

金融庁・GSG 国内諮問委員会共催

インパクト投資に関する勉強会

第一フェーズの到達点と 今後の課題

I. はじめに

本勉強会は、インパクト投資に関するエコシステムを構成する官民の関係者の理解を深め、国内外の社会・環境課題解決に向けたインパクト投資への取り組みの意義と課題を議論することを目的として、2020年6月に立ち上げられ、金融機関、事業会社、コンサルティング会社・シンクタンク、関係の団体・省庁が議論に参加した。第1回～第3回の勉強会では、インパクト投資の定義・目的、勉強会参加機関の取り組み状況やそれぞれの取り組みの立ち位置（リスク・リターン・インパクトに対する考え方）、直面している課題、およびインパクト測定・マネジメント（Impact Measurement and Management、以下「IMM¹」）を議論のテーマとして取り上げ、インパクト投資に対する考え方がプレーヤーによって多様であることや、アセットクラスの違いによる差異・特性があることが明らかとなった。第4回～第6回では、アセットクラス毎に議論の場を設定し、それぞれ「未上場株式へのインパクト投資」「上場企業株式・債券を通じたインパクト投資」「融資を通じたインパクト投資」をテーマとして、より踏み込んだ議論を行った。本勉強会を通して業界横断的な議論の場が設けられたことにより、インパクト投資とIMMに対する理解や、アセットクラス毎の特性や共通点に関する理解が醸成されたとともに、今後の取り組み促進に向けた共通課題や、今後継続的に議論が必要な事項についても明らかになった。本ペーパーは本勉強会（2020年6月～2021年9月）で議論された内容を総括し、今後の課題について整理したものである。

II. 主な議論の内容

1) 全アセットクラスに共通する議論・論点

まず、インパクト投資に対する考え方については、ESG投資や責任投資の延長線上に位置付ける意見と、特定のポジティブなインパクトを追求するという性質からESG投資とは異なるものと位置付ける意見があった。インパクト投資の特徴としては、インパクトを創出する意図（インテントナリティ）を持ち、社会・環境課題を解決していくことを目指して投融資を行うものであって、当該インパクトの測定とマネジメントを行うことが指摘された。

インパクト投資ではかねてより、事業が創出するインパクトを定量的・定性的に把握して、その社会的な価値を評価することを目的としたインパクト評価（社会的インパクト評価とも言う）が重視されてきた。近年、評価学上の厳密な意味での「インパクト評価」という言葉との区別をより明

1 IMMでは、インパクトを単に測定するだけでなく、インパクトのマネジメントを行うことに重点が置かれている。GIIN (Global Impact Investing Network) はIMMを、「ビジネス上の活動が人や地球に与えるポジティブとネガティブの両方の影響を特定し検討することを含み、その上で、自身の目的と整合させつつネガティブな影響を低減し、ポジティブな影響を最大化する方法を見出し、実践する反復的なプロセス」と定義している。

確にし、インパクトの目標達成状況の把握・価値判断だけに留まらず、得られた情報をもとに事業改善や意思決定を行うことで、継続的にインパクト創出の向上を目指す、インパクト測定・マネジメント（IMM）という考え方が主流になっているとの整理がなされた。そして、インパクト創出を重視したマネジメントや投資先とのエンゲージメントが重要であるという指摘がなされた。

IMM の実践においては、投融資プロセス全体に IMM を組み入れていくことが重要である一方で、現時点では IMM の手法は発展途上であり、各金融機関が工夫しながら IMM を実践している事例が共有された。また、個々の投融資先のレベルと、ポートフォリオレベルの両面から IMM を実施することの重要性も指摘された。IMM の実践に当たっては、プロダクト毎や投融資先毎にどのようなフレームワークで実施するかといった検討も必要であり、社内の体制整備や人材育成等の課題、またコストの問題等が課題として挙げられた。IMM を円滑に実施するためにも、企業が有するインパクトを含む非財務情報が重要であるとの意見も出された。

また、インパクト投資では投資家自身がインパクト創出に向けた明確な意図（インテンシオナリティ）を持つことが必要とされるが、そのインテンシオナリティを実現するためには、金融機関の組織の存在意義（パーパス）に「インパクト志向」を包含することが重要であり、投融資戦略の策定、人材育成やリソース確保といった組織体制の強化等、インパクト実現に向けた金融機関における経営の意思が重要であるとの意見が述べられた。

