

GUIDEBOOK FOR  
IMPACT MEASUREMENT & MANAGEMENT

# 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

第1版（2021年5月）

## 目次

はじめに ～本ガイドブックの目的～	03
<b>第1章 インパクト測定・マネジメント (IMM) の基礎</b>	04
1. インパクト測定・マネジメントとは	04
1) インパクト投資の中核的特徴	04
2) インパクト測定から IMM への進化	05
3) インパクト投資における IMM の重要性	05
4) IMM の主な担い手	06
2. グローバルで活用されている主な IMM の原則及びフレームワーク	07
1) インパクトに関する基本的考え方	07
2) IMM に関連する原則やフレームワーク	08
a. Operating Principles for Impact Management	08
b. Investing with SDG Outcomes: A Five-Part Framework	09
c. The Principles for Positive Impact Finance	10
3) インパクト・テーマの特定	11
4) インパクト指標の設定	12
3. 今後の潮流	13
1) 標準化に向けて	13
2) インパクト・ウォッシュの防止	14
<b>COLUMN</b> SDG インパクト (UNDP)	15
<b>第2章 IMM 実践にあたってのガイド ～ IMM ワーキンググループでの議論より ～</b>	17
1. IMM プロセス概観	17
2. 実施内容及び実践者の声	19
1) ステップ1: 投資戦略	19
a. ファンド・マネージャーは、インパクト・ゴール達成に向けた戦略をどのように立案するか?	19
b. 個別案件への投資を決定するプロセスや体制は?	23
c. ファンド・マネージャーは、最終投資家からの潜在的需要をどのように喚起し、資金調達するか?	25
<b>COLUMN</b> 「パーパス」を巡る潮流とインパクト投資への含意 / ニッセイアセットマネジメント 林寿和氏	27
2) ステップ2: 組成とストラクチャリング	29
a. ファンド・マネージャーは、インパクト実現に向けてどのように「貢献」するか?	29
b. インパクト・ゴール達成に向けた IMM プロセスとは?	29
c. ファンド・マネージャーは、ネガティブ・インパクトの評価をどのように行うか?	37
3) ステップ3: モニタリング及びエンゲージメント	39
a. ファンド・マネージャーは、効果的かつ効率的なモニタリングをどのように実施するか?	39
b. ファンド・マネージャーは、モニタリングに必要なデータ収集について、投資先が十分なデータを保有していない場合、どのような工夫ができるか?	39
c. ファンド・マネージャーは、投資先との間でどのようなエンゲージメントを行うか?	40

4) ステップ4: 売却判断・レポーティング	42
a. ファンド・マネージャーが持分株式を売却する際、検討すべき点とは？	42
b. ファンド・マネージャーは、最終投資家に対してパフォーマンスに係る報告をどのように行うべきか？	43
c. IMM プロセスの検証のあり方とは？	48
<b>COLUMN</b> OPIM の成り立ち (OPIM 事務局ダイアン・ダムスキー氏のインタビュー)	49
<b>第3章 ケーススタディ集</b>	50
1. Nuveen, LLC	50
2. BlackRock, Inc. (BlackRock Impact Fund)	52
3. LGT Lightstone Europe LLP (LIGHTROCK)	54
4. 新生企業投資株式会社及び一般財団法人社会変革推進財団 (SIIF) (日本インパクト投資2号投資事業有限責任組合 (通称: はたらく FUND))	56
5. 第一生命保険株式会社	58
6. 野村アセットマネジメント株式会社	60
<b>第4章 まとめ</b>	62
～ ステップ別重要な検討ポイント及び共通して見られた見解 ～	62
<b>むすび</b>	65
< 別添 >	
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 ～	69
< 参考資料 >	
1. 用語集	70
2. GSG 及び GSG 国内諮問委員会とは	71
3. IMM に関する海外の参考文献	71
4. IRIS+ のコアメトリックス例	74
5. インタビュー実施先	76
6. IMM ワーキンググループ参加者一覧	77
7. 事務局	78

## はじめに

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。GSG 国内諮問委員会が実施した「日本におけるインパクト投資の現状と課題（2020 年度調査）」によれば、直前の年度決算期末時点における国内のインパクト投資残高として約 5,126 億円が確認され、2019 年度調査で把握できた 3,179 億円から大きな進展が見られた。国内大手金融機関を中心にインパクト投資の取り組みが進む中、GSG 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 月公表）においても問題提起されたように、最大の課題として、インパクト測定・マネジメント（Impact Measurement & Management, IMM）のアプローチが断片的で体系化されていないことがあげられている。

一方で、グローバルなインパクト投資市場に目を向けると、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN, Global Impact Investing Network）の調査によれば、IMM 手法の高度化が過去 10 年間に見られた進展であると同時に、今後の課題としても上位にあげられている。つまり、まさに現在進行形で IMM のグローバルな基準作りが急速に進められており、今後インパクト投資市場がインテグリティをもった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 に関する共通理解を形成し、IMM の実践の質を高めるため、IMM ワーキンググループ（WG）を設立した。2020 年度は、ベンチャーキャピタル・資産運用会社・アセットオーナー計 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・ツール及び海外・国内事例を共有し、IMM を実践する上での検討ポイントや課題と解決策を洗い出した。その成果として、「インパクト投資実践のためのインパクト測定・マネジメントに係る指針」、「IMM 実践ガイドブック」（以下、「本ガイドブック」）、「IMM の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」を策定するにいたった。

本ガイドブックは、インパクト投資の実務者が、投資プロセスを通じて、IMM を実践する上で重要だと思われる検討ポイントや直面し得る課題と対応策について、グローバル及び国内における現時点での実践知を参考に作成された。本年度は、特に非上場株式及び上場株式へのインパクト投資にフォーカスを当て、まとめている。IMM の本質的な考え方や基本的な手法については異なるアセット・クラスにおいても共通すると考えられるものの、実務の詳細については、アセット・クラスごとに特徴が出る可能性があると考えたためである。

なお、IMM 手法はデファクト・スタンダード形成に向けた過渡期にあり、今後また新たな考え方や手法が開発されていく可能性があるため、本ガイドブックにおいては最低限守るべき事項を示すのではなく、インパクト投資家へのヒアリングに基づく国内外における最先端の実践知を示すに留まっている。本ガイドブックで紹介する実践例は多様であるものの、本ガイドブック読者の意思決定に資するよう、その多様性の背後にある考え方や理由及び傾向をできるだけ浮彫りにすることに努めた。その結果として、当ワーキンググループにおけるディスカッションからある程度の共通項として認められた事項に関しては、第 4 章に「共通して見られた見解」としてまとめている。

本ガイドブックが、今後日本において質の高いインパクト投資の実践が積み上がる後押しにつながることを切に願う。

— GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ事務局一同



# 第1章 インパクト測定・マネジメントの基礎

## 1. インパクト測定・マネジメントとは

### 1) インパクト投資の中核的特徴

グローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN) は、インパクト投資を「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」と定義している。定義文で言及されている「意図 (intentionality)」、「金銭的なリターン」、「インパクトの測定・報告」に加え、強調すべき要素として「多様なアセット・クラス」すなわち特定のアセット・クラスに限るものではないことが明記されている<sup>1</sup>。

加えて、GIIN は、2019 年にインパクト投資を実践する投資家とともに、インパクト投資が信頼に足る市場として育てていくことを目途に、これから参入しようとする投資家への期待または参加要件としてインパクト投資の「4 つの中核的特徴」を以下のようにまとめた。

インパクト投資を行う投資家は<sup>2</sup>、

4 つの中核的特徴	補足説明
1. ポジティブな社会的・環境的インパクトに意図をもって貢献する。	「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、インパクトが派生するのみではインパクト投資とはみなされないことが強調されている。
2. 投資設計において、エビデンスとインパクトデータを活用する。	可能な限りエビデンスやデータを活用し、投資家の「勘」に頼らないこと。
3. インパクトの創出状況（インパクト・パフォーマンス）を管理する。	インパクト投資が「意図」をもつということは、その「意図」を達成するためのマネジメントを行うことを意味する。具体的には、フィードバック・ループを活用すること、関係者にパフォーマンス情報を共有すること等がある。
4. インパクト投資の成長に貢献する。	インパクト投資家は、それぞれがもつインパクト戦略、目標、パフォーマンスの叙述において共通言語や共通指標の開発に努める。加えて、社会的・環境的インパクトを生み出す経験則の普及のために、できる範囲で学びを共有する。

1 Core Characteristics of Impact Investing (brochure, GIIN) [https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf)

2 CORE CHARACTERISTICS OF IMPACT INVESTING (GIIN) <https://thegiin.org/characteristics>

## 2) インパクト測定からインパクト測定・マネジメント (IMM) への進化

以上の説明からわかるように、「意図」をもつことはインパクト投資の生命線といえる。それは、投資行動の「なぜ (WHY)」を、それぞれの投資家が問うこと、つまり「なぜ社会的・環境的インパクトを生み出そうとするのか」を問うことであり、その問いが具体的に「何を (WHAT)」「いかに (HOW)」するのかに先んじて問われるべきだということの意味する。投資の戦略性が問われるのはインパクト投資に始まったことではないが、インパクト投資によって、「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」戦略性に正面から取り組まれるようになったといえる。

インパクト投資の定義において強調されている要素に、「インパクトの測定・報告」があった。インパクトの測定には技術的なハードルもあり、多くの投資家の注目が集まっていたが、インパクト投資の実践が進むにつれ、「いかにインパクトを測るか」(HOW) に腐心する前に、WHY を出発点にして一連のマネジメントを行うことが、インパクト投資の重要課題であることが共有されてきたといえる。例えば、その気づきを、Skopos Impact Fund & Bridges Impact+ は次のように語っている。

「2014年にインパクト・ファンドを立ち上げたとき、教育等、直感的にインパクトを出しそうなセクターに投資すればよいと思い、利用可能な様々なインパクト測定方法を調べることから始めました。しかし、ファンドがどの程度のインパクト・パフォーマンスを発揮しているかについて、意味のある結論を出すのは難しいことがわかり(中略)、私たちの課題は、測定そのものではなく、私たちににとっての成功がどのようなものであるかを明確にしていないことだと気付きました。」<sup>3</sup>

このように、「意図」を出発点にすることで中核的特徴の3つめが自然に派生する。すなわち、「意図」を達成するために、そのためのマネジメントが要請されるということである。インパクト測定に加えてインパクト・マネジメントが重要だという気づきが、IMM(インパクト測定・マネジメント)という呼び名に集約されるようになっていった。インパクト測定という「点」で考えるのではなく、インパクト測定を含むインパクト・マネジメントという一連の流れ、「線」で考えることが重要と考えられるようになった。

## 3) インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント (IMM) の重要性

GIIN が整理したインパクト投資におけるマネジメント、すなわち IMM は、本質的に反復的なもの、すなわち測定のためのステップとマネジメントのためのステップが反復的に現れるものであるとされている。そして、その基本要素には、1) インパクト・ゴールと期待値の設定、2) 戦略策定、3) 測定指標の決定と、目標値の設定、4) インパクト・パフォーマンスの管理、の4つがあるとされる<sup>4</sup>。そして、これを一巡したあと、そこからの学びを次のサイクルに反映させる循環的なものであるといえる。

インパクト投資における IMM の重要性が認知されるにつれ、GIIN は、IMM の実践状況を 169 のインパクト投資家を対象に調査を行い、2017年12月に「IMMの実践に関する現状報告書」を出している<sup>5</sup>。「ここ数年、インパクト投資業界は IMM 実践の発展のために労力を注入してきた」<sup>6</sup>との前置きのもと、IMM の進化をおもにアンケート結果で報告した。そして、GIIN が 2020年1月に発表した報告書の第2版(278のインパクト投資家を対象に調査)によれば、「IMMの実践や報告についての投資家の理解」、「IMMについてのガイダンス」、「IMMに関するツールやフレームワークの洗練」、「IMMの実践に関するリサーチやデータ」、「IMMのスキルをもつ専門家」において、「大いに」

3 Skopos Impact Fund & Bridges Impact+ (2016) "MORE THAN MEASUREMENT: A Practitioner's Journey to Impact Management." p.3 より意訳。太字は本ガイドブックで追加したもの。<https://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/02/Bridges-Skopos-More-than-Measurement-print-view.pdf>

4 <https://thegiin.org/imm/>

5 <https://thegiin.org/research/publication/imm-survey>

6 同 p.12

または「ある程度」進んだと考える回答者がほぼ 9 割または 9 割以上という結果が出ている<sup>7</sup>。加えて、GIIN による 2020 年 7 月のインパクト投資家年次調査では、「私の所属する組織では、IMM 実践をより精緻に行うようになった」という言明に「強く同意する」と「同意する」と回答した合計が 88% に上った<sup>8</sup>。IMM の重要性が理解され、その実践が進んでいることを示している。

#### 4) IMM の主な担い手

以上のように、IMM の推進役として、インパクト投資業界自体を牽引している GIIN の存在は大きい。加えて、インパクト投資家のみならず、ESG 投資やサステナブル・ファイナンスの流れ全般を視野に入れ、投資や金融全体において、インパクトに注目し、戦略に組み込み、測定・報告を行う大きな流れを作っている存在として、Impact Management Project (IMP) がある。IMP では、2016 年以来、2,000 以上の実務家（投資家・事業家）を集め、いかにインパクト・マネジメントを行うかについて、国際的なプラットフォームを形成し、合意形成と規範の提示を行っている。IMP の組織編成は短い期間の間に変遷を遂げているが、2020 年以降、プラットフォームの中核組織はストラクチャード・ネットワークと呼ばれ、その中にインパクトに関する規範や基準の設定で役割を担う 16 の団体（基準設置機関）が加盟している（2021 年 3 月現在）<sup>9</sup>。

図表 1 IMP のストラクチャード・ネットワーク（2021 年 3 月 現在）



7 <https://thegiin.org/research/publication/imm-survey-second-edition>, p.26

8 <https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>, p.47






9 <https://impactmanagementproject.com/impact-management/structured-network/>

## 2. グローバルで活用されている主な IMM の原則及びフレームワーク

### 1) インパクトに関する基本的考え方

IMP では、インパクトを、「組織によってもたらされるアウトカムの変化。インパクトには < 正 >、< 負 >、< 予期されたもの >、< 予期されないもの > が含まれる」と定義している<sup>10</sup>。その上で、IMP が合意形成に尽力し、その普及にもっとも力を入れてきたものに、IMP の 5 dimensions: 「インパクトの 5 つの基本要素」がある。これは、インパクトに関する基本的考え方であり、インパクトを WHAT (アウトカムの内容や重要度)、WHO (アウトカムが現れている対象)、HOW MUCH (大きさ、深さ、期間を含めたアウトカムの発生度合い)、CONTRIBUTION (変化に対する貢献度合い)、RISK (予期されるインパクトがなかった場合のリスク) の 5 つの側面から捉えるもので、インパクトを考える際の必要条件として考えられるようになっている。

図表 2 インパクトの 5 つの基本要素

Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
 <b>What</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•What outcome is occurring in the period?</li> <li>•Is the outcome positive or negative?</li> <li>•How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?</li> </ul>
 <b>Who</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Who experiences the outcome?</li> <li>•How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?</li> </ul>
 <b>How Much</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?</li> </ul>
 <b>Contribution</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Would this change likely have happened anyway?</li> </ul>
 <b>Risk</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?</li> </ul>

<sup>10</sup> <https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/>

2) IMM に関連する原則やフレームワーク

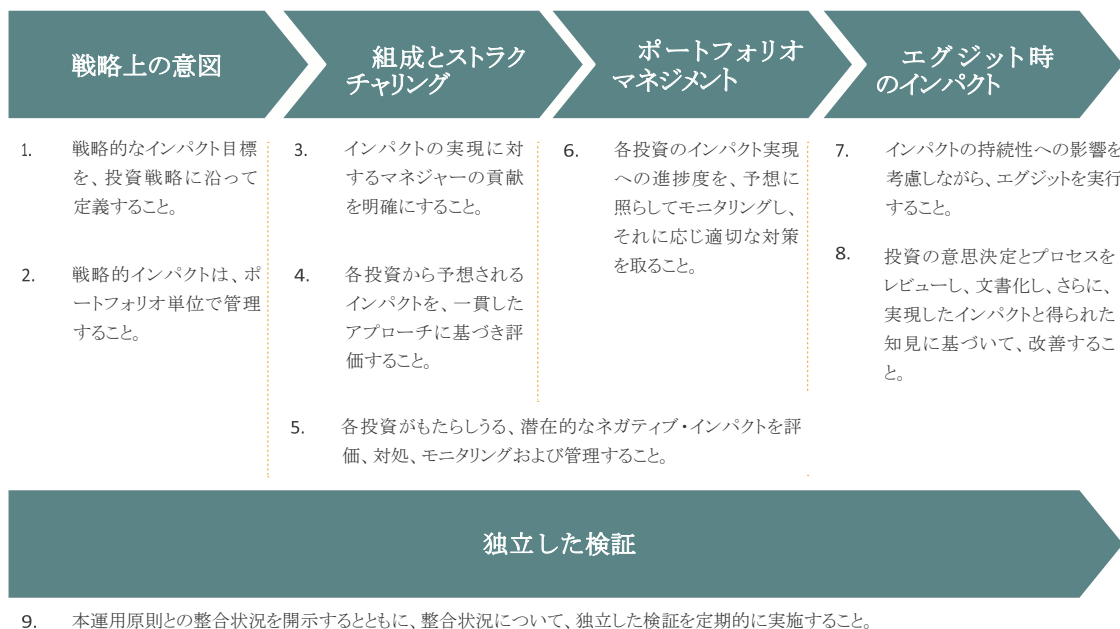
上述のように、GIIN は IMM の基本要素を整理したが、投資家が求める IMM に関するガイダンスは、他の基準設置機関からも提供されている。その代表的なものをいくつか紹介する。

**a. Operating Principles for Impact Management (OPIM, インパクト・マネジメント運用原則<sup>11)</sup>**

<https://www.impactprinciples.org> (日本語訳あり<sup>12)</sup>)

作成者	国際金融公社 (IFC)
作成年	2019 年
目的	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する。
署名機関	119 機関 (2021 年 3 月現在)
概要	インパクト・マネジメントのステップを 9 つの原則としてまとめている。原則 9 に「独立した検証」を置いているのも一つの特徴である。

図表 3 原則・フレームワークの図示<sup>13</sup>



11 日本語訳では「インパクト投資の運用原則」となっている。

[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/fe499630-792d-434f-8dd2-f5d06da4c1ed/Impact+Investing+Principles\\_+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mSUxyEd](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/fe499630-792d-434f-8dd2-f5d06da4c1ed/Impact+Investing+Principles_+FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mSUxyEd)

12 同上

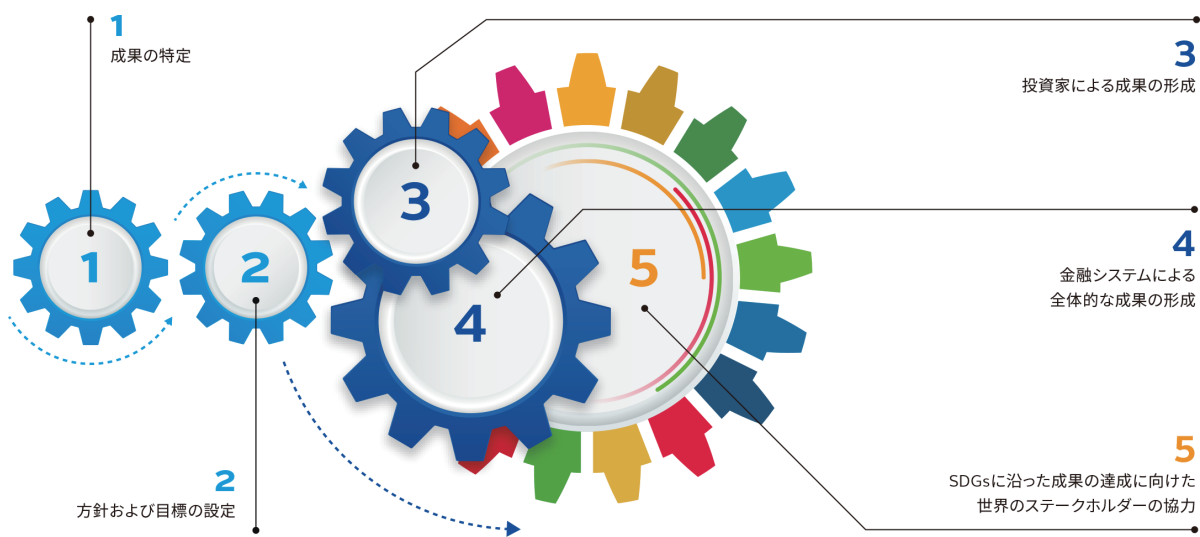
13 同上

**b. Investing with SDG Outcomes: A Five-Part Framework** (SDG の成果を伴う投資 : 5 つの枠組み)

<https://www.unpri.org/download?ac=10795> (日本語訳あり<sup>14</sup>)

作成者	PRI
作成年	2020 年
目的	SDGs と連動したインパクトの創出を志向する投資家のために、5 つのポイントを中心とするフレームワークを示す。
署名機関	PRI 本体の署名は 3,816 機関。内訳は、投資マネジメント機関 2,789、アセットオーナー 609、サービス・プロバイダー 418 (PRI 自体への署名機関、2021 年 3 月現在)
概要	PRI は 2006 年に責任投資原則を提示して以来、責任投資の基準づくりをリードしてきた。その PRI が、SDGs と連動したインパクトの創出を意識した PRI 署名機関向けのガイダンスづくりの一環で提示したフレームワークである。

図表 4 原則・フレームワークの図示<sup>15</sup>



<sup>14</sup> <https://www.unpri.org/download?ac=11519>

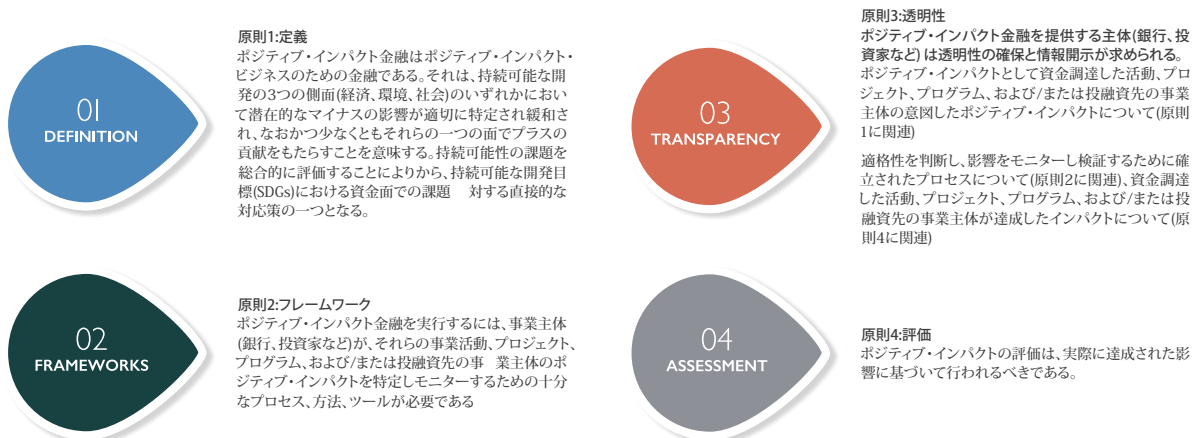
<sup>15</sup> 同上

c. The Principles for Positive Impact Finance ( ポジティブ・インパクト金融原則 )

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-AW-WEB.pdf>  
 (日本語訳あり<sup>16</sup>)

作成者	国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)
作成年	2017 年
目的	金融関係者及びそのステークホルダーが、インパクトを分析し、マネジメントを行い、ビジネスのインパクト向上に向けた出発点となるハイレベル・フレームワークを提示する。
署名機関	UNEP FI 自体に署名制度はない。メンバーシップ制を持っており、メンバーのうち、投資機関のメンバーは 42 機関 (2021 年 3 月現在) <sup>17</sup> 。
概要	銀行、投資家・寄付者、監査会社・格付け会社を対象に、すべての業態あるいは形態の金融機関と金融商品に適用される、持続可能な開発の 3 つの側面 ( 経済、社会、環境 ) を総合的に考慮し、プラス面とマイナス面両方の影響評価にもとづいた、持続可能性の課題に総合的なアプローチを提案するものである。

