - A. 単純比較法
 - B. ベンチマーキング法
 - C. ハードルレート法

A 単純比較法

散布図の例

- 期待リターンとインパクトリターンの散布図に過去案件をプロットし、新規案件がどこに位置するか見積もるもの。
- インパクト・レーティングや財務リターンが低い案件を早い段階で除外することが可能。

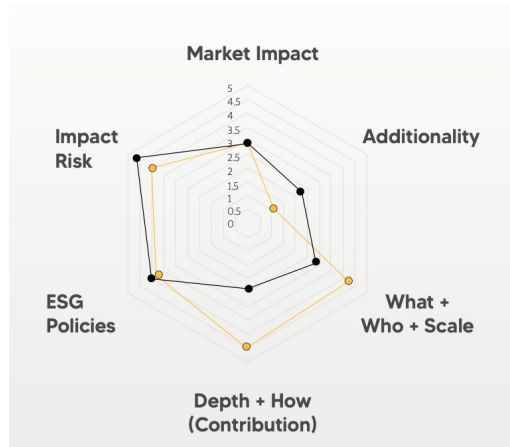


B ベンチマーキング法

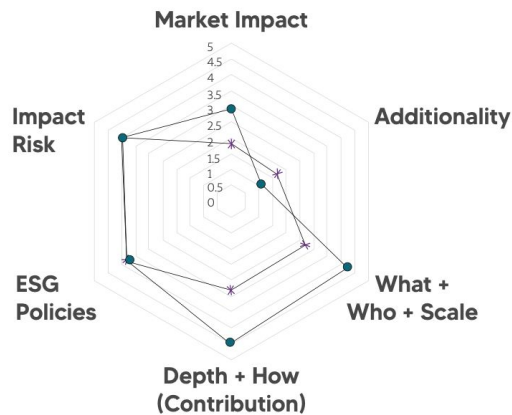
- スコアカードを活用して過去実績をベンチマークする方法。類似投資先と比較して期待値が劣る場合には、投資しないとの判断を行う。
- Calvert Impact Capital及びWater Equityが活用。

スコアカードの実例 (Calvert Impact Capital)

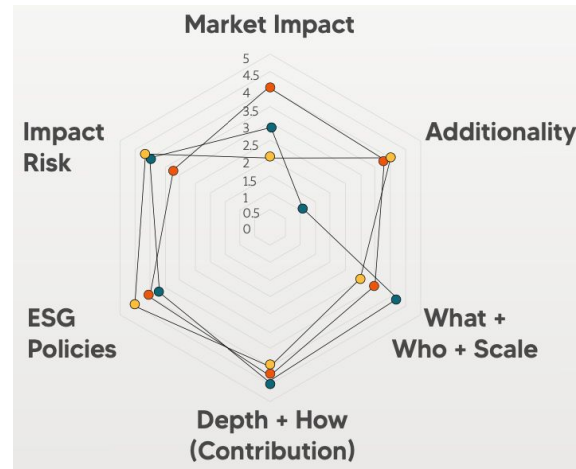
● Test Borrower
● Sector Average Benchmark



● Test Borrower
✱ Financial Benchmark (based on NPV level)



● Test Borrower
● Peer 1
● Peer 2

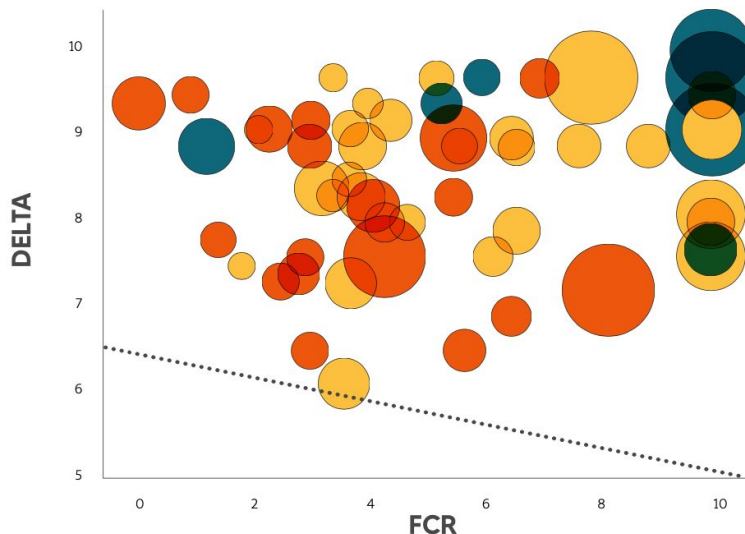


C ハードルレート法

- 特定の財務リターンに対してのインパクト・レーティングのハードルレートを定める方法をIDB Invest, Root Capital、Propelが共同開発

ハードルレートの考え方 (IDB Investの事例)

● Financial Institutions
● Infrastructure and Energy
● Corporates
... Hurdle Rate



