

## 第4章 コロナ禍における社会課題解決とインパクト投資（講演録）

社会変革推進財団（SIIF） エクゼクティブ・アドバイザー

安間 匡明

### 【要旨】

インパクト投資とは、財務的なリターンに加えて、社会的・環境的な課題を解決する効果（インパクト）を創出することを意図した投資である。欧米ではインパクト投資の規模が近年急速に拡大しており、多様な金融プロダクトが展開されている。コロナ禍の中、インパクト投資は、悪化した経済格差などの問題を解決する手段としても注目を集めている。日本もインパクト投資に関する取組みが広がりつつあるが、その規模は欧米と比較して小さい。今後の対応として、インパクトの評価手法の国際標準化など、金融市場での洗練化された取組みや、民間企業のかかる投資行動を政府や自治体が誘発・推進・連携していくことが求められる。

### 1. インパクト投資の概要

#### (1) インパクト投資の定義と概念

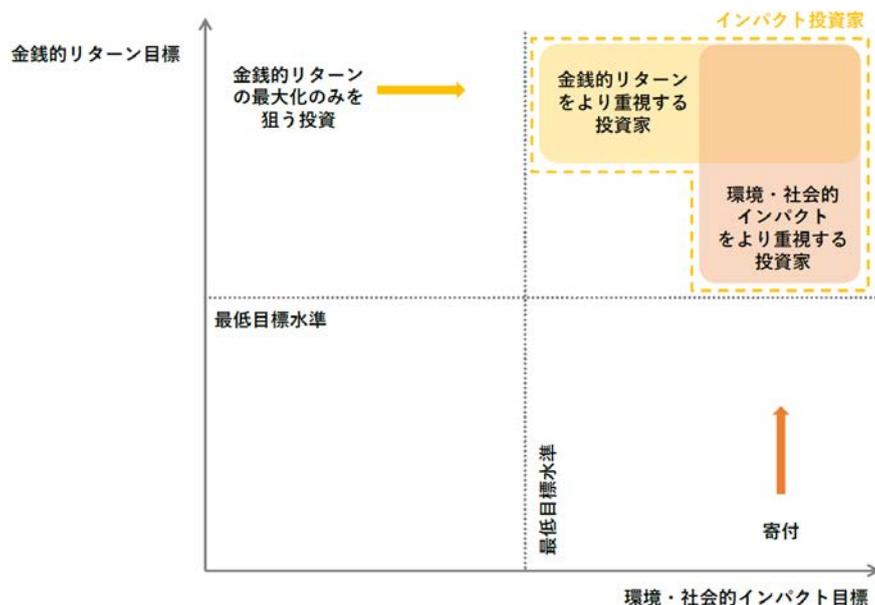
インパクト投資とは、財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的及び環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資である。そして、インパクト投資は、以下の4つの要素が満たされる必要がある。

#### ＜インパクト投資の4要素＞

1. Intentionality：インパクトを求めるといふ、明確な意図があること。
2. Financial Returns：投資家が求める財務的リターンを満たすこと。
3. Range of asset classes：あらゆる金融のプロダクトを含むこと。
4. Impact Measurement：インパクト投資の後に発生したポジティブな変化を、事後評価すること。

インパクト投資の概念は、図表1のように示すことができる。縦軸はリスクを考慮した上での金銭的リターンで、横軸は環境・社会的インパクトの達成度合いを示し、両者をできるだけ両立させながら最大化を狙うこと、すなわち図の右上方向を目指して投資が行われる。

図表1 インパクト投資の概念（金銭的リターンとインパクトの同時追求）



（出所）ニッセイアセットマネジメント株式会社（2020）「上場株式投資におけるインパクト活動に関する調査報告書」14 頁より引用。この図は Monitor Institute (2009) “Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry” p.32 を基にニッセイアセットが作成したものである。

インパクト投資と ESG 投資の違いは何か。まず、ESG 投資は、企業活動による負の外部性（二酸化炭素や廃棄物の発生・従業員の酷使など）を削減しつつ、企業価値の最大化を目指すという 2 次元の取組みである。それに対して、インパクト投資は、特定の社会問題を解決するという明確な意図があり、リスク・リターン・インパクトの 3 次元評価によって投資判断がなされる。そのため、インパクト投資は ESG 投資の一種の発展形と位置付けることができる。

