



金融庁 インパクトコンソーシアム 第三回市場調査・形成分科会

社会システム変革志向のインパクト投資の可能性と 課題：欧米アセットオーナー事例

2026年1月23日
日本生命保険 責任投融資推進室
景山綾子

はじめに

■ インパクト投資は拡大しているが、社会課題の「構造」自体は必ずしも変わっていない。**個別の成功事例を超え、市場そのものをどう変えるかも問われている**

■ インパクト投資は、構造変革を起こしうるのか。保険・年金基金やファミリーオフィス等アセットオーナーの実践例から可能性や課題を抽出、日本への示唆を試みる

■ 構成：

- ーシステム変革型インパクト投資、投資スタイル
- ー年金基金、ファミリーオフィスの実装例
- ー可能性と課題

インパクト投資、システム変革

■ インパクト投資

- ・財務リターンと両立する社会・環境インパクトの意図的創出
- ・ESG統合との違い：リスク管理にとどまらない、意図と成果

■ システム変革

- ・**社会課題を生む構造そのものを変える**
- ・**対象：ルール・制度、インセンティブ、行動・慣行、意思決定**
- ・**成果は再現・拡張される状態**

項目	インパクト	システム変革
定義	「社会的に意味ある長期的変化」 アウトカムが蓄積して生じる社会・環境レベルの長期的変化（よい変化）	「社会や市場の仕組自体を変える」 社会、市場、産業の仕組み（ルール、インセンティブ、構造）を変えることを目的
時間軸	中・長期	長期（10～30年）
変化のレベル	社会・環境全体の広域的变化	産業、市場、制度、文化などシステム全体
測定のしやすさ	中程度（因果関係が複雑）	困難（制度変化、市場構造等）
コントロールの程度	中程度	低い（多主体、複雑系）
使われる文脈	インパクト投資、社会価値評価	SDGs達成、公共政策、気候システム転換、産業変革
典型例	気候変動緩和、貧困削減	再エネ市場形成、循環経済移行、医療・食料システム転換

システム変革型インパクト投資

■ アプローチ

ソリューション拡大	革新的・実証済事業や技術をスケール。コスト低下と普及で市場標準へ押し上げ。（例：再エネ・蓄電の継続投資で化石燃料より安価に）
単一・複数セクター投資	特定（例：脱炭素）、または複数産業を組み合わせ、技術・慣行・人材・規制の同時変化
マルチアセット	複数の資産クラスを横断、システム全体の影響力高める（例：上場株のエンゲージメントとインフラ投資でエネルギー転換）
サプライチェーン包含	ライフサイクル、需給を網羅（例：小売へのエンゲージメントで農業・原材料の人権・自然リスク是正）
地域基盤	特定の地域の包括的な雇用、インフラ、金融アクセス等社会・環境開発（例：エネルギー転換地域での再訓練、住宅、地域金融）
市場ルール・標準形成	投資判断根拠の開示、評価、標準化に関与（例：気候、自然、人権開示基準標準化を投資家連合で政策・業界働きかけ）
アクティブオーナーシップ	エンゲージメントや議決権行使を通じ行動変容（例：取締役会構成、移行計画等について継続的に対話し企業慣行を段階的に転換）
政策・官民連携	投資と政策・公的資金を連動（例：ブレンデッドファイナンスで新興国の移行）

アセット・オーナーのシステム変革の実装例

①BLINK（蘭のファミリーオフィス）

投資判断の前提を変える

- ・オランダのシングルファミリーオフィス。インパクトとテクノロジー専門家で投資
- ・既存の在り方に挑み、明るい未来を創る、というミッションで、インパクトを優先
- ・従来の個別リターンの線的基準に依存していたが、システム変革に不十分として、22年より**定量・定性統合データ主導の投資判断**
- ・成果KPI主軸をやめ、**どの仮説がはずれ、なぜ誤ったかも投資委員会の正式レビュー**
- ・固定的な枠組みというより、学習と継続的イノベーションのプロセス
- ・真のコミュニティレベルの変化を起こすには、意図だけでなく行動が構造変化に繋がるかの把握が不可欠
- ・**モニタリング・学習の5次元システミック・フレームワーク（意図性、組織の準備、協働・拡張可能性、変革パフォーマンス）**を提示

アセット・オーナーのシステム変革の実装例

② WESPATH（メソジスト教会年金運用機関）

システム変革を「マネージャー行動」に組み込む

- ・米国の中規模AOで、メソジスト教会の年金・病院や大学等の機関投資運用
- ・**大手運用会社に対する期待設定**を通じてシステムに介入。**ユニバーサル・オーナーのリスク認識を、運用会社が共有しているか**
- ・米国大手運用会社等との対話では、アプローチのギャップが顕在化：
 - －個社リスクのみを見る
 - －ポートフォリオ全体への外部性無視
- ・それでも関係を断たず、議決権行使方針の底上げ等で期待水準を引き上げた

