

インパクト測定・ マネジメントに係る指針

機関投資家によるインパクト投資の適切な実践のために

第1版(2021年5月)

インパクト測定・マネジメントに係る指針について

本指針は、「インパクト投資」を実践する日本国内の機関投資家¹を主な対象として作成されたものである。

本指針においては、「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及び環境的インパクト²を生み出すことを「意図」とする投資行動を指す。機関投資家の「意図」は、インパクト投資を特徴づける最大の要素とされており、その「意図」を実現させる手段として、機関投資家は「インパクト測定・マネジメント」(Impact Measurement & Management)(以下、IMM という)³を実施する。

本指針において、IMM とは、機関投資家が、投資先企業の生み出すインパクトを測定し、投資先企業と対話しながら事業の改善を促していく仕組みを意味する。

本指針は、後述の GSG IMM ワーキンググループにおける議論に基づき、実効的な IMM の実現に資する基本的な考え方を取りまとめたものである。本指針に沿って、それぞれの機関投資家により投資先企業が生み出すインパクトを含む企業価値の向上に向けて自律的な対応が図られることを期待する。

1 機関投資家とは、顧客から拠出された資金を運用・管理する法人投資家の総称であり、例えば、年金基金、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、資産運用会社、ベンチャーキャピタル、プライベートエクイティファンドなどが含まれる。

2 インパクトとは、「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・長期間わかない)」を指す。(「日本におけるインパクト投資の現状と課題-2020年度調査-」GSG 国内諮問委員会)

3 グローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN, Global Impact Investing Network)の定義によれば、IMM とは「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」を意味する。

経緯及び背景

- 日本におけるインパクト投資市場は黎明期を終え、成長期に移行し始めている。2020年度の国内の投資残高は約5,126億円に上り、2019年度調査の3,179億円から大きな進展が見られる。
- 2018年ごろより、国内大手の機関投資家を中心にインパクト投資の取組みが進む一方で、インパクト創出をビジネスの根幹に置くスタートアップが資本市場を通じて資金調達をする事例が多く確認された。そこで、資本市場の活用に際しての課題及び解決策を検討することを目的に、GSG国内諮問委員会の指示に基づき、2018年8月に「ソーシャル・エクイティ・ファイナンス分科会」が組成された。当該分科会においては、IMMの実践事例が少なく、手法が体系化されていないことが最大の課題として挙げられた。
- グローバルなインパクト投資市場に目を向けてみると、IMMの手法は過去10年で高度化している。IMMのグローバルな基準作りも急速に進められており、今後インパクト投資市場が健全な発展を遂げるための鍵を握っていると言える。
- このような背景を踏まえ、GSG国内諮問委員会は日本のインパクト投資家間でのIMMの共通理解を形成し、IMMの実践の質を高めるため、IMMワーキンググループ(以下、IMM WGという)を設立した。VC・PE、アセットマネジメント会社、アセットオーナー合計17社(オブザーバーを含む)における未上場株式及び上場株式へのインパクト投資実務者を中心に6回にわたって会合を重ね、IMMのグローバルな原則・フレームワーク・ツール及び国内外の事例を共有し、IMMを実践する上で検討すべきポイントや、課題と解決策を洗い出した。
- その成果として、「インパクト投資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」「IMMグローバルスタンダード作りに向けたディスカッションペーパー～日本からの考察」に加えて、本指針を策定するに至った。

本指針の位置付け

- 本指針は、「インパクト投資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」で紹介するIMM実践にあたっての具体的な内容に加えて、IMM WGメンバー間で意見が一致した事項や特に強調されていた事項のうち、重要なものを指針として取りまとめたものである。
- 本指針は、非上場株式及び上場株式へのインパクト投資を対象として想定している。ただし、その他のアセットクラスへのインパクト投資においても、本指針でまとめたIMMの基本的な考え方の多くは有用であると考えられる。
- 各指針の運用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものとする。機関投資家の取り扱うアセットクラスや最終投資家などによって運用方法が異なり得ることと、本指針がもととしてい

る海外を中心とした IMM の手法開発が急速に進展しているためである。こうした点を鑑み、本指針は、詳細に規定するルール・ベースではなく、各機関投資家が置かれた状況に応じて IMM をその実質において適切に実施することができるよう、いわゆる原則主義（プリンシプル・ベース）を採用した。

- なお、本指針は、機関投資家が「責任ある機関投資家」の諸原則、いわゆる日本版スチュワードシップ・コードを受け入れることを前提としている。機関投資家がインパクトを追求する場合に、本指針を参考にインパクト投資を実践することを IMM WG は期待している。