IFC（国際金融公社）によると、SDGs の主要な 5 つのゴールを達成するには、ESG 投資だけでは 2.6 兆ドルが不足すると試算されていることから<sup>1</sup>、それを補う資金源としてインパクト投資が期待されている。

## (2) インパクト投資の背景と起源

インパクト投資という用語は、2007 年に米国のロックフェラー財団がイタリアのベラジオで開催した会合において初めて使用された。この会合には金融機関・慈善事業・開発の各分野のリーダーが参加し、環境面・社会面のインパクトを創出するための投資の在り方についての議論がなされた<sup>2</sup>。

インパクト投資が拡大した背景として、以下のような 4 種類のセクターの動きが指摘で

<sup>1</sup> IFC (2019) “Creating Impact-The Promise of Impact Investing” p.12.

<sup>2</sup> ニッセイアセットマネジメント株式会社（2020）「上場株式投資におけるインパクト活動に関する調査報告書」、13 頁。

きる。第一に、財団などのフィランソロピーセクターは、従来から取り組んでいた社会課題の解決をより革新的かつ持続的にするために、手法としてインパクト投資を活用するようになった。第二に、金融機関などのフィナンシャルセクターは、リーマンショックなどの反省を経て自らの存在意義を追求する意味合いからも、新しい投資機会としてインパクト投資に取り組むようになっている。第三に、事業会社などのビジネスセクターは、消費者の価値観の変容や Society5.0 などを受けた新しい事業機会・SDGs への貢献手法として、インパクト投資への取組みを本格化させている。最後に、開発金融機関や国際機関などの政府セクターは、財政拡大が望めない中で社会課題解決に民間資本を導入する手段として、インパクト投資に参入している。

### (3) インパクト投資の種類

インパクト投資の金融プロダクトは多様であるが、下記の 6 種類に分類できる。

#### ① プライベートエクイティ投資

プライベートエクイティ投資とは、広義には未上場企業の株式の取得を意味するが、一般的には専門のファンドがスタートアップ企業や成長途上の企業に対して出資を行った上で、ハンズオンで企業価値の向上を支援して、最終的には株式公開（IPO）や事業譲渡を通じて向上した企業価値の実現（EXIT）を図り、投資家にリターンを配分する仕組みである。

インパクト投資における事例として、例えば英国の Bridges Management Fund 社による“Bridges Sustainable Growth Fund”では、給食のケータリングによる健康の改善や本のリサイクルによる廃棄物の削減など、社会問題の解決に向けた取組みを投資対象としている。国内では、SIIF（社会変革推進財団）<sup>3</sup>が新生企業投資・みずほ銀行と共同で、ベンチャーキャピタル型インパクト投資ファンド「はたらくファンド」を運営し、IoT・AI を活用した保育士の支援や中高生向けの IT・プログラミング教育を行う企業などへの投資を行っている。

#### ② サステナビリティリンクローン・ボンド

サステナビリティリンクローンとは、借り手が自らの CSR 戦略と関連した SPTs（サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット）を事前に設定し、その達成度を融資後に報告することにより透明性を確保するローンのことである<sup>4</sup>。目標を達成した場合には金利が下がり、達成しない場合には金利が上がるといったインセンティブが付与される場合もある。

大企業向け融資の事例として、三井住友信託銀行による住友ゴム向けの「ポジティブインパクトファイナンス」では、事業活動に伴う環境負荷の軽減や安全性の高い次世代製品の開

<sup>3</sup> 2017 年に日本財団の協力により設立され、日本におけるインパクト投資のエコシステム構築を目標に、モデル事業の作成やプレイヤーの支援、市場環境の整備に取り組んでいる。

<sup>4</sup> 環境省（2020）「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2020 年版」、31 頁を参照。

