

インパクト投資等に関する検討会報告書

－ 社会・環境課題の解決を通じた成長と持続性向上に向けて－

令和5年6月30日

目次

1. はじめに.....	1
(1) 社会・環境面での改善効果の実現を図る企業等への投資の意義	2
(2) 一般的な ESG 投資の手法	4
(3) インパクト投資の意義	5
(4) 本検討会の主な対象	6
2. インパクト投資等をめぐる国内外の動向.....	10
(1) 内外市場の概況	10
(2) インパクト投資やインパクト評価に関連する国内外の動向	12
3. インパクト投資に関する基本的指針（案）.....	15
(1) 基本的指針の目的	15
(2) 基本的指針の対象	16
(3) インパクト投資に必要な要件	16
4. 更なる施策の方向性.....	26
(1) 「基本的指針」の策定と基本的理解の醸成	26
(2) 対話の場（コンソーシアム（仮称））の設置	26
(3) 「コンソーシアム」を軸に実現を図る更なる施策の方向性	27
参考	40

「インパクト投資等に関する検討会」メンバー等名簿
(2023年6月時点)

座長	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科教授
副座長	水口 剛	高崎経済大学学長
メンバー	浅利 大介	株式会社 Atomis 代表取締役 CEO
	安間 匡明	一般財団法人社会変革推進財団「イグジット・パートナー」
	馬田 隆明	東京大学 FoundX デイクター
	太田 洋子	野村証券株式会社金融工学研究センター長
	金井 司	三井住友信託銀行株式会社 フェロー役員
	木田 千恵	株式会社横浜銀行 総合企画部サステナビリティ委員会事務局長
	渋谷 健	シフ・サワ・アント・カンパニー株式会社代表取締役 モンズ 投信株式会社 取締役会長 株式会社&Capital 代表取締役 CEO
	高塚 清佳	新生企業投資株式会社 インパクト投資チーム シニアデイクター
	田島 聡一	株式会社ジエネア・ベンチャーズ 代表取締役/ジエネア・パートナー
	角田 夕香里	vivola 株式会社 代表取締役 CEO
	野村 裕之	株式会社かんぽ生命保険 執行役員 兼 運用企画部長
	林 寿和	ニッセイイテック・グローバル・インベスターズ・ヨーロッパ・ピエリ・エッセイ・ヘッド・オブ・ESG 金融庁金融研究センター特別研究員
	正木 義久	一般社団法人日本経済団体連合会 ソーシャル・コミュニケーション本部長
	吉澤 正人	ダイトン工業株式会社 CSR・地球環境センター 担当部長
	吉田 博彦	株式会社日本政策投資銀行 経営企画部サステナビリティ経営室長
オブザーバー	内閣官房 内閣府 財務省 経済産業省 国土交通省 環境省 生命保険協会 全国銀行協会 全国地方銀行協会 東京証券取引所 日本証券業協会 日本ベンチャーキャピタル協会	

(敬称略・五十音順)

1. はじめに

持続可能な社会の構築は国際的に大きな課題となっており、わが国でも、脱炭素や少子高齢化、災害への対応など、社会・環境課題の重要性が急速に高まっている。**課題解決には、これに貢献する技術の実装やビジネスモデルの変革(イノベーション)が不可欠で、こうした実装や変革に取り組む企業の支援は喫緊の課題**である。

社会・環境課題を考慮した投資¹を行うことで、経済・金融活動の基盤を強化し、又はリスクを低減させ、経済全体の持続可能性を高める「ESG 投資」²は、世界的に拡大してきている。2020 年の世界の ESG 投資の残高は約 3,700 兆円(35 兆米ドル)、日本の残高は約 310 兆円³であり、2016 年時点より、各々1.5 倍、5.8 倍に拡大している。投資全体に占める割合でも、世界では約 36%、日本では 24%と、大きなものとなっている⁴。

ESG 投資の9割近くを占める「ESG インテグレーション」や「スクリーニング」は、主として、企業の ESG の取組を総合的に評価しこれに応じて投資割合を決定し、又は産業・企業の特徴を捉え投資対象から除外するなどにより、ESG 要素を投資決定に反映する手法であり、いずれも ESG 投資の拡大に寄与してきた。一方、**個別の投資が、実際にどの程度国内外の課題解決に資する具体的な技術の実装やビジネスモデルの変革等につながっているか、明確には確認しづらいといった課題**がある。

「インパクト投資」は、持続可能な社会を実現するための金融(サステナブルファイナンス)⁵の1分野として、持続可能な社会・経済基盤の構築といった基本的な意義を共有しつつ、投資の「効果」(インパクト)に着目する手法として、内外で推進の機運が高まっている。

社会・環境課題の解決に資する技術やサービス、これらを提供する企業・事業を特定し、投資を通じて具体的な社会・環境的效果を実現する投資手法として、規模や成長段階等を問わない様々な企業の潜在力に着目し、その発揮を促すほか、**特定の事業に特化し今後の事業成長を図るスタートアップ(創業企業)等の伴走支援とも親和性が高く、課題解決につながるイノベーションを創出する可能性が期待**されている。

本「インパクト投資等に関する検討会」(以下、検討会)は、インパクト投資への期待や、拡大に向けた方策等について議論を行うため、金融庁・サステナブルファイナンス

¹ 本報告書では、投資(株式・債券)、融資、インフラ等の実物資産投資などの金融取引を総括して「投資」と呼称

² ESG 投資に関する明確な定義は定まっていないが、関連する統計として、GSIA (The Global Sustainable Investment Alliance) では、ESG インテグレーション、ネガティブ/ポジティブスクリーニング、インパクト投資等を「サステナブル投資」としており、本文書ではこれを「ESG 投資」と呼ぶ

³ 1 ドル=107 円 (2020 年 3 月末時点)

⁴ GSIA、JSIF (Japan Sustainable Investment Forum) による調査 (2020 年)

⁵ ESG 投資にとどまらず、「持続可能な社会を支える金融の制度や仕組み、行動規範、評価手法等の全体像」(金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」(2021 年 6 月))

<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210618-2/01.pdf>

ス有識者会議の下に設置されたものであり、この報告書は、議論の結果をとりまとめたものである。

検討会においては、2022年10月の設置以降、国内外の投資家・金融機関、事業者等の参加も得つつ、計8回にわたり幅広く議論を行った。以下では、インパクト投資の概況を整理するとともに、基本的な意義と考え方、要件等について、関係者の共通理解を醸成する観点から、3.として「基本的指針」の案を提示している。

検討会では、インパクト投資市場が黎明期であり、市場慣行が積みあがりつつある途上にあることを踏まえ、国内外の幅広い市場関係者に対し、本報告書の内容を積極的に発信し、基本的指針案も幅広い意見を得たうえで最終化を行うこととしている。本検討会としては、関係者との幅広い対話を通じた基本的指針案の最終化とともに、4.の施策の方向性を含む報告書の提言を継続的に推進していくべきと考える。これを通じ、投資家・金融機関、企業、国際団体、地域の関係者等の多様な主体が、社会・環境課題の解決と成長を実現していく事業の存在と意義を理解し、これに資するファイナンス(インパクト投資)が一層充実していくことを期待したい。

(1) 社会・環境面での改善効果の実現を図る企業等への投資の意義

社会・環境課題の重要性が高まる中で、課題の改善効果(インパクト)の実現が、将来の事業上の価値向上とも不可分であるとの認識に立って、新たな技術の導入やビジネスモデルの変革を進め、事業の創造に取り組む企業が増加している。

新たな技術等については、多種多様な課題解決に必要不可欠であるほか、一度実装されれば、課題解決を目指す企業等に訴求し、急速な市場拡大・成長につながる可能性がある。

しかし、社会・環境面での改善効果をもつ事業は、収益化までの過程や時間軸が様々であり、収益の見通し等について関係者の理解を得ることは必ずしも容易でない。例えば、課題解決に貢献する革新的な技術を開発し事業を立ち上げる場合、事業の初期段階で、支援・出資者等から、技術や製品の将来性についての的確な評価を得ることが重要となるが、新たな技術の実装やビジネスモデルの変革には不確実性が伴う。また、例えば、創薬に取り組む企業の場合、開発した新薬が収益化するまでには、基礎研究、臨床研究、治験、当局承認、実用化等の長期のプロセスを経る必要があり、更に新薬への認知等にも時間を要する。社会的効果と成長可能性に資する高い技術があっても収益化には相応の時間が必要、といったことも多い。

また、社会・環境課題の変化等に応じ、企業が現在提供する製品・サービス・技術等の潜在力や活用可能性等が高まっても、この点が十分認識されず、事業の創造・革新に至らない、といった場合も考えられる。

わが国においては、こうした、社会・環境的效果を持つが収益化に相応の時間を要する企業・事業が、自らの事業性について理解・評価を得て、資金・事業面での支

援を受けることが必ずしも容易ではないとの指摘がある。例えば、気候変動問題の解決に取り組む創業企業への投資額は、2021 年上半期に世界全体で 600 億米ドルとなっているが、うち約 65%は米国の実績⁶となっているなど、わが国におけるベンチャーキャピタルファンド等を通じた創業企業への投資の拡大余地が指摘される⁷。

中でも、いわゆるディープテック⁸分野の事業化には、一般に、長期・多額の研究開発費や規模拡大時の大規模な設備投資が必要とされているが、技術面の専門的知見を要するほか、事業の確立までには時間を要し、不確実性も伴うこと等から、事業拡大を支える長期の資金確保が難しいとの指摘がある⁹。

一方、2021 年に行われたアンケート調査によれば、国内の創業企業の7割超が、起業の動機を「社会的な課題を解決したい、社会の役に立ちたい」と回答している¹⁰など、特に若い世代で、創業を検討する際の軸として社会・環境課題の解決を掲げることが非常に多くなっていることが指摘されている。

日本政府においても、「新しい資本主義」を掲げ、課題先進国と言われるわが国が社会・環境的課題を成長の源と捉え、この解決を目指す企業を支援することが重要であるとして、インパクト投資の推進策を含む様々な施策を提言している¹¹。また、2023 年5月の G7 広島サミットでは、グローバルヘルス分野におけるインパクト投資推進のイニシアティブが承認¹²されるなど、本邦として国際的なインパクト投資促進の議論に貢献してきている。

多様な投資家・金融機関が、社会・環境面での改善効果と事業の成長を図る創業企業等に対し、事業の特性や成長ステージに合わせ資金面を含む必要な支援を行うことは、企業が成長し、経済の持続性を高めるため、重要な意義があると考えられる。

⁶ PwC 「2021 年版気候テックの現状」。欧州は 21%、中国は 10%となっている

⁷ 2020 年の VC の投資額対 GDP 比は米国で 0.79%、日本は 0.04%（金融審議会市場制度ワーキング・グループ事務局説明資料（2022 年 10 月））

⁸ 特定の自然科学分野での研究を通じて得られた科学的な発見に基づく技術であり、その事業化・社会実装を実現できれば、国や世界全体で解決すべき経済社会課題の解決など社会にインパクトを与えられるような潜在力のある技術（経済産業省「ディープテック・スタートアップ支援事業について」（2023 年 2 月）

⁹ 経済産業省「ディープテック・スタートアップのエコシステム構築について」（2023 年 2 月）

¹⁰ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2021」による調査、「スタートアップ育成 5 か年計画（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dail3/shiryoul.pdf）」（2022 年 11 月）

¹¹ 「経済財政運営と改革の基本方針 2023（https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2023/2023_basicpolicies_ja.pdf）」・「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf）」（2023 年 6 月）、「スタートアップ育成 5 か年計画」（2022 年 11 月）

¹² G7 広島サミットの首脳コミュニケ（<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/100507033.pdf>）では、グローバルヘルス分野でのインパクト投資等のサステナブルファイナンスの重要性が確認され、インパクト投資の理解への認識を高め好事例を共有するイニシアティブ「Impact Investments Initiative（トリプル I）for Global Health」の設立が承認されている

(2) 一般的な ESG 投資の手法

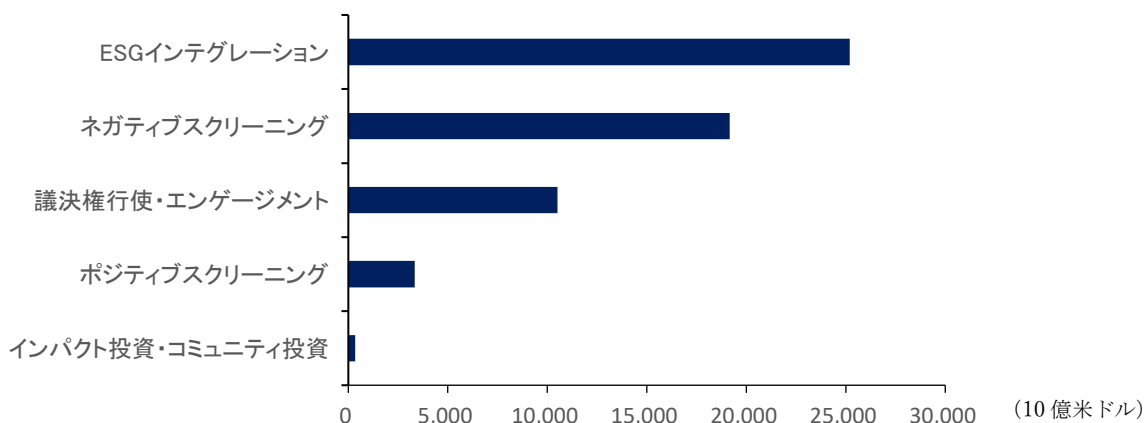
社会・環境課題を投資行動と結びつける投資戦略や手法は幅広い。

例えば、米国で 1920 年代から見られる「社会的責任投資」(SRI)では、当初、特定の業種や企業を投資先から除外するいわゆる「ネガティブスクリーニング」が中心であったが、1970 年代には社会・環境課題の解決を株主として働きかける株主行動や、地域の貧困層・マイノリティの経済的自立を促すコミュニティ投資などが広がった。1990 年代には環境などの分野で先進的な企業を選別することで高いリターンを追求する「ポジティブスクリーニング」も行われるようになった。

