

インパクトコンソーシアム
市場調査・形成分科会報告書

2025年6月



目次

要旨.....	2
1. はじめに.....	3
2. 上場市場におけるインパクト投資	4
2.1 インパクト及びインパクト投資の定義・考え方	4
2.2 インパクト投資市場の現状	6
2.3 インパクト創出及びインパクト投資の意義・メリット	8
2.4 上場株式へのインパクト投資の特徴.....	11
3. インパクトの特定・測定・管理	13
4. インパクトの開示・対話	17
5. アセットオーナーによるインパクト投資	20
6. おわりに.....	23
Appendix	24
1. インパクト投資及びインパクト創出に関する取組事例	24
2. インパクト投資の取組主体	40
「市場調査・形成分科会」におけるディスカッションテーマ.....	41
「市場調査・形成分科会」ディスカッションメンバー等名簿（2025年4月時点）	42

「市場調査・形成分科会」報告書

要旨

インパクトコンソーシアム「市場調査・形成分科会」は、我が国のインパクト投資市場の概況を整理し、我が国の市場の特性や海外における取組みを踏まえつつ、インパクト投資の裾野拡大に向けた課題等について議論することとされている。

初年度は、特にエクイティ投資の中でも上場株式へのインパクト投資に着目しつつ、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を行い、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、議論の要諦を取りまとめた。

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。Impact Management Platformは、企業固有のリスクや機会のみだけでなく、環境・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と整理している。

インパクト投資は、社会が今後もサステナブルに発展していくために必要不可欠であり、インベストメントチェーンの各主体が連携してコレクティブ・インパクトを創出することで、各主体が能動的に環境・社会課題にアプローチすることが必要である。

上場株式へのインパクト投資の特徴として、上場企業の事業規模の大きさから、投資を通じて創出が期待されるインパクトも大きい一方で、課題として、資本面でのアディショナリティの限界、企業と投資家の対話の重要性、時間軸のギャップ等が存在する。

こうした中、例えば多角的な事業にインパクト投資を行う場合には、ポジティブ・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ある。

また、上場企業と投資家の間で対話を深めるには、企業がインパクトに取り組む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、可視化・定量化されたインパクトのウェイトの大小よりも、インパクトを創出する事業を成長させることへの経営陣の意向の強さや経営戦略に時間軸とともに合理的に織り込まれているかが重視される。

さらに、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ともに、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である。

今後、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、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、③インパクトデータの信頼性・解像度の向上、④システマ的思考と協働、⑤企業と投資家との対話の創意工夫が挙げられる。

本文

1. はじめに

インパクトコンソーシアム「市場調査・形成分科会」は、我が国のインパクト投資市場の概況を整理し、我が国の市場の特性や海外における取組みを踏まえつつ、インパクト投資の裾野拡大に向けた課題等について議論することとされている。

初年度は、特にエクイティ投資の中でも上場株式へのインパクト投資に着目しつつ、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、企業・アセットマネージャー・アセットオーナー・証券会社から計 17 名の多様なメンバーが中心となり、2024 年 8 月から 2025 年 4 月にかけて計 5 回の分科会を開催して議論を行った。

インパクト投資の最大の特徴はあらゆる主体がインベストメントチェーンの一部を構成している点にあり、環境・社会課題の解決の重要性が増す中、インベストメントチェーンの各主体が連携してインパクトを創出することで、環境・社会課題の解決につなげていくことが重要であると考えられる。

こうしたインベストメントチェーンの多様な主体で構成されている本分科会として、インパクト創出やインパクト投資に関する実務的な知見の蓄積・共有だけでなく、インパクト創出やインパクト投資に取り組む意義・メリットの理解の浸透を通じて、インパクト投資市場に参加する市場関係者の裾野が拡大していくことを期待している。

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。

なお、本報告書を執筆した本分科会のディスカッションメンバー等は以下のとおり。

2. 1 インパクト及びインパクト投資の定義・考え方：白石座長、黄副座長
2. 3 インパクト創出及びインパクト投資の意義・メリット：井浦副座長、黄副座長
3. インパクトの特定・測定・管理：松本ディスカッションメンバー
4. インパクトの開示・対話：坂本ディスカッションメンバー
5. アセットオーナーによるインパクト投資：岩渕ディスカッションメンバー
野村ディスカッションメンバー
6. おわりに：白石座長、黄副座長

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

まず、インパクト及びインパクト投資の定義については、一般的に以下のように整理されている。

「インパクト」とは、事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的变化や効果（短期・長期間わかない）を指す⁽¹⁾。

「インパクト投資」とは、財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・環境的变化や効果を同時に生み出すことを意図する投資行動を指す^{(2) (3)}。

従来の投資判断は、財務的リターン及びリスクに基づいて行われるのに対し、インパクト投資では、受益者や社会全体に対する事業の便益である「インパクトリターン」と、受益者や社会全体に事業が期待通りのアウトカムを創出するか、当該事業が負のインパクトをもたらすかどうか分からない不確実性である「インパクトリスク」も考慮し、投資判断が行われるとされている。

インパクト投資の構成要素としては、以下の4点が挙げられている：(1) 社会的及び環境的インパクト創出の意図があること（**Intentionality**）、(2) 財務的なリターンを追求すること（**Financial Returns**）、(3) 多様なアセットクラスで実行可能であること（**Range of Asset Classes**）、(4) インパクトの測定・報告を行うこと（**Impact Measurement**）⁽⁴⁾。なお、本報告書では、インパクト投資の投資とは、上記の構成要素を満たした上場・非上場株式への投資のほか、融資等の多様なアセットクラスも含む。

「インパクト測定・マネジメント（**Impact Measurement and Management**）」（以下、**IMM**）とは、ビジネス上の活動が人や地球に与えるポジティブとネガティブの両方の影響を特定し検討することを含み、その上で自身の目的と整合させつつネガティブな影響を低減し、ポジティブな影響を最大化する方法を見出し、実践する反復的なプロセスのことを指す⁽⁵⁾。

我が国においてインパクト投資の基本的要素を整理したものとしては、金融庁が2024年3月に公表した「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的な指針」が代表的なものであり、インパクト投資とは、投資として一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的な効果」の実現を企図する投資であると整理されている。また、インパクト投資として実現が望まれる基本的要素として、①実現を「意図」する「社会・環境的効果」が明確であること（**Intention**）、②投資の実施により、効果の実現に貢献すること

(1) GSG Impact JAPAN の定義

『日本におけるインパクト投資の現状と課題 2024 年度調査』

（一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）発行／GSG Impact JAPAN National Partner 監督）

<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2024.pdf>

(2) Global Impact Investing Network (GIIN)におけるインパクト投資の定義

<https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/#what-is-impact-investing>

(3) 金融庁・GSG 国内諮問委員会共催「インパクト投資に関する勉強会」フェーズ2 デット IMM 分科会「デットにおけるインパクトファイナンスの考え方とインパクト測定・マネジメントガイドランス」

（https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/GSG_Guidebook_IMM.pdf）では、インパクト投資（インパクトファイナンス）は、投資家や金融機関にとって、それぞれの機関の特性に応じた適切なリターンを確保することが前提となっており、フィランソロピーではないことが明示されている。

(4) GIIN「Core Characteristics of Impact Investing」

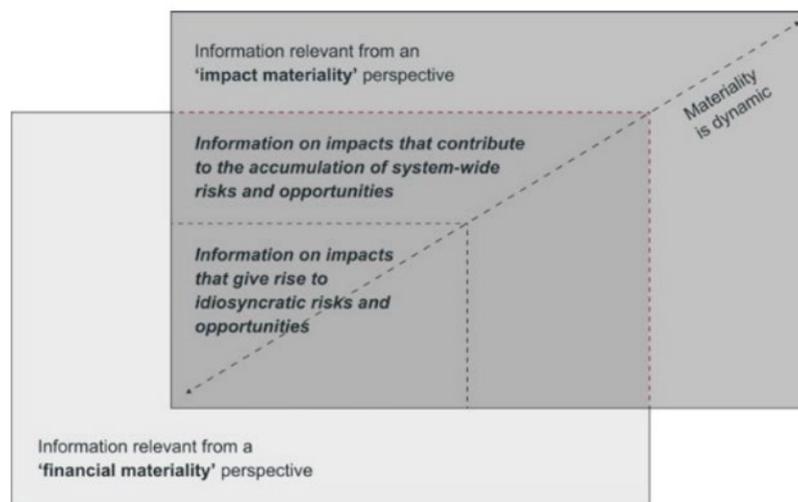
<https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/post/core-characteristics-webfile.pdf>

(5) GIINにおけるインパクト測定・マネジメント（Impact Measurement and Management、IMM）の定義

(Contribution)、③ 効果の「特定・測定・管理」を行うこと (Identification/Measurement/Management)、④市場や顧客に変革をもたらし又は加速し得るよう支援すること (Innovation/Transformation/Acceleration) とされている⁽⁶⁾。

なお、上場企業や金融機関においては資本市場からのサステナビリティに関連するリスクの管理や情報開示の要請が加速しているが、Impact Management Platform (IMP) の2023年のレポートでは、多くの場合、企業固有のリスク対応にとどまり、環境や社会全体のシステムとしてのリスクや(事業)機会を捉えられていないと指摘されており、財務的マテリアリティ(重要事項)とインパクト・マテリアリティの関係性について以下の(図表1)とおりに整理されている⁽⁷⁾。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だけではなく、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、という整理である。IFRS サステナビリティ関連財務情報開示、GRI サステナビリティ開示等の開示規制とインパクトとの関係性の概念整理として参考になろう。

(図表1) 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



以上のように、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際的にも我が国においても共通認識が醸成されつつあるといえるが、インパクトを創出する企業活動は多種多様であるほか、インパクトの定量化・比較データの分析は途上で定量的な測定が難しい分野も存在する。今後、企業活動の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間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。

(6) 金融庁「インパクト投資(インパクトファイナンス)に関する基本的指針」

<https://www.fsa.go.jp/singi/impact/siryou/20240329/01.pdf>

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

<https://impactmanagementplatform.org/wp-content/uploads/2023/06/The-Imperative-for-Impact-Management.pdf>

2.2 インパクト投資市場の現状

足元のインパクト投資残高を見ると、全世界では2024年時点で約235兆円（1.571兆ドル）、我が国ではGSG Impact JAPANによる日本国内拠点の法人を対象にした調査⁽⁸⁾によると、2024年3月末時点で約17兆円となっている⁽⁹⁾。

また、アセットクラス別に見ると、エクイティ投資については、海外では非上場株式が投資家数・投資残高ベースともに大宗を占め（それぞれ73%・43%）、上場株式（それぞれ18%・7%）と比較すると高い割合を占めている⁽¹⁰⁾。我が国においては、GSG Impact JAPANによる上記調査によると、国内・海外向け投資ともに、投資家数（日本国内拠点の法人の回答組織数）ベースでは非上場株式が上場株式よりも高い割合を占めているものの、投資残高ベースでは大きな相違はない（図表2）。

さらに、同調査の投資先の分野を見ると、国内向け投資は投資家数・投資残高ベースともに「気候変動の緩和」が最も高い割合を占め、「健康/医療」が次いで高い。海外向け投資は投資家数ベースでは「健康/医療」、投資残高ベースでは「気候変動の緩和」が最も高い割合を占め、総じて、気候変動やヘルスケア等が我が国におけるインパクト投資の主要な投資対象分野となっている（図表3）。

(8) 『日本におけるインパクト投資の現状と課題 2024年度調査』

（一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）発行／GSG Impact JAPAN National Partner 監督）

<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2024.pdf>

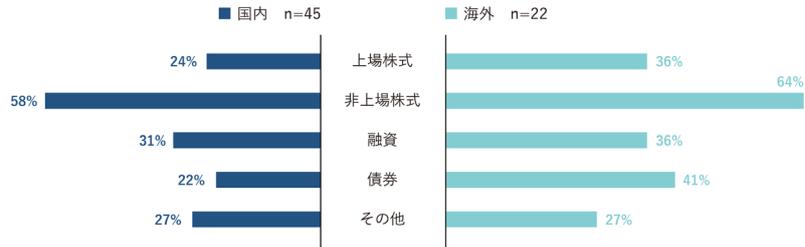
(9) 上記の残高は、アンケート回答結果の積み上げであり、厳密な意味でのインパクト投資の市場規模推計にはあたらな
い。また、一部2024年6月末又は9月末時点における投資残高である。

(10) Hand, D., Sunderji, S., Ulanow, M., Remsberg, R., & Xiao, K. (2024). State of the market 2024: Trends, performance and allocations. Global Impact Investing Network (GIIN). New York.