発など、経営計画に盛り込まれた社会問題解決に向けた取組みの達成度をモニタリングした上で融資が行われている。

### ③ 上場株インパクトファンド

上場株を対象としたファンドの事例として、英国の BlackRock 社による“BlackRock Global Impact Fund”では、社会・環境問題の解決に取り組む世界の 50 社<sup>5</sup>に対して投資を行っている。同社は投資先の選定基準として、実体性（企業の収益または事業活動の 50%以上が、SDGs の 1 つ以上を促進すること）、追加性（他の企業には真似できない革新的なビジネスモデルで、課題を解決しリターンを実現していること）、可測性（インパクトが定量化できること）を掲げており、特に追加性が重要視されている。

### ④ マイクロファイナンス

マイクロファイナンスの分野では、2001 年にスイスの Blue Orchard Finance 社が、世界初の民間資金によるマイクロファイナンスファンドを設置した。同社は JBIC（国際協力銀行）や JICA（国際協力機構）からも出資を受けており、新興国での投融資や小規模企業家に対する金融アクセスを支援し、投資による社会的インパクトを計測・公表している。

### ⑤ コミュニティ投資

コミュニティ投資とは、低所得者層や地域に根差す中小企業に資金を供給し、地域社会を活性化させることを目指す投資のことである。例えば英国の Bridges Management Fund 社による“Bridges Property Fund”は、コミュニティ投資の一環として不動産投資を行い、低所得者や障害者に向けて住宅を提供している。

### ⑥ ペイフォアサクセス（PFS）

PFS とは成果連動型契約という意味で、政府・自治体が民間事業者と結ぶ契約に基づいて行われており、インフラにおける PFI・PPP と類似している。日本では内閣府が推進しており、糖尿病の重症化を予防する取組みなどのヘルスケア分野を中心に、成果に応じて報酬を支払う事業スキームが全国で約 30 件実施されている。

## 2. インパクト投資の海外動向

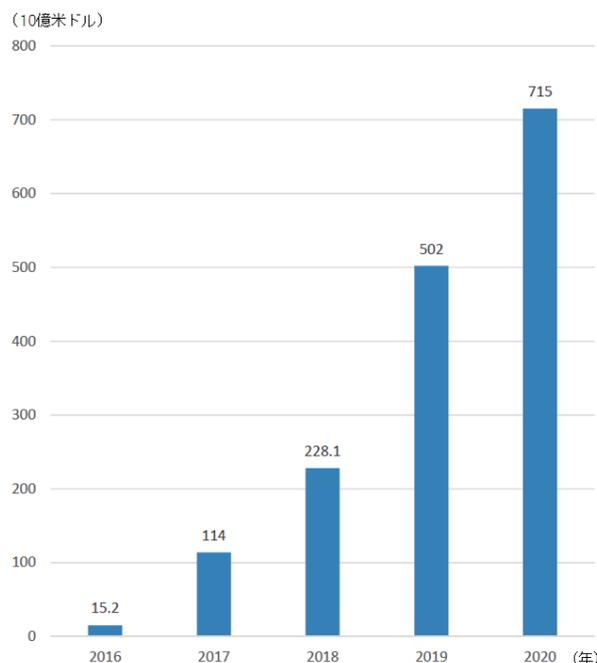
GIIN（グローバルインパクト投資ネットワーク）の調査によると<sup>6</sup>、世界のインパクト投資残高はここ数年で急増しており、2019 年末現在で 7,150 億ドルと推定されている（図表 2）。残高の 54%は運用会社、36%は開発金融機関の保有で、運用会社への委託元としては年

<sup>5</sup> 日本企業は 2 社選定されている。

<sup>6</sup> GIIN (2020) “GIIN Annual Impact Investor Survey 2020” pp.29-43.

