

【日時】令和7年10月15日（水）15:00～17:00

【場所】オンライン開催

【次第】

1. 開会
2. 事務局説明
3. 座長・副座長・ディスカッションメンバーのご紹介
4. 第2期分科会の進め方（フロネシス・パートナーズ株式会社 白石座長）
5. IMMのフレームワークと企業・投資家におけるIMMの実践の現状
 - 5-1. プレゼンテーション（ニッセイアセットマネジメント株式会社 林メンバー）
 - 5-2. 質疑応答
6. 海外におけるIMMの事例
 - 6-1. プレゼンテーション①（Baillie Gifford & Co Edward Whitten様）
 - 6-2. プレゼンテーション②（WHEB(Foresight Group) Seb Beloe様）
 - 6-3. パネルディスカッション（進行：Impact Frontiers 須藤メンバー）
7. 閉会

【IMMのフレームワークと企業・投資家におけるIMMの実践の現状の概要】

（林メンバー）

- IMM（Impact Measurement & Management）はインパクト関連測定を活用しインパクト創出・目標に向かってPDCAサイクルを継続的に回していくこと。金融庁が発表したインパクト投資に関する基本的指針や様々なガイダンスでIMMの重要性が指摘されている。
- インパクト測定の目的には報告と改善の二つの視点があり、IMMの観点では特に後者が重要。英国のフィランソロピーを対象とした調査では、資金提供者からの報告要求の広がりが測定の目的として最多であったが、別の学術論文では、報告のほかに改善の文脈でも測定が議論されているほか、時間の経過とともに報告から改善へと目的が変化する場合があることも指摘されている。
- IMMに関するフレームワークやガイダンスは視点や粒度が様々で、利用目的に照らして柔軟に使っていくことが重要。頻繁に利用されている基準の例として、OPIM（Operating Principles for Impact Management）ではインパクト投資を実践するために必要な9原則が示されており、目標設定・インパクト評価・モニタリング・結果を踏まえた対応等がIMMに関係する。Five Dimensions of Impactではインパクトを「What」「Who」「How much」「Contribution」「Risk」の5つの切り口で捉えており、「How much」についてはさらに3つの次元「規模」「深さ」「期間」を掛け合わせることで把握ができる。
- IMMには、企業主体の個社レベルのIMMと投資家主体のポートフォリオレベルのIMMの二つの異なるレイヤーが存在。
- インパクト志向経営を掲げる企業にとって、企業レベルのIMMは管理会計そのものであり、eruleに捉われすぎず柔軟に設計していくことが重要。足元の傾向として、事業の管理・企画・改善目

的の IMM の中でも、「診断的 IMM」から「探索的 IMM」への広がりも見られる。サステナビリティ経営の広がりによってサステナビリティ管理会計が実施されてきたように、インパクト志向経営が広がりによって今後インパクト管理会計（企業レベルの IMM）も強化される可能性。

- 投資家レベルの IMM では、インパクト投資家・ファンドとして達成したい目標と現状とのギャップをどう埋めるのかという視点が重要。英国のあるインパクトファンドの例では、2028 年までに貧困プレミアムをゼロにするという目標に向けて IMM を行っている一方で、多くのファンドは単一の定量目標を設定することが難しく、どの様にポートフォリオレベルの IMM をしていくか創意工夫が行われている状況。様々なファンドに投資するアセットオーナーレベルの IMM も今後重要性が増すことが想定される。