さらに、金融機関だけではなく投融資先も、インパクトを創出していこうというインテンシオナリティを持っている必要がある。どのアセットクラスでも、双方のインテンシオナリティや目指したいインパクトについて、十分な対話を行っていくことが重要ではないか、との指摘がなされた。

2) アセットクラス毎の議論・論点

未上場株式へのインパクト投資

概要

インパクト投資市場を牽引してきたのは未上場株式投資であり、具体的にはプライベートエクイティファンドを通じたインパクト投資や、未上場企業への直接投資が実施されてきている。第4回勉強会では、前者の事例としてトリオドス・インベストメント・マネジメントが運営する「Triodos Food Transition Europe Fund」、新生企業投資が運営する「はたらく FUND」、後者の事例として第一生命保険株式会社によるベンチャー企業への直接投資の事例が紹介された。

主な議論内容

- インパクト投資においては、投資を行う主体となる資金提供者のインパクト創出の意図（インテンスヨナリティ）が前提となる。KPIを設定して企図したインパクトの成果・実績を把握するだけに留まらず、インパクト創出のプロセスを改善し、インパクトの質・量を拡大していくため、Theory of Change (ToC) やロジックモデル²を設計し、投資プロセス全体のマネジメントに取り組むことが重要との認識が示された。
- 投資先企業のインパクト創出という観点から、投資先企業もインパクト創出の意図（インテンスヨナリティ）を持つことが求められるため、投資家と企業の双方での対話を通してインパクト創出の戦略や KPI をすり合わせていくことが重要である。その際、インパクトが中長期的な企業価値創出の源泉になるという視点や、インパクトと経済的リターンの両立といった視点が重要であるとの意見が述べられた。
- デीलフローの増大のためには、インパクトの経済的リターンへの効果を検証し好循環の確認できる事例を共有していくこと、バイアウトファンドや財団、エンジェル投資家等、多様なプレーヤーを呼び込む仕組みの検討、ベンチャー投資やその投資先となるベンチャー起業を活性化する施策の検討、リスクを官民が共有するブレンディッドファイナンスの仕組み検討等が挙げられた。
- 未上場株式に対するインパクト投資の出口戦略としては、株式の売却後も企業がインパクトを維持・拡大できるように考慮した IPO や M & A および多様なエグジットの設計が重要との意見が述べられた。

上場株式・債券を通じたインパクト投資

概要

近年、上場株式のインパクト投資は他の資産クラスと比較しても増加傾向にある。また、債券についても同様に、国内のグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの発行額合計は2020年に2兆円を超え、前年比75%増と急拡大している³。第5回勉強会では、海外の事例としてブラックロック上場株式インパクトファンド「BlackRock Global Impact Fund」の運用事例、国内の事例としてりそなアセットマネジメントが2021年に設立した日本株対象の「りそなローカルインパクト投資」の事例、そして大和証券株式会社によるSDGs債の取り組みが紹介された。

2 GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ「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）によれば、Theory of Change (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。また、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。

