

【日時】令和8年3月4日（水）15:00～17:00

【場所】オンライン開催

【次第】

1. 開会
2. 足元の議論のまとめ
 - 2-1. 第3回分科会の振り返り（事務局説明）
 - 2-2. ディスカッションメンバー会の開催報告（事務局説明）
 - 2-3. GSG Impact Japan インパクト IPO WG のワークショップの開催報告（一般財団法人社会変革推進財団 菅野様）
 - 2-4. システムチェンジ投資の定義・意義と論点整理（フロネシス・パートナーズ株式会社 白石座長）
3. アセットオーナー・アセットマネージャーのシステムチェンジ投資・協働の事例
 - 3-1. 株式会社かんぽ生命保険 野村メンバー
 - 3-2. 三菱UFJ信託銀行株式会社 加藤メンバー
4. システム思考で設計する循環型経済～サーキュラーエコノミーの事例に学ぶ、戦略・組織・ファイナンスの統合～（合同会社デロイトトーマツ 山崎様）
5. ディスカッション
6. 閉会

【アセットオーナー・アセットマネージャーのシステムチェンジ投資・協働の事例】

（野村メンバー）

- 当社では、2022年より「インパクト“K”プロジェクト」でインパクト投資を本格的に実践。あらゆるステークホルダーに対する社会的責任を果たすという観点から、持続可能な未来の実現と長期的・安定的リターンの獲得との両立を重視し、3つの重点テーマ（Well-being 向上、地域・社会の発展、環境保護）を掲げて投資を実行している。
- インパクト投資は当社の機関投資家としての運用スタイルと時間軸の観点で親和性が高い。インパクト投資によって期待される効果として、①持続的安定的な社会・市場の形成、②社会課題解決を担う優れた事業・技術の発掘（及び当社の運用力向上による企業価値向上や人材育成）、③新たなシステムの構築が挙げられる。当社としてインパクト投資をスタートした段階から、システムチェンジ投資的な考え方は含まれていたと言える。
- 社会課題の重要性・喫緊性と社会課題の解決に対する貢献度を重視して投資先を選定。社会課題の根本解決には、自社課題・業界課題・顧客課題を踏まえつつ、既存事業に限らないイノベーションや新たなビジネスモデル、俯瞰的視点が必要であり、革新的企業への投資を通じた、持続的な未来と財務リターンの両立を実現するための目利き力とプロセスを重視している。
- 「インパクト“K”プロジェクト」における認証要件では、投資先企業や運用会社の思いと当社の方針との整合性、課題認識から解決までの道筋の確からしさなどを重視。具体的には、確認シートを用い

て投資執行部門と企画管理部門との間で議論を深めながら個々の投資先を精査している。

- イノベーション創出の観点から大学との産学連携にも注力しており、大学発のインパクトファンドへの投資や人材交流に取り組んでいる。
- アセットオーナー発のインベストメントチェーンを構築し世の中を変えていくという観点では、個社によるインパクトだけでなく、社会全体への影響力のある上場企業へのインパクト投資が必要という考えから、2022年のコモンズ投信との「コモンズ・インパクトファンド」に始まり、2025年には、三菱UFJ信託銀行とのシステムチェンジ志向のインパクト投資ファンド、アセットマネジメント One との中小型株を対象としたインパクトファンドを立ち上げた。三菱UFJ信託銀行とのシステムチェンジ志向のファンドでは、産業構造やサプライチェーン全体の転換を目指して、SIIF（社会変革推進財団）の協力も得ながら取り組んでいる。中小型株への投資やコーナーストーン投資など、各種ファンドを通じて非上場から上場まで継続してインパクトを出していくことも重視。多様なパートナーがそれぞれの強みを活かして連携し Win-Win の関係性を築くことも、システムチェンジを達成する上では重要である。
- 新たな資金を生むことで資金循環をもたらすこと、インパクト投資に関わる多くのステークホルダーとの「知の好循環」を創出することは、投資家としての重要な役割。インパクトの実現と投資パフォーマンス・リスク管理との時間的なギャップを受け止めつつ、関係者と連携しながら、ストーリー性を持って長期的な視野でインパクト投資を推進していきたい。

