■レポート――■

インパクトの評価

大和証券 顧問
安間　匡明

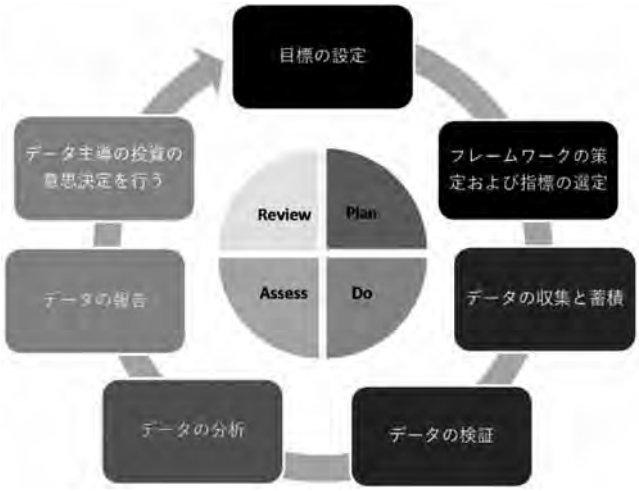
1．加速化するインパクト投資の推進

2019年６月のG20大阪会合において、安倍総理が「社会的インパクト投資や、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達の在り方を検討し、国際的議論の先頭に立つ考え」と発言されたことに続き、日本国内ではインパクト投資を推進する動きがさらに加速している。環境省は今年４月、我が国を代表する金融業界団体リーダーより構成されたESG金融ハイレベルパネルのもとに、ポジティヴインパクト・ファイナンス・タスクフォースを設置し、７月15日には「インパクトファイナンスの基本的考え方」なる報告書を提出した。この報告書冒頭には「コロナ後の新たな社会づくりに向けて、今ほどその必要性が明らかな時はない」と記されている。金融庁も、GSG国内諮問委員会（事務局：社会変革推進財団(SIIF)）との共催で、「インパクト投資に関する勉強会」を発足させ、議論を継続していく予定である。こうした動きは、これまで推進されてきたESG投資を更に質的に発展させ、より積極的に環境や社会課題に対する変

〈目　次〉

1．加速化するインパクト投資の推進
2．Ｇ８社会的インパクト投資タスクフォースの報告書
3．インパクトの目標・戦略・指標の設定
4．データの収集・蓄積・検証・分析と報告
5．アウトプットとアウトカム・インパクト
6．インパクト評価とインパクト創出のマネジメント
7．データの不足と整備の必要性
8．インパクト目標のSDGsへの紐づけ
9．インパクトの数値化
10．精緻さが求められるインパクト評価手法
11．インパクト投資にとっての大きな課題

（図表１）インパクト評価の流れ



（出所）Social Impact Investment Taskforce（September 2014）“Measuring Impact：Subject paper of the Impact Measuring Working Group”より大和総研作成を転載

化（インパクト）を求めようとする活動である。企業の活動に伴い不可避的に産み出される外部不経済は、長期的な事業のリターンや企業価値にもネガティヴな影響を与えるため、社会・環境的な負の影響を広く勘案したうえで投資リターンや長期的な企業価値の向上を目指すものがESG投資である。これに対して、事業活動を通じて課題解決にプロアクティブに取り組み、社会や環境によりポジティヴなインパクトを目指すのが、インパクト投資である。

インパクト投資がインパクトの達成を通じた社会変革を目的とする以上、今後もさらに発展・成長するためには、インパクトの評価が不可欠である。インパクト評価については、個々の企業活動や事業において目標とされるインパクトがどのように定義されるのか、インパクトは評価・測定できるのか、インパクトの大小は比較可能なのかということが常に大きな課題となる。本稿では、インパクト評価を取り上げてその概念を簡潔に説明するとともに、インパクト評価の課題を説明する。

２．Ｇ８社会的インパクト投資タスクフォースの報告書

インパクト投資を推進していくなかで、インパクト評価への取組みが関係者で本格的に議論されて、インパクト評価の在り方についてグローバルな取組みの道筋が敷かれたのは、７年前である。2013年６月のＧ８会合において、当時議長国であった英国のキャメロン首相の呼びかけにより社会的インパクト投資をグローバルに推進することになり、

