

【日時】 令和6年10月29日（木）14:30～17:30

【場所】 オンライン開催

【次第】 1. 事務局説明

2. 国内における上場企業へのインパクト投資（井浦副座長、加藤メンバー、菊池メンバー、坂本メンバー）
3. 海外における上場企業へのインパクト投資（松本メンバー）
4. 未上場企業へのインパクト投資（黄副座長、秦メンバー）
5. 意見交換

【プレゼンテーション・Q&Aの概要】

(1) 国内における上場企業へのインパクト投資

(井浦副座長)

- インパクトファイナンスの成長に最も重要なことは、事業会社による適切な開示及びそれを基に企業活動を評価して長期的な視点で投資を行う投資家の存在。
- インパクト評価には長期的な視点が必要なため、一般的な株式投資とは時間軸に違いがあり、このギャップを埋めることが上場企業へのインパクト投資の宿命である。
- 日本のエコシステムの課題は、スタートアップから大企業になる過程でのエコシステムが分断され、シームレスな成長が阻害されていること。特に、IPOによる成長力の鈍化に伴う死の谷の空白地帯を繋ぐ投資家を育成し、企業の成長に資する投資をすることが投資家サイドの使命である。
- コーナーストーン投資の経験からの気づきは、①上場株投資家でもPO・IPOであれば、直接的に事業成長やインパクト創出に寄与することが可能、②インパクトを含めた事業価値がバリュエーションに反映されるために投資家としてコンセンサスの形成に働きかけることは価値を生む、③死の谷を乗り越えるためには、上場株投資家・未上場株投資家を含めた多くの投資家が参加するシームレスなエコシステムの構築が必要。

(加藤メンバー)

- ファンド組成時、未上場株式と上場株式の違い（未上場株式に比べ上場株式は経営者と株主の関係が希薄化する状況）を埋めるために、本ファンドでは、経営者と投資家間でのインテンションの共有を重視するコンセプトとした。特にインパクト評価では、KPIだけでなく、経営・事業戦略の中でのインパクトの位置付けやコアビジネスとしての強化方針も重要。また、インパクトとリターンの両立という目的に照らすと企業規模は関係なく、全上場企業を投資対象としている。インパクト投資の共通理解の醸成の観点からは、国際的な原則・フレームワーク等の利用が重要。
- ファンド運用開始後は、投資家にインパクト投資を自分ごととして認識してもらうために、インパクトレポートを通じた情報発信と事例共有に取り組んでいる。さらに、未上場から上場へのシームレスな貢献が重要と考え、未上場株投資家との間で企業価値評価のギャップの有無など、相互理解の向上のために意見交換を開始している。
- インパクト投資の更なる高度化には、システムレベルでの貢献が重要であり、SIIF（社会変革推進

財団) とのシステムチェンジ投資に関する研究等を開始している。

- 多角的な企業への投資については時間軸が重要。現在、インパクトを創出するビジネスの利益が過半を占めていなくとも、将来5・10年後を見据えて過半以上になる場合は投資対象と考えている。
- インパクトビジネスを見つける方法として重要なのは、インパクトをどのように考え、どうしていきたいのかという投資家の考えを経営陣と共有し、共感を得ることである。

(菊池メンバー)

- インパクト投資に係るリソースが不足している資産運用会社であっても、どのようなステークホルダーが存在して関わりがあり、バリュークリエーションがなされているのかといった全体像を整理することは、インパクト投資の入り口として比較的取り組みやすいのではないかと。
- 経済的リターンと社会的インパクトの両立をどのように説明・証明するか、特に上場株投資におけるインテンシオナリティとアディシオナリティに関する説明は難しい。また、特に上場株投資に関しては、社会的な「期待リターン」をどのように捉えるか（社会的にどの程度のインパクトがあれば良いのか）については整理されておらず、考える必要があるのではないかと。また、インテンシオナリティとアディシオナリティに関して、海外の資産運用会社は特徴的なポートフォリオをもって説明している例もあるが、日本ではエンゲージメントの説明に偏っている印象がある。
- エンゲージメントのテーマや担い手が多様化・専門家する中で、企業と投資家がどのようにリソースを配分すべきかに加え、それぞれの組織内連携をいかに実効的に行うかが課題。