図表 5 原則の内容<sup>18</sup>



以上のうち、「インパクト・マネジメント運用原則」以外は、インパクト投資家のみを対象としたものではないが、インパクトを志向する投資家や金融関係者の輪が拡大するにつれ、ESG 投資含め、サステナブル・ファイナンスの世界全体にもインパクト・マネジメントや IMM の実践が普及してきたことを示している。PRI の「SDG の成果を伴う投資：5 つの枠組み」では、投資家単位のインパクト・マネジメント ( フレームワーク 1 ~ 3 ) を超えて、金融システム ( フレームワーク 4 ) や SDGs 達成を目指すすべてのステークホルダー ( フレームワーク 5 ) を対象にしたフレームワークを提示している一方、UNEP FI の「ポジティブ・インパクト金融原則」では、すべての業態あるいは形態の金融機関と金融商品における持続可能な開発への影響評価を考える原則を提示している。原則 2 では、「ポジティブ・インパクトを判断するための一定のプロセス、基準、方法を設定する」とマネジメントを意識した書き振りが見られる。加えて、UNEP FI では、Corporate Impact Analysis Tool においてインパクト・マネジメントの具体的なツールを提供している<sup>20</sup>。

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

17 <https://www.unepfi.org/members/investment/>

18 16 文書より。 [https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/12/PI-Impact-Radar\\_J.pdf](https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/12/PI-Impact-Radar_J.pdf)

20 <https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-publications/corporate-impact-tool/>







## 4) インパクト指標の設定

GIIN では、IMM の第一歩であるインパクト・テーマ設定、加えてインパクト指標の設定や測定、報告に至る IMM の総合ツールとして、IRIS+ (アイリス・プラス) を 2019 年にリリースした<sup>25</sup>。

IRIS は、アウトカムを測定するための主要な指標カタログとして、2008 年から開発・運用されており、バージョン 5 まで更新されている。最新版の IRIS5.0 では 594 個の指標が用意されている。IRIS+ は、IRIS を発展させたものであり、インパクト・カテゴリーの設定 (SDGs ゴールとの対応も可能) からはじめて、IMP の「インパクトの 5 つの基本要素」を組み込み、インパクト投資のプロセス全般で活用できるようになっている。

図表 8 IRIS+ のインパクト・カテゴリー (2021 年 3 月 時点)



IRIS+ で導出される、「インパクトの 5 つの基本要素」で整理されたコア・メトリックス・セットがどのようなものか、一例 (「ジェンダーによる賃金格差の解消」がテーマ) を提示する (巻末の参考資料参照)。

加えて、指標の設定に関しては、サステナブル・ファイナンスの大枠内でも様々な動きが見られるが、なかでも EU タクソノミーが参照点として特筆できる。EU タクソノミーについては、国内でも解説が多く出されているが、2020 年 3 月にテクニカル専門家グループ (TEG) が最終報告書を出し<sup>26</sup>、6 月に欧州議会で可決されたことで、制定から実施へと舵を切っている。気候変動問題、特に脱炭素化のテーマを中心課題とし、これを含む 6 つの環境目的 (気候変動緩和、気候変動適応、水と海洋資源、サーキュラー・エコノミー、汚染防止と管理、生物多様性) における分類法 (タクソノミー) をもとに規制をかけていく試みになっている。基本的に環境分野の分類だが、「最低限のセーフ

<sup>25</sup> <https://iris.thegiin.org>

<sup>26</sup> Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020 年 3 月)

[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf)

ガード」を課すことで、社会的な要素への目配りも見られる。分類法のため指標レベルでも詳細設定があり、公表されているリストから、以下を例として記載する。<sup>27</sup>

	セクター	企業活動	詳細記述	緩和基準	
				原則	指標と閾値
(例示)	製造業	有機化学素材の製造	アセチレン、エチレン、プロパン、ブタン(等)	CO2 排出量の大きい有機物製造過程に関するもの	温室効果ガス排出量

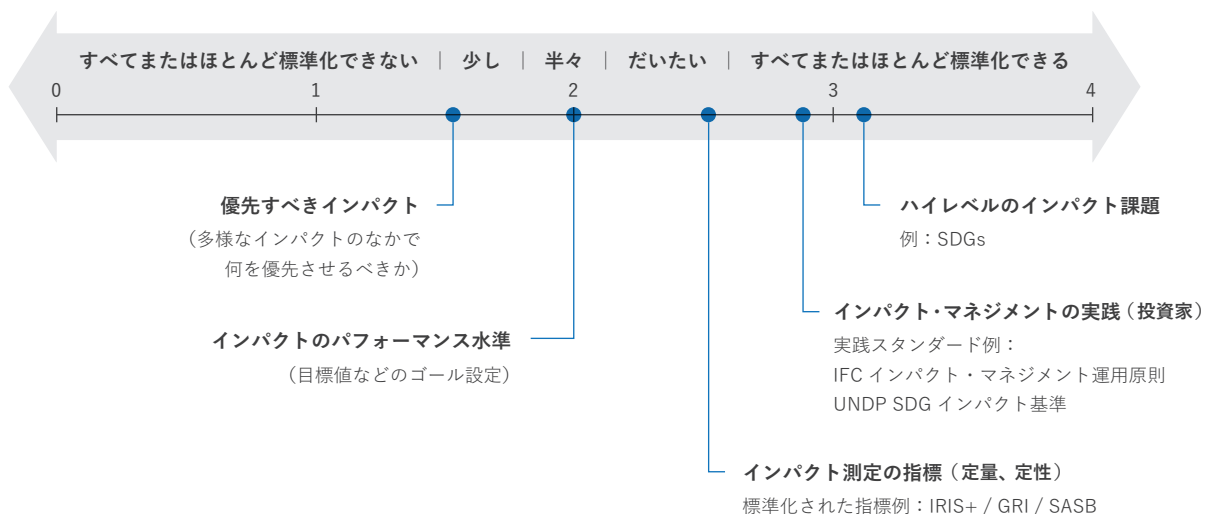
### 3. 今後の潮流

インパクト投資全般に関しては、大きな流れとして、サステナブル・ファイナンス全般におけるインパクトの主流化が見られている。本ガイドブックは IMM に関するガイドを提示するもののため、この大きな流れについては別に扱うとして、IMM に絞って考えた場合、注目すべき今後の潮流として2点が挙げられる。

#### 1) 標準化に向けて

インパクトが主流化されていく中で、インパクトが市場で流通する共通言語になるためには、ある程度の標準化が必要という意見は内外でよく聞かれる。IMP でも、この意識に基づいて、ワーキンググループを立ち上げ、インパクト投資家間での議論を行った。その結果が、2020年に小冊子としてまとめられている<sup>28</sup>。下図は、その内容を当ワーキンググループ会合資料としてまとめたものだが<sup>29</sup>、ここに見られるように、概ね標準化できるものと、標準化を必ずしも加速させるべきでないというものがあることが、インパクト投資実践者の議論から浮かび上がっている。ハイ

図表 9 標準化に関する考え方 (IMP 資料をワーキンググループでまとめた)



27 [https://ec.europa.eu/info/files/sustainable-finance-teg-taxonomy-tools\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/sustainable-finance-teg-taxonomy-tools_en)

28 [https://29kjwb3armsds2g3gi4q2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP\\_Standardisation-in-impact-management-discussion-document.pdf](https://29kjwb3armsds2g3gi4q2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP_Standardisation-in-impact-management-discussion-document.pdf)

29 第一回会合 (9/25/2020) 及び第三回会合 (11/27/2020) 資料より。

レベルの共通インパクト課題、インパクト・マネジメントの実践（グッド・プラクティス）についてはかなり標準化できるという見解が主流であったのに対し、インパクトのパフォーマンス水準や優先すべきインパクトの特定の標準化は容易ではない、あるいは安易にすべきでないという見解が多くなっている。

ただし、標準化の議論はこれで決着がついたわけではなく、継続的な議論となっており、インパクト投資家の意識も含め、今後も変遷が予測されるもので、引き続き注目すべきトピックになっている。

## 2) インパクト・ウォッシュの防止

インパクトのオーバークレイム（自らの投資や事業において創出されたインパクトを過大に見せること）は、インパクト投資にとって業界全体の信頼性を損なうもので最大限のリスク項目といえる。インパクトが主流化するとともに、このリスクも増大しつつあり、インパクト・ウォッシュへの警鐘という形でこれを防止しようとする試みも加速している。IMMについても、この文脈からインパクト・ウォッシュを防ぐ重要な手立てと位置付けられる。すなわち、IMMのグッド・プラクティスを示すことが、自らが創出するインパクトに関する適正な報告を行う基礎となるという考え方で、IMMをインパクト投資業界が普及させようとしているのもここに大きな意味がある。

また、インパクト・ウォッシュ防止の観点からインパクト・パフォーマンスへの注目が加速している。「いかにインパクトを測るか」(HOW)に腐心する前にWHYを考える、というのがインパクト投資の出発にあったが、インパクトの測定の精緻化が進んでいることから、振り子が再度HOWに戻っているといえる。インパクト投資は財務リターンとともにどの程度のインパクトを生み出しているかについて、できるだけ定量的に、場合によっては財務会計の枠組みに組み込むことも視野に入れて、標準化の議論にも貢献すべく、精緻に測定する試みが本格化している。

**COLUMN** SDG インパクト

SDG インパクトは国連開発計画 (UNDP) が開発し、「SDGs 達成のために投資の力を活用する」というビジョン・ミッションが掲げられています。2020 年に、日本のステークホルダー向けのウェビナー形式による説明会が、UNDP 駐日事務所と SDG インパクト運営委員の一人である洪澤健氏 (コモンズ投信株式会社社長) によって 2 回開かれましたが、企業関係者を中心に多くが参加し、国内での関心が高いことが示されています。

図表 10 SDG インパクトのビジョンとミッション

**SDG Impact catalyzing investments to achieve the SDGs**






The SDGs represent the best hope we have for tackling the serious challenges all nations are facing and present a major investment opportunity.



SDG インパクトには、「インパクト・マネジメント」、「インパクト・インテリジェンス」、「インパクト・ファシリテーション」の3つの柱があります。本ガイドブックの関心事である「インパクト・マネジメント」について、少しご紹介しましょう。SDG インパクトにおける「インパクト・マネジメント」が注目されている理由に、独自の基準をもとにした認証が行われることが予定されていることがあります。「インパクト・マネジメント」基準には、プライベート・エクイティ ( デット、ベンチャーキャピタル含む )、SDGs 債券、事業者の 3 種類があり、2019 年後半から広範なコンサルテーション ( 意見聴取 ) が行われてきました。2021 年 3 月現在で、コンサルテーションは事業者基準の 2 回目を残すだけとなり、その後認証の仕組みづくりに向けた動きが加速する予定です。

図表 11 SDG インパクトの3つの柱

**SDG Impact makes it easier to develop and identify investments that contributes to achieving the SDGs**

 Impact Management	 Impact Intelligence	 Impact Facilitation
<i>A means to better decisions that drive investment capital to where it is needed</i>	<i>Producing data and insights needed for increasing financial flows to the SDGs</i>	<i>Fostering matchmaking and collaboration to realize investments</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ SDG Impact Standards</li> <li>✓ SDG Impact Seal</li> <li>✓ SDG Impact Training</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ SDG Investor Maps</li> <li>✓ Dynamic searchable online platform</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ SDG Impact Investor Convenings</li> <li>✓ SDG Impact Policy Dialogues</li> </ul>



30 <https://sdgimpact.undp.org> 掲載の図表は、2020 年 6 月 26 日または 12 月 4 日のウェビナー資料より。

基準の基本枠組みは3種類とも同じで、下記の4つの要素から成り、同じ構成になっています。

基準の4つの要素	基準の構成（三層構造）
(1) 戦略 (2) マネジメント・アプローチ (3) 透明性 (4) ガバナンス	<b>基準 ... Standard</b> ( 1, 2, 3, 4 ) <b>構成要素 ... Components</b> ( 1.1, 1.2, 1.3.. ) <b>推奨指標 ... Practice Indicators*</b> ( 1.1.1, 1.1.2, 1.1.3.. ) * 推奨指標は、「これを測定せよ」ではなく、あくまでも「例えばこの指標で測ってみる」というもの

プライベート・エクイティ基準における4つの要素は次のように記載されています。

<b>1. STRATEGY</b> 戦略	ファンドは、その目的と戦略において、持続可能な開発と SDGs の達成に積極的に貢献することを掲げている。
<b>2. MANAGEMENT APPROACH</b> マネジメント・アプローチ	ファンドは、インパクト・マネジメントを統合し、持続可能な開発と SDGs の達成に積極的に貢献している。
<b>3. TRANSPARENCY</b> 透明性	ファンドは、持続可能な開発と SDGs の達成への積極的な貢献を、ファンドの目的、戦略、運用アプローチ、ガバナンス、意思決定にどのように組み入れているかを開示し、そのパフォーマンスを報告する（少なくとも年1回）。
<b>4. GOVERNANCE</b> ガバナンス	持続可能な開発と SDGs の達成に積極的に貢献するというファンドのコミットメントは、ファンドとファンド・マネージャーのガバナンスの実践を通じて強化されている。

このうち、「2. マネジメント・アプローチ」には、以下が含まれます。

2.1	インパクト・テーマやポートフォリオ・レベルのインパクト・ゴール含めた戦略実施のメカニズムの存在
2.2	事前スクリーニングにおける戦略のアラインメントを確認するための基準の設定
2.3	事前スクリーニング基準をパスした投資先の事前インパクト・アセスメントの設定
2.4	DD フェーズにおける LP や投資先とのエンゲージメント
2.5	全体・個社におけるインパクト・パフォーマンスの体系的なモニタリングとマネジメントによるインパクトの最適化
2.6	持続可能な開発のためにインパクトを最適化するエグジットのマネジメント

これらは、本ガイドブックで示しているステップとの整合性もあり、認証の仕組みが2021年には明らかになってくることが予定されていることから、インパクト・マネジメントに関心がある人々は引き続き注視していくことが求められます。

## 第2章 IMM 実践にあたってのガイド ～ IMM ワーキンググループの議論より～

### 1. IMM プロセス概観

IMM ワーキンググループでは、IMM 実施にあたって参考にすべき海外の原則（第1章で言及した OPIM、PRI、UNEP FI）をもとに、インベストメントチェーンを4つのステップに分けて議論を行った。なかでも、ステップの検討は、以下のように、インパクト・マネジメント運用原則（OPIM）を下地にした。当ワーキンググループの考える、ファンド・マネージャーがステップごとに検討すべき内容は以下のとおりである。

ステップ別 実施内容：

	項目	実施内容	参考原則 (OPIM)
1	投資戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド・マネージャー<sup>32</sup>は、<u>自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げ、それに沿ったインパクト・ファンドの投資戦略を立案する。</u></li> <li>・インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、ファンド・マネージャーのインパクトの意図を実現するために、<u>1) インパクト・テーマの設定やその戦略への組み込み、2) 経済性と社会性の両立の程度、3) 適切な IMM の実施体制（投資意思決定プロセスやチーム組成）を検討する。</u></li> <li>・ファンド・マネージャーは、ファンドの資金調達に際し、インパクト・ファンド投資戦略の実現に向けて、<u>IMM のプロセスやインパクト・パフォーマンス、海外の市場調査報告等を参考にしながら最終投資家候補に対して丁寧な説明を行う。</u></li> </ul>	<p><b>原則 1</b> 戦略的なインパクト目標を、投資戦略に沿って定義すること</p> <p><b>原則 2</b> 戦略的なインパクトはポートフォリオ単位で管理すること</p>
2	組成・ストラクチャリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド・マネージャーは、インパクト・ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、適切な IMM プロセスを導入する。その際、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当てはめることのできる、<u>一貫した IMM プロセスを導入する。</u></li> <li>・IMM プロセスの設計にあたり、各投資案件を通じて <u>ファンド・マネージャーがインパクトの実現にどのように貢献するかについて検討する。</u></li> <li>・IMM プロセスの一般的な流れは次のとおりである。国内外の各種手法を参考にしながら各インパクト・ファンド投資戦略に照らし合わせて、適切なプロセスの設計を行う。</li> </ul>	<p><b>原則 3</b> インパクトの実現に対するマネージャーの貢献を明確にすること</p> <p><b>原則 4</b> 各投資から予想されるインパクトを、一貫したアプローチに基づき評価すること</p>

32 本ガイドブックでは、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、アセットマネジメント会社の総称をさす。

	項目	実施内容	参考原則 (OPIM)
2	組成・ストラクチャリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ファンド・マネージャーは、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、<u>インパクトを多面的に分析する</u>。</li> <li>- 当該事業のアウトカムを表す「<u>インパクト指標</u>」を設定する。</li> <li>- 「インパクト指標」の中でも重要なインパクト指標（「<u>インパクト KPI</u>」という）を特定したうえで、「<u>インパクト KPI の目標値</u>」を定める。</li> <li>- 投資先やマクロ経済データ等から情報収集を行い、投資判断に活用する。</li> </ul> <p>・ファンド・マネージャーは、各投資案件について、<u>ポジティブ・インパクトに加え、企業活動が環境・社会に与えるネガティブ・インパクトを特定し、評価する</u>。</p>	<p><b>原則 5</b></p> <p>各投資がもたらしうる、潜在的なネガティブ・インパクトを評価、対処、モニタリング及び管理すること</p>
3	モニタリング・エンゲージメント	<p>・ファンド・マネージャーは、ステップ 2 で設計した IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ファンド・マネージャーは、<u>財務 KPI やインパクト KPI の達成状況を管理する</u>。</li> <li>- エンゲージメントのやり方やその深度はアセットクラス、ファンド・マネージャー、投資先の事業ステージによって異なるので、<u>自社のインパクト・ファンド戦略に沿って適切に実施する</u>。</li> </ul>	<p><b>原則 5</b></p> <p>（上記同様）</p> <p><b>原則 6</b></p> <p>各投資のインパクト実現への進捗度を予想に照らしてモニタリングし、それに応じ適切な対策を取ること</p>
4	売却判断・レポート	<p>・ファンド・マネージャーは、ステップ 2 で設計した IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。</p> <p>・ファンド・マネージャーは、<u>投資先の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、また受託者責任を勘案しつつ売却の時期、ストラクチャー及びプロセスを検討する</u>。</p> <p>・ファンド・マネージャーは、<u>インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、そしてポジティブ及びネガティブのインパクトを比較検証し、報告を行う</u>。</p> <p>・これらの結果を <u>IMM の改善に活かす</u>。</p>	<p><b>原則 7</b></p> <p>インパクトの持続性への影響を考慮しながらエグジットを実行すること</p> <p><b>原則 8</b></p> <p>投資の意思決定とプロセスをレビューし、文書化し、さらに、実現したインパクトと得られた知見に基づいて改善すること</p> <p><b>原則 9</b></p> <p>本運用原則との整合状況を開示するとともに、整合状況について、独立した検証を定期的実施すること</p>

次項以降、ステップごとに当ワーキンググループで行った海外調査や国内の実践者による議論の内容を紹介する。

## 2. 実施内容及び実践者の声

### 1) ステップ1 投資戦略

#### 【実施内容】

- ・ファンド・マネージャーは、自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げ、それに沿ったインパクト・ファンドの投資戦略を立案する。
- ・インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、ファンド・マネージャーのインパクトの意図を実現するために、1) インパクト・テーマの設定やその戦略への組み込み、2) 経済性と社会性の両立の程度、3) 適切な IMM の実施体制（投資意思決定プロセスやチーム組成）を検討する。
- ・ファンド・マネージャーは、ファンドの資金調達に際し、インパクト・ファンド投資戦略の実現に向けて、IMM のプロセスやインパクト・パフォーマンス、海外の市場調査報告等を参考にしながら最終投資家候補に対して丁寧な説明を行う。

#### a. ファンド・マネージャーは、インパクト・ゴール達成に向けた戦略をどのように立案するか？

##### ファンド・マネージャーが属する会社としての戦略

当ワーキンググループが調査を行った海外の全ての運用会社では、運用会社としての経営戦略にサステナブル投資やインパクト投資の推進が掲げられ、そこでインパクト・テーマが設定されていた。個々のインパクト投資ポートフォリオやファンドの組成はこのような戦略に則って行われているとの位置付けであった。当ワーキンググループにおいても、社内の協力を得ながら進めることができるように、その重要性が確認された。

##### インパクト・テーマの設定

インパクト・テーマとは、投資を通じて解決したい社会的・環境的な課題を表す。後述の Calvert Impact Capital の事例であれば、「格差社会」及び「気候変動」であり、はたらくファンドの事例であれば、「高齢化とそれに伴う労働人口の減少問題」となる。

海外のインパクト・ファンドでは、インパクト・テーマ設定にあたって SDGs を活用する事例が多く見られた。当ワーキンググループの多くのメンバーからも、欧米のアセットオーナーは SDGs をもとにインパクト創出することを運用会社にマンドート（財務マンドートと区別して、社会マンドート (societal mandate) ともいわれている）として求めるので、SDGs のようなグローバルに広く受け入れられているインパクト・テーマの活用は、社会課題の重要性を客観的に説明することができ、最終投資家や投資先との目標を共有する上で有効とのコメントが多数あった。日本政府の定める SDGs アクションプランの 8 重点項目を参照しているところもあった。

一方で、SDGs では網羅できない社会課題（地方創生、少子高齢化等）については、独自のインパクト・テーマを設定する事例も見られた。米国の事例における金融包摂やアフォーダブル・ハウジング、国内外における「生活の質 (QOL)」やウェルビーイング等、SDGs の掲げる個々の目標との近接性はあれども、ターゲットや指標レベルでの適用範囲では SDG と一致しない案件であっても投資されている事例もあった。SDGs の扱う領域は包括的なためほとんど



の課題はあてはまるが、正確にターゲットや指標と紐付けようとすると投資検討対象外になってしまう場合も多い。グローバルな 17 目標 169 ターゲットで厳密に考えるのではなく、投資先現地の事情を踏まえ、その国独自の SDGs 目標や政府等の現地の専門家の定める定義に則って判断を行っているといったコメントが聞かれた。

現状日本においては、地方創生や少子高齢化に係る問題は深刻であり、その課題を解決するためには民間の資金流入が期待されているものの、その課題の重要性や定義がグローバルに認識されている状態ではない点が大きな課題として当ワーキンググループで指摘された。

SDGs の他には、UNEP FI によるインパクト・レーダー、World Benchmarking Alliance<sup>33</sup> による 7 つの領域、欧州グリーンディール新戦略<sup>34</sup> の掲げる投資領域、科学技術基本計画に基づく Society5.0<sup>35</sup> 等企業のビジネスに関わる領域を参照しているとのコメントも聞かれた。

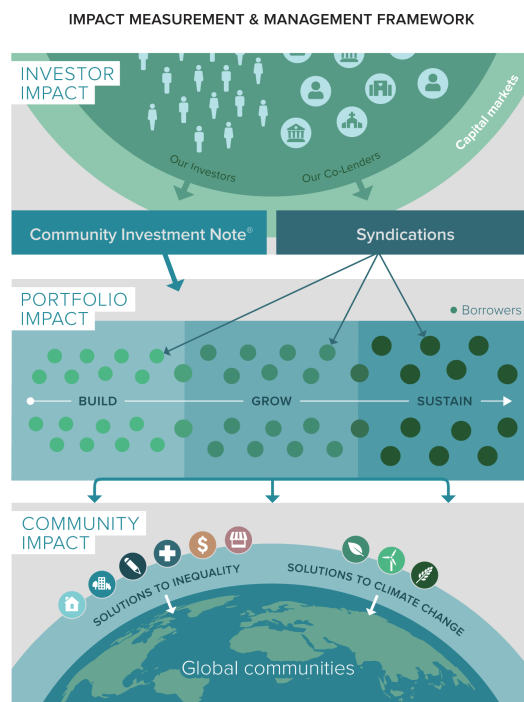
SDGs に類似するものは数多くあるものの、SDGs ほど広く知られていて、明確で客観的な概念は SDGs の他に見当たらないため、インパクト・テーマとして取り上げる課題の相応しさが最終的には担当者の価値観に依ってしまうことが課題であるとの指摘も聞かれた。