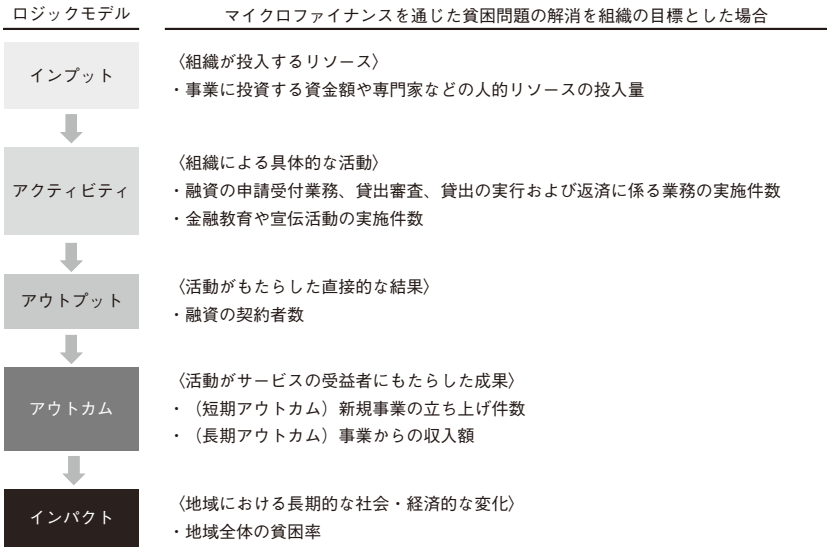
Social Impact Investment Task Forceが設立された（ちなみに、このTask Forceは2015年に名称が変更され、現在はGlobal Steering Group for Impact Investment（略称GSG）として、世界32か国が加盟するインパクト投資推進に関する国内諮問委員会（NAB）の間の国際的連携の軸となる組織に発展している）。このTask Forceは、24名の専門実務家から構成されるImpact Measurement Working Groupと呼ばれるグループを立ち上げた。約6か月の調査・議論の末に2014年9月に発表された報告書が「subject paper of the Impact Measurement Working Group」である（以下「報告書」）。これには、あるべきインパクト評価の姿とロードマップが描かれている。報告書によれば、インパクト評価は、図表1のように、7つのプロセスから成り立っている。

7つとは、①目標設定、②フレームワーク策定・指標選定、③データ収集・蓄積、④データ検証、⑤データ分析、⑥データの報告、⑦データ主導の意思決定のことを指す。すぐに気づくように、これは一般に行われている企業における経営管理のPDCAサイクルと基本的には同じである。評価のサイクルでは、①と②が計画（Plan）、③と④が実行（Do）、⑤が評価（Assess）、⑥と⑦が調整（Review）に相当する。そしてそのことが極めて重要な意味を持つ。つまり、インパクト評価とは、事業そのものや事業がもたらすインパクトの単なるモニタリングではない。目標を掲げその達成に向けた戦略をたてて実行したうえで、成果を確認して次の新たな目標に向かってインパクト創出を高めることに目的があるので、インパクトの評価と目標達成に向けたインパクト創出のためのマネジメントは不可分一体である。こうした評価とマネジメントの一体性を重視する結果、米国にあるインパクト投資の国際的推進組織であるGlobal Impact Investing Network（GIIN）では、インパクト評価・管理（Impact Measurement & Management：略称IMM）を重視し、その重要な構成要素として、①インパクト目標設定、②戦略策定、③指標選択と数値目標設定、④インパクト創出マネジメントの4つを掲げている。

3．インパクトの目標・戦略・指標の設定

インパクト評価のプロセスにおいて最初に行うのは、達成するべきインパクト目標の設定である。例えば、事業目的が就労支援であれば、就業定着と経済的自立が最終的な目標である。その次に行うのは、フレームワーク策定・指標選定である。ある意味ではこのプロセスが一番に重要であると言ってよい。なぜなら、このプロセスでは、設定されたインパクト目標の達成に向けて、投資家と投資先事業者がどのような活動を行うのか、言い換えれば、投資家による資金供与や技術・マネジメントへの支援・助言をもとに、投資先事