2000 年代に入ると、企業経営において、社会・環境課題への対応は企業・事業の持続可能性の向上に不可欠との認識が徐々に広まり、投資家・金融機関においても、長期的な収益性確保等の観点から、環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)にわたるサステナビリティを考慮した経営・投資を進める動きが進められてきた。

こうした「ESG 投資」の動向について、国際的なサステナビリティ投資の推進団体(GSIA)による投資戦略別の統計を見ると、投資マネージャーが財務分析に環境、社会、ガバナンスの要素を体系的かつ明示的に組み込む「ESG インテグレーション」が最も多く、「ネガティブ/除外スクリーニング」、「議決権行使・エンゲージメント」が続いている。

(図1) 投資戦略別 ESG 投資の残高



(出所) Global Sustainable Investment Review 2020 (GSIA)より金融庁作成

「ESG インテグレーション」や「ネガティブスクリーニング」は、様々な創意工夫により実践が図られ、現在では本邦を含む各国のアセットオーナー、アセットマネージャーで幅広く実践されてきているなど、ESG 投資の広がりに貢献してきたと考えられる。

長期にわたる企業経営では、規制の遵守、労働や人権への配慮、環境への積極

的な取組、多様性への配慮など、様々な ESG 要素は事業上の基盤であり、場合によってはリスクとして顕在化する可能性がある。ESG 投資を通じて企業の ESG の取組状況を総合的に評価することは、リスク対応を含めた企業と投資家・金融機関の対話を促し、事業の持続可能性を向上させる面で重要な意義があると考えられる。

(3) インパクト投資の意義

社会・環境面に配慮した企業(群)を投資対象として取捨選択し、エンゲージメントを行って改善を促す一般的な ESG 投資手法の広がりに伴って、より個別・明確に、個々の企業・事業に対する投資を通じた改善効果を把握・勘案し、投資を行うことへのニーズも高まっている。

「ESG インテグレーション」で代表的な ESG 評価等に基づく投資においては、企業の ESG の取組等を勘案する ESG 評価等を財務分析に組み込み、これに応じ投資先や割合等を選定することが一般的となっている。「スクリーニング」については、企業の業種、事業内容、ガバナンス等に着目して特に課題のある先に投資を行わない「ネガティブスクリーニング」、ESG 評価の高い企業群を選定する「ポジティブスクリーニング」のいずれも、企業の ESG の取組を総合的に評価し、又は投資対象(群)を選定するものであり、個々の企業に対する個別の投資を通じた効果まで必ずしも勘案するものではない。

一方で、例えば、

- ・ 多排出産業に属し、現在は他社・他業種と比べ多量の温室効果ガスを排出しているが、削減に向けた明確な戦略と、これを可能にする技術を有し、設備投資等を進める企業
- ・ 創業企業であって、現在は研究開発等が中心で特段の事業収益はなく、ガバナンス面も体制整備の途上であるが、固有の技術で他社の製造プロセスの排出量を大きく削減する潜在力を持つ企業

などは、短期視野の投資では資金が集まりにくい傾向にあるが、ESG 要素を総合的に評価する ESG 評価やそれに基づく ESG 指数等でも、足許の排出量が同業他社や他業種比で高く又は削減実績が乏しく(E)、多様性の確保や労働条件(S)、ガバナンス(G)等で他社と比べた特別の取組がないことを前提とすれば、十分な評価が得られないといったことが考えられる。

脱炭素社会への移行、生物多様性の保全、海洋プラスチックごみへの対応、ダイバーシティの拡充、少子高齢化など、社会・環境課題が多様化する中で、それぞれの課題に具体的に着目し、従来の ESG 投資の手法で必ずしも十分捉えられない企業・事業の成長可能性等を理解・評価する投資手法の重要性が高まっている。

「インパクト投資」は、通常の投資と同様に一定の「収益」を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での「効果」と、これを実現する戦略等を主体的に特定・コミットする点に特徴がある¹³。

投資を通じて実現を図る「効果」や「収益」を特定することで、投資家・金融機関と企業双方での説明責任(アカウンタビリティ)を明確化するほか、これを通じ、「効果」や「収益」の実現に向けた具体的な技術・方策等への目利き力が向上する、エンゲージメントの重点が明らかになり対話の実効性を高めるといった効用が考えられる。

足許の環境・社会・ガバナンスの取組に止まらない、将来の社会・環境的効果の実現の確実性¹⁴を評価することは、規模や成長段階等を問わず、今後の市場創造に取り組む創業企業・大企業・地域企業やその事業・取組(以下、「創業企業等」)の推進と親和性が高いのではないかと考えられる。特に、創業企業へのインパクト投資には、投資を通じて、事業の「社会・環境的効果」と「成長可能性」を評価し、課題解決と事業の革新を促すことが期待される。

なお、広くサステナブルファイナンスに関しては、社会・環境課題を考慮した投資等を行うことで、経済・金融活動の基盤を強化し、又はリスクを低減させ、経済全体の持続可能性を高める観点から、金融庁サステナブルファイナンス有識者会議を含め、国内外で推進に向けた議論が行われている。

インパクト投資についても、それぞれの投資の実践により個別具体的な「社会・環境的効果」や「投資収益」が生まれることに加え、社会全体として推進することで、投資を通じた社会・環境課題の解決と事業性の改善を図り、外部性を適切に金融市場に織り込むことで、経済基盤の強化・持続可能性の向上に資するものであり、サステナブルファイナンスの1分野として推進していく意義があるものと考えられる。

(4) 本検討会の主な対象

インパクト投資については、2007年にロックフェラー財団が提唱したことに端を発するとの指摘がある。同財団は、「社会・環境改善効果を重視するのが慈善事業や寄附であり、収益を重視するのが投資である、という伝統的な考え方を進めて、双方の目的を融合させることが重要」等としてインパクト投資を提唱している。

2013年には、G8議長国を務める英国の提案で、民間投資家・研究機関等からなる

¹³ 本報告書では、投資を通じて実現する「社会・環境的効果」と「収益性」について多く議論しているが、前者は、「社会・環境的効果」「改善効果」「効果」等と、後者は「収益」「収益性」「リターン」「事業性」等と記載している

¹⁴ 投資が社会・環境的効果を実現する戦略・因果関係を特定し、効果実現の確からしさを検証することとなる。一般に、こうした戦略・因果関係は、内外の実務家の間で「ロジックモデル」や「Theory of Change(変革の理論)」等と呼ばれ、投資がどのような過程を通じ社会・環境的効果を生み出すか、変化を実現する仕組みを具体的に説明することが重要とされている

「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が設置された。これは、2015年に国際的な委員会(GSG: Global Steering Group for Impact Investment)に発展し、様々な普及・啓発・知見共有等の活動を世界的に進めている。

また、2017年には、フランス政府が、同国の企業・金融機関・関係省庁が参加するフォーラムを立ち上げ、同フォーラムにおいて、「実体経済の公正で持続可能な変革を加速させ、持続可能な社会と経済活動の実現に資する投資手法」としてインパクト投資の意義を掲げている¹⁵。

投資を通じて実現する社会・環境的効果と収益の関係については、本検討会でも、

- ・ 従来のビジネスモデルや着想で社会・環境課題の解決を図る場合、時間・資金両面でコストがかかり収益性の実現と一見するとトレードオフと見えることも多い、
- ・ しかし、社会・環境課題への事業上の影響を含む関心が広がる中で、「インパクト投資」により、収益性の獲得と併せて社会・環境課題の解決を実現するようなイノベーションを支援する、新たな投資の形を拓いていくことが出来るのではないか、
- ・ むしろ、様々な工夫を通じて、**社会・環境課題の解決は、収益性の実現と両立する、更には相乗効果をもたらす関係となり得るもの**であり、特に現在では、社会・環境課題解決の実現を図ることで事業上も成長を目指す企業等が多く、こうした動きを捉える投資は今後重要性が高いのではないかと、

といった議論が行われた。

本検討会では、**インパクト投資はあくまで「投資」であり、社会・環境的効果を持つことに加えて、一定の収益性を目指すものを前提とし、取りまとめている。**

特に、**社会・環境的効果と事業が様々な工夫の下で相互に補完・強化し、両立する関係(好循環: positive feedback loop)に十分になり得るものであり、投資を通じてこうした好循環を実現していくことが、日本や世界の社会・経済に重要**であるという観点に立って、本報告書では、社会・環境的効果と事業の成長を投資により実現する「インパクト投資」の在り方について、取りまとめている。

求める社会・環境的効果や収益の水準・バランスは投資主体・対象等により様々であるが、寄附といった、当初より収益を想定していない資金や、意図する効果が必ずしも明確でない投資については、基本的には本報告書の射程外と整理している。

なお、投資を通じて実現を図る社会・環境的効果には様々なものがあり、例えば、地域では、少子高齢化が急速に進展する中で、事業の成功を通じた活性化自体が重要な社会課題であるといった場合も多い。

この場合においても、投資を通じて実現を図る「効果」と「収益性」の意図が予め明

¹⁵ これら海外の検討の概要については、(参考1) 参照

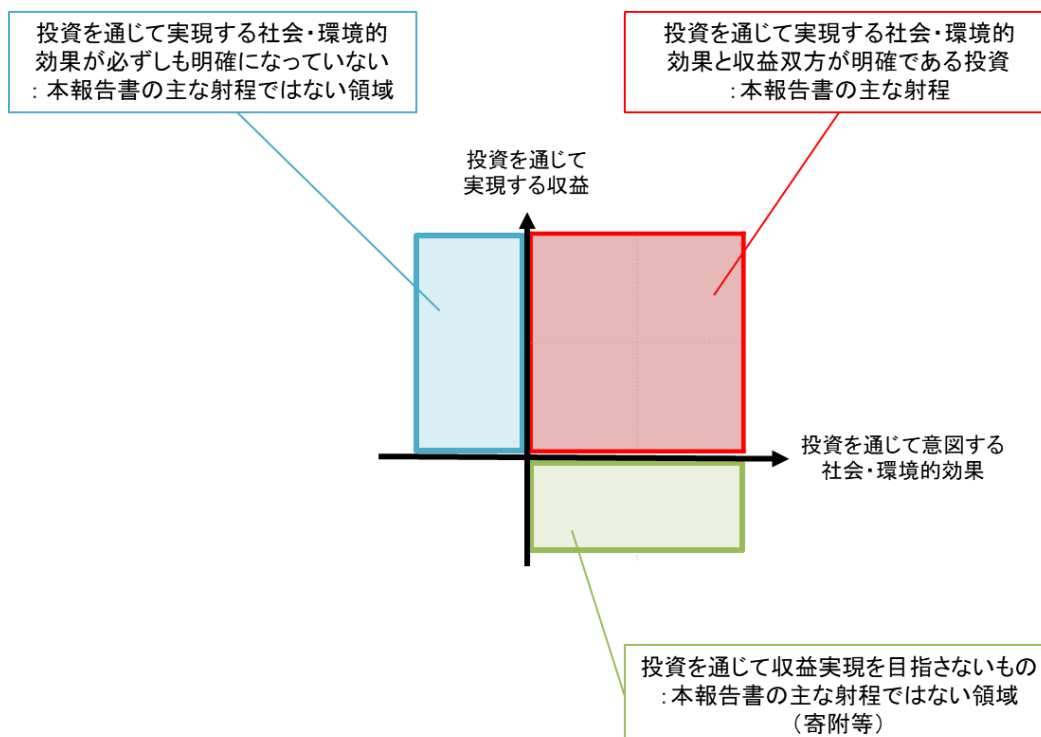
確で、事業上の革新・工夫等により両者の両立を図ることが重要であり、投資の事後に、結果として社会・環境的効果が生まれたものを遡及的に「インパクト投資」とする趣旨ではない。基本的にはあらゆる投資・事業が何らかの社会・環境的効果を持つものであり、特に基本的指針案に示す4つの要件を満たすものを「インパクト投資」として掲げている。

