



インパクト
コンソーシアム

第5回 市場調査・形成分科会資料

2025年4月22日

事務局

次第

1. 開会

2. 事務局説明

【15分】

3. 意見交換

【100分】

4. 閉会

第4回分科会における主なご意見

テーマ⑤：アセットオーナーによる受益者等との対話

■ アセットオーナーは、どのようにアセットマネージャー・企業や最終受益者と対話を行い、インパクト投資に取り組むことが期待されるか。

アセットオーナーによる
投資判断のための
インパクトに係る情報

- Impact Management Platform (IMP) は、2023年6月に公表したレポートにおいて、**企業や金融機関においてサステナビリティに関する取組みが進展する一方で、個々の組織に特有の「固有リスク」への対応が目的となっており、環境・社会システム全体のリスクと機会を完全に捉えきれていないのではないかと指摘。長期的な財務パフォーマンスは環境・社会システムの存続可能性と安定性に依存しており、インパクトが個々の組織にとってのリスクをもたらさなくとも、システム全体のリスクに寄与する可能性があることを指摘している。**
- また、各種開示に関して、企業がシステムワイドリスクにどのように寄与しているかという情報の重要性が必ずしも認識されていないと指摘。
その上で、**財務的マテリアリティの観点からニーズがあるインパクトに関する情報には、個々の組織の固有リスクや機会に影響を与えるインパクトに関する情報と、システム全体のリスクや機会に影響を与えるインパクトに関する情報があると整理しており、アセットオーナーが投資判断を行う上で必要なインパクトに関する情報を考える上で参考となる。**

アセットオーナーによる
インパクト投資

- アセットオーナーとして、インパクト創出による持続可能な社会の実現を通じて保険契約者の利益に貢献するため、インパクト投資に取り組んでいる。サステナビリティに係る重要課題を設定しているアセットオーナーにとっては、こうした重点課題に係るインパクト情報の開示が有用。
- **中長期的に高い成長性等を有する事業等に投資するインパクト投資は、長期的に安定した収益の確保を目指す運用スタイルと親和性が高い。**アセットオーナーは、企業・アセットマネージャーとともに、アセットオーナー発のインベストメントチェーンを通じてインパクト投資の拡大と発展に貢献し、社会課題解決に注力することが期待されている。
- **企業との対話**について、**アウトカム創出に向けた進捗に関するマイルストーンを設定して管理。**また、**インパクト投資のフレームワークの確立とインパクト創出の質と透明性の確保のために「確認シート」を活用してアセットマネージャーと投資先企業との対話に活かしている。**
- **受益者との対話**については、**保険契約者に対するアンケートを実施しており、投融資における社会課題解決と収益性のバランスについては約9割が「社会課題解決を考慮してほしい」と回答。**

海外年金基金による
インパクト投資

- オランダでは、資産規模第1位（世界第5位）のABP（オランダ公務員年金基金）や資産規模第2位（世界第11位）のPFZW（オランダ医療・福祉部門の職域年金）が足元でインパクト投資を推進。
- 英国では、「社会的インパクト投資」への資金提供者として年金基金が最も大きな割合を占めている。地方自治体の公務員年金に対し、「Place-Based Impact Investing」（地域に根差したインパクト投資）の担い手としての期待が高まっている。
- 米国では、ニューヨーク州退職年金基金が、インパクト投資を標榜しているわけではないものの、2040年までにポートフォリオの温室効果ガス排出量をネットゼロに移行するという目標を掲げるなど、取り組みを行っている。

第4回分科会のアンケートにおける主なご意見

第4回分科会の内容

- Impact Frontiers 須藤氏のプレゼンテーションの内容は、企業の情報開示を支援している立場として非常に参考になった。（証券会社）
- アセットオーナーの視点からインパクト投資について語ってもらう機会は非常に珍しいと感じ、新鮮な視点を与えて頂いた。（証券会社）
- **アセットオーナーとしてインパクト投資を実践する意義や目的を理解することができた。**（証券会社）
- 経営資源が限られる中では、**インパクトのうちの何を重視するか、また、その目標をどこに置くかを絞り込まなければ具体的なアクションに繋がりにくい**と感じた。（資産運用会社）
- **アセットオーナーと企業との間で、インパクトについて長期的にモニタリングしていく上で「意図がずれていないか」という点に着目して確認していくことが非常に重要**だと感じた。（証券会社）
- 企業・アセットオーナー・アセットマネージャーの3者が意見交換する場が必要。テーマとしては、どのようなインパクトを出していくべきか、どのようにインパクトを出していくか、どの程度の時間をかけてインパクトを創出していくかなどについて、活発な意見交換を行いたい。（保険会社）

ディスカッション テーマ

- **企業等による社会的な取組みが可視化され、比較できるようにすることで、単に定量的な部分だけでなく、アセットオーナーがどのような取組みによって社会に貢献していきたいかを意思表示できるようになれば良い**と考える。（事業会社（上場））
- **アセットオーナーが重視するインパクトを提示し、アセットマネージャーと議論を深めることから始めるのが有効**ではないか。（資産運用会社）
- インパクトに関する対話の具体的な機会の創出。（その他金融機関）