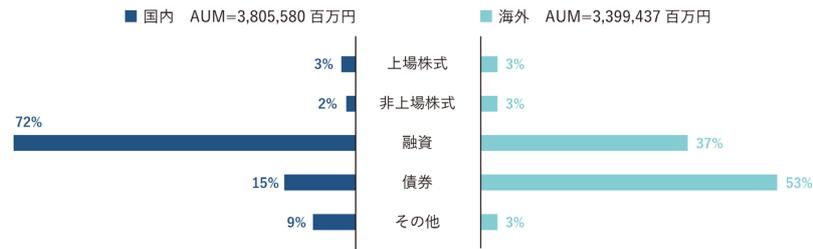
<https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/giin-stateofthemarket2024-report-2024.pdf>

(図表2) インパクト投資のアセットクラス (国内・海外向け投資)

[回答組織数ベース]



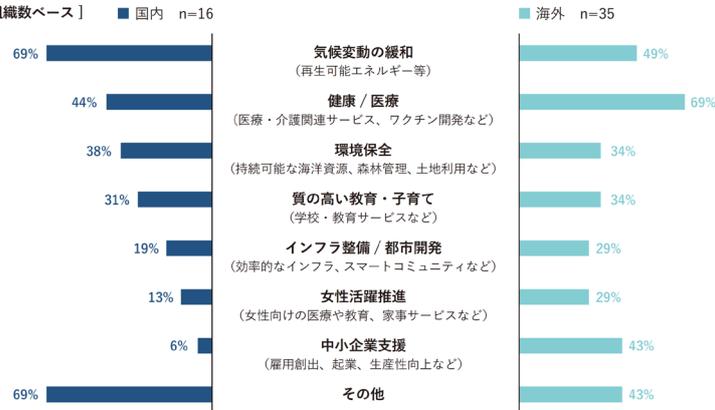
[投資残高ベース]



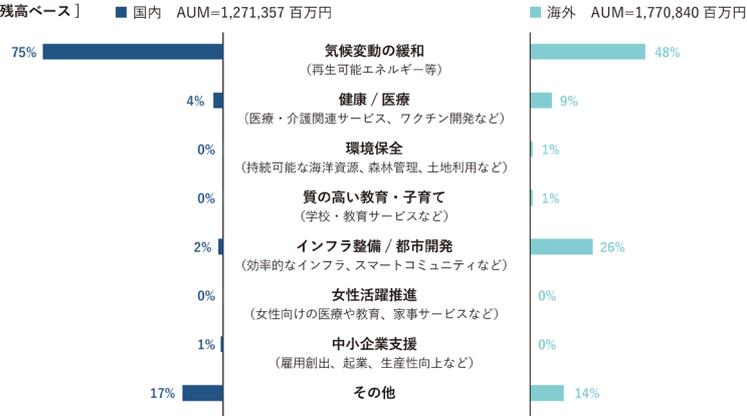
出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2024年)」(GSG Impact JAPAN)を基に作成
対象設問「質問4. 質問3で回答された投資手法(アセットクラス)別の割合について、国内向け投資と海外向け投資の内訳(%)
をご記載ください。」

(図表3) インパクト投資先の分野 (国内・海外向け投資)

[回答組織数ベース]



[投資残高ベース]



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2024年)」(GSG Impact JAPAN)を基に作成 対象設問「質問5. 質問1で回答
されたインパクト投資・インパクトファイナンス残高を「100(%)」としたとき、投資分野別の割合(%)をご記載ください。」

2.3 インパクト創出及びインパクト投資の意義・メリット

人類誕生以来、人々は知恵と技術により様々な困難を克服し発展してきた。他方、人類の活動は地球環境のバランスを崩し、様々な環境・社会課題が顕在化している。これまでは主に行政がこうした課題に対応し、さらに投資家や企業が投資を通じて課題解決に貢献するとともに、地域コミュニティや NPO 法人等、規模の大小を問わず多くの主体が課題解決に取り組んできた。しかし、各主体が個別最適を行う従来のアプローチでは解決が困難なほど環境・社会課題は深刻化・複雑化し、私たちの社会の持続可能性を脅かしている。こうした状況において、**インパクト投資**という投資手法が生まれたことは、**私たちの社会が今後もサステナブルに発展していくために必要不可欠**であり、必然性を帯びているのではないか。

インパクト投資の最大の特徴はあらゆる主体がインベストメントチェーンの一部を構成しているということであり、これは今までのアプローチにはなかった点である。マテリアリティに対する具体的な活動の主体は企業であるが、その従業員は社会を構成する人々であり、その企業に投資するアセットマネージャー、さらにその資金の出し手であるアセットオーナー、そしてアセットオーナーの受益者は一人ひとりの市民であり、同時に環境・社会課題の影響を受ける主体でもある。一人ひとりの**投資判断、消費行動の一つひとつがインパクトのエコシステムに直結し、影響力を行使**する。また、環境・社会課題は非常に複雑であり、その因果関係を紐解いて効果的な解決策を導き出すことは非常に難解である。こうした観点からも、シンプルなインベストメントチェーンでは対処することは難しく、国家や地域行政、NPO 等の様々な主体と連携し、複合的に対応していく**コレクティブ・インパクトの必要性**が認識され始めている。社会の一人ひとりがより自覚を持ち、**インパクト投資を通じて能動的に環境・社会課題にアプローチすることが必要**であると考えられる。

各主体にとってインパクトに取り組む意義は何だろうか。まず企業にとってはその**存在意義の証明**ではないだろうか。あらゆる企業は創業時に何らかの目的（志）を持って設立され、そして事業を拡大し、売上を計上する中で何らかのインパクトを生み出している。その基本的な事実を改めて振り返り、見つめ直すことで、自社の目指すべき方向性や社会に向けて成すべきことが見えてくると考える。それこそが、5 Dimensions of Impact（インパクトの5つの基本要素）⁽¹¹⁾ でいう What?であり、活動の動機である Why?であり、「インテンション」と呼ばれるものである。その旗印のもとには人は集まり、同じ志を持って企業活動を推進していく。そのインテンションに共感を持った社員が多ければ多いほど、思いが強ければ強いほど、それは**大きな推進力**となっていく。インテンションは従業員に限らずあらゆるステークホルダーにとっての**相互理解の起点**となる。顧客はそのインテンションに裏打ちされた商品・サービスを付加価値や信頼性の一基準として判断し購買行動が

(11) IMP の 5 Dimensions of Impact（インパクトの5つの基本要素）のフレームワークでは、インパクトを「WHAT（アウトカムの内容や重要度）」、「WHO（アウトカムが現れている対象）」、「HOW MUCH（大きさ、深さ、期間を含めたアウトカムの発生度合い）」、「CONTRIBUTION（変化に対する貢献度合い）」、「RISK（予期されるインパクトがなかった場合のリスク）」の5つの基本要素で捉えている。

<https://impactfrontiers.org/norms/five-dimensions-of-impact/>

発生する。強力な顧客網の構築は SOM (Serviceable Obtainable Market) の拡大、成長の持続性、耐久性を向上させ企業価値を向上させるだろう。アセットマネージャーはそのインテンションからその企業が生み出すインパクト、事業成長性から企業価値を割り出し、そのトータルリターンを目的に投資判断を下す。アセットオーナーはそうした投資家の活動を評価して資金提供の判断を行い、その先にいる最終受益者の意向(利益)に沿うために投資行動を行っている。そして最終受益者は社会の構成員そのものであり、企業の顧客でもある。こうしてインベストメントチェーンは循環し、インテンションが魅力的であればあるほど、共感を得れば得るほどそのサイクルは太く大きく育っていき、環境・社会課題の解決の大きなインパクトを創出する。

もう少し具体的に企業と投資家の相互理解のプロセスを掘り下げてみる。企業がインパクトに取り組むためには、起点としてインテンションの表明をした後、ターゲットとなる環境・社会課題をどのように(How?) 解決していくのか、セオリー・オブ・チェンジ(ToC: Theory of Change、変革仮説)やロジックモデルを用いて表現する。「インプット→アウトプット→アウトカム→インパクト」と順を追って道筋を立て、定量的なデータを開示することによって、取組みの現在地や目標までの距離感を表現することができる。この一連のインパクトに至る道筋は一般的には長期間にわたる。インパクトに対する取組みを行うことによってその長期間にわたる工程の可視化を行うことが可能となる。一方、アセットマネージャーはリスクをとって投資を通じて財務的リターンを最大化し、顧客(アセットオーナーや最終受益者)に還元することをミッションとして与えられている。リターンを上げるためにはリスクは小さいほどその期待値は高まるので、不確実性が高まる長期投資は多くの投資家にとってコストと考えられる。ただ、当然リスクを小さくすればそれだけ大きなリターンを得ることは難しくなる。したがって、多くの投資家が望むのは小さなリスクで大きなリターンを獲得することであり、そのある種の矛盾を乗り越えるために日々最善を尽くしている。この相関関係を崩してくれる「リスク<リターン」の投資アイデアを常に探し求めているといっても過言ではない。そこで企業が開示したインパクト情報が重要となってくる。この情報により長期リスクを市場コンセンサスより下げることができれば、その差分が株価に織り込まれていない潜在的な企業価値となって収益機会となる。ロジックが確からしければ確からしいほど、必要な情報量が多ければ多いほど、投資家にとってそのビジビリティ(可視性・視認性)が高まり、投資のインセンティブが高まる。より多くの投資家に認知され支持者が増えれば増えるほど株価上昇圧力となる。また、アセットマネージャー等の投資家にとっても出資者であるアセットオーナー、最終受益者に説明責任が果たしやすくなるため、より長期で安定した投資行動が可能となる。

インパクト投資は全てのアセットクラスにおいて可能であるが、これまで未上場株式を中心に拡大してきた。これは、環境・社会課題の解決を事業目的とする企業への投資に特化したインパクト志向のベンチャー・キャピタルや地域課題への種々の基金(英国の Big Society Capital など)の活動によるものである。他方、世界的に環境・社会課題が増大し多様化していく中で、より広範な主体によって、より大きなスケールで取り組んでいく必要性が高まっている。こうした中、上場企業をインパクト投資の対象として捉え、領域を

拡大していくことは有効な手段であると考えられる。なぜなら、上場企業は統合思考の 6 つの資本（財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、自然資本、社会・関係資本）⁽¹²⁾ といわれるような既に大きな資金力や多くの人材を抱え、事業フィールドは時に国際的に広がっており、影響力という観点でみたインパクトは桁違いに大きいからである。もし、ある企業が既に大きな負のインパクトを生み出しているのであれば、自らそのプロセスを洗い出して解消していくことは、外部からアプローチするよりもより迅速でクリティカルな取組みが可能となるほか、当事者意識がその執行力を高めると考えられる。また、もし企業内に蓄積された技術を生かして、有望なインパクトを創出する事業（インパクト事業）を生み出せるとしたときに、インパクトを創出しない事業や成熟した収益事業からリソースを再配分して、インパクト事業を育成し、自らインパクトを創出することが可能である。**大企業の社会的影響力は直接世論形成や人々の行動変容を促すこともできるほか、事業連携や国・行政へのアプローチなど大きなスケールで実践することも可能である。**

日本においてもインパクト投資は、黎明期においては未上場株式への投資が中心であったが、近年、メインストリームの金融機関・投資家やアセットオーナーの参入により、融資や上場株式へのインパクト投資が普及してきている。

分科会における議論では、インパクト創出及びインパクト投資の意義・メリットについて、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向上に直結する**ほか、ステークホルダーに対する**ポジティブな影響（インパクト創出）**がステークホルダーとの良好な関係、ひいては企業の持続的な成長につながり、**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**などの意見があった。また、未上場企業ではインパクト投資家の伴走支援を受け、IMM を実施することで**インパクト戦略**に加え、**組織戦略、営業戦略、広報戦略、資本調達**など、多方面において活用できると考えられ、実際には**社内ミッションの共有や従業員のエンゲージメント向上、人材採用**につながった事例は複数あり、最近では資金調達につながる事例も出てきているとの指摘があった。さらに、**インパクト投資は、投資のプログレスを定量的に示すことが求められるため透明性が高く、長期投資家にとって親和性が高い投資手法**といえるほか、**インパクトは、社会にとって必要な製品・サービスを提供するという観点からリターンの源泉**であると考えられ、**長期的に高いリターンを提供できる投資手法**であるとの指摘があった。

(12) <https://integratedreporting.ifrs.org/resource/international-ir-framework/>

(図表 4) インパクト創出及びインパクト投資の意義・メリット
(分科会・アンケートにおける主な意見)

