

インパクトコンソーシアム 市場調査・形成分科会

第2期成果報告書

① 概要

はじめに ～白石座長メッセージ～

本分科会では、第1期の議論を踏まえ、「インパクト創出と投資収益の両立」をいかに実務として実装していくかという観点から、主にIMM（Impact Measurement and Management）を軸として、評価・管理・開示・対話のあり方について議論を重ねてきました。

近年、インパクト投資は急速に広がりを見せている一方で、その実務はなお発展途上にあるように思います。特に、インパクトをどのように測定・管理し、企業の価値創造ストーリーに統合し、投資家との対話を通じて資本市場に接続していくかについては、国内外を問わず理論化と実務の往復・循環が続いている状況にあります。

本分科会においては、海外の先進事例や国内の実務家の知見を持ち寄りながら、主に以下の点について議論を深めてきました。

- IMMの目的が「報告」から「意思決定・改善」へと拡張しつつあること
- インパクトを価値創造ストーリーの中でリスクと機会の両面から捉える必要があること
- 企業と投資家の対話を通じた相互理解と実務の高度化が不可欠であること
- 複雑な社会課題に対しては、システムの思考と多様な主体の協働が重要であること

これらの点について一定の共通認識が形成されたと考えております。

他方で、インパクトに関する情報をどのように投資家の投資判断や企業の資本配分の意思決定に活用していくか、また、それをどのように市場全体として共有・蓄積していくかといった論点については、今後さらなる検討が必要であることも改めて認識されました。

本報告書は、こうした分科会における議論の到達点を現時点で整理したものであり、必ずしも統一的な見解や結論を提示するものではありませんが、実務に携わる関係者にとっての参考となり、今後の議論や取組の一助となることを期待しております。

本分科会の議論は、インパクト投資の市場形成に向けた一つの過程に過ぎません。今後も、企業、投資家、資本市場関係者、政策当局を含む多様な主体が対話と実践を重ねながら、インパクトと経済性の両立に向けた知見を蓄積していくことが重要であると考えます。

最後に、本分科会にご参加いただいたメンバーの皆様、並びに事務局の皆様にご心より御礼申し上げます。

市場調査・形成分科会 座長
白石 智哉

1. 市場調査・形成分科会の目的・メンバー

目的

- 日本のインパクト投資市場の概況を整理し、国際比較や本邦投資家・企業等の特徴も踏まえつつ、裾野拡大を図るべき市場やこのための課題等について議論する。例えば、上場前の又は上場を目指さない企業のインパクト評価、セカンダリー・上場等の出口、多角的な事業を営む上場企業へのインパクト評価、長期投資のあり方等について順次議論を行う。
- 第1期は、特にエクイティ投資の中でも上場株式に着目しつつ、未上場株式へのインパクト投資との接続の観点も踏まえて議論。第2期では、第1期の議論を踏まえつつ、様々な主体の視点から、**インパクト創出と投資収益の両立**に向けた、IMMの観点での**インパクトの評価・開示等に関する事例研究・知見共有**を行う。

第2期メンバー

(敬称略・五十音順)

- 座長：フロネシス・パートナーズ株式会社 顧問 白石 智哉
- 副座長：りそなアセットマネジメント株式会社 チーフ・ファンド・マネージャー 井浦 広樹
インパクト・キャピタル株式会社 代表取締役 黄 春梅
- ディスカッションメンバー（15名）
 - ・ 株式会社ユカリア 荒木 大矢 ※
 - ・ 野村アセットマネジメント株式会社 今村 敏之
 - ・ 株式会社NTTデータグループ 遠藤 荘太
 - ・ 三井住友信託銀行株式会社 大倉 彬
 - ・ 日本生命保険相互会社 景山 綾子
 - ・ 五常・アンド・カンパニー株式会社 堅田 航平
 - ・ 三菱UFJ信託銀行株式会社 加藤 正裕
 - ・ 合同会社 Co-Creat Frontier 菊池 勝也
 - ・ カディラキャピタルマネジメント株式会社 坂本 一太
 - ・ Impact Frontiers 須藤 奈応
 - ・ 大和証券株式会社 芹沢 健自
 - ・ アサヒグループホールディングス株式会社 西原 香織
 - ・ 株式会社かんぽ生命保険 野村 裕之
 - ・ GLIN Impact Capital 秦 雅弘
 - ・ ニッセイアセットマネジメント株式会社 林 寿和

※荒木様は2026年2月にユカリアを退社されたため、それ以降の分科会の活動には不参加

2. 市場調査・形成分科会 第1期の議論を踏まえた課題

現状・課題

- 分科会の第1期の議論では、**上場株式へのインパクト投資の市場参加者がさらに拡大していくための課題**として、以下が挙げられた。

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投資と比較したインパクト投資の特徴は、企業個別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ある。こうした点を踏まえ、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。

② インパクトの価値創造ストーリーへの統合

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に統合していくことが重要。

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。

④ システム的思考と協働

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。

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、IPO前後で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。

3. 市場調査・形成分科会 第2期の活動概要

第2期の活動概要

1. IMMの事例研究

2. ケーススタディによる理解の深化

3. ステークホルダーの協働事例の理解

議論概要

- 第2期の議論の土台となるIMMのフレームワークの理解
- 海外を中心としたIMMの事例の研究

- IMMのフレームワークを理解の上、インパクトの評価・開示（価値創造ストーリーの作成・サステナビリティ情報の活用）の事例をケーススタディ
- インパクトの開示を踏まえた対話におけるノウハウや課題の理解（対話デモンストレーション）

- アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえて協働のあり方を理解

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

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

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

② インパクトの価値創造ストーリーへの統合

② インパクトの価値創造ストーリーへの統合

② インパクトの価値創造ストーリーへの統合

(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)

(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)

(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)

④ 企業と投資家との対話の創意工夫

④ 企業と投資家との対話の創意工夫

④ 企業と投資家との対話の創意工夫

⑤ システム的思考と協働

⑤ システム的思考と協働

⑤ システム的思考と協働

データ・指標
分科会にて実施

対応
テーマ

第1回分科会 2025年10月15日（月）	第2回分科会 2025年12月8日（月）	第3回分科会 2026年1月23日（金）	第4回分科会 2026年3月4日（水）
<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 - ニッセイアセットマネジメント 林寿和 様 ■ 海外におけるIMMの事例 - Baillie Gifford & Co Edward Whitten 様 - WHEB (Foresight Group) Seb Beloe 様 	<ul style="list-style-type: none"> ■ インパクト投資における伴走支援・対話の実践 -インパクト・キャピタル 黄春梅 様 ■ クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践 -野村アセットマネジメント 今村敏之 様 ■ ケーススタディ (対話デモンストレーション) -ユカリア 荒木 大矢 様 -五常・アンド・カンパニー 堅田航平 様 	<ul style="list-style-type: none"> ■ インパクトの価値創造ストーリーへの統合 -Co-Creat Frontier 菊池勝也 様 ■ アセットオーナーによるインパクト投資の実践と課題 -日本生命保険 景山綾子 様 ■ ケーススタディ (対話デモンストレーション) -NTTデータグループ 遠藤荘太 様 -アサヒグループHD 西原香織 様 	<ul style="list-style-type: none"> ■ アセットオーナー・アセットマネージャーのシステムレベル投資・協働の事例 -かんぼ生命保険 野村裕之 様 -三菱UFJ信託銀行 加藤正裕 様 ■ 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～ -デロイトトーマツ 山崎 英幸 様

4. 第2期市場調査・形成分科会の議論を通じた学び

各回の対象課題・議論の目的

第1回 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

【議論の目的】

IMMのフレームワークを理解し、主に海外におけるIMMの事例の研究を通じて、その活用について共通認識を持つ。

第2回・第3回 インパクトの価値創造ストーリーへの統合・企業と投資家との対話の創意工夫

【議論の目的】

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・機会の両面で価値創造ストーリーに統合することや、企業・投資家双方が期待するインパクトの開示・対話の実践に繋げる。

第4回 システム的思考と協働

【議論の目的】

アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえ、複雑な社会・環境課題を生み出している構造（システム）の解決に向けたインベストメントチェーンの主体間の協働の重要性やあり方について理解する。

議論を通じた学び

- 企業主体でのIMM活用は型に拘る必要はない。インパクト測定の目的は、**資金提供者への報告に加え、事業の改善のために活用する動きも出てきている**。後者を目的としたIMMの中でも、**目標に向けた進捗を確認し対策を検討する診断的なもの**から、**プロダクトの改善やイノベーションへの示唆を探索するもの**へと広がりを見せている。
- 投資家は、IMMを**自社の投資やエンゲージメントの効果を確認するためのツール**として活用すべき。インパクトの創出×独自の強み×収益の創出の関連性の検証はエンゲージメントポイントを見つける作業でもある。
- 上場株式（セカンダリー市場）への投資であっても、**エンゲージメント活動の詳細な記録と達成された成果との関連性を見出す**ことで投資家による貢献を示すことは可能。
- 投資家は**伴走支援者**として、企業が主体的にIMMを推進できるよう、**リソース配分や実行可能性に配慮した対話、企業と投資家間の明確な目標・マインド設定**が不可欠。IPOを目指すスタートアップ企業の場合は特に、**国内外の上場株式投資家との対話の場を早期に設定**することで、IPOを見据えた**経営者の視座向上へ繋げる**ことが可能。
- インパクトが企業の成長の源泉となり中長期的財務価値へ還元される**一連の繋がりを可視化することで、**経営陣は自社の意思決定や方向性を検証して軌道修正ができ**、投資家はインパクトを勘案した企業評価を行い得る。IMMとロジックモデルはその有用なツール。
- インパクトKPIが事業KPIを通じて最終的に企業価値に反映**されていく仕組みが重要。多角的事業を営む企業では、**事業同士のインパクトの繋がりが見えるようなロジックモデルも有益**。インパクトの可視化は、**社会課題解決に資する事業に対する理解を深め、従業員を中心としたステークホルダーにおける企業・事業へのエンゲージメント強化**にも寄与する。特に社会インパクトについては**受益者を明確化**することが、そのIMM実施において重要。
- サステナビリティ情報と財務情報の関係を見える化するには、**社会価値を経済価値に同期化させる仮説の検証、経済価値の先行指標となるKPIの探索、価値創造の源泉となる資本への投資・開示**が重要。
- システム変革**には、既存事業に限らない**新たなイノベーションやビジネスモデル、俯瞰的視点が必要**であり、投資先の選定にあたっては、インパクトと財務リタンの両立を実現するための**目利き力が重要**。
- システムチェンジ投資は、多様な**ステークホルダー間の連携を通じた根本的・構造的な社会課題の解決に繋がる協働的な各立場からの行動の実践（βの追求）**に加え、事業を通じて解決すべき課題を深掘りすることで、**エンゲージメントの質の向上や分析力・目利き力の向上（αの追求）**も期待できるという点で、そうした取組に係るコストは**総需要の拡大に向けた先行投資**の側面もある。
- システムチェンジを意図して企業を支援する場合、特にファーストムーバーとして市場形成をしようとする企業に対しては、**初期段階から資金提供側を含めた他の主体との連携・巻き込み**が必要不可欠。