今後への期待

- インパクト評価の仕組みは出来ずとも、仕組み作りに必要な事項をまとめてほしい。（事業会社（上場））
- 日本独自のインパクト投資ではなく、グローバル基準に則った成果物の内容を期待している。（証券会社）
- 成果物に議論の全て（答えのようななもの）を記載することは難しいと思うため、考え方の論点整理が明確に見えればと良い。（証券会社）
- 上場株式へのインパクト投資を巡る議論から始まった本分科会には、その議論の内容を、未上場株式へのインパクト投資や、その他のアセットクラス等での議論とも結び付け、全てに共通する点や、それぞれの特徴的な点などの洗い出しに繋げていただくと有益と感じている。（資産運用会社）
- 創出するインパクトの選定方法やインパクト創出に向けた実践方法を紹介していくこと。（保険会社）

本分科会におけるディスカッションテーマ

第1回（2024年8月1日）

「上場市場におけるインパクト投資の意義等」についてヒアリング（投資家）・意見交換。

- ◆ インパクトについて、企業戦略を考える上でどのような意義があると考えられるか。
- ◆ インパクトの創出・企業価値向上に向けた企業戦略・インパクト投資（投資戦略）、企業・投資家間の対話について、どのような課題があり、どのような対応が考えられるか。

第2回（2024年10月29日）

「国内外における上場企業のインパクトの評価等（未上場企業との比較）」についてヒアリング（投資家）・意見交換。

【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。

【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。

【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。

第3回（2024年12月3日）

「上場企業・未上場企業に関するインパクトの開示・対話」についてヒアリング（事業会社・証券会社）・意見交換。

【テーマ③：投資家の事業の見方と企業の開示】

- ◆ 企業として、財務情報のみならず、どのようなインパクトの定量・定性情報を開示したいと考えるか。
投資家としては、どのような情報を開示してほしいか（その情報を基に、どのような企業に投資したいか）。

【テーマ④：企業と投資家の対話】

- ◆ 企業と投資家がどのように対話を積み重ねていくべきか、また相互にそれをどのように活用していくべきか。

第4回（2025年2月18日）

「アセットオーナーによるインパクト投資」についてヒアリング（アセットオーナー等）・意見交換。また、成果物の骨子・方向性について意見交換。

【テーマ⑤：アセットオーナーによる受益者等との対話】

- ◆ アセットオーナーは、どのようにアセットマネージャー・企業や最終受益者と対話を行い、インパクト投資に取り組むことが期待されるか。

報告書（案）の構成

1. はじめに

- 初年度は、特に上場株式へのインパクト投資に着目しつつ、未上場株式投資との接続の観点も踏まえて議論。
- 今後インパクト投資を検討する投資家やインパクト創出に取り組む企業にとって有意義かつ参考となり、インパクト投資市場の健全な発展に資するよう、本分科会の議論の要諦を本報告書として取りまとめる。