インベストメントチェーン全体	<ul style="list-style-type: none"> ● インパクト投資は、社会が今後もサステナブルに発展していくために必要不可欠であり、インベストメントチェーンの各主体が連携してコレクティブ・インパクトを創出することで、各主体が能動的に環境・社会課題にアプローチすることが必要。 ● 企業・アセットオーナー・アセットマネージャー・従業員・最終受益者を含めたインベストメントチェーンの各主体における好循環が生まれることで、インパクトが最大化される。社会課題の解決に向けた活動においては各主体にとって取り組むメリットが必ずあり、結果としてALL Win-Winの関係のインパクトが確立されていく。 ● 企業にとっては、何をリスク・機会と捉えているか、何をネガティブ・ポジティブインパクトと捉えているのか、どのような意図でポジティブインパクトを創出したいのかを明確にすることによって、それに賛同する投資家を募ることができる。投資家にとっては、企業が意図するインパクトが目標に向かって進んでいるのかエンゲージメントによって確認し、それを更に推進することができる。このように、インパクト投資は、一つの対話・エンゲージメントのツールとして企業・投資家にとっても非常にメリットがある。
企業	<ul style="list-style-type: none"> ● インパクトは、社会への貢献を通じて、企業の成長・アップサイドにつな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。 ● インパクトに取り組むことで、組織全体の資産価値の向上や人的資本の拡充、企業文化の変革につながるのではない ● 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、企業価値向上へとつな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	<ul style="list-style-type: none"> ● ステークホルダーに対するポジティブな影響（インパクトの創出）がステークホルダーとの良好な関係につながり、ひいては企業の持続的な成長につながる。ステークホルダーの視点も踏まえて企業の持続的な成長に貢献していくためにインパクト投資に取り組む意義がある。 ● 投資家として、あらゆるステークホルダーを巻き込んで、ゼロサムではなく全員がより良い世界を享受できるようにすることにインパクトに取り組む意義がある。 ● 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つながり、更なる資金循環が生じる。 ● 社会課題の解決に当たっては民間資金への期待が非常に大きく、アセットオーナーによる資金供給への期待も大きい。 ● インパクト投資は、財務的なリスク・リターンとは別に何のために投資するのが明確であるほか、投資の Progress を定量的に示すことが求められるため透明性が高く、長期投資家にとって親和性が高い投資手法といえる。また、インパクトは、社会にとって必要な製品・サービスを提供するという観点からリターンの源泉であると考えられ、長期的に高いリターンを提供できる投資手法である。 ● 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 ● 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（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。

2.4 上場株式へのインパクト投資の特徴

上場企業は、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システムチェンジを通じてインパクトを創出すると考えられる。投資家が上場株式へのインパクト投資を行う背景として、グローバルな課題の解決には規模・大きな経済効果が必要であり、上場企業についてはその事業規模の大きさから、投資を通じて創出が期待されるインパクトも大きいこと、流動性を必要とする顧客が多いこと、分散されたポートフォリオが必要であることなどが挙げられる。

上場株式へのインパクト投資に関する特徴や課題として、資本面でのアディショナルリティ（後述3.（2）②参照）の限界、企業と投資家の対話の重要性、時間軸のギャップ等が存在する。

具体的には、上場株式への投資は基本的に流通市場における投資となるため、IPO や公募増資における投資等を除いてインパクト投資がインパクト事業への投資に直接的には結びつかない（インベスター・コントリビューションの困難性）。また、一般的に多様な株主を擁する企業にとって、インパクト投資家は多数存在する投資家の一部であり（One of them）、経営陣との距離、インパクト投資に資する情報開示に取り組む動機付けや IMM の難しさ等が存在するため、企業と投資家の対話が重要となる。さらに、株価や企業価値が短期的に変動するため、長期でのインパクト創出を目指す上で時間軸にギャップが生じることから、投資家に長期的な視座での投資（ペイシエントキャピタル）を要求する。くわえて、魅力的なインパクト事業を含め多角的に事業を営む企業に投資する場合、当該事業の構成比が低い場合にはどう投資判断すべきかといった課題が存在する。

こうした上場株式へのインパクト投資に関する特徴や課題も踏まえつつ、以下では、基本的な実務や課題へのアプローチの一例を取り上げる。

3. インパクトの特定・測定・管理

(1) 基本的な実務・取り組む上での課題

インパクトの特定

投資戦略においてインパクトを特定する場合、例えばテーマ運用のように戦略として特定のインパクト創出を目指すケースと、投資先企業毎に創出するインパクトを特定するケースがみられる。いずれもインパクトの特定には解決したい「(社会・環境)課題」を起点とし、創出するインパクトによってどのような変化をもたらし、課題解決に寄与できるのかが提示されている。課題については、①アセットオーナーが提示する課題、②アセットマネージャーにより設定されている課題、③一般的に認識されている課題 (SDGs など) が挙げられる。

SDGs は広く一般的に浸透しており、17 の目標と 169 のターゲットとその進捗度を示すための定量的な計測方法が定められていることから、インパクト投資においても創出を目指すインパクトと SDGs を関連付けて表記しているケースが多くみられる。そのほか、UNEP FI インパクト・レーダー⁽¹³⁾ や GIIN による IRIS+⁽¹⁴⁾ といったツールが利用されている。(Appendix 1. (1) (ア))

多角的に事業を営む企業のインパクトを特定する上では、当該企業にとってのマテリアリティは何かという視点と UNEP FI 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ヒントが得られると考えられる。

インパクトは財務的リターンと異なり、様々な考え方やアプローチが存在することからセオリー・オブ・チェンジ (ToC : Theory of Change) やロジックモデルなどに基づき、投資を通じてインパクトを創出するまでの道のりを明確にすることが重要である。ToC とは変革仮説とも呼ばれており、インパクト投資においては、インプット (資金) により、どのようなアウトプット (活動) が可能となり、その結果どのようなアウトカム (結果) が期待でき、どのようにインパクトを生み出し課題解決につながるのかを明確にし、資金提供者、投資家、投資先企業といった関係者間で目的を共有することを可能にする点から有効であるとされている (Appendix 1. (1) (イ))。

ToC の他には、5 Dimensions of Impact といったアプローチに基づいたインパクトの特定も有効である。5 Dimensions of Impact とはインパクトを「What」、「Who」、「How much」、「Contribution」、「Risk」の 5 つの角度から分析を行う手法であり幅広く活用されている (Appendix 1. (1) (ウ))。

(13) <https://www.unepfi.org/impact/impact-radar-mappings/>

(14) <https://iris.thegiin.org/>

インパクトの測定・管理

インパクト投資において、IMMは財務的リターンにおけるリスク・リターンの評価と同等の重要な位置付けを有している（Appendix 1.（1）（エ））。インパクトの特定と同時に、そのインパクトを測定するための重要評価指標（KPI）を設定することが推奨されている。IMMとは、KPIに基づき当初の想定通りインパクトが創出されているか進捗状況を測定・管理するだけでなく、そこからまた、ロジックモデルへフィードバックし、反映させることでインパクト創出を目指すための中心的な要素である。

投資家は、インパクトの分析結果に基づき特定されたインパクト指標の中からより重要なKPIを定めている。KPIの設定については、SDGsの各ターゲットの進捗状況を図るために設定されている指標や、IRIS+におけるインパクト・テーマ毎に提示されている指標など、ツールを活用しているケースが多いようである。IMMの具体的な実践についてGSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループより「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」⁽¹⁵⁾が発行されているが、それによるとKPIの選定において以下の4つがアセットクラスを問わず共通の特徴として挙げられている。

- ・ 投資先の事業については企業価値に直接関係すること
- ・ 可能な限りアウトカムを表す指標であること
- ・ エンゲージメント等を通じて投資先による情報提供が可能であること
- ・ 可能な限り推計可能な定量値であること

KPIの設定において、治療患者数といった直接的な数値目標のほか、ベースラインを利用する方法も活用されている。例えば公平な教育といったインパクトを想定した場合、先進国では新興国と比較して一般的に教育水準は高いが、その国の平均を下回る特定の地域における教育サービスへのアクセスの向上を目指すといったものである。

また、全ての企業はポジティブ及びネガティブ双方のインパクトを生み出しており、インパクト投資においてはポジティブ・インパクトのみならず、GHGの排出量といったネガティブ・インパクトの測定・管理も同様に行うことが望ましいとされている。ポジティブ・インパクトとは投資先企業の製品やサービスが環境・社会課題の解決へ貢献していることを指し、ネガティブ・インパクトは、例えば自社の製品製造やサービス提供の過程で排出されるGHG排出量等が挙げられる。さらに、今後は、自社の企業活動だけでなく、サプライチェーンを俯瞰してポジティブ及びネガティブ・インパクトを抽出し、持続可能な社会の構築と自社の企業価値につながる重要なインパクトを特定する、サプライチェーンを俯瞰したインパクトの特定・測定・管理も重要であると考えられる。

(15) https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/Guidebook_for_Impact_Measurement_and_Management.pdf

(2) 課題へのアプローチ

前述2.4のとおり、上場企業の場合、その事業規模の大きさから投資を通じて創出が期待されるインパクトも大きいことが特徴である一方、多くの事業・株主・ステークホルダーを有していることからインパクトの評価やアディショナリティの追求を複雑にしている。

① 多角的な事業への投資の考え方

上場企業は複数の事業ポートフォリオを有し、ポジティブ・インパクトの創出が期待できる事業はそのうちの一部といったケースが少なくない。こういったケースの考え方は投資家によって異なっている（Appendix 1. (1) (オ)）。従来の高排出企業が再生可能エネルギー中心の事業へと転換途中であるケースなどがよく議論に上がり、ある投資家では、再生可能エネルギーはポジティブであるものの、転換途中であり圧倒的に排出量というネガティブ・インパクトが上回るため投資対象としないとする一方、他の投資家はその企業が有する先進的な再生可能エネルギー技術の将来性に鑑み投資対象とするといった具合である。上場株式へのインパクト投資家は投資先企業の選定基準を明確に示し、資金提供者が判断できるよう説明することが望ましい。

② 投資先企業へのアクセス

上場企業は一般的に多くの株主を有しており、少数株主であるインパクト投資家が直接的に企業の経営へ影響を与えることは難しいといった課題を抱えている。これはインパクト投資において重要とされている「アディショナリティ」、つまり投資がなされたことがいかにインパクト創出の促進に貢献したかについて、企業との対話を通じて追求することを難しくするからである。これについても、投資家によって対応は様々であり、(ア)集中投資などにより1銘柄当たりのウェイトを比較的大きくする、(イ) NGO などとの協働エンゲージメントを活用する、(ウ) 企業規模が比較的小さい企業を対象とする、(エ) 自社の他戦略と合同でエンゲージメントを行う、(オ) 対話に積極的でない企業は投資対象から除く、といった対応がみられる。一方、インパクト投資は一般的なアクティブ運用と比較して投資ホライズンが長いことから保有期間も長く、また、短期的な財務ではなく、企業の中核的な事業を長期的な視点で捉えていることから、対話に関して積極的な企業もあるとの意見も聞かれる。

③ インパクト測定に必要なデータの収集

上場株式への投資においては公開されている情報に基づき投資を行うが、環境・社会に関するデータについては未だ標準化されておらず、開示・更新が年一回であり、進捗の把握が難しいほか、多国籍にわたって事業を展開しているなど、データの収集・集計は容易ではない。特に女性活躍の向上を目的に、エンパワーメント・プログラムを通じた意識の改革・向上といったアンケートをベースとしたような定性的なデータの収集は難しい。したがって、投資家は企業との対話において進捗状況を確認し、又

は追加的なデータの開示を促すなどにより補っているのが一般的である。また、公開されている企業のデータの収集について第三者機関を活用している投資家も多い。

(3) リソース等に制約がある場合のアプローチ

上場株式へのインパクト投資は、財務、非財務、インパクトの全てにおいて深度のある分析や測定・管理を必要とする投資手法である。インパクト投資では企業の製品・サービスが創出するインパクト（アセット・コントリビューション）と投資家が企業との対話を通じて創出するインパクト（インベスター・コントリビューション）の双方が要件であるところ、企業との対話も個別性が高く、投資家にはスチュワードシップも含めた十分なケイパビリティが要求される。こうした中、投資対象銘柄数を絞る、既存の企業・責任投資アナリストを活用する、国際的なツールを活用する、非財務データの収集において第三者機関を活用するなど、各投資家の運用能力が発揮できるような対応がとられていることが一般的である。

事業規模の大きい企業において、自社の製品・サービスがもたらすインパクトのデータはその製品・サービスの利用者に依存することから、データの収集には多大なリソースが必要となる。こういったケースでは、まずは代表的な事業や製品・サービス（例：売上に占める割合が最も高い、企業として注力しているなど）における事例を公開することが有効である。

4. インパクトの開示・対話

(1) 基本的な実務・取り組む上での課題

上場企業と投資家の間でインパクトに関する対話を深めるには、企業がインパクトに取り組む意義や企業価値との関係を明確にし、適切な情報開示を行うことが不可欠である。また、企業は投資家との対話を重ねることで、持続的な企業価値の向上を図ることが求められる。

上場企業において、インパクトに取り組む意義や企業価値との結びつきを明確に開示することは、投資家との意図（インテンション）の共有につながる。特に、企業が社会に与えるインパクトをどのように表現するかについては、個別の事業単位にとどまらず、企業の強みを活かした環境・社会課題の解決の枠組みとして可視化することが重要である。

近年、企業理念の実践を通じたインパクトの可視化に取り組む企業は増えている。例えば、社員が自社のインパクトを自分ごととして捉え、実態の伴った開示を実現するために、社内研修や KPI の設定が進められている。経営管理の観点からも、非財務指標の導入や、投資家や顧客に対する説明の強化が進んでおり、企業価値の向上と社会インパクトを結びつけるための可視化の取組みが行われている。その一環として、価値関連図の活用や、財務的な定量化の試みも進められている。また、環境・社会課題の解決を目的とする企業では、フードロス削減やデジタルスキルの育成といった事業を展開し、サプライチェーンや教育機関と連携しながらインパクトを可視化している。B Corp 認証⁽¹⁶⁾を取得することで、社会的価値と経済的価値の両立を図る企業も増えている。さらに、金融包摂を推進する企業では、国際的なフレームワークを活用し、適正価格で金融サービスを提供することで、事業の持続可能性と社会的リターンの両立を目指している。こうした中、外部環境の機会とリスクを分析し、マテリアリティを特定した上で、価値創造プロセスをモデル化する企業も増えている (Appendix 1. (2) (ア))。しかし、投資家との対話の機会が不足していることや、インパクトを可視化できている事業の比率が小さいことが課題となっているケースも散見される。