(坂本メンバー)

- リターンとインパクトを両立する方法論が確立されていないため、インパクトを考慮する投資家が少なく、様々な課題解決への資金が十分に行き渡らないのが根本的な課題。投資先企業がポジティブなインパクトを創出し、それにより事業環境が改善されてリターンとして最終受益者に還元されるというポジティブなフィードバックループが構築されればリターンとインパクトの両立に繋がりと、更なる資金循環が生じる。こうしたインベストメントチェーン全体をよりインパクト志向にすることに取り組んでいる。
- 上記の方法として、インパクト統合価値 (IIV) という、ポジティブ/ネガティブインパクトを企業価値に組み入れて可視化し、バリュー投資という共通言語に落とし込む企業価値計測手法を開発。特にポジティブインパクトの評価については、ポジティブインパクトが大きいと将来キャッシュフローが大きくなるというロジックに基づき、定性・定量的に判断している。IIVに基づく企業との対話、インパクト投資家との協働の対話、市場との対話から期待されるアウトカムについて、それぞれ KPI を設定している。
- インパクトは主観的な価値観が反映されるため、正解がないことを前提として受け入れて、まずはやってみることが重要。様々な投資家がインパクトを企業価値に反映させて、投資という形で市場に投げ、市場が株価という形で客観的な価格を形成してリターンが生まれるという仕組みが働くことで、インパクト投資家も増えるのではないかと。

(2) 海外における上場企業へのインパクト投資 (松本メンバー)

- 上場企業へのインパクト投資を行う理由として、グローバルな課題の解決には規模・大きな経済効

果が必要であること、流動性を必要とする顧客が多いこと、分散されたポートフォリオが必要であることが挙げられる。

- 独自のインパクト分析フレームワークを活用し、多角的な KPI の設定によりインパクトを測定するとともに、インパクトエンゲージメントといった戦略的エンゲージメントを行うことにより、アデクシヨナリティの定量化を図っている。
- 運用プロセス・銘柄選択においては、①除外リストを基にスクリーニング、②インパクト投資の柱（ピラー）と整合する企業について、企業の収益の 50%以上（現在の収益だけでなく将来を含む）がインパクトから創出されているかという基準でのスクリーニング、③インパクトの 5 次元分析を用いたインパクトの測定可能性の観点でのスクリーニング、④ファンダメンタル・リサーチを実施して、ポートフォリオ構築を行う。
- 多角的なインパクトの測定においては、インパクト投資のテーマの追跡（モニタリング）が最も重要。企業に対してモニタリングとフィードバックを行うことで、インパクトの増大やリターン・株価への反映に繋がるというポジティブフィードバックループを最終的な目標として、エンゲージメントを実施している。