図2では、本報告書におけるインパクト投資の概念を示すため、横軸を投資による「社会・環境的効果」、縦軸を「投資収益」とし、対象範囲を図で示している。「投資収益」については、投資家・金融機関ごとに受託者責任も含めて個別に判断されるものであるが、予めこうした責任範囲を投資全体として下回ることが明らかである投資については、本図の寄附等に分類されるものと考えられる¹⁶。

また、同図の横軸については、基本的にはあらゆる投資・投資対象事業が何らかの形で社会・環境への「効果」を持つことを前提に、特に、投資を通じて実現を図ることを個別具体的に意図・特定したものを念頭においている。

なお、2.(1)にあるとおり、実際にも、足許で行われている世界のインパクト投資については、基本的には他の投資と同等以上の市場リターンを獲得を目指すものが多くを占めている。

(図2) 投資を通じて実現を図る社会・環境的「効果」と「収益」の考え方



¹⁶ 投資収益、社会・環境課題への対応、受託者責任の関係性に関する国際的な議論については、脚注 53 を参照

なお、後述のとおり、基本的指針案では、実現を図る効果や収益の大きさや、実現を図る時間軸等は広く包含しているほか、投資先・投資主体・アセットクラスについても、国際的な議論も踏まえ、社会・環境的效果と収益の双方を実現する投資の基本的考え方は基本的には共通であるとの理解に立って、対象を限定していない。

その上で、社会・環境課題が重要性を増す中で、課題解決を事業成長につなげ社会・経済基盤の持続性を確保していくことは喫緊の課題であり、技術開発やビジネスモデルの革新等を担う企業等は特に役割の発揮が期待されるところである。特に、創業企業については、事業内容や調達構造が相対的に簡潔で、今後事業成長を図っていく点で、投資を通じた社会・事業面の「効果」を捉えやすい特徴もある。

このため、本報告書では、投資先・投資主体等を限定せずにインパクト投資の要件等を提示しつつ、政策課題として、新たな発想・創意工夫を行いながら社会・環境的效果を実現し、これを通じて事業の創造や成長を図る創業企業の事業の促進が特に親和性が高い点を踏まえ、(参考4)にある参考事例も創業企業への出資から記載し、4. の施策についても、創業企業が念頭に置かれるものが中心となっている。

同時に、参加企業の規模も大きく、金融市場の中心的存在でもある上場市場での「効果」実現や企業価値向上は、未上場企業を含む社会全体に示唆・影響を与える点でも重要であり、4. にも記載のとおり、上場市場での取組も期待される。

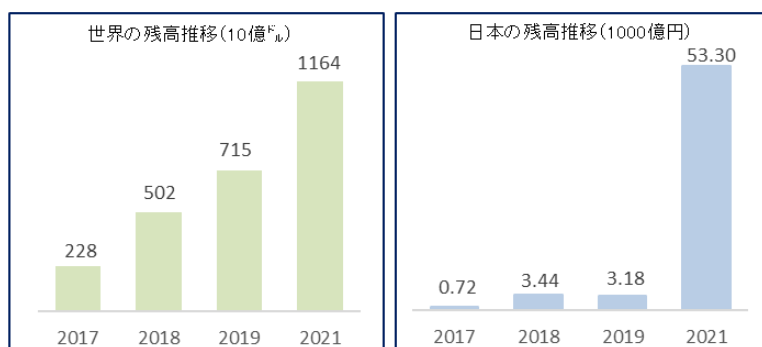
2. インパクト投資等をめぐる国内外の動向

(1) 内外市場の概況

インパクト投資の定義には幅があるが、各種調査では趨勢的な増加傾向が確認されており、民間資金の投資残高は、グローバルには概ね 3,000 億ドル¹⁷～1兆ドル¹⁸と言われる。

日本でも、2021 年における市場規模は最大5兆円との試算がある¹⁹が、グローバルと比べると小規模となっている。わが国の機関投資家、金融機関等を対象としたアンケートでは、本邦のインパクト市場が「これから成長していく段階」とする回答が7割となっており、諸外国と比べても成長の可能性が伺われる。

(図3)世界と日本のインパクト投資市場規模



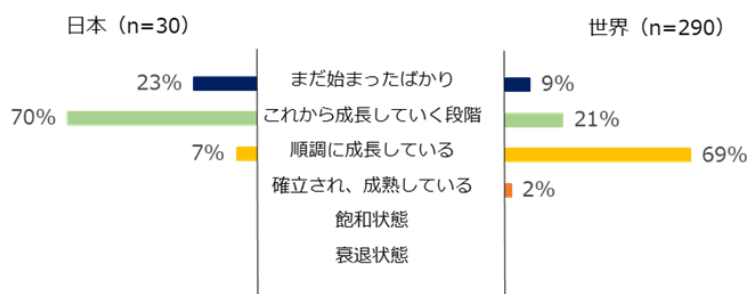
(出典) Global Impact Investing Network(GIIN)

(出典) GSG国内諮問委員会

(注) GIIN, GSG国内諮問委員会が、機関投資家、金融機関等に対し実施したアンケートの回答に基づき集計。一部推計値を含む。

(図4)わが国におけるインパクト投資の状況

(「インパクト投資市場の現況をどのように認識されていますか。最も当てはまるものを1つお選びください」との問への回答)



(※) 機関投資家、金融機関等を対象としたアンケート

(出典) GSG国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題2021年度」

¹⁷ The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2020年)

¹⁸ Global Impact Investing Network (GIIN) (2021年)

¹⁹ GSG国内諮問委員会 (2021年)

国際団体による調査²⁰でも、日本を含む東アジアへのインパクト投資の資産配分（アセットアロケーション）は 21%となっている一方、資金の出し手の本店所在地では北米が 45%、欧州が 26%、東アジアは4%となっており、投資家・金融機関のすそ野の拡大余地が指摘されている。

収益率については、インパクト投資を行う投資家・金融機関の3分の2が一般的な投資の市場収益率と同等以上の収益を目標として設定しており、実際の実現収益率を見ても、インパクト投資が未公開市場で実現した収益率は、全体と比べ大きくは変わらないとの分析がある²¹。

また、企業の成長段階（ライフステージ）別に投資実勢を見ると、日本では海外と比べ、シード期・グロース期²²の企業への投資が少なく、レイター期（十分な収益利益と規模を達成している上場企業）の企業への投資が多い。また、業種等については、国際的にはエネルギーや森林といった環境分野が多いのに比べ、健康・医療、女性活躍といったソーシャル分野への投資が多い、といった特徴が挙げられる²³。

こうした中で、わが国でも、インパクト投資への関心の高まりが見られる。2020 年6月に、GSG 国内諮問委員会と金融庁の共催による「インパクト投資に関する勉強会」が設置され、出資・融資双方の分野で実務的課題等の議論を進めてきた。2023 年4月には、「デットにおける IMM ガイダンス（案）」を公表し、デット（融資・債券）によりインパクト投資を行う場合の実践的課題を取りまとめている。また、2021 年 11 月には、民間投資家・金融機関が経営としてインパクトの実践を目指すことを自主的に宣言する「インパクト志向金融宣言」が採択・署名されている。

事業者側では、「社会課題の解決を成長のエンジンと捉え、持続可能な社会の実現を目指す」ことを掲げる「インパクトスタートアップ協会」が 2022 年 11 月に設立されインパクトスタートアップ²⁴の成長・拡大のための発信・共創等に取り組んでいる²⁵。

また、テクノロジーの進展等に応じ、地域での創業も多く見られており、いわゆるユニコーン²⁶を目指す企業と異なる収益目線であるものも含め、社会・環境的効果と収益の双方を実現しようとする起業家等は、地域にも潜在的に多いと考えられる。

²⁰ Global Impact Investing Network (GIIN) (2020 年)

²¹ 世界経済フォーラム (2013 年)

²² シード期は「アイデア段階など極めて初期」、グロース期は「営業利益を獲得している」段階と整理されている（GSG 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題 2021 年度調査」（2022 年 3 月））

²³ GSG 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題 2021 年度調査」（2022 年 3 月）

²⁴ 同協会では、「インパクト」を起点とした社会への価値影響を最大化する社会課題解決スタートアップ」と定義されている

²⁵ 投資におけるインパクトの考慮だけでなく、企業側も含め、インパクトが実装された経済を「インパクトエコノミー」と呼ぶ考え方も見られる

²⁶ 「ユニコーン企業」とは、一般に、企業評価額が 10 億米ドル超である創業 10 年以内の未上場企業等とされており、この比較で特に持続可能な成長と社会・環境面での持続性の両立を図る創業企業等を「ゼブラ企業」と呼ぶことがある

(2) インパクト投資やインパクト評価に関連する国内外の動向

① グリーンファイナンス等の分野を特定した ESG 投資

グリーン、クライメート・トランジション、ソーシャルなど、資金提供の分野を特定し、当該分野に応じた名称(ラベル)を付す金融商品・投資手法が存在し、また、同名称を付して債券等を発行するための指針が国内外で整備されている。

例えば、グリーン分野の指針では、グリーンラベルを付して調達した資金の用途は「明確な環境改善効果が得られるもの」である必要があるとし、対象となる事業等の資金用途の一覧を示している。トランジションについては、調達した資金の充当対象のみでは判断されず、資金用途は幅広いが、資金調達者の「脱炭素社会の実現」に向けた移行戦略や実践に対する信頼性を合わせて判断されるものとされている。

インパクト投資は、「社会・環境的效果」と「投資収益」の双方の実現を企図する投資として、投資先と投資効果を個別に特定・コミットする点が特徴であり、特定の業種・ESG 分野に限定するものでない分野横断的な投資手法であるため、資金用途としては既存の、分野ごとの ESG ラベルと重なり得るものと考えられる。

例えばグリーンボンドでは、「明確な環境改善効果」がある事業として、風力発電、ZEH²⁷、スマートグリッドによる省エネ、湿地保全事業などの多様な事業が掲げられ、個別の投資で得られる環境改善効果等を明らかにすることとなっている。インパクト投資は、特に環境改善効果と事業性の双方を具体的に意図しコミットすることで、効果実現の実効性を高めるものと考えられる。

個々の金融商品へのラベルの在り方等は基本的には投資家・企業の創意工夫に基づくものであり、ラベルに応じたそれぞれの原則、指針等²⁸に則って実施されるべきものであるが、インパクト投資の要件を満たす場合には同時にインパクト投資とも呼び得るものと考えられる²⁹。

② ファンド名称規制等

欧米等では、いわゆる「ウォッシュ」³⁰への対応から、見せかけの「ESG ファンド」の設定を防ぎ、ESG 投資の信頼性や透明性を確保するよう、「インパクト」を含む ESG ラベルを金融商品に利用する場合の要件等を規制化する動きがある³¹。

具体的には、欧州や英国、米国等で、「インパクト」や「ESG」と呼称されるファンド

²⁷ ZEH (ゼッチ) : net Zero Energy House。家庭で使用するエネルギーと、太陽光発電などで創るエネルギーをバランスして、1年間で消費するエネルギーの量を実質的にゼロ以下にする家

²⁸ 国際資本市場協会「グリーンボンド原則・ソーシャルボンド原則・サステナビリティボンドガイドライン」等、環境省「グリーンボンドガイドライン」、金融庁「ソーシャルボンドガイドライン」、金融庁・経済産業省・環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」等

²⁹ 「インテグレーション」などの一般的な ESG 投資の手法や、分野ごとの ESG ラベル等の概要については、(参考2) 参照

³⁰ 社会・環境的效果の実態がないにも拘らずあるようにみせかけること

³¹ 欧米のファンド名称規制等の概要については、(参考3) 参照

(投資信託等)を組成・販売する場合に、投資資産がどのような観点で「インパクト」や「ESG」であるかを明らかにし、顧客等への説明・開示を求める等の内容となっている。

本邦においても、金融庁が2023年3月にESG投信に関する市場の信頼性を確保するため「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の改正を行った。改正後の監督指針では、ESGを投資対象選定の主要な要素とし、交付目論見書にその内容を記載している公募投信については、ESGの具体的内容や、運用プロセスにおける基準・指標等を開示することとしている。

こうした規制等は、投資家保護や市場の規律を確保して健全な市場発展を促す等の観点から、個々の金融商品で一定のラベルを呼称する場合に、資産の構成や開示等に要件を課すものであり、各ラベルで行われるESG投資の内容を詳述する性質にはない。

一方、グリーン分野での指針や、3. で示すインパクト投資の「基本的指針」は、基本的には投資促進の観点から、投資家等がこれらの投資を行う場合の基礎となる考え方や投資の要件等を示し市場関係者間での共通認識を醸成するものであり、上記規制等とは性質を異にするものである。

グリーン分野の指針や本「基本的指針」に沿って内容の充実を進める投資商品等を選定することで、結果として、ファンド等への上記規制等にも適合するといったことは考えられるが、これら規制等に適合するためにグリーン分野の指針や本「基本的指針」に適合する必要があるものではない。

③ 企業会計・開示におけるインパクトの加味の取組

なお、投資手法と必ずしも直接に関わるものではないが、「インパクト」を可視化して、企業が社会や環境に与える効果を貨幣価値に換算し、財務諸表とあわせて情報提供等を行おうとする取組もある。