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。そのため、証券会社における取組みとして、上場前から発行体と機関投資家間の面談を重ね、理解を深める取組みが進められている。また、IPO という公募プロセスでは、多くの投資家のコンセンサス形成が求められるため、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手法と結びつけることが重要とされている。

さらに、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によるサステナブルファイナンスの訴求も進められており、通常の IPO では参加しない投

(16) 社会や環境に配慮したインパクトを重視する企業に対する認証制度
<https://www.bcorporation.net/en-us/>

資家の呼び込みが図られている。しかし、現時点では実際のバリュエーション（企業価値評価）への影響は限定的であると認識されている。そのため、上場前にはインパクトストーリーの策定やマテリアリティの特定を行い、上場後にはインパクトを理解する投資家への引き継ぎ支援を進めることが求められる。こうした中、足元ではコーナーストーン投資⁽¹⁷⁾の事例もみられている。

また、サステナビリティの観点から、未上場企業から上場企業にかけての持続的な企業価値の向上を支援する取組みも進んでいる。未上場段階では、ベンチャーキャピタル（VC）に対する IMM の支援や、IPO を目指すスタートアップへのサステナビリティ戦略の策定支援が行われている。上場後は、インパクトファイナンスの活用や非財務情報の開示支援を通じて、サステナビリティ戦略を経営戦略へ統合する取組みが提供されている。（Appendix 1.（2）（イ））

（2）課題へのアプローチ

インパクトの可視化を進める上で、財務的な定量化の難しさや標準化された評価手法の不足が課題となっている。そのため、業界全体での指標の標準化や信頼性の高いデータベースの構築を望む意見がある。

インパクトの定量化が十分に進んでいない状況でも、開示することには意義がある。しかし、投資家が投資判断にどの程度活用しているかを把握し、企業側もその影響を理解することが求められる。特に上場企業においては、可視化されたインパクトの規模の大小よりも、インパクト創出に関する経営陣の意向や戦略がより重視されるため、定量化にこだわりすぎず、具体的な事例を示すことで投資家の理解を促進することが有効であると考えられる。

また、インパクトの開示の具体的な課題の一つとして、国際資本市場協会（ICMA）の原則では企業の一側面に関する ESG 要素しか分析できない点が挙げられる。これに対応するため、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）のポジティブ・インパクト金融原則（PIF 原則）と ICMA 原則を組み合わせたフレームワークが開発され、投資家が企業の取組みを包括的に把握しやすくなったとの指摘がある。

さらに、企業価値の向上のストーリーを構築し、価値関連図を活用することで、投資家との対話の質を向上させることが求められる。特に、サステナビリティ課題に取り組む企業は、マテリアリティの優先順位を設定し、SDGs と結びつけた KPI を策定することで、より明確な開示を目指している。しかし、上場後は短期的な業績への注目が高まり、長期的な視点でのインパクト評価と投資家との対話が課題となる。

上場株式市場においては、多様な投資家との対話の質を向上させるために、開示内容やコミュニケーション方法を工夫する必要がある。企業の特徴や強みを活かした対

(17) 親引け（コーナーストーン）：発行体が指定した機関投資家に対して、IPO 価格で特定株数を配分する旨をコミット IOI（Indication of Interest）：個別機関投資家の購入の意向または確約の申し出を開示（需要金額または株式数）

話が求められるが、財務的リターンの創出に時間がかかる場合は、進捗や結果の説明を充実させることが投資家の理解を深めるために重要となる。

(3) リソース等に制約がある場合のアプローチ

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である。特に、投資家の関心が高いマテリアリティに焦点を当て、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。

全てのインパクトを開示するのではなく、財務的リターンとの関連が強い情報を優先することで、投資家の関心を引きつけやすくなる。加えて、B Corp 認証やPIF原則などの国際基準を活用することで、信頼性の高い情報を提供できる。また、業界団体と連携し、指標の標準化を進めることで、開示の負担を軽減することも有効である。定量データが不足している場合でも、インパクトストーリーを活用し、具体的な事例を示すことで、投資家の理解を深めることが可能であると考えられる。

リソースを分散させるために、一度にすべてを開示するのではなく、段階的に情報を充実させていくアプローチも検討に値する。投資家のフィードバックを反映しながら開示内容を改善し、継続的な対話を通じて、持続可能な企業価値の向上につなげることが求められる。

このように、限られたリソースの中でも、開示の工夫や投資家との対話の最適化を進めることで、効果的なインパクト評価と企業価値の向上を実現することが可能である。

5. アセットオーナーによるインパクト投資

(1) 基本的な実務・取り組む上での課題

アセットオーナーとは、保有した資産を運用する機関投資家で、保険会社や年金基金などを指す⁽¹⁸⁾。アセットオーナーには、保険契約者や年金受給者などの受益者が存在し、受益者の最善の利益を追求する責任がある。これを「善管注意義務（フィデューシャリー・デューティ）⁽¹⁹⁾」という。

アセットオーナーは、株式投資に代表されるリスク性資産（収益追求資産）と公社債投資に代表される円金利資産をリスク・リターンの観点からバランスよく配分し、善管注意義務に沿った運用を行う。我が国では、保有資産額が大きく市場に影響を与えるアセットオーナー（「ユニバーサルオーナー」と呼ぶ）が多いことから、公共性・社会性に影響を与えるインパクト投資は、ユニバーサルオーナーの活動との親和性も高く、近年注目を集めつつある。インパクト投資を含めたテーマ投融資の金額目標設定を行うアセットオーナーも存在する。

持続可能性を脅かす様々な環境・社会課題の解決に向けて、政府・自治体による公的資金に依存した対応には明らかな限界があり、民間資金による投融資が不可欠であり、民間資金の代表格であるアセットオーナーは社会からの期待が大きい。環境・社会課題を主体的・直接的に解決していく企業・事業へのリスクマネーをアセットオーナーが供給していく必要がある。

未上場株式投資や本報告書のテーマである上場株式投資はもとより、融資や社債投資など多岐にわたるアセットクラスで、アセットオーナーは、インパクト投資の可能性を模索する。また、株式や社債を直接保有する「自家運用（直接投資）」と、アセットマネージャーなどの外部運用者に運用を委託する「委託運用（間接投資）」を使い分けるため、インパクト投資をアセットマネージャーに委託するアセットオーナーも多い。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、受益者が有する環境・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つなげることを目標とする。

アセットオーナーのインパクト投資のアプローチは、前述の公共性・社会性といった目的から、環境・社会課題の解決につながる所謂「システムレベル投資」が一般的で、例えば、気候変動、少子高齢化、地域創生といったテーマを定めて投資する（Appendix 1. (3) (ア)）。特に海外の年金基金などは年金受給者の生活を明確に意識した取組みが進んでいる（Appendix 1. (3) (イ)）。

また、スタートアップ・イノベーションが市場を主導する性質があるため、産学連携のもとで、例えば、大学発のスタートアップに資金供給する取組みもみられる。大学

(18) アセットオーナーの明確な定義は存在しておらず、銀行等がアセットオーナーとしての立場を有することもある。

(19) 善管注意義務と関連する概念で「他事考慮」というものがある。公的年金は「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっているが、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」（2024 年 6 月 21 日閣議決定）の中で、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、「他事考慮」に当たらない、との整理がなされている。公的年金のインパクト投資が企業価値を向上させ、インパクト市場全体の裾野拡大につながることを期待したい。

の学術研究を活用した大学発スタートアップへの資金供給を通じて、高い競争力・成長性・イノベーションの実現が期待できる事業の具体化、社会実装を後押しすることにより、中長期的な投資成果の向上と持続可能な社会の実現を目指していく（Appendix 1.（3）（ウ））。

（2）課題へのアプローチ

上記取組みをアセットオーナーが力強く推進していくためには、経営や運用においてインパクト志向を持つこと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ともに、インパクト投資の方針や取組みが策定、実践されることが求められる。こうした方針や取組みのもとでインパクト投資が自律的に実践されることにより、アセットオーナーから始まるインベストメントチェーンが社会課題の解決に向けて回り始め、インパクト投資の裾野拡大に貢献していく。

日本の抱える社会課題は難題であり、個々のアセットオーナー単独での解決が難しい中で、インパクトを創出する主体は新しい技術やビジネスモデルに挑戦する投資先企業である。資金の出し手であるアセットオーナーは、経営理念や社会的使命のもとで、インパクト志向の強い投資先企業、及び投資先企業の選定に携わるアセットマネージャーと共に、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。

また、長期投資家として長期目線を前提にした対話が不可欠となる。ここでいう対話は、個別投資先企業との対話や、アセットマネージャーとの対話のみならず、受益者である保険契約者・年金受給者との対話も含まれる。

個別投資先企業に対する対話は、従来の ESG スチュワードシップの対話の延長線上で行うケースが多い。「マイルストーン管理」と呼ばれる、企業の取組状況をステージ別に管理する方法や、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を確保するために「確認シート」を活用しアセットマネージャーと投資先企業との対話に活かす方法など、アセットオーナー各社が創意工夫を凝らしている（Appendix 1.（3）（エ））。

インパクト志向の企業が未上場の段階から上場後もインパクトを創出しながら持続的な企業価値の向上を実現できるよう、企業とアセットオーナー・アセットマネージャーの間で情報開示を通じて共通理解を醸成し建設的な対話に取り組んでいく必要がある。その対話で、アセットオーナーは社会課題解決を通じてどのような社会をつくりていきたいのか、アセットマネージャーと企業に明示し、企業はミッションやパーパスなどに定めたインパクト創出を事業の主たる目的として事業成長を図ることを発信することにより、アセットオーナー発のインベストメントチェーンが創り上げられていく。インパクトを積極的に追求する企業ならではの成長ストーリーが定性・定量の両面から策定、開示されることは投資判断のポイントとなる。

アセットマネージャーとの対話では、インパクトの追求だけでなく、アセットオーナー発のインベストメントチェーンをとともに運営していく視点が重要視されている。

前述のとおり、高度な知識・ノウハウを必要とするインパクト投資について、IMMに知見を持つアセットマネージャーに委託するアセットオーナーは多いことから、パートナーとして協働していくアセットマネージャーとの対話は、インパクト投資が発展するにつれ、より重要となっていく。

最後に、受益者とのエンゲージメントである。一般に保険契約者や年金受給者は何万人・何十万人といった単位で存在するため、一人一人に対する対話は難しい。したがって、アセットオーナーは、顧客本位の業務運営の一環として保険契約者・年金受給者に対する ESG の取組みの説明や受益者アンケートを通じて、責任投資の必要性・ニーズを探っている。ある受益者アンケートでは、多くの受益者から社会的課題解決と経済的リターンを両立して欲しいとの意見が出ており、インパクト投資の重要性がうかがえる内容となっている（Appendix 1. (3) (オ)）。

6. おわりに

以上のように、本分科会では上場株式へのインパクト投資の意義について共通認識を持つとともに、その市場の発展に向けた課題について様々な議論を行った。今後、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を提示する。

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視点で着目してきたのに対し、インパクト投資は、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 of Impact 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 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と考えられる。統合にあたっては、インパクト情報とサステナビリティ開示基準との接続に関する検討も必要であろう。

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・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、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。

Appendix

1. インパクト投資及びインパクト創出に関する取組事例

(1) インパクトの特定・測定・管理

(ア) 国際的なフレームワークの活用

国際的な原則・フレームワーク (IMP、IRIS+、SASB、SDGs活用)

- 世界のベストプラクティスや国際的な原則・フレームワークに沿うインパクト測定・管理方法を採用
- 環境省「グリーンファイナンスモデル事例創出事業」が「国内上場株式インパクト投資ファンド」をモデル事例に選定

弊社プレスリリース

2022年2月18日
三菱UFJ信託銀行株式会社

各位

**環境省「グリーンファイナンスモデル事例創出事業」における
弊社インパクト投資型ファンドの選定について**

三菱UFJ信託銀行株式会社(取締役社長 長島 巖、以下 三菱UFJ信託銀行)は、国内の上場株式を組み入れ対象とするインパクト投資型ファンド¹⁾(以下、本ファンド)が2021年度 環境省「グリーンファイナンスモデル事例創出事業」(http://www.env.go.jp/press/110511.html)として選定され、「インパクト測定・マネジメントに係る指針²⁾」及び「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック³⁾」に適合すると確認されたことをお知らせいたします。

環境省「グリーンファイナンスモデル事例創出事業」は、特に環境面においてモデル性を有すると考えられるサステナビリティ・リンク・ローン/ボンドとインパクト・ファイナンスのモデル事例を創出し、各種ガイドラインに適合する事例の情報発信等を通じて国内に普及させることを目的としています。2021年度は計6件程度のモデル事例創出を予定しており、本件は本年度の第4号の適合性確認となります。

インパクト測定・管理方法

インパクト分析は、D3°ツク・モデルを用いた分析に加え、Impact Management Project・IRIS+・SASB・SDGsのフレームワークを活用しながら分析します。