3 日本証券業協会

主な議論内容

- 上場株インパクトファンドのポートフォリオ構築に当たっては、社会・環境インパクトの観点、つまり投資先企業に社会・環境課題解決への推進力があるかどうか企業が選定する際の重要なポイントとなるため、投資対象企業のインパクト創出を促すためのエンゲージメントが必要との意見が述べられた。
- 上場会社とのエンゲージメントの在り方に関しては、上記のとおりインパクト創出を促すという視点のほか、ファンド運営者と企業との間で存在意義（パーパス）やインテンションに関する対話（企業側が意図していなかったインパクトへの気づきを促す対話もありうる）が必要であろうとの意見も挙げられた。
- 上場会社の活動を通じて生まれているインパクトについて、国際的には企業の非財務情報の開示の標準化の動きに大きな進展がみられるが、日本の上場株式では未だ非財務情報開示の進展が発展途上である。インパクト創出は将来的な企業価値向上の源泉であるという点を、事例も創出しながら実証していく必要があるのではないかとの見解が述べられた。
- アディショナリティ（追加性）、つまりその事業や投資がなかった場合には得られなかったインパクトを生み出すかどうかという観点の重要性についても議論された。他社や政府などが満たせないニーズを満たすインパクトを創出するという投資先企業によるアディショナリティだけでなく、投資家自身もインパクト創出に貢献するために、エンゲージメントを通じて企業による IMM 実践とインパクトの向上を促すなど、投資家によるアディショナリティを追求することが重要であるとの意見が述べられた。
- 債券における IMM については、日本では発行体との対話がそこまで進んでいない現状であり、まずは発行時に発行体とその目的や意図について合意することが重要との意見が述べられた。
- サステナビリティリンクボンドにおいて Sustainability Performance Target (SPT) 未達の場合に金利の上昇の仕組みがあることについては、発行体の SPT 達成に向けたインセンティブとしては理解できるものの、投資家のインセンティブとして果たしてそれが適切なのかという点を含めて、債券のストラクチャリングの在り方については様々な意見があった。
- 上場株式インパクト投資拡大のためには、個人投資家の掘り起こし、高齢者から若い層への資金還流の仕組み、情報発信の質向上や投資家とのエンゲージメントも重要との意見が挙げられた。
- 上場企業向けのインパクト投資（株式・債券）における IMM のコストを削減するためにも、上場企業のインパクトを含む非財務情報の開示が重要であるとの意見が出された。

融資を通じたインパクト投資

概要

UNEP FI によるポジティブ・インパクト・ファイナンス (PIF)⁴ の考えが普及し、ポジティブ・インパクト金融原則や責任銀行原則⁵ を通して融資業務にもインパクトの視点が急速に取り入れられている。また国内では、ESG 地域金融の推進を背景として、地域金融機関が金融を通して地域の課題解決を図っていく取り組みが進んでいる⁶。第 6 回勉強会では、海外事例としてカルバート・インパクト・キャピタル、国内事例として三井住友信託銀行、第一勧業信用組合、静岡銀行がそれぞれ、大手金融機関、地域金融機関の立場で実施しているインパクト志向の融資の取り組みが紹介された。

主な議論内容

- 融資は日本の資金循環全体のなかでも非常に重要なツールであり、大手金融機関は国際的な社会・環境課題、地域銀行や信用金庫・信用組合は地域課題の解決への貢献という目標の違いはあっても、融資・地域金融を通じたインパクト投資は、企業の価値向上と持続可能な社会構築を実現するために非常に重要な役割を果たしうるといった意見があった。
- 地域金融機関は地域における雇用基盤である中小企業の事業承継等を始め、人口減少に直面する地域経済の活性化に大きな役割を果たしており、地方創生への貢献度をインパクトの創出として訴求できるポジションにある。この優位性を意識し、大学等の専門機関、地域の経営者団体等も含む地域全体のプレーヤーに加え、行政や地域団体等とも連携した取り組みを推進することが重要との意見が述べられた。
- PIF においてはインパクトの測定・マネジメントのあり方、審査基準への組み込みについて課題もあるとの意見があった。特に、地域金融においては、取り組む金融機関の属性や融資先企業の抱える制約に対応した現実的な対応が必要である旨の意見があった。
- 今後の PIF の発展について、従来の銀行業務のように過去の業績をベースに財務面のリスク・リターン評価を実施するだけでなく、インパクトの側面を評価基準に組み込む等、銀行が企業の価値を測る基準を変えていくことが必要であり、地域金融機関のビジネスモデルの変革にもつながってくるであろうとの意見が述べられた。

4 UNEP(国連環境計画)と200以上の世界各地の銀行・保険・証券会社等との緊密なパートナーシップである UNEP FI(国連環境計画・金融イニシアティブ)によって策定されたポジティブ・インパクト金融原則に則ったファイナンス。ポジティブ・インパクト金融原則とは、定義・フレームワーク・透明性・評価の4つの原則により構成され、SDGs 達成に向け金融機関が経済・環境・社会面でのプラスの影響を増大する努力を導く金融における共通原則である。

5 2019年9月に UNEP FI が策定した、「持続可能な開発目標」と「パリ気候協定」で社会が未来のために定めたビジョンに沿っていることを確認するための銀行を対象とする原則。