アセット・オーナーのシステム変革の実装例

③RAILPEN（英国鉄道年金基金）

投資に加えてルールを変える

- ・英国鉄道年金、オープン型確定給付年金として、超長期運用。上場株式、インフラ、不動産、PEを社内で幅広く扱う
- ・投資は純粋な財務基準で競争させ、インパクト枠の事前割当てなし。その代わりに、スチュワードシップ、政策対話、業界連携を野心的に実施
- ・**監査の質は投資リターン以前に市場の前提条件**、としてActing on Auditレポート公表、二重議決権に反対するInvestor Coalition for Equal Votes主導など、**政策議論に直接関与**
- ・優先テーマは金融市場、労働、気候・自然、責任ある技術
- ・測定は短期KPIと長期政策成果の代理指標
- ・約10名の独立チームが全資産横断で関与

アセット・オーナーのシステム変革の実装例

④ CALSTRS（加州教職員退職年金基金）

企業行動を時間をかけて変容させる

- ・カリフォルニア州の公立学校教師を受益者とする、米国最大級の教師年金
- ・システム変革の主要手段は対話と議決権行使。**テーマ別エンゲージメントの積み重ね**
- ・スチュワードシップ優先分野：
 - －気候ではメタン削減、Scope 1, 2開示、移行計画
 - －**Just Transition**を公益・電力セクターから実践。石炭閉鎖に伴う雇用・地域経済への影響を具体的に議論。小売・工業にも同じ社会的視点を展開
- ・AI、自然、人権といった新領域も**最初は一論点で入り、関係構築を通じて拡張**。AIを新たな社会的・システミックリスクとして扱う
- ・明示的な社会KPIは少ないが、投資信念→原則→テーマ別エンゲージ行動計画というTheory of Changeを重視

4社のシステム変革スタイル比較

システム変革のスタイル比較

「**企業**の中から市場を変える」CaSTRS, 「**市場の前提条件**を書換える」Railpen, 「**投資家**の行動変容で市場を動かす」Wespath, 「**投資判断**を変える」Blink

	CaSTRS	Wespath	Railpen	Blink
出発点	企業行動の長期変容	運用会社の行動変容	市場ルール・政策環境	投資判断枠組再設計
主な介入レバー	企業エンゲージメント	運用会社期待設定	スチュワードシップ・政策	投資選定・学習
投資との関係	密接に連動	外部委託	意図的な切り離し	投資判断と一体
エンゲージメント対象	投資先企業（取締役会、経営）	運用業界の意思決定慣行	政策当局・業界・企業	課題構造・因果関係
成果の捉え方	KPIより行動変化	測定困難でも許容	測定困難でも実行	定量+定性、学習
要約	関係深化	運用会社駆動	ルール形成	フレーム構築

システム変革インパクト投資の可能性、課題

■可能性

- ・**長期資本の構造的優位**：年金・保険等AOは長期・分散・市場全体へのエクスポージャで個別案件成否でなく、システミックリスク低減＝受託者責任で、短期成果を前提にしない介入が正当化
- ・**投資以外のレバー**：変革は投資額だけで起こらず、AOは他レバーの運用会社への期待設定、企業行動へのエンゲージメント、政策・市場ルール関与、投資DD再設計を同時に動かし、資本・対話・ルール形成を束ねられる
- ・**市場標準化**：開示、移行計画、ガバナンスにつき投資の前提条件を定義可能。一度標準化されると、個別の善意・裁量に依存しない市場行動が生まれる

■課題

- ・**受託者責任との緊張**：日本含め多くの法制度・慣行では短中期の財務合理性の説明が求められる。システム変革は遅行、間接的、複雑な因果を有し、やるべきだが説明しにくい領域が残る
- ・**成果測定・説明責任の限界**：KPI化できる成果はシステム変革の一部に過ぎない。学習・行動変容・政策進展は数値化困難。測れないものをやらない理由にしない合意形成必要
- ・**単独行動の限界**：集団行動で初めて成立。自らより大きなプレイヤーを動かすには連携・連合・政策との接続が不可欠

システム変革インパクト投資の可能性、課題

■ 日本のインパクト市場拡大に向けた示唆

- ・**相対的安定・成長性** 地政学不安、米国ESG逆風、欧州の開示規制揺り戻しに比べ、日本の環境は相対的にポジティブ。システム変革の発信地として積極的な実践、手法を提示、存在感を示せる
- ・**「全部」やらない設計** 万能モデルはないので役割を分担・組み合わせー投資フレーム実験、運用会社規律、開示・ガバナンス基準等から個別にでも着手
- ・**長期目線の政策支持** 存在意義として市場全体の健全性に依拠する長期資本家に、政策として長期効果と短期財務説明責任の矛盾を緩和する（→市場安定性）支援が必要

どんな社会・市場を次世代に残すか



ありがとうございました