【インパクト分析】 【インパクト指標の設定】

IMPACT MANAGEMENT PROJECT RIS+

【ネガティブインパクトの設定】 【インパクトの方向性の確認】

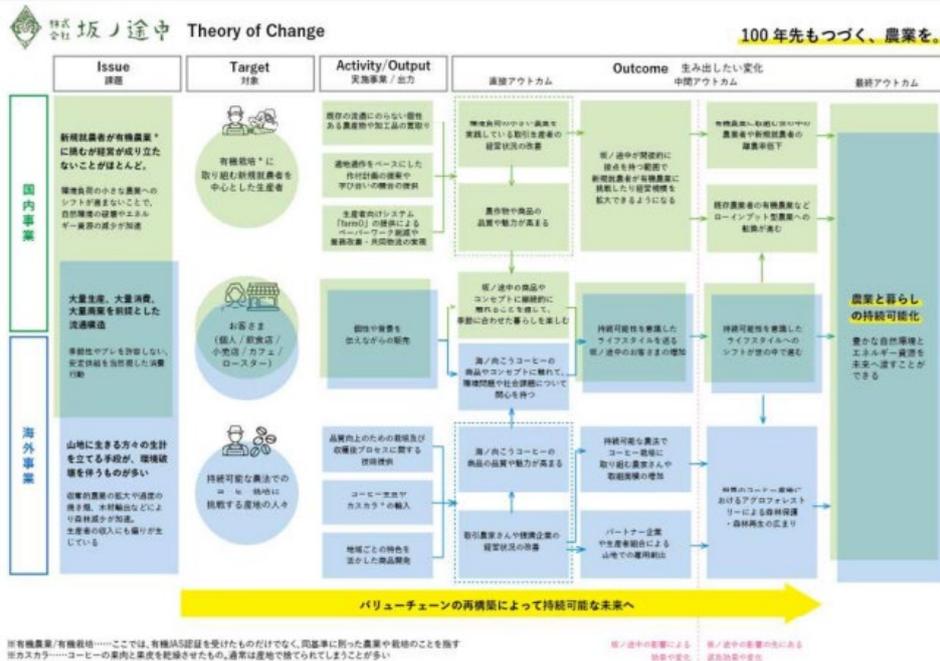
SASB ALLIANCE ORGANIZATIONAL MEMBER

SUSTAINABLE GOALS

(出所) 第2回 (2024年10月29日) 三菱UFJ信託銀行 加藤メンバー説明資料

(イ) セオリー・オブ・チェンジ (ToC) 及びロジックモデル

Theory of Change (坂ノ途中の例)

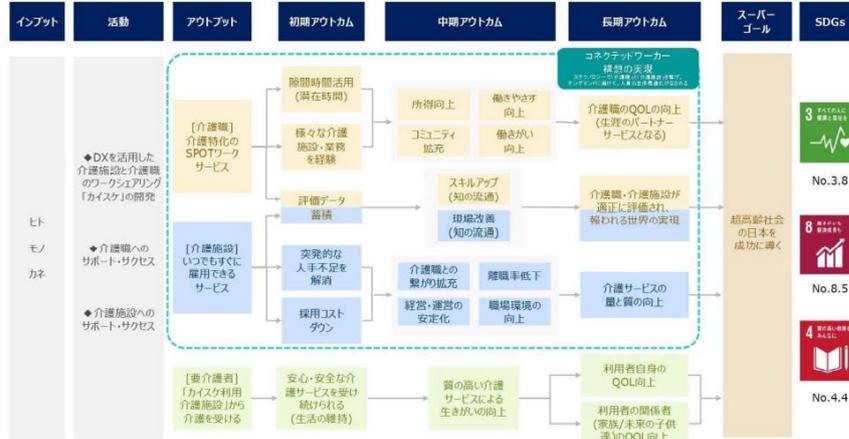


(出所) 第2回 (2024年10月29日) GLIN Impact Capital 秦メンバー説明資料

ロジックモデルの作成(例)

案件発掘	DD(投資検討)	伴走支援	Exit戦略
LP投資家への報告			

- コアメンバーが率いた既存のインパクト投資ファンドの投資先「カイトク(株)」: 介護・看護ワークシェアリングプラットフォームの開発・運営
- プレスリリースで当該ロジックモデルを公開しました



(出所) 第2回 (2024年10月29日) インパクト・キャピタル 黄副座長説明資料

(ウ) 5 Dimensions of Impact (インパクトの5つの基本要素)

インパクトの基本的考え方: 5つの基本要素

案件発掘	DD(投資検討)	伴走支援	Exit戦略
LP投資家への報告			

- IMPの実務家コミュニティによる合意形成プロセスを経て開発されたインパクトの基本的な考え方です
- インパクトを「WHAT(アウトカムの内容や重要度)」「WHO(アウトカムが現れる対象者)」「HOW MUCH(大きさ、深さ、期間などアウトカムの程度)」「CONTRIBUTION(アウトカムに対する貢献度合)」、「RISK(予想どおりにインパクトが発生しないリスク)」の5つの基本要素から捉えます
- 本ファンドでは、本ファンドのインパクト投資方針に照らし、5 Dimensionsの考え方に、「本ファンドのToCへの合致度」および「事業によるシステムチェンジへの貢献可能性」を評価項目として追加した上で、投資候補先ごとにレーティングを付します

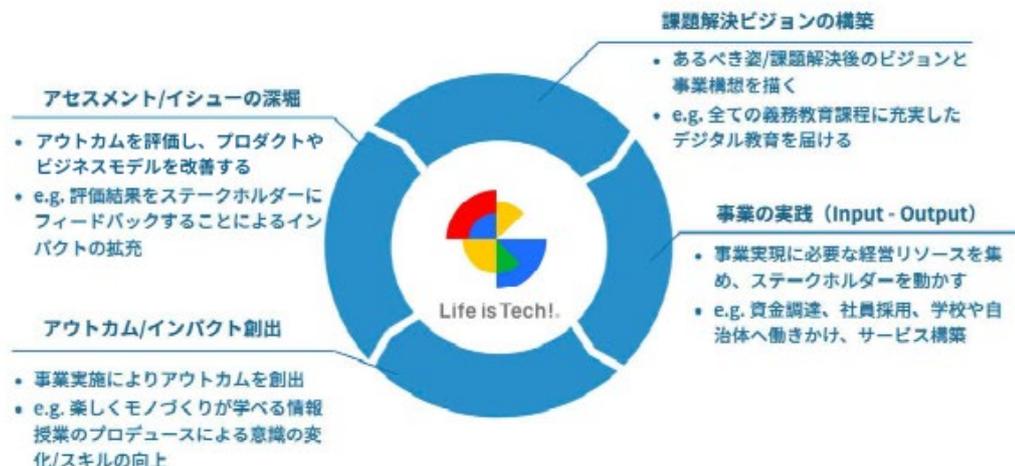
インパクトの次元	検討されるべき問いの例
WHAT	<ul style="list-style-type: none"> ■ どのようなアウトカムが生じるか? ■ そのアウトカムは、それを経験する人々や地球にとってどの程度重要なものか?
WHO	<ul style="list-style-type: none"> ■ 誰が、そのアウトカムを経験するか? ■ そのアウトカムに関係し、影響を受けるステークホルダーは、どのくらい不十分な状況にあるか?
HOW MUCH	<ul style="list-style-type: none"> ■ そのアウトカムの大きさは、どの程度か? (影響の範囲、影響の深さ、期間の長さ)
CONTRIBUTION	<ul style="list-style-type: none"> ■ そのアウトカムに対する企業(事業者)の貢献度合いは? (仮に企業が何もなかった場合、どのような状態になっていたと考えられるか?)
RISK	<ul style="list-style-type: none"> ■ 人々や地球にとって、予想どおりにインパクトが発生しないリスクはどの程度か?

出所: <https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/#anchor2> (和訳はSIIF作成 日本OFA協会 20200824 Webinar資料より)

(出所) 第2回 (2024年10月29日) インパクト・キャピタル 黄副座長説明資料

(エ) インパクトの特定・測定・管理の例

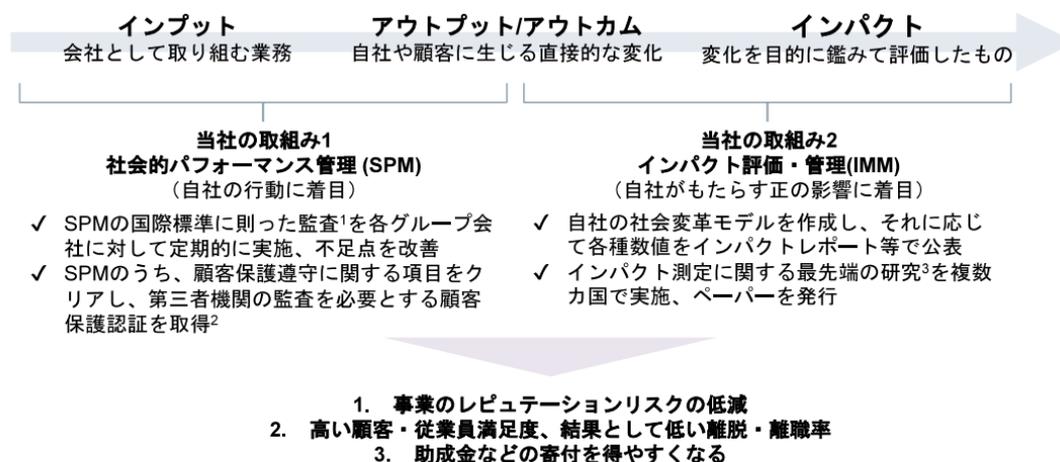
IMM：課題解決起点の事業マネジメント体制



(出所) 第3回 (2024年12月3日) ライフイズテック 石川メンバー説明資料

創業当初から掲げてきたミッション「世界中に金融包摂を届ける」を事業に織り込むことにより、経済性のみならずインパクト創出も実現

当社事業における社会的パフォーマンス管理とインパクト評価・管理



注1: Cerise+SPTFが提供するソーシャル・パフォーマンス監査 (Social Performance Indicators Audit)

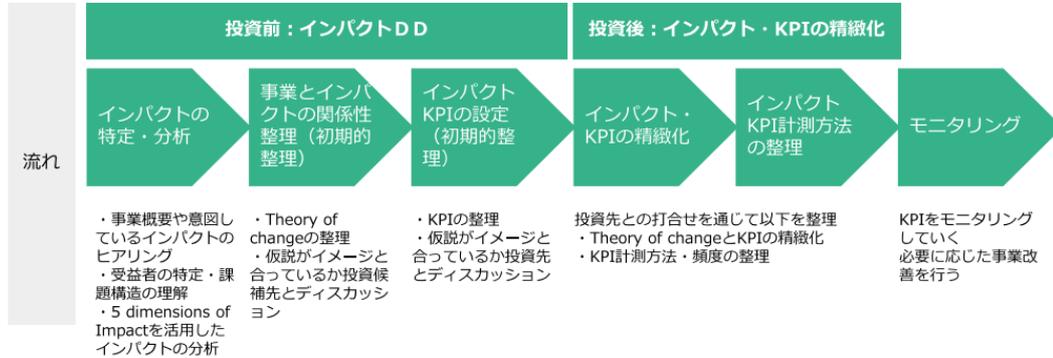
注2: Maumo, Sojaya, MIFIDA, SATIAで取得済み

注3: 金融関係領域で許容範囲内にある研究のひとつである「フィナンシャル・ダイアリーズ (詳細な貸付データを集めたもの)」。多国籍カ国で実施し、その知見をレポートとして発行している

(出所) 第3回 (2024年12月3日) 五常・アンド・カンパニー 堅田メンバー説明資料

投資前後におけるIMMの流れ

- DD開始の時点では、IMMをやっていないでも、ロジックモデルがなくても問題ない
- Systems map、5 dimensions of impact、セオリーオブチェンジ/ロジックモデル、Impact Rating等のフレームワークも活用しながら課題構造の理解とIMMを進める



インパクト投資判断：4基準

Systems map、5 dimensions of Impact、ロジックモデル、Impact Rating等のフレームワークも活用しながら、課題構造の分析、インパクトの評価を進めた上で、以下の4基準を用いて判断

インパクト投資4基準

基準	概要
Intentionality 意図性	<ul style="list-style-type: none"> • 経営陣が社会課題解決を本当に目指しているか？
Product Impact Fit 製品とインパクトのFit	<ul style="list-style-type: none"> • 会社が解決を目指す課題はGLINのインパクトテーマと合致するか？ • 解決している課題と会社が目指すインパクトがアラインしているか？ • どの程度受益者の課題を解決しているか？ • ネガティブインパクトは限定的/管理可能か？(ESG含む)
Additionality 追加性	<ul style="list-style-type: none"> • 投資先のAdditionality：これまで同じ社会課題を解決しようとしていた事業はあるか？それら事業との違いは何か？ • ファンドとしてのAdditionality：GLINによる出資後のESG・インパクト観点バリュアアップを必要としているか。それにより上場後もミッションを保ち成長できる会社か？
Measurability 測定可能性	<ul style="list-style-type: none"> • インパクトKPIを設計し、インパクトを測定出来るような事業か？ • インパクト成長は経済的成長と正の相関が持てるか？