5. 今後の更なる発展に向けた課題や期待

第2期の議論において提示された課題など

【投資家によるIMM】

- 様々なポートフォリオを有する投資家によるIMMでは、**単一のインパクト目標を設定することが難しく**、創意工夫（例えば、企業・インパクトKPI毎の目標に対する達成率の加重平均値を活用する等）が必要。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**についても同様。

【未上場から上場への接続】

- クロスオーバー投資におけるインパクト投資を進めていく上では、**未上場と上場におけるバリュエーションの違いを乗り越える手法や、インパクト評価を時価総額に反映させる手法**の確立、早期から機関投資家を巻き込むことによる**個人投資家中心の株主構成からの移行**などが課題。

【投資家と企業との対話】

- 企業の**インパクトに関する情報は未開示または分散**しているケースも多いほか、**投資家との限られた対話時間の中で論点が不明確**になりやすく、事業KPIや足元の事業状況に関する議論が中心になりがち。また、事業の継続・拡大という命題を抱えるスタートアップ企業においては、短期的な成果や資金調達に繋がりにくいIMMに持続的にリソースを配分することは困難。
- **投資家側としてエンゲージメントで何を重要視しているか**を予め示したうえで意見交換を行う必要があるほか、インパクト評価においてIMM・ロジックモデルは有用であるものの、**インパクトに関する定量データを将来の企業価値評価にどのように活用するか**という方法論については引き続き検討が求められる。

【システムチェンジ】

- システムチェンジ投資では、**受託者責任の観点での説明の難しさ、成果発現までの時間の長さや測定**の難しさなどが課題。また、複数組織での連携が不可欠であり、投資家には、投資先の選定にあたっての目利き力はもちろんのこと、**多様なステークホルダーとの協働**が問われている。
- システムチェンジをもたらすような技術は、**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、その橋渡しとなるような需要側へのファイナンスが求められている。

今後の分科会の活動に対する期待など

- 海外の具体的事例の共有、グローバルでのインパクト投資に関する定期的な情報アップデートは参考になる。
- 上場前後から市場とうまく対話できた企業、そうでなかった企業を類型化してケーススタディとしてその要因や背景等を特定していくことが有益ではないか。
- 企業と投資家の対話のあり方を深掘りする観点から、定性・定量情報を含めて流れを整理したサマリーなど、対話に役立つツールの作成について議論できるとよい。
- 市場調査・形成分科会とデータ・指標分科会を横断してインパクトを企業価値や企業経営とどのように接続するかを議論できると有益か。
- 社会システムにおいて大きな役割を担っている大企業だけではなく、特定領域に特化するスタートアップにとってのシステムチェンジの捉え方やアプローチについても考えていけるとよい。エクイティ/デットの二分論ではなく、企業/スタートアップ側のニーズも踏まえつつ、様々な資金の出し手の連携・協働について議論してはどうか。

② 詳細版
(分科会の各回の議論のまとめ)

第1回市場調査・形成分科会（2025年10月15日）

	1. IMMの事例研究	2. ケーススタディによる理解の深化	3. ステークホルダーの協働事例の理解
議論概要	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 第2期の議論の土台となるIMMのフレームワークの理解 ➢ 海外を中心としたIMMの事例の研究 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ IMMのフレームワークを理解の上、インパクトの評価・開示（価値創造ストーリーの作成・サステナビリティ情報の活用）の事例をケーススタディ ➢ インパクトの開示を踏まえた対話におけるノウハウや課題の理解（対話デモ） 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえて協働のあり方を理解
対応テーマ	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	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	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
	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合
	③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上	③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上	③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上
	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫
	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働

データ・指標分科会にて実施

議論の目的 IMMのフレームワーク（ToC/ロジックモデル、5 Dimensions of Impact等）を理解し、主に海外におけるIMMの事例の研究を通じて、その活用について共通認識を持つ

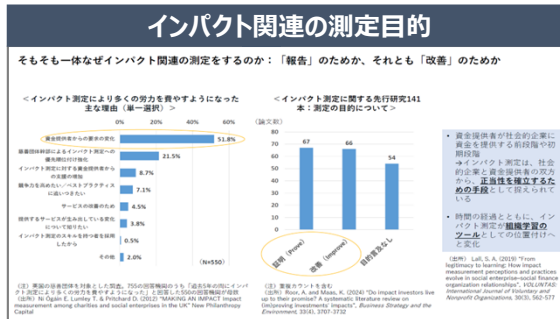
- アジェンダ**
- ディスカッションメンバー紹介&第2期の分科会の進め方
 - IMMのフレームワークと企業・投資家におけるIMMの実践の現状
 - ① プレゼンテーション：ニッセイアセットマネジメント株式会社 林 寿和 様
 - ② 質疑応答
 - 海外におけるIMMの事例
 - ① プレゼンテーション：Baillie Gifford & Co Edward Whitten 様
 - ② プレゼンテーション：WHEB (Foresight Group) Seb Beloe 様
 - ③ ディスカッション
 - ※モデレーター： Impact Frontiers 須藤 奈応 様

IMM (インパクト測定・管理) 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

◆ ニッセイアセットマネジメント株式会社 林メンバー

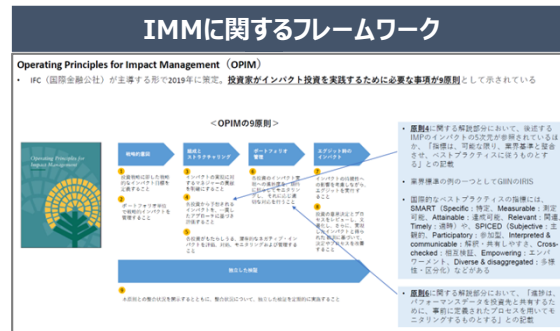
IMMの重要性

- IMM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。金融庁の基本指針や様々なガイダンスで指摘されているように、インパクトの測定や管理はインパクト投資の重要な要素として認識されている。
- 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。ある調査では資金提供者からの報告要求の広がりが増えていることが測定目的として最多。別の学術論文では、報告のほか改善の文脈でも測定が議論され、また、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。



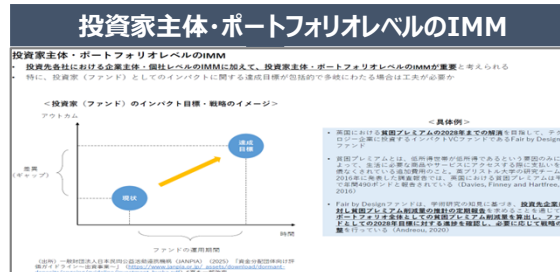
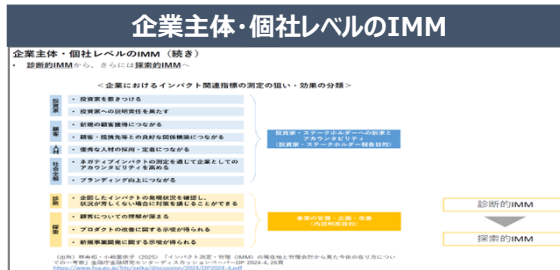
IMMのフレームワーク

- IMMの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うことが重要。
- OPIM(Operating Principles for Impact Management)はインパクト投資の実践に必要な9原則を示しており、目標設定やインパクトの評価・モニタリング、それを踏まえた対応等が特にIMMに関係。
- Five Dimensions of Impactでは、インパクトを5つの切り口で捉えており、インパクト測定に関しては、インパクトの「How much」を「規模」「深さ」「期間」の3つの軸の掛け合わせで把握しようとする点が特徴的。



IMMの異なるレイヤー

- IMMには「企業主体の個社レベル」と「投資家主体のポートフォリオレベル」の異なるレイヤーが存在し、どちらも重要。
- 企業レベルのIMMは管理会計そのものであり、ルールに捉われすぎず柔軟に設計していくことが重要。診断的IMM(インパクトの進捗把握・管理)から探索的IMM(企画改善からイノベーションに繋げる)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れば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・ファンドとして何を達成したい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を掲げているが、多くのファンドで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を行っていくか創意工夫が行われている状況。
- さらには、様々なファンドに投資するアセットオーナーレベルでのIMMも今後重要性が増す可能性。

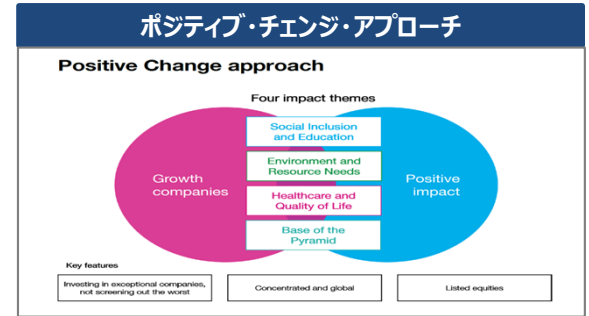


海外におけるIMMの事例①

◆ Baillie Gifford & Co Edward Whitten氏

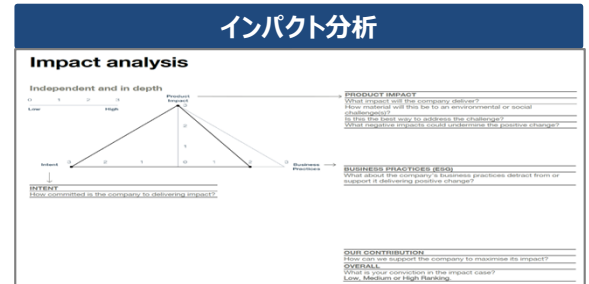
インパクト投資戦略

- 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**投資リターンと持続可能な社会の実現を両立**を目指している。上場株式を中心に投資するグロースファンドで、**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。
- 企業の組み入れ時には、**ファンダメンタル分析とインパクト分析**の両方を行い、**ファンドマネージャーとインパクトアナリストの両方の推薦**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

- **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領域**に焦点を当てインパクトを分析。製品インパクトは**広がり・深さ・インパクトの持続期間**を評価。事業慣行では、課題の改善のためにどのように関与できるかも同時に検討。
- 企業の**総合的なインパクトを無/低/中/高の4段階で評価**し、ランクに応じてポートフォリオにおける保有割合を決定。KPIやインパクト指標は、製品のインパクト分析の際に特定するもの、事業慣行に関連して設定するものがある。



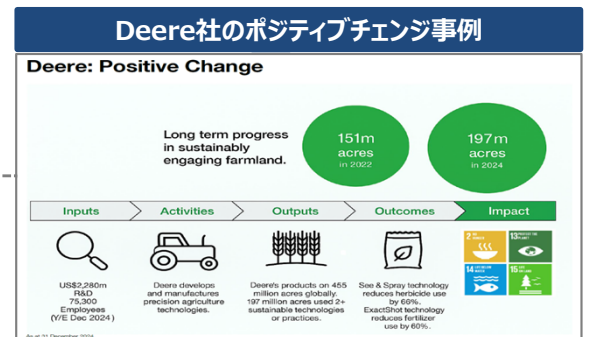
報告・エンゲージメント

- 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**を「Positive Change Impact Report」と「Positive Conversations」の2つのレポートで**毎年報告**。
- 前者は、**KPI・Theory of Change・ネガティブインパクト**を記載し、**第三者保証**も取得。後者は、**エンゲージメント状況と投資家による貢献**を報告。エンゲージメントは、**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、**年に一度は全企業の取締役会と面談**。