2. 上場市場におけるインパクト投資

2. 1 インパクト及びインパクト投資の定義・考え方

2. 2 インパクト投資市場の国内外における現状

2. 3 インパクトに取り組む意義・メリット

2. 4 上場株式へのインパクト投資の特徴

3. インパクトの特定・測定・管理

4. インパクトの開示・対話

5. アセットオーナーによるインパクト投資

- 基本的な実務
- 取り組む上での課題、課題へのアプローチ
- リソース等に制約がある場合のアプローチを整理。

6. おわりに

Appendix

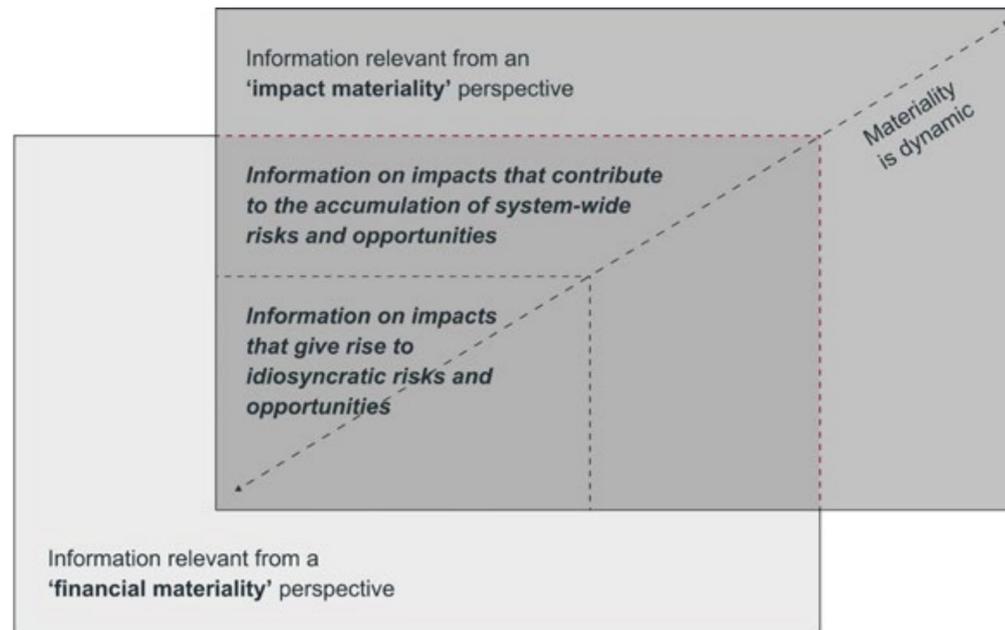
- インパクト投資・インパクト創出に関する取組事例 等

※現時点の報告書（案）の構成を示したものであり、今後変更の可能性あり。

インパクト及びインパクト投資の定義・考え方

- インパクト投資については、**基本的な定義や必要な要素は国内外において共通認識が醸成**されつつある。
他方、**インパクトを創出する企業活動は多種多様であり、インパクトの定量化・比較データの分析は途上**であるほか、定量的な測定が難しい分野も存在する。今後、インパクト創出やインパクト投資の実務的な知見の蓄積と内外の市場関係者での知見の共有が行われることで、インパクト投資が普及し、発展していくことが望まれる。
- なお、Impact Management Platform (IMP) が2023年に公表したレポートでは、財務的マテリアリティとインパクト・マテリアリティの関係性を以下のとおり整理。**企業固有のリスクや機会のみが財務的マテリアリティに影響するのではなく、環境や社会というシステム全体のリスクや機会にも個別企業の財務的マテリアリティに影響を与えるものがあると整理**しており、各種開示とインパクトとの関係性の概念整理として参考になるものと考えられる。

【インパクトに関する情報ニーズとマテリアリティの解釈】



(出所) IMP(2023) “The Imperative for Impact Management: Clarifying the Relationship Between Impacts, System-Wide Risk and Materiality”

※現時点の報告書（案）の一部を概括したものであり、今後変更の可能性あり。

インパクトに取り組む意義・メリット（分科会/アンケートにおける主なご意見）

企業

- **インパクトは、社会への貢献を通じて、企業の成長・アップサイドに繋がるという考えから、価値創造経営の中で、多くのステークホルダーに働きかけることのできる有効な手段になり得るのではないか。**
- **インパクトの追求 = 企業戦略の検討であり、インパクトの追求と新たな市場・事業を作ることに矛盾はなく、社員のエンゲージメントを高める上でも非常に有意義である。**
- **企業戦略の明確化を通じて最終的な経営目標の共有やステークホルダーの特定等につながるほか、アンメットニーズの明確化を通じて戦略上の仮説構築が容易になるという2つの観点で意義がある。**企業戦略の明確化については、最終的な経営目標の共有、ステークホルダーの特定、バリューチェーンに対する視野の拡張などが見込まれる。また、アンメットニーズが明確化されることで、企業戦略における仮説を立てやすいというメリットを期待できる。
- **事業活動・施策が社会へのインパクトを通じて、企業価値向上へと繋がるパスを可視化することは非常に有意義である。**こうした可視化について、**経営管理のための重要な指標の特定、施策の優先順位付け、施策の評価等への活用を目的として取り組んでいる。**
- **インパクトの特定・測定・管理が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優秀な人材の採用と採用・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。**

投資家

- **インパクトには、市場全体を底上げするという観点でベータ的なリターンが内包されているのではないか。システムレベル投資等の概念は投資家にとって重要である。**
- **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、更なる資金循環が生じる。**
- **投資（金融）を通じて、日本を良くしていく有益な投資手法である。**