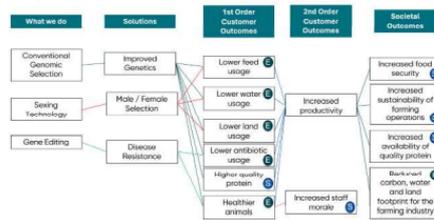
(出所) 第2回 (2024年10月29日) GLIN Impact Capital 秦メンバー説明資料

インパクト投資：投資事例紹介 <ジーナス (英)>

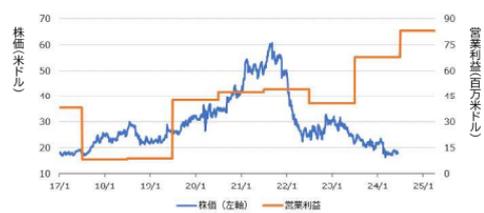
<適応> 水・食糧問題の解決、緩和（農林業分野での削減）

会社概要	<ul style="list-style-type: none"> イギリスのバイオテクノロジー企業で、遺伝子改良技術を活用して畜産家向けに優れた品種を提供 同社の品種は食味に優れ、少ない餌で育つことや、疾病に強いことなどで優位性
課題の背景	<ul style="list-style-type: none"> 畜産業界は飼料生産や牛のげつなど直接的間接的に温室効果ガス排出の15%程度を占める負荷の高い業界 今後世界人口が成長していくなか、温暖化も相まって畜産物の安定供給にリスク SDGs 目標2（飢餓をゼロに）とネットゼロを達成する上で、畜産業の最重要ソリューションとして遺伝子改良に注目（国連レポートより）
インパクト投資基準	<ul style="list-style-type: none"> 同社の現在提供する品種は、高い品質の上、業界平均と比較して7%温室効果ガスの排出を削減可能 顧客は遺伝的に優れた家畜の販売で、より多くの利益を獲得 養豚現場で最も深刻な被害をもたらすPRRSウイルスに全く罹患しない豚の開発に成功し、すでにコロンビアで認可。目先米国など各国での認可を得る見込み
インパクト評価	<ul style="list-style-type: none"> 2022年度の顧客サイドでの出生頭数、約2億頭（豚）、約800万頭（牛） → 畜産家の所得向上への貢献7億ドル、温室効果ガス削減貢献量 137万トン（CO2換算） PRRS耐性豚により業界の対策コスト数千億円削減、温室効果ガス削減貢献によるカーボンプレジット市場参加に今後期待

参考：当社が作成し提案したロジックモデル



同社株価と営業利益（24、25年は市場予想ベース）



(出所) 第2回（2024年10月29日）りそなアセットマネジメント 井浦副座長説明資料

インパクト測定ケーススタディ:Nu Holdings

2022年12月31日時点

整合性	インパクトの5次元分析				
Nu社は世界最大のデジタルバンキングのプラットフォームを提供。ラテンアメリカにて個人や中小企業への金融アクセスを促進し、雇用の創出や経済成長を促している。低コストなバンキング・プラットフォームを提供することで、低所得層への金融へのアクセスが拡大、金融システムの増強に寄与。	WHAT? 目標は何か?	WHO? 影響を受ける対象とは?	HOW MUCH? どのくらいの変化をもたらしているか?	CONTRIBUTION 貢献度	RISK リスク
	金融アクセスを向上させることで金融格差が縮小、ラテンアメリカの小売りや中小企業を対象としており、経済成長に貢献。	個人、特に金融システムへアクセスをもっていない低所得層	Nu社は2013年設立にもかかわらず、2022年度末には顧客数7500万人へ金融サービスを提供し、パーソナル及びクレジットカードローン残高は113億ドルを計上。ブラジルでは2011年から2021年に銀行口座保有率が15%増加 ¹ しており、同社はこれに貢献している。	Nu社は従来より展開している同業他社より低コストにてデジタル金融サービスを提供し、パーソナル及びクレジットカードローンを提供しているディスラプターである。同社によると同社の顧客は手数料で80億米ドル（累積）を削減し、同社のプログラムに2億7800万回（累積）アクセスし金融教育に役れている。	顧客がテクニカル及び金融知識に欠ける可能性が同社のクレジットサービスのリスクを増進させている。Nu社の利率は競合他社よりも低いものの、ブラジルのAPR ² （個人ローン利率）は高水準にある。

重要業績評価指標 (KPI)	新たに金融システムを使い始めた顧客数			
インパクト・アライメント	セオリー・オブ・チェンジ¹			
インパクト・ピラー 社会的公平性と生活へのインパクト インパクト・サブピラー 社会的公平の表現 UN SDG	インプット	アウトプット	アウトカム	インパクト
	合計158億ドルの資金	従来の金融機関よりも低コストにてデジタル金融サービスを低所得層に提供	顧客数7500万人、合計113億ドルのパーソナル及びクレジットカードローンを提供	新たに570万人がクレジット及びデビットカードを初めて入手

¹ 出所：Nu 2022 ESG Report

² 出所：The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, World Bank.

³ Annual Percentage Rate of Charge. 借入金の年率コスト。

<http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals>.

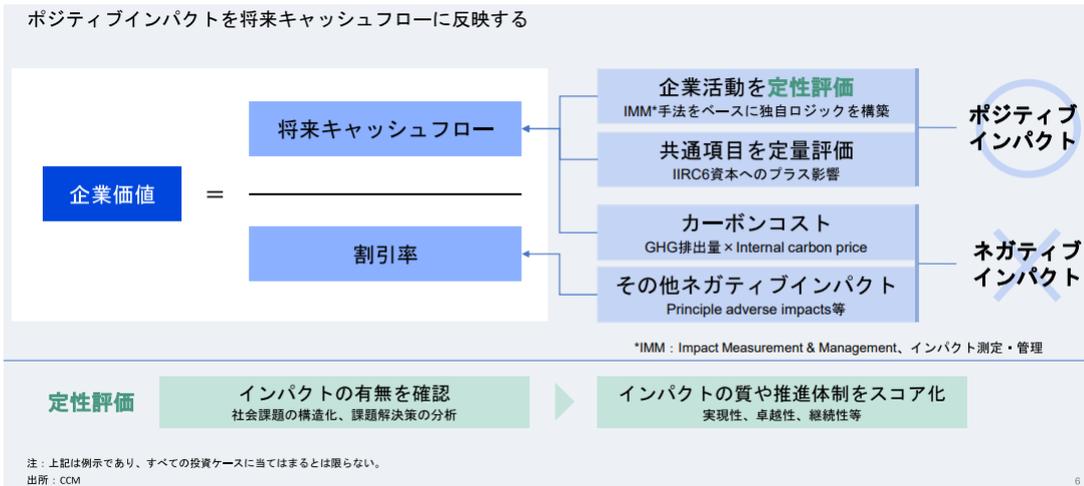
上記の指標は各所有者に帰属します。使用は、ティー・ロウ・プライスと商標所有者との出資関係、スポンサーシップ、または提携を意味するものではありません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、ティー・ロウ・プライスによる売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、ポートフォリオ等における保有・非保有及び将来の購入または売却を示唆・保証するものではありません。

(出所) 第2回（2024年10月29日）ティー・ロウ・プライス・ジャパン 松本メンバー説明資料

(オ) 多角的な事業への投資の考え方

カディラキャピタルマネジメントでは、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し、バリュー投資という共通言語に落とし込む企業価値計測手法を開発。特にポジティブ・インパクトの評価については、ポジティブ・インパクトが大きいと将来の成長期間が長くなるというロジックに基づき、定性・定量的に判断している。



(出所) 第2回 (2024年10月29日) がティラキャピタルマネジメント 坂本メンバー説明資料

ティール・ロウ・プライス・ジャパンでは、運用プロセス・銘柄選択において、①除外リストを基にスクリーニング、②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、③インパクトの5次元分析を用いたインパクトの測定可能性の観点でのスクリーニング、④ファンダメンタル・リサーチを実施して、ポートフォリオ構築を行っている。

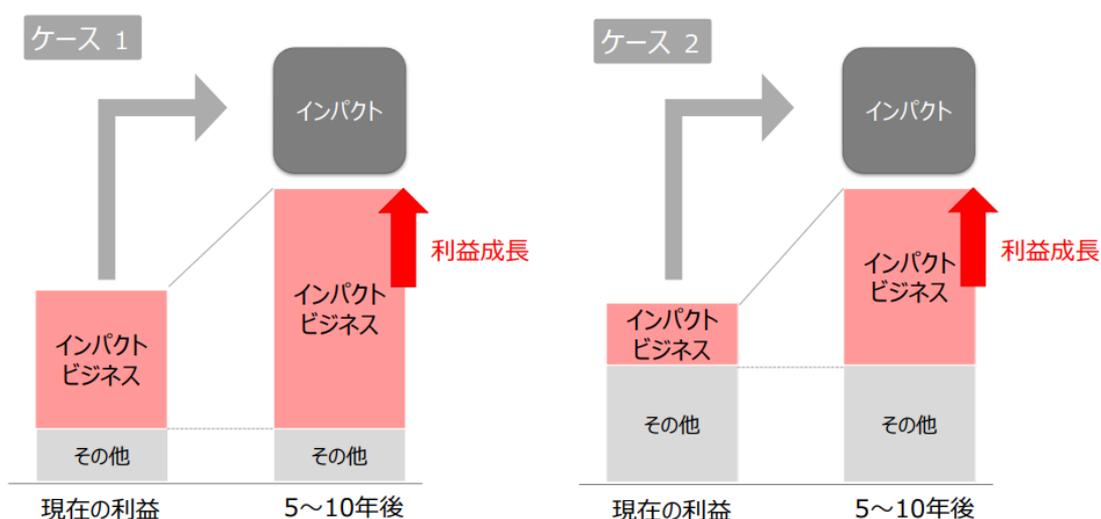


(出所) 第2回 (2024年10月29日) ティール・ロウ・プライス・ジャパン 松本メンバー説明資料

三菱 UFJ 信託銀行では、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なると考え、投資判断を行っている。

投資企業のイメージ

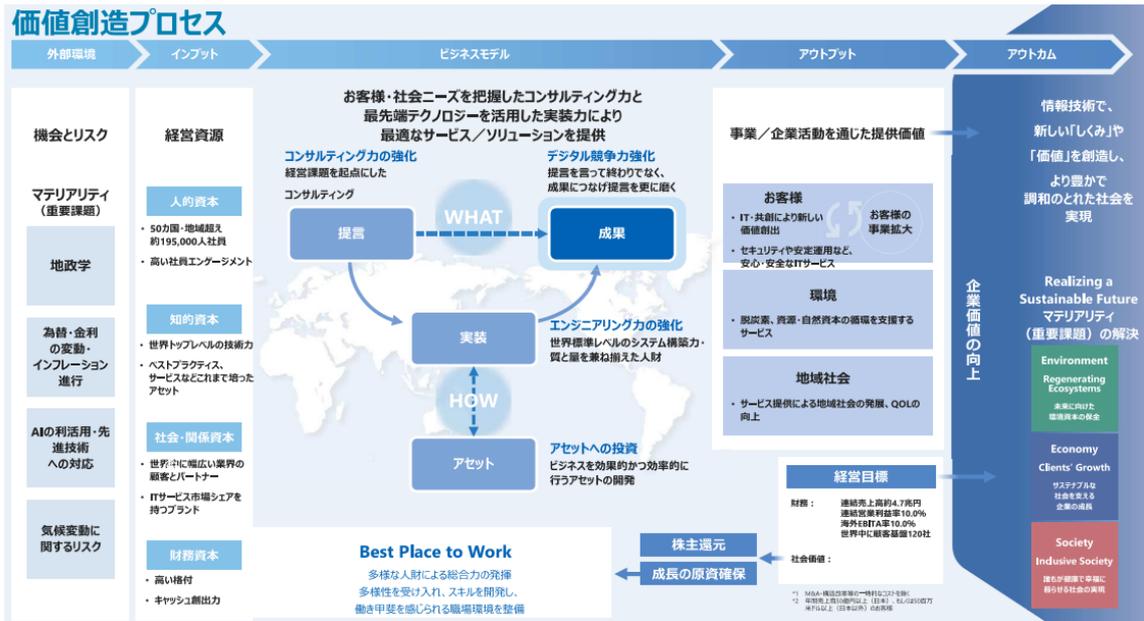
- ケース1：本業がインパクトビジネス（社会課題の解決策）
インパクトビジネスの成長が全体の利益成長とインパクト創出に寄与
- ケース2：多角化企業の一部がインパクトビジネス
現在のインパクトビジネスの利益構成比は小さいが、全体の利益成長を牽引