インパクト評価 高
→財務リスクの許容度を高く

インパクト評価 低
→高い財務リターンを求める

プロセス④ポートフォリオ全体の評価及び報告

従前

投資先のセクターや所在地、インパクトテーマごとの投資数、規模、投資先が**サービスを提供できた人数の測定・報告**が一般的。



議論後

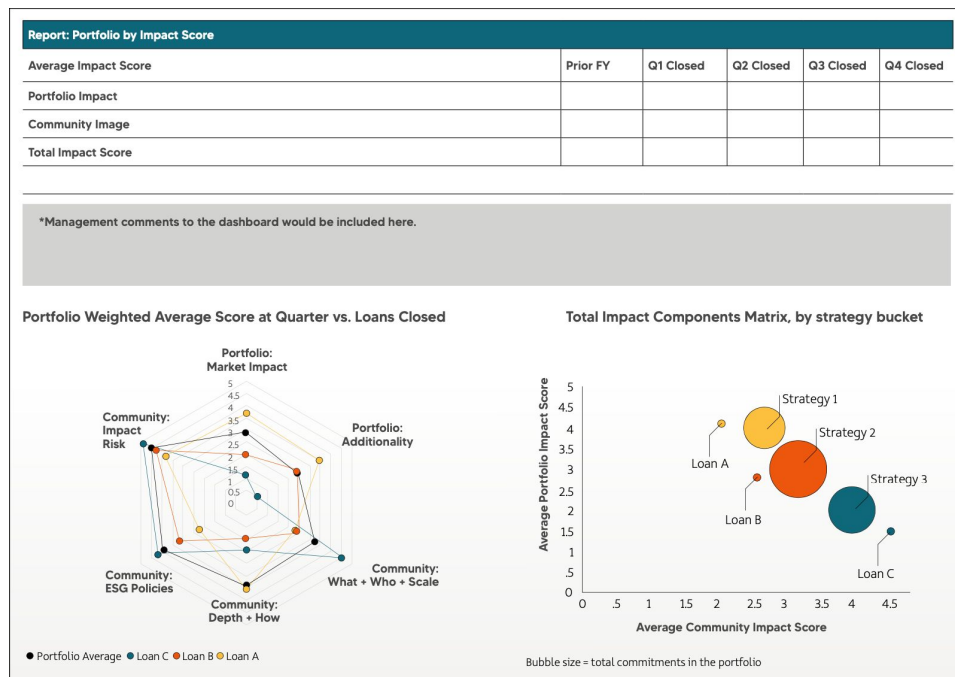
アウトカムに対する**投資先の貢献度**や**提供資金の貢献度**、期中に発生した**インパクトリスクの低減度合い**についても測定・報告すべき

- 測定内容は各社様々で工夫が必要。
 - ポートフォリオのインパクト・レーティングの平均を算出するやり方
 - 優先度の高いインパクト指標(3~6つ)を抽出するやり方

プロセス④ポートフォリオ全体の評価及び開示 投資家による望ましい報告のあり方

- **インパクト評価と財務指標を統合的に管理・報告するスタイル**が最も望ましい。
- モニタリング内容
 - 重要なインパクト及び財務指標が許容範囲内に推移しているのか。
 - **インパクト指標のうちいくつか(1~2つ)は、毎年改善しているか。**

モニタリング及び報告フォーマット例 (Calvert Impact Capital)



評価の統合は何の役に立つのか？

最適化

課題解決度の深さや長さなど、全ての案件に適用できる情報が一つでもなければ、DDをできなかったが、この考え方を導入することで、**財務・インパクトを包括的に捉え**、ポートフォリオの検討・管理ができる。

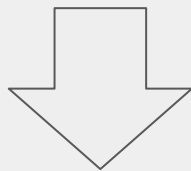
説明責任

様々なインパクト及び財務的評価の投資案件が存在するので、それぞれが**どのようにポートフォリオの目標達成に貢献しているのか**分かりやすくなった。

投資家より、財務マンドートに加え、インパクトマンドートも負っている。これで投資委員会、取締役会、投資家に対して**どの投資をなぜするのか説明しやすくなった**。

ブレイクアウト・セッション

- 自己紹介(1人30秒)※所属組織のあいうえお順
- 後編を聞いての感想、聞いてみたい質問&その理由



全体での質問共有＋質疑応答

ご清聴ありがとうございました



ESG、インパクト投資関連の
海外情報をツイートしています



ご質問はこちらへ



スナックN&N

プライベートグループ・メンバー26人



インパクト実践者が
旬のテーマについて学び・**雑談**する場
起業家・投資家・有識者で
オンラインランチ会を週次で開催
最近のテーマ:「コミュニティを通じた EXIT」、「シリコンバレー発長期経営を標榜する新取引所」、「ケニアの林業版
airbnb KOMAZA」
「ZEBRAS UNITE」等