（図表２）

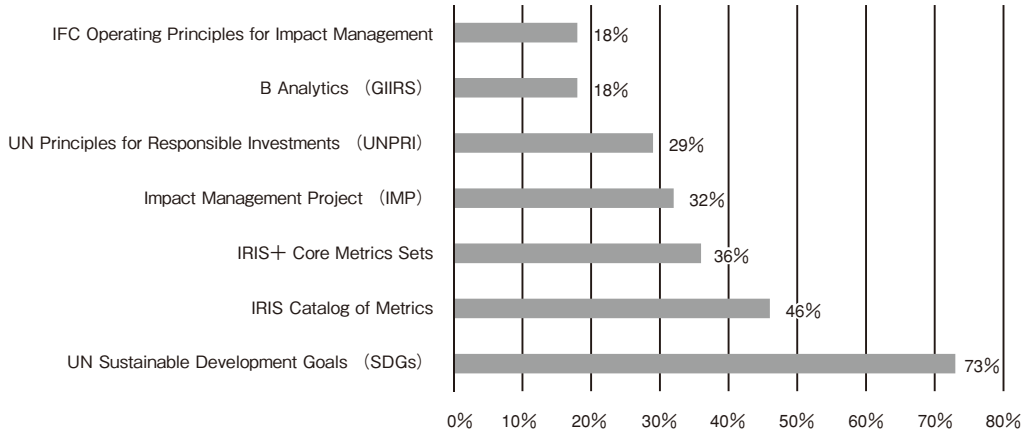


（出所）各種資料より大和総研作成を転載。

業者が具体的にどのような事業活動を行っていくのかの基本的枠組みを定め、同時に創出されるインパクトを測るために適切な指標（KPI）を選定することになるからである。つまり、事業の仕組みとインパクト創出の基本的設計がここで決まる。この基本的設計を考える際に用いられるのが「ロジックモデル」と言われるものである。しかしこれも経営企画・管理を行ったことのある経験者には何ら目新しいものではない。簡単に言えば、事業実施する工程上の仕組みがどのような因果関係でインパクト創出につながるのかを示したものである。

図表２にあるように、生産要素を投入し、具体的なアクティヴィティ（事業活動）を行い、アウトプットとなる製品の製造やサービスの提供を行って（アウトプット）、その結果として事業の対象者にどのような変化（アウトカム）が生じ、最終的に対象となる地域や集団に対して中長期的にもたらされる社会・環境的な変化（インパクト）に至る因果関係の論理的な道筋が描かれることになる。そしてアウトカムやインパクトを測るための適切な指標を選択し、事業活動が着実にインパクト創出に貢献できているのかを測ることで、目標設定に沿った適切な事業活動と言えるのか、効率性の高いビジネスモデルと言えるのかをチェックすることができる。GIINの調査によれば（図表３参照）、インパクトの評価指標としては、国連の持続可能開発目標（SDGs）にある指標あるいはGIINが主導して作成したIRIS（Impact Reporting &

（図表３）海外投資家で使用頻度の高いインパクト指標・フレームワーク（n-294）



（出所）GIIN（2020）“Annual Impact Investor Survey”より筆者作成

Investment Standards）が利用されていることが多い。2019年にはSDGsに対応したIRIS＋も公表されている。

４．データの収集・蓄積・検証・分析と報告

第２に行うのは、データの収集・蓄積・検証である。事業活動から生じるアウトプットの数字の把握は比較的簡単であるが、対象がアウトカム指標、インパクトを把握する数字となれば、そもそも入手や継続的蓄積は容易ではなくなってくる。また、データの信頼性も問われる。こうしたことを踏まえて、報告書は、将来的に理想的な収集されるべきデータは、Materiality（重要性）、Reliability（信頼性）、Comparability（比較可能性）、Additionality（追加性）、Universality（普遍性）の５つの要件を満たすことが求められるとしている（図表３を参照）。このなかで一番に重要であってかつ達成が容易でない要求品質は、「追加性」である。追加性とは、当該インパクト投資が行われなかった場合に比べて追加的な効果を評価できることを指す。

第３は、得られたデータの分析である。この分析により、事業活動がもたらしたインパクトの大きさを測る。問題はその測り方である。社会・環境に現れた変化が、他の外部要因からの影響から独立しており、対象となる事業活動によってのみ生じたと明確に特定できるような場合、当該活動を実施する前と後でデータの比較を行うことで、インパクトを分析することができる。例えば、これまで一度も実施されることのなかったワクチン接種の効果などは、事前のデータとの比較ができれば比較的簡単に推定することができるだろ