上場株式へのインパクト投資における実務・課題へのアプローチ（主なポイント）

インパクトの 特定・測定・ 管理	企業	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業にとってのマテリアリティ（重要課題）は何かという視点とUNEP FIのインパクトレーダー等の様々なツールを掛け合わせると、多角的に事業を営む企業にとってヒントがある。
	投資家	<ul style="list-style-type: none"> ■ 多角的に事業を営む上場企業については、複数ある事業のうち、ポジティブなインパクトを創出する事業は一部である場合（他の事業がネガティブなインパクトを創出する場合）が存在。この場合、ポジティブなインパクトをネガティブなインパクトが上回る場合には投資対象としない、ポジティブなインパクトを創出する事業の将来性に鑑み投資を行うなどの投資選定基準が存在。
インパクトの 開示・対話	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上場企業と投資家の間で対話を深めるには、企業がインパクトの意義や企業価値との関係性を明確にし、適切な情報開示を行うことが不可欠であり、これによって投資家との意図（インテンション）の共有に繋がる。 	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ インパクトの可視化において、定量化の難しさや標準化された評価手法の不足が課題。 可視化・定量化されたインパクトのウェイトの大小のみならず、インパクトを創出する事業を成長させることが経営陣の意向や経営戦略に織り込まれているかが重視される場合がある。また、具体的な事例を通じてインパクトと企業価値との関係性を示すことなどにより、投資家の理解を促進することが有効。 ■ 企業が限られたリソースの中でインパクトの可視化や投資家との対話を進めるには、優先順位を明確にし、外部リソースを活用しながら戦略的に取り組むことが重要。特に、投資家の関心が高いマテリアリティ（重要課題）に焦点を当て、企業価値との結びつきを明確にすることで、効果的な情報開示が可能となる。 ■ IPO時のバリュエーション決定プロセスでは、インパクトを含めた事業価値を短期間で機関投資家に理解してもらう必要がある、上場前から機関投資家の理解を深める取組みが進められている。また、IPOでは多くの投資家のコンセンサス形成が求められるところ、エクイティストーリーを通じてインパクトをバリュエーションと結びつけることが重要。 	
アセットオーナーによる インパクト投資	<ul style="list-style-type: none"> ■ アセットオーナーは、中長期的な視点から、インパクト投資を通じて経済・社会全体の持続的成長を促し、受益者が裨益する社会課題を解決するとともに、保有するポートフォリオ全体の収益性向上に繋げることを目標とする。 アセットオーナーがインパクト投資を推進するためには、経営や運用におけるインパクト志向の重要性が理解され、アセットオーナーの実現したい社会が明確化されると共に、インパクト投資の方針や取組みが策定・実践される必要。 ■ アセットオーナーがインパクト投資に取り組む上では、投資先企業・アセットマネージャー・受益者（保険契約者・年金受給者）との長期的な目線での対話が不可欠。 投資先企業・アセットマネージャーとの対話については、企業のインパクト創出の進捗状況に応じた対話や、投資執行部門と管理部門で投資先に対する理解の共有を図るための確認シートを作成・活用するなどの創意工夫が存在。 受益者との対話については、受益者へのアンケートを通じて必要性・ニーズを把握したりする取組事例が存在。 	

※現時点の報告書（案）の一部を概括したものであり、今後変更の可能性あり。

おわりに（案）

① インパクト創出と投資収益の両立の健全な循環に向けた知見の共有

- ESG投資が、企業の社会への影響や企業統治に関して主にリスク管理の観点から着目してきたのに対し、インパクト投資は、企業固有のマテリアリティにとどまらず環境・社会というシステム全体の観点で企業活動を捉えていること、また、リスクのみならず機会として捉えることで結果としてインパクトと投資収益の両立を目指すことに特徴がある。こうした点を踏まえ、TOC、ロジックモデル、IMM、5 Dimensions等の標準化されたフレームワークを実務に落とし込むための知見の共有が一層必要となる。

② 上場市場におけるサステナビリティ関連の開示とインパクト情報との接続

- サステナビリティ情報開示・統合報告書・決算説明資料等の企業の情報開示は広範となっているが、インパクトを環境・社会システム全体への影響と捉えた上で、リスク・機会の両面で企業の価値創造ストーリーとして接続していくことが重要と考えられる。

③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上

- インパクトは企業活動によって多種多様であり、必ずしも全てについて定量的な分析や比較を行うことができるものではないが、可能な限り定量化や解像度・信頼性の担保を行い、市場関係者にとって参考となるものとしていく必要がある。

④ システム的思考と協働

- 環境や社会課題の表層的な解決にとどまらず、多様なステークホルダーとの協働を通じて複雑な課題を生み出している構造（システム）の根本的な解決に当たっては、上場企業・アセットオーナー・アセットマネージャー等の市場関係者間の知見共有や意識醸成が一層重要になると考えられる。

⑤ 企業と投資家との対話の創意工夫

- インパクト創出に取り組む企業にとって、IPO後に投資家からの支援を受けられなくなるなどのIPO前後の分断が生じていることも課題の一つである。未上場株投資家から上場株投資家へ、企業によるインパクト創出やIMMを促す役割が引き継がれることが望ましく、クロスオーバー投資などの好事例の増加が期待される。

本日も議論いただきたい事項

報告書の取りまとめに向けて、以下についてどのように考えるか。

- ① インベストメントチェーンにおける各主体にとって、インパクトに取り組む意義・メリットは何か。
また、今後インパクト投資を検討する投資家やインパクト創出に取り組む企業に対して、こうした意義・メリットをどのように発信していくことが考えられるか。（P7 参照）
- ② 上場株式へのインパクト投資における実務・課題へのアプローチについて、特に重要なポイント・盛り込むべき内容について、どのように考えるか。（P8 参照）
- ③ インパクト投資市場の拡大に向けた今後の展望について、特に重要なポイント・盛り込むべき内容について、どのように考えるか。（P9 参照）
- ④ その他、報告書において特に重要なポイント・盛り込むべき内容について、どのように考えるか。