（加藤メンバー）

- 当社は2021年に国内上場株のインパクト投資ファンドの運用を開始し、より大きなインパクト創出とリターン獲得の両立を検討する中で、システムチェンジ投資の考え方に巡り合った。まずは「原点回帰」ということで、インパクトを創出している企業の評価を見直し、企業の事業活動・ビジネスモデル・戦略がどのようにESGやインパクトと繋がっているかを理解するところから開始。
- その中で、ビジネスモデルやインパクトの定義に対する共通理解のもとで意見交換を行うことの重要性も再認識。当社では解決すべき社会課題を需要と供給のギャップと定義し、企業の製品・サービスの供給が増え、需給ギャップが縮小することでインパクトとリターンを両立させることができると考えている。インパクト投資をシステムチェンジ投資に昇華させる取り組みとして、2024年よりSIIFとの共同研究も開始。
- 当社が考えるシステムチェンジ投資とは、根本的・構造的な社会課題の解決を意図し、多様なアプローチや主体を結集することで、社会の最適な構造そのものの変容を目指す投資である。実践にあたっての主な課題として、①本質的・構造的な真因を探求する分析力、②複雑な課題に対応するための幅広いステークホルダーとの仲間づくり、③リアルなステークホルダーの生の声を分析や取組に反映すること、の3点が重要。
- システムチェンジの考え方をとり入れて「変えたこと」「変えないこと」を整理してみると、前者については、システムマップ分析の深堀り、マルチステークホルダーミーティングの開催（ β の追求）、アクティブファンドの未投資先企業に対するパッシブ投資家としての立場も活かしたエンゲージメントの実施などが挙げられる。一方で、受託者責任を遵守しインパクトとリターンを両立させること、国際的規範やガイドラインに沿った分析・測定・開示、企業との1対1のエンゲージメント（ α

の追求)は、変わらず重要な要素として位置付けている。

- システムチェンジ投資を通じて目指す姿は、シェアの奪い合いではなく、インパクト創出による総需要(パイ)の拡大であり、トレードオフも考慮しつつ、ネットで見るとポジティブな変化を実現することで、企業成長の実現や貢献に繋がると考えている。
- システムチェンジ投資におけるインパクト評価の視点として、製品・サービス由来のインパクトに加え、特に上場株投資においては、バリューチェーンからのインパクト、企業の情報開示によるインパクト、規制や業界を取り巻く課題への対応といったシステムインパクトの視点も重要。
- 具体例として、女性活躍をテーマにシステムマップを作成した際には、企業の人事制度のみならず、キャリア形成、教育システム、地域・家庭環境を含めた幅広い目線で課題分析を行う必要性を認識。
- マルチステークホルダーミーティングにおいてシステムマップに基づいた仮説について議論し合い、各立場に共通する根本的・構造的な社会課題の解決につながる行動に移すこと(β の追求)と、従来の企業と投資家の個別のエンゲージメント(α の追求)を組み合わせることで、構造的な課題解決へ貢献していきたい。

【システム思考で設計する循環型経済～サーキュラーエコノミーの事例に学ぶ、戦略・組織・ファイナンスの統合～】

(合同会社デロイトトーマツ 山崎様)

- 従来のリニアエコノミーから、資源循環型の新たな経済システムモデルであるサーキュラーエコノミーにシフトしていくことは、産業界全体で取り組むべき課題であり、欧州を中心に様々なサーキュラービジネスが生まれてきている。
- 欧州の政策面の動きとしては、2019年に「欧州グリーンディール」が発表され、中核として「エコデザイン規則(ESPR)」「デジタル製品パスポート(DPP)」が位置付けられたほか、官民を巻き込んだコンソーシアムとして「CIRPASS」「CIRPASS2」が立ち上げられた。戦略的にESPRやDPPを規制にセットさせて、あらゆる製品情報を見える化させることで、経済成長戦略と環境政策をうまくマッチさせている点が特徴的。企業にとっては外部環境変化への対応が求められる一方、業界横断のルールメイキングにつながる可能性もあり、リスクと機会の両面を持つ制度と整理できる。DPPの実装は単独企業では困難なため、CIRPASS/CIRPASS2では、バッテリー・エレクトロニクス・繊維分野における事例の創出・展開を目指し、パイロット運用やシステムアーキテクチャの検討に取り組んでいる。
- 日本国内に目を向けると、①業界・業種・地域間の壁(資源回収の仕組みの違い)、②企業間の壁(競争心理)、③意識・思い込みの壁(新品崇拜)がサーキュラーエコノミーの浸透の主な障害となっており、従来の官主体で進められてきた資源回収から、官民連携による循環型成長モデルへの転換が求められている。
- サーキュラーエコノミーを浸透させるためには、立上期・拡大期・成熟期の3ステップで、二次流通市場を拡大しつつ、サーキュラリティを定常化してマーケット全体が拡大する状況を作るべき。
- 政策面では、2020年に「循環経済ビジョン2020」が発表されたほか、経済産業省主導で「サーキュラーパートナーズ(CPs)」が立ち上がり、産業別ワーキングを通じた産学官連携の取組が始まっ