例えば、米ハーバード・ビジネス・スクール(HBS)の「インパクト加重会計イニシアティブ(IWAI)」、イギリスにおける民間団体である「インパクトタスクフォース」等で議論が行われているほか、国内でも、IWAIの手法を実践する動きなどが見られている³²。

インパクト加重会計では、企業活動によって地球環境や従業員・地域社会等に対して生じる様々な効果を測定し、これを貨幣価値に換算し、通常の売上高や利益等を集約した財務指標に付加する形で諸表を作成する。当期利益等の基本的な財務指標と比べながら企業が生み出す社会的価値の経年変化等を捉え、理解を深める効果が期待されている。

一方、その実施にあたっては、企業の及ぼす社会・環境的効果は個別性が高く、企業間の比較が容易でないことや、貨幣価値を換算する一貫した方法論も検討が必

³² HBSとの連携の下、スペインのアクシオナ、日本のエーザイなどがインパクト加重会計の実践的な取組を公表している

要であること、当期利益等との比較の方策・是非等が課題と指摘されている³³。インパクト加重会計については、こうした課題も踏まえながら、様々な前提、計算方法、利用の仕方等で今後更なる調査・試行が期待される。

³³ 金融庁金融研究センターディスカッションペーパー「インパクト加重会計の現状と展望」（2023年6月）<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2023/DP2023-1.pdf>

3. インパクト投資に関する基本的指針(案)

(1) 基本的指針の目的

インパクト投資は、「社会・環境的効果」と「収益性」の双方の実現を企図する投資である。一定の「収益」を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での「効果」と、これを実現する戦略・因果関係等を特定する点で特徴がある。ESG 投資の手法の1つとして、市場創造等を行う創業企業等への投資など、イノベーションとの親和性が高いものとして広まりつつあるが、足許では国内外での投資実績は拡大の初期にあり、実務も普及・試行の途上にあると考えられる。

本指針は、資金調達者と資金提供者などのインパクト投資市場の参加者が、様々な創意工夫を通じて投資案件の組成や資金調達等を行うに当たって参考となるよう、インパクト投資に一般的に求められる基本的な要件等を明らかにすることで、インパクト投資の基本的な考え方とプロセス等について共通理解を醸成することを目的としている。本指針やこれを基にした投資の実施等を通じて、投資家・金融機関・企業の間の対話を促し経験・知見の向上につなげていくことが期待される。

また、グリーン分野での指針等と同様に、インパクト投資の実施等に当たり、必要に応じ、インパクト投資としての本指針との整合性を内外の機関・部門等が評価するといった活用も可能なよう記述している。

「インパクト投資」については、現在 ESG 投資において一般的である「インテグレーション」「スクリーニング」等の手法と違いはあるが、社会・環境課題への対応を通じて事業等の成長・持続可能性を高めるとの目的は共通しており、サステナブルファイナンスの1分野として全体として推進を図ることで、投資を通じた社会・環境課題の解決と事業性の改善を図り、経済基盤の強化・持続可能性の向上に資するものであり、推進の意義がある。

投資実務が十分積みあがっていない中で、本基本的指針案で示す要件等についても、固定的なものではなく、市場関係者との対話を経て形成・策定し、また、策定後も、市場の展開等を見ながら柔軟・継続的に改善・拡充していくことが重要であると考えられる。

国内外で取組を進める多様な投資家・団体等との対話を通じて指針や施策を形成していくよう、最終化の前に基本的方向性を含めて本基本的指針案について市中協議・対話を行うこととしており、関係者からの幅広い意見を期待したい。

また、テクノロジーが急速に進化し社会に想定を超える変化をもたらしつつある中で、社会・環境的効果と長期的な収益との好循環のいわば前提として、社会が向かう

べき方向性等についてどう考えるかについて、議論の重要性が高まっている。こうした、インパクト投資における「意図」の前提となる理念や考え方とその多様性についても、関係者間で議論を深めていく必要がある。

指針の内容についても、黎明期・成長期である市場の特性を踏まえて、市場関係者の幅広い取組を包含し、幅広い創意工夫を促すよう、指針は原則的・一般的なものとして取りまとめている。その上で、原則的・一般的としつつも中核となる基本的な要件を明らかにすることで、いわゆるウォッシュ等への懸念や国際的な整合性にも応えつつ投資家・金融機関等が投資し易く、企業としても資金調達や事業支援が得易い環境整備を図っている。また、4. (3)にある自治体等と連携した支援等についても、本基本的指針とも連携しながら整備・実施されることが期待される。

(2) 基本的指針の対象

インパクト投資は、「社会・環境的効果」と「投資収益」の双方の実現を企図する投資であり、投資先と投資効果を個別に特定・コミットすれば、分野横断的に活用可能なものと考えられる。

本指針では、国際的な議論も踏まえ、社会・環境的効果と収益の双方を実現する投資の基本的考え方は、投資先・投資主体・アセットクラスの別に関わらず基本的に共通であるとの理解に立って、対象を限定せず幅広く包摂して規定している。

投資先については、業種、規模、上場・非上場を含む成長段階、営業地域(グローバル・都市・地域)等を問わず幅広く含まれるものであり、投資主体についても、アセットオーナー、金融機関、ベンチャーキャピタル、プライベートエクイティファンド、財団など多様な主体の参入が見られており、対象を一般的に限定していない。アセットクラスについても、投資主体の戦略、事業の特性等に応じエクイティ(上場・非上場)やデット(融資・債券)、実物資産など様々なものが考えられ、「投資」の用語で、上場・非上場投資のほか、「融資」等も含め、対象を限定しない前提で記載している³⁴。

いずれにしても、投資先、投資主体やアセットクラスについては、事業が目指す社会・環境的効果と収益の水準やバランス、実現する時間軸等に応じ、適切な組み合わせが求められるものであり、多様な検討が期待される場所である。

(3) インパクト投資に必要な要件

ある投資が「社会・環境的効果」と「収益」の双方を実現していくためには、①当該投資を通じてどの様な効果・収益性を実現するのか(「意図」)が事前の計画において明確であり、②投資の実行によりどのような効果・収益性が具体的に生じることが見

³⁴ 本基本的指針案は国際的なインパクト投資等の議論やガイダンス等と基本的に整合的に策定しているが、これらにおいても、場合によって一部の対象・投資手法等を強調する場合はあっても、基本的には投資対象やアセットクラス等を限定しているものではない

込まれ(「追加性」)、また、③こうした効果を事後的にも確認し、継続的な行動につなげていくもの(「特定・測定・管理」)であることが必要である。さらに、④社会・環境的効果の創出にかかるコストを低減し、社会・環境課題への対応と収益性を両立するイノベーション等が必要と考えられる。「イノベーション等」には、革新的なアイデアや技術の導入、ビジネスモデルの変革、従来市場と差別化する創意工夫など様々なものがあり、企業も、地球規模の課題に応え飛躍的成長を目指すユニコーン企業や、特定の地域やニッチな市場が抱える課題・ニーズに着目し、緩やかだが持続的な成長を見込む企業も存在する。多様な可能性を前提に、「意図」「追加性」「特定・測定・管理」といった投資プロセス全体を通じ、投資先の事業が如何に市場を開拓・創造し、具体的な収益・社会両面の効果を実現するか、投資家・金融機関と企業間で十分な対話を行い、理解を深め、市場や顧客に変化をもたらす又は加速し得る新規性を支援していくことが肝要である。

要件1:実現を「意図」する「社会・環境的効果」や「収益性」が明確であること
(intentionality)

- 社会・環境的効果と投資収益の双方を企図する投資として、投資を通じて実現しようとする社会・環境的効果と収益性の双方が明確であること
- 実現に向けた投資・対話の戦略や方針が示されており、これを通じて、投資先の事業が如何にして市場を開拓・創造し又はその支持を得て、社会・環境的効果と収益の双方を実現するか、長期的に実現する場合を含め具体化されていること
- 社会・環境的効果の創出を目的とするファンドを設定する場合は、ファンド単位でこうした戦略・方針等を明確化すること
- 意図する目標の位置づけが、投資家・金融機関の経営戦略・投資方針等との関係で明確であること
- 投資先企業の事業上の意図が、投資家・金融機関の意図と基本的に整合していることを確認し、投資後の投資先との対話の方針が検討されていること
- 「意図」と異なる副次的効果等も考慮し投資が実行されていること

<考え方>

■ 意図の設定

「インパクト投資」は、投資を通じて社会・環境的効果と収益性の実現を図るものであり、投資によって主体的にどのような効果・収益性を実現していくか、投資家・金融機関において事前に意図を明確にすることが必要となる。あらゆる投資は、資金提供等を通じ、通常何らかの形で社会・環境的効果につながるものであるが、インパクト投資は、具体的・主体的に効果の実現を図る意図の存在がその前提となるものである。

特に、投資や事業が如何に社会・環境の変化に貢献するのかの戦略・因果関係³⁵を具体化し、市場や事業の拡大の見込みも含めて実現を図る「効果」と「収益性」が投資プロセスを通じ整合していることが重要と考えられる。

また、個別の事業への投資を行う場合のほか、ファンド等を通じて複数の事業に投資を行うことで「効果」と「収益性」を実現していく場合も考えられる。この場合においては、投資先となる個別事業の「効果」や「収益性」に加えて、ファンド全体として実現を図る社会・環境的効果と収益性の目標・意図を明確にすることが必要と考えられる。

³⁵ 一般に、「Theory of Change」（変革の理論）等とも呼ばれ、投資がどのような過程を通じ社会・環境的効果を生み出すか、変化を実現する仕組みを具体的に説明することが重要とされている

■ 経営戦略等との関係性

投資を通じて実現を図る目標の確からしさを市場関係者が的確に理解できるよう、創出を図る「効果」や「収益性」が投資家・金融機関が掲げている経営戦略あるいは投資戦略全体の方針との間でどのように位置付けられているか、分かり易く整理されていることが重要と考えられる。

インパクト投資を行う投資家・金融機関が必ずしも他の業務で、社会・環境的效果を考慮した投資・活動等を行う必要があるものではないが、当該インパクト投資で自らが目指す社会・環境的效果が、投資家・金融機関の経営全体の方針の中でどのような位置づけであるか適切に説明されていることは、投資の意図への理解を容易にするものと考えられる。また、一部には、投資家・金融機関の経営・投資全体をインパクト志向に変えていこうとする例も見られているが、この場合には、経営におけるインパクト投資への理解とけん引が期待されるものと考えられる。

■ 対話の方針

本基本的指針における「意図」については、投資家・金融機関等の資金提供者の「意図」を指すものであるが、一方で、事業を通じ効果を実現する最終的な主体は事業者であり、事業者自身が課題解決と事業性実現の意図を持ち、これが投資家の意図と基本的には整合していることを確認しておくことも重要である。

投資主体と投資先企業の意図が完全に一致する必要があるものではないが、投資で実現を図る効果と収益性を達成するに当たって基本的な整合性は重要と考えられる。資金提供者においては、自身の「意図」について明確に表明するとともに、事業者の経営理念(パーパス)や戦略、経営計画等の企業の戦略等において示されている事業者の意図についても対話等を通じて確認することが重要である。この際、事業者による社会・環境課題解決の意図が、企業価値の創造に結び付く形で、事業計画に落とし込まれているか、建設的かつ丁寧な対話が望まれる。また、投資後においても、各企業によって異なる価値創造の道筋を具体的に理解し、これを踏まえつつ「効果」と「収益性」を実現していくための対話の方針を検討しておくことが重要と考えられる。

■ 「意図」と異なる「効果」等の考慮

投資を通じて実現を意図する社会・環境的效果とは別に、当該投資・事業の進展により、例えば他の環境面への悪影響が生じるなど、副次的効果が生じることが考えられる(例:新しい大型設備の導入により温室効果ガスの削減を図ることが出来るが、当該設備の導入には生態系への影響が不可避である等)。

こうした副次的効果については、人権等の根本的な権利に係る効果、代替的な方

策により実質的に影響軽減が十分可能な効果、定量化が容易なものと困難なもの等、様々な種別があるが、投資を通じて総合的に十分な社会・環境的効果が得られることにつき関係者の理解を得るほか、重大な負の効果がある場合には、「意図」した社会・環境的効果と相殺せず、当該負の効果自体の緩和・防止に取り組む必要がある。

投資を行う前提として、自らの投資や事業の効果として、社会全体にどのような正負の影響が及ぶのか、俯瞰的に理解し、対応を進めることが重要と考えられる。

要件2: 投資の実施により、追加的な効果が見込まれること(additionality)

- 投資の実施により、当該投資がなかった場合と比べて、投資先の企業・事業が「社会・環境的効果」と「収益」を創出することが、長期的に実現する場合を含め具体的に見込まれ、わかり易く説明されていること
- 資金支援に止まらず、エンゲージメント等による非資金的な支援も通じて、投資を通じた追加的な「社会・環境的効果」と「収益」の創出を図ることとしていること