目指す姿	企業	<ul style="list-style-type: none"> 投資家との対話を踏まえ、新たな市場創出や社会・事業の変革に向けた企業経営を一層促すべく、事業が創出するインパクトが企業価値の向上・創造につながる企業戦略を策定・実践していく。
	投資家	<ul style="list-style-type: none"> インパクトと長期的な収益の双方を実現していくため、投資先の事業が創出する「インパクト」をいかに企業価値向上につなげるか、戦略・因果関係を特定し、企業等の有する潜在性を引き出すよう対話を重ね、創意工夫等を促していく。
成果イメージ	中期的	<ul style="list-style-type: none"> 企業・投資家を含む幅広い市場関係者の目線も踏まえ、特に上場企業を念頭に、インパクトが企業価値の向上・創造につながる企業戦略の在り方について議論を進めていく。
	初年度	<ul style="list-style-type: none"> 初年度は、特に、上場企業へのインパクト投資戦略を切り口としてディスカッションメンバー等で議論を重ねつつ、例えば以下のテーマごとに簡潔なディスカッションペーパー等を策定・発信し、中期的な成果に向けた検討を進めていくことが考えられる。

ディスカッションテーマのイメージ

① 多角的に事業を営む企業への投資戦略	対象となる事業を特定すればインパクト測定等は容易になるとも想定される一方、上場企業等は多角的に事業を営むもの。上場市場におけるインパクトの特定・促進の考え方や戦略の種類について、各社の事例をもとに議論する。
② 企業のリソースに応じたインパクト評価	リソースが限られるエマージング上場市場の企業等がインパクトを企業価値の向上につなげようとした場合、どのようにリソースを配分して取り組みを進めることが考えられるか、議論する。
③ 投資家の事業の見方と企業の開示	投資家はインパクト投資を行うにあたってどのような視点で事業を理解していくのか、その際にどのような情報が必要か、企業における開示の負荷等も考慮した上で議論する。
④ 企業と投資家のエンゲージメント	インパクトを企業価値の向上につなげていくために望ましい対話のあり方について、これまでの企業価値向上のためのエンゲージメントの事例も踏まえながら議論する。
⑤ アセットオーナーによる受益者への説明	インパクト投資の裾野拡大のためには、最終受益者の理解が欠かせないという観点から、アセットオーナーが最終受益者の意向を汲み取り、理解と議論を深める方法論等について議論する。

- 開催形式は原則オンライン。1回につき2時間程度、2025年5月までに5回程度の開催を予定（変更の可能性あり）。
- オーガナイズングデスクは専門知見の提供や、分科会における議論の分かりやすい発信等を実施。

(参考2) 第1回分科会における主なご意見

(1) インパクトについて、企業戦略を考える上でどのような意義があると考えられるか。

- 企業戦略上のインパクトの意義は、**社会的価値と経済的価値を両立させることを、意図を持って行う**ことにある。
- インパクト創出のためには、本質的な課題（持続的な成長を実現していくために重要なビジネス上の課題）への取組みを拡充することが重要。こうした観点から、インパクトは企業戦略上及び**持続的な成長のためにも非常に有意義**。
- インパクトは、企業戦略の明確化を通じた最終的な経営目標の共有やステークホルダーの特定等、アンメットニーズの明確化を通じた戦略上の仮説構築が容易になる2つの観点で意義がある。
- **企業戦略上のインパクトの意義は企業の層によって異なる**。小規模企業等の場合は、インパクトの創出が企業戦略・企業価値にほとんど直結する一方、複数事業を営む大企業の場合は、どの事業にインパクトや企業価値が結びつくかが分かりづらい。
- 事業活動・施策が社会へのインパクトを通じて、企業価値向上へとつながるパスを可視化することは非常に有意義。

(2) インパクトの創出・企業価値向上に向けた企業戦略・インパクト投資（投資戦略）、企業・投資家間の対話について、どのような課題があり、どのような対応が考えられるか。

- ①
 - **上場企業**には、①**既存のソリューションの拡大**、②**新規のソリューションの開発**、③**システムチェンジ**といった観点で**インパクトの創出**がある。多様なチャンネルの周知が、アセットマネージャーとアセットオーナー間のより建設的な対話を生み出す。
 - 上場企業は製品・サービスが多岐にわたり、インパクトの定量的な計測が困難だが、**企業と投資家の対話が非常に有効**。
- ②
 - **インパクト評価・開示等**について、**上場株と未上場株のインパクト投資家間での一定の共通理解の醸成に向けた対話の継続は重要**。インパクト評価の方法・基準が異なると、未上場から上場後にかけて、企業が振り回されてしまう恐れがある。
- ③
 - **上場後に企業と投資家との間で企業価値の向上に関する時間軸が合わず**、投資家から短期的な利益を求められることが課題。企業と投資家間の対話において、どの程度の期間で評価してもらえるかが非常に重要。
 - 顧客の事業拡大や課題解決に向けたソリューションの提供が**どの程度社会課題の解決につながっているかにまで踏み込んだ対話が出来ていない**。
 - インパクト投資の普及のためには、**アセットオーナーと、技術等を有する企業や高度な専門性を持つアセットマネージャーとの間で十分に協議・対話を行う**ことが重要。