### インパクト・ファンドの戦略立案

インパクト・ファンドの戦略立案にあたっては、上記のようなインパクト・テーマの中から投資活動を通じて達成するインパクト・ゴールを設定し、ゴールに向けての道筋をロジック・モデルやセオリー・オブ・チェンジ (Theory of Change、以下 ToC という) で描くことが多い。一般に、ロジック・モデルとは、事業や組織が最終的に目指す変化・成果の実現に向けた道筋を体系的に図示化したもので、事業がどのような道筋で目的を達成しようとしているのかの戦略を示したものをいう<sup>36</sup>。ToC とは、ある特定の文脈において、どうやって、なぜ、望まれる変化が起こることが期待されるかについての包括的な見取り図を表したものをいう<sup>37</sup>。ロジック・モデルが因果の連鎖を明示することに適しているのに対し、ToC は事業が取り組む事象を広範な観点から捉え、その関係性をゆるやかに示すものである場合が多い。

Calvert Impact Capital の ToC<sup>38</sup> では、投資家に対して地域開発や資金へのアクセスを提供している組織に投資す

図表 12 Calvert Impact Capital の ToC



33 SDGs の実現に向けて世界の主要企業 2000 社をキーストーン企業として特定し評価することで、世界標準のベンチマークをつくるプロジェクト。

34 EU として 2050 年に、温室効果ガス排出が実質ゼロとなる「気候中立」を達成するという目標を掲げ、2030 年に向けた EU 気候目標の引き上げやそれに伴う関連規制の見直しなど行動計画を取りまとめたもの。

35 サイバー空間（仮想空間）とフィジカル空間（現実空間）を高度に融合させたシステムにより、経済発展と社会的課題の解決を両立する、人間中心の社会（Society）。狩猟社会（Society 1.0）、農耕社会（Society 2.0）、工業社会（Society 3.0）、情報社会（Society 4.0）に続く、新たな社会を指すもので、第 5 期科学技術基本計画において日本が目指すべき未来社会の姿として提唱された。 <https://www8.cao.go.jp/cstp/kihonkeikaku/index5.html>

36 日本財団「ロジックモデル作成ガイド」 [https://www.nippon-foundation.or.jp/app/uploads/2019/01/gra\\_pro\\_soc\\_gui\\_03.pdf](https://www.nippon-foundation.or.jp/app/uploads/2019/01/gra_pro_soc_gui_03.pdf)

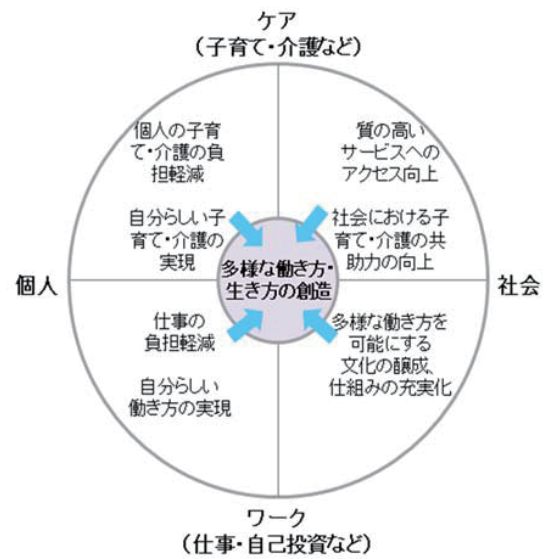
37 社会的インパクト・マネジメント・イニシアティブ (SIMI)「社会的インパクト・マネジメント・ガイドライン」 [https://simi.or.jp/tool/practice\\_guide](https://simi.or.jp/tool/practice_guide)

38 Calvert Impact Capital Theory of Change <https://www.calvertimpactcapital.org/impact#:~:text=Theory%20of%20change,the%20impact%20of%20climate%20change.>

る機会を提供することで、格差や気候変動問題の解決に貢献することを謳っている。はたらくファンド<sup>39</sup>では、世界に先駆けて日本が直面する高齢化とそれに伴う労働人口の減少問題を受けて、長期的に創出を目指す社会的なインパクトを「多様な働き方・生き方の創造」と定めている。更に、その実現に向け、投資先を通じ、子育てや介護等のケアの領域と働き方や次世代人材育成等のワークの領域において、個人の負担軽減や多様性促進だけでなく、社会における仕組みの充実化を目指している。

国内のファンド・マネージャーよりロジック・モデル・ToCを今後活用していきたいというコメントが多く聞かれた一方で、あえてToCを決めていないといった見解も聞かれた。これは、国内投資家自身が日本国内の社会課題を十分に理解していない可能性が高く、仮にファンドのToCを決めた場合、そこから逸脱する分野に重要な投資領域が見つかったり、ToCに沿わない起業家を応援できなくなるリスクがあると考えたためとのことであった。

図表 13 はたらくファンドの ToC



### SDGs を戦略へ組み込む方法

前述のように、インパクト・テーマの設定において SDGs 最も活用されていた。SDGs をインパクト戦略に組み込むにあたって、2つの方法が確認された。

#### i. トップダウン型

運用会社が最終投資家の意向に沿って特定の SDGs を投資のインパクト・テーマとして設定する。

#### ii. ボトムアップ型

投資候補先、投資候補地域やセクターの市場調査に基づき、インパクト・テーマを設定し、当該インパクト・テーマがどの SDGs に近いかを分析した上で SDGs を明示する。

当ワーキンググループでは、各社において SDGs がどのように戦略立案に活かされているのかを議論をした。それぞれのメリットをまとめると以下のとおりである。

	メリット
トップダウン型	SDGs は、世界が取り組むべき重要課題として広く一般に認識されているため、ファンド・マネージャーが投資活動を通じて取り組む重要性をグローバルな最終投資家に対して客観的に説明しやすい。
ボトムアップ型	SDGs の多くはその課題の解像度が必ずしも高くないため、市場調査に基づいてインパクト・テーマを設定した方が課題をよりブレイクダウンすることができ、分かりやすい。

39 はたらくファンド インパクトレポート 2019 [http://hatarakufund.com/wp-content/uploads/2021/01/Hataraku-FundImpact\\_Report\\_2019\\_公開版.pdf](http://hatarakufund.com/wp-content/uploads/2021/01/Hataraku-FundImpact_Report_2019_公開版.pdf)

実際には、トップダウン型とボトムアップ型を複合的に利用し、戦略立案を行なっているケースが多く見られた。

例えば、ある国内投資家は、最終投資家や企業が抱えるグローバルな重要課題を鑑みながら、独自の ESG ステートメントを策定し、それに基づく形でインパクト・テーマを設定していた。そして、それと同時にグローバルな共通認識である課題や企業が取り組む個別の社会課題解決を結びつけるツールとしてボトムアップ的に SDGs による結び付けや確認作業を経て、最終的な個別企業ベースで戦略に落とし込むプロセスを辿っているとの紹介があった。

### 経済性及び社会性をそれぞれの程度重視するか

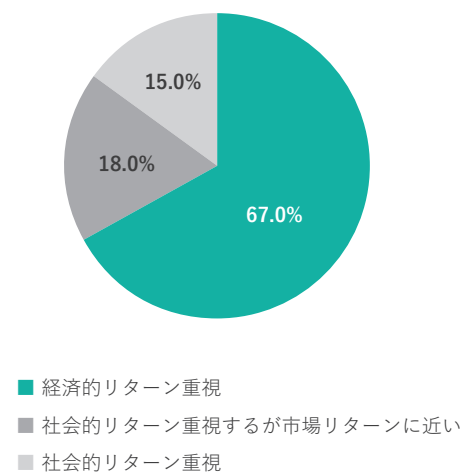
第 1 章で説明のとおり、インパクト投資は、「金銭的なリターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出すことを意図して行われる投資」である。GIIN がインパクト投資家に対して「貴社のインパクト・ファンドは、経済性と社会性どちらを重視する？」と調査したところ、インパクト投資家の約 70% は、経済性をより重視することが分かった<sup>40</sup>。

当ワーキンググループにおいてこの点について議論したところ、国内のファンド・マネージャーはアセット・クラス問わず、経済性及び社会性の両立は必須であるとの見解で一致した。さらに、経済性及び社会性それぞれをどの程度重視するかについては、最終投資家やファンド・マネージャー自身の考えによるので、インパクト・ファンドによってその度合いは異なって良いとの意見が多数聞かれた。

なお、IMP の Impact Frontiers グループ<sup>41</sup> の報告書<sup>42</sup> では、ポートフォリオに組み込まれている投資案件によっては社会性をより高く求める案件は財務リスクの許容度を高く求め、社会性が低い案件について経済性を高く求めて、ポートフォリオ全体として経済性を追求する組成方法が紹介されている。

当ワーキンググループにおいても、最低限の目標とするリターン（ハードルレート）を設定し、経済性及び社会性の期待値を分散させてポートフォリオを組成しても良いのではないかとのコメントが聞かれた。

図表 14 経済性、社会性どちらを重視するか？<sup>43</sup>



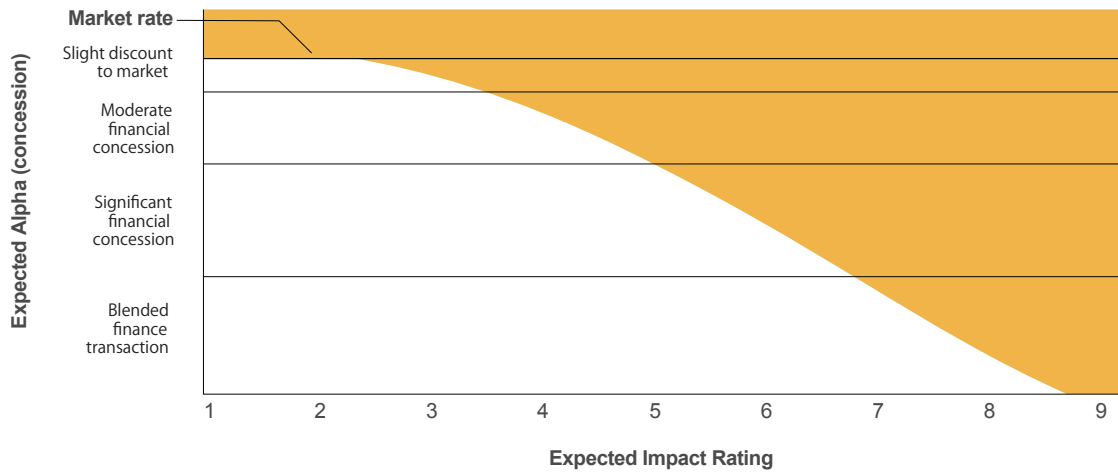
40 2020 Annual Impact Investor Survey (GIIN) <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>

41 Impact Management Project のワーキンググループの一つ。グローバルで代表的なインパクト投資家 13 社が集まり、インパクト投資時におけるインパクト及び財務評価の統合について議論し、ベストプラクティスや事例を投資家向けのハンドブックの形で 2020 年 6 月に公表した。13 社は、より経済的なリターンを重視する投資家から社会的リターンを重視する投資家まで様々なリスク・リターンの選好の投資家で構成。

42 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors (IMP) <https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-Frontiers-Impact-Financial-Integration-A-Handbook-for-Investors.pdf>  
Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors 日本語版 概要 (IMP, GSG Japan) <https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf>

43 2020 Annual Impact Investor Survey (GIIN) <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>

図表 15 経済性及び社会性を考慮したポートフォリオ分散<sup>44</sup>



b. 個別案件への投資を決定するプロセスや体制は？

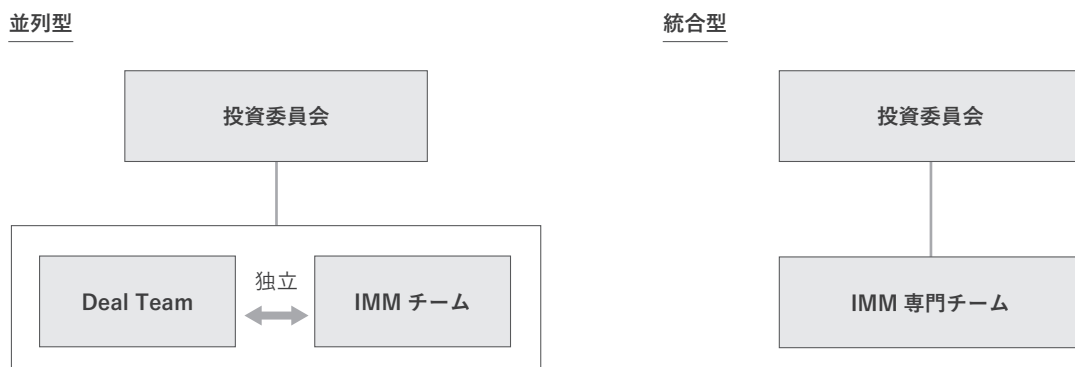
IMM の実施主体と組織体制

投資実行にあたっての組織体制はその後のパフォーマンスに影響を及ぼす重要な要素である。

海外調査の結果、以下の二つのパターンがあることが分かった。

- i. 並列型：ディールチームから独立した IMM 専門チームを設ける場合
- ii. 統合型：ディールチームが IMM を実施する場合

図表 16 組織体制：2つのパターン



44 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors (IMP)  
<https://29kjb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-Frontiers-Impact-Financial-Integration-A-Handbook-for-Investors.pdf>  
 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors 日本語版 概要 (IMP, GSG Japan)  
<https://29kjb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf>

海外のファンド・マネージャーの中には、統合型が理想的であるものの、IMM を実施できる人材がグローバルで不足しており、ファンド・マネージャーと兼務できる人材となるとさらに希少であるとのことだった。そのような背景から、並列型の方が現実的とのコメントが聞かれた。

人材不足を補うため、IMM を第三者機関に委託することも考えられるか海外のファンド・マネージャーに聞いたところ、可能な限り内製化するべきであるとのコメントがあった。理由としては、第三者機関に継続的に委託してしまうと、社内のディールチームにノウハウが溜まらず、本来のインパクトを追及できなくなる可能性があることを欧米のアセットオーナーが懸念しているためであるとの説明があった。

当ワーキンググループに参加していた国内投資家からも統合型が望ましいとの声が多かった。その理由としては、インパクトに関する部分を個別に切り出すよりも、企業分析や投資の意思決定にインパクトの視点を統合していくことの方が、インパクトへの貢献の大きさの観点から重要と考えるためといったことがあげられた。また、経済性と社会性の両立の視点から IMM 全般を行えることそのものが、ファンドの特性・差別化ポイントと考えているといった説明が聞かれた。議論の結果、現在は各社において専門性が不足していることは事実であり、各社の状況に応じて社外の専門家の支援を仰ぐ等しながらその過程で社内にノウハウを蓄積していき、IMM の実施体制を内製化していくことの重要性が確認された。

## 投資の意思決定

インパクト・ファンド以外の金融商品の取扱いがあるファンド・マネージャーの場合、インパクト・ファンド専用の特別な意思決定機関を設置したり、意思決定プロセスを設けるのか、あるいは、他の投資と同一の意思決定が行われるべきなのか、当ワーキンググループで議論した。

海外では他の一般的な投資と同じ扱いで投資の意思決定がされていた。投資判断を諮る資料には、他の一般的な投資と全く同一のフォーマットで経営・財務分析結果が記載されており、さらに IMM の結果が追記される。それらの情報をもとに意思決定機関が総合的に勘案し投資判断を行っているとのことだった。

国内に目を向けてみると、海外同様、一般的な投資の責任権限に基づき投資判断されていることが分かった。インパクト投資の判断プロセスをグローバルで統一化しているところでは、そのプロセスの過程で IMM 専門人材が関与しているとのことであった。他には、インパクト投資と認定するかどうかを ESG 投資関連の会議体で決定しているところもあった。それは、IMM 専門人材が不足しているためとの説明が聞かれた。

## 人材育成

人材育成は、大きな課題であることが国内外のファンド・マネージャーから多くコメントが聞かれた。

ESG 投資（上場株式）実績のあるファンド・マネージャーの場合、ESG 投資の知見が活用できるのかどうかについて議論した。インパクト投資は従来の ESG 投資と違い、投資先企業のビジネスモデルや提供するサービスや商品に関するインパクトと創出するキャッシュフローに着目するものであり、従来のアクティブ運用者であれば通常の投資判断プロセスで対応可能であるとのコメントが聞かれた。しかし、運用者の意識がインパクト投資に向いていないことや、インパクト・テーマに関する理解不足、IMM に関する技術的な知見に課題があることが指摘された。

この点については非上場株式においても同様であり、国内のインパクト・ファンドは PE/VC 経験者が IMM の知見を身に付けて組成したものが多く。

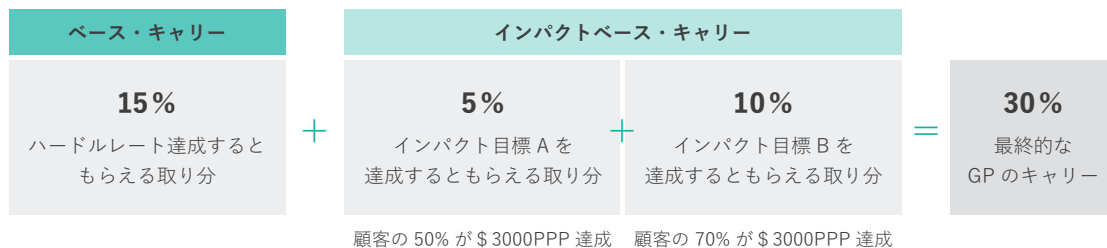
解決策としては、インパクト投資経験のある担当者やサステナビリティ部門等の主導により地道に社内研修を行っているコメントが国内外の投資家より多く聞かれた。

### 非上場株式のインパクト・ファンドのインセンティブ設計

海外では、PE/VC によるインパクト・ファンドの成功報酬を、最終投資家と事前に合意したインパクト目標の達成度に応じて決定するといった設計をしているところがある。

例えば、マイクロファイナンス等金融包摂に取り組むスタートアップに投資をするベンチャーファンドの事例を考えたい。ベースの報酬に加え、投資先が提供するサービスの結果、顧客の 50% の年収が 3,000 米ドルを越えた場合にはキャリーを 5% 上乗せし、もし顧客の 70% が達成した場合にはキャリーを 10% 上乗せするといったものである。インパクト目標や上乗せ比率は最終投資家及びファンド・マネージャー（この場合は VC）との間で協議がされる。

図表 17 インパクト指標の達成度に応じた成功報酬イメージ



国内外のファンド・マネージャーからは、最終投資家 (LP) が IMM を十分に理解していないことが多く、複雑な報酬設計を提案すると、ファンドの資金調達交渉が進めづらくなってしまうということや、投資分野によっては報酬を依拠できるほどインパクト指標が標準化されていないということから、採用していないといったコメントが聞かれた。

#### c. ファンド・マネージャーは、最終投資家からの潜在的需要をどのように喚起し、資金調達するか？

##### インパクト・パフォーマンスの説明

インパクト・ファンドの資金調達時、アセットオーナー等の最終投資家がファンド・マネージャーに対して財務パフォーマンスのトラックレコードを求める点は、国内外のファンド・マネージャーで共通していた。加えて、海外では、IMM の実施プロセスや成果の説明が求められていた。

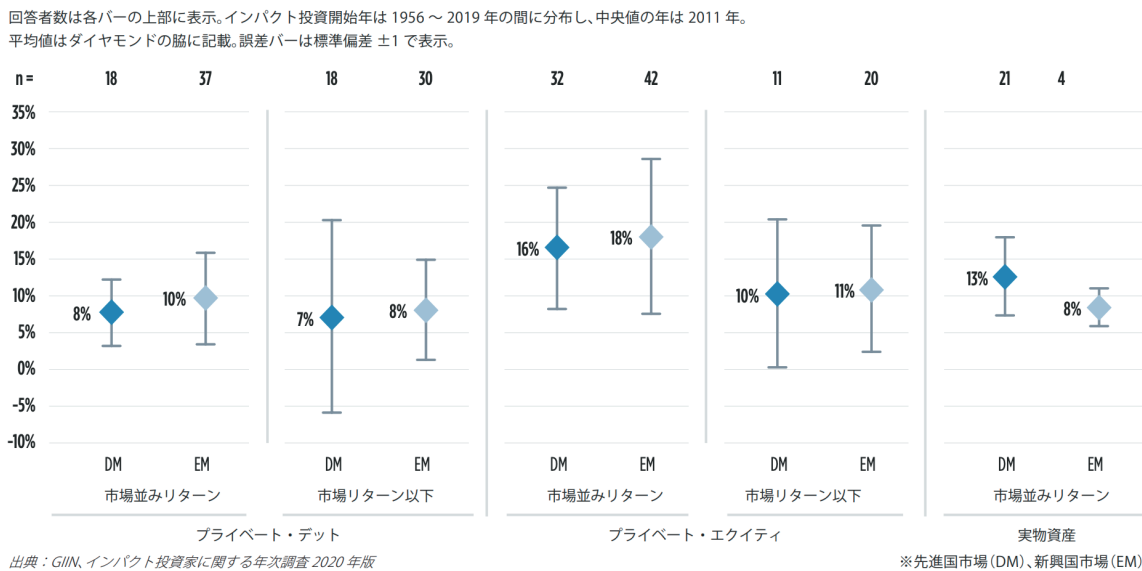
アセット・クラス問わず、国内のファンド・マネージャーからもインパクト・レポート等を通じて IMM に関する情報を発信することで、最終投資家による資金提供や継続保有の動機付けにもなり、IMM の実践を通じて質の高いインパクト・パフォーマンスの情報発信を積極的にすることで最終投資家の需要喚起ができるとのコメントが聞かれた。一方で、最終投資家におけるインパクト投資の理解不足を指摘する声も複数あった。国内のファンド・マネー

ジャーからは、インパクトテーマという言葉は使わずに、カーボンニュートラルといったインパクト・テーマに関心を示している最終投資家が存在することも紹介された。

### 市場全体の統計情報の活用

GIIN 等によるインパクト市場全体の実績値の紹介は、インパクト投資という分野に最終投資家が今後取り組むに値するのかを判断するにあたっては有効であるとのコメントが国内外問わず、多数聞かれた。しかし、具体的な検討に入った場合には、リターンを含む具体的な数値情報や成功に対するインパクトの寄与度の分析までであるとより説得的になるといったコメントもあった。

図表 18 未公開市場での投資開始時から実現した平均収益率（グロスベース）<sup>45</sup>



### ESG をテーマとした商品との差別化

海外では、機関投資家、個人投資家向け問わず、インパクト・ファンドは ESG 関連の投資ファンドとは異なるものとして最終投資家に提供されていた。

国内の非上場株式のファンドでは、ESG をテーマとした投資ファンドはほとんどなく、ESG 関連の投資ファンドとの差別化については特に意見はなかった。

主に上場株式に投資をする投資信託といった個人投資家向けのファンドについては、様々な意見が確認された。テーマについては、世界の社会課題をまとめた SDGs よりも、国内の身近な社会課題の方が個人投資家に馴染みやすいといったコメントがあった。ESG をテーマとしたファンドから派生したものとしてインパクト・ファンドを説明した方が個人投資家に理解してもらいやすいという意見もあった一方で、インパクト・ファンドは ESG をテーマとしたファンドとは異なり、ビジネスキャッシュフローの源泉に着目した商品として説明した方が良いとのコメントもあった。

45 [http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/theGIIN\\_2020\\_JPN\\_FIN.pdf](http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/theGIIN_2020_JPN_FIN.pdf)



**COLUMN 「パーパス」を巡る潮流とインパクト投資への含意**

— ニッセイアセットマネジメント ESG 推進部 チーフ・アナリスト 林寿和氏

2019 年は「企業とは“誰のため”“何のため”に存在するのか?」、すなわち「企業のパーパスとは何か?」という問いが注目された年となりました。米国の経営者団体ビジネス・ラウンドテーブル、英国学士院（ブリティッシュ・アカデミー）、世界経済フォーラム等多方面で企業のパーパスに関連する提言が相次いだからです。これらの主張を一文で表現するとすれば「企業は株主のためだけに存在しているのではなく、幅広いステークホルダーに対して価値を生み出す存在であるべきだ」となるでしょう。