<考え方>

■ 投資を通じた効果創出

投資を通じて実際に社会・環境的効果や収益性を実現していくためには、投資がなかった場合に比べ、投資先の企業又は事業の活動によって生じる社会・環境的効果と企業価値の向上に、当該投資が具体的に貢献していくことが必要である。投資による具体的な効果を示すためには、投資先の事業がどのように市場に展開され、期待される社会・環境的効果と収益性の達成につながるか、長期的に実現する場合を含め具体的に、わかり易く、明らかにしていくことが重要と考えられる。

なお、企業・事業により、社会・環境課題解決や収益化にかかる期間や、最終的に目指す成長の在り方に違いがあることには留意が必要である。同様に、「社会・環境的効果」と「収益性」との結びつきについても、事業分野や企業の成長段階等によりその関係は様々であり、また、順次変化していくものと考えられる。

■ 投資効果創出のための対話

事前に検討された資金面・非資金面での支援について、実際に投資先企業との対話を通じて、実現に向けた取組を進めていくことが重要と考えられる。

企図する効果・収益性を具体化していくための対話は、経営方針や、目指す効果・収益性、ステークホルダーとの連携など、包括的な観点について実施していくことが望ましい。また、投資の前から実行後も含めて、例えば、視座の提供、人材・ノウハウ等の不足への対応等、事業性を改善するアドバイスや支援を必要に応じ提供することが重要で、非資金面での支援も「投資を通じた」追加的な効果に含めるべきと考えられる。その際、投資による追加的な効果創出や事業性推進のために有益と考えられる場合には、他の投資家・金融機関等と協働し対話等を行うことも考えられる。

要件3: 効果の「特定・測定・管理」を行うこと (identification / measurement / management)

- 投資により実現する「効果」や「収益性」が、定量的または定性的に「特定・測定・管理」されること
- 具体的には、投資家・金融機関において、「社会・環境的効果」や「収益性」又は創造する市場等について、市場特性・規模・広がり、潜在力等を特定した上で、投資の実行後も含めて継続的に、測定・管理が行われること
- 特定・測定・管理で参照する指標等の手法については、国際的に整備された枠組みを活用するなど、客観性が確保されていること

<考え方>

■ 特定・測定・管理の考え方

インパクト投資のねらいを実現していくには、投資実施後の事業について、事前に設定した資金面・非資金面での支援が行われ、事業面での改善が図られ、具体的な効果が表れたか、継続的に測定・管理することが必要であると考えられる。

このため、投資家・金融機関は、投資又はファンドレベルで、投資の前に、もたらしたい効果や収益性を特定し、これを測定するための定量的又は定性的な指標を特定し、これを投資・対話の実施後も継続して確認していくことが重要となる。収益性については、通例定量的に捕捉されるが、社会・環境的効果については、分野ごとに様々な定量的又は定性的な指標の捉え方があり、創意工夫が求められる。

指標については、客観性を確保する観点から、定量的な特定・把握が可能な場合には、定量的な指標 (KPI) として特定・測定・管理していくことが望ましい。一方で、事業者の事務負担やデータの入手可能性のほか、社会課題の分野で定量化に馴染まない事業も存在すること等も踏まえ、「効果」をどのような指標で特定するか、必要な情報・データは何かについて、事業者と投資家・金融機関との対話が期待される。定性的な指標を用いる場合には、「効果」の把握の客観性を確保出来るよう、例えば、関連する統計など、参考となる数値に言及し、又は組み合わせることで、全体把握を行うことが望ましい。また、収益性・事業性に係る定量的な測定値を設定し、事業の拡大によって、効果もまた順次拡大していく点を確認するなど、投資後も見据えた長期的な視点を持つことも重要である。

■ 継続的な管理

特定した定量的又は定性的な指標については、投資や対話の実施後、事業の成長等とともに継続的に把握し、次の行動につなげていくことが重要である。意図した

「効果」は達成されたが事業性が伴っていない場合、事業上は成長を実現したが企図した社会・環境面での「効果」が発現していない場合など、様々な状況が考えられるが、当初想定していた効果・収益性が実現していない要因を特定し、今後効果や収益性を実現する検討・対話を進める意味での「管理」が求められる。

要件4: 市場や顧客に変化をもたらし又は加速し得る新規性等を支援すること
(innovation/transformation/acceleration)

- 投資先の企業・事業が具体的な「社会・環境的效果」と「収益」を創出するよう、投資先の企業・事業について、市場や顧客に変化をもたらし又は加速し得る新規性や優位性を見出し支援していくこと
- 投資先企業等との対話等についても、企業等の有する新規性・潜在性を引き出し、市場の開拓・創出・支持の実現につながるよう実施していくこと

<考え方>

■ 社会・環境的效果と収益の好循環を生み出すための革新

少子高齢化や人材に係る多様性・公平性等の確保、脱炭素、生物多様性の保全など、社会・環境課題は多様であり、様々な経済・社会的要因や制約等が複雑に関わって生じているものである。一般的に、課題解決には時間を要し、コストも伴うことが多いものと考えられ、通例のビジネスモデルで社会・環境課題の解決を図る場合、他の事業と比べ時間・資金両面のコストがかかる等により、事業や投資の収益性が低減する、といったことも想定される。

このため、投資を通じた「社会・環境的效果」と「収益性」を持続可能な形で実現・両立していくには、社会・環境的效果の創出を成長の機会とし、収益性を両立させるイノベーション等が必要と考えられる。

イノベーション等には、革新的なアイデアや技術の導入、ビジネスモデルの変革、従来市場と差別化する創意工夫など様々なものがあり、例えば上場企業が創業企業等の技術を活用するなど、企業間での創造(オープンイノベーション)により相互作用を得て、全体として大きな「効果」や「収益」を生んでいくことも考えられる。

こうしたイノベーション等により、「効果」(インパクト)と「収益」が相互に補完・強化し、両立する好循環を実現することが出来ると考えられるほか、場合によっては、課題に有効に対応することが出来る商品・サービス等の提供は大きな市場獲得等につながり、「効果」と「収益」の相乗効果(synergies)を実現できる可能性もある。

これらを実現していくためには、投資により、技術やビジネスモデルの変革など、どのような革新や創意工夫を進め、社会・環境的效果と価値向上を実現するかや、この変化を実現する戦略・因果関係を見出し、実現していくことが不可欠と考えられる。

このため、多様な可能性を前提に、中長期的な視座をもって、投資先の事業が如何に「効果」を実現し、これをどう価値向上につなげるか、戦略・因果関係を特定し、企業等の有する新規性・潜在性を引き出すよう、投資家・企業が対話を重ね、革新・創意工夫等を促していくことが重要と考えられる。

また、社会・環境的效果の創出を企業価値向上に換える実践力を投資家・金融機

関として適切に評価・支援していくことが重要である。

■ 投資家・金融機関と企業の対話

「社会・環境的効果」と「収益」が相互に補完・強化し、両立する好循環を実現していくためには、実現に向けた意図や戦略等を検討するに止まらず、実際に実現を進める目利きや工夫が必要となる。事業が持つ重要な社会的意義・効果等を特定・測定・管理することのみで、自ら事業の持続性が確保されるものとは限らない。

このため、投資家・金融機関と事業者の間で、従来必ずしも想定できなかった技術の導入やビジネスモデルの変革など、市場に受容される工夫や新規市場の開拓につながる有効な対話を進めていくことが重要である。

事業の実施は投資先の企業等が自らの判断と責任をもって進めるものであり、投資主体としても、資金支援や対話を通じ事業の「効果」「収益性」双方の改善を図ることで、自らの投資の持続可能性の向上につながることが期待される。

このため、投資家・金融機関において、事業者側の創意工夫を支援し、社会・環境的効果と収益性を両立させていく対話等の能動的な取組が期待される。この際、意図する「社会・環境的効果」と「収益性」を実現する戦略・因果関係等やその時間軸は、事業者のビジネスモデルによって様々であることから、これらに応じた適切な在り方が望まれる。

4. 更なる施策の方向性

社会・環境的効果と成長の実現に取り組む企業等への支援は拡大の途上にあり、投資家・金融機関、企業、自治体等が連携し、こうした企業等が持つ潜在力とこれを引き出す支援手法や、インパクト投資の意義・投資手法等に係る共通理解を醸成し、事業の革新を後押しする流れを作っていくことが重要である。

黎明期にある市場の特性を踏まえれば、民間の創意工夫を尊重し、またより促すため、共通理解の促進や実例の蓄積等において、公的部門の一定の後押しも期待される。

こうした観点から、幅広い関係者と連携した投資と企業活動の促進に向け、インパクト投資等の基盤(インフラ)整備として、基本的指針を金融庁において策定するとともに、投資家・金融機関、企業、自治体等、様々な関係者が集う「対話の場(コンソーシアム(仮称))」を設け、投資と事業の実践的課題を継続的に議論していくことが重要である。

その上で、「コンソーシアム」を通じて事例や指標の共有など、様々な施策を官民連携の下で推進していくことが考えられる。

【投資等の基盤(インフラ)整備】

(1) 「基本的指針」の策定と基本的理解の醸成

社会・環境的効果と成長の実現を図る企業への「インパクト投資」については、市場関係者の間で十分な共通理解がないのが現状であり、基本的な考え方・要件等について幅広い理解の浸透を図ることが普及・促進の前提となる。

本報告書の「基本的指針案」はこれらを整理したものであるが、インパクト投資市場がまだ黎明期で、関係者間の理解も様々であることを踏まえれば、本指針案の最終化に向けて案の段階から能動的に市場関係者に発信・対話を行う必要があると考えられる。また、その位置づけについても、基本的原則を明らかにし投資家・金融機関と企業等の対話の土台となるものとし、策定後も含め、市場の展開等を見ながら柔軟・継続的に内容を改善・拡充していくことが適当である。

(2) 対話の場(コンソーシアム(仮称))の設置

社会・環境課題への対応を通じ事業の成長・持続可能性を向上させる投資の流れと企業の取組を促すよう、投資家・金融機関、企業、アカデミア、自治体、関係省庁などの官民の多様なステークホルダーの参画・連携を得て、インパクト投資と対象事業の実践的課題を議論するための「対話の場(コンソーシアム(仮称))」を設けることが適当である。

「コンソーシアム」においては、国際団体とも連携しながら、例えば以下(3)に記載

する、社会・環境課題に係るデータ整備、事業や金融支援、合意形成の在り方の実例・類型共有、そして、投資手法やノウハウ形成・人材育成等を図っていくことが考えられるが、いずれも民間主体による闊達な議論や創意工夫が重要となる。

このため、金融庁等の公的主体において関係者における設置・運営を提案・支援しインパクト投資市場の健全かつ持続的な発展を促しつつも、基本的には、実務知見の共有等を民間金融機関等の主体的取組により実施していくことが適切である。官民の協働・役割分担については継続的に協議しつつ取組を推進することも重要である。そして、企業・投資家の連携を促しつつも、投資と企業経営双方の規律にも留意する必要がある。

(3) 「コンソーシアム」を軸に実現を図る更なる施策の方向性

以上の基本的位置づけを踏まえながら、「コンソーシアム」においては、以下の表(概要)及び①－⑦の更なる施策について、検討していくことが考えられる。

(参考)「コンソーシアム」を軸に実現を図る更なる施策の方向性(概要)
1) データ・指標・事例の整備 ① 統計・指標(KPI)・一次データ・事例の収集
2) 金融支援と事業評価のノウハウ形成、人材育成 ② 金融支援の多様化・柔軟化 ③ インパクト測定・管理に関するノウハウ形成・人材育成 ④ 起業家等を含む事業者への支援
3) 投資の実案件形成 ⑤ 多様な投資主体の参画とマッチング
4) 地域での展開 ⑥ 地域における創業企業等の支援
5) 国際的な整合性 ⑦ 国際的な原則やデータ・指標等との連携確保

【データ・指標・事例の整備】

① 統計・指標(KPI)・一次データ・事例の収集

データについては、本検討会でも指摘のあったとおり、大まかな概念として、

- ・ 例えば介護分野における「本邦/地域の平均年齢」「同高齢者人口割合」「同介護者の労働時間」など、わが国や特定地域の課題と、この全体状況を捉えるマクロデータ(統計等)、

- ・ 同分野について、「介護従事者の労働時間の削減率」、「一従事者当たりの週平均労働時間」など、社会・環境的効果(インパクト)を測る指標(KPI等)、
- ・ 「投資先事業者における介護従事者の労働時間の過去計数と投資後の削減率」、「投資前後の投資先事業所の週平均労働時間の実績値」など、個々の投資を通じた社会・環境的効果(インパクト)を測るデータ(一次データ等)