本指針に込められた期待

- 本指針は、IMM WG の活動内容に基づき、現時点でのグローバルにおいて標準的な考え方や手法及び国内外の実践知をまとめたものである。グローバルにおける考え方を議論の前提とした理由は、1) 世界中の様々なステークホルダーと共通言語を用いてのコミュニケーションが可能となるため、2) ファンドの資金調達や投資先企業へのアクセスの幅が格段に広がると考えたためである。加えて、日本における市場環境及び実務の実情を十分に踏まえた指針を日本語でまとめ、国内の機関投資家へ広く共有する必要があると IMM WG は考えた。IMM WG は、国内で実践される IMM が、いわゆる「ガラバゴス化」することなく、むしろ世界の最先端を追求し、ベストプラクティスを日本から生み出していくことを強く期待している。
- 本指針やガイドブックで紹介されている事項を参考にしながら機関投資家が IMM を実践し、得られた学びを互いに共有していくことが重要である。それは、ビジネスを通じて社会課題の解決に挑戦する起業家（社内起業家を含む）に対してリスクマネーや必要な支援が提供されていくエコシステムの土台が築かれていくと考えるためである。

インパクト測定・マネジメントに係る指針

インパクト投資を実践する機関投資家は、投資先企業が生み出すインパクトの持続的な拡大に向けて、以下の指針に沿った投資活動を行うことが望ましい。

指針 1

機関投資家は、自社の経営戦略にインパクトの創出を明確に位置づけたうえでインパクト・ファンドの投資戦略を立案すること。

指針 2

機関投資家は、インパクト・ファンドの投資戦略に沿った投資の実行ができるよう、グローバルで採用されている考え方や手法を考慮しながら適切な IMM プロセスを設計すること。

指針 3

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するよう、投資先企業の創出するインパクトについての深い理解に基づき、当該企業の状況を的確に把握（モニタリングという）し、投資先企業との建設的な目的を持った対話（エンゲージメントという）を実施すること。

指針 4

機関投資家が投資先企業の持分株式を売却するにあたっては、投資先企業が生み出すインパクトが失われることがないよう、その持続性への影響を考慮しながら判断すること。

指針 5

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するようどのようにインパクトの意図を実現したのか、最終投資家に対して定期的に報告すること。

指針 1

機関投資家は、自社の経営戦略にインパクトの創出を明確に位置づけたうえでインパクト・ファンドの投資戦略を立案すること。

機関投資家は、財務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意図の実現を通じて、投資先企業のインパクトを考慮した企業価値の向上や持続的な成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な財務的及び社会的リターンの拡大を図る。

機関投資家は、こうした認識のもと、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中で、自らの置かれた位置を踏まえ、資産運用会社としての社会的な存在意義を考慮しながらどのようにしてインパクト投資の意図を実現させていくのかを、自社の経営戦略に掲げることが望ましい。

その上で、投資を通じてどのような価値を社会に対して提供するのかを投資戦略として明確にすることが望ましい。投資戦略には、インパクト・テーマの設定やその戦略への組み込み、経済性と社会性の両立の程度、IMM を活かした投資意思決定プロセスなどの要素が含まれる。

上記の詳細については、「インパクト投資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」参照のこと。

指針 2

機関投資家は、インパクト・ファンドの投資戦略に沿った投資の実行ができるよう、グローバルで採用されている考え方や手法を考慮しながら適切な IMM プロセスを設計すること。

機関投資家がインパクト・ファンドの投資戦略に沿ってインパクト投資の意図を実現させるためには、投資先企業が生み出すインパクトを測定し、投資先企業と対話しながら事業の改善を促していく仕組みである IMM プロセスを導入することが極めて重要である。また、インパクト・ファンドとして一定レベルの IMM の質を担保するため、インパクト・ファンドから投資する全ての投資案件に適用できる、一貫した IMM プロセスを設計し、導入することが望ましい。

IMM プロセスには、投資判断時における投資先企業のポジティブ及びネガティブ・インパクトの特定をはじめ、多面的な分析、重要なインパクト KPI や目標値の設定、投資後のモニタリングやエンゲージメント（指針 3）、継続的なインパクト創出を考慮したエグジット判断（指針 4）、最終投資家に対する報告（指針 5）が含まれる。

上記の詳細については、「インパクト投資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」参照のこと。

指針 3

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するよう、投資先企業の創出するインパクトについての深い理解に基づき、当該企業の状況を的確に把握(モニタリング)し、投資先企業との建設的な目的を持った対話(エンゲージメント)を実施すること。