（3）未上場企業へのインパクト投資

（黄副座長）

- デューデリジェンスでは、経済性に加えてインパクト創出の可能性を基に投資可否を判断するが、その際、投資先候補と社会課題の構造分析やロジックモデルの整理等の議論を行っている。インパクト評価においては、インパクトの 5 次元分析を活用するほか、ESG の観点からも組織評価を行っている。投資検討プロセスにおいて投資先候補と時間をかけてエンゲージメントを行い、ロジックモデル等の成果物を共有する点が、上場企業へのインパクト投資と大きく異なる点ではないか。
- 事業初期段階において、IMM が経営の意思決定に組み込まれるまでは企業にとって追加的な対応と位置付けられる可能性を念頭に置きつつ、個々の投資先企業の事情を踏まえて IMM を推進している。また、出口戦略については、事業成長とインパクト創出の持続・拡大に資する「レスポンシブル・エグジット」を促すため、投資先企業がインパクト志向の投資家と早期に対話を始める機会を模索するとともに、ネガティブインパクトの測定・緩和策の策定等を投資先企業とともに実施している。
- 未上場から上場へのシームレスな移行に向けて、①いかに早期に投資先企業がインパクト・ESG 志向の投資家と出会うか、②VC のあり方として、上場後すぐに売却するのではなくクロスオーバーという形で上場後も一定期間保有しつつ、インパクト・ESG 志向の投資家にバトンタッチするか、③投資先企業がいかに資金調達や人材採用等における IMM のメリットを実感し、上場後も継続して取り組んでいくかという点を模索しながら取り組んでいる。
- インパクトレポートについては、短期・中期・長期、定量・定性の両方で指標を設け、目標と比較した変化を評価している。課題としては、ソーシャル分野では指標の横比較が難しく、比較可能な目標値をどう設定するかという点がある。また、中長期的な因果関係をいかに表現するかについてアカデミアと連携しながら試行錯誤しているところ。

（秦メンバー）

- IMMが投資先企業にもたらすメリットとして、①顧客の視点に立った事業戦略の構築、②顧客のサステナビリティ志向への働きかけを通じたトップラインへの好影響、③優秀人材の採用と採用・リテンションを通じたボトムラインへの好影響、④これらを通じたインパクト投資家等からの資金調達に伴う企業価値の向上が想定される。
- 受益者を特定し、課題構造を理解した上で、インパクトの5次元分析等を活用しながらインパクト評価を行っている。投資判断を行う際には、インテンシオナリティ、製品とインパクトのフィット、アディショナリティ、測定可能性という4つの基準を基にインパクト性を判断している。また、セオリーオブチェンジの作成に当たっては投資先企業のオーナーシップが、KPIの設定に当たっては投資先企業におけるインパクト創出の主体性や納得感が重要と考えており、その上でKPIについては国際的なガイドラインに紐づけられるものは紐づけている。
- インベスターコントリビューションとして、エンゲージメントを通じたインパクトパフォーマンスの向上とインパクトに理解のある資金の呼び込みに積極的に取り組んでおり、定期的に投資先企業からレビューをもらい、次に活かすようにしている。
- 投資先企業毎のレポートにおいては、課題、セオリーオブチェンジ、KPI、受益者の声という4つの要素によりインパクトを説明している。ソーシャル分野で指標を横比較すべきかが課題であり、例えば課題解決までに必要な絶対値を設定し、何%改善したという指標をとれないかを試行している。また、インパクト・アウトカムを測定するコストとのバランスを探りながら対応している。

【意見交換の概要】

(1) テーマ①：多角的に事業を営む企業への投資戦略

(多角的に事業を営む企業について、どのようにインパクトを特定・測定・評価すべきか。)

- 多角的な企業にUNEP FIのインパクトレーダーを活用すると、企業も気づいていないインパクト創出のテーマを洗い出すことが出来る。現時点では売上げが低くとも、会社がインテンシオナリティを持って拡大しようとしているのであれば、評価すべきインパクトなのではないかといった示唆がある。
- インパクトレーダーは、国連が各セクターの文献調査などに基づき予測されるポジティブ/ネガティブインパクトを調査し、セクターを選べば予測されるポジティブ/ネガティブインパクトを表示してくれるツールである。機関投資家も全セクターに精通しているわけではないため、最初のネガティブスクリーニングのツールとしては優れているが、企業の将来の成長性を評価する際は、個性の高いインパクトを特定する必要がある。
- ナラティブ性をどのように確保するか、インパクトをどのように定量化するかについて、企業にとってのマテリアリティは何かという視点と様々な有用なツールを掛け合わせると、多角的な事業を営む企業にとってもヒントがあるのではないか。
- 例えば火力発電を通じたネガティブインパクトが大きい企業に対しては、企業のネットゼロへの転換、再生可能エネルギーの推進の方向性を確認し、その変化を最大限評価して投資を行った。企業がコングロマリットの場合、マテリアリティに基づき一部事業を切り離すなど、企業とインテンションを密に共有し、方向性を確認しながら取り組んでいる。
- 最初に製品やサービス及び企業のコンダクトに基づく除外リストを基にスクリーニングを行っており、ネガティブインパクトが大きい企業は投資対象としていない。ポジティブインパクトについて