に区分することが出来るが、何れも、知見やデータ集積上の課題として、例えば、

- ・ インパクト投資に資する国・地域等の課題や、これを把握するための統計等を更に整備することで、社会・環境課題の重要性や深刻度、対応ニーズ等を広く「見える化」することが出来、投資家にとっても、インパクト投資の戦略策定等に資するなど、投資ニーズの高い分野等を幅広く認識共有することにつながる、
- ・ 測定する KPI 等を集約・共有することで、企業・投資家双方にとって、効果の特定・測定・管理のノウハウ蓄積につながる、
- ・ 個別の一次データ等や投資事例の集約は、インパクト投資を通じて実現された効果を明らかにするほか、投資の対象業種・規模、活用した投資手法、対話の在り方と戦略策定、効果実現の過程など、投資を通じて社会・環境的効果と成長を実現する一連のプロセスを具体的に理解する点で有用、
- ・ 特に、社会・環境的効果の実現には時間を要する場合も多く、将来の効果実現・成長性をどのように長期投資として捉えていくか、事例の蓄積・共有が有用といった指摘がある。

統計、指標(KPI)、一次データ、投資事例の集約については、既に国際的なインパクト投資の推進団体等においても、検討・整備の取組が見られつつある³⁶。

本邦における「コンソーシアム」において、データ・指標・事例の収集・共有を行い、インパクト投資が特に有効で投資家・事業者等も取り組みやすい課題を共有し、取組を進める国際的なネットワークと連携を図ることで、地域事例を含む各国の知見をわが国に取り込み、また、本邦の社会課題、投資事例、投資対象企業等を各国投資家に紹介し、投資を促す効果も期待される。こうしたデータ・事例収集などを通じ社会・環境的効果と事業性が長期で実現する事例などの認識共有を図ることも重要である。また、投資により効果・収益の双方を実現する戦略・因果関係を如何に見出していくかは容易な課題でなく、考え方やアプローチ等について、事例収集等を通じて議論を深めるとともに、必要に応じ集約していくことが重要と考えられる。

2022年7月に策定した「ソーシャルプロジェクトの社会的な効果に係る指標等の例」、2023年3月に作成されたグローバルヘルス分野に係る研究会の報告書や社会的インパクト不動産実践ガイダンス等で整理された社会課題など、既に本邦で進みつ

³⁶ 例えば特に KPI を集約した取組として IRIS+ (GIIN) など

つある事例等も活用しつつ³⁷、国際的なデータ・指標・事例等との連携や、インパクト投資の促進に取り組むべきである。

【金融支援と事業評価のノウハウ形成、人材育成】

②金融支援の多様化・柔軟化

社会・環境的効果の創出を図る事業の収益化には相応の時間を要することも考えられるが、長期の企業価値を評価しリスクテイクを行うことは必ずしも容易でなく、様々な工夫が必要となる。

出資(エクイティ)は、エグジット³⁸時に大きく事業性が成長すれば、投資家にとっても大きな収益が期待できる一方、特に、社会・環境的効果の実現を企図し、その実現に時間を有する企業については、本邦を含め一般的とされる5-7年程度の資金のエグジットまでの期間等の点で、マッチング上の課題が生じ得る。

また、資金調達時に止まらず、エグジット時又はその後も継続して、広範な投資家から、社会・環境課題への対応を通じ収益性を実現する戦略・ビジネスモデルに理解を得ることや、上場後も継続して社会・環境的効果が企業価値につながるか評価することが重要であり、その起点ともなり得るいわゆる「インパクト IPO」³⁹について、事例把握等の知見を深めることも重要と考えられる。新規株式上場(IPO)やその後の評価の充実が、将来上場を志向する未上場企業にとっても示唆や動機付けになると考えられる。

融資・債券(デット)は、企業にとっては、借換え等を通じ、長期・継続的な資金調達を行える利点がある一方、売上や利益等に関わらず当初定めた通りに定期・定額に返済が通例必要となる。

企業の戦略や特性、収益化までの時間軸等に応じて、両者の利点を効果的に組み合わせる手法の検討など、資金提供の在り方についても創意工夫を行うことが必要であり、重要である。

いずれにせよ、「社会・環境的効果」といった事業特性を企業価値評価にどう織り込むかは、決して容易でないが大変重要性の高い課題であり、「コンソーシアム」等での継続した蓄積・検討が期待される⁴⁰。

³⁷ 内閣官房 健康・医療戦略室「「インパクト投資とグローバルヘルス」に係る研究会最終報告書」
(https://www.kantei.go.jp/jp/singi/kenkouiryou/global_health/pdf/kenkyukai_houkoku_20230418.pdf)、国土交通省『『社会的インパクト不動産』の実践ガイド』
(https://www.mlit.go.jp/tochi_fudousan_kensetsugyo/content/001596306.pdf)

³⁸ 創業者や創業企業に出資した投資家が、新規株式上場(IPO)やM&Aを通じて保有株式を売却し、投資資金を回収すること

³⁹ 社会・環境的効果の実現を図る企業がこの点を明確にしながらIPOを図ること等とされているが、定義等が確立しているものではない

⁴⁰ 金融庁金融研究センターでも、2022年秋より効果と企業価値の相関についての研究プロジェクトを実施しており、ディスカッションペーパーを2023年中に公表予定

(出資に係るエグジットの柔軟化等)

出資を受けた場合の創業企業のエグジットについては、わが国では IPO が8割となっており、出口戦略の多様化等のための M&A の活性化の必要性等が指摘されている中、セカンダリーマーケットの整備等の施策も検討・実施されている。

特に、事業性を見通しを得るまでに時間がかかるケースも多い、社会・環境課題解決への対応を事業化しようとする企業特性・成長可能性等を加味する評価手法等の検討が重要であり、足許も関連して以下の様な議論がある。

- ・ 運用会社における未上場株式の公正価値評価に係る国際的なガイドライン⁴¹では、創業初期の企業等への投資については、投資決定時に投資先の将来の事業性についてのシナリオ分析をもとに公正価値評価を行う方法が示されている。

わが国においても、投資判断における未上場企業の評価において、中長期的な事業性を加味する評価方法として検討することが有用である。

- ・ 東京証券取引所では、2022年12月、先端的な領域(宇宙、素材、ヘルスケアなど)で新技術を活用して成長を目指す研究開発型企業が、商品化・サービス化に至っておらず企業価値評価が難しい場合も円滑に上場できるよう、機関投資家から相応の規模で中長期的な投資を受けている場合、当該機関投資家の投資判断にあたり得られたビジネスモデルや事業環境の評価を、第三者の専門家等による技術開発等の水準・見通し、顧客需要やコストに関する評価とともに、事業計画の合理性の評価に活用することなどを明確化している⁴²。

インパクト投資についても、こうした枠組みを有効に活用できるよう、投資家・企業等で、「効果」を実現する技術実装やビジネスモデルの変革等がどのように「収益性」を実現するか、戦略・因果関係等を具体化し議論を深めていくことが重要である。

(柔軟な金融手法)

創業企業等の資金調達には、融資も重要である。例えば、地域の創業企業等では、ユニコーン企業のような、市場全体でみても相当に高い収益実現を目指すものではない一方、長期的には、様々な事業上の工夫を通じ、一般的な地域企業より高い事業成長を目指す者も多く、こうした特性に適した金融上の工夫が重要と考えられる。

足許では、例えば、地域で成長を目指す創業企業等に対し、「売上高に応じ返済を求め融資(赤字でも売上増加が見込まれる場合には融資を受けることができ、売上

⁴¹International Private Equity and Venture Capital “IPEV Valuation Guidelines”
<https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>

⁴²東京証券取引所「2022 新規上場ガイドブック (グロース市場編)」6. 上場審査に関する Q&A
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/nlsgeu000005p64a-att/nlsgeu000005p6az.pdf>

高が増えたら返済額が増える融資)」「(revenue-based financing)」、「利益の一定割合に応じて返済を求める融資」(shared earnings agreement)、「自己株式の取得によるエグジットを前提に、剰余金の額に応じて配当を請求できる出資」など、エクイティとデットの中間的な特性を持つ金融手法が内外でみられつつある。

他方、例えば、特に革新的な技術で急成長を図る創業企業では、初期のエクイティ調達後、累次の設備資金を出資で調達した場合の株式希薄化を避け、追加調達を融資で行い、自社への投資利回りを上げる(レバレッジ)戦略もとられている。また、融資実行時に新株予約権を付与し、融資に係るアップサイドのリターンを補填・強化し、また株式希薄化も一定程度抑制する融資⁴³なども見られている。

こうした多様な資金提供手法に関する課題や特徴・事例等について、「コンソーシウム」等で幅広い可能性の探求と事例共有を図るべきである。

③インパクト測定・管理に関するノウハウ形成・人材育成

インパクト投資については、一般的な ESG 投資と比べて特に投資を通じた社会・環境的効果の特定・測定・管理が重要であり、投資の適格性の確保の観点からも、これを担う実務ノウハウの形成と人材育成が重要となる⁴⁴。また、「効果」の側面だけでなく、これを企業価値向上に換える実践力を投資家・金融機関として評価・支援していくことが重要である。

しかし、「効果」の定義は様々で案件ごとに創意工夫が必要、特に社会課題については定量的・定性的な測定が容易でない、社会情勢の変化に応じ変数が変わり得る、事業実現の経路は様々、「効果」を理解・訴求するための知見も必要等、ノウハウ形成や人材育成に向けた実務的な課題は大きい。

個々の投資・事業がもたらす効果は個別性が高く、画一的な方法論は必ずしも馴染まないものと考えられ、例えば、「コンソーシウム」等を通じて、業種・規模・地域性等の特性を踏まえて個別的に工夫された具体事例や、事例に即した定量的な指標(KPI)・定性的な評価手法や、効果・収益性実現の戦略・因果関係等の事例を共有し、国際団体やアカデミアとも連携したノウハウ育成のためのプログラムや人材交流等につなげていくことが重要と考えられる。

また、実務レベルでのノウハウ形成に加え、経営層への浸透も重要と考えられる。社会・環境的効果を事業性に結び付け、好循環を生み出していく企業・投資の意義や課題について、基本的指針の最終化に向けた様々な機会を通じ、双方向での対話を行っていく。

⁴³ 一般的に、「ベンチャーデット」とも呼ばれる

⁴⁴ 金融庁が 2023 年 3 月に公表した ESG 投資信託に関する金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の改正でも、人材確保を含めた体制整備の必要性を指摘している

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/shouken/20230331-2/20230331-2.html>

なお、気候変動分野については、2023年3月に、「Climate Tech のインパクト評価・マネジメントに関する検討会」⁴⁵が設置され、クライメートテック⁴⁶の技術的な評価や、環境的効果を評価するための枠組み構築に向けて議論を行っている。こうした取組も含め、投資家によるインパクト測定・管理方法に関する議論が進展することが期待される。

④起業者等を含む事業者への支援

人材育成については、金融面だけでなく、事業者そのものへの支援も欠かせない。

例えば、社会・環境的効果を実現しつつ事業の成長等を図る創業企業については、インパクトスタートアップ協会が本邦で2022年に創設され、様々な起業者が集まっているが、こうした団体等と市場関係者の議論等を「コンソーシアム」を通じて支援することで、金融・事業双方に係る共通認識を醸成することが重要と考えられる。

また、特に、社会・環境的効果を事業の中心に位置づけ成長を実現しようとする創業企業等については、事業の新規性・優位性といった成長可能性と併せて、社会・環境課題への対応状況等の双方の観点から一定の要件を満たす企業を認証又は選定する様々な制度や枠組み⁴⁷も内外で実施・検討されており、社会・環境的効果と市場開拓の両面を評価するものとして重要である。

このほか、創業を目指す企業等への支援として、中小企業基盤整備機構が提供している専門人材への相談機会を活用し、インパクトスタートアップ向けの支援を強化することとしている。また、全国アントレプレナーシップ醸成促進事業⁴⁸や、START(大学発新産業創出プログラム)⁴⁹でも、社会・環境課題への対応を含むアントレプレナーシップ教育を充実させる方向性も見られている。

また、上場企業・地域企業等の既に事業を営む企業の役割も重要である。企業等による新たな技術やビジネスモデルの変革、これらを通じた社会・環境的効果の実現と企業価値の向上等につながるよう、上場市場での投資における効果特定や対話のあり方等についても、議論を進めていくことが重要である。

本検討会でも議論があったとおり、一般には、社会・環境的効果をもたらす事業は収益性が低い(社会性と収益性は「トレードオフ」の関係)との理解も根強く、課題解決で市場ニーズを捉え企業価値向上につながるストーリーが十分認知されていないとの指摘もある。

⁴⁵ https://www.env.go.jp/press/press_01443.html

⁴⁶ 温室効果ガスの排出量削減を明確な目的とするテクノロジー

⁴⁷ 米国では、公益性の高い優良企業に対し、国際的な民間認証として「B-Corp 認証」が発行される

⁴⁸ <https://entrepreneurship-education.mext.go.jp/>

⁴⁹ <https://www.jst.go.jp/start/>

この点、日本経済団体連合会は、企業が「インパクト指標」を活用して構築した「価値創造ストーリー」について、投資家と企業の建設的な対話が重要である旨を指摘⁵⁰しており、関係者の協力も得て、「コンソーシアム」等を通じて、課題別の指標や指標を用いた成長実現の実例などについて、検討・共有することが期待される⁵¹。

また、こうした課題解決や成長実現の実例等について、個人を含め広く社会一般における理解を広げることも、消費・投資行動等を通じた投資や事業の促進などの点で重要と考えられる。