(出所) 第2回 (2024年10月29日) 三菱UFJ信託銀行 加藤メンバー説明資料

(2) インパクトの開示・対話
 (ア)インパクトの可視化

社員・組織行動変容に向けた活動の拡大



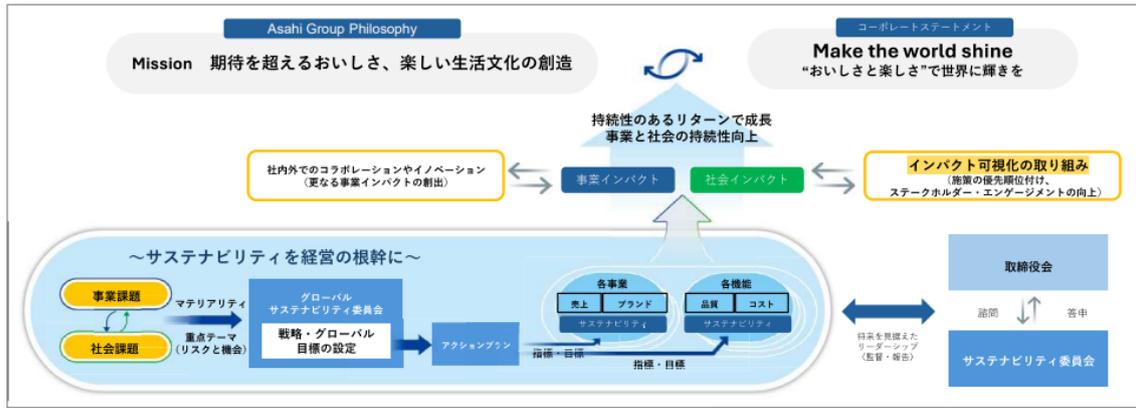
(出所) 第3回 (2024年12月3日) NTTデータグループ 遠藤メンバー説明資料

インパクトの可視化を取り組む背景



- アサヒグループは、“Asahi Group Philosophy”の実践を通じて企業価値を持続的に高めている。そのために、サステナビリティを経営の根幹に位置付け、“サステナビリティと経営の統合”の実現を目指し、取り組みを進めている。

■ アサヒグループのサステナビリティと経営の統合

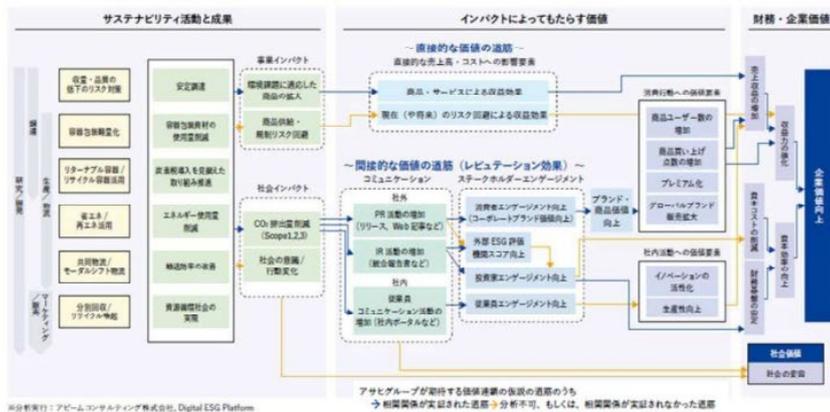


価値関連図

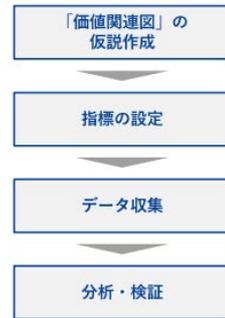


- サステナビリティ活動がどのように企業価値向上につながっているか「価値関連図」で図式化し、相関関係を検証することで活動の全体像を把握する。

■ 2023年版価値関連図（環境テーマに一部抜粋）



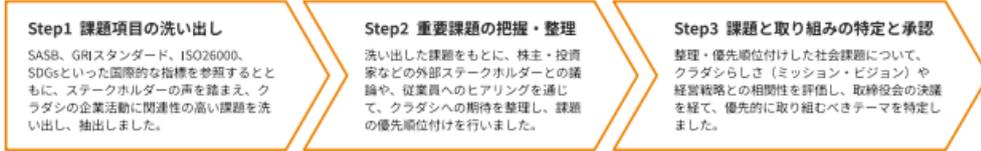
■ 取り組みプロセス



(出所) 第3回 (2024年12月3日) アサヒグループホールディングス 西原メンバー説明資料

サステナビリティ重点取り組み（マテリアリティ）

マテリアリティの特定プロセス



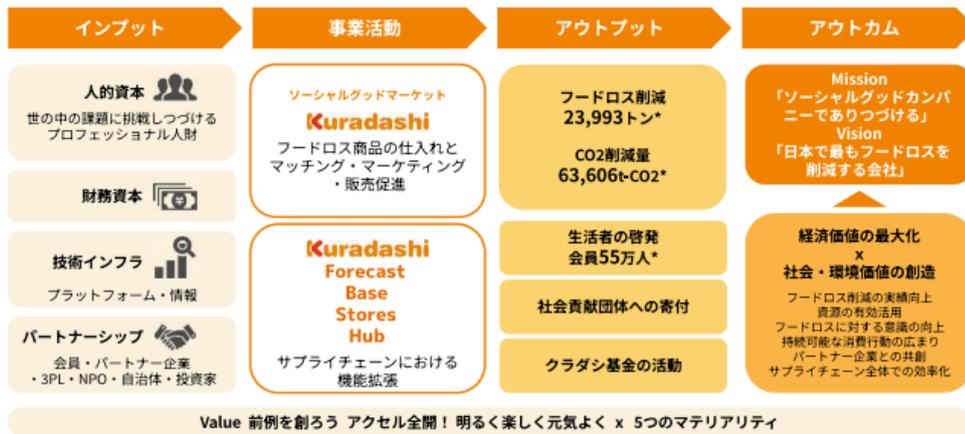
抽出された課題と整理



ビジネスモデルとインパクト 価値創造ストーリー

サステナビリティレポート2024より抜粋

インパクト・価値創造モデル

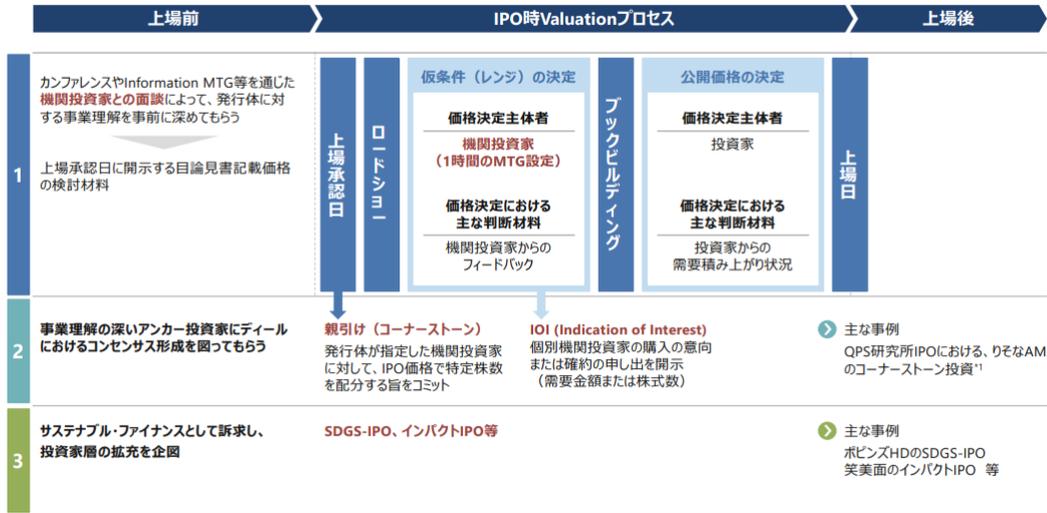


Value 前例を創ろう アクセル全開！明るく楽しく元氣よく x 5つのマテリアリティ

(出所) 第3回 (2024年12月3日) クラダシ 河村メンバー説明資料

(イ) IPO 前後における課題と取組事例

IPO時のValuation決定プロセスと課題対応

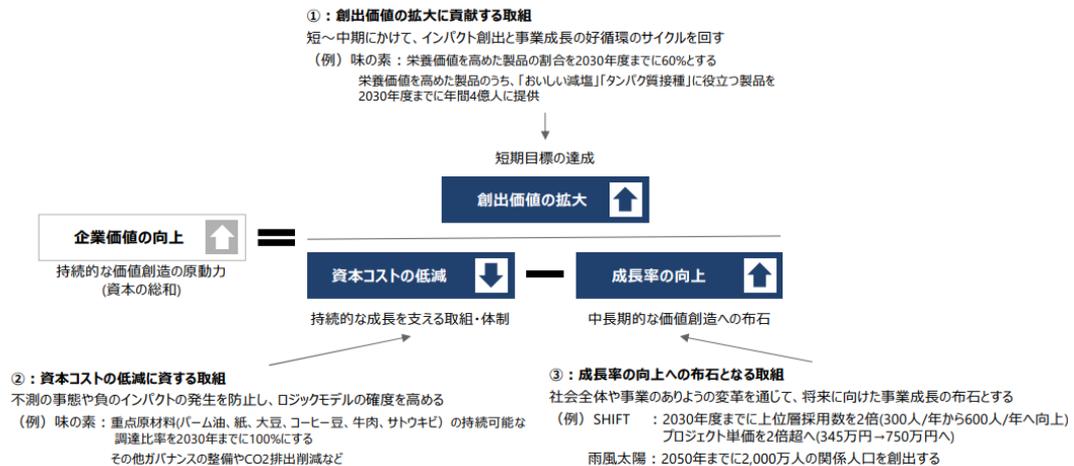


*1 「インパクトを含めた事業価値がバリュエーションに正当に反映されるために投資家としてコンセンサス形成に働きかけることは価値を生む」 第2回資料

企業価値向上につながるインパクト訴求

- ・ エクイティストーリーを通じて、インパクト創出部分をValuationメソッドに紐づけていくことが重要。当該紐づけの強化が、IPO時Valuationのコンセンサス形成（投資家層の広がり）につながる

II 企業価値向上につながるインパクト訴求の方向性



出所：各社の統合報告書・サステナビリティレポート等の開示資料をもとに大和証券作成

(出所) 第3回 (2024年12月3日) 大和証券 池川メンバー説明資料

Investor contributionの探求



<5595 JP> QPS研究所

- ◆ 世界で5社寡占のSAR衛星（小型開口レーダー）の企業。2023年12月当社が初めてIPOして上場。
- ◆ SAR衛星は電波を地表に向けて照射し、地表からの反射波を捉えることで画像を生成。天候や時間帯に左右されずに地表の観測が可能。当社は小型化に成功し、コストを従来の1/100に低減。
- ◆ 安全・安心な社会構築に期待。自然災害発生時には正確かつ迅速な状況把握を通じた被害抑制や、地表面の微細な動きの検出等斜面や道路等インフラのモニタリングによる災害や事故の予防等に寄与。その他、交通や航行の安全、農作物や森林の管理・監視等の分野でも期待。

Contribution

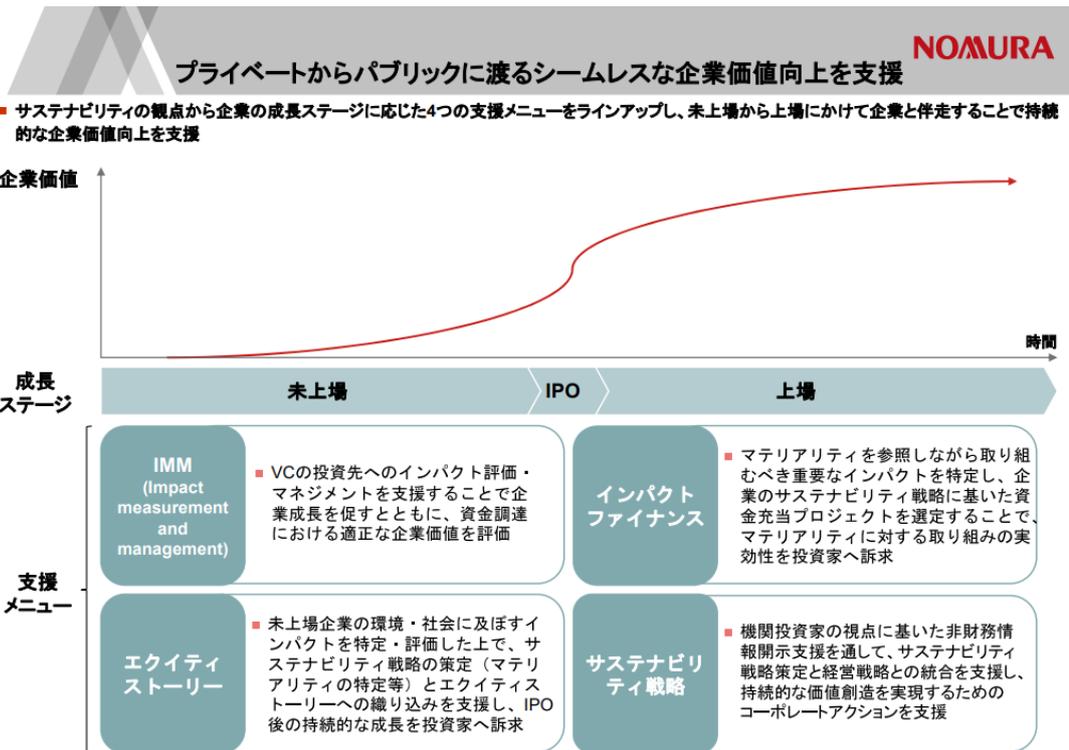
コーナーストーン投資、IOI(Indication of Interest)