好事例

- 米・農業機械メーカーの**Deere社**の場合、企業側から提供されるアウトプットデータを基に、同社の技術によるアウトカムの改善に向けて対話。**電動トラクター開発・農業機器修理・生物多様性評価・気候変動対応**で働きかけを行い、**他の株主にも影響**をもたらすなど、**投資家による貢献**という面でも成功。



まとめ

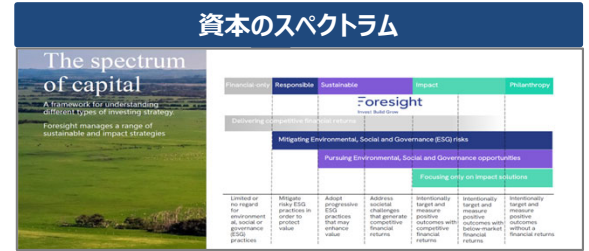
- IMMは、顧客への報告のためだけではなく、**自社の投資やエンゲージメントの効果を確認するために実施**すべき。インパクト測定がなければ、自社のインパクト投資が間違っていない、改善する術が分からない。

海外におけるIMMの事例②

◆WHEBアセットマネジメント (Foresight Group) Seb Beloe氏

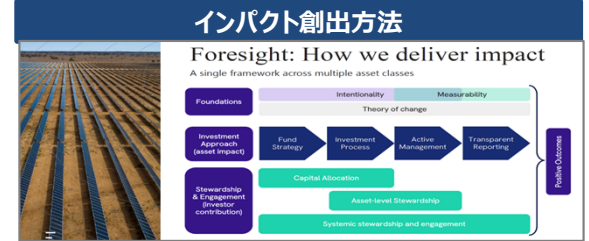
投資戦略

- 当グループでは、**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た**持続可能な未来と経済成長の実現**を目指し、**インフラ、プライベートエクイティ、上場株式投資**の3部門を展開。
- **資本のスペクトラム**の観点では、ESGデータ等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、**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**する幅広い戦略を用意。



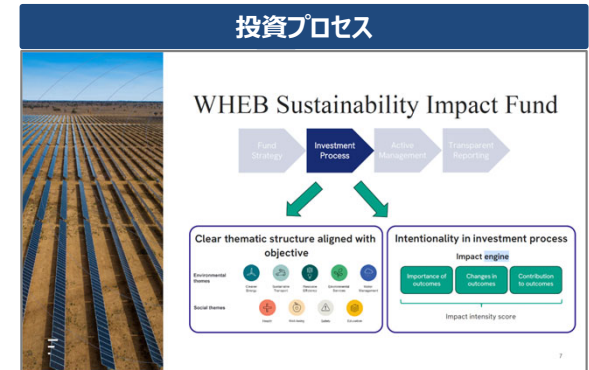
創出方法

- **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**を基盤としており、**Theory of Change**が両者を結び付けている。
- 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活動を通じた投資家による貢献**（資本配分の変更、アセットレベル・システムレベルのスチュワードシップ・エンゲージメント）の二面性がある。



戦略

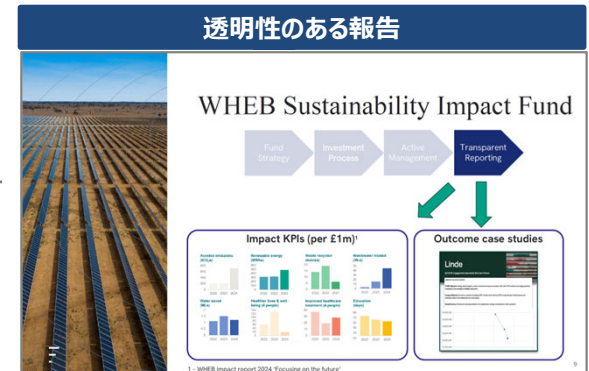
- 英国 SDR規制に基づき、**サステナビリティ目標と財務目標を明確に設定**。
- 企業の収益のうち、**少なくとも50%を9つのインパクトテーマの1つ以上から得ている企業を抽出し、5%超を重大なネガティブインパクトのある分野から得ている企業は除外**。
- **インパクト・エンジン手法**を使い、**受益者にとってのアウトカムの重要性・アウトカムの程度と適用範囲・企業独自の貢献度の3要素**で評価しスコア化。
- **ポジティブインパクトやビジネスの質の向上、成長への再投資**などの5つの目標に基づき、**企業の長期的成長を高める観点からスチュワードシップとエンゲージメント活動を実施**。



WHEBサステナビリティインパクト・ファンド

報告

- 削減貢献量や再生水、ウェルビーイングなど**8つのKPI**を用いて**ポジティブインパクト**を示す。



好事例

- **Linde社**の場合、工業用ガス製品は**ポジティブな成果**がある一方、製造過程で多く排出する温室効果ガスの削減を促すため、**綿密なエンゲージメントを実施し、排出量の減少に貢献**。
- 因果関係は主張できなくても、**エンゲージメント活動の詳細な記録を報告**することで、**投資家としての貢献**を示す。

第1回分科会のアンケートにおける主なご意見

第1回分科会 の内容

- 当局および産学の有識者が一同に集まり、同じテーマにて**インパクト投融資のマーケット形成・拡大に向けてさまざまな観点・アイデアや現状の制約等を洗い出し整理検討できている**。今後はIMMであったり、実際に事業会社においてのより経営への浸透から、**株式市場における対話の充実化につながるものと期待**できる(事業会社(未上場))
- 市場動向の認識の整理とアップデート、海外事例の共有が参考になった(資産運用会社)

IMMの現状 プレゼンテーション の内容

- 第1期の議論および成果物をベースに次ステップが明確に設定されており、1回目のプレゼンとしてふさわしかった(事業会社(未上場))
- 整理がわかりやすく腹落ち感があり、**IMMの現状を整理することができた**(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)
- 高尚な話でハードルが高くなりすぎるのを避ける観点で、「まず何から始めるか」の説明があるとより良いと思った(預金取扱等金融機関)
- 話の内容が具体的で非常に参考になった(その他金融機関)

海外事例 の内容

- **実際の活用・運用の事例をダイレクトにお聞きできる貴重な機会**となった(事業会社(未上場))
- 海外事例の共有が今後の参考になった(資産運用会社)
- 概観であっても、海外事例についてのお話は参考になる点もあった(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)

今後への 期待

- 今後さらに**具体的な対応に踏み込んだ議論になることを期待**したい(その他金融機関)
- 海外事例はおおむね理解しており、**日本の望ましい投資家の対応についてつっこんだ議論が行われることを期待**したい(その他金融機関)
- **参加者の課題の共有と、その課題に対する検討状況、対応などの共有**を頂くと参考になると考える(資産運用会社)
- 分科会全体として前半とあわせてもタイト感が強く、併催であるなら30分程度時間延長してもよかったのではと感じた。取り組みを進めるためには**何が求められるのかに関する議論を希望**する。**グローバルでのインパクト投資の現状を毎年1度はアップデート**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)
- **非財務情報開示が進展する中でさらに金融資本市場にインパクトファイナンスが実装されるべく、具体的な取り組み**を取り上げて頂けるとありがたい(その他金融機関)

第2回市場調査・形成分科会（2025年12月8日）

	1. IMMの事例研究	2. ケーススタディによる理解の深化	3. ステークホルダーの協働事例の理解
議論概要	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 第2期の議論の土台となるIMMのフレームワークの理解 ➢ 海外を中心としたIMMの事例の研究 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ IMMのフレームワークを理解の上、インパクトの評価・開示（価値創造ストーリーの作成・サステナビリティ情報の活用）の事例をケーススタディ ➢ インパクトの開示を踏まえた対話におけるノウハウや課題の理解（対話デモ） 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえて協働のあり方を理解
対応テーマ	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	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	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
	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合
	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)
	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫
	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働

データ・指標分科会にて実施

議論の目的 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・機会の両面で価値創造ストーリーに統合することや、（どのような点にギャップ・課題があるかやサステナビリティ情報開示の活用を念頭に置きつつ）企業・投資家双方が期待するインパクトの開示・対話の実践に繋げる。

- アジェンダ**
- 第1回分科会の振り返り
 - テーマ別プレゼンテーション
 - ① インパクト投資における伴走支援・対話の実践
 - インパクト・キャピタル株式会社 黄 春梅 様
 - ② クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践
 - 野村アセットマネジメント株式会社 今村 敏之 様
 - ケーススタディ（対話デモンストレーション）
 - ① 株式会社ユカリア（企業プレゼンター：荒木 大矢 様）
 - ② 五常・アンド・カンパニー株式会社（企業プレゼンター：堅田 航平 様）

テーマ別プレゼンテーション①：インパクト投資における伴走支援・対話の実践

◆インパクト・キャピタル株式会社 黄メンバー

インパクト投資戦略

- 当社では、Well-Beingを軸にキャリア・ケア・暮らし・街づくり・環境の事業へ出資。経済面では個別投資先毎に**15~25%のIRR**を目標とし、インパクト面では「**ファンドが取り組む課題領域との合致**」「**業界の課題構造変革の可能性**」「**サステナビリティリスクの考慮**」等の7つのインパクト投資方針を設定。投資検討段階から投資先とのIMMの対話を開始し、**ロジックモデルの作成、リスク緩和策についても協議**するほか、**毎年インパクトスコアリングを更新し、個々の投資先の伴走支援の見直し**を行っている。

① IMMの企業主体性

- 投資家はあくまで伴走支援者として、**企業が主体的にIMMを推進**できるよう、**リソース配分や実行可能性**に配慮した対話を行うことが重要。

② 経営戦略への統合

- **IMMを投資決定プロセスに組み込み**、単なる追加作業ではなく、**企業経営の一環**として位置付けることが必要。

③ 目的・マイルストーン設定

- IMMが一度限りの活動にならないよう、**ロードマップの作成や成果物を意識した中間目標の設定**など、企業と投資家間の**明確な目標設定やマイルストーン設定**が不可欠。
- 実際のロードマップ策定時には、**GSG国内諮問委員会**が2024年5月にとりまとめた「**インパクト企業の資本市場における情報開示ガイダンス**」も参照し、**4つのステップ（①戦略策定、②事業計画/KPI設定、③経営意思決定への組み込み、④情報開示と対話）**に基づいてアクションプランを特定。

④ 「コアKPI」抽出の工夫

- IMM指標の抽出時は、まず**財務指標・インパクト指標・ESG関連指標を組み合わせたKPIプール**を構築したうえで、**経営戦略との整合性に基づいてコアKPIを抽出し、試走するなかで見直し**。
- 抽出したKPIは社内の管理ツールの**ダッシュボードで可視化し、進捗を毎月の取締役会に報告**しているほか、**ワークショップの実施を通じ社内のマインドづくり**にも取り組んでいる投資先の事例もある。