ては個々の企業の独自のインパクトをボトムアップで調査し、将来キャッシュフローに結びつくような形で企業価値に組み入れるが、ネガティブインパクトについてはどの企業にも当てはまる共通項目を設定して閾値を設けた上で、ウェイト付けするアプローチをとっている。

(2) テーマ②：企業のリソースに応じたインパクト評価

(人的なリソース等の制約がある場合のインパクトの評価（・開示・エンゲージメント）について、どのように優先順位を付けて取り組むべきか。)

- 企業のマテリアリティに対して限られたリソースを割くことで持続的な成長に繋げていくことが考えられる。投資家と企業間では時間軸にギャップがあるため、インパクトに関する定義や時間軸について共通認識を持った上で、目指す姿から考えてマテリアリティは何かといった形で具体的に落とし込み、リソース配分を考えていくことが重要。
- 企業の開示の状況は、全く開示していない段階から始める0から1のステージ、様々な開示のニーズを踏まえ全てを開示する1から100のステージ、本当に開示すべきインパクトデータを絞り込む100から10のステージがあり、対話を通じてインパクトデータを絞り込む作業をサポートしている。何が将来的な企業価値の向上や経営理念、自社の事業の強みと繋がっているか等を取捨選択して開示することが重要。投資家としても、インパクトレポートにおいてインベスターコントリビューションに焦点を当てた開示にするのはどうかという議論を行っている。
- 開示すべき情報を絞り込む方法について、マテリアリティの観点に加え、ロジックモデルにおける矢印をいかに繋ぐかといった観点でKPIを絞ることは、会社の競争優位性にも繋がる。
- 未上場企業においては、企業と投資家間で指標として何が存在するかのプールを理解し、マテリアリティの観点から企業の重要な課題に基づいて指標を抽出し、重要な課題に対するアクションプランをデザインすることが考えられる。また、インパクトレポート等の成果物を意識しながら取り組むことで、やりがいを実感し、スケジュールを意識することが可能となる。さらに、IMMプロセスを経営の一環としてどのように活かせるかを起点にして、副次的に対外的に開示していくこととすれば、より優先順位を付けやすくなるのではないかと。
- リソースが限られている投資家においては、業種別にどういった点を評価するかを一定程度類型化し、方向性・エコシステムのようなものを作ることで、限られたリソースで多くの効用を得ることが出来る。他方、グリーン分野については比較的類型化しやすいが、ソーシャル分野では課題がある。

(3) テーマ③：投資家の事業の見方と企業の開示

(インパクト投資を行うに当たり、どのような定量・定性情報を基に事業を評価すべきか。)

(どのようにインパクトレポートを仕上げるべきか。)

- 投資家はマテリアリティに対する取組の実効性を重視。その取組に対する指標・目標の設定と、目標達成に向けた進捗状況、および監督体制の開示を求めている。このため、マテリアリティは、投資家と企業の円滑なエンゲージメントを進める上で非常に重要。
- 企業にとっては限られたリソースでいかに効率的に対話をするかが大きな課題。インパクトを可視化するまでには非常に時間がかかり、可視化に至るプロセスも成果として開示をしたいという思いもある。企業価値の向上のためにマテリアルなものを開示できているかを自問自答しており、短期

的な成果に焦ることなく、どの時点を目指して何を開示していくかを改めて整理する必要。エンゲージメントに資する情報を絞り込む際に、業種別にある程度ポイントを絞った類型などのサポートツールのようなものがあればありがたい。

以上