- ◆ 当時宇宙関連銘柄はほとんど上場していなかったためバリュエーションのコンセンサスが形成されていなかった
- ◆ 産業の成長性、同社のポジショニング、社会インパクト（事業価値）を評価してIPO時に総額5億円のコーナーストーン投資を実行（180ロックアップ）。同時にバリュエーションの考え方や、どのように上場企業の投資家に説明すればよいのかを助言
- ◆ 結果的にIPOで想定以上の需要を喚起することに成功し、当初調達予定額20億を30億に増額することができた。これにより当初予定していた合計12機のSAR衛星建造を18機に上方修正。競争力の向上、成長スピードの加速、インパクト創出を後押し。
- ◆ 後日、大西社長より投資家の貢献について、感謝の言葉をいただいた



- 気づき
 - ・上場株投資家でもPO、IPOであれば直接的に事業成長へ寄与することが可能
 - ・インパクトを含めた事業価値がバリュエーションに正当に反映されるために投資家としてコンセンサス形成に働きかけることは価値を生む
 - ・特にIPO前後に訪れる『死の谷』を乗り越えるために上場株投資家、未上場株投資家を含め多くの投資家が参加するシームレスなエコシステム構築が必要
- 最近の取り組み
 - ・2024年6月宇宙デブリ除去のアストロスケール(186A)へ10億円のコーナーストーン投資を実施

(出所) 第2回 (2024年10月29日) りそなアセットマネジメント 井浦副座長説明資料



(出所) 第3回 (2024年12月3日) 野村證券 林田メンバー説明資料

(3) アセットオーナーによるインパクト投資

(ア) 社会課題解決を目指す「重点取組テーマ」の例

日本生命では、「人権尊重」「人的資本」「地域経済」「グローバルヘルス」「気候変動」「自然資本」の6つを重点取組テーマとし、課題解決に向けた投融資を進めている。

<p>人権尊重</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年9月より、投資先企業に、人権方針の策定、人権デュー・デリジェンスの実施を要望 保有額が大きい投資先企業のうち、人権方針の策定／人権デュー・デリジェンスの実施が確認できない先に対応・開示を要望 	<p>人的資本</p>	<ul style="list-style-type: none"> 投融資先との対話において、経営戦略と一体となった人材戦略の策定・開示を要望 人的資本をテーマとした対話先の約6割で「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」を確認
<p>地域経済</p>	<ul style="list-style-type: none"> 地域の発展に影響を持つ中小企業に対して、通常のローンに加え、グリーンローンやサステナビリティ・リンク・ローン等のサステナブルファイナンスを提供 その他、国内の再生可能エネルギー事業への投融資を通じて、発電所周辺の地域経済発展に貢献 	<p>グローバルヘルス (公衆衛生)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年9月に、インパクト投資をはじめとするグローバルヘルス分野への民間資金動員を促進することを目的とした「Triple I for Global Health」に加盟
<p>気候変動</p>	<ul style="list-style-type: none"> テーマ投融資の内枠として脱炭素ファイナンス枠を設定し、2024年12月末時点で約2.1兆円の実績を積み上げ また、電力・鉄鋼セクターを対象とした具体的な評価基準を信頼性・透明性の高い形で明示したトランジション・ファイナンス実施要領を策定し、企業の脱炭素取組を後押し 	<p>自然資本</p>	<ul style="list-style-type: none"> TNFDが推奨する分析ツール「ENCORE」を活用 当社の保有額が大きい企業のうち、自然資本に対する「依存」が高い、または、「影響」が大きいと思われる業種を対話先として優先的に選定

(出所) 第4回 (2025年2月18日) 日本生命 岩渕メンバー説明資料

かんぽ生命では、「Well-being 向上」「地域と社会の発展」「環境保護への貢献」を重点取組テーマとし、課題解決に向けた投融資を進めている。



(出所) 第4回 (2025年2月18日) かんぽ生命 野村メンバー説明資料

(イ)年金受給者の生活改善を意識した海外年金基金の取組み

オランダ最大手 ABP（オランダ公務員年金基金）では、「オランダへの投資を通じて加入者の生活に直接的な影響を与える」と投資信念に明記。PFZW（オランダ医療・福祉部門の職域年金）も「加入者が年金を受け取れる、住みやすく持続可能な世界に貢献」するとしている。

ABP（オランダ公務員年金基金）	PFZW（オランダ医療・福祉部門の職域年金）						
<p>□ 投資信念（Investment beliefs、2022年）には以下のような内容が掲げられている</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Risk, Return, Costs and Sustainability 2. Sustainable and responsible investment 3. Long-term horizon 4. Strategic asset allocation 5. Investment risk 6. Diversification 7. Cost-conscious 8. Investing in the Netherland <p>「ABPはオランダへの投資を通じて加入者の生活に直接的な影響を与えることができる」</p> <p>出所：ABP (2022) "Investment Beliefs"を基に作成</p> <p>□ 2024年1月、インパクト投資方針を公表し、下記をコミット</p> <p>□ 2025年までにインパクトに関する効果把握を目指し、必要に応じて、インパクトに関する2030年までの補完的な目標を2025年に設定する、とする</p> <p>2030年までにインパクト投資に300億ユーロを投資する うち、110億ユーロは、ABPが焦点を当てた発行デマへの貢献に投資する</p> <ul style="list-style-type: none"> ・100億ユーロはクライメート・トランジション ・10億ユーロは自然・生物多様性保全 <p>さらに、100億ユーロを、ABP加入者の生活にポジティブなインパクトをもたらすオランダへの投資に充てる（主に、手頃な価格の住宅、持続可能なエネルギー、イノベーションに投資）</p> <p>インパクト投資においては次の資産クラスにフォーカス： インフラ・現物資産・非上場株・オルタナティブクレジット・不動産</p> <p>出所：ABP (2024) "Impact Investing Policy"、同 (2024) "Sustainable and Responsible Investment Policy ABP: A good pension in a livable world"、ABPウェブサイトを基に作成</p>	<p>□ PFZWとPGGMは、近年「3D投資」(3Dはリスク・リターン・インパクトの3つの次元の意味)を標ぼうし、2023年以降、2030年に向けて、より積極的にインパクト創出を目指す投資戦略へと大きく舵を切っている</p> <p>□ 「加入者に良い年金を提供することが私たちの使命」「PFZWは、加入者が年金を受け取れる、住みやすく持続可能な世界に貢献する責任も感じている。結局のところ、良い年金は生活が快適な世界でよく価値があり、住みやすい世界は年金を積み上げるために不可欠なものである。これは、PFZWとPGGMの2030年に向けた共同抱負、すなわち良好な財務実績と、人々と環境のための長期的価値の創造に合致するもの」とする</p> <p>□ 現時点で変革の真っ只中にあるとみられ、公開情報は限定的であるが、加入者へのアンケート調査の結果なども踏まえ、資産クラス横断的にインパクトに関する数値目標を設定し、インパクト創出に向け取り組んでいく構え</p> <p>□ Climate and Energy Transition Solutionsマandatや、Global Credits Sustainable Core Mandatなどを設定</p> <p><3領域における資産クラス横断的なインパクトに関する2030年数値目標の設定></p> <table border="1"> <tr> <td>気候</td> <td>15MtのCO₂排出回避</td> </tr> <tr> <td>健康</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> ・6,000~10,000人の労働雇用の自動化 ・患者一人当たり0.27年の質調整生存年（QALY）の増加 ・介護住宅や医療・福祉部門で働く人向けの手頃な価格の住宅等の1,000ユニットの追加 </td> </tr> <tr> <td>自然・生物多様性</td> <td>(検討中)</td> </tr> </table> <p>出所：PFZW (2024) "Jaarverslag 2023"、GIIN (2024) "Pursuing Impact Within a Portfolio: Insights From Institutional Asset Owners"、その他各種資料を基に作成</p>	気候	15MtのCO ₂ 排出回避	健康	<ul style="list-style-type: none"> ・6,000~10,000人の労働雇用の自動化 ・患者一人当たり0.27年の質調整生存年（QALY）の増加 ・介護住宅や医療・福祉部門で働く人向けの手頃な価格の住宅等の1,000ユニットの追加 	自然・生物多様性	(検討中)
気候	15MtのCO ₂ 排出回避						
健康	<ul style="list-style-type: none"> ・6,000~10,000人の労働雇用の自動化 ・患者一人当たり0.27年の質調整生存年（QALY）の増加 ・介護住宅や医療・福祉部門で働く人向けの手頃な価格の住宅等の1,000ユニットの追加 						
自然・生物多様性	(検討中)						

(出所) 第4回 (2025年2月18日) Nippon Life Global Investors Europe Plc
林氏説明資料

(ウ)かんぼ生命の産学連携事例

かんぼ生命では、社会課題を解決するイノベーションは大学にあるとの考えのもと、3大学（2025年3月1日現在）と連携し、革新的な技術開発や事業への投資を行うほか、次世代を担う金融人材の育成にも貢献している。

インパクト投資の実践（かんぼ発のインベストメントチェーン：研究シーズからの社会実装）

産学連携

学校法人3校と覚書を締結し、包括的な取り組みを推進

学校法人

慶應義塾

2022年1月締結

国立大学法人

大阪大学

2023年1月締結

学校法人

立命館

2023年3月締結

協議事項

- ① アカデミアの持つ**革新的な技術開発や事業への投資**を推進
- ② 経済社会全体の持続的成長に寄与する機関投資家として、**次世代を担う金融人材の育成に貢献**するため、**大学において資産運用やサステナブル投資についての講義**を実施。
- ③ **小学生や高校生を対象とした金融教育**の実施。
- ④ **理系・デジタル人材向けインターンシップ**等、採用における取り組みの実施。

(出所) 第4回 (2025年2月18日) かんぼ生命 野村メンバー説明資料

(エ) 日本生命の『マイルストーン管理』、かんぼ生命の『確認シート』

日本生命では、個別投資先との対話として、『マイルストーン管理』を導入している。例えば、『気候変動（脱炭素の取組み）』といったテーマに対して、投資先の状況を1（投資先の課題を検知し、投資先に通知）、2（投資先が通知を受け、課題だと認知）、3（投資先が課題解決に向けた施策を策定）、4（投資先が施策を実行）に分類し、対話に役立てている。

アウトカム創出に向けた進捗管理		(テーマ例) 気候変動
1	投資先の課題を検知し、投資先に通知	温室効果ガス 排出量削減 (目標設定⇒削減進捗)
2	投資先が通知を受け、課題だと認知	
3	投資先が課題解決に向けた施策を策定	
4	投資先が施策を実行	

**社会課題解決に向けて、E・Sテーマを継続的に見直し・発展
(人権、人的資本、生物多様性など)**

(※) 投資先企業の課題解決が見込めない場合は、議決権の行使や売却等へ行動をエスカレーション

(出所) 第4回 (2025年2月18日) 日本生命 岩瀬メンバー説明資料

4（投資先が施策を実行）に向けて対話を進めるものの、一方的なものではなく、個社によって事情があることから、そこを丁寧に対話していく、ということが趣旨となる。したがって、対話の結果、違う解決策が出ることもあるが、この作業が企業価値を高めるものと考えている。

2. インパクト投資の取組主体

インパクト創出に取り組む企業が、どのような投資家がインパクト投資に取り組んでいるかを把握する上では、以下が参考となる。

- [『日本におけるインパクト投資の現状と課題 2024 年度調査』](#)
(一般財団法人社会変革推進財団 (SIIF) 発行／GSG Impact JAPAN National Partner 監督) 14～17 頁参照
- [『インパクト志向金融宣言プログレスレポート 2024』](#) 35～37 頁参照

「市場調査・形成分科会」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

- ・ 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。
- ・ インパクト創出・企業価値の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）

【ディスカッションテーマ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。

【ディスカッションテーマ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。

【ディスカッションテーマ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

【ディスカッションテーマ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）。

【ディスカッションテーマ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

【ディスカッションテーマ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。

「市場調査・形成分科会」ディスカッションメンバー等名簿（2025年4月時点）

座長	白石 智哉	フロネシス・パートナーズ株式会社 代表取締役
副座長	井浦 広樹	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
	黄 春梅	インパクト・キャピタル株式会社 代表取締役
ディスカ ッション メンバー	池川 忍	大和証券株式会社
	石川 孔明	ライフイズテック株式会社
	岩渕 正明	日本生命保険相互会社
	遠藤 荘太	株式会社NTT データグループ
	堅田 航平	五常・アンド・カンパニー株式会社
	加藤 正裕	三菱UFJ信託銀行株式会社
	河村 晃平	株式会社クラダシ
	菊池 勝也	合同会社 Co-Creat Frontier
	坂本 一太	カディラキャピタルマネジメント株式会社
	西原 香織	アサヒグループホールディングス株式会社
	野村 裕之	株式会社かんぼ生命保険
	秦 雅弘	GLIN Impact Capital
	林田 稔	野村証券株式会社
	松本 陽子	ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

（敬称略・五十音順）