

日本でインパクト投資が 普及・拡大するために

一橋大学客員教授

安間 匡明

■ 1. はじめに

インパクト投資とは、リスクに見合った適切なリターンの獲得を前提に、環境・社会課題の解決を目的として、課題解決の進展状況を測定・管理したうえで行われる投融資のことを言う。ESG投資は、投融資先の環境・社会・ガバナンスの要素を勘案することを通じて「投資家のリターンの改善」を目指すものであるのに対して、インパクト投資は、適切なリターンが前提ではあるが、環境・社会課題の解決が一義的な目的となる。

〈目次〉

1. はじめに
2. 政府・金融庁による推進の動き
3. 国内のインパクト投資の動き
4. インパクト投資の推進上の課題
5. インパクトと企業価値の関係性の探索

日本のインパクト投資残高はESG投資の約1%強に過ぎない。今後、これを普及・拡大するために、何が必要なのか。結論から言えば、最も必要なこととしては、ポジティブインパクト（課題解決に向けたアウトカムの変化）と企業価値・成長性との相関・因果を解明する洗練された分析フレームワークの構築が必要である。2つ目は、大手のアセットオーナーがインパクト投資を通じてポジティブインパクトの拡大を通じて自らのポートフォリオの全体最適化とリターン向上を図る投資戦略策定を可能とするフレームワークの構築である。本稿では、官民それぞれの最近の動きとインパクト投資の推進上の課題について解説する。

■ 2. 政府・金融庁による推進の動き

日本において、インパクト投資推進を巡る

動きが目まぐるしい。2022年10月に、金融庁が「インパクト投資等に関する検討会」を発足させた。「社会・環境課題の解決やスタートアップを含む新たな事業の創出に資するインパクト投資等の拡大に向けた方策について議論を行うため」である。今年6月30日付の報告書においては、インパクト投資に関する基本的指針案が含まれており、我が国におけるインパクト投資のあるべき姿の素案がここに示された。具体的には、意図・収益性、追加性、測定・管理、新規性の4つの要件が示され、パブリックコメントを受けて、年内に最終化される予定である。

これに先立ち、環境省は「インパクトファイナンスの基本的考え方」を2020年7月に発表しているが、金融庁から新たな指針が出されることは幾つかの点で意義深い。第1に、政策におけるインパクト投資の位置づけの変化である。令和4年度の「骨太の方針」においては、休眠預金の活用施策やソーシャルインパクトボンドの活用などを含めて、市場リターン獲得を伴うインパクト投資が対象となっていたわけではない。一方で、令和5年度の方針においては、「スタートアップの推進と新たな産業構造への転換、インパクト投資の促進」という項目となり、社会課題解決型の新興企業に対する「投資」のための「市場性の資金」を供給することの政策的重要性が認識されることになった。

第2点は、インパクト投資が金融監督行政の対象となったことである。インパクト投資

は、もともと金融機関の自主的・自発的な取組としての位置づけをもっていたため、2020年6月に金融庁・GSG国内諮問委員会共催で始められた「インパクト投資に関する勉強会」も単なる勉強に留まっていた。しかしながら、今回は金融庁自らがインパクト投資等の推進に向けた検討を始めることになり、金融行政のなかにインパクト投資が明確に位置づけられたと言える。

第3点は、インパクト投資推進に向けた官民連携のインパクト・コンソーシアムの立ち上げである。検討会の報告書は、「幅広い関係者と連携した投資と企業活動の促進に向け、インパクト投資等の基盤（インフラ）整備として（中略）投資家・金融機関、企業、自治体等、様々な関係者が集う「対話の場（コンソーシアム（仮称）」）を設け、投資と事業の実践的課題を継続的に議論していくことが重要である」としている。岸田総理の発言により、コンソーシアムは年内に立ち上がる予定である。コンソーシアムの業務としては、データ・指標の整備、金融支援と事業評価ノウハウの育成、投資案件の形成支援、地域での推進などの業務内容が報告書に記されている。同コンソーシアムは、気候関連財務情報開示（TCFD）コンソーシアムを前例として、同様の組織（運営委員会、分科会）として設立される予定である。

(図表1) インパクト投資残高・受託運用残高

(単位:百万円)