⑤ 効果的な情報開示の工夫

- 情報開示では、**定量データ・定性ストーリー**を組み合わせ、**出典や算出根拠を明示し信頼性を確保**しつつ、**読みやすさを意識したコンテンツ設計**が重要。
- 投資先の事例として、**CureApp社**では2021年11月にウェブサイト上でサステナビリティの取組を新設したほか、2025年1月に初回のインパクトレポートを発行。**カitek社**でも2025年9月にウェブサイト上に「**社会的インパクトの取り組み**」のページを新設し、作成過程では、**事業活動と社会的インパクトの因果関係やストーリーを丁寧に言語化し、「埋蔵労働時間」などの独自コンセプト/KPIも設定**。

⑥ 早期の資本市場

- **早期に国内外の上場株式投資家と関係を構築**して対話を開始することで、**経営者の視座向上や中長期的の事業構想へ繋げることが可能**。

⑦ 事業成長に資する伴走支援

- **スタートアップには、IMMに加え経営支援や幹部人材の紹介など、通常のVCとしての事業成長支援も重要**。
- **投資家にとっても、顧客の声を直接聞くことで、より良いIMM支援につながる**。

インパクト・キャピタル1号ファンドの投資領域・インパクト投資投資

№	カテゴリ	名称	概要
1	IMPACT THEME	ファンドが取り組む課題領域の名称	投資先企業は社会課題解決とインパクト創出を目的とする社会課題解決型企業。本ファンドからの出資に資すること。
2	INTENTIONALITY	経営戦略のインテグリティ	投資先企業は本ファンドの投資領域に明確なコミットメントを示し、経営戦略として本業の成長とインパクト創出を両立させること。
3	MATERIALITY	投資先企業のアプローチ	投資先企業は本業の成長とインパクト創出を両立させること。
4	ADDITIONALITY	事業の追加価値	投資先企業は本業の成長とインパクト創出を両立させること。
5	SYSTEM CONTRIBUTION	インパクト創出の仕組み	投資先企業は本業の成長とインパクト創出を両立させること。
6	RISK	リスク管理の徹底	投資先企業は本業の成長とインパクト創出を両立させること。
7	SYSTEM CHANGE	社会課題解決の推進	投資先企業は本業の成長とインパクト創出を両立させること。

目的とマイルストーンの設定

「インパクトIPO」に向け、ガイダンスを参照し、投資実行直後の投資先との策定された「ロードマップ」の事例です。投資先種別のIMM伴走支援は投資検討プロセスからスタートとなります。

KPI抽出の具体的プロセス

インパクト創出に至るストーリーを示したロジックモデルをベースに、インパクト/KPIを設定。インパクト指標に加え、マテリアリティを考慮したESG関連指標も抽出し、経営指標を含めたKPIプールを構築します。

事業成長に資する伴走支援

事業成長段階にあるスタートアップにとっては、IMMに加え、営業支援や幹部人材の紹介なども含む通常のVCとしての事業伴走支援も重要です。また、投資家にとっても、営業支援や面談同席などを通じて、ステークホルダーの声を直接聞く機会となり、より良いIMM支援にもつながります。

- 経営進捗の随時フォロー**：原則、投資先企業の取締役会・株主総会への出席を通じ、1回以上経営陣との面談を行い、随時に経営課題や新事業の機会を把握し、経営陣とともに対策を練り、経営戦略への助言を行う。その他、メールやSNS等のツールを活用し、随時投資先経営陣と密なコミュニケーションを取る。
- 営業支援**：これまで投資先・インパクト投資の実践で構築されたネットワーク等を活用することで、ベンチャー企業として得意の持ち手・得意先を紹介するなど、売上の成長・戦略的提携をサポートする。
- 内部統制・人材紹介**：会計、法務、総務、人事等の体制整備につき、アドバイスをを行う。COOや部長クラスの中堅人材を紹介する。
- 資金調達・上場準備の支援**：金融機関や投資家等の紹介を含む資金調達に関するサポートを行う。上場準備に係る内部統制設計、証券会社や監査法人の選定についてアドバイスする。
- メディア露出の向上支援**：メディアの露出・事例提供イベントでの登壇・食会出席時に投資先を積極的に紹介することで、投資先のパブリシティの向上につなげる。

伴走支援・対話の実践からの気づきと学び・具体的事例

テーマ別プレゼンテーション②：クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践

◆野村アセットマネジメント株式会社 今村メンバー

クロスオーバー・インパクト・ファンドの概要

- 当社では、UntroD Capital Japanと共同でインパクト型クロスオーバー投資に取り組んでおり、インパクト投資やクロスオーバー投資の実践、R&D、エコシステム構築を目的としたファンドを運営。
- スタートアップエコシステムにおける課題として、①レイターステージにおける資金提供者不足（厚みの問題）、②上場前後の投資家層の変化（分断の問題）があり、クロスオーバー投資ではN-2期～N+4期程度を対象として保有することで、これらの課題に取り組んでいる。
- リターンに関しては、ファンドの投資倍率はグロスで4～5倍を目標としており、投資対象先のポストバリュエーションとして100～200億円規模となっているレンジを、500～1,000億円規模へ引き上げられるかに挑戦している。

インパクトと企業価値の関係性の可視化

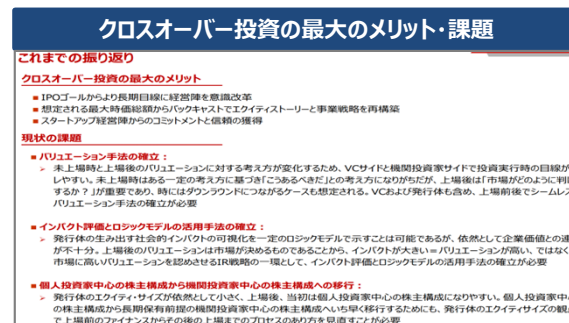
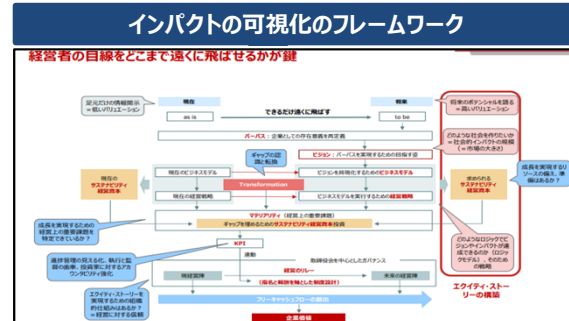
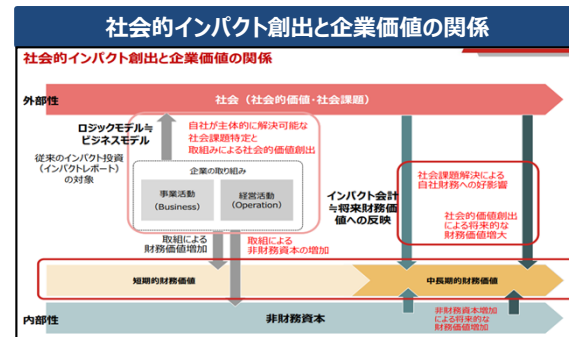
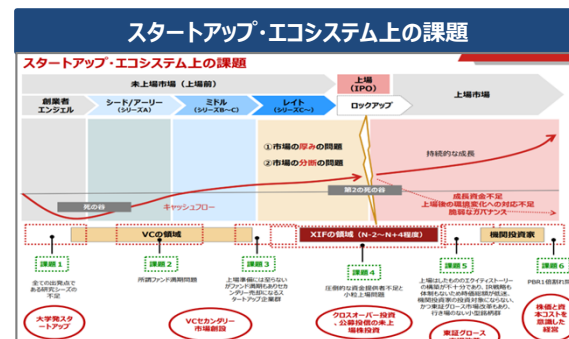
- 非財務的資本の蓄積による将来的な財務価値増加を「内部性」とすると、従来のインパクト投資では、事業活動がどのように社会に作用して価値を生むかという「外部性」に着目し、ロジックモデルを用いてそのインパクトを可視化しているが、将来の企業価値への反映までは余り踏み込んでいない。
- スタートアップでは外部性がターゲットとなる市場の大きさや事業成長のポテンシャルに直結するので、同ファンドではそのインパクトが将来どのように成長の源泉となり中長期的財務価値へ還元されるかまでを一体で可視化する手法をとることで、①経営陣は自社の意思決定や方向性を検証して軌道修正ができるほか、②投資家の企業価値の目線がより具体化するというメリットが生まれる。

具体的なフレームワークと事例紹介

- 具体的には、エクイティストーリーの再構築を起点に、ビジネスモデル、経営戦略、マテリアリティ、KPI、ガバナンス、キャッシュフローを一貫して結びつけるロジックを構築し、企業価値まで落とし込むというアプローチを採用。従来型のスタートアップは、IPO時にどれだけ財務価値を引き上げられるかに焦点が当たりがちなため、経営者の目線をどこまで遠くに飛ばせるかが重要。
- 上場が迫る前のインサイダーの段階でどれだけ取組を進められるかが勝負。各投資先とは、将来インパクトの定義に始まり、ビジネスモデル・事業戦略の妥当性、ガバナンス体制の構築といったステップに基づき、機関投資家との対話に備えたテーマごとの質問を通じて一連の壁打ちを行っている。

クロスオーバー投資のメリットと課題

- 長期投資家加わることでIPOゴール志向から脱却し、経営陣が長期目線になることで、バックキャストによるエクイティストーリーと事業戦略の再構築が進みつつあること、経営陣からのコミットメントや信頼の獲得にもつながったことが成果。
- 一方、未上場と上場におけるバリュエーションの考え方の違いを乗り越えるような手法の確立、インパクト評価を時価総額に反映させる手法の確立や、早期から機関投資家を巻き込むことによる個人投資家中心の株主構成からの移行などは課題として挙げられる。



ケースステディ（対話デモンストレーション）①株式会社ユカリア

◆企業プレゼンテーション（荒木メンバー）

会社概要
経営理念

● 当社は、「ヘルスケアの産業化」をビジョンに、「**変革を通じて医療・介護のあるべき姿を実現する**」をミッションに掲げ、**医療/介護現場の改善、医療/介護従事者・利用者のウェルビーイング向上、患者・要介護者の幸福実現という「三方良し」の実現**を目指す。ミッション実現のための5つの課題に対応して設定したテーマに沿って各種事業を展開しており、**病院の経営サポートをコアビジネスとする。**

価値創造ストーリー (IMM) レームワーク (KPI)

- 2025年度のインパクトレポートはGSG国内諮問委員会のガイダンスに準拠。多角化企業であることを踏まえ、**事業別のロジックモデルとインパクトKPIを整理し、事業間のインパクトの繋がりを可視化している**点が特徴的。ロジックモデルでは、**各事業がミッション実現のための5つの課題やその先のアウトカムにつながり、それらを実現することでビジョンが達成される**という構造になっている。
- IMMのフレームワークとして「**5 Dimensions of Impact**」を活用。特に「Who」については**投資家との対話を通じて受益者を明確化**したほか、「How much」では、**アカデミアと連携**して社会保障費抑制効果などを定量化し**客観性を確保**できるよう工夫している。
- インパクトレポートのロジックモデルに基づくKPI体系では、例えば病院経営サポート事業において、病床稼働率等の事業KPIとインパクトに関するKPIが連動する形で設定されており、事業推進とインパクト創出の両立を図る仕組みとなっている。これらを企業価値の蓋然性にいかに結びつけていくかが重要。