う。ところが、普通は、社会や環境に生じた変化の要因を特定することは簡単ではない。温室効果ガス削減を目的とした事業であれば、投資対象の発電事業が、従来のその国のベースライン電源に比べてどの程度のCO2排出削減を達成したのか、その差分を測ることが必要である。犯罪の再犯率を引き下げる活動であれば、当該活動を行った場合と行わなかった場合とで、再犯率の低下の度合いにどの程度の違いがあるのかを正確に測定する必要がある。こうした、事業活動とインパクトの因果関係の特定は、評価学における様々な手法を採用して行われる。最も単純なものは事前・事後比較デザインや時系列デザインによる評価であるが、信頼性はさほど高くない。一般指標デザインあるいはマッチングデザインと呼ばれるものになるにつれて信頼性は高まるとされるが完全ではない。最も信頼性が高いとされる評価に、ランダム化比較デザイン（Randomized Controlled Trial： 略 称 RCT）がある。介入対象となる集団を２つに分けて、介入を行った場合と行わなかった場合に分けてその結果の比較を通じて介入効果の評価を行うものである。手間とコストがかかる上に、対象事業によってはインパクト評価が不可能な場合もある。

第４に行うのが、データ分析結果を資金提供者に報告・共有するとともに、さらにインパクトを高めるための改善のマネジメントに繋げていくことである。インパクトの効果を共有することを通じて、投資家に対する説明責任を果たすとともに、次の投資家の意思決定に影響を与えることができる。また、事業の経営者は、インパクト評価結果を通じて、自らの顧客基盤への影響を推し量ることで、インパクトおよび収益性の両面において経営改善のツールとして利用することができる。

５．アウトプットとアウトカム・インパクト

インパクト投資の目的や普及に不可欠な構成要素であるインパクト評価の抱える課題を理解することは極めて重要である。その課題をここに列挙しておきたい

第１に、初歩的だか重要な課題は、企業活動のアウトプットである製品やサービス提供がインパクトという目標に到達するのは必ずしも容易ではないことに起因する。事業活動のアウトプットである販売数量や顧客数などは比較的簡単に把握できる。しかしながら、それが社会・環境に与えたアウトカムとなると、この段階でその把握は既に容易ではない。介護におけるケアマネージャーの仕事をITで支援・効率化するサービスの場合、このサービスが生み出す中間的なアウトカムはケアマネージャーがこれまで単純業務に費やしてきた時間の削減に現れるはずだ。そして、最終的に求めるアウトカムとしては、ケアマネージャーが介護現場で生み出すサービス付加価値の増加となって測定される必要がある。さらにその先にある最終的なインパクトは、

介護現場における被介護者や家族の視点にたった介護サービス全体の質の向上と他施設における同サービスの拡張可能性である。どのような指標を採用し、どうしたら無理なく継続的に計測可能にできるのか、また真に社会に変化を与えていることをどうやって測定するか、インパクトの創出管理上いずれも重要な課題である。

6．インパクト評価とインパクト創出のマネジメント

第2は、IMMをめぐる課題である。インパクト評価とマネジメントは一体でなければならないと既に触れた。2,000以上の参加企業・団体を束ねてインパクト評価・マネジメントを推進する国際的連携フォーラムであるImpact Management Project（略称IMP）もまさに同じ点を指摘している。しかしながら、報告書自身が指摘するように、実際にインパクト評価に取り組めば取り組むほど、評価対象の現場では、組織運営に携わる役職員たちが直面している数多くの経営課題とのリソース配分の衝突が起きる。そもそもインパクト評価を企業組織の経営管理の体制に組み込むことの軋轢やそれにかかる時間と費用が発生する。インパクトの継続的創出にあたっては企業が（補助金なしに持続的に）自営・存続できるほどの収益性を同時に実現できてこそ達成できることを考えれば、まずは収益性をあげることが最優先でインパクトは二の次にもなりかねない。つまり現場ではIMMは重荷になりうるのだ。同じように、投資家も単なるモニタリング評価の一環でしかその重要性をとらえず、インパクトの創出や増加の手段とは考えていない場合もある。しかし、インパクト評価を単なる評価モニタリングツールと位置付けるのであれば、インパクト投資を推進する価値はない。なぜなら、そのことは、利潤最大化の追求だけを考える通常のビジネスにおいて、たまたま生じたインパクトの結果を後付けで評価しているに過ぎなくなる。