アンケート継続回答している、 インパクト投資取り組み機関 (n=30)	2021年度 調査	2022年度 調査	成長率 (前年比)
インパクト投資残高・受託運用残高	1,320,380	4,942,083	374%

(出所) GSG国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題—2022年度調査」より転載

3. 国内のインパクト投資の動き

民間金融機関の動きも目まぐるしい。GSG国内諮問委員会の2022年度調査(2023年5月発表)によれば、国内のインパクト投資残高は、前年の1兆3,204億円が5兆8,480億円に飛躍的に拡大している。これに、インパクト志向金融宣言で把握できた数字を加えると6兆4,408億円となる。この調査の回答機関は前年度からの継続性がないが、いずれも継続回答している金融機関30社を抽出して比較すると、前年の投資残高は1兆3,204億円であったのに対して、2022年度調査では4兆9,421億円であった(図表1参照)。つまり既存の取り組み機関に絞っただけでも、前年比の成長率は3.7倍である。

2021年11月には、21の金融機関が参加した「インパクト志向金融宣言」(以下「宣言」)が発足した。2023年11月現在、署名金融機関

の数は、68機関に拡大しているが、この活動は、民間金融機関が独自に集結した取組である。署名にあたっては、経営トップのコミットメントを確保する観点から、各参加金融機関の代表者による直接の署名を求めている点に特徴がある。この活動は、大きく2つの目的を掲げる。ひとつは、個別のインパクト投資の実践の件数・量を増やすとともに、その質(インパクト測定・管理の質および最終的に創出されるインパクトのパフォーマンス)を高めることである。もうひとつは、金融機関がそのポートフォリオのすべてにおいてインパクト投資を行うことができないとしても、できるだけインパクト志向(負のインパクトを削減し、正のインパクトを拡大する)を高め、金融機関の業務運営全般において課題解決志向の経営を行うこと(インパクト志向金融経営)を推進するものである。

また、宣言の活動において署名は入り口に過ぎず、金融機関の役職員は様々な分科会に参画して、インパクト投資の実践的な課題に

ついて情報交換し議論しながら、インパクト投資の実施に必要なノウハウや課題について率直に意見交換を行っている。また、海外の推進機関（GIIN、インパクト投資の運用原則（OPIM）、Impact Frontier他）やインパクト投資に経験知を有する個別の金融機関から取組や個別例説明を受けるなどして、特に海外の先進事例から学習している。

宣言における署名金融機関の特徴としては、未公開企業向けファンド（VC・PE）の数（36社）が多いことがあげられる。VCは、大学発ベンチャーを初め、課題解決志向型のスタートアップ企業が急速に増えるなかでファンド投資においてインパクト投資を実践する経営者が増えていることによる。第2の特徴としては、アセットオーナーとして大手生命保険会社5社のすべてが参加している。第3は、三菱UFJ、三井住友、みずほの3メガバンクに加えて、三井住友信託・りそな・SBI新生などの大手銀行すべてが参加している。第4に、肥後銀行および同行の企業年金基金が同時に加盟した点があげられる。今後は企業年金基金を含むアセットオーナーによるインパクト投資への参入が期待される。

■ 4. インパクト投資の推進上の課題

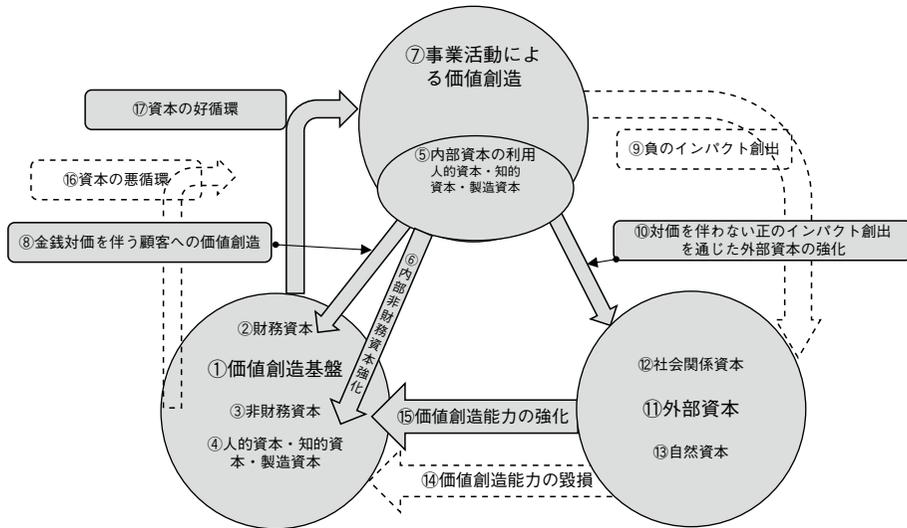
参入プレイヤーも増え、件数・金額も増えてはいるが、日本におけるインパクト投資の課題は複数ある。そもそも、インパクト投資