ている。具体的にサーキュラリティを進める上では、再生材の由来や品質、製品の残存価値、設計情報や解体性といったデータの付与と、それらの情報を流通させるプラットフォームの構築が重要。CPs では、事務機器・テキスタイル・建設などの特定領域において取組が進んでおり、ユースケースの増大・マーケット拡大に向けて、デジタルプラットフォームの創出・実証段階に入っている。

- 資源循環ビジネスはテスト段階から本格利用に至るまでの期間が長いという課題があることから、企業側にとっては、その橋渡しとなるような需要側へのファイナンスに対するニーズが高い。サーキュラーエコノミーの分野でシステムチェンジを起こすために金融が果たすべき役割としては、再生材供給企業と需要側企業の双方を支えるような金融商品（例えば、HSBC のサステナビリティ連動サプライチェーン金融など）の提供といったアプローチが考えられるのではないか。

【ディスカッション】

- 投資家側でシステムチェンジという言葉はよく使われる一方、実際に市場や制度が変わってきた事例はまだこれからという段階にあるところ、どのような条件が揃えば構造変革が起きると思うか。
→サーキュラーエコノミーのように目に見える変化が現れつつ分野もある一方、リターンも伴っているものとなると事例は限られるのが現状。投資家と企業が長年のエンゲージメントを通じて築いた信頼関係の中に「システムチェンジ」という新しい視点を加え、システムチェンジが企業のインパクト創出に結びつくという議論を展開していくことが重要であると考えている。
→①「システムチェンジ」という言葉の定義について共通の理解の下で議論できるようにすること、②成功事例を積み上げ具体的な効果を示すこと、③多様なステークホルダーの課題認識を相互に共有しそれぞれの目線をより深く理解していくこと、が重要であると感じている。
→成功事例を積み上げることの重要性は非常に共感する。企業を支援する際には、ファーストムーバー（市場形成の初期段階で、企業がどのように対応すべきかわからない状況）と、フォロワー（市場が形成された後、それに追随する状況）の大きく2つのケースに分かれるが、特に前者では他の主体との連携が必要不可欠であり、初期段階から資金提供側を巻き込むことが重要。特にサーキュラリティの分野では、バリューチェーンの中で重要なイノベーティブな技術を持つレイヤーがスタートアップや中小企業であることも多いので、デットだけでなくエクイティで参画いただくチャンスも多いのではないか。
- 総需要（パイ）の拡大という概念について、インパクト投資と比べてシステムチェンジ投資においてはこういった点でパイの拡大が図れるのか。
→インパクト投資とシステムチェンジ投資で特に区別はしていない。これまでインパクト投資に取り組む中では整理しきれていなかったが、改めてシステムチェンジへの昇華を考えるにあたり、より大きなインパクト創出とリターン向上を結びつけるには何が必要かという文脈で考えた際に辿り着いた概念というイメージである。
→社会課題をベースとしたビジネス領域の拡大というイメージで良いか。個別企業のビジネス領域は固まっているが、課題解決のためには他の課題にも目を向ける必要があり、その新たな課題もビジネス領域になる可能性があるということか。その上で、文化的背景や規制などに対するアプローチもそのファンドで生まれていくということか。

→真因を追求していくことで、今まで気づけなかった新たな課題を見出せるかもしれない、解決したいというニーズが大きければ、その課題に対して製品・サービスを提供する企業が出現し、ポジティブな循環に入っていくことが期待できる。投資家による貢献として、個々の企業の強みを総需要の拡大に繋げていくためには、その強みの背景にある文化や地域の風土も含めて議論することは重要だと感じている。