企業という「制度」の在り方をめぐる議論とは別に、個々の企業経営において、自分たちの企業の「利益追求を超えた、より高次で社会的な存在意義・理由」（すなわち「自社のパーパス」）とは何かを明確化し、経営の根幹に据えることの重要性を指摘する声も高まっています。この場合のパーパスは、企業によってその内容は千差万別であり、また時間とともにその内容や、組織構成員の間での共感度合いも変化しうるものとして捉えられています。いわゆるビジョン・ミッション・バリューとの違いについて確立された定義はありませんが、多くの場合、パーパスは最も根源的な「Why」（自社はなぜ社会に存在するのか?その意義や理由）を示すものとして捉えられています。

図表 19 パーパス・ミッション・ビジョン・バリューの概念整理<sup>46</sup>

パーパス	組織がなぜ (Why) 存在するかを示す
ミッション	組織が何を (What) 行うのかを示す
ビジョン	組織がどこを (Where) 目指しているのかを示す
バリュー	組織がどのように (How) 活動するのかを示す

制度論としての企業のパーパスを再考する動きと、企業経営においてパーパスを重視する動きは、いずれもインパクト投資にとって重要な意味を持っています。なぜなら、ステークホルダーへの価値創出を目指す企業活動、あるいは利益追求を超えた、より高次で社会的な存在意義に根差した企業活動が広がることは、インパクトの創出が期待される企業の絶対数の増加が期待されるからです。インパクト投資家にとっては、投資先候補（投資ユニバース）が充実することが期待され、インパクト投資市場の拡大に繋がることが期待されます。

同時に、インパクト投資を手掛ける機関投資家の側（運用機関や資金の出し手であるアセットオーナー）においても、パーパスの果たす役割が重要になってきています。インパクト投資の最大の特徴ともいえる、インパクト創出に向けた意図を機関投資家が組織として持つということは、自らが社会の中で投資活動を行う意義や理由をどう捉えているかに密接に関係するからです。もちろん、「パーパスを明確化すること = インパクト投資を行うこと」ではありませんが、社会のサステナビリティを強く意識したパーパスを持つ機関投資家においては、「なぜインパクト投資を

46 Enacting Purpose Initiative (2020) “Enacting Purpose in the Modern Corporation: A Framework for Boards of Directors” をもとに筆者作成・仮訳



行うのか?」「インパクト投資を通じてどのようなインパクトを生み出したいのか?」「そのためにどのような投資戦略を持つべきか?」といったことが組織内で明確化されやすく、そしてインパクト投資活動が組織の中核的な活動に位置付けられやすいと考えられます。

とはいえ、現状でパーパスを明確化している機関投資家はそう多くはありません。しかし、2019年に改訂された英国のステewardシップ・コードでは、署名機関に対して機関の目的(パーパス)、その文化、価値観等を説明することを求めています。ここでいうパーパスが、本コラムでこれまで述べたパーパスと完全に同一の意味合いであるかについては議論があるところですが、機関投資家が自らの存在意義を改めて問い直す機運が高まっていることは間違いありません。

企業・機関投資家の双方におけるパーパスへの関心の高まりと明確化に向けた動きは、今後のインパクト投資の拡大と定着において重要なカギを握っているといえそうです。

## 2) ステップ2 組成及びストラクチャリング

## 【実施内容】

- ・ファンド・マネージャーは、インパクト・ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、適切な IMM プロセスを導入する。その際、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当てはめることのできる、一貫した IMM プロセスを導入する。
- ・IMM プロセスの設計にあたり、各投資案件を通じてファンド・マネージャーがインパクトの実現にどのように貢献するかについて検討する。
- ・IMM プロセスの一般的な流れは以下のとおりである。国内外の各種手法を参考にしながら各インパクト・ファンド投資戦略に照らし合わせて、適切なプロセスの設計を行う。
  - ファンド・マネージャーは、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、インパクトを多面的に分析する。
  - 当該事業のアウトカムを表す「インパクト指標」を設定する。
  - 「インパクト指標」の中でも重要なインパクト指標（「インパクト KPI」という）を特定したうえで、「インパクト KPI の目標値」を定める。
  - 投資先やマクロ経済データ等から情報収集を行い、投資判断に活用する。

a. ファンド・マネージャーは、インパクト実現に向けてどのように「貢献」するか？

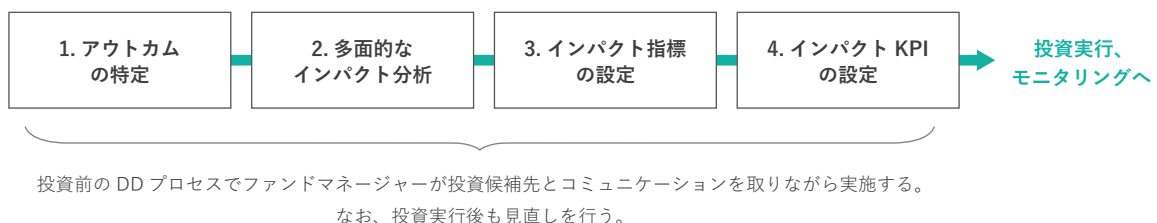
第1章で説明したように、最終投資家のインパクトの意図に基づき、ファンド・マネージャーがその実現に向けて貢献することはインパクト投資を特徴づける最大の要素である。

貢献のあり方としては、資金提供、技術的アドバイスの提供や対話等、その深度や手法は様々である<sup>47</sup>。数ある手法の中から、投資戦略に沿ったエンゲージメントのあり方を IMM 設計に組み込むことが望ましいとの意見で当ワーキンググループは一致した。

b. インパクト・ゴール達成に向けた IMM プロセスとは？

当ワーキンググループの調査の結果、国内外の投資家が行っている一般的な IMM プロセスは以下のとおりである。

図表 20 一般的な IMM プロセス



47 OPIM Principle 3 より [https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2020-11/Impact%20Investing\\_Principles\\_FINAL\\_4-25-19\\_footnote%20change\\_web.pdf](https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2020-11/Impact%20Investing_Principles_FINAL_4-25-19_footnote%20change_web.pdf)

アウトカムの特定

投資先の事業活動の意義や目標、またその有効性について確認し、アウトカムを特定するため、ロジック・モデル等で事業活動のアウトカムを分析する。

図表 21 ロジック・モデルの事例 ～(株)Rehab for JAPAN<sup>48</sup>～

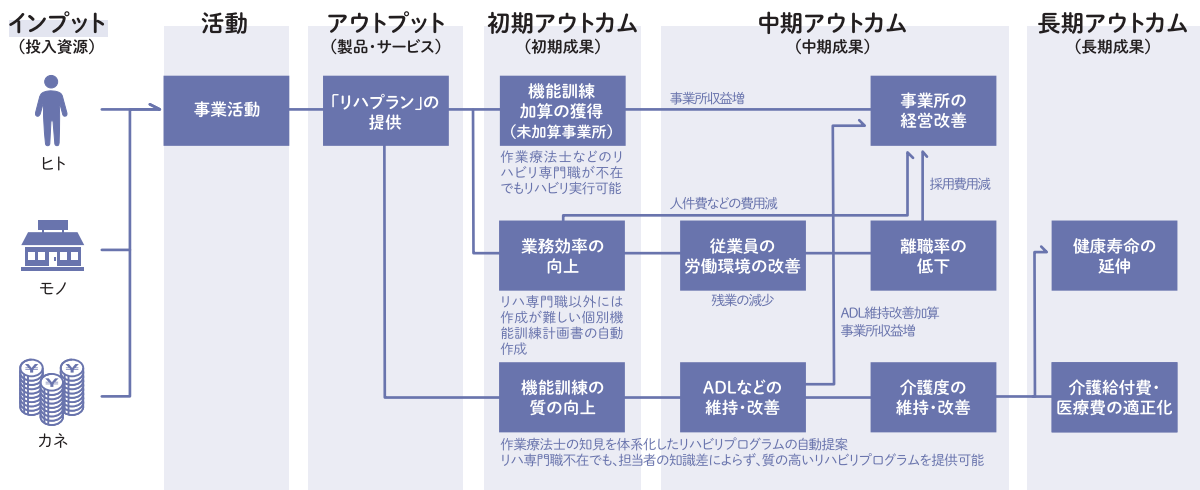
**事業の提供価値**

**利用者への提供価値**

利用者はリハプランを導入している事業所でサービスを受けることで、生活課題や希望に適した機能訓練を受けることができます。また、身体機能やADL(日常生活動作)能力の変化をレポートとして確認することで、自分にあったサービス内容を自ら決定することができます。

**事業所にとっての提供価値**

現場で利用者に向き合う職員の機能訓練業務の負担軽減や書類作成業務の効率化を促進し、労働環境の改善を図ります。また、リハビリ専門職不在のデイサービス事業所においても、安心して機能訓練加算を算定できるようになることで、自立支援介護の実現に向けた取り組みが可能になります。これらにより、事業所のケアの質の向上と経営改善が期待できます。



国内のファンド・マネージャーからは、ロジック・モデルは、アウトカムに至る経路についての仮説をもってエンゲージメントに臨むためにも重要であるとの点が強調されていた。また、投資後のモニタリングのためにも作成を行い、必要に応じて更新することが必要とのコメントが多く聞かれた。

さらに、投資判断時、アウトカムの実績が高くない投資先候補であっても、目指すアウトカムが共有でき、かつエンゲージメントの効果が見込める場合は、投資時点でインパクト創出の実績が高くない企業に対しても投資することはあり得るとのコメントも聞かれた。

48 Rehab for Japan は、介護現場に必要な機能訓練業務を誰でも簡単・安心・効果的に行える「クラウド機能訓練ソフト」を提供する会社である。  
ヘルスケア・ニューフロンティア・ファンド Vol.2 2019 (キャピタル・メディカ・ベンチャーズ) <https://www.pref.kanagawa.jp/documents/13136/report.pdf>

多面的なインパクト分析

インパクト分析を行うにあたって、最も活用されている基本的な考え方は Impact Management Project による 5 dimensions (インパクトの5つの基本要素)であった。国内の投資家からも必要なコンセプトが整理されていること、必要最低限の要件が指定、定義されていることから有用との考えが国内外問わず共通して見られた。

一方で、最終的には定性的な表現になりがちであることや基本コンセプトにすぎないので事例の積み重ねが重要であるとのコメントも聞かれた。インパクトの経過、時系列の変化を見ることには向いていないため、その点はロジック・モデルを用いて分析をしているとの紹介もあった。

その他、各投資先が創出し得るインパクトを特定する際に UNEP FI のインパクト・レーダーを活用している事例もあった。

多面的なインパクト分析の事例： Nuveen によるアフォーダブル住宅へのインパクト投資<sup>49</sup>

項目	検討ポイント	事例 (ブルックリンの Shore Hill 高齢者住宅)
WHAT	<ul style="list-style-type: none"> <li>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の程度重要か？</li> <li>SDGs 等との目標との整合性は？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ニューヨーク市で深刻な課題である良質で手ごろな価格の住宅へのアクセス向上</li> <li>環境に優しい住宅、社会福祉サービスを利用しやすい住宅へのアクセス向上</li> <li>入居者の家賃差引後の所得向上、住まいの安定性向上、住まいの質向上、環境負荷の低減</li> <li>SDGs 1、10、11</li> </ul>
WHO	<ul style="list-style-type: none"> <li>誰がそのアウトカムを享受するか？ ステークホルダーは、現在 <b>どの程度</b> 困っているか？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>低所得入居者 ( 所得の 30% までを家賃として納入 )、高齢入居者 ( 高齢者向けサービスの利用 )、移民の入居者 ( 当地での雇用機会にアクセス ) はいずれもニューヨーク市における社会的に脆弱な層</li> <li>環境 ( エネルギー効率性向上 )</li> </ul>
HOW MUCH	<ul style="list-style-type: none"> <li>サービスのスケールは <b>どの程度見込めるか</b>？</li> <li>課題解決の度合いや持続期間は <b>どの程度か</b>？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>規模：558 戸の大規模住宅</li> <li>深さ：価格の大幅な手頃さ ( 家賃は所得の 30% まで)、環境負荷の低減や社会福祉サービスの提供といった高付加価値</li> </ul>

49 IRIS+ USE CASE: NUVEEN [https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris-use-cases/IRIS\\_CS\\_Nuveen.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris-use-cases/IRIS_CS_Nuveen.pdf)

項目	検討ポイント	事例（ブルックリンの Shore Hill 高齢者住宅）
CONTRIBUTION	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 本投資前の住居に比べて「高インパクト」</li> <li>・ 今後、近隣の駐車場購入や区画整理による住宅増設により貢献度向上の可能性あり</li> </ul>
RISK	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 想定するインパクトを創出する際に直面するリスクは何か？</li> <li>・ 想定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？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 低リスク。リノベーション後の中古住宅であるため 建設リスクは低い。共同出資者は優良なトラックレコードを有し、非営利パートナーが社会福祉サービスを提供。</li> </ul>

### インパクト指標の設定

インパクトの 5 つの基本要素を使った多面的な分析に基づき、事業から直接発生するアウトカムの達成の可否、達成度合いを確認するため、定量的または定性的なインパクト指標を設定する。

当ワーキンググループの調査の結果、インパクト指標の設定にあたって、GIIN の IRIS+ の指標を活用する投資家が国内外問わず多く見られた。その他、評価指標を設計する際に EU タクソノミー等、ESG 投資が拡大する中で開発された標準を IRIS+ と併用している事例もあった。

一方で、投資先の事業内容や解決したい課題によっては IRIS+ では網羅されていない場合もあるため、IRIS+ に加えて案件ごとにカスタマイズした指標を設定しているケースもあった。

インパクト指標設定の事例：Nuveenによるアフォーダブル住宅へのインパクト投資におけるアウトカムのうち「住まいの安定性向上」に関するインパクト指標<sup>49</sup>

項目	指標例 (IRIS+ 指標番号)	評価結果例
<b>WHAT</b> 住まいの安定性向上	1) 入居者の継続率 (PI9319) 2) アウトカムのステークホルダーへの重要性 (OI5495)	1) 住宅の質に関わらず入居者の継続率が高い場合があるため、Nuveenは「入居者の継続率」を重要なインパクト指標と捉えていない。 2) とても重要
<b>WHO</b>	3) 対象ステークホルダー (OD7212) 4) 性別・年齢層等 (PD5752) 5) 所得 (PD2541) 6) 都市部・準都市部・農村部 (PD6384) 7) 国・地域 (PD6424)	ニューヨーク市ブルックリン区における低所得高齢者 3) 顧客 (入居者) 4) 高齢者。入居者の50%が女性。 5) 低所得層。入居者の100%が地域所得中央値の60%以下の所得。 6) 都市部 7) ニューヨーク市ブルックリン区
<b>HOW MUCH</b>	規模：入居者数 8) 顧客総数 (PI4060) 9) アクティブな顧客数 (PI9327) 10) 新規顧客数 (PI8732) 深さ：入居者の継続率の変化 (%)	8) 低所得者層の入居者 666名 上述の通り、Nuveenは入居者の継続率を重要なインパクト指標と捉えていないため、継続率の変化の指標も使っていない。
<b>HOW</b> どのように変化が起きるのか？	住宅ユニットの詳細 11) 住宅ユニットのタイプ (PD2532) 12) 資金提供された住宅ユニット数 (PI5965)+ 改善された住宅ユニット数 (PI6058) 13) 住宅全体のうち手ごろな価格の住宅ユニットの % (PD5833)	11) 賃貸。高齢者向け良質で手ごろな価格の住宅。 12) 558戸 13) 100%の住宅ユニットが所得が地域所得中央値の60%以下の入居者向け
その他 (入居者からのフィードバックと入居者保護)	14) 顧客フィードバックシステム (OI5049) 15) ステークホルダーエンゲージメント (OI7914) 16) 顧客への社会的責任に関する方針 (OI7783)	14) 社会福祉サービスのコーディネーターの採用、入居者への定期的なアンケート 15) 社会福祉サービスのコーディネーターの採用 16) あり

項目ごとにいくつ指標を設定するかについては、ファンド・マネージャーによるが、概ね合計 10～15 指標を案件ごとに設定しているとのコメントが聞かれた。IMP Impact Frontiers グループの報告書<sup>50</sup>によると、項目ごとに採用する指標数の平均は以下のとおりである。

〈採用指標数平均値〉

項目		採用指標数平均値
WHAT		3.5 指標
WHO、WHERE		4.1 指標
HOW MUCH		2.5 指標
CONTRIBUTION	投資家による貢献	2.8 指標
	事業会社による貢献	0.8 指標
RISK		3.3 指標
その他		0.5 指標

### 重要なインパクト指標（インパクト KPI という）の選定

国内外の多くの投資家は、インパクトの多面的な分析結果に基づき設定されたインパクト指標の中からより重要なインパクト指標、「インパクト KPI」を決める。

インパクト指標からインパクト KPI をどのように絞り込んでいるのかについて当ワーキンググループで調査をしたところ、アセット・クラス問わず、以下のコメントが聞かれた。

- ・投資先の事業ひいては企業価値に直接関係すること
- ・可能な限りアウトカムを表す指標であること
- ・エンゲージメント等を通じて投資先による情報提供が可能であること
- ・可能な限り推計可能な定量値であること

インパクト KPI の数はファンド・マネージャーによるが、海外では 2～5 指標、国内では、1～3 指標という回答が聞かれた。

50 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors (IMP)

<https://29kjwb3arms2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-Frontiers-Impact-Financial-Integration-A-Handbook-for-Investors.pdf>

Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors 日本語版 概要 (IMP, GSG Japan)

<https://29kjwb3arms2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf>

## インパクト KPI の目標値の設定

ファンド・マネージャーは、インパクト KPI を設定した後に、それぞれのインパクト KPI について投資期間中に投資先が達成すべき目標値を設定する。なお、インパクト KPI の目標値は定量的なものだけでなく、定性的な目標も含む。

国内外のファンド・マネージャーからは、目標値をどのように決定するかについては判断が難しいとのコメントが多く聞かれた。当ワーキンググループが調査したところ、海外においても、インパクト KPI の目標値設定のガイドとなるようなレポートは見当たらなかった。


当ワーキンググループの議論では、経済的な目標値と相関するようにインパクト KPI の目標値を設定した方が良いとのコメントが多く聞かれた。また、投資先の事業が行政からの受託案件が多い場合には、行政が設定している目標値を活用するので、経済的な目標と直接的には関係しない場合が多いとのコメントも聞かれた。

## インパクトスコアリング

海外のファンド・マネージャーの中には、インパクト指標やインパクト KPI を用いて、案件ごとにインパクト・スコアリングを算出しているところもある。

IMP Impact Frontiers グループの報告書によると、インパクトの 5 つの基本要素により選定された複数の指標を投資候補先のセクター等に応じてウェイト付けを行い、投資案件ごとのスコアリングを行うやり方が紹介されている。

図表 22 スコアリングのイメージ<sup>51</sup>

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%	

51 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors (IMP)

<https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-Frontiers-Impact-Financial-Integration-A-Handbook-for-Investors.pdf>

Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors 日本語版 概要 (IMP, GSG Japan)

<https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf>



## データ収集

設定したインパクト指標やインパクト KPI に関するデータ収集について苦労しているとのコメントは、国内外問わずファンド・マネージャーから多く聞かれた。アセット・クラス問わず、投資候補先の IMM 実施に関するケイパビリティが十分にあるのか、どの程度データがあるのかについて、投資前に確認することや投資後のエンゲージメントを通じて理解を求めていくことの重要性が強調された。

非上場株式の場合には、海外においてベストエフォートペースで、投資先との株主契約において IMM に関するデータ提供を求める条項を織り込んでいるケースが確認された。国内のファンド・マネージャーの中には、契約で明確化して範囲を狭めるといふより、しっかりした関係の構築と継続的なディスカッションを実施することが重要とのコメントが聞かれた。

投資先の限られたリソースや IMM の優先順位が時として変わる場合があることも踏まえ、必要以上に投資先を拘束するような契約内容にしないという前提を置きながら、投資契約において IMM 志向を理解しインパクト投資家とともに協業していくこと、必要なデータを実務上可能な範囲で共有していくこと等を既に織り込んでいるといったコメントや、今後織り込んでいきたいといったコメントも聞かれた。

また、投資契約に織り込むにしても織り込まないにしても、データ収集や分析は今後高度化を目指す分野であるため、投資先と投資家で十分なエンゲージメントをしながらブラッシュアップしていきたいとの意見が多く聞かれた。

## 事業が多角化している企業にインパクト投資をする場合

事業が多角化している企業の場合、IMM の対象をどのように考えるべきなのか判断が難しいとのコメントは国内外でよく聞かれた。

当ワーキンググループでは上場株式への投資を前提に本件について議論をした。海外の事例では、各社によるインパクトの重要性、追加性、測定可能性の観点で銘柄選定を行なっている。その際、収入または事業活動の大部分が、SDGs の 1 つ以上を推進していることとあり、当該事業活動の IMM を実施していた。

国内のファンド・マネージャーからはアウトカムを生み出すことがその事業ひいては企業全体の価値拡大と一致するような事業に着目しているため、結果的に、当該事業による売上げが全体に占める割合は高い傾向にあると考えているとのコメントが聞かれた。一方で、全体に占める割合が小さかったとしても、今後拡大するかどうかインパクト創出の観点から重要であるため、現時点での割合をベースに閾値を設けることは考えていないとのコメントもあった。また、現時点においてはインパクト性の高いビジネスの割合が高い企業は、特に時価総額の大きな上場企業においては少ないので、ある程度の仮説や仮定をおいて、10 年単位で潜在的な可能性をもとにまずは投資先企業を特定し、エンゲージメントを通してその確信や実現性を高めるやり方を採用しているとのコメントもあった。

### c. ネガティブ・インパクトの評価をどのように行い、どのように解釈するか？

#### ネガティブ・インパクトの考え方

ネガティブ・インパクトの評価を実施するべきであると OPIM 等各種原則では述べられている。しかし、具体的にどのように行い、それをどう解釈すれば良いのかについてははっきりとした解説が示された文書は、当ワーキンググループが行った調査では見当たらなかった。

当ワーキンググループでは、どのような事象がポジティブ・インパクトで、何をもってネガティブ・インパクトと定義すれば良いのか判断が難しいとのコメントが国内投資家から多く聞かれたため、一つの事例として途上国における廃棄物問題に対する取り組みをどう考えるのかについて議論を行った。廃棄物問題の解決を自社のサービスとして顧客に提供している場合には、その事業活動を通じたインパクトはポジティブ・インパクトとなると解釈する一方で、自社が別の事業活動を通じて廃棄物を増やしており、自社から生み出される廃棄物を減らすための取り組みを指しているのであれば、当該取り組みはネガティブ・インパクトの抑制と判断されるとの解釈に賛同するファンド・マネージャーが多かった。

ネガティブ・インパクトを評価する理由としては、「1 ポジティブ・インパクトを創出しているが、同時に重大なネガティブ・インパクトも創出している企業」や「2 ポジティブ・インパクトを創出しているが、インパクトの程度が低い企業」の2つを見極める必要があること、さらに投資判断時にネガティブ・インパクトをファンド・マネージャーがどこまで想定できるか重要であるとのコメントが聞かれた。例えば、植物由来の代替肉が普及することによる農地のモノカルチャー化や植物そのものとして販売・消費できなくなるといったネガティブ・インパクトをファンド・マネージャーが意識して投資活動を行うべきとの意見があった。このように、評価対象となる企業の事業活動における位置付けに加え、ポジティブ及びネガティブ・インパクトの深さ・質、広さ・量を捉える必要があるとの意見が多く聞かれた。

投資判断時、ネガティブ・インパクトの予測をした後、ポジティブ・インパクトの期待値と相殺させて投資判断するといった考え方がある。しかし、それぞれのインパクトが創出するタイミングが異なるため、個別に対応するべきではないかとの意見が聞かれた。ネガティブ・インパクトが予測された時点で回避策を即時にとるべきであって、ポジティブ・インパクトが現れるまで待つことを前提に投資判断をすることは望ましくないとの考えによる。よって、ポジティブ・インパクトとネガティブ・インパクトをネットさせるのではなく、個別に評価するべきで、投資先が回避策を取れないようであれば、投資判断に悪く影響することになるとの考えが紹介された。

#### ネガティブ・インパクト評価と ESG 評価との関係

海外では、資産運用会社 PE/VC やアセットマネジメント会社が全社的な方針として ESG 投資・運用ポリシーを掲げていることが多い。その場合、同ポリシーは当該会社の運用管理するファンド全てに適用されるので、インパクト・ファンドにも適用される。