(参考3) 第1回分科会のアンケートにおける主なご意見

(1) インパクトについて、企業戦略を考える上でどのような意義があると考えられるか。

- **インパクトは、サステナビリティの向上を通じて中長期的な企業価値の最大化に直結する。**
- 社会課題の解決と自社の戦略・業績への貢献を両立させるインパクトを設定することで、**ステークホルダーからの評価を高めつつ、業績を向上**させることができる。
- インパクトは、企業戦略・企業パーパスを定義し、社会への貢献を通じて、企業の成長期待・アップサイドの醸成に繋がるという考えから、多くのステークホルダーに働きかけることのできる「武器」になり得るのではないか。
- **企業理念・戦略とインパクトは紐づいていなければならない**、まずは、企業理念・戦略から目指す姿へのストーリーを考え、その過程で、どのようなインパクトを設定・創出させることが望ましいかを考えることが重要。
- インパクトの創出が第一の目的であるため、その目的から逆算して企業戦略の策定を行うことが可能。

(2) インパクトの創出・企業価値向上に向けた企業戦略・インパクト投資（投資戦略）、企業・投資家間の対話について、どのような課題があり、どのような対応が考えられるか。

- 多角的な経営を行っている大企業のインパクト事業の経済的指標での影響は評価されづらい。また、社会的価値は指標も定まっておらず、評価しづらい。**事例や課題意識・仮説などの共有により、インパクトによる市場形成への糸口を作ることができないか。**
- より正しいインパクトの計測方法に基づく具体的なインパクトの提示。
- 開示を目的とせず、**開示内容の確からしさをしっかりと投資家に伝えることが重要**。そうでなければESGと同じ道をたどり、インパクトウォッシュの台頭を招くことになる。

(参考4) 第2回分科会における主なご意見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。

多角的な事業に対する評価方法・基準

- 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ことが課題であり、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する企業価値計測手法を開発**。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。
- 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。
- 運用プロセス・銘柄選択においては、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等を実施。

評価ツールの活用

- **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可能**。
- インパクトレーダーは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、個社性の高いインパクトを特定する必要。

マテリアリティ

- **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**。
- ネガティブインパクトが大きい企業に対しては、企業の方向性を確認し、変化を最大限評価して投資を実施。コングロマリットの場合、**マテリアリティに基づき企業とインテ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**。

未上場企業へのインパクト投資との比較

- 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。
- 投資判断を行う際には、インテシヨナリティ、製品とインパクトのフィット、アディシヨナリティ、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。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。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。

(参考4) 第2回分科会における主なご意見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

- 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**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。
- 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、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

- **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。**
- **業種別にどういった点を評価するかを一定程度類型化することで、限られたリソースで多くの効用を得ることが可能。**

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。

- **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、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があればありがたい。**

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。**
- **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、ソーシャル分野において比較可能な目標値をどう設定するか。また、中長期的な因果関係の表現についてアカデミアと連携しながら試行錯誤している。**
- **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。**

(参考5) 第2回分科会のアンケートにおける主なご意見

第2回分科会の内容

- 何を以ってインパクト投資と考えているかの基準が各社各様であるという多様性を学ぶことが出来た。(事業会社(上場))
- 運用サイドにおいて、国内・海外・未上場に分けてインパクト投資の方法や観点を共有いただいたことで、**それぞれに共通の観点、異なる観点がみえて勉強**になった。(事業会社(上場))
- **事業会社が開示する「マテリアリティ」をコミュニケーションのきっかけとして重視**していることが分かった。(事業会社(上場))
- 事業会社にはない視点での話を聞くことができ、勉強になった。一方で、当日のディスカッションテーマとの繋がりが見えにくい、分かりにくいプレゼンテーションもあったように感じる。(事業会社(上場))
- **インパクト統合価値のイメージが把握できたため、今後の議論でどう解像度を上げていけば良いかの方向性が見えた印象**。ただ、現状はリターンとインパクトを両立する方法論は確立されていないとの付言もあったため、方法論を模索していきたい。(証券会社)
- インパクト投資の拡大のためには、**多くのリソースがない社がどこから手を付ければ良いか**といった観点が必要。(資産運用会社)

ディスカッションテーマ

- ①
 - 将来を含めてではあるものの**50%以上の収益がインパクト事業から創出されているという基準は**(既存事業も環境、社会価値があると投資家が認めてくれれば別だが) **大企業にとっては厳しいように感じた**(特に途上国の貧困撲滅といったようなテーマの場合、事業から大きな利益を稼ぐのは厳しいため)。(シンクタンク・コンサルティング会社・弁護士法人・監査法人)
 - 各運用会社のインパクト投資判定基準の一覧表を作ることが出来ると、インパクトに関する共通項と多様性を示すことが出来て良いのではないか。(事業会社(上場))
- ②
 - 企業においては**経営理念・戦略にマテリアルなインパクトの特定**を行い、その**インパクト創出がどのような経路で企業価値の向上に繋がるかを、まずは定性的にでもナラティブに説明を行うことが重要**と考える。(保険会社)
- ③
 - 企業側の情報の定量化はすぐに進まないと考えられることから、**インパクトがエクイティストーリーに繋がっているかをまずは定性的に評価し、企業価値評価に織り込んでいくべきか**と考える。(保険会社)
 - 具体的な実績値を示していただきたい。(シンクタンク・コンサルティング会社・弁護士法人・監査法人)