6 環境省が設置した ESG 金融ハイレベル・パネル傘下に設置された「ESG 地域金融タスクフォース」による議論。

- エンゲージメントやインパクト・マネジメントのあり方について、ポートフォリオ全体のインパクト・マネジメント（例えばインパクトが大きいセクターの分析）と個別企業のインパクト・マネジメントを両面から進めていくべきであり、また、企業によっては複数業種にまたがるため、事業全体を見ながらきめ細やかにエンゲージメントを行っていく必要があるとの意見が挙げられた。

III. これまでの到達点と今後の課題

これまでの開催を通じて、海外の最新事例の紹介、インパクト評価の実例、インパクト評価を事業改善に連動させることの重要性等につき情報・意見交換し、インパクト投資の基本的意義等については一定程度の理解が得られた。

我が国でも徐々にインパクト投資の残高は増加傾向にあるが、今後本格的に拡大していくためには、いくつかの課題が挙げられる。

第一はインパクト創出と経済的リターンが相関しているケースが存在することに対する認識が広まっていないことである。その結果、インパクト投資を投資家が積極的に評価し、これも踏まえて企業側も（追加コストを払ってでも）インパクト評価を実施・開示し、それらが評価されるという好循環には至っていない。よって、次フェーズでは、好事例について情報共有・発信を強化する必要がある。

第二に、そうした好事例を増やすため、投資可能な案件の増加、また多様なプレーヤーを呼び込む仕組みの検討も必要である。海外では機関投資家としてのアセットオーナーや究極的なアセットオーナーとしての個人が、年金や保険の加入者としての立場から経済的リターンとともにインパクトの創出を求めるインパクト志向の強さが広く認識されているが、我が国では依然としてアセットオーナーや個人におけるインパクト投資の認知度が低いため、この認知度を高め理解を促進していく必要がある。また、インパクト投資という言葉が当事者が用いていないものの、地球環境や経済社会の持続可能性（サステナビリティ）への貢献の意図を持ち、かつその進捗状況の把握と管理を行おうとする投資活動が増えてきていることから、連携の模索など、検討の対象とすることが重要である。

第三に、アセットクラス毎に IMM などのインパクト投資手法の発展度合い、求められる内容が異なることである。そのため、次フェーズでは、インパクト投資の実務をより進化させていくために、アセットクラス毎に議論を深めていく。アセットクラス毎に発展の度合いが異なる IMM をより深化させていくためには、国際的なフレームワークや方法論を取り入れつつ、それを具体的な実務に落と

し込んだ好事例を広く国内で共有していくことが必要である。具体的な実務への落とし込みにあたっては、既に実質的インパクト投資活動を行っている金融機関や関係組織に対して IMM の知見を提供することを通じて IMM の普及・定着を図るとともに、そこから得られた知見を取り込んで IMM の深化を図っていくことも重要である。また、IMM を円滑に実施するために必要な環境整備のあり方について引き続き議論していく必要がある。特に上場企業のインパクトを含む非財務情報の開示については、国際的な取り組みが著しく進展し、日本企業の自主的な取り組みも徐々に進んできていることから、その状況も踏まえて、現状どのような課題があるのかについて整理し、上場企業向けの IMM の在り方について議論する必要がある。

第四は、国際的な議論への参画である。インパクト投融資に関する様々な指針・フレームワーク・指標等について最新の議論が国際的に進展しており、日本の金融機関も実務者レベルで主体的に参加して情報収集に努めるとともに、日本のインパクト投資市場に関する情報を海外に発信したり、ルール作りに積極的に参画したりしていくことも重要である。第一フェーズ同様に、次フェーズでもこうした点に取り組んでいく。今後、インパクト投資を発展させていくには、政府や自治体との官民連携を推進することも重要である。例えばブレンディッドファイナンスや、地方自治体と連携したファイナンス・スキームの開発等、民間資金の動員に向けた公的機関の取り組みの必要性が挙げられるが、次フェーズではこれらの最先端事例の紹介も行っていきたい。

インパクト投資は、まだ我が国においてはその黎明期であるが、民間資金を動員して社会・環境課題を解決し、持続可能な社会の実現を目指すための仕組みの一つであり、本勉強会の議論を踏まえ、さらなるインパクト投資の発展に向けた議論と実践が進展することを期待する。本勉強会で明らかとなった課題や残された論点については、今後、第二フェーズで引き続き議論を行っていく予定である。

以 上