金基金や個人投資家、金融機関などが多くなっている。インパクト投資に取り組む組織の本社所在地をみると、北米が 50%、欧州（東欧を除く）が 29%を占めている。

図表 2 世界のインパクト投資残高推移



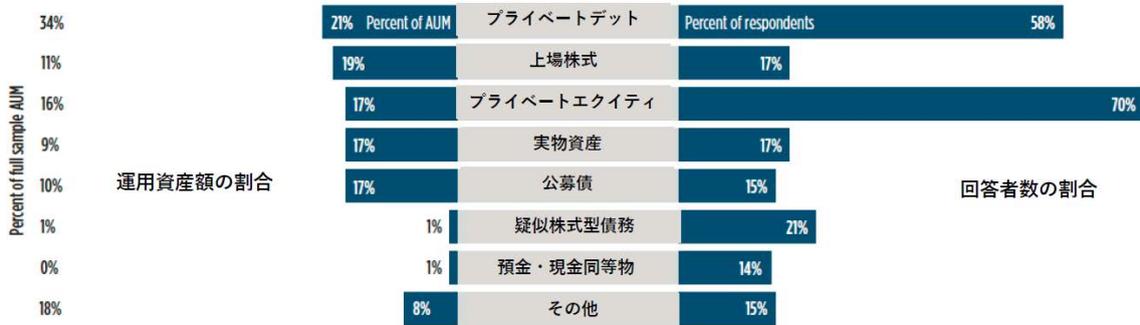
(注) 2016～2018 年は、投資家のアンケート調査を集計したもの、2019・2020 年は市場規模の調査をしたもので、データの性格は異なることに留意する必要がある。

(出所) GIIN の調査を基に筆者作成。

投資手法としては、従来から中心的であった非上場企業や私募（プライベートデット・プライベートエクイティ）が運用資産額の 40%を占めているが、近年は大手金融機関や機関投資家の参入に伴い、上場企業への投融資（上場株式・公募債）も拡大している（図表 3）。投資先地域をみると、先進国と途上国がほぼ 50%ずつとなっており、北米で 30%を占めるのに対し、東アジアは 5%に過ぎない。投資先分野では、エネルギー・森林・食料と農業などのグリーンファイナンス関連や、金融やマイクロファイナンスが多くなっている（図表 4）。

図表 3 投資手法の割合

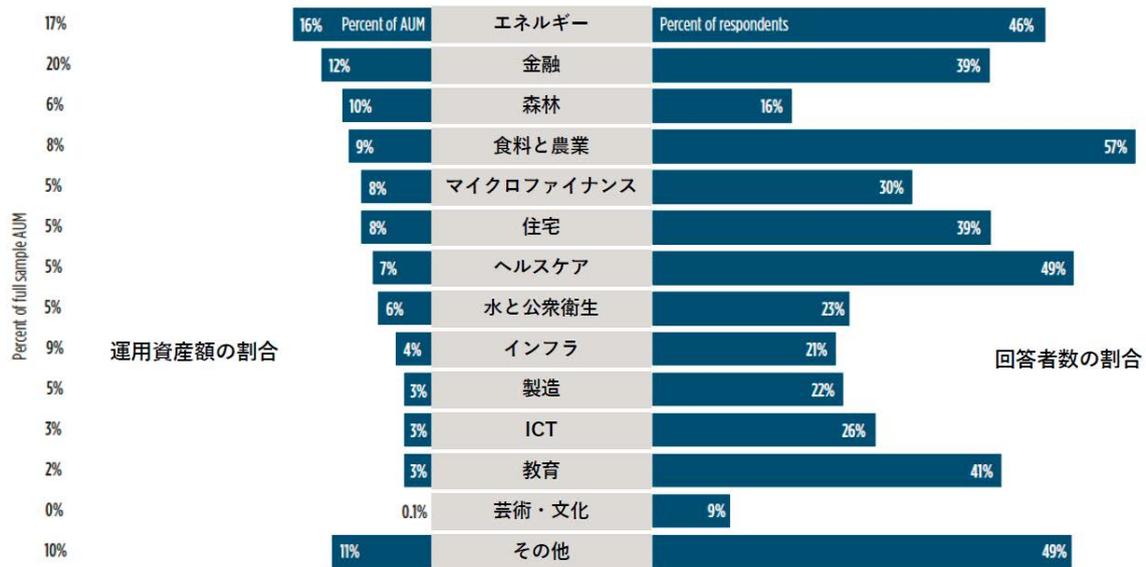
Left side—Percent of AUM excluding outliers; n = 289; AUM = USD 221 billion.  
Right side – Percent of respondents with any allocation to each asset class; n = 294; respondents may allocate to multiple asset classes.