【ディスカッションの概要】

- アセットオーナーレベルでの IMM の実例があれば紹介いただきたい。
→オランダの公的年金基金がアセットオーナーのポートフォリオ全体について、GHG やヘルスケアに関するポートフォリオ共通の KPI や目標を設定している。ポートフォリオ全体に横串を刺しているという点でアセットオーナーレベルの IMM の事例といえる。
- 技術・サービスが開発段階でまだ社会的インパクトが生まれていない場合、ビジネス KPI の設定に留まり純粋なインパクト指標とはならないため、投資対象としては魅力的でもファンドレベルでは開示も難しく説明責任が果たしにくい。IMM も変わる必要があると考える。
→企業ごとに IMM や KPI もユニークなものになるのは当然であり、IMM がしっかりとワークするように投資家からの後押しが重要になる。インパクト指標そのものだけでなく事業 KPI も含めた「インパクト関連測定」を活用することが IMM と捉えている。フレームワーク一覧で示した Ventures at the helm の中でも言及があるが、企業のステージに応じて IMM を柔軟に変えていくことも重要な視点。
→アーリーステージの場合、ビジネス上のターゲット市場がインパクトとしてあり、それに至る過程として事業 KPI があるというストーリーをロジックとともに示せるかということになると思う。
→インパクト投資は、過去のインパクトの実績に対する投資ではなく、将来性をいかに見極めるかという点がインパクト投資の重要なポイントだと考える。
- 「診断的 IMM」から「探索的 IMM」へ広がりが見られるという点に驚きがあった。インパクトの評価や可視化は診断的になりがちだが、本来の目的としては探索的の方に近づけていくべきだと改めて気づかされた。

【海外投資家による取組紹介の概要】

(プレゼンター：Baillie Gifford & Co Edward Whitten 氏)

- 当社のインパクト投資戦略である「ポジティブ・チェンジ・アプローチ」は投資リターンの実現と持続可能で包摂的な社会への貢献の両立を目指している。世界各国の上場株式を中心に投資するグロースファンドであり、社会的包摂と教育、環境と資源ニーズ、医療と生活の質、低所得者層の 4 つのテーマに沿った企業を組み入れている。

- ポジティブ・チェンジ・アプローチが目指す目的は、ファンドの意思決定プロセスにも反映されている。チームにはファンドマネージャーとインパクトアナリストの両方がおり、ファンドへの企業組み入れ時には、ファンダメンタル分析とインパクト分析に基づき、双方の推薦が必要。また、継続的なモニタリングとエンゲージメントが重要であり当社の IMM 活動の中核となっている。
- インパクト分析では、「製品のインパクト」「事業の意図」「事業慣行」「上場株主としての貢献」の 4 つの重要領域に焦点を当てたフレームワークを使用。製品のインパクトは「広がり」「深さ」「インパクトの持続期間」を評価。事業の意図も当社として非常に重視しており、より大きな収益性と社会的インパクトを両立するビジネスモデルを求めている。事業慣行では、当社が課題改善のためにどのように関与できるかを同時に検討。
- これらの分析を基に、企業の総合的なインパクトを「無」「低」「中」「高」の 4 段階で評価。「無」は除外した上で、ランクに応じた適切な規模でポートフォリオへ組み入れ。KPI は、製品のインパクトを分析する際に、今後 5~10 年間で見ていくべきアウトプットとアウトカムを特定するほか、投資すべきかという観点から事業慣行に関連する KPI も設定。
- 財務リターンに関する報告のほか、インパクトパフォーマンスも「Positive Change Impact Report」と「Positive Conversations」の 2 つのレポートで毎年報告。前者は、当社が追跡するすべての KPI や、各企業の Theory of Change、ネガティブインパクトを記載しており、第三者保証を受けている。後者は、エンゲージメント状況と投資家による貢献についてを報告。エンゲージメントでは、健全なガバナンスの確保、ネガティブインパクトの軽減、インパクトの最大化を目的としており、年に一度は全企業の取締役会と面談することを目指している。
- 米国の農業機械メーカーである Deere & Company の場合、企業側から提供される持続可能な農地（同社の持続可能な製品を使用する農地）のデータはアウトプットである一方、我々の関心はアウトカム、すなわち同社の技術によるインプットの削減であり、これを改善させるべく同社と対話。電動トラクター開発・農業機器修理支援・生物多様性評価・気候変動対応という 4 分野で働きかけを行い、他の株主による報告や行動の改善という影響をもたらすなど、投資家による貢献という面でも成功例として挙げられる。
- IMM は、顧客への報告のためだけでなく、自社の投資やエンゲージメントの効果を確認するために実施すべきである。インパクトを測定していなければ、自社のインパクト投資が間違っていても、改善する術が分からぬ。