7．データの不足と整備の必要性

第3に、インパクト評価においてはデータの整備が欠かせない。介入の事前と事後の差異を比較対照することで事業のインパクトを分析するにしても、そもそも、当該事業や企業活動が無かった時の社会課題の状況、つまりベースラインの状態はどうであったのかを把握できていることが評価の前提となる。しかしながら、政府や自治体であっても、現状把握に必要なデータを常に持っているわけではない。場合によっては、民間企業が自らベースラインのデータを一から構築しなければ、比較する対象が存在しない場合もある。しかしこのような状況では、民間企業の負担は重くなりすぎる。こうした問題を解決するためには、政府や自治体が、インパクト投資

を側面から支援する体制を構築する必要性がある。つまり、補助金や技術支援をするわけではないが、政府・自治体自身が重要な社会課題を認識し、その現状把握のためのデータを収集し、民間企業に無償で提供することが重要である。データのオープン化というと、個人情報保護・守秘義務などの問題から困難であるとの意見が出されることが多いが、かかる問題はデータの作り方・提供の仕方によって十分に克服可能である。この側面において行政の積極的な関与は必要である。

8．インパクト目標のSDGsへの紐づけ

第4の課題は、国や地域によってインパクトの対象となる社会課題の重要性が異なることによる問題である。仮にインパクトの数値が可能となっても、社会課題の重みや重要性は、国や地域によって異なるはずである。日本の例をあげて考えてみよう。我が国では地方創生は無視できない社会課題のひとつであり、政府の重要施策である。東京一極集中を排除し、地方の中小都市における人口減少を食い止めるために、インバウンド観光を含めた産業振興や若年層向けの新たな雇用機会の創出、高齢化に伴う介護負担への対応や、農業再生や持続可能な森林資源の涵養、既存インフラ施設の維持管理負担の増加に対応したコンパクトシティ化など、地方創生に関わる課題は数えきれない。しかしながら、こうした課題は、グローバルなSDGsとの関係では、必ずしもどれに当てはまるのか判然としない。最近ではSDGsを使ってインパクトの目標を一元的に設定する動きも出てきているが、どの目標に紐づけて管理すべきものなのか課題は残る。

9．インパクトの数値化

第5の問題は、金融商品としての課題だ。インパクト投資金融商品が活発な投資対象となりセカンダリー市場で活発な売買の対象となるためには、インパクト評価の標準化に加えて、数値化あるいは信用格付けと同じような記号化が求められる。機関投資家にせよ個人投資家にせよ、投資家は自らの投資のポートフォリオを分散投資の形で管理している。このポートフォリオ管理においては、インパクト商品におけるインパクトの数値化（記号化）は、必然的に必須な要素である。つまり、投資商品の中に数値化・記号化の仕組みがなくとも、投資家は何らかの手法で独自にポートフォリオの投資判断を行わざるを得ない。言い換えれば投資家はインパクト志向があるからこそ、インパクトの最大化を目指すはずだ。仮にこの指標策定に、独自の追加的な分析評価作業が必要となれば、投資家はインパクト商品を普通のアセットクラスとして認知しにくくなる。こうした問題意識のもと、ハーバード大学ビジネススクールでは、「インパクト・ウェイテッド・アカウンツ・イニシ