【投資の実案件形成】

⑤多様な投資主体の参画とマッチング

多様な事業性と課題背景を持つインパクト投資には、機関投資家・金融機関・事業会社・公的主体など、幅広い投資主体の参画と、これらの者による協働の資金提供（ブレンデッドファイナンス）が不可欠である。具体的には、官民の役割分担のもと、多様な資金提供のあり方の充実に加えて、海外事例も参照しながら、政府系金融機関において実例や議論の蓄積を行っていくことも期待される。

特に、企業が実現を目指す社会・環境的効果と成長の姿が多様であるのと同様、投資家においても、引受け可能なリスク、目指すべきリターン、重視する社会・環境分野など、投資の選好は様々であり、多様な戦略やリスクプロファイルを持つ官民の金融機関が市場参加し、投資家・企業双方の特性に応じた資金と事業のマッチングが重要と考えられる。具体的には、以下の取組の推進が期待される。

（アセットオーナー・アセットマネージャー）

アセットオーナーは、一般に、自身の投資戦略を決定し、アセットマネージャーを選定し、また対話を通じその育成を図るなど、インベストメントチェーン全体で重要な役割が期待されている。欧米では、ベンチャーキャピタルファンドへの資金提供で年金基金や大学基金等の長期運用の機関投資家の役割が大きく⁵²、インパクト投資についても、アセットオーナーが市場のけん引役を果たしているとの指摘がある。

責任投資原則(PRI)は、2021年7月に公表した報告書⁵³において、「社会・環境的

⁵⁰ 日本経済団体連合会「“インパクト指標”を活用し、パーパス起点の対話を促進する」（2022年6月）

<https://www.keidanren.or.jp/policy/2022/060.html>

⁵¹ 「知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver2.0」（2023年3月）でも、知財・無形資産の投資・活用を通じて実現する社会・環境的効果が如何に市場ニーズを捉え企業価値に結び付くかのストーリーと実現手段を分かり易く特定することが企業と投資家等の認識共有に当たり重要であると指摘している

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/pdf/v2_shiryoi.pdf

⁵² 金融審議会 市場制度ワーキング グループ中間整理（2022年6月）

⁵³ 同報告書(PRI「A Legal Framework for Impact」)では、投資家が「サステナビリティ・インパクトを生むことを意図する投資」(IFSI: Investing For Sustainability Impact)は、大きく、

効果」に係る目標を達成することが、収益的な目標の実現にもつながる場合には、機関投資家が「インパクト」を追求することに合理性がある旨を指摘しているほか、特に規模の大きい「ユニバーサルオーナー」とも言える投資家については、企業活動の負の外部性が解消されれば、投資資産全体の改善に資するものとして意義が大きいものと整理している。

アセットマネージャーについても、社会・環境面の課題への改善効果に着目したファンド組成等を行う機関も見られ始めているが、欧米に比べると、本邦では、インパクト投資に係る経験・知見、運用ノウハウやアイデア、投資実績等が不足している点が課題として指摘されている。

資金の出し手であるアセットオーナーと委託を受けて運用を行うアセットマネージャーの関係に関しては、本検討会でも、インパクト投資にアセットオーナーが関心を持って、運用実績と知見を持つアセットマネージャーがなければ投資は実際には容易でない一方、アセットマネージャーとしても、先ずアセットオーナーからの委託がなければ実績を積むことは困難で、実績がなければ投資委託は進まないといった点が指摘された。アセットオーナー・アセットマネージャーの両者において、社会・環境的効果を企業価値や事業性に結びつける企業を選定する目利き力は重要であり、このための人材育成や人材交流も重要である。

海外では、アセットマネージャーの育成促進のため、必ずしもインパクト投資に限らず、例えば、政府系ファンドや公的金融機関等が一定額を様々な創意工夫を行う新興資産運用業者に運用委託する取組等が進んでいる。本邦でも、例えば、東京都において、多様な考えに基づく投資・運用の担い手にもなり得る独立系新興資産運用業者の創業・成長を支援するため、平成 30 年度より、創業時に必要となる運用事務委託等の一部を補助する事業を行い、補助対象となる費用を拡大する等、支援の拡充を進めている。

こうした自治体等の取組も必要に応じて参照・活用しながら、様々な資産運用会社の創意工夫の取組を促し、案件創出につなげていくことが期待される。

(官民金融機関等の参画・連携等)

官民金融機関等の参画・連携等に関して、以下の様な取組があり、更なる推進が期待される。

・「手段的」(社会・環境的効果の実現が投資収益実現の重要な「手段」(instrumental)である)投資
・「目的的」(持続可能な課題への対応自体が「目的」(ultimate ends)である)投資
の2つに区分出来るとし、投資収益の為に効果を追求する前者については、各国の法制等を加味しても一般的にアセットオーナーに課される受託者責任の下でも可能であると考えられるとしている
<https://www.unpri.org/policy/a-legal-framework-for-impact/4519.article>

- ・ 休眠預金等活用制度では、法施行5年後の見直し⁵⁴において、従来行われてきた助成に加え、インパクトスタートアップ等への出資を実施することにより、民間資金の呼び水効果を一層発揮させることとしている。
- ・ 日本政策投資銀行では、社会・環境的効果の実現を掲げる創業企業等を支援するため、インパクト評価を含む投資評価専門部署の立ち上げや、将来的な地域金融機関との共同投資の機会等を通じ、インパクト投資の推進を図るとしており、重要である。
- ・ スタートアップ育成5か年計画では、公的資金による国内外ベンチャーキャピタルへの投資の強化を進め、5年後に10倍を超える規模のスタートアップへの投資額を実現するのに十分なリスクマネーを供給することとしている。
- ・ 同計画では、国立大学においても、地域金融機関が参画する地域ファンドに出資を拡大し、地方大学によるスタートアップ支援を強化すること等とされている。
- ・ 東京都では、ヘルスケア・医療・介護分野で課題解決を図る創業企業への投資を行うソーシャルインパクト投資ファンドを創設しているほか、インパクト投資を行う場合の評価枠組みの策定等に必要な費用の一部補助を実施している。

(マッチング)

様々な取組に参加する多様な主体が幅広く連携して、案件形成等につなげていくためにも、国・地域をまたいだ官民の投資家・企業等の連携・マッチング等も重要である。実際、地域発の企業が幅広く市場等へ展開する際に、事業性を理解する地域外の資金の出し手の支援が有益となった例や、本邦の大企業や欧米メーカー等が、高い技術力を持つ中堅中小企業にコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)等の形を通じて資金支援・提携を行うといった事例も見られている。

国や地域を超えた様々な資金特性・リスクプロファイルを持つ官民のファンド・投資家・金融機関を連携させ、マッチング等を図っていく枠組みを「コンソーシアム」等で検討していくことが重要である。

(投資主体の多様性(ダイバーシティ))

創業企業について、金融庁政策オープンラボ「スタートアップエコシステムのジェンダーダイバーシティ課題解決に向けた提案」では、新規上場に占める女性社長比率はわずか2%であり、事業創出が男性偏重となることでの収益への影響や多様性欠如による様々な損失が存在する可能性があることなどが課題として指摘されている。ジェンダーバランス等の偏重がある場合、無意識なバイアスにより、本来の成長や持続可能性を十分に捉えられない可能性も考えられる。

⁵⁴ 内閣府「休眠預金等活用法の5年後見直しの対応方針」(2022年12月)
https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/shiryoushou_2.pdf

こうした、投資家・企業の運営上のジェンダーバランス等の多様性は、投資家・金融機関や企業の運営上の工夫であり、インパクト投資それ自体を直接定義するものではないが、一般的には、事業の社会・環境的効果や価値創造にもつながり得るものと考えられる。社会・環境課題は多岐にわたるものであり、課題解決に取り組む企業等への支援を行う投資家の運営のあり方は重要である。

実際に、投資する側の多様性・投資を受ける側の多様性など、投資・事業の担い手の多様性の確保を通じて、1)自らの運営上の社会面での改善を図る、2)投資戦略に多様な観点を取り入れて、ファンドの戦略や投資対象の企業を広げ、又は基軸として設定することで、他の投資との差別化を図る、3)企業の長期的な価値創造をもたらす要素の1つとする、といった例も見られる。

なお、ジェンダーバランスについては、内閣府・男女共同参画局が、女性起業家の育成・支援を含む、女性活躍と経済成長の好循環を実現するための施策を、2022年に設置した検討会において議論を行ったところであり、当該検討会の提言を踏まえた取組が期待される。

【地域での展開】

⑥地域における創業企業等の支援

地域における創業企業等への支援については、自治体による、事業化支援・企業誘致等の取組も様々見られているが、

- ・ 創業企業の大半は首都圏に集中し、地域で社会課題の解決に貢献し安定した収益を実現していくビジネスモデルが、必ずしも幅広く浸透していない、
- ・ 事業当初にキャッシュのアウトフローが多い創業企業は、特に地域で事業を行う場合の事業性について、理解を得ることが容易でない、
といった課題が指摘されている。また、資金提供の在り方等についても、
- ・ 地域では間接金融の割合が高く、ファンド等による投資は現状首都圏が多い⁵⁵こともあって、地域における、出資を通じた支援の担い手は十分に育っていない、
- ・ 地域に根差した起業支援ファンド等も見られているが、比較的小規模の場合も多く、「社会・環境的効果」を測定・管理するノウハウ、コスト負荷が課題となる、
といった点が指摘されている。

一方で、テクノロジーの進展等に応じ、地域での創業の取組も見られており、いわゆるユニコーンを目指す企業と異なる収益目線であるものも含め、社会・環境的効果と収益の双方を実現しようとする起業家等は、地域にも潜在的に多く存在すると考え

⁵⁵ 例えば、インパクトスタートアップ協会会員47社（2023年3月時点）のうち、41社が東京に本社を置いているほか、2023年1月時点で、創業企業の登記簿登録地別資金調達額の約8割が東京での調達となっている

られる。海外でも、例えば英国では、インパクトスタートアップの半分以上がロンドン以外で起業しているとされるなど、地域の社会・環境課題解決に資する創業等が見られている⁵⁶。

また、本邦の各地域では、従前より、地域の社会課題への対応とこれを通じた地域経済の持続性向上等を理念に掲げ、創業・事業再生支援等に取り組んできた主体もあり、インパクト投資の考え方と通じる点も多い。

更には、社会・環境課題の変化等に応じ、企業が現在提供する製品・サービス・技術等の潜在力や活用可能性等が高まっている場合など、既存の事業等に様々な創意工夫を重ねることで事業の創造・革新につながる場合等も想定される。

こうした従前からの様々な取組を基盤としつつ、**社会・環境的効果やこれを通じた事業性の確保を特定・可視化することで、事業機会の創出と地域経済活性化を図る取組を深化させていくことが期待される。**

その際、地域における創業企業等や、こうした企業等への本業・金融支援のあり方については、「コンソーシアム」を通じて、各地域の投資法人、経済・金融団体、大学、自治体や地域活性化に取り組む団体等と連携し、積極的な対話と事例・課題収集等を行い、ノウハウを共有することが期待される。また、特に企業・資金提供者双方でコストが課題となることを踏まえ、例えば、地域課題に応じた指標を設定するなど、手法の工夫等に関する事例・ノウハウの共有等も考えられる。

加えて、地域における創業企業等の人材を確保すべく、例えば、地域金融機関を通じ、大企業から地域の中堅・中小企業への人の流れを創出し、地域企業の経営人材の確保を後押しする、「地域企業経営人材マッチング促進事業」⁵⁷において、地域の社会・環境課題解決に貢献する創業企業等を含む中堅・中小企業へのマッチングを推進することなどが考えられる。

また、起業支援のためのファンド等への出資や、事業性評価や伴走型支援の推進など、地域金融機関の役割も重要であり、例えば、地域金融機関が地域の創業企業等へのインパクト投資を行おうとする場合の課題等を特定し、こうした地域金融機関による対応を支援する等も有効と考えられる。

なお、金融機関による創業企業等への出資については、2021年11月に施行された銀行法・同施行規則等改正により、銀行議決権保有制限（いわゆる5%ルール）について、創業企業に対して5%超の出資を認める例外措置が拡充されているほか、

⁵⁶ 英国デジタル・文化・メディア・スポーツ省ほか“UK impact startups raise £2 billion to solve the world’s greatest challenges”（2021年11月）

⁵⁷ 地域の活性化・事業再生支援等を目的とした国も出資する株式会社である地域経済活性化支援機構（REVIC）に、大企業人材と地域の中堅・中小企業等を地域金融機関がつなぐ人材プラットフォーム「REVICareer（レビキャリア）」を整備し、人材を確保した地域企業にREVICが給付金を支給する事業。大企業人材を対象に、地域の実情や中小企業の経営実態を理解するための研修・ワークショップも提供

長期性や顧客取引関係などに関する一定の要件を満たす場合には、投機的な非上場株式として高いリスク・ウェイトを適用する対象とならないことが明確化されている⁵⁸。これらの有効な活用が重要である⁵⁹。