Note: 'Other' includes guarantees, mezzanine financing, and social outcomes contracts.

(出所) GIIN (2020) “GIIN Annual Impact Investor Survey 2020” p.16 を基に作成。

図表 4 投資先分野



Note: 'Other' includes investments that did not align to these sector categories such as real estate, tourism, community development, retail, and sector agnostic investments.

(出所) GIIN (2020) “GIIN Annual Impact Investor Survey 2020” p.33 を基に作成。

主なトレンドとしては、インパクト投資の拡大・多様化に伴い、「インパクト・ウォッシング」といわれる名ばかりの取組みが増加する懸念が高まっている。例えば、投資段階での評価体系・レポートの形式・KPIの設定やそれらの事後報告が不十分なプロダクトは、インパクト投資の定義を満たしていない。それに対応して、GIINやIFCがインパクト投資のルールやフレームワークを明確化する動きを進めている。将来的には、プロダクトにお墨付きを与える国際的な認証制度も必要になるだろう。

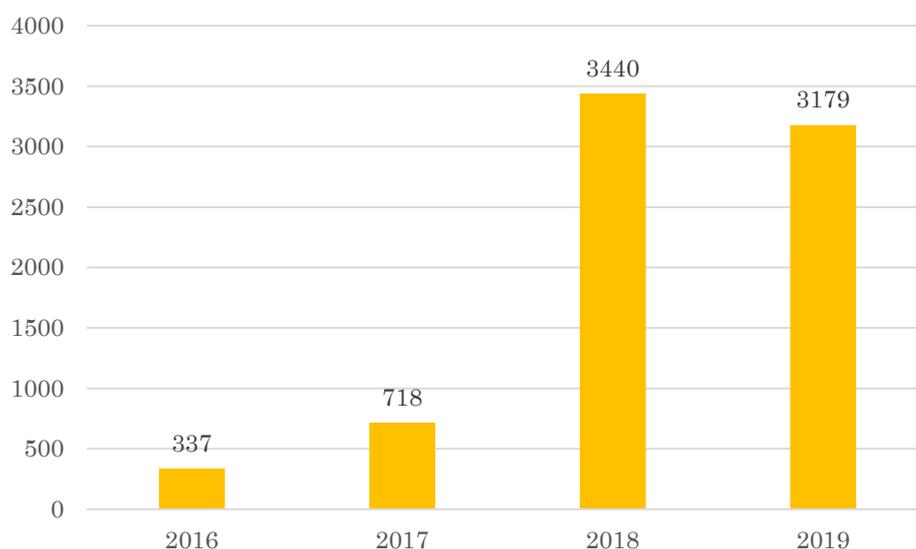
また、SDGsの実現を意識してインパクト投資に取り組む事例が各国で増加しており、

UNDP（国連開発計画）を中心とした“SDGs Impact”プロジェクトなど、SDGsに対応したガイドライン・ツールや認証制度の開発も進んでいる。

### 3. インパクト投資の国内動向

GSG (Global Steering Group for Impact Investment) 国内諮問委員会のアンケート調査によると<sup>7</sup>、2019年度の日本におけるインパクト投資残高は3,179億円で、世界全体の1%未満となっている（図表5）。投資手法には債券・非上場株式・上場株式など、多様な形態がみられる。投資先分野では教育や健康・医療、IT・先端技術や女性活躍推進などが多く、新興国や先進国低所得者層向けの分野は他国と比較して少ない。