今後への期待

- **上場と未上場の崖を埋めるためのエコシステム作りを期待**する。そのためには国内での議論に加え、海外投資家からの資金を小型株マーケットに巻き込むことも必要と考えるため、国際的な連携も今後必要。(保険会社)
- 実務第一線の方々の生のご意見を通じ、**今後、取り組むべき課題等を明確化**してほしい。(シンクタンク・コンサルティング会社・弁護士法人・監査法人)
- **インパクトを定量的・定性的に企業評価に組み込む際の考え方について何らかの分類等で整理**できればありがたい。(証券会社)

(参考6) 第3回分科会における主なご意見①

テーマ③：投資家の事業の見方と企業の開示

- 企業として、財務情報のみならず、どのようなインパクトの定量・定性情報を開示したいと考えるか。
- 投資家としては、どのような情報を開示してほしいか（その情報を基に、どのような企業に投資したいか）。

課題

- **インパクトを定量化する手法の標準化が途上**であり、国レベルで社会基盤となるようなソリューションのインパクトを示していただけると各事業会社の指針となるのではないか。
- **インパクトを可視化できている事業のウェイトが事業全体に比して低い**が、投資家の投資判断にどの程度影響を与えているのか、役に立っているのかが疑問である。
- インパクトの可視化の課題として特に、**可視化に係る手法の開発においてはインパクトを財務的に具体化・分析するためのデータに課題**がある。今後の方向性として、手法の開発においては信頼性を証明するためのデータの取得、企業価値の向上に繋がるストーリーの展開、アウトカムの解像度の向上、競合先を含め業界を巻き込んだ大局的な観点からの指標の設定が挙げられる。

アプローチ

- **特に上場企業については、なぜインパクトを重要と考えるのか、インパクトがどのように企業価値に繋がっていくのか、なぜインパクト創出を目指す社会課題が重要と考えるのかを開示すると、企業と投資家の意図（インテンション）の共有に繋がると考えられる。**
- **事業の強みを通じたシステムレベルの課題解決を可視化することが第1ステップとして重要。**経営陣がコミットする事業の強みを通じた社会課題の解決を定義した上で、それを定量的・定性的に捉えるような取組みから始めると整理しやすくなると思う。
- **インパクトを定量化できているか否かや可視化されたインパクトのウェイトの大小に関わらず、経営陣の意図やその意図に沿った資本配分が行われているか、それをサポートするような開示が行われているかを重視している。**定量化にこだわらず、事例を多く挙げるなど、投資家と対話することで、投資家の目線も取り入れながら改善に繋がっていくのが良いと思う。
- 可視化されたインパクトのウェイトの大小よりも、**経営陣がどのように考えているかが重要。**可視化されたインパクトのウェイトが小さくても、経営陣がインパクトを創出する事業を成長させる旨を経営戦略に織り込んでいるのであれば、投資家はその事業の成長性を分析して判断すると考えられる。
- 経営陣の意図が重要であるが、**定量化できているインパクトのウェイトも経営陣の意図に繋がる点で一定程度重要。**
- アウトプットよりアウトカムを買いたいという自治体や顧客企業が増えてきており、**インパクト評価の仕組みをそのまま開示することで、投資家等のステークホルダーだけでなく社会を変える動きに繋げることに取り組んでおり、営業や事業開発の面でもプラスに寄与している。**
- インパクトレポートを毎年発表しており、**強固なコーポレートガバナンスを基盤に、顧客保護と社員のウェルビーイングの向上を通じてインパクトを最大化するという考えの下、セオリー・オブ・チェンジやマテリアリティ・マップを作成した。**また、顧客中心のプロダクトサービスを開発する観点からフレームワークを策定して44のインパクト指標をモニタリング・定量化している(現在、フレームワークの改訂中)。

(参考6) 第3回分科会における主なご意見②

テーマ④：企業と投資家の対話

■ 企業と投資家がどのように対話を積み重ねていくべきか、また相互にそれをどのように活用していくべきか。

課題

- 上場後は短期的な業績等の数字が着目されること、**上場前後の時間軸の違いを踏まえて投資家と対話していく必要がある。**
- **未上場市場における特定の投資家との対話ではなく、上場市場において多様な投資家と向き合っていく上で、インパクト視点での対話の質をどのように高めていくべきか**（例えば、開示を含めて投資家とのコミュニケーションを変えるべきか、従来の方法を貫くべきか）。