は、グローバルにはESG投資金額の30分の1、日本ではESG金融の1%程度の比率に留まり、依然として金融のメインストリームになつたとは言えない状況にある。例えば、インパクト志向金融宣言の署名機関をみても、依然として、地域・中小金融機関、公的・企業年金基金、損害保険会社、大手を除く生命保険会社は殆ど参加していない。そこには様々な背景・理由がある。

第1は、インパクト投資への先入観と誤解である。インパクト投資は、環境社会課題解決を一義的な目的としているために、結果的にリターンを犠牲にせざるを得ない「儲からない投資」であると受け止められていることが多い。特にリターンのことだけを考えているインパクト志向の弱い金融機関・機関投資家の場合には、入り口段階から検討しないという機関が多い。多くの公的年金や企業年金はこれに当てはまる。

しかしながら、ここには2つの課題がある。最初に、日本の年金基金は、受益者である加入者に対してどのような投資対象での運用を望むのかにつき意見を尋ねていない。したがって、加入者はあくまでも財務リターンだけを望んでいるという前提で受託者責任の枠組みが構築され運用がなされている。この前提の結果、年金基金は必然的に財務リターンを唯一の目的とする受託者責任に縛られている。これは、インパクト投資に熱心な欧米の年金基金との大きな相違である。彼らは、加入者に対して積極的にエンゲージメントを行

(図表 2) 統合思考に基づく価値創造プロセス



い、加入者の意向を聞きながらESG投資のみならずインパクト投資を行っている。2つ目の問題点は、仮に財務リターン獲得を目的とした場合であっても、インパクト投資の前提は適正なリターンな獲得であることから、インパクトのレンズで投融資先を選択するインパクト投資は、ポートフォリオ構築の戦略次第では、リターン獲得のためにも有効な手段となる。つまり、自らのリスクリターンの選好に沿って、リターン獲得目的でのインパクト投資も可能なのである。

第2に、日本の市場で最も必要なことは、国際統合報告評議会（IIRC）が策定した「統合思考」に基づいて企業価値分析におけるインパクトの重要性を認識することである。統合思考とは、投融資先の財務情報だけでなく、「非財務情報」（サステナビリティに関する情

報）を取り込み、両方の情報を統合的に分析したうえで「長期の視点」で投融資判断を行わなければ最適な投資判断ができないとして、投融資先のネガティブインパクト（リスク）やポジティブインパクト（機会）を統合的に分析・判断して投融資を行うという考え方で、2021年11月設立の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の考え方も、統合思考を踏襲している。我が国では、統合報告書の作成会社は毎年増加しており、2022年末では872社に達しているが、その記載内容のうちインパクトに関する情報が貧弱な面もあって、これを用いてインパクト投資を行う可能性を実は十分に活用できていない。

統合思考に基づき、企業の価値創造プロセスを、企業の内部・外部に存在する6つの資本との関わりを通じて創出される価値の循環

として捉えたうえで、図解したものが図表2である（丸数字は図表中のものと同じ）。企業の価値創造基盤（①）は、財務資本（②）以外に、企業の中に存在する3つの資本（④）とその外に存在する2つの外部資本（⑪）の合計5つの資本から構成される。企業は、この基盤の下で事業活動を行うが、企業内の人的・知的・製造資本（⑤）に投資（⑥）して強化するとともに、顧客に対する対価を伴う取引（⑧）を通じて財務資本の強化に寄与する一方、企業の外部に向けては、対価を伴わないインパクト（⑩）を創出できれば、社会関係資本（⑫）や自然資本（⑬）を強化でき、それが次のサイクルでは、自らの価値創造基盤の強化（⑮）に繋がり、資本の好循環（⑯）をつくることができる。逆に、社内の人的資本を傷つけ、事業活動を通じて負のインパクト（⑨）を創出することになれば、自らの価値創造基盤は毀損（⑭）され、資本の悪循環（⑰）が生じる。