図表5 日本において確認されたインパクト投資残高の推移（単位：億円）



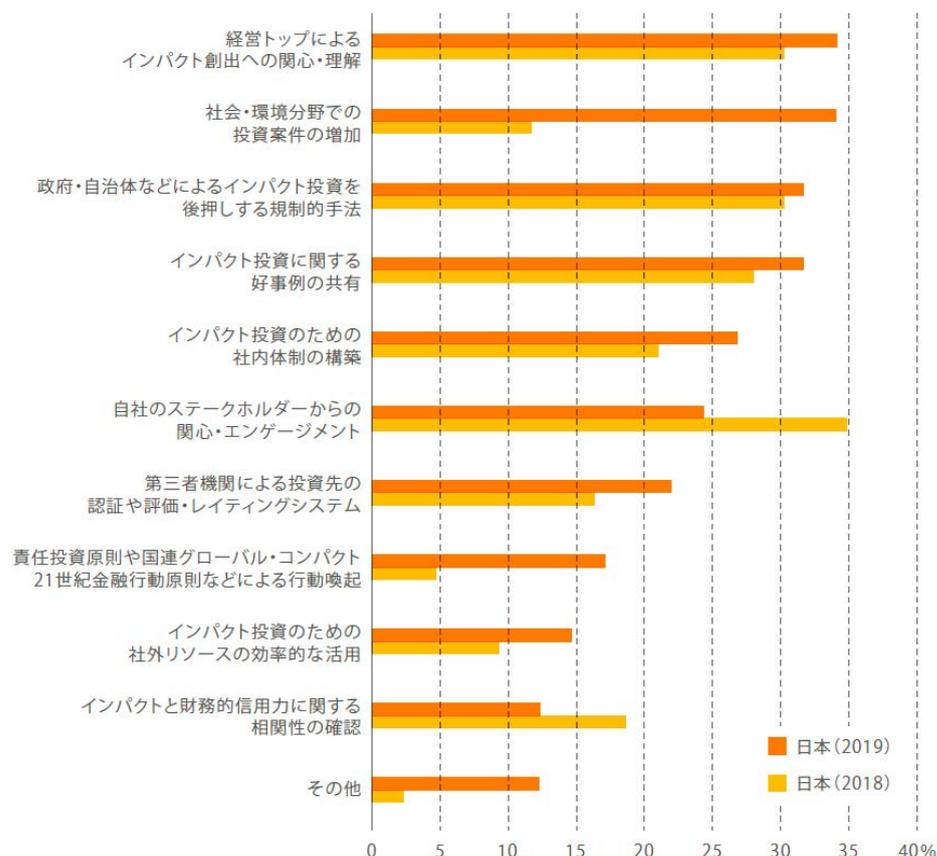
（注）アンケート回答に基づき確認できたインパクト投資残高であるため、必ずしも日本におけるインパクト投資市場規模そのものの推計値ではない。

（出所）GSG 国内諮問委員会（2019）「日本におけるインパクト投資の現状 2018」18頁、GSG 国内諮問委員会（2020）「日本におけるインパクト投資の現状 2019 修正版」11頁を基に筆者作成。

同調査において、インパクト投資機関を対象に「インパクト投資を増やしていくための条件」について質問したところ、「社会・環境分野での投資案件の増加」、「経営トップによるインパクト創出への関心・理解」という回答が多くなっている（図表6）。そのことから、インパクト投資の実行段階において、ディールフローの拡充や、ビジネスとしての社会課題解決に対する疑念の払拭などが重視されていることがうかがえる。

<sup>7</sup> GSG 国内諮問委員会（2020）「日本におけるインパクト投資の現状 2019 修正版」17～22頁を参照。

図表6 インパクト投資を増やすための条件



(注) 複数回答、2018年度・2019年度ともに n=41。

(出所) GSG 国内諮問委員会 (2020) 「日本におけるインパクト投資の現状 2019 修正版」 26 頁より引用。

SIIF が一般消費者を対象に行った調査では<sup>8</sup>、「インパクト投資」の意味を「よく知っている」又は「少し知っている」と回答した人の割合は 6.8%で、「言葉を聞いたことがある」人を合わせても 18.1%に過ぎない。また、インパクト投資商品の購入関心度も、「大いに関心がある」、「やや関心がある」を合わせても全体の 20.7%に留まる。なお、SDGs の認知度に関する朝日新聞の調査によると<sup>9</sup>、SDGs という言葉を聞いたことがある人は 27.3%、意味を知っている人は 18.0%となっており、SDGs と比較してインパクト投資の認知度が低いことがわかる。