アプローチ

- **企業価値の向上に向けたマテリアリティを特定し、それに取り組むための戦略を策定し、得られたキャッシュフローを戦略実行に再投資し、短中長期の成長機会を獲得するというプロセスを、エンゲージメントにおいてストーリーとして説明する必要。**企業価値向上に向けた**ポジティブ・インパクトの拡大とネガティブ・インパクトの抑制によるリスクマネジメントの両方の視点が必要**である。
- **投資家との対話のあり方について、それが企業の特徴や強みである場合には、上場前後で変えるべきではないと考える。**ただし、説明の仕方に関して、**財務的なリターン**の創出までに時間を要する場合には、それに向けた進捗や結果に関する説明を充実させるなど、**投資家が理解できるようにするための工夫が必要**である。
- 上場に伴って投資家との向き合い方を変えるべきではないが、**投資家が増える中で、例えば売上げ等の財務に関連する参考情報等の開示の方法は工夫する必要がある**と考える。また、**特に上場企業についてはシステムレベルリスク等について、企業と投資家が対話を積み重ねていくことが重要**であり、投資家もこうした対話を求めている。

IPO時の課題とアプローチ

- **IPO時のバリュエーション決定プロセスにおける課題の一つは、インパクトを含めた事業価値について短期間で機関投資家に理解してもらう必要がある点**である。これへの対応として、上場前から発行体と機関投資家との面談を複数回設定することによって、**発行体の事業に関する機関投資家の理解を深め、それをIPO時のバリュエーションへの反映に繋げることが挙げられる。**
- **IPOという公募のプロセスにおいて、いかに多数の投資家のコンセンサスを形成していくかという点も課題**である。これへの対応として、コーナーストーンを通じて、インパクトを含めた事業価値のバリュエーションへの反映を許容するアンカー投資家のバリュエーションを示したり、IOI (Indication of Interest) を通じて、特定の機関投資家の購入の意向等を市場に開示したりすることで、コンセンサス形成に取り組んでいる。**エクイティストーリーを通じて、インパクト創出をバリュエーションメソッドに紐づけることが重要であり、この紐づけを強化することがIPO時のバリュエーションのコンセンサス形成（投資家層の拡充）に繋がると考えている。**
- **SDGs IPOやB Corp認証企業IPO、インパクトIPOといったラベリングのような形でサステナブルファイナンスとして訴求し、通常のIPOであれば参加しないような投資家も含めた投資家層の拡充を企図している。**こうしたラベリングによって投資家が発行体の事業を理解しやすくなり、**企業と投資家間のコミュニケーションコストの低減に繋がることが重要**と考えられる。

(参考7) 第3回分科会のアンケートにおける主なご意見

第3回分科会の内容

- 上場・未上場企業別に、IMMの取組事例や開示方法、効果的なエンゲージメントについての理解の解像度が高まった。(シンクタンク・コンサルティング会社・弁護士法人・監査法人)
- 企業と投資家の対話をテーマに、1歩深まった議論になったと思う。(事業会社(上場))
- **KPIの設定にしても、多角化企業とスタートアップでは置かれている状況が全く異なる**ことがよく理解できた。その中での解決策をどう見出していくかは非常に難しい問題だと感じた。(証券会社)
- 上場・未上場にかかわらず、事業会社が社会的インパクトを可視化する際には、どのように開示すべきか判断に迷っているのが現状であり、投資家側の意向を確認したいと感じていることが再認識できた。(保険会社)
- **KPIや財務等の定量的な数値を用いた開示・IRだけではなく、それをどのようにストーリーとして経営者の意図と一貫した形で投資家に伝達するか(ストーリーの可視化)が非常に大事なことであり実感できた。**(証券会社)
- **経営者の意図が重要**である点がよく伝わってきた。(シンクタンク・コンサルティング会社・弁護士法人・監査法人)

ディスカッションテーマ

- ③ ● 「財務情報のみならず／に加えてインパクト」ではなく、財務情報とインパクトを同じ軸で定量化し、比較できるようになっていくとよいと考える。(預金取扱等金融機関)
- 投資家としては企業が中長期的にインパクトを生み出すストーリーが必要であり、そのインパクトが定量的に算出され、企業価値向上に繋がることも含めて開示されることが望ましい。(保険会社)
- ④ ● 対話をどのように資金需要・供給の拡大に繋げていくかの議論が必要。(預金取扱等金融機関)
- 投資家の特性・スタンス(短期目線または中長期目線)により見解が異なると思われるため、「投資家」を一括りにするのではなく、「企業とアセットオーナーとの対話」、「企業とアセットマネジャーとの対話」など、投資家を分けて議論した方が建設的と考える。(保険会社)

今後への期待

- **抽象度の高い/汎用性の高さを志向したガイドラインよりも、開示の実例や投資家の生の声を多く取り入れた方が成果物として有益なのではないか。**(事業会社(未上場))
- インパクト投資とこれまでのアクティブ投資やサステナブル投資との違いの明確化が必要。(資産運用会社)
- **インパクトに関わるインベストメントチェーン全般の関係者それぞれの視点から見た現状や、課題、今後の方向性などをまとめて頂く**と示唆のある成果物につながると思う。(資産運用会社)
- **企業・投資家ともにリソースに応じたインパクト投資を可能とすることを目的に、上場・非上場等の幅がある中での最低限必要な要素等の明示(標準化)を期待している。**(保険会社)