ガバナンス

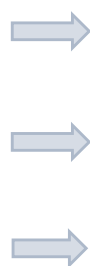
● **KPIは年次で測定し、主要事業のロジックモデルはすべて更新**。第三者レビューは実施しているが、外部監査やOPIMについては未実施。経営陣でしっかり議論し、ステークホルダーからのフィードバックをもらい、修正というPDCAを回しており、**サステナビリティ委員会やインパクト委員会等の設置については検討中**。

インパクトIPOの振り返り

- 当社は時価総額400億円規模でIPOしており、**スケーラブルなインパクトIPOは業界の発展に向けて重要**。**親引け制度活用**により、**適切な価格発見機能**が狙えたほか、**投資家層の拡大と安定株主の確保**ができた。
- 分かりにくく不確実性の高いインパクト企業にとって、**インパクトIPOは適切な株価形成に資する手法**である一方、海外も含めESG投資家でも**インパクトKPIだけでなく業績予測KPIも見て投資を見送る例**もあったため、**日本を支えていくような投資家層の拡大**に期待。

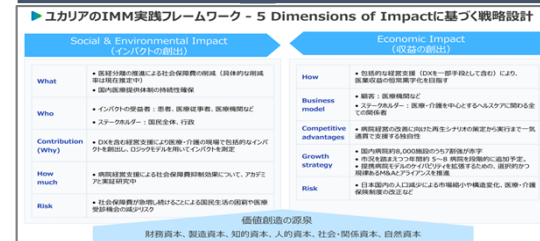
◆対話デモンストレーション

- GSGのガイダンスに沿った開示を進めるプロセスでの気づきや、上場後の投資家との対話における活用状況について知りたい。
- 多角化された各事業が将来成長した際のビジネスモデルの転換や、その途上の事業KPIやマイルストーンについて、IPO時の投資家との対話でどの程度伝えられていたのか。
- システムチェンジ思考を使ってロジックモデルの課題を掘り下げた上で、御社の強みがどう解決に貢献するかをインパクトKPIと併せて示すことで、目指すべき道筋が明確になるのでは。

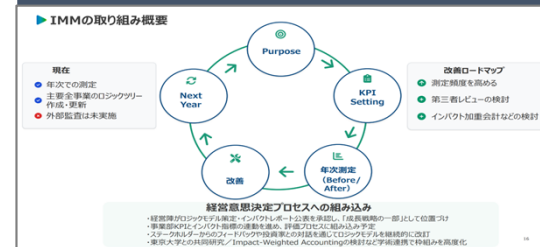


- ガイダンスに基づいた対応可否の判断は難しかった。投資家との対話は、事業KPIや足元の事業状況の議論が中心になりがち。
- To-Beベースからのバックキャストのステップ論の議論が不足し、成長ステップを明示することはできていなかったことは、支援先の拡大につながらなかった要因の一つと考えている。
- 社内に仮説はあるものの、課題が根本的過ぎて開示の仕方が難しい。今後社員を巻き込んで議論を進めていきたい。

5 Dimensions of Impactに基づく戦略設計



IMMの取り組み概要



インパクトIPOの振り返りと業界の発展に向けて

インパクトIPOの振り返りと業界の発展に向けて

課題	詳細
企業価値の向上	<ul style="list-style-type: none"> ■ 本邦初のスケールしたインパクトIPO事例の創出 ■ IPO valuationの適切な価格発見機能
インパクトIPOの普及	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投資家層の拡大と安定株主の確保
振り返り	<ul style="list-style-type: none"> ■ 分りやすい/不確実性の高い（業績予測KPI/Visibilityに課題のある）インパクト企業にとって、適切な株価形成（及び長期の安定株主確保）に資するファイナンス手法であることが、業界全体のVisibilityを高める海外の機関投資家（特に海外のLD、HFを含む）との対話を通じて実現したことが、今後のIPOの発展に資する

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

- 実際にこれからIPOを迎える企業、実際にIPOを経験した企業のケーススタディから具体的な課題や施策を議論できると感じた。(資産運用会社)
- 社会的インパクト創出と企業価値向上の関係性と、**投資家から発行体に対する期待をより具体的に理解できた。**(事業会社(未上場))
- 企業の**具体的なインパクトに関する取組みとそれに対する主に運用機関の所見を聞くことができ、非常に有意義だった。**(その他)
- 少子化、生産労働人口、教育格差等に取り組んでいる企業として**何もかも新鮮で、勉強になった。**(事業会社(上場))

テーマ別 プレゼンテーション の内容

- 黄さんのインパクト投資における伴走支援・対話の実践からの気づきと学びにより、**投資先の目利き力の必要性と投資先企業との対話の難しさを強く感じた。**今村さんのプレゼンテーションでは、株式市場に対する困難を乗り越えるために、長期投資家のコミットメントと同時に、エンゲージメントの必要性や難しさを気づかされた。(保険会社)
- **未上場株投資家にとって、インパクトの創出をコンセプトに掲げることは、何に寄与しているのかについてより深い考察を得たいと思った。**例えば、ソーシングの役に立つのか、リターン役に立つのか、イグジット役に立つのか、そのような議論があろうかと考える。また、**未上場投資家として長期の視点をどのようにもっているのか、より具体的に議論できればと思った。**(証券会社)
- 自社が関与するインパクト投資ではIPOを目指しているわけではないのでこれまであまり考えたことがないテーマだったが、インパクト創出の価値やその可視化という観点では共通する点があると考えられ、**どのような価値向上のストーリーを描き実行し、さらにそれをどう示していくかという議論として興味深かった。**(その他金融機関)

ケーススタディ

- プレゼンターからの**インパクト投資の実践取組みや課題に加え、プレゼン内容を深掘する質疑応答が大変貴重である。**ユカリアさんには個別案件以上にシステムチェンジの重要性、五常さんには特定個人向けに留まらない、地域や国、産業発展に貢献するインパクトを、期待したい。(保険会社)
- 運用側の観点がクリアにされた点、またそれに完全にミートしていなくとも、**対話を通して確認を深められていることがわかり、興味深かった。**(事業会社(未上場))
- 企業が取り組んでいる社会課題やその目標などをどのように分かりやすく伝えていくか、という点は、投資家にとっても企業側にとっても非常に重要であるとともに課題でもあると考えており、**実際の企業様のプレゼンからの議論は大変勉強になった。**時間があまり足りない印象があり、もう少し深く突っ込んだお話も聞いてみたかった。(その他金融機関)

今後への 期待

- **投資先企業と投資家が協業し創出するインパクトについて、種類、重要性、緊急性、難易度について考えてみたい。**(保険会社)
- 上場前後から市場とうまく対話できた企業、そうでなかった企業など**類型化してケーススタディとしてその要因や背景等を特定していくことで何か見えてくるものがあるのではないか**と思う。(資産運用会社)

第3回市場調査・形成分科会（2026年1月23日）

	1. IMMの事例研究	2. ケーススタディによる理解の深化	3. ステークホルダーの協働事例の理解
議論概要	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 第2期の議論の土台となるIMMのフレームワークの理解 ➢ 海外を中心としたIMMの事例の研究 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ IMMのフレームワークを理解の上、インパクトの評価・開示（価値創造ストーリーの作成・サステナビリティ情報の活用）の事例をケーススタディ ➢ インパクトの開示を踏まえた対話におけるノウハウや課題の理解（対話デモ） 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえて協働のあり方を理解
対応テーマ	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	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	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
	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合
	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)
	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫
	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働

データ・指標分科会にて実施

議論の目的 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・機会の両面で価値創造ストーリーに統合することや、（どのような点にギャップ・課題があるかやサステナビリティ情報開示の活用を念頭に置きつつ）企業・投資家双方が期待するインパクトの開示・対話の実践に繋げる。

アジェンダ

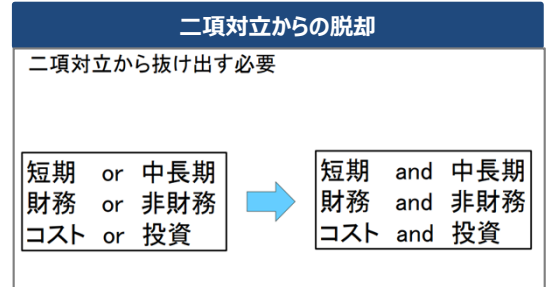
- 第2回分科会の振り返り
- テーマ別プレゼンテーション
 - ① インパクトの価値創造ストーリーへの統合
 - 合同会社 Co-Creat Frontier 菊池 勝也 様
 - ② アセットオーナーによるインパクト投資の実践と課題
 - 日本生命保険相互会社 景山 綾子 様
- ケーススタディ（対話デモンストレーション）
 - ① 株式会社NTTデータグループ（企業プレゼンター：遠藤 荘太 様）
 - ② アサヒグループホールディングス株式会社（企業プレゼンター：西原 香織 様）

テーマ別プレゼンテーション①：インパクトの価値創造ストーリーへの統合

◆ 合同会社 Co-Creat Frontier 菊池メンバー

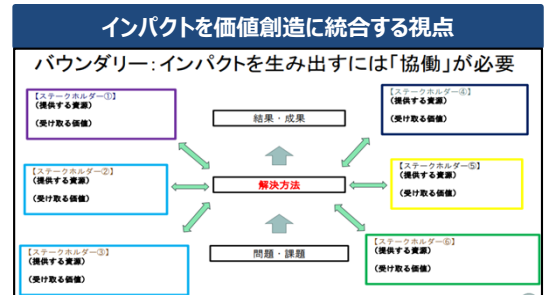
二項対立からの脱却

- 中長期の投資家は非財務、短期投資家は財務を重視するという二項対立的な見方が一般的に存在しているが、**双方を同時に重視する「and」の発想が必要**。
- 特に財務情報は短期であるという発想には再考の余地があり、損益計算書は短期的な情報である一方、貸借対照表は過去の蓄積と将来への投資、成長余力を含む中長期的な情報である。
- 二項対立から抜け出すためには、対となるキーワードを左右に並べていったときに、**自社がそれぞれのポジションをとるべきかの解を探る**ことで、建設的な対話に繋げていくことが有益なのではないか。



① 企業バウンダリーの拡大

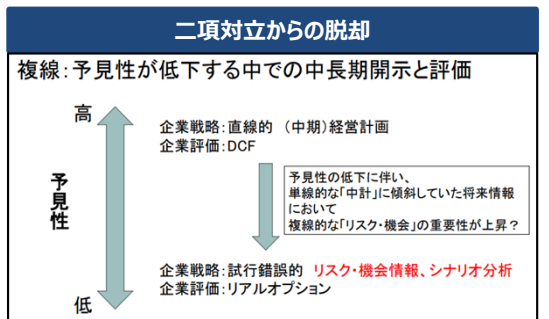
- インパクトを価値創造に統合するための1つ目の視点として、**社会課題の解決においては多様なステークホルダーが関与**することが前提となるため、単一のエンティティに閉じた視点ではなく、**バウンダリーを広げてインパクトを捉える必要**。
- この考え方は、会計ビッグバンを機に**単体から連結**へ、現在では**サステナビリティ開示基準においてバリューチェーン全体の議論に拡張**しているといった点で、**開示制度の変遷とも親和性が高い**。