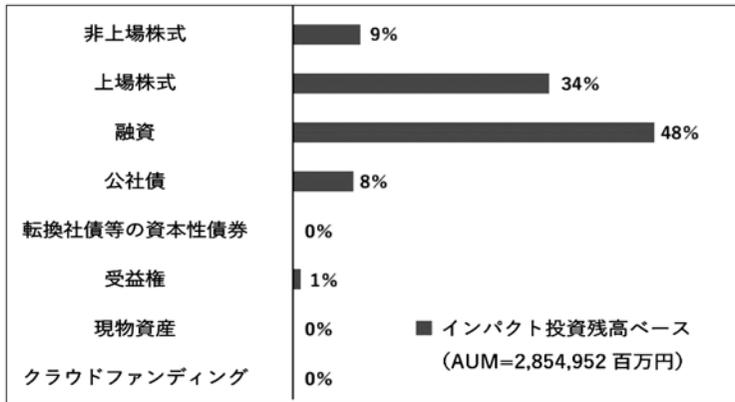
こうした統合思考の考え方に実際に経営管理を進めている企業は増えている。代表的な欧州の先進企業としてはソフトウェア企業のSAP（独）がある。同社の前CFO（2014～23）のLuka Mucic氏は、従業員満足度と営業利益の因果・相関を解明し、同社の統合思考経営を定量化・可視化して一躍著名になった。従業員エンゲージメント指数の1%改善は、営業利益を40～50百万ドル引き上げると分析した（同社2015年統合報告書）。日本では、エーザイのCFOであった柳良平氏（当時）が、

更に分析を発展させた事例を発表している。

したがって、金融機関において統合思考の考え方への理解が進めば、リスク軽減の観点からESG投資が進み、企業価値向上を求める観点からインパクト投資が自然に推進されているはずである。しかしながら、我が国では、依然としてインパクト投資へのアレルギーが強い。インパクト投資を進めるためには、金融機関が、投融資先企業が新しい環境社会課題に関してソリューションを提供することが長期的にはアップサイドのリターン獲得に繋がる可能性について分析できる能力を獲得する必要がある。一言で言えば、創出されるインパクトと長期的企業価値向上の相関・因果についての分析能力を高める必要がある。そのことは、企業のファンダメンタル分析としても重要であり、最終的には、企業の「長期的な」成長可能性をよりよく理解できるようになる。

第3は、大手機関投資家が、統合思考に沿って、最適なポートフォリオ構築を可能とする分析的フレームワークをもつことである。大手機関投資家は、ユニバーサルオーナーとしての投融資ポートフォリオの最適化を目指すために、ESGを通じてネガティブインパクトの削減を求めるだけでなく、課題解決能力のある企業向けの投融資を通じてポジティブインパクトの拡大を求めるという形でポートフォリオ構築戦略の策定を行い、かつ、他の投資家を同じ方向に牽引することが期待される。なぜなら、ユニバーサルオーナーにおい

(図表 3) 日本のインパクト投資のアセットクラス比率



(出所) GSG国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題—2022年度調査」より転載

では、分散投資が求められる結果、パッシブの運用を通じてほぼすべての主要な投資先に投資を行なわざるを得ない。その結果、外部不経済をまき散らしながら他社の創出する外部経済にフリーライドするような企業をチェリーピックするような投資戦略をとることが事実上困難となるため、外部不経済の削減と外部経済の拡充のための投資戦略は論理的にも不可欠なのである。ではなぜ自然にそう変わらないのかと言えば、外部経済・不経済が自社のポートフォリオのパフォーマンスに与える影響を定量的に分析できておらず、銘柄選択やポートフォリオ構築に組み込む投資戦略が構築できていないためである。言い換えれば、統合思考に基づく投融資の実践とそれを可能とする定量的な分析枠組みがまだ手許にないことが原因である。