アチブ」（Impact－Weighted Accounts Initiative）と呼ばれる取組みが進められている。セラフェイム教授の研究グループが主導するプロジェクトで、GSGやIMPとも連携した取組みで、４つの原則を掲げる。第１にインパクトは計測･比較可能である必要がある、第２にインパクトはより良い社会と環境を作るために会計上の枠組みで計測されるべきである、第３に社会変革創出のためには評価の拡張可能性が必要である、第４に拡張性を持つためにはインパクト評価は実行可能で費用効率的でなければならないとする。投資の意思決定において、財務面のみならず環境・社会面のインパクトが勘案・計上され、財務諸表にインパクトを含めた金銭価値を反映する手法開発が進められている。インパクト投資商品が、真の３軸で評価されるためには、このようなインパクト評価の数値化が不可欠だと考えている証拠である。また、この他にもSocial Return on Investment（SROI）を用いたインパクトの数値化への取組み（Social Value International）なども続いている。このような数値化の取組みがうまくいくのか懐疑的な見方は専門家にも多いなかで、既に実際に主要企業で使われているものもある。Value Balancing Alliance「バリュー・バランシング・アライアンス」（VBA）は、化学メーカーBASF（独）が、ボッシュ、ノバルティスなど８社によって2019年６月に設立された組織である。日本からは、三菱ケミカルホールディングスも日本企業として参画を発表している。貨幣価値を用いてインパクトを測定することによって、インパクトの比較可能性を高め、企業の投資決定における活用等を促すことを狙いとしている。VBAは、2020年２月には欧州委員会から、インパクトに関する管理会計の開発のため資金の提供を受けたとされる。いずれにしても、このようなインパクトの数値化が可能かどうかはインパクト投資の発展にとって重要である。

10. 精緻さが求められるインパクト評価手法

第６の課題は、評価の方法論である。2019年のノーベル経済学賞は、米マサチューセッツ工科大学（MIT）のアビジット・バナジー教授とエステール・デュフロ教授、米ハーバード大学のマイケル・クレマー教授の３名が受賞した。その受賞理由は、途上国での貧困解消に向けた効果的な政策を確かめるため、フィールド実験に基づいた革新的な研究を実施したことである。開発経済学の世界では有名な、MITでの「貧困アクションラボ」での研究成果である。この革新的な研究成果は、まさにRCTの手法によるものであった。評価額の専門家によれば､この３人の受賞は、長年継続していた評価手法上の神学論争（単純化すれば従来型の定性的評価手法versus RCT手法）が事実上終結したことを受けて、これを一定のタイムラグを経て事後承認するかのようにこの受賞が実現したものであると

いう。言い換えれば、評価手法におけるRCTの正統性がそれほど強固に揺るぎ無く認められたと言ってよい。これに対して、インパクト投資に用いられている評価手法は、評価学の立場からすれば極めて初歩的なものである。その多くは、「事前・事後比較デザイン」（Before－After Design）と呼ばれるもので、事前・事後の指標値を比較し、差があれば因果関係があったと推定するが、事前・事後の間に発生した外部要因による影響値を取り除けていないので、因果関係推定の信頼性は低い。しかし、インパクト投資商品が、本当に環境・社会にポジティヴな影響を与えていることを確認できないのであれば、どうなるか。金融業界が、これまでのESG投資と同じように、様々な投資金融商品を組成販売し、インパクト評価上も正のインパクトが積みあがっていることを確認できれば、インパクト投資の残高は増え続けるかもしれない。しかしある時、「インパクト投資商品は成長したが、SDGsの目標はその勢いとは裏腹になかなか達成されていない、なぜだろう」と、誰かが問題提起する。その時、著名な評価学・開発経済学者が、資金豊富な財団からの支援を得たうえで、人気ある投資商品の一部について本格的にRCTによる評価を行ってみたら、インパクトの発生要因はインパクト投資とは別の外部要因であることが判明するかもしれない。その時、インパクトを追求して投資したインパクト投資家は大いに落胆・失望し、インパクト投資は、金融市場業界による自作自演の「宴」に過ぎなかったことが暴露され市場は崩壊することになりかねない。これは、誰もが期待していない最悪のシナリオである。信頼度の高い評価は、インパクト投資に不可欠である。

11. インパクト投資にとっての大きな課題

以上のように、インパクト評価には大きなチャレンジが待ち受けている。しかしこれらの課題を克服しなければ、インパクト投資が成長・発展することはないだろう。筆者はそのような悲観的シナリオをもとより望むものではないが、インパクト評価はそれほど重要だということをあえてお伝えしたい。当然であるが、インパクト評価を実務に落とす以上は、ある程度の妥協も必要ではある。しかしながら妥協の度合いがある一線を越えたとたんに、インパクト投資は、虚妄の金融プロダクツに陥る。インパクト投資そのものを持続可能な取組みとするためには、主要な投資家である機関投資家のみならず、資金の究極的な出し手である個人投資家・年金受給者・預金者の信頼が不可欠である。だからこそ、金融業界は、強い信念と高い規律をもって、政府・自治体やステークホールダーとこの課題に取り組む必要がある。