当ワーキンググループが調査を行った海外投資家より、ネガティブ・インパクトの評価は ESG 評価の考え方を活用しているとのコメントが聞かれた。国内においても、資産運用会社が全運用資産向けに用いている ESG 評価フレームワークや、個別 ESG 投資ファンド等で採用している ESG 評価手法が既にある場合、そこから環境・社会へのネガティブ・インパクトに係る評価指標を選択的に抽出・活用し得るといった意見が、未上場株式及び上場株式向けインパクト投資に共通してあがった。その場合、近年の ESG 投資、特に ESG インテグレーション手法で重視されてきた「環境・社会問題が企業活動・業績に与える影響（財務的マテリアリティ）」の多寡ではなく、「企業活動が環境・社会に与える影響（社会環境的マテリアリティ）」が評価の焦点になっていると言えるだろう。

また、UNEP FI Corporate Impact Analysis Tool を活用している例もあった。その背景として、ポジティブ・インパクトについては、インパクト投資の前提条件であるという理解が得られるため投資先候補と議論しやすいが、ネガティブ・インパクトについては何か具体的な問題が発生する等のきっかけがないと議論しにくいという課題があった。そこで、本ツールを投資先候補と議論する際の材料として活用し、企業の特성에に基づきネガティブ・インパクトが出やすい課題領域をあらかじめ把握するよう試みているということだった。

その他、欧州監督機構のサステナブル・ファイナンス開示規則 (SFDR) の "adverse sustainability indicators" 等サステナビリティに関する情報開示の標準化の動きの中で開発されている指標も活用できるのではないかという意見もあった。

一方で、既存の包括的な ESG 評価・開示フレームワークを用いるのではなく、インパクト・ポートフォリオのインパクト戦略に照らし合わせ、当初設定したインパクト・ゴールや各投資先のロジック・モデルやインパクト指標に基づき、ネガティブ・インパクトを定量的及び定性的に評価するという例も複数あった。

### ベンチャーキャピタルと ESG 評価

アーリーステージに投資を行っているファンド・マネージャー (VC) からは、投資候補先のネガティブ・インパクト評価を行うにあたり、大企業に対して行うような、ESG 評価で活用する指標を選択的に抽出・活用することには難しいとの懸念が表明された。特にアーリーステージの企業は、事業の立ち上げに専念する必要があるため、ファンド・マネージャーによるネガティブ・インパクト評価を実施するために必要なデータを提供できないとの説明があった。一方で、海外ではアーリーステージの会社でも ESG 対応ができるよう工夫している事例が見られた。例えば、アメリカのアーリーステージへのスタートアップに投資をしている VC 500Startups は、フラグシップファンドにスクリーニング、投資、モニタリング、レポートの 3 段階のプロセスに ESG を投資戦略に組み入れている。500 Startups の CEO クリストイーヌ・ツァイ氏<sup>52</sup>によれば、「アーリーステージで ESG に取り組むには早すぎると思われるがちであるが、会社が大きくなればなるほど社内のプロセスやシステムを変えていくのにコストがかかってしまう」ことや「ESG 対応をしていた方が顧客や優秀な人材を惹きつけられる」ことを理由に実施しているとのことだった。500 Startups はインパクト・ファンドではないものの、こういった ESG 評価のやり方は参考になるとのコメントが国内投資家から聞かれた。

図表 23 500 Startups による ESG の取組み<sup>53</sup>

#### The Global Flagship Fund ESG Policy (500 startups)

ファンドが投資サイクルを通じて、投資先企業が環境、労働者、地域社会、社会に与える潜在的な影響、および気候変動が投資先企業に与える潜在的な影響を認識するといった責任ある投資アプローチをとることを示すため。

<b>スクリーニング</b>	UN Global Compact Principles にそった経営をしているか確認。労働者の権利や男女平等から、環境への影響や腐敗防止の慣行、先住民族の処遇に至るまで多岐にわたる。
<b>投資</b>	投資チームが ESG 専門家及びメンターを指定し、会社に対してトレーニングツールなどを提供。会社の対応状況は文書化され、投資チームに報告される。
<b>モニタリング レポート</b>	ESG 専門家は会社の研修内容や ESG に関する報告内容の改善の責任を負う。ESG トピックに関する四半期ごとの研修コンテンツを開発し、メンター、講演者、ツールなどを提供。ESG レポートの年次発行も行う。

52 Sustainable Investment Survey (10/5/2020, Pitchbook)

[https://pitchbook.com/news/reports/2020-sustainable-investment-survey?utm\\_medium=nl-na&utm\\_source=reports&utm\\_campaign=2020-sustainable-investment-survey](https://pitchbook.com/news/reports/2020-sustainable-investment-survey?utm_medium=nl-na&utm_source=reports&utm_campaign=2020-sustainable-investment-survey)

53 Getting Started With ESG Guidebook (500 Startups)

<https://static1.squarespace.com/static/5f9c4e66c8dbce4a17de089b/t/600f7c159411b043404b57fa/1611627548385/500+ESG+for+Startups+Primer.pdf>

## 3) ステップ3 モニタリング及びエンゲージメント

## 【実施内容】

- ・ファンド・マネージャーは、ステップ2で設計したIMMプロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。
  - ファンド・マネージャーは、財務KPIやインパクトKPIの達成状況を管理する。
  - エンゲージメントのやり方やその深度はアセット・クラス、ファンド・マネージャー、投資先の事業ステージによって異なるので、自社のインパクト・ファンド戦略に沿って適切に実施する。

a. ファンド・マネージャーは、効果的かつ効率的なモニタリングをどのように実施するか？

当ワーキンググループでは、アセット・クラスに関わらず一貫したモニタリングプロセスを導入することが重要であるとの見解で一致した。

海外では、他の一般的な投資案件と同様に財務情報のデータ及び予め投資先と合意しているインパクトKPIに関するデータ収集し、それらに基づき分析することのできるITシステムを導入するところが多く見られた。

国内の投資家からは、様々な意見が聞かれた。現在はインパクト投資の実績は限定的であるため、ITシステムの活用予定はないとのコメントがあった一方で、今後はIMM自体がデータドリブンの取組みであるため、デジタルの活用は不可避であるとのコメントも聞かれた。中には、ITシステムとは言えないが、投資先と共通のダッシュボードを作成し、インパクト目標の達成状況や財務情報を定型的に管理している事例もあった。

さらに、ファンド・マネージャーによるインパクト投資の意図を継続的に実現していくためには、投資実行時に設定したロジック・モデルやインパクト指標を必要に応じて見直していくとのコメントも聞かれた。

b. ファンド・マネージャーは、モニタリングに必要なデータ収集について、投資先が十分なデータを保有していない場合、どのような工夫ができるか？

海外では、モニタリングに必要なデータのうち、マクロ指標等アクセスしやすい情報は投資家で収集を行い、投資先に提出を求めるデータは、投資先企業のみ入手できるデータに限定するといった工夫が見られた。さらに、投資先企業がモニタリングに必要な十分なデータを持ち合わせていない場合には、顧客向けサーベイ実施等の情報収集に係るハンズオン支援を実施している場合もあった。

国内のファンド・マネージャーからは、データ収集は基本的には投資先に委ねているが、分析にあたってはアカデミアとの連携による仮説検証等も取り入れ、客観性を担保するための模索を行なっているところもあった。マクロ指標が十分に流通していない現状も指摘された。

## ファンド・マネージャーは、投資先との間でどのようなエンゲージメントを行うか？

### エンゲージメントの目的

アセット・クラス問わず、投資先のインパクト創出を最大限にするため、エンゲージメントの重要性を強調するコメントが国内外のファンド・マネージャーより多く聞かれた。エンゲージメントの目的は投資先企業のポジティブ・インパクトを拡大し、ネガティブ・インパクトの削減に向けた経営を支援するためという見解が多く聞かれた。

### エンゲージメントの実施方法

エンゲージメントのやり方やその深度はアセット・クラス（上場、非上場）、投資家の種類（アセットマネージャー、アセットオーナー）、投資先の事業ステージによって異なるものの、その重要性については国内外のファンド・マネージャーで見解が一致した。

#### i. 非上場株式の場合

一般的な投資と同様、取締役を派遣したり、サイトビジットしたりする等してモニタリングするとともに、ハンズオン支援をする海外事例が見られた。国内のファンド・マネージャーからは、投資先の取締役として参画しながら、取締役会が戦略策定・経営意思決定・モニタリング・監視を実施する組織機関として機能するようキャパシティビルディングを行なっている事例が紹介された。支援の際、IMMを事業の根幹に置き、取締役会でインパクト・マネジメントができるPDCAを回すことを重視しているとのことであった。

当ワーキンググループは、国内のファンド・マネージャーに対して、理想的なエンゲージメントは何か？という質問をした。それに対し、可能な限り、事業成長（経済性）とインパクト（社会性）の整合（alignment）の取れる主要なKPIを設定したうえで、インパクトの可視化と開示のアドバイスを投資先に対して行い、IMMのプロセスと結果が広く投資先のステークホルダーとの共通言語となるよう促すことであるとのコメントがあった。IMMを共通言語とすることができると、その結果ヒト・モノ・カネが適切に投資先に集まるようになり、それが投資先の事業成長につながると考えられるためである。このような考え方を投資先とのコミュニケーションにおいて一貫した軸としたいといった意見も聞かれた。しかし、現状は顧客と主たるステークホルダーが一致しないケースもあり、経済性と社会性の両方に共通するインパクト指標設定が容易でないケースもあるとの意見も聞かれた。

なお、インパクトを判断軸とする投資家層がまだ狭く限定的であることから、IMMに関する情報開示が必ずしも投資家層を圧倒的に惹きつけることに繋がらない現状への問題意識についてのコメントも聞かれた。

#### ii. 上場株式の場合

上場株式の場合、予め設定した関連トピックについて事業会社及び投資家それぞれでの考え方について定期的に意見交換し理解を深めるといったエンゲージメントを行なっているところもあれば、中にはPE・VCによるハンズオン支援と同じように投資先のインパクト創出を目指してビジネスマッチング等の支援を行なっているところもあった。

国内のファンド・マネージャーからは、エンゲージメントのレベルはファンド・マネージャーの立場にもよるが、意義はあるので実施するべきとの見解で一致した。

どのようなエンゲージメントが必要とされているかについては、インパクト創出の可能性のある事業部門の責任者や経営者との対話を希望するというコメントが聞かれた。それは、インパクト性の高いソリューションがあっても既存ビジネスとの兼ね合いや売上規模によって、投資先の経営としてリソースを割く決断に至らないことが多いためであるとの背景が紹介された。

加えて、ポジティブなインパクトの創出に向けたエンゲージメントは、企業と投資家による、より協調的な対話が必要になり、相互の信頼感や相互理解、そして何よりも双方におけるインパクトの重要性に関する理解が重要であるとの見解も紹介された。甚大な ESG リスクへの対処を求めるエンゲージメントのような場合と比べて、より協調的な対話が重要になるとの考えに基づくとの説明もあった。機関投資家がエンゲージメントを通じて直接的に貢献するには制約があるものの、大きな投資家が入ることで、メディア発信や信用付与や市場形成等間接的な貢献ができるのではないか、とのコメントもあった。

#### 4) ステップ 4 売却判断及びレポーティング

##### 【実施内容】

- ファンド・マネージャーは、投資先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、売却判断を行う。また、インパクト・パフォーマンスに関する報告を最終投資家に行う。
- ファンド・マネージャーは、投資先の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、また受託者責任を勘案しつつ売却の時期、ストラクチャー及びプロセスを検討する。
- ファンド・マネージャーは、インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、そしてポジティブ及びネガティブのインパクトを比較検証し、報告を行う。
- これらの結果を IMM の改善に活かす。

##### a. ファンド・マネージャーが持分株式を売却する際、検討すべき点とは？

##### 非上場株式の場合—エグジット

投資先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、エグジット先の選定は慎重に行う必要がある。エグジット先を選定するにあたっての判断基準は、売却価格だけでなく、投資先が創出しているインパクトを理解しそれを更に拡大させることのできる売却先を検討するとの見解が国内外のファンド・マネージャーより多く聞かれた。海外では、このようなエグジットのあり方を「Responsible Exit(責任あるエグジット)」と呼んでいるところもあった。

責任あるエグジットを実行するためには、ファンド・マネージャー及び投資先において IMM 体制を整えることが重要である点は国内外のファンド・マネージャーの見解が一致した。国内には、デューデリジェンスから投資実行、



投資期間中にわたり、IMMの主体は投資先企業自身であるべきことを一貫してコミュニケーションし、IMMを行うことの会社運営上のメリットについて、投資先と共に繰り返し整理することを基本としているところもあった。他にも、投資期間中に投資先の取締役会の機能を強化する支援を行うことによって、インパクトを経営意思決定の組織機関として機能させるようにしているところもあった。

国内のPE/VC投資家からは、今まで日本では責任あるエグジットの実績がほとんどないこと、インパクト投資家の数が少ないことからエグジット先が限定的であることを不安視する声が多く聞かれた。責任あるエグジットとして、IPOや事業会社へのM&Aに加え、最近コミュニティEXITと言われる、自社やステークホルダーへの売却といったやり方も出てきている。その他にも通常の株式を通じた投資ではなく、レベニューシェアモデルもあるので、投資先の事業の特徴にあわせて投資先と投資家で十分に検討する必要があるとのコメントも聞かれた。また、このようにエグジットのあり方が多様化することによって投資の入り口も多様化できるとのコメントがあった。

### 上場株式の場合—売却判断

当ワーキンググループが行った上場インパクト・ファンドの海外事例では、社会性の観点で定める基準に基づき、まずは投資ユニバースを設定し、そのユニバースの中からファンドとして保有する銘柄を選定する。当該ファンドは財務的なパフォーマンスの観点から売却することがあるものの、財務的なパフォーマンス面では魅力が薄れても、引き続きインパクトを追求する企業として魅力があれば、同社の定める投資ユニバースに残る限り、原則として保有していなくてもエンゲージメントを続けるという説明があった。M&A等明らかに社会性がなくなってしまった場合に社会性の魅力がなくなったものとして投資ユニバースから外す対応がされているとのことであった。

国内のファンド・マネージャーからは、保険会社や年金基金等の満期の概念のない投資家をどう呼びこんでくるのか、またこのような長期投資を実現する投資プロセスをどのように確立するか、従来のプライス（バリュエーション）を追う投資手法からどれだけ離れることが出来るか、インパクトの創出やインパクト目標の達成を求めた企業と長期のエンゲージメントをどのように確立できるかがポイントとなるといったコメントが複数聞かれた。

b. ファンド・マネージャーは、最終投資家に対してパフォーマンスに係る報告をどのように行うべきか？

### インパクト・パフォーマンス

どのようなインパクト・パフォーマンスを説明していくべきかについては、IMPのImpact Frontiersグループの報告書<sup>54</sup>が参考になる。報告書では、主に以下の点が紹介されていた。

- ・従前は、資産運用会社が投資したセクターや地域、インパクトテーマの構成や投資先がサービス提供できた人数を報告することにとどまっていた。しかし、居住地域や年収等の詳細な分析が行われなくては、真にサービスを必要としていた人数がどれほどいたのかが分からない。
- ・詳細分析として、アウトカムの深さ、投資先のアウトカム実現への貢献度、インパクト・リスクの低減の程度といった観点もインパクト・パフォーマンスに含めるべきである。

54 Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors 日本語版 概要 (GSG Japan, 須藤奈応)  
<https://29kjb3armds2g3g4lq2s1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf>

- 投資先のインパクト・スコアを投資規模に応じて重み付けし、平均したものを報告している場合もあれば、ポートフォリオ全体の重要なインパクト指標（多くの場合は3～6指標）の結果を報告しているものもあった。
- ポートフォリオに含まれる投資先全体に通じる最重要インパクト指標一つを報告するのではなく、重要な財務指標及びインパクト指標複数をダッシュボードの形で報告することが望ましいとの意見が大半を占めた。
- ダッシュボードにすることによって、重要な財務指標及びインパクト指標がポートフォリオ全体で許容範囲にあることを確認することができるためである。

図表 24 Root Capital のインパクト・ダッシュボード<sup>55</sup>

### Impact Dashboard<sup>1</sup>

Since our founding in 1999, we have lent \$1.5 billion to over 740 enterprises reaching 2.3 million farm families (10 million people), and provided training to over 1,570 enterprises.

#### We go where the need is great.

69%	of our clients support farmer households living on less than \$5.50 per day
94%	of our clients operate in an environmental vulnerability hotspot (biodiversity, soil, water, or climate change)

#### We look for enterprises that are doing the most good.

98%	of our clients invest intensively in one or more social or environmental services for farmers or employees
76%	of our clients are certified by a major social or environmental standard

#### We support those enterprises with loans and training.

1,579	Enterprises trained
743	Borrowers
2,681	Total number of loans
\$41.4M	Average outstanding balance for the past quarter
\$115.7M	Disbursed to clients over past four quarters

#### So they can do even more to benefit small-scale farmers and the environment.

10M	Household members reached
2.3M	Farmers reached
554K	Women farmers reached
39K	Employees reached
15K	Women employees reached
2.7M	Hectares under sustainable cultivation

1. In the table above, percentages are based on our 2020 loan portfolio. Other numbers are cumulative (unless otherwise noted) and current as of quarter end - December 31, 2020.

国内ファンド・マネージャーからも、表層的なインパクト・パフォーマンスの分析ではなく、アウトカムの深さ等についても説明できる体制を整えることの重要性についてのコメントが多く聞かれた。

55 <https://rootcapital.org/our-impact/#impact-dashboard>



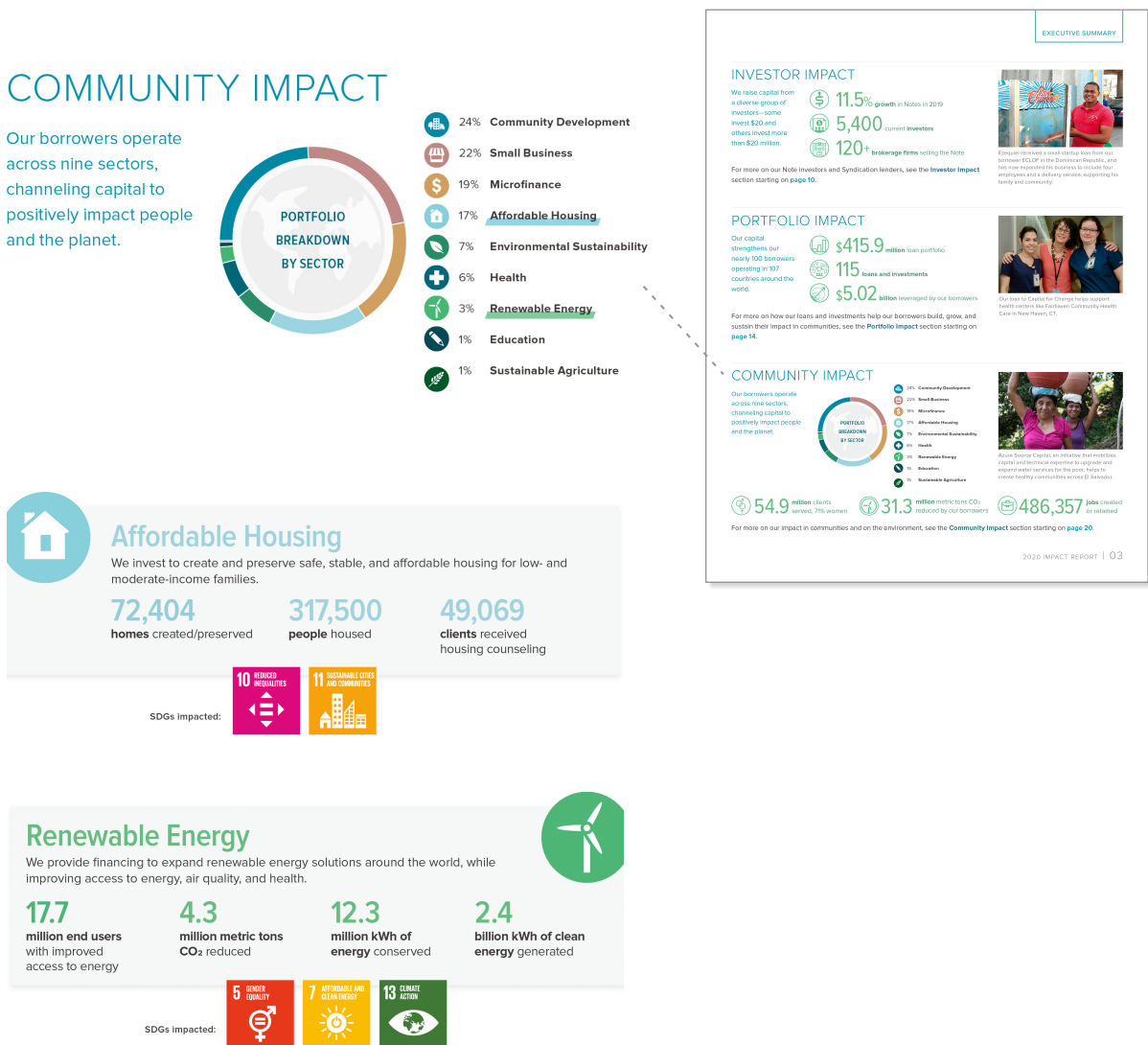
インパクト・レポート

インパクト・パフォーマンスを最終投資家だけでなく、広く一般に公表する事例もある。以下にいくつかの具体例を記載する。

◆ Calvert Impact Capital

Calvert Impact Capital の ToC については前段でも触れたが、レポートもこの ToC と連動性を持たせ、報告を行っている。投資家のインパクト、投資先企業のインパクト、そしてコミュニティへのインパクトという 3つの領域が Calvert Impact Capital の IMM 戦略においても重要であり、インパクト・レポートにおいては、それぞれの領域において、どのようなインパクトが生まれ出されたのかを、定量・定性情報の双方を用いて報告している。以下はその中でもコミュニティへのインパクトについて報告している部分であり、ファンドが注力する 9つのインパクトエリアにおいて、IRIS+ を活用し測定したインパクトデータの報告と、SDGs との関連性が明示されていた。

図表 25 Calvert Impact Capital のレポート<sup>56</sup>

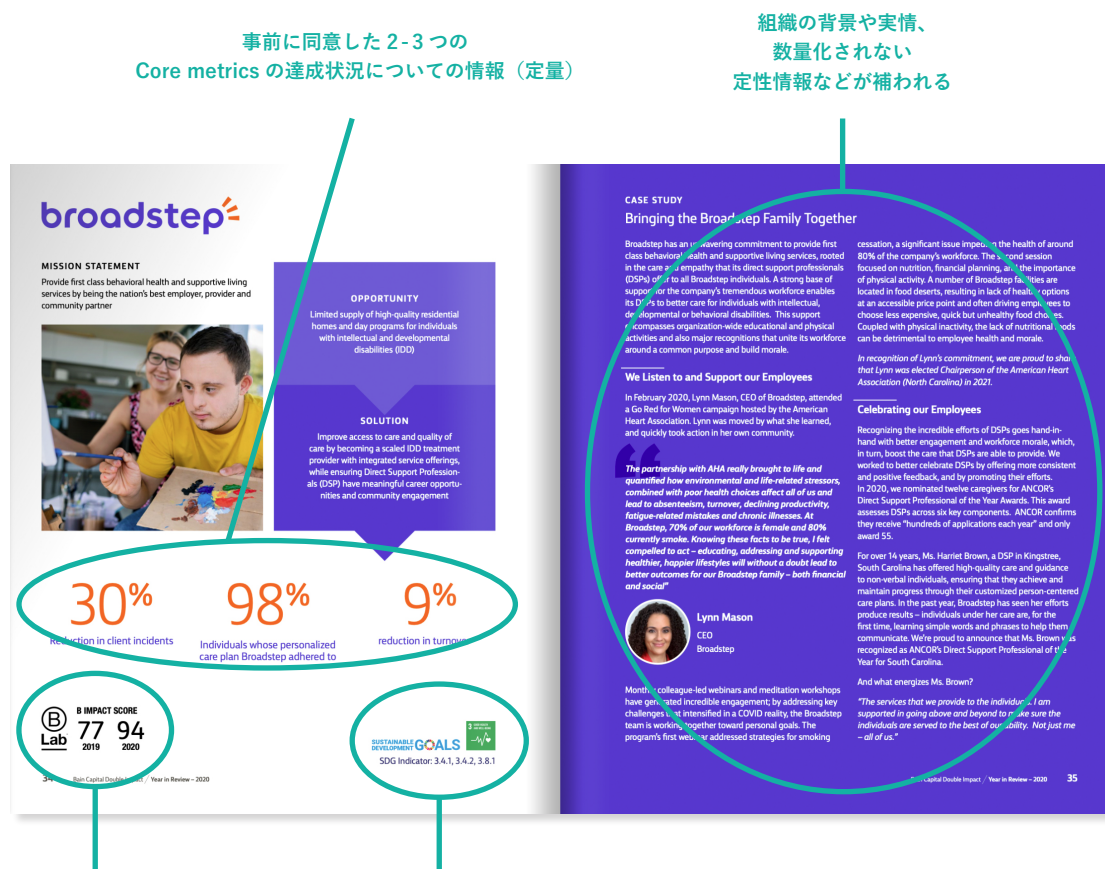


56 <https://www.calvertimpactcapital.org/impact/2020-impact-report>

◆ Bain Capital Double Impact

Bain Capital Double Impact では、投資先企業と事前に 2～3 つのインパクトの重要指標を設定することに加え、米国 B Lab が開発した B Impact Assessment (BIA) の実施を求めている。実際のインパクト・レポートでは、予め設定した 2～3 つのインパクトの重要指標がどの程度達成されたのかを定量的に明記し、定量情報で表現しきれない組織の背景や実情等の定性情報もコンパクトに記載されている。また、BIA のスコアも明記されることで、インパクト創出にあたっての組織としての管理・運営能力がどの程度あるか、または複数年投資している企業にあたっては、そのスコアが経年でどう変化しているかが「見える化」されている。SDGs の関連ゴールについても、付記されている。

図表 26 Bain Capital Double Impact Fund のレポート 57



B-Lab とパートナーシップを組み、BIA のスコアを掲載







SDGs との整合について記載

◆ Kempen

ノルウェーのアセットオーナーである Kempen のインパクト・レポートは、IMP の考え方に沿って整理されている。次頁の図は横軸を投資先企業のインパクトとして、インパクトの ABC (A: Act to avoid harm, B: Benefit stakeholders, C: Contribute to solutions) に分類し、縦軸に投資家のインパクトエリアを据え、ファンドが生み出すインパクトが、そのどこに位置するかがわかりやすく整理されている。

図表 27 Kempen のレポート：インパクトの ABC <sup>58</sup>

### GIP ON THE IMP IMPACT MATRIX: Mapping GIP Managers

	Impact of Enterprise		
	Act to avoid harm prevents or reduces significant effects on important negative outcomes for people & planet.	Benefit stakeholders generates various effects on positive outcomes for people & planet.	Contribute to solutions generates one or more significant effect(s) on positive outcomes for otherwise underserved people and the planet.
Impact of Investor Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital			
			ESPF 4  Green Bond Fund 
			Agri Debt Fund 
		AQF 	ECF III 
			OGF 

58 <https://www.kempen.com/en/news-and-knowledge/whitepaper/annual-global-impact-pool-2019>

また、下図のように IMP のインパクトの 5 つの基本要素別に重要情報をプロットし、対象となるアウトカムがどのようなもので、どのような人々を対象としているのか等についても、わかりやすく記載されている。

図表 28 Kempen のレポート：インパクトの 5 つの基本要素<sup>58</sup>

## GIP's contribution to SDG 3: Good health & well-being Through the Emerging Consumer Fund III

The IMP framework was applied and supplied to the GIP by the fund manager LeapFrog for the ECF III. The table highlights an assessment across five dimensions of significant effects the portfolio aims to achieve related to provision of good health.