→課題を解決しようとする過程で新しい先行投資が必要な領域が見つかり、投資家側も需要・市場の増大を見越してそこに投資をするというような形で、パイが広がっていくという観点もあるか。

→そこを目指していきたい。既存のビジネスから新しい投資を通じて新しい事業に拡大していくなかで、インパクトを出してシステムチェンジに昇華できるのではないかと。システムマップの分析を通じて、これまで見過ごしていたレバレッジポイントにも気づき始めており、それらは新しい需要や新しいプレイヤーが強みを発揮できる領域にもなり得る。投資家としては、レバレッジポイントを探求していくための分析力と投資先企業を評価する目利き力が重要。

- システムマップを作成することで得られる気づきと、作業負担や外部リソースを使うことによるコストとのバランスを考えたときに、どこまで領域を広げるべきか当社としても悩んでいる。不動産特化ファンドのように領域を限定したファンドではなく、あえて対応コストが大きくなりそうなシステムチェンジのファンドとして打ち出した意味について教えてほしい。

→女性活躍のシステムマップについては、ノウハウ面で SIIF とも議論を繰り返しながら 3~6 ヶ月かけて作成しており、マルチステークホルダーとの意見交換を通じてさらにブラッシュアップしようと考えている。コストとのバランスは重々認識しているが、システムチェンジ投資に昇華をさせていく上での先行投資にもなり得ると考えている。マルチステークホルダーミーティングを通じた β の追求のほか、システムマップを使った企業との対話により、エンゲージメントの質の向上や、分析力・目利き力の向上を通じて α の追求にも繋げていけると期待している。

- システムチェンジ投資では、従来型のインパクト投資と比べると、投資家による能動的なアクションが求められると理解したが、マルチステークホルダーを巻き込む取組は、運用機関において誰が担い、アセットオーナーとしてどのように支援すべきと考えるか。

→マルチステークホルダーミーティングは SIIF が主体となって開催しており、当社は投資家として貢献すべく議論に参加しているという立場。社内ではファンドマネージャーだけではリソースが足りないため、サステナビリティ全般の推進役も加わる形で取組を進めている。

→新しい取組を始める上でのパートナーを見つけることが一番重要。実際にファンドで投資し開示をしていくなかで、次のシステムチェンジを志すアセットオーナーも巻き込んで議論していくことが必要なのではないかと。

- 大企業の社会的影響力という点について、データの先行的な開示や標準化の担い手、業界連携のハブなど、具体的にどのような機能を担う主体として期待されているか。また、企業側としてはインパクトの開示がどのように資本コストに影響するのかが気になるところであり、個別企業の取組が投資家側のポートフォリオ全体に繋がっていく因果経路を示してもらえると、企業側の開示も広がり、パイの拡大にも繋がっていくのではないかと感じた。

→ 製品・サービスだけでなく、バリューチェーン全体でどのようなインパクトや課題があるかという観点での開示拡充は、システムチェンジ目線の投資家にとって非常にありがたい情報。情報開示が

進むことによる資本コストへの影響については、双方の間につながりはあると考えている。

- システムチェンジの観点では本当はやった方がいいと思われる一方で、受託者責任を考えると、経済的リターンが見込めないため投資できない領域も多く存在する。公募投信のような不特定多数の投資家がいる場合は特に難しくなる一方、一任投資のような場合、投資家側が期待リターン水準を引き下げてでも投資したい領域が生まれてくることもあると思われるが、こうした領域に対する考え方や投資できる条件についてどのように考えているか。

→システムチェンジであれば何でもやるというつもりは全くなく、アセットマネージャーと議論の上、リターンが見込める領域を見極めないといけないと考えており、当社のインパクト投資案件の認証プロセスにおいてもその点はきめ細かく見ている。現状は儲からない領域でも、アセットオーナー・アセットマネージャーで議論を行い、システムチェンジ思考のもとで、戦略やスタイルを変えていくことでリターンが見込める領域であると納得できるかどうかは重要なポイント。

- システムチェンジは単一の主体で担うものではなく、変化を起こすレバーはどこなのかを見極める目利きが必要とされ、企業とのエンゲージメントによって作り上げていくものであるというお話があった。そうした企業や投資家、政策や業界ルールも含めて、協働によって進んでいくという点を学ぶことができ、逆に言うと協働の設計をする必要性を改めて認識した。