昨今の国内トレンドとして、資産運用会社・機関投資家・地域金融機関など、新たにインパクト投資を開始する金融機関が増加している。また、2019年6月のG20大阪サミットにおける安倍首相(当時)のスピーチにおいて、インパクト投資の重要性と日本がその国際的議論の先頭に立つことを明言したのは大きな進展だといえる。

<sup>8</sup> SIIF(2019) 「社会的インパクト投資に関する一般消費者意識調査」。回答者数は 2,071 人。

<sup>9</sup> 朝日新聞 (2019) 「SDGs 認知度調査第 5 回報告」。調査対象は東京都・神奈川県に居住する 3,000 人。

#### 4. 社会的インパクト評価の動向

インパクトとは、短期・長期の変化を含め、事業活動の結果として生じた社会・環境的なアウトカムを意味する。インパクト投資では企業の活動がもたらす製品・サービス（アウトプット）だけでなく、アウトプットがもたらす社会・環境の変化（アウトカム）を捉えることが重要となる。すなわち、ロジックモデルを利用して事業活動からアウトプットやアウトカムに至るまでの理論的な因果関係を分析し、それを投資先の企業の経営計画に組み込み、インパクトの最大化を目指す取組みが必要となる。

GIIN の調査<sup>10</sup>によると、インパクト投資家の間でも、目標達成状況を把握するだけでなく、インパクトの向上に向けてマネジメントをすることを重視する共通認識が広まっている。多くの投資家が複数のツール（平均 3 種類）を併用してインパクトを評価しており、SDGs は 72% の投資家に利用されているほか、IMP（Impact Management Project）のフレームワークや IRIS+（Impact Reporting and Investment Standards）の指標も活用されている。

IMP は、インパクトの評価・管理・報告方法についてグローバルな共通理解を醸成することを目的としたフォーラムで、ESG 投資・インパクト投資の国際推進団体や国際機関によって 2018 年に設立された。実務者コミュニティには 2,000 以上の団体が参画しており、インパクトの評価とマネジメントについての分析フレームワークを提案している。

IRIS+は GIIN によって作成された、投資家が投資先の事業評価をする際に活用可能な指標カタログで、インパクトのテーマや該当する SDGs ごとに 594 の指標が掲載されている。

#### 5. コロナ禍におけるインパクト投資

インパクト投資のビジネスモデル策定には時間を要するため、パンデミック自体の解決を目的とした医療・保健分野でのインパクト投資の取組みは、現在のところはまだ進展していない。しかしながら、公的な資金をパンデミック自体の対策に充当しなければならない状況下で、コロナ禍により経済格差・雇用・住宅問題・食糧などの既存の社会問題が著しく先鋭化していることを背景に、既存のインパクト投資の手法を活用して、この分野での財政資金の不足を補う役割がインパクト投資に期待されている。

コロナ禍に対応したインパクト投資について、既に実施されている事例は、著しい悪影響を受けている経済的弱者や新興国の人々を対象に、即効性のある資金を拠出するための基金を設立するなど、寄付やフィランソロピーに近い性格を持っている。一方で、本来のインパクト投資においても、従来金融が踏み込んでいなかった「不平等」、「人種」などの社会課題をテーマに定めたファンドなど、小口の融資プログラムが設立され、インパクト投資の枠組みを利用した対応が進められている。

---

<sup>10</sup> GIIN (2020) “The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition” p.37.

## 6. インパクト投資と省庁の動き

インパクト投資の主体は民間であるが、政府にも果たすべき役割がある。以下では、政府の取組みが盛んな英国の事例と、日本政府の動きの現状について説明する。

### (1) 英国の事例

英国では立法府・行政府・民間の活発なコミュニケーションと協調により、財務省設立の社会的インパクト投資推進のタスクフォースなどを通じて、インパクト投資の推進に向けた枠組みが形成されている。立法府では、省別特別委員会の1つである財務委員会に脱炭素化・グリーンファイナンス部会が2020年に設立された。行政府では、金融行為監督機構（FCA）など様々な金融の規制機関が連携し、民間と連携してグリーンファイナンスの推進やインパクト投資での年金基金の活用などに取り組んでいる。インパクト投資を設計・運用した経験を持つ人材が各省庁の金融担当部署に所属し、政策立案に関与しているのが特徴となっている。