Significant effects:		Access to healthcare for low-income people	
<b>WHAT</b> 🔍	<i>Is the outcome important?</i>	Important negative ← ● → Important positive <b>Aim to reach 13m low-income people</b>	The ECF III invests in purpose-driven companies that aim to reach 13 million low-income people in Africa and Asia with critical and health tools.
<b>WHO</b> 👥	<i>Does this help people in need?</i>	Well-served ← ● → Under-served <b>Some customers living on \$2-10 a day</b>	In target countries, there are estimated to be 2 billion low-income individuals (earning \$2 – \$10/day) who are willing and able to pay for critical products and services, but are either entirely excluded or underserved by virtue of being low-income. The Fund's investee companies help to fulfil this need by providing the necessary access to essential healthcare to those underserved households.
<b>HOW MUCH</b> ⚖️	<i>Scale</i>	For Few ← ● → For Many <b>10.7m emerging consumer customers</b>	Enterprises are enabling first-time access to quality healthcare for low-income people in emerging markets. Low-income consumers are underserved by traditional financial and healthcare providers due to factors including income, availability, geographical access, and product suitability. ECF III enterprises are filling this unique unmet need at scale, an outcome that would not have happened otherwise. ECF III enterprises keep emerging consumers at the core of their growth plan and hence are differentiated from market incumbents for truly understanding the needs of low-income consumers and reach them using innovative ways with products that provide high quality protection and achieve financially sustainable returns for the enterprise.
	<i>Depth</i>	Marginal ← ● → Deep Impact	
	<i>Duration</i>	Short-term ← ● → Long-term	
<b>CONTRIBUTION</b> 👥➡️	<i>Compared to alternatives?</i>	Much Worse ← ● → Much Better <b>Directly reaching households with unmet needs</b>	Low-income people are particularly vulnerable to health and income shocks due to irregular income flows. In the absence of critical tools being sold in the market, the enterprises are critical for delivering impact because they directly reach households to fulfil an unmet need.
<b>RISK</b> ⚠️	<i>What if it doesn't go as planned?</i>	High ← ● → Low	While there is some execution risk, the overall risk is low. The long-term impact of health inclusion is well documented in research by the UN, WHO, and the World Bank. The impact of all enterprises is measured regularly through performance data and direct customer feedback from the time of investment until exit.

これまで3つのインパクト・レポート事例を紹介してきたが、それぞれファンドの姿勢や重要にしたい観点を反映していたレポートになっていたように見受けられる。インパクト・レポート自体は多様な読み手が想定されるが、ファンドが生み出したインパクト等を適切に表現していくコミュニケーションのツールとして、わかりやすさや一貫性が重要であることがわかる。また、インパクトに関する情報は、必ずしも定量的なデータだけでなく、定性的な情報を含め伝えられることで、より読み手の生み出したインパクトの実像が伝わりやすくなることが想定された。

国内投資家からは、インパクト・レポート作成において、インパクトの創出に関する結果についての情報だけでなく、IMM のステップに従って何をどう検討したかプロセスの記述があると良いとのコメントが聞かれた。情報発信のあり方については、統合報告書で財務パフォーマンスは充足しているため、インパクト・パフォーマンスは財務パフォーマンスとは別に情報発信するべきとの意見も聞かれた。

ステップ2で述べた、ファンド・マネージャーによるインパクトの貢献に関する情報（人材獲得が加速したり、資金調達額が増大したり、バリュエーションが向上した等）をインパクト・レポートに積極的に掲載するべきであるとの意見が聞かれた。さらに、このような情報をインパクト・レポートに掲載することで、投資発掘にも役立つ可能性があるとのコメントも聞かれた。

58 <https://www.kempen.com/en/news-and-knowledge/whitepaper/annual-global-impact-pool-2019>

## c. IMM プロセスの検証のあり方とは？

## 独立した検証の必要性

独立した検証を行なっている海外投資家にインタビューを行なったところ、全ての投資家が IMM プロセスの適切性を担保するためには必要であるとの認識をもっていた。また、検証作業は何の基準に対して実施するのかの定義づけが必要とのコメントが聞かれた。独立した検証は、外部レビューのやり方の一形態であり、認証制度の有無等によって選択肢がある程度限られる場合も多いが、外部レビューの目的に従ってどのような形態が好ましいのかを検討する必要がある。

## 検証の主体

OPIM では原則 9 において独立した検証について触れられている。そこで OPIM 事務局にインタビューを行った（詳細は「コラム：OPIM の成り立ち」参照）。OPIM 事務局によれば、OPIM 原則 9 ではあえて「独立した第三者検証」ではなく「独立した検証」をするように定めているとのことだった。これは、投資家の成熟度や規模によって負担できるコストが異なるためである。

検証の主体を明らかにするため、当ワーキンググループでは OPIM 署名機関のサンプル調査を行った。その結果、3 つの方法が現在確認されている。最も多かったのは第三者検証であり、その次に複数の有識者を集めた社内委員会による検証が多かった。社内の監査人等、社内の個人が行なっているケースもあった。50% を占めた「検討中」の中では適切な第三者機関が特定できれば依頼する方向で考えているところが多かった。

サンプル調査結果 (n=30)

	社名	検証主体	比率
社内監査役	IDB Invest, Oesterreichische Entwicklungsbank AG (OeEB)	—	7%
社内委員会	Christian Super, I&P responsAbility Investments AG	Ethics Committee, Extra- Financial Committee, Audit Committee	10%
第三者機関による検証	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AXA Investment Managers 等アセマネ</li> <li>• Calvert Impact Capital, LeapFrog Investments 等の PE/VC</li> <li>• European Investment Bank 等開発金融機関</li> </ul>	EY & Associe, KKS Advisors LLC, Tideline (3 社), ITPenergised, KPMG (2 社), Luminis Advisors LLC, IBIS Consulting	33%
検討中	Albright Capital Management LLC, BNP Paribas Asset Management, Flat World Partners, LGT Lightstone Europe LLP, SIFEM, Swedfund 等		50%

国内においては、検証の重要性は理解できるものの、IMM プロセスを構築している初期的な段階で IMM の実績数が少ないことから、検証の実施までには時間が要するというコメントが多く聞かれた。IMM に取り組んでいる各機関の専門性を集結し、評価のためのフレームワークや評価者の育成が喫緊の課題であるとのコメントも聞かれた。当面は、ファンド・マネージャーが IMM プロセスを実行し、PDCA サイクルを回していき改善していくことに注力いくべきとの見解で一致した。学びを互いに共有することで IMM の発展に貢献していく姿勢の重要性も強調された。

## COLUMN OPIM の成り立ち (OPIM 事務局ダイアン・ダムスキー氏インタビューより)

国際金融公社 (IFC) がインパクト・マネジメント運用原則 (Operating Principles for Impact Management, OPIM) の作成に着手したのは 2018 年で、GIIN によるインパクト投資のロードマップ<sup>60</sup>がきっかけになったといえます。ロードマップでは、インパクト投資市場発展のために必要な 6 つの分野が列挙されていますが、その 1 つめに「インパクト投資のアイデンティティ強化」があり、その中に、「インパクト投資家であることを規定する、共通の、相互に合意した原則を確立する」と記されています。運用原則策定の経緯や現在地について、IFC で主導的立場をとったダムスキー氏が答えてくれたことについて、ご紹介します (ヒアリング日時: 2020 年 12 月 10 日)。

\* \* \*

インパクト投資に関するなんらかの原則が必要だと思ったのは、すでにその時点で、インパクト・ウォッシュの事例が増えつつあり、インパクト投資市場発展を脅かす事態になりつつあったからです。そこで IFC が手を挙げ、共通原則を策定することになりました。これには GIIN や GSG 含め、関係者が歓迎して協力的に物事が進みました。IFC が民間の組織ではなく、中立的な立場でこれを進めることができたことも協力関係が進んだ一因でしょう。

また、当時、インパクト投資に関しては、PRI 等参考にできるハイレベルな原則や IMP によるインパクトの 5 要素、IRIS 等の測定のための指標群はありましたが、インパクト投資を実際にいかに実践するかという運用原則のレベルの指針がなかったのです。これも策定を後押ししました。そして、インパクト投資市場が比較的新しいものであることが策定の方針に影響しました。実践のための指針になるようにはしなければならないが、インパクト投資市場の進むべき方法についてすべてわかっているわけではないので、強く「こうしなければならない」というトーンにはしないこと、細かいルール規定でガチガチのものにはしないこと、いろんなアセット・クラスや様々な規模のファンド・マネージャーが使えるものとする等々に注意しました。

OPIM は当時の IFC スタッフ 4 人ぐらいの少人数でチームを組み、IFC で持っていた投資原則や様々な会議、ラウンドテーブル、1 対 1 の話し合い等を参考に、あまり時間をかけずに作成が進められました。作成が完了し、発表されたのは 2019 年 4 月。早い段階で 58 の機関が署名したので大変満足でした<sup>61</sup>。新型コロナウイルスの影響は大きく、誰もが家でコンピューター・スクリーンに釘付けになっているという状態に対処するため、たくさんの世界中のウェビナーで OPIM に関する解説をしています。その結果、インドやブラジル、コスタリカといった新興国からの署名も集まりつつあります。また、OPIM 事務局は IFC からは独立し、IFC の原則ではないという理解を普及させようともしています。

OPIM の特徴に原則 9 である「独立した検証」があります。誰でも署名して、「私たちはインパクト投資家です」と言うことはできますが、それではインパクト・ウォッシュを防ぐことはできません。署名後 12 ヶ月以内に、独立した検証を含めた報告を公開してもらう仕組みを作りました。しかしこれは、「第三者検証」という意味ではありません。「第三者検証」から連想される、監査法人を雇って監査をしてもらう、というような財政的余裕のない小規模な事業者には余計な負担をかけることを一律に規定することは避けようと思いました。「独立」というのは、経営や業務から独立しているということで、クリエイティブなやり方含め、発想の力で内部的な「独立」検証も可能だということを確認したかったのです。結果として第三者検証を報告しているところも多いですが、内部に独立した検証委員会を作ったところ等、革新的なやり方も出てきています。

OPIM 事務局は Impact Principles という名称、ダムスキー氏は事務局長 (Head of Secretariat) という役職名で活動しており、OPIM 普及やインパクト投資関連のウェビナー開催等で活発に活動しています。

60 Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets (GIIN) <https://thegiin.org/research/publication/giin-roadmap>

61 現在 (2021 年 3 月時点) の署名機関数は 119 機関。 <https://www.impactprinciples.org/signatories-reporting>



## 第3章 ケーススタディ集

本章では国内外の代表的事例を第2章で紹介した各ステップに沿って分析したものを紹介する。

### 1. Nuveen, LLC

全米大学教職員保険年金基金 (TIAA) 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 百万ドルを超える。

ステップ	取組内容
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資目標及びテーマ               <ul style="list-style-type: none"> <li>- ロジック・モデルを活用して、投資を通じて生じさせたいアウトプットとアウトカムを分析。現在は、SDGs の掲げる目標と一致させている。</li> </ul> </li> <li>• 投資対象分野               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 働くアメリカ人に、米国の手頃な価格での住宅を提供している企業。</li> <li>- 十分な金融サービス（クレジット、貯蓄、保険、送金）を受けていない低所得者層をターゲットにビジネス展開している企業。</li> <li>- 不動産や農業から製造業に至るまで、複数のセクターのサプライチェーンにて資源効率化をもたらす企業。</li> </ul> </li> <li>• 検討プロセス               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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。可能であれば、ポートフォリオを構成する案件全てに適用可能なインパクト指標も設定している。</li> <li>- Responsible Investing and Sustainability を専門とするチームが、ポートフォリオマネージャーの設定した目標や指標が投資委員会で承諾を受けたインパクトテーマと合致しているかどうかを確認し、必要に応じて修正を促す。</li> </ul> </li> <li>• インパクト投資に関する全てのスタッフの報酬体系は、インパクト及び経済的パフォーマンスの達成状況と紐づいている。</li> </ul>
組成・ストラクチャリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資家によるインパクトへの貢献               <ul style="list-style-type: none"> <li>- セオリー・オブ・チェンジを分析したデューデリジェンス用資料に、保有期間中の投資家による貢献内容やその度合いを明記。</li> <li>- PE の場合には、新興国で資金提供が不足している市場に投資をすることが多いため、取締役を派遣し、ビジネスのスケールを支援するのが一般的である。</li> </ul> </li> </ul>

ステップ	取組内容
<b>組成・ ストラク チャリング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資前のインパクトデューデリジェンス (DD) <ul style="list-style-type: none"> <li>– 期待されているインパクトは、定性的な分析が主である。</li> <li>– IMP の 5 dimensions で分析を行い、インパクト指標は、IRIS+ を利用している。</li> </ul> </li> <li>• ESG との接続 <ul style="list-style-type: none"> <li>– ネガティブ・インパクトと ESG リスクの考え方は重複していることが多いため、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している。</li> </ul> </li> </ul>
<b>モニタリング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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。 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 実際のインパクトが期待値よりも下回っている場合には、ポートフォリオチームが投資先と対話し、具体的なアクションを検討する。</li> </ul> </li> <li>• 現在、Nuveen で管理しているインパクト・パフォーマンスを投資先と共有できるように取り組みを進めている。</li> </ul>
<b>売却判断・ レポー ティング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• エグジットの考え方 <ul style="list-style-type: none"> <li>– インパクト及び経済的リターンに正の相関関係が期待される先に出資していることから、投資段階からエグジットが可能なものとして検討している。</li> <li>– エグジット・スキームが投資先の生み出しているインパクトを低減させるものではないか分析し、エグジットの検討段階に入った際に使用する資料には、明記している。</li> </ul> </li> <li>• ポートフォリオマネージャー及び Responsible Investing and Sustainability チームが協働して継続的に案件のモニタリングをするとともに IMM プロセスを改善する。 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 毎年案件・ポートフォリオごとにインパクトパフォーマンスを確認し、実際に生み出されたその年のインパクトと、過去の当該ポートフォリオの実績、類似のポートフォリオの差分を細かく分析する</li> <li>– 分析した結果を用いて、投資戦略、インパクト評価の考え方・プロセスに変更の必要がある場合には実施する。</li> </ul> </li> <li>• 独立した検証 <ul style="list-style-type: none"> <li>– 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 が独立した検証を実施する。</li> </ul> </li> </ul>



## 2. BlackRock, Inc. (BlackRock Global Impact Fund)

Black Rock は、世界最大の資産運用会社、総 AUM 2019 年末に 7.4 兆ドル。2020 年の春、上場株式を対象とするインパクト投資ファンド (BlackRock Global Impact Fund) を機関投資家向けの商品としてローンチ。AUM 54 百万ドル。

ステップ	取組内容
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SDGs に取り組んでいるグローバル企業への投資を通じて、長期的なトータルリターンを最大化を目指し、MSCI ACWI のアウトパフォーマンスを目指す。</li> </ul>
組成・ストラクチャリング	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 以下の 4 つの基準で独自にインパクト企業の特定 (600 社) <ul style="list-style-type: none"> <li>- Materiality, Additionality, Measurability の観点で審査</li> <li>- 収入または事業活動の大部分が、SDGs の 1 つ以上を推進していること</li> <li>- 他の企業では対応することのできない特定のニーズに対してサービス提供していること</li> <li>- インパクトの定量化ができること</li> </ul> </li> <li>2. 市場全体の経済的リターンを上回る会社 40~50 社を抽出</li> <li>3. 投資前のインパクト DD <ul style="list-style-type: none"> <li>- Investment Analyst (兼務) がビジネス DD、インパクト DD 両方を実施する。</li> <li>- インパクト・ファンドに相応しい投資候補先と判断すると、所定のテンプレートに以下の点を記入し、チームに諮る。</li> <li>- 投資候補先のビジネス内容 (5 forces 等を活用した競争優位性の分析を含む)、インパクトテーゼ及び投資テーゼ、財務分析、インパクト及び ESG 要因が財務的にどのようなリスクがあるのか (IMP の活用) を実施する。</li> <li>- インパクト KPI (1 種類以上、IRIS+) 候補をあげる。チームは、専門家 1 人、Investment Analyst (兼務) 5 名で年間 40~50 社程度である。</li> </ul> </li> <li>4. インパクト KPI 設定 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 最も適切な KPI は、インパクト戦略と投資先のビジネスモデルに整合するもので、インパクトがあるかどうかを判断する KPI を設定することが重要である。</li> <li>- マイクロファイナンス企業の場合：新規顧客数では不十分で、普通の金融機関にアクセスのない人にどれだけリーチできたかといった視点が必要である。</li> <li>- もし投資段階でなければ、投資後に支援していくものもある。</li> </ul> </li> </ol>
モニタリング	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. データの収集：公表資料を元にデータの収集を行う。投資先の 70% 程度しかインパクト KPI (IRIS+) のデータを公表していないため、エンゲージメントを通じて質問する。</li> </ol>

ステップ	取組内容
<p><b>モニタリング</b></p>	<p>2. エンゲージメント</p> <p>– エンゲージメントには以下の2種類がある。現在2.0に挑戦している。</p> <p>① エンゲージメント1.0: 投資先の企業価値についての理解を深め、銘柄選定プロセスでの分析内容に誤りがなかったことを確認したり、インパクトKPIに対する開示を促したりすること。</p> <p>② エンゲージメント2.0: 投資先がもっとインパクトを生み出せるように、課題解決の支援を行うこと。</p> <p>• 例えば ...</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 欧米に市場を限定していた投資先に具体的なグローバル展開をアドバイスする。</li> <li>◆ 人材紹介事業を営む会社に対して、登録者のスキルが向上し年収アップにつながるよう、e-learningを提供する会社を紹介する。</li> </ul>
<p><b>売却判断・レポーティング</b></p>	<p>1. 売却判断</p> <p>– 社会性の観点で定める基準に基づき、まずは投資ユニバースを設定し、そのユニバースの中からファンドとして保有する銘柄を選定する。当該ファンドは財務的なパフォーマンスの観点から売却することがあるものの、財務的なパフォーマンス面では魅力が薄れても、引き続きインパクトを追求する企業として魅力があれば、同社の定める投資ユニバースに残る限り、原則として保有していてもエンゲージメントを続ける。</p> <p>– M&amp;A等明らかに社会性がなくなってしまった場合に社会性の魅力がなくなったものとして投資ユニバースから外す。</p> <p>2. レポーティング</p> <p>– GIIN、IMP、IFCのフレームワークを活用して、案件ごと及びファンドレベルでインパクトレポートを公表する。</p>

### 3. LGT Lightstone Europe LLP (LIGHTROCK)

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。

ステップ	取組内容
<p><b>戦略</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資目標及びテーマ                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 経済的なリターンを得ながらポジティブなインパクトリターンを見込むことのできる、テクノロジー主導のスケラブルな会社へ出資を実行する。</li> <li>– サステナビリティの問題の解決を試みる、テクノロジーとビジネスモデルのイノベーションに大きなビジネスの機会があると考えている。</li> </ul> </li> <li>• 投資対象                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– ヘルスケア、金融包摂、質の高い低価格な教育、効果的なサプライチェーン、サステナブル農業、再生可能エネルギーへの転換等 9 つの SDGs のゴールを対象としている。</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>組成・ストラクチャリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資家によるインパクトへの貢献                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 効率的なパフォーマンス管理及び予測</li> <li>– 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</li> <li>– サガバナンス制度の確立と実行</li> </ul> </li> <li>• 投資前のインパクト DD                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 効投資先が提供するサービスのインパクトの理論的根拠がどこにあるのかを評価時に重視する。                                     <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ セオリー・オブ・チェンジ、市場規模の推定の根拠、投資先の提供するソリューションの有効性を検討。</li> <li>◆ IRIS+ を参考にインパクト指標及びインパクト KPI を決定。</li> </ul> </li> <li>– 期待インパクトリターンの算出と包括的なリスク評価を行う                                     <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 期待インパクトリターン及びリスク要因を網羅した、包括的なリスクを評価するためのインパクト・レーティングを活用。</li> <li>◆ 投資のネット・ポジティブインパクトを見積もるためにリスク調整済みのインパクト・ポテンシャルスコアを生成。</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• 上述のインパクト評価に加え、ESG の観点での評価も実施する。</li> <li>• 現在、ESG 評価及びインパクト評価の統合したフレームワークの開発を試みている。</li> </ul>
<p><b>モニタリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 予め投資先と合意したインパクト KPI について、月次及び四半期ベースで KPI の管理。定性的な評価も実施している。</li> <li>• 随時サイトビジットや投資先との対話を実施している。</li> </ul>

ステップ	取組内容
<b>売却判断・ レポー ティング</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• エグジットの考え方               <ul style="list-style-type: none"> <li>– 投資先によるインパクト及び ESG への取組み状況をエグジットの検討に考慮する。</li> <li>– 保有期間中に投資先によりどのような事業性・社会性両面で価値創造があったのか、パフォーマンスを判断する。</li> <li>– エグジットを実行するタイミング、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する。</li> </ul> </li> <li>• 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する。</li> <li>• 独立した検証は、2021年中には実施する見込み。</li> </ul>