インパクトを価値創造に統合する3つの視点

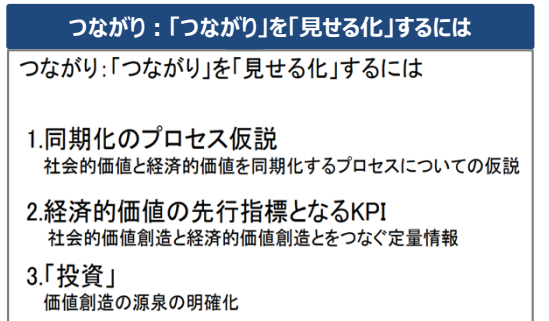
② 単線から複線へのシフト

- 2つ目の視点として、予見性が低い経営環境においては、単線的な中期経営計画のみでなく、**複数の選択肢を想定した試行錯誤的なアプローチが求められ、複線的なリスク・機会の重要性が高まる**。ゴール自体は大きく変化しない一方で、そこに至るプロセスは状況に応じて柔軟に変更され得る。
- ISSB・SSBJ基準では、**まずリスクと機会を識別し、実際の開示に当たっては、投資家の意思決定に影響を与えるかどうかという目線で判断**するプロセスを示しており、これはインパクトにおけるリスクと機会を識別・開示する上でも参考となる。



③ つながりの見える化

- 3つ目の視点は「つながり」である。ISSB・SSBJ基準では**(1) 情報が関連する項目間、(2) サステナビリティ関連財務開示内、(3) サステナビリティ関連財務開示とその他の財務報告書の情報間、**という**3つの「つながり」**を定めている。(2) サステナビリティ関連財務開示内において**ガバナンス・戦略・リスク管理・指標と目標という4つの枠をつなげ、いかに一貫したストーリーを組み立てていくかは、**インパクトを「見える化」することにも有用。
- 「つながり」を「見える化」するためには、第一に、ロジックモデルを用いて**社会的価値を経済的価値に同期化させるプロセスの仮説を立て検証**していくこと、第二に、**経済的価値の先行指標となるようなKPIを探り説得力を高めること、**そして第三に、**価値創造の源泉となる資源・資本に投資し開示**していくことが重要。



テーマ別プレゼンテーション②：アセットオーナーによるインパクト投資の実践と課題

◆日本生命保険相互会社 景山メンバー

システム変革型
インパクト投資とは

- 従来のインパクト投資は、個別の優良事例の発掘や成果測定に重点が置かれてきたが、事業単体ではなく、その事業が成立している市場や制度、意思決定の構造そのものを変えていこうとする「システム変革」の視点が問われている。
- 「システム変革型インパクト投資」の定義は様々だが、特定の事業成果にとどまらず、社会課題を生み出す前提条件に介入する投資行動の総体とすると、重要なのは介入対象であり、市場規制、開示基準、企業慣行、インセンティブ、政策や業界標準などが含まれる。また、善意ある投資家が奮闘しなくとも望ましい行動が合理的に選択される環境を成功した姿とする。

アセットオーナーの種類と役割

- 財務的な投資行為に近いものから、エンゲージメントにあたるものまで、アプローチは様々であり、ソリューション拡大や、単一 이슈 や複数セクターを横断する取組、サプライチェーン全体を包含する手法、マルチアセットの特性を活かした展開のほか、Placed-based Impact Investingのような特定の地域に焦点を当てた取組、市場エンゲージメントを通じた標準化、官民連携などが含まれる。
- アセットオーナーは、長期の時間軸を持つ資金提供者、地域・資産クラスを横断する分散的なユニバーサルオーナーとしての特性のほか、投資判断や議決権行使、政策対話などを組み合わせることによる影響力といった点で、システム変革の主体としての存在価値を有している。

欧米4社における取組事例

- ① 蘭・ファミリーオフィスのBlinkでは、従来の投資判断の前提を変えるというアプローチをとっており、定量・定性を統合した投資判断を導入し、「投資先がどれだけシステム変革への理解を深めることができたか」といった継続的学習の視点も評価対象としている。
- ② 米・年金運用機関のWespathでは、委託先の運用会社への働きかけを重視しており、運用会社と期待水準を維持または引き上げるための交渉を行いながら関係を続けることで、市場への影響力を行使。
- ③ 英・鉄道年金基金のRailpenでは、投資と併存する形で制度変更にも注力しており、レポート公表を通じた監査市場改革への意見表明や、二重議決権に反対するCoalitionの創設などを通じて、政策議論に関与。
- ④ 米・教職員年金基金のCalSTRSでは、長期間をかけて企業の行動変容を促している点が特徴的で、気候変動への対応を起点に、雇用や地域経済を含めた長期的なアクションプランの作成を企業に求め、Just Transitionの取組をマルチセクターに展開。

可能性と課題

- アセットオーナーによるシステム変革の可能性として、長期資本と社会の健全性が一致しているという構造的優位性、投資以外の対話レバの活用、市場標準化への関与などが挙げられる一方、受託者責任の観点での説明の難しさ、成果発現までの時間の長さや測定の難しさ、複数組織での連携が不可欠といった課題もある。
- 日本・アジアの地政学や経済環境の相対的な安定性を生かし、成功事例を積み重ねることで、国際的に存在感のある手法が構築される可能性があるのではないかと考える。

インパクト投資とシステム変革

インパクト投資、システム変革

項目	インパクト	システム変革
■インパクト投資	社会的に意味ある長期的変化 「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	「社会や市場の仕組みを変える」 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
■システム変革	社会・環境全体の広域的な変化	産業、市場、制度、文化などシステム全体
・社会課題を生み出すものを	測定しやすさ	中程度（因果関係が複雑）
・対象：ルール、制度、インセンティブ、慣行、意思決定	中程度	中程度（多主体、複雑系）
・成果は再現・拡張される状態	使われる文脈	インパクト投資、社会価値評価
	典型例	SDGs達成、公共政策、気候システム転換、産業変革
		気候変動緩和、貧困削減
		再生市場形成、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

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・実証的経済や技術をスケール、コスト低下と普及で市場標準へ押し上げる。（例：再生エネ・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、自前リスク軽減）
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た行動変容（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：フロンティアファイナンスで新興国の移行）

欧米4社による取組事例の比較

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」CalSTRS、「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

	CalSTRS	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	シュアードシップ・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	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

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ーで個別案件成否でなく、システムリスク低減＝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・ルール形成を兼ねられる

・市場標準化：開示、移行計画、ガバナンスに投資家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・慣行では中長期の財務合理性の説明が求められる。システム変革は逆行、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だけで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。測れないものややらない理由にしない合意形成が必要

・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

ケースステディ（対話デモンストレーション）①株式会社NTTデータグループ

◆企業プレゼンター（遠藤メンバー）

対話ツール
投資家との

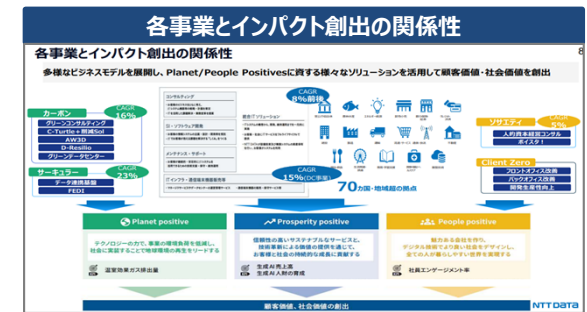
- 当社は、グローバルで幅広い領域のお客様に対し、一定規模以上の様々なサービス/ソリューションを提供する企業として、その取り組みや成果をどのように整理・開示し、投資家との対話に活用するかを検討してきた。
- インパクトの情報は、未開示または分散しているケースも多いほか、限られた対話時間の中で論点が不明確になりやすい。対話の焦点を明確化する上で、**定性・定量情報を含めて流れを整理しポイントを絞ったサマリーを用いることが有益**ではないかと考え、**対話ツール案**を提示したい。

ミッション・マテリアリティ
企業価値向上ストーリー

- 当社は、従来から**経営陣のインパクトへの意識が高く**、“Accelerate positively impact society”という**ミッション自体にインパクト創出が表現**されている。これにより社外だけでなく、15万人いる海外社員においても、インパクトの観点が強く反映されるようになっており、**価値観を全社に浸透させる動きが強まっている**。
- マテリアリティは“**Planet、Prosperity、People**”の3つの**Positive**を軸に**13項目**を特定。従来までITサービス（コンサル、開発、運用、インフラ等）として展開してきた**Prosperityを根幹に、気候変動対応などのPlanetや、人的資本経営などのPeopleに資するソリューションを組み合わせ**てサービスを展開することで、**事業成長と環境・社会への貢献の両立というQuality Growthの実現**を目指している。
- ITサービス全体のCAGR（年平均成長率）が8%前後を想定する一方、Planet Positiveに資するソリューションはでは二桁成長が見込まれることから、こうしたソリューションを将来にわたって展開することが持続的な成長につながると考えている。

管理・推進体制
社内浸透

- インパクトの管理では、**マテリアリティと非財務指標を紐づけて設定**しているが、**中長期目標の設定や、個別事業と全社的な指標との統合は課題**。サステナビリティ関連事業拡大のKPIも設定しているが、全体の売上に占める割合が開示水準に達していないほか、一部の**中長期目標や定義については検討中**。
- 推進体制としては、**代表取締役や欧州の知見がある責任者が委員会をリード**する形で、テーマごとの小委員会に分かれて進めており、**ダッシュボードによる年に数回の進捗管理**を行っている。
- 社内浸透については、**プロジェクトベースでインパクト可視化**することで、**事業の意義の確認やモチベーションの維持**につなげており、**案件が積み重なることで全社的なインパクト創出の根拠となることを期待**。



◆対話デモンストレーション

- インパクト創出と収益創出をどのように結び付けて、事業成長ストーリーを描いているか。また、インパクト創出が期待される案件の中の緊急性や重要性の濃淡に対する捉え方も伺いたい。
- マテリアリティを特定する際に、長期の時間軸での変化も含め、どこまで実際のビジネスモデルを踏まえた判断をしているか。また、社内浸透の取組による社員の意識・行動変化についても伺いたい。
- ESGの観点を踏まえ、インパクトレバーやKPIを設定する準備はされているか。



- インパクトと収益には時間的ギャップがあり、短期的にはProsperityが収益基盤となる一方、長期的にはPlanetやPeopleの領域が成長ドライバーになると考えている。どの案件も重要だが、規制対応が必要ものは特に緊急性・重要性が高い。
- 資料で示した特定プロセスに沿って約1年半かけ、取締役会で何度も議論を重ね特定しており、事業環境やビジネスモデルの変化による影響も考慮。インパクト創出案件の発表会などが意識向上に繋がっているが、社員エンゲージメント指標など定量的な変化としての確認としてはまだ明確となっていない。
- インパクト指標やマテリアリティと企業価値の相関に関する外部データを参考に、コンテンツの拡充を検討しているほか、ステークホルダーとの対話の場でも言及していく方針。