第4の課題は、我が国におけるイノベーションの不足である。日本では技術革新やビジ

ネスモデルの革新が欧米と比べても強くない。例えば、世界イノベーションランキング上位50社（ポストンコンサルティンググループ・グローバルイノベーション調査：2022年9月）をみても、その中にランクインしている日本企業は3社のみである。一方で、環境・社会課題解決を解決するうえで、従来のビジネスモデルと技術のままでは、コストが高まるばかりでリターンは下がらざるを得ない。これを利益に換えるためには何らかの革新が必要となる。こう考えると、インパクト投資に適するディールフローの数は、国内では相対的には少ないと言える。我が国においてインパクト投資が増えているものの、融資の割合が高いことは（図表3参照）、イノベーションで事業リスクが高まるものを対象とするよりも、企業の現行のキャッシュフロー創出能力に依拠した融資を使って比較的軽いインパクトの創出を狙ったものが多いことを

現わしている。

第5の課題は、企業側の説明・開示不足である。多くの企業は統合報告書を作成しているが、価値創造プロセスにかかる説明の質が高いとは決して言えない。私も海外の投資家からは「日本企業の価値創造プロセスがわかりづらい」という話をよく聞いた。日本の企業は、しばしば自社の存在意義やミッションを強く語り、時に企業の社会的責任（CSR）やESG配慮を強調して自社の経営戦略を説明するが、それがどのような径路で企業価値向上に繋がっていくのか、そのロジックやパスウェイが見えない。これは重要なポイントで、環境や社会に良いことをしていれば自然に利益が高くなるわけではないので、自社のマテリアリティ（重要課題）に沿って、自社が創造する価値をマネタイズ（利益創造）戦略をわかりやすく描く必要がある。

第6の課題は、インパクト投資の標準化の可否に関わる問題である。インパクト投資は、環境社会課題の改善の進捗度合いを測定・可視化するとともに、インパクト創出をマネジメントする。しかしながら、投資先の企業が生み出すポジティブインパクトの内容や質は、それを生み出す事業や企業による個性が強くなり、業種・地域・国によっても、その計測のための指標（KPI）やサステナブルな状態との境目となる閾値は異なる。つまり、同じ課題が対象であっても、異なる事業の間でインパクトのパフォーマンスを比較するのが難しく、異なる課題に関してはインパクトの

優劣を比較することが素より困難である。この困難さが原因となり、金融業界で求められる数値化・記号化を前提とした大量処理が簡単には行えないため、投融資プロダクツの属性情報の可視化・簡素化にかかるコストが高んでしまうという問題がある。このように案件ごとの個別性が強いインパクトの特性は、現時点ではスケール化を求める金融業界の実務・慣習には十分に適合できない。一方で、インパクトの測定・比較の可能性は、これをやみくもに標準化すればよいとは言えない面がある。つまり、個別性の強いインパクトにこそ、そこに環境や社会の課題の本質的要因が隠されているのである。その本質を見ることなく標準化に進んでも課題は解決しない。しかしながら、スケール化無しに、多くの課題解決が進まないのも事実である。つまり、標準化を進めるべきものとあえて標準化せずに取り組むべきことを分けて対応する必要がある。インパクト投資の今後の発展可能性を左右する大きな課題がここにもある。

■ 5. インパクトと企業価値の関係性の探索

上記の課題のうち、筆者が特に日本市場において重視するのは、投資先が生み出すインパクトと長期的な企業価値との関係性に関する定量的分析フレームワーク策定の必要性和、ユニバーサルなアセットオーナーによる統合思考に基づく投資ポートフォリオ構築に