(プレゼンター: WHEB (Foresight Group) Seb Beloe 氏)

- WHEB が属する Foresight Group は、エネルギー移行・産業の脱炭素化・自然回復・経済的潜在力を実現する企業への投資を通じ、持続可能な未来と経済成長の実現を目指している。主な事業部門は、再生可能エネルギー等を対象とするインフラ、英国・アイルランドの中小企業を対象とするプライベートエクイティ、上場株式やマルチアセットに投資するキャピタルマネジメントの 3 つ。
- 資本のスペクトラムの観点では、ESG やサステナビリティデータを活用し財務リターン向上を目指す「サステナブル投資」と、明確にポジティブなインパクトを意図する「インパクト投資」の両領域をカバーする幅広い戦略を展開。
- インパクト投資フレームワークは全部門共通で、意図性と測定可能性を基盤とし、両者を Theory

of Change が結び付ける。インパクトには、投資プロセスを通じてアセットそのものがもたらすものと、スチュワードシップやエンゲージメントを通じた投資家による貢献の二面性があり、後者には資本配分の変更のほか、アセットとシステム両方のレベルのスチュワードシップが含まれる。

- WHEB サステナビリティ・インパクト・ファンドでは、まず英国 SDR 規制に基づき、サステナビリティ目標と財務目標を明確に設定。投資プロセスでは、9つのインパクトテーマの1つ以上から収益の少なくとも 50%を得ている企業を抽出するとともに、重大なネガティブインパクト分野から 5%超の収益を得ている企業は除外。「インパクト・エンジン」手法を使い、受益者にとってのアウトカムの重要性、アウトカムの変化の程度と適用範囲、企業独自の貢献度という3要素でインパクト強度をスコア化。スチュワードシップとエンゲージメント活動は、企業の長期的成功の可能性を高めるため、ポジティブインパクトやビジネスの質の向上等の5つの目標に基づき実施。報告段階では8つのKPIを用いてポジティブインパクトを示している。
- Linde 社の場合、生産する工業用ガス製品は水処理の面でポジティブな成果がある一方、製造過程で多くの温室効果ガスを排出していたため、綿密なエンゲージメントを通じ排出削減を促した。排出量の減少について、因果関係を主張することはできなくても、エンゲージメント活動の詳細な記録によって投資家による貢献を証明することは可能。

【パネルディスカッション概要】

テーマ：特に上場株式投資においてインパクト達成に対する投資家による貢献をどう見ているか。上場企業のインパクトパフォーマンス向上のために効果的なエンゲージメント手法やアドバイスはあるか。

- インパクトを重視する投資家が少ない上場株式においてこそ、「インパクト・シグナリング」を通じて価値ある貢献ができる。実際に最終的な成果に結びつくことは稀だが、インパクトの大きい分野への支援や資本配分の促進は重要。例えば金融包摂分野では、モバイルアンケートを用いたインパクト測定と製品設計への活用を促すことで、企業と投資家双方に価値をもたらした。第三者機関の活用も有効であり、ブラジルの Nubank の事例では、不正行為からの顧客保護を目的にアカデミアに調査を依頼し、経営陣やブラジル中銀に重要性を強調した。他の運用会社との協働や、多様なステークホルダーを巻き込んだエンゲージメントも効果的である。
- 持分が小さい上場株式市場では資本コストの測定は困難であるため、投資家による貢献として主張することはできない。当社が投資家による貢献として注力しているのはエンゲージメント活動であり、他のステークホルダーと連携しながら長期的な戦略や成果を支援するなかで、エンゲージメントの質は劇的に向上した。エビデンスベースで当社の働きかけと達成された成果との関連性を見出することで、投資家による貢献を主張することは妥当だと考える。