インパクト投資に関する文書やレポートの作成、議会での議論も頻繁に行われている。英国金融行政と現業官庁のコミュニケーションの事例として、2019年にはイングランド銀行の健全性規制機構（PRA）、金融行為監督機構（FCA）、財務報告評議会（FRC）、年金監督庁（TPR）が連名で、金融を通じて気候変動対策に協力する旨について発表している。

### (2) 日本の事例

日本では、複数の省庁がインパクト投資に関する取組みを始めている。内閣官房・内閣府は、「まち・ひと・しごと創生基本方針2019」に「地方創生SDGsを原動力とした地方創生」という視点を加え、地方公共団体・民間企業・金融機関など多様なステークホルダーの連携による「自律的好循環」について盛り込んでいる。

環境省は、2020年10月のESG金融ハイレベルパネル会合で「インパクトファイナンスの基本的考え方」を採択し、日本の省庁では初めて、インパクト投資を社会・環境課題解決のために活用するという姿勢を明確にしている。そこではあらゆる金融機関が参入しやすくなるように、国際的に策定された概念やフレームワークと矛盾しない形で、インパクト投資の定義・金融種類・運用・評価・開示などについての考え方が示されている。

金融庁は、2020年6月から「インパクト投資に関する勉強会」をGSG国内諮問委員会と共催し、大学や銀行・証券会社、インパクト投資関係のファンドなどから35人が委員として参加している。各委員からは、国内のインパクト投資の課題として、リスク・リターン・インパクトの3次元評価が十分には定着していないことや、インパクト評価が標準化（数値化・記号化）されておらず金融市場で受容されにくいこと、日本の取組みと国際的な潮流との整合性が必要であること、インパクト投資に関わる多様な金融プロダクトがフラグメンテーションしていて、プロダクト横断的に連結されていないことなどが指摘されている。

## 7. まとめ

コロナ禍を受けて、インパクト投資は今後も世界的に急成長を続け、会計制度や金融資本市場の改革にまで結びつくことが予想される。ただし、日本国内では取組みが始まったばかりであり、世界市場に占めるシェアも低い。日本のインパクト投資の質は、大企業・ベンチャー企業・金融機関ともに欧米と比べて発展途上であり、真の社会課題解決に至らない中途半端なインパクトしか生み出せないというリスクも想定される。

外国では公的資金を利用したインパクト投資もみられるが、既に中小企業金融などに対して公的資金が他国よりも豊富に充当されている日本では、政府は民間資金によるインパクト投資の下支えに徹することが適切である。政府や自治体は、優先社会課題の特定・共有、インパクト評価に必要な社会課題に関するデータの整備、企業・金融機関によるインパクト評価の認証制度創設への協力などに取り組んでいくべきである。

また、G20 大阪サミットのスピーチで触れられたように、日本がインパクト投資に関して「国際的議論の先頭に立つ」ためには、大手金融機関がリーダーシップを発揮することも重要である。インパクト投資の基準作りは10年ほど前から海外で進められていたが、日本は議論を主導出来ていなかった。最先端の潮流を生み出す主体となるためには、日本はまず、国際的な基準作りの場に金融機関の専門家を参加させる段階から始めなければならない。

規制緩和と金融の両輪によってイノベーションを実現し、それによってインパクト投資を増加させ、社会課題を解決していくという「自助」の好循環を作り出すのが理想的である。各省庁が、所管の業務の中から民間の知恵・ビジネスモデル・イノベーションで解決できる社会課題を特定し、民間に対する取組みへの期待と連携・協調の意志を明確に示すことができれば、民間の側にも積極的に取り組むインセンティブが生まれてくると考えられる。それを実現するために、今後の政府の動きに期待したい。

(本講演録は、2020年10月13日のランチミーティングでの講演をまとめ、その後データの更新を踏まえてアップデートしたものである。)