必要な分析的フレームワークの構築である。なぜならこれができるれば、文字通り、金融資本市場のインセンティブを使って環境社会課題解決とリターンの向上を同時並行的に大規模に実現できるからである。特に前者は、インパクト志向を持たない既存プレイヤーに対してもインパクト投資の普及・拡大のための最初の有効な突破口となる。つまり、インパクトを創出する企業のインパクトと企業価値との関係に一定の傾向（相関・因果）が認められると分析できれば、少なくともリターン獲得目的で、インパクト創出企業に対する投資が自然に推進できるからである。この考え方は、インパクト創出を一義的な投融资の目的とするインパクト投資の本来的な目的にはそぐわないものの、統合思考の考え方に基づく投融资判断とは整合的なものである。また、この考え方は、責任投資原則（PRI）・UNEPFI等がFreshfields Bruckhaus Deringer法律事務所に対して委託して作成したレポート「A Legal Framework for Impact」において言及されている「手段的IFSI（Instrumental Investment for Sustainable Impact）の概念と同じものであり、受託者責任の範囲内である。

現在、GSG国内諮問委員会では、インパクトIPOワーキンググループ（WG）を設立し議論を重ねている。このWGでは、課題解決型志向のベンチャー企業が上場（IPO）時および上場後において、自らが創出するインパクトに関する情報を適切に投資家に提供する

ことを含め、投資家向けに建設的な情報発信と投資家との対話を通じて投資家の支援を受けながら、更なる成長ができる関係性を構築するためのガイダンスを作成しようとしている。しかしながら、企業が創出するインパクトの個別性が強いと、統計的な分析を行うためには、企業が生み出すインパクトの指標（KPI）として何を採用するのかということが最初の分析上の関門である。筆者が、インパクト投資の推進において、最も重視するこの重要な論点については、本誌の次号において野村證券の金融工学研究センター長の太田洋子氏のチームから最新の分析結果を提供してもらうことを期待したい。かかる分析・研究の発展が、日本およびグローバル市場におけるインパクト投資の一層の発展を飛躍的に後押しすると期待している。

筆者略歴：安間匡明（あんままさあき）1960年生。1982年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行後、業務企画室長、経営企画部長、執行役員、取締役企画管理部門長等を経て退任。2017年より大和証券（株）顧問の後、2021年よりPwCサステナビリティ合同会社に入社、現在執行役員常務（常勤）。その他、一般財団法人社会変革推進財団エグゼクティブアドバイザー、インパクト志向金融宣言事務局ヘッド。一橋大学国際・公共政策大学院・福井県立大学にて客員教授。京都大学経済学部卒、英国LSE大学院Diploma（経済学）修了、東京大学博士（工学）。

【参考文献】

・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」
<https://impactinvestment.jp/activities/fsa-study.html>
- ・金融庁「インパクト投資等に関する検討会」
<https://www.fsa.go.jp/singi/impact/index.html>
 - ・環境省「インパクトファイナンスの基本的考え方」
<https://greenfinanceportal.env.go.jp/pdf/114284.pdf>
 - ・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」
<https://impactinvestment.jp/activities/fsa-study.html>
 - ・インパクト志向金融宣言
<https://www.impact-driven-finance-initiative.com/>
 - ・インパクト志向金融宣言プログレスレポート2022
<https://www.impact-driven-finance-initiative.com/wp-content/uploads/2023/01/Progress-Report-2022.pdf>
 - ・日本におけるインパクト投資の現状と課題—2022年度調査—
<https://impactinvestment.jp/resources/report/20230519.html>
 - ・SAP（ドイツ）2015年度統合報告書
<https://news.sap.com/2016/03/integrated-report-2015-sap-improves-its-economic-environmental-and-social-indicators/>
 - ・ボストンコンサルティンググループ・グローバルイノベーション調査：2022年9月
<https://www.bcg.com/ja-jp/press/11october2022-companies-commit-net-zero-only-innovate-necessary-solutions>
 - ・国連責任投資原則（PRI）“A Legal Framework for Impact”
<https://www.unpri.org/policy/a-legal-framework-for-impact>
 - ・GSG国内諮問委員会：インパクトIPOのワーキンググループ
https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/pressrelease_20230727.pdf
- ・安間匡明・井出真吾「インパクト投資と資本市場」月刊資本市場2019年12月（No.412）
 - ・安間匡明「インパクトの評価」月刊資本市場2020年9月（No. 421）
 - ・柳良平「従業員インパクト会計の統合報告書での開示」月刊資本市場2021年9月（No.433）
- 