ケースステディ（対話デモンストレーション）②アサヒグループホールディングス株式会社

◆企業プレゼンター（西原メンバー）

経営理念

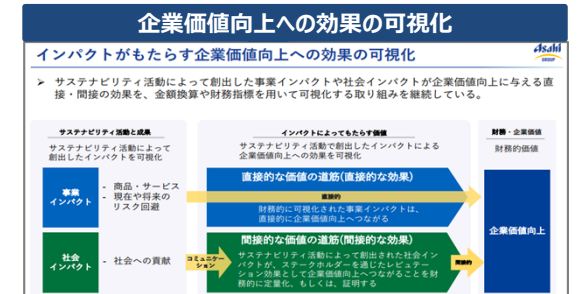
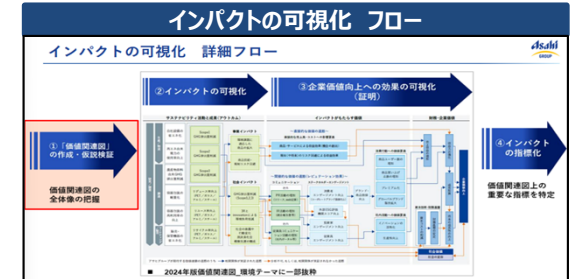
- 当社は、「期待を超えるおいしさ、楽しい生活文化の創造」というミッションを含む経営理念と、これを補完するコーポレートステートメントとの2軸で、企業価値向上に取り組んでいる。事業体制はホールディングスの下に3つの地域統括会社を配置し、酒類・飲料事業を中核に展開。ガバナンスの観点では、執行と監督の双方にサステナビリティ関連委員会を設置している。
- 中長期経営方針では、ビール中心の既存事業の成長と新規領域の拡大を目指すべきポートフォリオとし、グローバルブランドのプレミアム化、ノンアルコール飲料等の拡大を進めている。

価値創造プロセス

- 価値創造プロセスでは、6つの資本とマテリアリティを価値創造の源泉とし、コア戦略（サステナビリティ・DX・R&D）の推進と経営基盤の強化（人的資本の高度化・ガバナンス強化）を進めることで目指すべきポートフォリオを実現するという戦略を推進。戦略を推進することで事業・社会インパクトを創出し、財務・非財務の両面から中長期的な企業価値向上に取り組むことで、経営理念やコーポレートステートメントの実現につなげていく。

サステナビリティと経営の統合
インパクトの可視化

- グループCEOの強いコミットメントの下、サステナビリティと経営の統合を実現すべく、サステナビリティを経営の根幹に位置付け。事業課題と社会課題を起点にマテリアリティ・重点テーマを特定、設定した戦略や目標をアクションプランに落とし込み、各事業の指標・目標に下ろすというプロセスを取締役会等がモニタリングする仕組み。
- インパクトの可視化では、重要指標の特定と投資判断等への組み込み、過程や結果の開示を通じたエンゲージメント向上を主な目的とし、①価値関連図の作成・仮説検証、②事業・社会インパクトの可視化、③企業価値向上への効果の可視化、④重要指標の特定という4段階で進めている。①ではインプットから活動、アウトプット、アウトカム、インパクトまでの流れを仮説として整理し、データにより相関関係を検証。
- 事業インパクトには商品・サービスによる収益効果と、現在や将来のリスク回避による収益効果が含まれると考えており、社会インパクトはインパクト加重会計を活用し可視化を行っている。事業インパクトによる企業価値への直接的な効果と、社会インパクトによるレピュテーション効果を通じた間接的な効果の両面から仮説検証を繰り返すことで、最終的なインパクトの指標化につなげていきたい。



◆対話デモンストレーション

- 企業価値への直接的効果について、商品を購入した顧客が享受する付加価値を含めた顧客インパクトを推計すると関連性がより明確になるのではないかと。⇒
- サステナビリティに対するトップのコミットメントやガバナンスへの組み込みは、どのような契機で醸成されたもので、トップが交代した後も継続する仕組みになっているのか。⇒
- ロジックモデルをISSB/SSBJの4つの枠組みと併せてストーリーとして整理することが有効なのは。インパクトに関する定量データを将来の企業価値評価にどう活用するかは投資家側の課題。

- 間接的効果は難易度が高いが、直接的効果についても、消費者の購買意向別の事業インパクトの分析には至っておらず、環境理由以外の健康志向などの切り口も含め、今後整理と深化を進めたい。
- インパクト可視化は、投資家との対話を経てCEO自身が感じた強い問題意識が契機となっている。経営陣からのバックアップもあるほか、取組は拡大予定であり、サステナビリティと経営の統合に仕組みとして組み込まれており、トップ交代後も継続するものと考えている。

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

- ケーススタディ、特にアサヒホールディングスさんの先進的な開示取組みに関するディスカッションは、今後の開示のあり方を考えるにあたり、非常に有益だったと考える。（資産運用会社）
- 概論から海外の事例紹介、日本の企業のケーススタディまで盛り沢山の内容であり、示唆に富み深掘りをしたくなるものだった。ファミリーオフィスや教会年金など海外の事例を知る機会は非常に貴重であり、日本に先行する動きとして今後も取り上げて欲しいテーマだと思った。（保険会社）
- アセットオーナーにおけるシステムチェンジ投資についてさらに対話を深め、コレクティブな動きとしていきたい。（非営利法人）

テーマ別 プレゼン テーション の内容

- 投資家の考え方の共有が参考になった。（資産運用会社）
- ケーススタディとの関連を明確にするポイントを提示したうえで、プレゼンする方が全体的にメッセージが伝わるかと感じた。（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）
- 日本生命の景山氏が、PRIや気候変動対応のイニシアチブをインパクトの視点からとらえている点は新鮮だった。また、システム変革インパクト投資の可能性で「100年先にどのような形が繁栄の形なのか、それに対し投資がどう貢献できるか」という話があったが、そこまで到達するには金融機関の連携とそれをコーディネートする存在（日本では金融庁）が必要であり、その役割の重要性を改めて感じた。（保険会社）

ケーススタディ の内容

- インパクトの可視化の考え方や取組みの状況、課題などのお話が特に参考になった。企業とのデモンストレーションも有益と感じている。（資産運用会社）
- 先進的な部分と課題を感じている部分がクリアに理解でき、企業の取組みへの示唆が多かったのではと思う。（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）
- 登壇された2社（NTTデータ様、アサヒG様）が、インパクトの社内への浸透や収益への効果などへの不安や疑問を抱えつつも、それでもインパクト経営を前進させようとしている姿が印象的だった。同じインパクトエコノミーの担い手である投資家側として、何ができるかを考えさせられるきっかけとなる内容だった。（保険会社）

今後への 期待

- 質疑応答の時間を増やして頂くと、さらに満足が高まるように感じている。（資産運用会社）
- とても素晴らしいテーマと議事だった。実際の実例のプレゼンと、それに対する有識者であるディスカッションメンバーによるコメントは、インパクトコンソーシアムの会員機関様にとても有益だったと拝察する。特に事例発表者様が実際現場で取り組む中での悩みや課題についても触れる機会があったことは共感を呼んだ内容だった。（資産運用会社）
- 「インパクト投資」と括ってしまうとハードルが上がるので、インパクトを目指す企業の取組みを経営戦略にいかに関わり込むかということと、かかる経営戦略をどのように評価するかという観点で整理すれば、間口が広がるのではと思う。（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）
- 拝聴する度に、大企業、金融・資本市場、地域などの「インパクトエコノミーの担い手」の深化を感じる。また、それとともに、より良い社会と新しい産業の育成のために、これら担い手の思いを社会にどう伝え、どう発展させていくのかの重要性も強く認識している。（保険会社）
- コレクティブなシステムチェンジに向けた動きが起きることを期待している。（預金取扱等金融機関）

第4回市場調査・形成分科会（2026年3月4日）

	1. IMMの事例研究	2. ケーススタディによる理解の深化	3. ステークホルダーの協働事例の理解
議論概要	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 第2期の議論の土台となるIMMのフレームワークの理解 ➢ 海外を中心としたIMMの事例の研究 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ IMMのフレームワークを理解の上、インパクトの評価・開示（価値創造ストーリーの作成・サステナビリティ情報の活用）の事例をケーススタディ ➢ インパクトの開示を踏まえた対話におけるノウハウや課題の理解（対話デモ） 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえて協働のあり方を理解
対応テーマ	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	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	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
	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合	② インパクトの価値創造ストーリーへの統合
	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)	(③ インパクトデータの信頼性・解像度の向上)
	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫	④ 企業と投資家との対話の創意工夫
	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働	⑤ システム的思考と協働

データ・指標分科会にて実施

議論の目的 アセットオーナー・アセットマネージャーなどのステークホルダー間の協働事例を踏まえ、複雑な社会・環境課題を生み出している構造（システム）の解決に向けたインベストメントチェーンの主体間の協働の重要性やあり方について理解する

アジェンダ

- 足元の議論のまとめ
 - ① 第3回分科会の振り返り
 - ② ディスカッションメンバー会の開催報告
 - ③ GSG Impact Japan インパクトIPO WGのワークショップの開催報告
 - ④ システムチェンジ投資の定義・意義と論点整理
- 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
 - ① 株式会社かんぽ生命保険 野村 裕之 様
 - ② 三菱UFJ信託銀行株式会社 加藤 正裕 様
- 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 英幸 様

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①

◆株式会社かんぽ生命保険 野村メンバー

インパクト投資への思い
・期待される効果

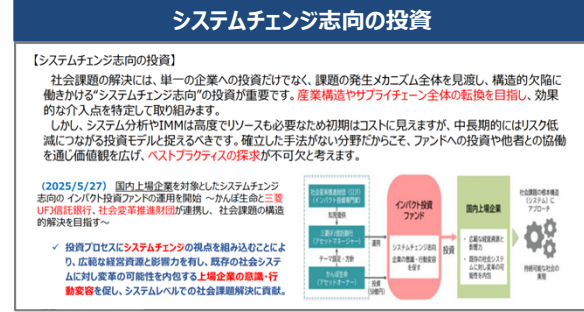
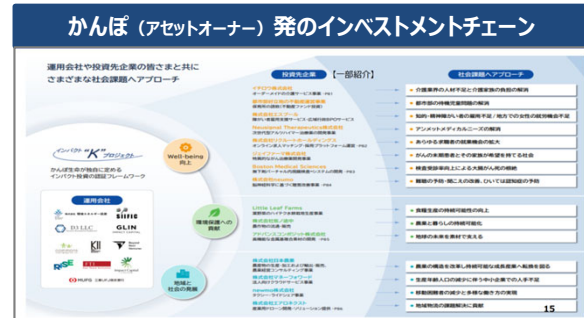
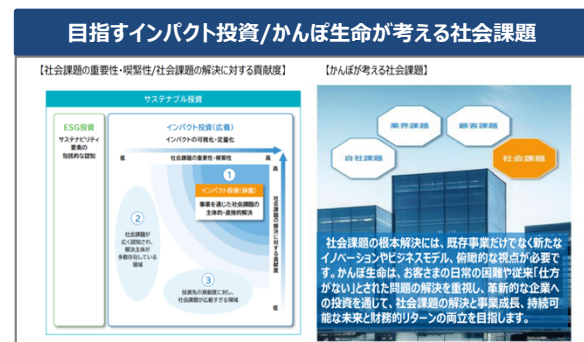
- 当社は、2022年より「インパクト“K”プロジェクト」でインパクト投資を本格的に実践。あらゆるステークホルダーに対する社会的責任を果たすという観点から、**持続可能な未来の実現と長期的・安定的リターン**の獲得との両立を重視し、**3つの重点テーマ（Well-being向上、地域・社会の発展、環境保護）**を掲げて投資を実行。
- インパクト投資は当社の機関投資家としての運用スタイルと時間軸の観点で親和性が高い。インパクト投資によって期待される効果として、**①持続的安定的な社会・市場の形成、②社会課題解決を担う優れた事業・技術の発掘**（及び当社の運用力向上による企業価値向上や人材育成）、**③新たなシステムの構築**が挙げられる。