#### 4. 新生企業投資株式会社及び一般財団法人社会変革推進財団（SIIF） （日本インパクト投資 2 号投資事業有限責任組合（通称：はたらく FUND））

新生企業投資（株）と（一財）社会変革推進財団を共同運営者、（株）みずほ銀行をアドバイザーとして、複数機関投資家による出資を得て、「子育て・介護・新しい働き方関連事業」を投資対象とし、投資先事業者の成長支援や社会的インパクトの拡大を目指している。ファンド総額 36 億円、投資実行件数 4 社（2021 年 2 月末現在）。

ステップ	取組内容
<p><b>戦略</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本ファンドが取り組む課題を設定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 働く世代を取り巻く社会課題（少子高齢化・労働人口の減少、子育てと仕事の両立困難、介護と仕事の両立困難、不健康な心身状況、従来日本型雇用・働き方改革の必要性、次世代型教育の必要性等）に対する新しい価値創造に貢献する投資活動を推進する。</li> </ul> </li> <li>• 本ファンドの ToC（セオリー・オブ・チェンジ）を設定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 目指す社会的変化（システミックチェンジ）を「多様な働き方・生き方の創造」と定め、本 ToC に合致する分野・企業に投資している。</li> </ul> </li> <li>• SDGs への貢献を設定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– ファンドの活動（インプット）を通じ、直接的な結果（アウトプット）、中期的に受益者にもたらす効果（アウトカム）、長期的に社会に与える影響（インパクト）の実現をサポートすることで、主に「SDGs3 健康と福祉」、「SDGs4 教育」、「SDGs5 ジェンダー」、「SDGs8 働きがい」の達成に貢献し得ると想定している。</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>組成・ストラクチャリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 本ファンドが取り組む課題を設定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– IMM の視点から、一連のデュー・ディリジェンス (DD) を実施している。</li> <li>– ToC に沿った投資対象分野を検討。業界動向・課題分析を行い、事業ステージを確認しながら投資候補先を発掘・絞り込んでいる。ヒアリング及び DD においては、財務面と社会性の双方を確認する。</li> <li>– 事業の財務面と社会性のアラインメントにはこだわる。</li> <li>– 投資候補先が焦点におく社会的課題の構造分析、目指す社会的インパクトに関する事業評価、組織評価を実施する。事業評価は、IMP の 5Dimensions、IRIS+ に沿って進める。</li> <li>– 事業評価では、「ロジック・モデル」を作成しながら、インパクトの可視化・定量化を進めるべく「KPI」の設定も議論する。</li> <li>– ネガティブ・インパクトの評価は、組織評価を中心に検討する。</li> <li>– はたらく FUND が、インパクト創出に向け、投資後、具体的にどのように貢献するか (Additionality) を検討する。</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>モニタリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資時に投資先と合意したロジック・モデル及び KPI に基づき、当該事業が創出するインパクトをモニタリングする。</li> </ul>

ステップ	取組内容
<p><b>モニタリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ミドル・レイトステージの案件が中心で、かつマイノリティ出資である一方で、社会的インパクトの可視化を通じた経営サポートを中心にハンズオンのスタンスであるため、ボードのオブザーバーに入ることが多い。</li> <li>・投資後も、ロジック・モデルのバージョンアップ、KPIの見直し、インパクト評価の活用方法等、投資先との対話を活発に行う。</li> <li>・IPO後の継続的かつ効果的なインパクトの開示を目指し、そのために今実施すべきインパクトの在り方を逆算しながら、投資先と対話を進めている。</li> </ul>
<p><b>売却判断・ レポー ティング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・将来的なエグジット（主にIPO）として、投資先がインパクトを創出する企業としてのIPO（「インパクトIPO」）を実現することを視野に、事業内容の開示やKPIデータ収集の準備を進める。</li> <li>・従来型VCと同様、IPO後は市場を見ながら持分を売却する。このため、ファンドのエグジット後に安定株主となり得る、上場会社を対象とした国内外のインパクト投資家・ESG投資家等へたすきをつなぐことを企図し、これら投資家とのネットワーキングを進める。</li> <li>・年に1回、はたらくFUNDのLPを対象として、インパクト・レポートの作成・報告を行う（グローバルに浸透しているフレームワークを活用しながら、ファンドとしての評価・報告の手法を確立していくことを模索しており、一貫してToCに沿ったインパクト・ストーリーの切り口から説明する）。</li> </ul>

## 5. 第一生命保険株式会社

中長期的視点で幅広い資産を保有する機関投資家（ユニバーサル・オーナー）として、ESG 投資を資産運用の柱と位置づけ、運用収益の獲得と社会課題解決の両立を目指している。2017 年からインパクト投資の取り組み開始し、ベンチャー企業への投資を中心に、2021 年 3 月末時点においてインパクト投資は 20 案件、合計で 82 億円。なお 2019 年度からは上場株のインパクト投資も開始している。

ステップ	取組内容
<p style="text-align: center;"><b>戦略</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資目標・テーマ                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG 基本方針で掲げている通り、第一生命が設定する重点的な社会課題の解決に向けて、ESG 投資に積極的に取り組んでいる。</li> <li>- ESG 投資の重点テーマとしては、第一生命の事業テーマである「QOL 向上」、グローバルな社会課題である「気候変動の緩和」、日本における社会課題である「地方創生・地域活性化」を掲げている。</li> </ul> </li> <li>• 投資対象                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG 投資としては、SDGs 事業（再生可能エネルギー発電事業への投融資等）、SDGs 債（グリーンボンド・ソーシャルボンド等）等に加え、画期的なイノベーション創出に向けた成長企業・ベンチャー企業への投資（インパクト投資）に積極的に取り組んでいる。</li> </ul> </li> <li>• その他                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 長期資金を運用している生命保険会社である第一生命は、長期タームで投資先企業と寄り添うことが可能である。</li> </ul> </li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>組成・ストラクチャリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 組成プロセス                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- インパクト投資の認定は社内基準に基づいて判断を実施している。</li> <li>- 初めに、運用フロント部門が候補案件を発掘し、インパクト投資への該当/非該当について、社内基準に照らしたスクリーニングを実施する。</li> <li>- 運用フロント部門による一次スクリーニング後、ESG 投資の企画・立案等を担う運用ミドル部門（責任投資推進部）にレポートされ、事前協議を行う。</li> <li>- 議論の視点は、投資先企業がもたらすインパクトの特定や、インパクト創出に向けた経営層の意思、インパクト創出の実現可能性、モニタリング指標（KPI）の内容等がある。</li> </ul> </li> <li>• 事前協議後、社内会議体（責任投資会議）において正式審議を行う。</li> <li>• インパクト測定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- インパクト投資の認定に活用している社内基準については、各種イニシアティブが出している定義やツール等を参照し、それをもとに整理している。</li> <li>- アウトカムや KPI 設定については、投資先企業とも意見交換をして設定する。</li> </ul> </li> </ul>

ステップ	取組内容
<p><b>モニタリング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• KPI モニタリング                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 設定した KPI は、定期的に進捗を確認（少なくとも年に一度）する。</li> <li>– KPI の進捗が芳しくない場合は、その理由や対応策について密に投資先企業と対話を実施する。</li> </ul> </li> <li>• その他                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 長期の視点で資産運用を行っている生命保険会社であり、かつ第三者資金によるファンド運用を行うわけではなくファンド期間の概念がないため、アウトカムが発現し社会実装につながるまでの長い期間、企業に寄り添うことができる。</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>売却判断・レポーティング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• レポーティング                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– 第一生命はアセットオーナーであり、第三者資金によるファンド運用を行っているわけではないが、ESG 投資・インパクト投資を通じた社会課題解決を目指して情報公開を行っている。</li> <li>– 未上場企業については、個別投資案件ごとに、プレスリリース等で投資を通じた社会的インパクトに関する開示を行い、また責任投資に関する年次報告書（責任投資活動報告）において、投資済みのインパクト投資案件の状況について報告を行う。</li> </ul> </li> </ul>



## 6. 野村アセットマネジメント株式会社

インハウスとしてのインパクト投資のフラグシップファンドは、Global Sustainable Equity Strategy Fund と Japan Sustainable Equity Strategy Fund の2つである。

ステップ	取組内容
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンドとしての運用の哲学・ポリシーは、野村 AM として定めた共通価値観「ESG ステートメント」を出発点としている。気候変動問題、自然資本、社会的責任等の課題を特定している。</li> <li>・特定した社会課題に対してインパクト・ゴールを設定する。具体的には、気候変動、自然資本、先進国と途上国の医療問題の改善、人が保証されるべき基本的権利（例：金融サービスと飲料水へのアクセス）等である等。</li> <li>・インパクト・ゴールの改善程度を測るための指標を国や世界レベルの指標から設定する。（例：インパクト・ゴール「途上国の医療問題の改善」では、WHO（世界保健機関）が公表する HIV や結核、マラリア死亡率等が指標）</li> <li>・インパクト投資の社内体制としては、アナリスト、運用者、ESG スペシャリスト等内外の運用調査のスペシャリストが連携している。</li> </ul>
組成・ストラクチャリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ポートフォリオを構成する企業は、細分化された投資分野と SDGs の 17 目標に関連づけられ、より具体的なインパクト投資テーマや個別の KPI が設定される。（例：「気候変動問題」では、GHG 排出削減量や気候変動対応のための研究開発投資等を KPI とする）</li> <li>・個別企業の KPI は統合報告書に開示されている場合それを活用する。また、それがない場合は、想定されるインパクト・ゴールを設定し、投資後は KPI の設定とモニタリング、開示に向けて投資先に働きかける（エンゲージメントを行う）。</li> </ul>
モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・設定した KPI のモニタリングを細かく継続的に行うことで個別企業ごとのインパクトを測ることが可能となるうえ、ポートフォリオ全体としてインパクト・ゴールに向けた改善の程度やインパクトそのものを計測することが可能となる。</li> <li>・モニタリングの状況を受けて投資先企業へのエンゲージメントを行うことで、課題解決の動きを後押しする。</li> <li>・エンゲージメント時に議論するテーマは複数ある。様々なビジネス上の課題と共に ESG や社会課題と絡めながら対話を進め、最終的には企業のビジネスでインパクトを創出できる方向に持っていくことが大切。その中で設定したインパクト・ゴールに関する開示を要求することもある。</li> <li>・海外企業へのエンゲージメントでは Sustainalytics（旧 GES）と契約し協働で進めている部分もあることに加え、Access to Medicine や PRI 等国際的なイニシアティブのプラットフォームを活用する等、リソースの有効活用により全体の効率化を図っている。</li> </ul>

ステップ	取組内容
<p><b>エグジット・ レポー ティング</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インパクト・レポートは、インパクト・ゴール（明らかに解決してほしいテーマ設定）を明示し、読み手の納得感を出すようにしている。</li> <li>・KPI がない場合は、インパクトの定性情報としてストーリーで補うこともする。</li> </ul>

## 第4章 まとめ ～ステップ別重要な検討ポイント及び共通して見られた見解～

第2章では、当ワーキンググループでの議論の内容や海外調査に基づき全体像を紹介した。本章では、第2章で紹介した国内外の投資家から聞かれた様々なコメントのうち、ワーキンググループのメンバー間で意見が一致した事項、特に強調されていた点を「第2章 1. IMM 外観」で紹介した検討ポイント別に「共通して見られた見解」として取りまとめた。

新しく IMM を実践する方のみならず、既に実施している方も、本章にまとめた「共通して見られた見解」を参考にし、各社の戦略や投資先に応じた工夫について第二章を参考にされ、より有益な IMM 実践の実現につながることを期待している。

	検討ポイント	共通して見られた見解
ステップ1 投資戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、<u>自社の経営戦略にインパクト投資の推進を掲げ、それに沿ったインパクト・ファンドの投資戦略を立案</u>する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社の経営戦略として、インパクト投資の推進を掲げることは重要である。</li> <li>インパクト・ファンド投資戦略立案にあたっては、ロジック・モデルや ToC を活用しながら、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明らかにする。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>インパクト・ファンド投資戦略の立案にあたっては、ファンド・マネージャーのインパクトの意図を実現するために、<u>1) インパクト・テーマの設定やその戦略への組み込み、2) 経済性と社会性の両立の程度、3) 適切な IMM の実施体制（投資意思決定プロセスやチーム組成）</u>を検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>インパクト・テーマ設定にあたっては、SDGs 等広く一般に知られている概念を活用しながら、取り上げるインパクト・テーマの重要性を客観的に説明できるものを参考に検討する。</li> <li>経済性と社会性の両立は必須であるが、どの程度重視するかについては、インパクト・ファンドの投資戦略によって異なるものである。</li> <li>IMM 実施体制については、ディールチームが IMM を実施できるように人材育成をすべきである。投資の意思決定にあたっては財務分析と IMM の分析結果を総合的に判断する。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、ファンドの資金調達に際し、<u>インパクト・ファンド投資戦略の実現に向けて、IMM のプロセスやインパクト・パフォーマンス、海外の市場調査報告等を参考にしながら最終投資家候補</u>に対して丁寧な説明を行う。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最終投資家の需要喚起をするために、インパクト投資の基本的な考え方や市場情報、IMM プロセス等幅広く情報提供することが重要である。</li> </ul>

	検討ポイント	共通して見られた見解
<p><b>ステップ2</b> 組成・ストラクチャリング</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド・マネージャーは、インパクト・ファンド投資戦略に沿った投資を実行できるよう、適切な IMM プロセスを導入する。その際、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当てはめることのできる、<u>一貫した IMM プロセスを導入</u>する。</li> <li>・IMM プロセスの設計にあたり、各投資案件を通じて<u>ファンド・マネージャーがインパクトの実現にどのように貢献するか</u>について検討する。</li> <li>・IMM プロセスの一般的な流れは以下のとおりである。国内外の各種手法を参考にしながら各インパクト・ファンド投資戦略に照らし合わせて、適切なプロセスの設計を行う。             <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>ファンド・マネージャーは、まず投資先の事業が生み出す「アウトカム」を特定し、インパクトを多面的に分析する。</u></li> <li>- <u>当該事業のアウトカムを表す「インパクト指標」を設定する。</u></li> <li>- 「インパクト指標」の中でも重要なインパクト指標（「インパクト KPI」という）を特定したうえで、「<u>インパクト KPI の目標値</u>」を定める。</li> <li>- 投資先やマクロ経済データ等から情報収集を行い、投資判断に活用する。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・アウトカムの特定にはロジック・モデル、多面的なインパクト分析には、IMP による 5 dimensions、インパクト指標の設定には GIIN の IRIS+ が有効である。</li> <li>・インパクト KPI は、企業価値に直接的に関係のあるものを 1～3 指標選ぶ。</li> <li>・インパクト KPI の目標値は、経済的な目標と相関するように設定するのが良い。</li> <li>・分析に必要なデータがすでにあるのか、ない場合にはこれから対応することは可能なかどうか等について、投資前に投資先と十分のコミュニケーションをとることが重要である。</li> <li>・投資先が多角化している事業を展開している場合には、インパクト創出をしている事業に着目して潜在的な可能性も含めて IMM を実施する。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド・マネージャーは、各投資案件について、<u>ポジティブ・インパクトに加え、企業活動が環境・社会に与えるネガティブ・インパクトを特定し、評価する。</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ネガティブ・インパクトを評価する際に、ファンド・マネージャーがインパクト投資以外の ESG 投資等のポートフォリオですでに使っている ESG 評価のうち環境・社会へのネガティブ・インパクト評価のプロセスがある場合には、その部分を活用し得る。</li> <li>・ネガティブ・インパクトを回避できるような対処を検討し、必要に応じて投資対象に働きかけて、ネガティブ・インパクトが発現し得る体制やプロセスを解消するような取組みを投資先に求めるのが良い。</li> </ul>

	検討ポイント	共通して見られた見解
<p><b>ステップ3</b> モニタリング・エンゲージメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、ステップ2で設計した IMM プロセスに基づき投資を実行し、投資期間中モニタリング及びエンゲージメントを行う。             <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、<u>財務 KPI やインパクト KPI の達成状況を管理</u>する。</li> <li>エンゲージメントのやり方やその深度はアセット・クラス、ファンド・マネージャー、投資先の事業ステージによって異なるので、<u>自社のインパクト・ファンド戦略に沿って適切に実施</u>する。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>モニタリング実施にあたっては、投資先と十分なコミュニケーションを取りながら、必要に応じて IT システムを活用して実施するのが良い。</li> <li>エンゲージメントのやり方やその深度はアセット・クラスや投資先の事業ステージによって異なるものの、エンゲージメントを実施することは重要である。             <ul style="list-style-type: none"> <li>非上場株式の場合には、IMM プロセスが投資先のステークホルダー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。</li> <li>上場株式の場合には、投資先がインパクト創出できるように信頼関係を醸成しながら協調的な対話をするのが良い。</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>ステップ4</b> 売却判断・レポーティング</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、投資先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、売却判断を行う。また、インパクト・パフォーマンスに関する報告を最終投資家に行う。</li> <li>ファンド・マネージャーは、<u>投資先の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</u>しながら、また受託者責任を勘案しつつ売却の時期、ストラクチャー及びプロセスを検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>アセット・クラス問わず、エグジットや売却の実績数が少ないが、インパクト創出に配慮した判断を実施するためには、ファンド・マネージャー及び投資先の IMM 体制を整え、日頃のコミュニケーションが重要である。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンド・マネージャーは、インパクトのパフォーマンスについて予想されていたインパクトと実際のインパクト、ポジティブ及びネガティブ・インパクトを比較検証し、最終投資家に対して、報告を行う。これらの結果を IMM の改善に活かす。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>表層的な分析に留まることなくアウトカムの深さ、インパクト指標やインパクト KPI を活用して説明することが重要である。</li> <li>国内においては実例が少ないことから、IMM プロセスの PDCA を実施することは重要である。</li> <li>さらに、学びを互いに共有することで IMM の発展に貢献していく姿勢が重要である</li> </ul>

## むすび

当ワーキンググループでは、日本における質の高いインパクト投資の発展に向けて、個社の枠組みを超えて業界として取り組むべき課題や解決アイデアについても議論が及んだ。これらは必ずしも網羅的ではなく、更なる検証が必要であるが、今後、インパクト投資に取り組む機関が市場育成のために連携を進める上での足掛かりとなるよう、以下に記す。

**1. 課題：日本においてインパクト投資そのものへの注目は高まっているものの、最終投資家やファンド・マネージャーにおいて“インパクト投資は通常の投資と比べて金銭的リターンが低いものをいう”という誤認が残っている。そのため、運用会社は、最終投資家から資金を集めにくく、インパクト・ファンドの組成が難しい状況になっている。**

解決アイデア：

- ◆インパクト投資による金銭的リターンの実績について、GIIN などによるグローバルでの市場統計結果はもとより、すでにも実績のあるインパクト・ファンド等の事例を最終投資家やファンド・マネージャーが GSG 国内諮問委員会などの場を活用して情報を収集する。
- ◆経済性と社会性の両面を合わせて勘案した測定・分析・マネジメントの手法について、グローバルで開発されているフレームワークや、実績のあるインパクト・ファンド等の事例をファンド・マネージャーが GSG 国内諮問委員会などの場を活用して情報を収集する。

**2. 課題：経営戦略にインパクトの創出を明確に位置づけていない金融機関が多い。そのため、インパクト投資に必要な経営資源の投下や、インパクト・ファンドの投資戦略の設計が難しくなっている。前述のように最終投資家のインパクト投資に対する理解やニーズが十分に醸成されていないところ、特に日本の金融機関は顧客（最終投資家）のニーズに対して誠実に応えることを重視するため、インパクト創出やインパクト投資を経営戦略に位置づけにくいという背景もある。**

解決アイデア：

- ◆金融機関が、自らの社会的な存在意義を定義し、経営戦略にインパクトの創出を中心に据えている先駆的なインパクト投資取り組み機関の事例について、ファンド・マネージャーが GSG 国内諮問委員会などの場を活用して情報を共有する。
- ◆自社の経営戦略においてインパクトの創出やインパクト投資に対して明示的にコミットをしている金融機関が、GSG 国内諮問委員会などの場を活用して横の連携関係を構築し、業界横断的な動きを醸成していく。

3. 課題：地方創生、少子高齢化など、日本で顕著に見られる社会課題領域について、SDGs の各目標との近接性はあれども、正確にターゲットや指標と紐付けようとすると難しい。そのため、最終投資家が SDGs を重視している場合、当該領域は投資対象外となってしまう。

解決アイデア：

- ◆ 本ワーキンググループの成果物の一つであるディスカッションペーパーにおいて、日本の重要な社会課題領域が SDGs に直接的に当てはまらない場合もあるという課題について、SDGs 達成への貢献をいかに国や地域性を踏まえて柔軟に解釈するかに関する考え方や手法について英文で取りまとめる。
- ◆ さらに、上述のディスカッションペーパーでまとめた内容について、本ワーキンググループメンバーが中心となって、日本政府など国内の関係機関と連携しながら、各種国際会議の場などを活用して積極的に発言するなど、グローバルなインパクト機関投資家やグローバルな基準設置機関に対して情報発信を行う。

4. 課題：インパクト・ファンドの4つの中核的特徴<sup>62</sup>にあるように、IMM の実施はインパクト・ファンドの根幹にあり、インパクト・ファンドの多くが本拠地を置く欧米において IMM の手法が数多く開発されている。しかし、グローバルにおいても試行錯誤が繰り返され体系立った整理があまりされていないことから、国内外共通して IMM を実施できる人材が不足している。そのため、各インパクト・ファンドにおいて IMM を内製化できず、ファンドの競争力にも影響してしまう可能性がある。

解決アイデア：

- ◆ インパクト投資取り組み機関が、GSG 国内諮問委員会などの業界横断的かつ中立的なプラットフォームを活用して、国内外で参考となる研修やガイドブック等の情報をとりまとめ、必要に応じて日本語訳をして、業界内で共有をし、人材育成の環境整備を進める。
- ◆ 国内のファンド・マネージャーが IMM に関する実践知を積み上げる支援を行う。それらを互いに共有し学ぶ合うことで、日本全体でナレッジを貯めていき、海外のベストプラクティスも取り入れながら業界の発展を促していく。

5. 課題：IMM プロセスの中で、1) ネガティブ・インパクトの評価（特に PE・VC）、2) IMM の考え方を取り入れたモニタリングやエンゲージメント、3) エグジットの実行については、重要性は確認されたものの、実践事例が少なく、やり方を迷っているファンド・マネージャーが多い。そのため、ファンド・マネージャーによるインパクト創出の意図の実現を阻んでしまう可能性がある。

解決アイデア：

- ◆ それぞれの点について、ファンド・マネージャーが、本ワーキンググループのような IMM の実践知を共有する場を活用して、国内の実践知を積み上げる共に、海外での動向も参考にしながら検討を重ねていく。加えて、以下の検討を行う。

62 第1章インパクト測定・マネジメントの基礎 1.1) インパクト投資の中核的特徴参照。

- ① **ネガティブ・インパクトの評価**：国内外のインパクト・ファンドにおいて既に採用している ESG 評価がある場合にはそれを選択的に抽出し活用し得るという意見が多かったものの、国内の PE・VC で ESG ポリシーを導入している例が少ない。既存の事例を参考にしながら、PE・VC によるインパクト投資のネガティブ・インパクト評価を支援する手引きを作成する。
- ② **モニタリング**：インパクト・ファンドの規模や数が多くなるにつれ、収集するデータが増えるため、デジタル化の検討も含んだ適切なやり方を検討する。
- ③ **エグジット**：国内外の実践知を参考にしながら、IMM を根幹におくエグジットのあり方についてコンセプトを示していく。

6. 課題：グローバルにおいて金融機関及び企業によるサステナビリティに関する様々な報告基準の整備が進んでいる中、当ワーキンググループのファンド・マネージャーからも投資先企業による開示がより一層期待されるというコメントがあった。さらに、グローバルにおいても気候変動領域が先行しており、社会課題領域における報告基準の整備はまだこれからである。そのため、ファンド・マネージャーが投資先企業を探索するにあたってコストがかかり、十分なインパクト情報を鑑みながら、投資判断やモニタリング・エンゲージメントを実施することが難しい。