機関投資家が投資実行後、投資判断時に分析した投資先企業の創出するインパクトやインパクト KPI の進捗をモニタリングし、さらに中長期的な観点から企業価値を高めるために投資先企業とのエンゲージメントを実施することは極めて重要である。

モニタリングの対象として、財務状況に加え、投資先企業のインパクト KPI に対する進捗状況、ネガティブ・インパクトの有無やその対応状況など様々な事項が想定されるが、どの事項に着目するかについては機関投資家の掲げるインパクト・ファンドの投資戦略に沿って実施するのが良いと考えられる。

エンゲージメントの方法や深度についてもアセットクラスや投資先企業の事業ステージによって異なるものの、機関投資家の掲げるインパクト・ファンドの投資戦略に沿って協調的な対話を実施することが重要である。非上場株式の場合には、IMM プロセスが投資先企業のステークホルダーとの共通言語となるようにハンズオン支援を実施するのが良いと考えられる。

上記の詳細については、「インパクト投資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」参照のこと。

指針 4

機関投資家が投資先企業の持分株式を売却するにあたっては、投資先企業が生み出すインパクトが失われることがないように、その持続性への影響を考慮しながら判断すること。

機関投資家は、最終投資家の意向に沿って持分株式の売却のあり方を考えることが望ましい。その上で、機関投資家が持分株式の売却の判断を行う際には、投資先企業が創出しているインパクトを継続することができるよう十分に考慮する。

例えば、非上場株式の場合、エグジット判断にあたっては、売却価格に加え、投資先企業が創出しているインパクトを理解し、インパクトをさらに拡大させることのできる売却先を慎重に検討することが重要である。

上場株式の場合、機関投資家は、投資先企業の財務的なパフォーマンスに基づき売却に係る判断が行われることが想定されるが、長期投資を実現する投資プロセスや投資先企業とのインパクト創出に関する日頃のエンゲージメントの確立が重要である。

上記の詳細については、「インパクト投資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」参照のこと。

指針 5

機関投資家は、企業価値の持続的な向上に資するようどのようにインパクトの意図を実現したのか、最終投資家に対して定期的に報告すること。

最終投資家はインパクト創出の意図を持ってインパクト・ファンドに投資をしているため、最終投資家の意図がどの程度実現されたのか、機関投資家が最終投資家に対して定期的に報告することが重要である。報告の際には、インパクト KPI の目標値と実際に創出されたインパクトのパフォーマンスの比較や、ポジティブ及びネガティブ・インパクトの比較検証など、定量的な情報と定性的な情報を組み合わせて行うことが考えられる。そして、機関投資家はこれらの情報をもとに投資活動を振り返ることで、得られた学びを将来的なインパクト投資活動ひいては IMM の改善に役立てていくことが期待される。

国内において IMM の実例が少ない一方で、海外においては IMM の議論及び手法の開発が急速に進展している状況にある。各機関投資家は、IMM プロセスの PDCA を繰り返し、その学びをインパクト投資業界に共有していくことが重要である。

上記の詳細については、「インパクト投資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」参照のこと。

賛同者

本指針は、以下のメンバーで構成される GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループにて、2021 年 3 月に作成した（組織名あいうえお順）。

- ・ グローバル・ブレイン株式会社（重富 渚）
- ・ 一般財団法人社会変革推進財団（安間 匡明）
- ・ 新生企業投資株式会社（黄 春梅、高塚 清佳）
- ・ 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（白石 智哉）
- ・ 第一生命保険株式会社（黒田 洋一郎）
- ・ ニッセイアセットマネジメント株式会社（林 寿和）
- ・ 株式会社日本取引所グループ（松尾 啄己）
- ・ 野村アセットマネジメント株式会社（今村 敏之）
- ・ ブラックロックジャパン株式会社（内藤 豊）
- ・ 株式会社みずほ銀行（末吉 光太郎）
- ・ 三井住友トラスト・ホールディングス株式会社 / 株式会社三井住友信託銀行（林田 稔）

事務局 （組織名あいうえお順）

- ・ 一般財団法人社会変革推進財団（菅野文美、澤井典子）
- ・ 株式会社日本取引所グループ（須藤奈応）
- ・ 認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会（鴨崎貴泰、清水潤子）
- ・ 株式会社ファンドレックス（平尾千絵）
- ・ 株式会社ブルー・マープル・ジャパン（今田克司、千葉直紀）
- ・ アドバイザー：竹林正人（サステイナリティクス・ジャパン株式会社）

問い合わせ窓口

GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ事務局担当（一般財団法人社会変革推進財団）
< info@siif.or.jp >