目指すインパクト投資
・認証要件

- **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新たなイノベーションやビジネスモデル、俯瞰的視点**が必要であり、持続的な未来と財務リターンを両立するための目利き力とプロセスを重視。
- 「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。
- 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。

インパクトシステム投資における進化・深化

- **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、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。
- 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。
- **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。



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②

◆三菱UFJ信託銀行株式会社 加藤メンバー

システムチェンジ投資の
検討の背景・定義と課題

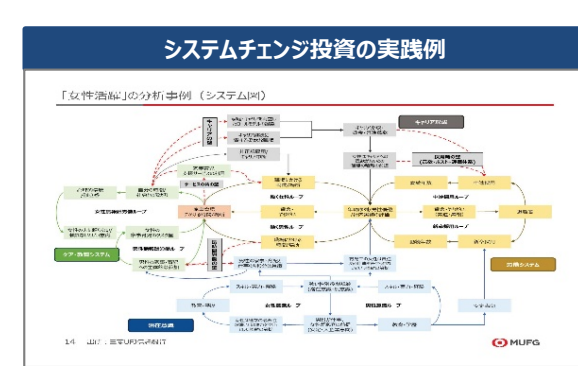
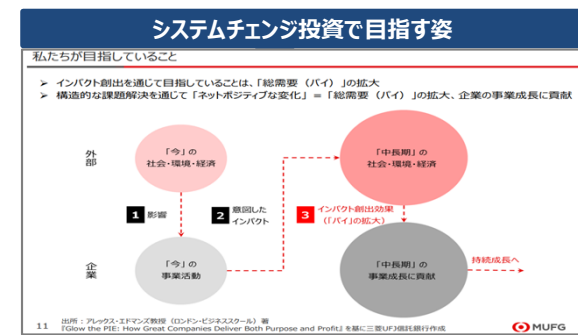
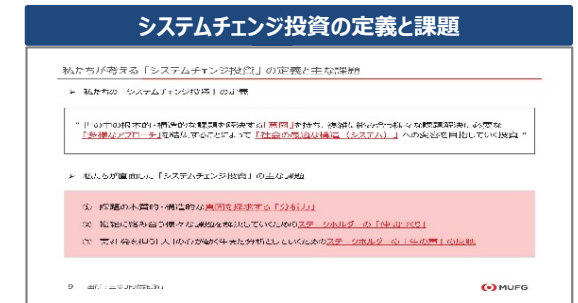
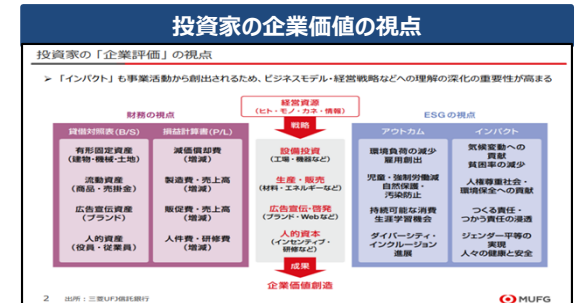
- 当社は2021年に国内上場株のインパクト投資ファンドの運用を開始し、より大きなインパクト創出とリターン獲得の両立を検討する中で、システムチェンジ投資の考え方に巡り合った。まずは「**原点回帰**」ということで、**インパクトを創出している企業の評価を見直し、企業の事業活動・ビジネスモデル・戦略がどのようにESGやインパクトと繋がっているか**を理解するところから開始。
- その中で、**ビジネスモデルやインパクトの定義に対する共通理解**のもとで意見交換を行うことの重要性も再認識。当社では解決すべき**社会課題を需要と供給のギャップ**と定義し、企業の製品・サービスの供給が増え、需給ギャッ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**。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。

システムチェンジで変えたこと・変えないこと

- 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。
- 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
評価視点・実践例

- 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**においては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（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

サーキュラーエコノミーの背景と欧州の動き

- 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。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。

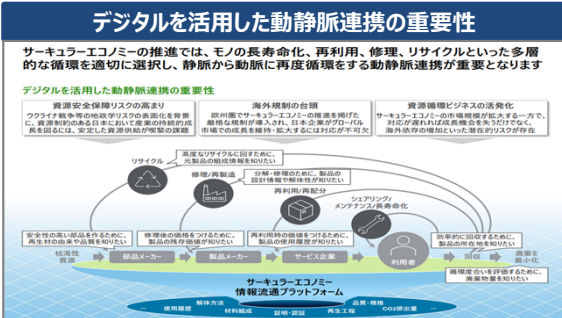
主要各国の主な関連政策動向

資源循環に関しては、欧州が特に積極的に政策立案に取り組んでおり、それ以外の国も2020年代に入ってから戦略から行動計画に至る取り組み方針を相次いで発表しています

国	政策内容	年次
欧州	「欧州グリーンディール」発表 「エコデザイン規則(ESPR)」 「デジタル製品パスポート(DPP)」 「CIRPASS」の立ち上げ	2019年 - 2025年
日本	「資源循環推進法」施行 「循環型経済行動計画」発表 「循環型経済ビジョン2050」発表 「循環経済パートナーシップ」設立 「エコデザイン」発表 「資源循環推進法」改正案発表 「CIRPASS」の立ち上げ 「エコデザイン」発表	2019年 - 2025年
アメリカ	「再資源化法」施行 「グリーンニュー딜」発表 「グリーンニュー딜」発表 「グリーンニュー딜」発表	2021年 - 2025年
中国	「資源循環推進法」施行 「資源循環推進法」施行 「資源循環推進法」施行	2021年 - 2025年

国内における官民の連携プラットフォーム・企業の動き

- 日本国内では、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**（新品崇拝）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。



果たす役割

- 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と。



ディスカッション（システムチェンジ投資について）

システムチェンジが実現するための条件

■ どのような条件が揃えば、システムに構造変革が起きると思うか。

- 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共感する。企業を支援する際にはファーストムーバーとフォロワーの大きく2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。

パイの拡大について

■ これまでの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（社会課題解決の拡大とリターンの上昇）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分けはしていない。これまでインパクト投資に取り組むなか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重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。
- 課題解決の過程で新しい先行投資が必要な領域が見つかり、投資家側もそこに投資をするという形で、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。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。

システム図の作成・マルチステークホルダー間の連携

■ システムマップ作成に係るコストとのバランスを考えた際に、対象領域を限定せずにあえてシステムチェンジのファンドとして打ち出した意味は。

- 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ことは先行投資にもなり得る。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において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（運用会社）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。

大企業への期待

■ 大企業の社会的影響力について、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、個別企業のインパクト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

- 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りえると考えている。

受託者責任との関係

■ システムチェンジの観点ではやった方がいいが、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について、どのように考えるか。

- 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はいえないと考えており、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。

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

- まだ**コンセプトとしても比較的新しいシステム投資という概念を、具体化し取組みを進められている方々のご発表が大変参考になった**。発表や質疑の様子を伺いながら、システム投資は今後も建設的な議論を経て、より概念の定義なども進めながら、事例を積み重ね、発展していく未来を感じた。（資産運用会社）
- システムチェンジ投資に対し、ディスカッションメンバーが各々の立場で発言されており、**実行可能性の高さを感じることができ、有意義だった**。（証券会社）
- **金融機関や機関投資家の生の声が聴けて参考になった**。財務は必ずしも短期ではない、という意見は重要だと感じた。（シンクタンク・コンサルティング会社）

プレゼンテーションの内容

システムチェンジ投資・協働の事例

- 2社の取組みを拝聴しご努力に頭が下がる。**実践する意志の強さが素晴らしい**と思う。（シンクタンク・コンサルティング会社）
- 初めて聞いた言葉ではあったが**システムチェンジ投資という概念は、気候変動や経済格差のような問題に切り込むアプローチとして、可能性を感じた**。今後、アンテナを張っていきたい。（シンクタンク・コンサルティング会社）
- プレゼンされたかんぽ生命様、三菱UFJ信託銀行様を軸に、**インパクトコンソーシアム会員が賛同する形で本分科会での議論を形とするようなファンド組成などができたら理想的ではないか**なと思った。（証券会社）

システム思考で設計する循環型経済

- 循環型経済を巡る動向などを学ぶことができた。（資産運用会社）
- 業界横断的な取組みが求められるもので個社単体では依然としてハードルは高いが、一方で、**循環型経済形成に向けて協調的な協議ができればスピード感をもって進展する領域であると理解した**。（証券会社）

ディスカッション

- 事業会社、特に社会システムにおいて大きな役割を担っておられる大企業ではなく、**特定領域に特化するスタートアップが、システムチェンジ(投資)をどのように捉えるべきか**思案している。システムチェンジは基本的には投資家目線・主導の話であり、スタートアップ側はインパクト創出/事業戦略の立案に際してシステムチェンジ的な視点を持つことは有益ではあるものの、実際の事業投資の判断に際しては特定領域にリソースを集中投下することがむしろ重要なのではないか、などと考えた次第である。（事業会社（未上場））
- 投資家に求められるものは**「目利き力」はもちろんだが、「調整力」が問われるのでは**と思った。課題は**「システム」とは何か**であるように考える。小さなものまで含めると、あらゆる企業の取組みがシステムチェンジを目指しているともいえ、投資が目指すものとの差異が不明確になるのではと思った。また、10年先、20年先の正確な予想は困難なので、**目指すシステムチェンジを常に微調整し続ける必要があるのでは**とも思った。（シンクタンク・コンサルティング会社）

今後への期待

- **投資家の貢献の事例や考え方**について議論したい。（資産運用会社）
- 順当に資本主義的な経済・社会を運営していくと、必然的に、環境問題や経済格差は生まれてしまうが、そのことがシステム自体を台無しにするリスクを孕んでいるので、**市場形成というアイデアは、やはり社会の安定の核となる**気がする。（もちろん市場を支配するという考えは取るべきではないが）昨年、アセモグル氏を読んだことを思い出すが、先進国は相対的にはうまいことやっているが、決して楽観はできない。（シンクタンク・コンサルティング会社）
- **本分科会とデータ・指標分科会を横断する議論**も拝聴できると有難い。（証券会社）