解決アイデア：

- ◆ ファンド・マネージャーが本ワーキンググループを通じて、グローバルで進められている金融機関及び企業のサステナビリティに関する報告基準の内容について、IMM の実践に役立つ情報を収集する。
- ◆ ファンド・マネージャーは企業に対して、エンゲージメントを通じて、もしくは本ワーキンググループのようなプラットフォームを通じて、上記で収集した IMM に関する情報発信を行う。

本ガイドブック第一版の完成は始まりに過ぎない。例えば、

- － 本ガイドブックは、あくまでも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、今後また新たな考え方や手法が出てくる可能性はある。
- － 本ガイドブックは、様々なアセットクラスへのインパクト投資を通じて活用できる IMM の基本的な考え方や手法に基づきつつ、非上場株式および上場株式へのインパクト投資の実務に則して IMM の詳細な実践例についてまとめた。今後、本ガイドブックを起点に、その他のアセットクラスにおける IMM 実践にも資する内容の追加や更新が必要となってくると考えられる。
- － さらに、本ガイドブックを活用しながらファンド・マネージャーが実践を重ねていくと、再考が必要な部分も出てくると思われる。当ワーキンググループは、必要に応じて随時更新していく予定である。



当ワーキンググループの成果は、本ガイドブック等の成果物の作成に留まらない。これらの作成過程において、グローバルな基準作りを牽引する様々な組織と継続的に意見交換ができる関係性を構築できた。さらに、ワーキンググループに参加した金融機関等は、6回の会合での議論のみならず、本ガイドブック等の作成についてもコラムやケーススタディの執筆を含むインプットを積極的に行い、実践知を共有するコミュニティの醸成に向けて一歩を踏み出せたのではないかと。

今後、GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループは、IMM に関する調査研究を続け、実践知を学び合うコミュニティを醸成し、国内のステークホルダーによる質の高い IMM 実践の積み上げとグローバルな基準作りへのリアルタイムでの参画の一助となるよう努めたい。

— GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ事務局一同

## 別添

### 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。

## 参考資料

### 1. 用語集

本ガイドブックでは、IMM に関する用語の定義を以下のようにまとめている。なお、インパクト・カテゴリー / テーマ / ゴールは GIIN の IRIS+Taxonomy<sup>63</sup> に基づいて用語を整理した。

用語	定義
インパクト・ファンド	匿名組合などを活用した投資のみならず、個別株への直接投資を包含したものをいう。
インパクト・カテゴリー	一般的に使われている産業分類に沿った、中立的で大まかな分類（例：農業）
インパクト・テーマ	投資を通じて解決したい社会課題領域（例：インパクト・カテゴリーが「農業」の場合、食糧の安全保障、零細農業、持続可能な農業など。）
インパクト KPI	インパクトの多面的な分析結果に基づき設定されたインパクト指標の中からより重要なインパクト指標。定量、定性両方の目標を含む。
インパクト・ゴール	目指す社会課題解決に関する目標（例：インパクト・テーマが「零細農業」の場合、農産物の価格を不当に安くなく安定した価格に設定できるようになるなど。）
資産運用会社	PE/VC、アセットマネジメント会社全てをさす
インパクト・マネジメント	インパクト創出の意図を達成するために行うインパクト測定を含む管理
インパクト	組織によってもたらされるアウトカムの変化。インパクトには < 正 >、< 負 >、< 予期されたもの >、< 予期されないもの > が含まれる
アウトカム	組織や事業のアウトプットがもたらす変化、便益、学びやその他効果
インパクト・パフォーマンス	インパクトに関する成果、創出状況
ネガティブ・インパクト	組織や事業によってもたらされる負のインパクト
インパクト・リスク	インパクトが予想と異なる可能性。IMP ではインパクト・リスクを 9 つのタイプに分けて整理している。
アセット・クラス	投資対象となる資産の種類や分類のこと。インパクト投資の場合、株式、債権、融資、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルなどが主な対象。

63 IRIS+ Thematic Taxonomy (GIIN) [https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS\\_ThematicTaxonomy\\_20190510-1.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS_ThematicTaxonomy_20190510-1.pdf)

## GSG 及び GSG 国内諮問委員会とは

- 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。2013年に、当時の先進国首脳会議 (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、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、フィランソロピー等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 (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、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・学術機関等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。GSG 国内諮問委員会は、定期的開催されており、日本のインパクト投資促進に向けて必要な提言を実施するため委員会の傘下にワーキンググループを組成している。本ガイドブックは、2018 年から 2019 年にかけて行われた、ソーシャルエクイティファイナンス分科会で問題提起された課題を解決するために組成された、IMM ワーキンググループの成果物のうちの一つである。

## 3. IMM に関する海外の参考文献

本ガイドブックで参照したもの、本ワーキンググループでの討議資料含め、IMM に関して参考となる資料には以下が含まれる (PDF でダウンロードできる文献、小冊子等。Web サイト上のテキストは含まない。発行年は資料自体に記載があるもののみ)。ただし、IMM の知見は近年刻々進化しており、包括的な資料集ではない。なお、URL のアクセスはすべて 2021 年 3 月時点。

### GIIN (Global Impact Investing Network)

Annual Impact Investor Survey, 2020

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

Core Characteristics of Impact Investing

[https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf)

IRIS+ and the Five Dimensions of Impact, 2019

[https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions\\_June-2020](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions_June-2020)

IRIS+ and the SDGs, 2019

[https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-SDGs\\_20190515.pdf.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-SDGs_20190515.pdf.pdf)

IRIS+ Core Metrics Sets, 2019

[https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS\\_CoreMetricsSets\\_June-2020.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS_CoreMetricsSets_June-2020.pdf)

IRIS+ Thematic Taxonomy, 2019

[https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS\\_ThematicTaxonomy\\_20190510-1.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS_ThematicTaxonomy_20190510-1.pdf)

IRIS+ Use Case: Nuveen, 2020

[https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris-use-cases/IRIS\\_CS\\_Nuveen.pdf](https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/iris-use-cases/IRIS_CS_Nuveen.pdf)

Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets, 2018

[https://thegiin.org/assets/GIIN\\_Roadmap%20for%20the%20Future%20of%20Impact%20Investing.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_Roadmap%20for%20the%20Future%20of%20Impact%20Investing.pdf)

The State of Impact Measurement and Management Practice (First Edition), 2017

[https://thegiin.org/assets/2017\\_GIIN\\_IMM%20Survey\\_Web\\_Final.pdf](https://thegiin.org/assets/2017_GIIN_IMM%20Survey_Web_Final.pdf)

The State of Impact Measurement and Management Practice (Second Edition), 2020

[https://thegiin.org/assets/GIIN\\_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice\\_Second%20Edition.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice_Second%20Edition.pdf)

### **IFC (International Finance Corporation)**

Growing Impact: New Insights into the Practice of Impact Investing, 2020

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

Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management, 2019

[https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2019-06/Impact%20Investing\\_Principles\\_FINAL\\_4-25-19\\_footnote%20change\\_web.pdf](https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2019-06/Impact%20Investing_Principles_FINAL_4-25-19_footnote%20change_web.pdf)

### **IMP (Impact Management Project)**

Impact Frontiers, Impact-Financial Integration: A Handbook for Investors, 2020

<https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Impact-Frontiers-Impact-Financial-Integration-A-Handbook-for-Investors.pdf>

Impact monetisation - A summary of the discussions with the IMP's Practitioner Community, 2020

[https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP\\_Impact-monetisation-discussion-document.pdf](https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP_Impact-monetisation-discussion-document.pdf)

Impact ratings: Quantified not monetised - A summary of discussions with the IMP's Practitioner Community, 2020

[https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP\\_Impact-ratings-discussion-document.pdf](https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP_Impact-ratings-discussion-document.pdf)

Investor contribution in public and private markets - Discussion document, 2019

<https://impactmanagementproject.com/wp-content/uploads/Investor-Contribution-Discussion-Document.pdf>

Standardisation in Impact Management - A summary of discussions with the IMP's Practitioner Community, 2020

[https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP\\_Standardisation-in-impact-management-discussion-document.pdf](https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/IMP_Standardisation-in-impact-management-discussion-document.pdf)

## **PRI (The Principles for Responsible Investment)**

Investing with SDG Outcomes: A Five-Part Framework, 2020

<https://www.unpri.org/download?ac=10795>

## **SDG Impact**

SDG Impact Standards: Bond issuers (Version 1.0), 2021

[https://sdgimpact.undp.org/assets/Bond-Issuers-Standards\\_1.0.pdf](https://sdgimpact.undp.org/assets/Bond-Issuers-Standards_1.0.pdf)

SDG Impact Standards: Enterprises (Second public consultation draft), 2021

<https://sdgimpact.undp.org/assets/SDG-Impact-Standards-for-Enterprises-DRAFT-for-second-consultation.pdf>

SDG Impact Standards: Private Equity Funds (Version 1.0), 2021

[https://sdgimpact.undp.org/assets/SDG-Impact-Standards-for-Private-Equity-Funds-Version\\_1\\_0.pdf](https://sdgimpact.undp.org/assets/SDG-Impact-Standards-for-Private-Equity-Funds-Version_1_0.pdf)

## **UNEP Finance Initiative**

The Principles for Positive Impact Finance: A Common Framework to Finance the Sustainable Development Goals

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-AW-WEB.pdf>

The Impact Radar: A tool for holistic impact analysis, 2018

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2018/11/PI-Impact-Radar.pdf>

## **その他**

### **EU Technical Expert Group on Sustainable Finance**

Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf)

### **Rockefeller Philanthropy Advisors**

Steven Godeke & Patrick Briaud, Impact Investing Handbook - An Implementation Guide for Practitioners

<https://www.rockpa.org/wp-content/uploads/2020/10/RPA-Impact-Investing-Handbook-1.pdf>

### **Salesforce.org**

Impacting Responsibly

<https://www.salesforce.org/about-us/impacting-responsibly/>

### **Skopos Impact Fund & Bridges Impact+**

More Than Measurement: A Practitioner's Journey to Impact Management, 2016

<https://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/02/Bridges-Skopos-More-than-Measurement-print-view.pdf>

## 4. IRIS+ のコアメトリックス例 (Reducing Gender Inequities in Pay)

<b>Impact Category:</b>	Diversity and Inclusion
<b>Impact Theme:</b>	Gender Lens
<b>Strategic Goal:</b>	Reducing Gender Inequities in Pay
<b>SDGs:</b>	Most direct link: Gender Equality, Decent Work and Economic Growth Also linked to: No Poverty, Sustainable Cities and Communities
<b>Tags to IRIS+ Impact Themes Relevance:</b>	N/A

### IRIS+ CORE METRICS SET

This Core Metrics Set is based on a common outcome for this Strategic Goal, as identified by experts through the Navigating Impact project: INCREASED INCOME FOR FEMALE

#### WHAT is the goal?

<b>STRATEGIC GOAL</b>	<b>Objective of intervention</b>	Strategic Goal: Reducing gender inequities in pay  Outcome: Increased income for female employees, measured by Gender Wage Equity (OI1855)	To clarify the objective to be achieved with the investment or enterprise in order to be able to measure progress towards that goal.
	<b>Key Indicators</b>	<b>IRIS Data Needed</b>	<b>Calculation Guidance</b>
			<b>Why is this important?</b>

#### WHO is affected?

<b>STAKEHOLDER DESCRIPTION</b>	<b>Key Indicators</b>	<b>IRIS Data Needed</b>	<b>Calculation Guidance</b>	<b>Why is this important?</b>
	<b>Stakeholder type</b>	Target Stakeholders	OD7212	Describe the type of stakeholders who are the target of the intervention or investment (e.g., clients).  To understand which entities the investment or enterprise aims to affect (e.g., clients, distributors, employees, the environment).
	<b>Stakeholder characteristics</b>	Target Stakeholder Demographic	PD5752	Describe the target stakeholder group in terms of demographics, socioeconomics, setting, and geography.  To describe and specify the targeted demographic group (e.g., children, the elderly, minority or previously excluded populations, low-income populations, urban populations, or geographic areas, such as Latin America, Asia, or the Americas).
		Target Stakeholder Socioeconomics	PD2541	
		Target Stakeholder Setting	PD6384	
		Target Stakeholder Geography	PD6424	

#### HOW MUCH change is happening?

<b>SCALE</b>	<b>Key Indicators</b>	<b>IRIS Data Needed</b>	<b>Calculation Guidance</b>	<b>Why is this important?</b>
	<b>Number and percent of female employees receiving equitable</b>	Permanent Employees: Female Permanent Employee Wages:	OI2444 OI4559	- Identify the total number of female employees (OI2444). - Calculate the average wage for male employees of a specified position or level.  To understand the number of unique employees experiencing the outcome in relationship to the total number of employees.
<b>DEPTH</b>	<b>Key Indicators</b>	<b>IRIS Data Needed</b>	<b>Calculation Guidance</b>	<b>Why is this important?</b>
	<b>Percent change in gender wage equity</b>	Change in Gender Wage Equity (OI1855)	OI1855	- Calculate Gender Wage Equity (OI1855) in the prior period:  Average wage paid to female employees in a specified position in the prior period / Average wage paid to male employees in the same position in the prior period.  - Calculate Gender Wage Equity (OI1855) in the reporting period:  Average wage paid to female employees in a specified position in the reporting period / Average wage paid to male employees in the same position in the reporting period.  - Calculate the percent change in Gender Wage Equity (OI1855) between the prior and reporting periods:  (Gender Wage Equity in the reporting period - Gender Wage Equity in the prior period) / Gender Wage Equity in the prior period x 100.  To understand the extent of change in outcome being experienced by female employees.

#### What is the CONTRIBUTION?

<b>ENTERPRISE CONTRIBUTION</b>	To assess the depth and duration of the outcome relative to what would have happened anyway. For further details, refer to Contribution.
<b>INVESTOR'S CONTRIBUTION</b>	As noted by the Impact Management Project, investors can use a range of strategies to contribute to impact, often in combination:

#### What is the impact RISK?

<b>IMPACT RISK</b>	To identify, assess, and mitigate material risk factors, thereby increasing the alignment of actual and expected impact (for further detail, see Risk).
--------------------	---

HOW is change happening?

EMPLOYEE DETAIL	Key Indicators	IRIS Data Needed	Calculation Guidance	Why is this important?	
EMPLOYEE DETAIL	Number and percent of female employees	Permanent Employees: Total Permanent Employees: Female	O18869 O12444	- Calculate Permanent Employees: Total (O18869). - Disaggregate Permanent Employees (O18869) by gender—that is, use Permanent Employees: Female (O12444).	To understand what percentage of all employees are female employees, which can help highlight any gender-related challenges in the workforce.
	Number and percent of employees who are minorities or previously excluded	Permanent Employees: Total Permanent Employees: Minorities/Previously Excluded	O18869 O13236	- Calculate Permanent Employees: Total (O18869). - Disaggregate Permanent Employees (O18869) by Permanent Employees: Minorities or Previously Excluded (O13236).	To understand the percentage of all employees who are minorities or historically disadvantaged, which can help highlight challenges that may impact some groups more than others.
EMPLOYEE PROTECTION POLICIES	Key Indicators	IRIS Data Needed	Calculation Guidance	Why is this important?	
	Employee protection policies	Fair Compensation Policy Anti-Discrimination Policy	O13819 O19331	For each metric, indicate whether a policy and system to enforce that policy are in place.	To understand whether the organization has processes and policies in place to reduce the risk of gender pay inequities and discrimination.
GENDER PAY EQUITY DETAIL	Key Indicators	IRIS Data Needed	Calculation Guidance	Why is this important?	
	Gender wage equity at manager level	Full-time Wages: Female Management Full-time Wages: Management Full-time Employees: Female Managers	O15247 O16069 O11571	- Calculate the average wage paid to female managers: Full-time Wages: Female Management (O15247) / Full-time Employees: Female Managers (O11571).  - Identify the average wage paid to male managers:	To understand whether progress toward the outcome indicator persists at the manager level.
EMPLOYEE RETENTION	Key Indicators	IRIS Data Needed	Calculation Guidance	Why is this important?	
	Average employee tenure by gender	Average Employee Tenure Permanent Employees: Female	O12248 O12444	- Calculate Average Employee Tenure (O12248):  Sum of each employee's tenure / Permanent Employees:	To understand whether women and gender and sexual minorities are employed at the organization for similar lengths of time as their male peers.

Additional Metrics

HIGH-LEVEL UNDERSTANDING OF OTHER EFFECTS	Key Indicators	IRIS Data Needed	Calculation Guidance	Why is this important?	
HIGH-LEVEL UNDERSTANDING OF OTHER EFFECTS	Number and percent of employees with disabilities	Permanent Employees: Total Permanent Employees:	O18869 O14038	- Calculate total Permanent Employees (O18869). - Disaggregate Permanent Employees (O18869) by Permanent Employees: Disability (O14038).	To understand how people with disabilities are represented within the organization and to help highlight how they are affected by relevant policies and outcomes.
	Employee protection policies	Fair Hiring/Recruiting Policy	O11150	Describe employee protection policies in place.	To understand what policies are currently in place to protect employees, particularly women.
		Fair Career Advancement Policy	O14884		
		Fair Dismissal Policy	O19478		
		Diverse Representation Policy	O19485		
		Worker Freedom of Association Policy	O14364		
		Employee Policy Documentation	O15102		
		Sexual Harassment Policy	O19088		
		Worker Safety Policy	O18001		
	Employee feedback	Employee Feedback System Number of Legal and Regulatory Complaints	O13601 O12165	Describe systems in place to collect employee feedback and count the number of complaints received through legal and regulatory means.	To understand the policies and mechanisms in place for employee feedback.
	Occupational injuries	Occupational Injuries	O13757	Indicate the number of occupational injuries which affected any full-time, part-time, or temporary employees of the organization during the reporting period.  Note:  - Organizations may disaggregate this metric by gender to understand whether occupational injuries affect employees disproportionately by gender.	To understand workplace safety.
	Employee turnover, voluntary and involuntary	Employee Voluntary Turnover Rate Employee Involuntary Turnover Rate	O11638 O13989	Calculate turnover rate, disaggregating by whether the departures were voluntary or involuntary.	To understand how and when employees leave the organization.
	Percent of healthcare premium covered	Healthcare Benefits Premium Covered	O11503	Calculate the percentage of a full-time employee's healthcare premium covered by the organization.	To understand how much of the healthcare premium is covered for employees, and, by extension, how much employees are expected to cover.
	Percent female ownership	Percent Female Ownership	O12840	- Calculate the total number of shares. - Calculate the total number of shares owned by women. - Calculate Percent Female Ownership:  Total number of shares owned by women / Total number of shares x 100.	To understand gender diversity in the organization's ownership, which generally suggests how much high-level influence women and gender and sexual minorities have in the organization.
	Percent women at manager level	Full-time Employees: Managers Full-time Employees: Female Managers	O18251 O11571	- Calculate total number of Full-Time Managers (O18251). - Disaggregate Full-time Employees: Managers (O18251) by gender—that is, use Full-time Employees: Female Managers (O11571).	To understand gender diversity in the organization's management, which generally represents front-line decision-making power by women and gender and sexual minorities within the organization.
Percent women on board of directors	Board of Directors: Total Board of Directors: Female	O11075 O18118	- Calculate the total membership of the Board of Directors (O11075). - Disaggregate Board of Directors: Total (O11075) by gender	To understand gender diversity at the highest levels of organizational leadership, which generally represents the amount of strategic influence held by women and gender and	
Employees trained on gender-related topics	Employees Trained	O14229	Calculate the number of employees who were trained through programs provided by the organization, describing in particular those trainings that target gender-related outcomes:  - Sexual Harassment Prevention - Gender Equality in the Workplace	To understand whether employees are appropriately trained to avoid and address instances and systems leading to gender inequalities.	
Gender-equitable employment benefits	Employment Benefits Flexible Work Arrangements	O12742 O17983	List and describe all employee benefits and flexible work arrangements provided, particularly those that are most important to creating gender-equitable environments:	To understand whether organizational policies adequately support all employees' health, well-being, and family lives.	



## 5. インタビュー実施先

海外での IMM について調査するために以下の方々にご協力いただいた。

2020 年 7 月 21 日 **SDG Impact**

Rosemary Addis, Senior Advisor  
Fabienne Michaux

—

2020 年 8 月 14 日 **Impact Management Project**

Mike McCreless, Head of Investor Collaboration

—

2020 年 9 月 22 日 **The Global Impact Investing Network**

Amit Bouri, Chief Executive Officer & Co-Founder  
Naoko Kimura

—

2020 年 9 月 23 日 **The Global Impact Investing Network**

Katharine Zafiris, Senior Associate, Market Building

—

2020 年 10 月 1 日, **BlackRock**

2020 年 12 月 17 日

Eric Rice, Head of Active Equities Impact Investing  
Quyen Tran, Director, Impact Investing

—

2020 年 10 月 23 日 **World Benchmarking Alliance**

Emilie Goodall, Lead Financial System Transformation

—

2020 年 11 月 23 日 **Nuveen Real Assets and Private Markets**

Allison Spector, Director, Sustainability

—

2020 年 12 月 10 日 **Operating Principles for Impact Management**

Diane Damskey, Head of Secretariat

—

2020 年 12 月 16 日 **LGT Lightstone**

Marc Moser, Associate Director, Impact & ESG

## 6. IMM ワーキンググループ参加者一覧（順不同、敬称略）

### ディスカッションメンバー

安間 匡明	一般財団法人社会変革推進財団
今村 敏之	野村アセットマネジメント株式会社，責任投資調査部長
黒田 洋一郎	第一生命保険株式会社，運用調査室 マネージャー
重富 渚	グローバル・ブレイン株式会社，Investment Group Principal
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
末吉 光太郎	株式会社みずほ銀行，リテール法人推進部次長兼 SDGs ビジネスデスク長
高塚 清佳	新生企業投資株式会社，インパクト投資チーム シニアディレクター
内藤 豊	ブラックロックジャパン株式会社，商品開発部長
林 寿和	ニッセイアセットマネジメント株式会社，ESG 推進部チーフ・アナリスト
林田 稔	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， 経営企画部 サステナビリティ推進部
黄 春梅	新生企業投資株式会社，インパクト投資チーム シニアディレクター
松尾 啄己	株式会社日本取引所グループ，総合企画部 企画統括役

### オブザーバー

伊藤 毅	Beyond Next Ventures 株式会社，代表取締役 マネージングパートナー
今井 優里	株式会社みずほ銀行，浜松町第二部 兼 SDGs ビジネスデスク
越前 智亜紀	第一生命保険株式会社，運用調査室 アシスタントマネージャー
小山 直希	第一生命保険株式会社，運用調査室 アシスタントマネージャー
加藤 正裕	三菱 UFJ 信託銀行株式会社，アセットマネジメント事業部 責任投資推進室 責任投資ヘッド
木下 太郎	リアルテックホールディングス株式会社
木村 亮太	大和証券株式会社，公開引受第 1 部 次長
照沼 大	日本ベンチャーキャピタル株式会社，執行役員 / 投資部門ベンチャーキャピタリスト
馬場 ちひろ	独立行政法人国際協力機構 (JICA)，企画部主任調査役
藤井 昭剛 ヴィルヘルム	リアルテックホールディングス株式会社，取締役社長
松本 直人	フューチャーベンチャーキャピタル株式会社，代表取締役社長

## 7. 事務局（順不同）

### 事務局メンバー

菅野 文美	一般財団法人社会変革推進財団，事業本部 事業本部長
澤井 典子	一般財団法人社会変革推進財団，事業本部 インパクト・オフィサー
須藤 奈応	株式会社日本取引所グループ，総合企画部 課長
今田 克司	株式会社ブルーマーブルジャパン，代表取締役
千葉 直紀	株式会社ブルーマーブルジャパン，代表取締役
平尾 千絵	株式会社ファンドレイジング，パートナー
鴨崎 貴泰	認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会，インパクト投資チーム シニアディレクター
清水 潤子	認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会，マネージング・ディレクター

### アドバイザー

竹林 正人	サステリティクス・ジャパン株式会社， アジア・パシフィックリサーチリードアナリスト / アソシエイト・ディレクター
-------	--

### ガイドブック執筆

第1章：今田 克司、第2章及び第4章：須藤 奈応、（編集チーム：鴨崎、菅野、今田、須藤）