更に、融資については、知財・無形資産を含む事業全体を担保に金融機関から資金を調達できる制度の早期の創設に向けた検討が行われており⁶⁰、有形資産を持たないが将来性のある創業企業への活用余地が考えられる。

また、知的財産等の無形資産の活用⁶¹については、2023年3月に改訂された「知財・無形資産ガバナンスガイドライン⁶²」も踏まえて、地域企業にとどまらず、大企業による知的財産・人材等の創業企業等への提供や、社会課題の解決に資する知財・無形資産の投資・活用等の具体化が期待される。

なお、地域金融を中心に、「ポジティブ・インパクト・ファイナンス(PIF)」の取組が広がっている。これは、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)が提唱するポジティブ・インパクト金融原則(2017年)に基づき、企業活動が経済・社会・環境にもたらす効果を分析・評価する、資金用途を特定しない投資である。

PIFとして実施される投資でも、本邦を中心に、地域の中堅中小企業に、社会・環境的效果を通じた事業成長や価値向上の支援の一環として行われる事例も見られている。本検討会においても、こうしたこれまでのPIFの取組における経験も踏まえて、基本的指針案をとりまとめている。PIFで実現する効果と事業性等との関係は多様であり、個別具体的に金融機関・事業者の間でその意義を検討・判断していくことが重要であり、多様な検討・創意工夫を通じた取組の推進が期待されるものと考えられる。

【国際的な整合性】

⑦国際的な原則やデータ・指標等との連携確保

ステークホルダーが広範に及ぶ大規模投資家等を含め、国際的な議論と整合したインパクト投資の枠組みを策定し、これに沿った投資等を集約することは、国際的な

⁵⁸ 金融庁「自己資本比率規制に関するQ&A」(2022年7月)

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/ginkou/20220715.html>

⁵⁹ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版」(2023年6月)において、「成長に時間を要するスタートアップを念頭に、新たな事業分野の開拓を幅広く支援する観点から、銀行グループが出資可能なスタートアップの範囲を拡充するため、銀行法の出資規制の要件緩和を進める」とされている

⁶⁰ 金融審議会「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書(2023年2月) https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20230210/01.pdf

⁶¹ コーポレートガバナンス・コードの改訂(2021年6月)においても知的財産・人的資本の投資等の開示や取締役会における実効的監督が盛り込まれている

⁶² 知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver2.0

信認を確保し、本邦を含めた投資家が国内外で安心して投資を行うために重要である。

インパクト投資については、英国やフランスで政府機関も含めた議論が行われてきたほか、米国でも、ロックフェラー財団や同財団が中心となって設立した GIIN 等の諸団体が議論をけん引している。(参考1)にあるとおり、本基本的指針案は、こうした団体等の議論と統合的なものとして策定している。要件4の新規性については、社会・環境的効果と収益性を両立するための原則として記載しているが、(参考1)の英国やフランスでの検討に見られるように、インパクト投資の特徴として海外投資事例でも実質的には前提となっていることが多いと考えられる。

いずれにせよ、指針の策定や諸施策の実施には、国際的な団体等と積極的に対話を行い、相互理解や連携を確保していくことが欠かせない。

データや指標、事例については、諸団体等でも検討・実装の取組が見られつつあり、コンソーシアムで日本の課題に応じたデータや指標、事例の検討を行いつつ、これを国際的なツールや指標データベース⁶³と接続することも検討に値すると考えられる。これにより、地域事例なども含めて参考となる知見を得られるほか、少子高齢化など日本の社会・環境課題とこれに応じたデータや指標、事例等を国際的に発信し、日本への投資を呼びこみ、本邦が国際的議論をリードすることにもつながり得ると考えられる。

⁶³ 例えば、IRIS+ (GIIN)

参考

(参考1)海外におけるインパクト投資の捉え方

ロックフェラー財団等が 2009 年に設置したインパクト投資の国際的ネットワーク GIIN(Global Impact Investing Network)では、全ての投資にはインパクトが伴うが、特に「投資収益とともに、測定可能でポジティブな社会・環境的インパクトを生み出すことを意図して行う投資」がインパクト投資であるとし、例えば、

1. インパクトを実現する意図を持つこと(投資を通じた課題貢献を図る点で、一般の ESG 投資やスクリーニング等と異なる)
2. 投資により収益を得ること(市場水準を追求するか同水準未滿を許容するか等の差はあるが、収益追求を行う点で慈善事業と異なる)
3. 多様な資産クラスで実行されること
4. インパクトを管理・測定すること(投資対象の社会・環境的効果を測定し、報告することにコミットすること)

といった要件を掲げている。

イギリス政府は、2013 年 G8 議長国を務めた際に、「G8 社会インパクト投資タスクフォース」を設置し、インパクト投資を「起業やイノベーションとともに公益にも資するファイナンス」と位置付け、社会的事業の実施にあたり測定可能な成果目標を設定しモニタリングすること、投資家に対し、リスク・リターンに加え「社会的インパクト」を考慮することや、受託者責任において社会的リターンも顧慮できることを明確化することなどを提言としてまとめている。タスクフォースについては、2015 年に The Global Steering Group for Impact Investment (GSG)と改組され、国際的なネットワークとして活動を行っている。

フランス政府は、2017 年に同国の企業・金融機関・関係省庁が参加するフォーラムを立ち上げ、同フォーラムにおいて、インパクト投資は、従来の ESG を超えた「実体経済の公正で持続可能な変革を加速させ、持続可能な社会と経済活動の実現に資する投資手法」であるとし、意図、投資による効果実現、効果測定が必要としている。

また、ESG 投資はネガティブスクリーニングやリスク管理の手法である一方、インパクト投資は投資先企業を変革する積極的なプロセスで、ESG 分析は基礎となるものの投資アプローチとしては異なるものとして整理している。

国際金融公社(IFC)は、2019 年に「インパクト投資の運用原則」を公表し、インパクト投資の意義や他の投資等との違いは投資家の判断に委ねつつ、インパクト投資を行う場合に共通して適用可能と考えられる運用管理の要件や投資プロセスについて、原則を提示している。

(参考2)サステナブルファイナンスの様々な手法・金融商品について

ESG インテグレーション

財務分析や投資判断に ESG 要素を取り入れる戦略一般を指す。具体的な投資手法としては、「環境」「社会」「ガバナンス」の3つの区分ごとに脱炭素戦略や、従業員の多様性、開示の充実など当該企業にとって重要性の高い要素を、キャッシュフロー予測や割引率等の財務分析に組み込むことで企業価値評価(バリュエーション)に反映し、投資判断につなげるといった手法がある。

ネガティブ・ポジティブスクリーニング

ESG 評価・指数を含む特定の ESG 基準に基づき、企業の業種、事業内容、ガバナンス等に着目して特に課題のある先に投資を行わない投資戦略(ネガティブスクリーニング)、又は同業他社等と比べて ESG 視点から特に評価の高い業種、企業等を投資母体として選定する戦略(ポジティブスクリーニング)がある。国際的な ESG 投資の推進団体 GSIA によると、類似するものとして前者については「規範スクリーニング」、後者については「テーマ投資」が存在するが、「ネガティブスクリーニング」が投資に占める割合は最も高くなっている。

なお、ESG インテグレーション、ポジティブ・ネガティブスクリーニングいずれも、投資先企業の経営・運営全般を通じて投資の効果・成長を実現していくものであるが、個々の企業に対する個別の投資を通じた社会・環境的効果までは必ずしも把握・測定しない。

また、以上の様な一般的な ESG 投資と合わせて、分野ごとに指針等が設けられ、個別に名称(ラベル)が付される投資手法・商品として、以下のものがある。

グリーンファイナンス

気候変動分野や生物多様性保全、資源循環等の環境分野への取組に特化した資金を調達するための投融資。グリーンボンドやグリーンローン等がある。資金は「明確な環境改善効果をもたらすグリーンプロジェクト」に充当されるべきとされており、環境省や国際資本市場協会(ICMA)、国際ローン市場協会(LMA)等の指針でグリーンの対象となる事業が例示されている。

クライメート・トランジション・ファイナンス

企業が脱炭素に向けた移行(トランジション)を行うため、移行計画を策定し、それに基づいた資金を調達するため手法。債券発行やローンにより資金調達する際に、金融庁・経済産業省・環境省の「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」等に基づき、戦略とガバナンス、科学的根拠、透明性等の要件を満たすことを個別に確認して名称(ラベル)を付すことが一般的である。プロジェクトや経

済活動の対象は必ずしも限定されておらず、個別商品としては「グリーン」や「サステナビリティリンク」と重なり得るものとされている。

ソーシャルファイナンス

社会的課題解決に向けたプロジェクトに充当することを目的とした資金調達手法。調達資金の用途はソーシャルプロジェクト(特定の社会的課題に対し、明確な社会的効果を有するもの)に限定すべきものとされているが、特定の事業分野を指針等で限定しているものではない。金融庁「ソーシャルボンドガイドライン」や「ソーシャルプロジェクトの社会的な効果に係る指標等の例」等で基本的な考え方や代表的な事例、KPI 等が示されている。

サステナビリティリンクファイナンス

資金調達が、予め、サステナビリティに関する KPI と改善目標を設定し、この目標を達成するための資金として調達を行う手法。目標の達成状況により、金利等が変動する仕組みとなっている場合も多い。

目標を評価・測定し、第三者による検証を行い、結果を開示する等のプロセスに係る要件が環境省や ICMA、LMA 等の指針で設けられているが、資金用途は限定しておらず、企業が自らのサステナビリティ戦略に応じた目標設定が出来る点が特徴である。

(参考3) 欧州・米国におけるファンド名称・開示規制

欧米を中心に、投資家保護や市場の規律を確保して健全な市場発展を促す等の観点から、「インパクト」を含むサステナビリティに係る呼称を用いるファンドに資産構成や開示等の要件を課す規制等が、以下のとおり検討・実施されている。

なお、本報告書で示すインパクト投資の「基本的指針」は、基本的には投資促進の観点から、投資家等がインパクト投資を行う場合の基礎となる考え方や投資の要件等を示し市場関係者間での共通認識を醸成するものであり、同規制等とは性質を異にする点には留意が必要である。

欧州連合(EU)の動向

EU では、サステナブルファイナンス開示規制として SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation) が 2021 年3月より適用されており、ファンドに係る開示も 2023 年初より施行されている。

SFDR では EU 域内で提供されるファンド全般を第6・8・9条に分類し、サステナブル投資を目的としないが環境や社会的な特性を推進する金融商品を第8条

ファンド、サステナブル投資を目的としている金融商品を第9条ファンド、それ以外を第6条ファンドと定め、区分に応じた開示等の規制を定めている。

第6条ファンドを含め、これらのファンドを EU 域内で提供する金融機関・ファンド等は、自らのサステナビリティリスクを踏まえた投資方針等を開示するほか、商品単位で、契約前書面(目論見書)、定期的な投資家への報告、一般へのウェブ開示等が求められており、特に第8・9条ファンドは区分に応じ、自らが謳うサステナビリティの定義、同定義に合致する資産の割合等の追加の開示が必要である。また、資産区分についても、サステナビリティを謳うファンドの場合には投資資産の5割以上を EU タクソミー適合の資産に充てる必要があるものとされている。インパクト投資については、一般に、社会特性やサステナビリティを推進する投資として8条又は9条に分類されるが、両条の分類は必ずしも明らかでないとの指摘も多く、実務上の模索が続いている。

英国の動向

英国における開示規制である SDR(Sustainable Disclosure Requirements)については、英 FCA(金融行為規制機構)により 2022 年 10 月にサステナブル投資の名称や開示要件等の案について市中協議が行われた。

同規制案では、サステナブル投資を、資産総額の7割以上がサステナブル投資であるもの、将来的にサステナブルになる可能性がある資産に投資しているもの、事前に定義され測定可能な環境・社会的効果の達成を目指すもの(「サステナブル・インパクト」)の3つとし、この分類に応じ、ファンド等がサステナビリティを謳う目的、目的の進捗状況を測る KPI 等を開示することが求められている。「サステナブル・インパクト」投資については、投資を通じた効果発現の戦略・因果関係(Theory of change)や、効果の測定方法の開示が必要となる。

米国の動向

米国では、SEC(証券取引委員会)が 2022 年5月に、従前から存在するファンド名称規制等の拡充案を公表した。ファンドの投資判断に着目し、投資判断で ESG 要素を考慮するが決定要因とはならないもの(「インテグレーション」)、ESG 要素を主として考慮し判断するもの(「ESG フォーカス」)、このうち特にインパクトの達成を目指すもの(「インパクト」)は、その種類に沿った追加開示が求められている。例えばインパクトの場合、達成しようとする効果やその評価手法などの開示が求められる。

(参考4)インパクト投資として考えられる典型的な事例

企業が実現を目指す社会・環境的効果と成長の姿は様々であるが、投資家においても、引受け可能なリスク、目指すべきリターン、重視する社会・環境分野など、投資の選好は様々であり、投資家・企業双方の特性(プロフィール)に応じた資金と事業のマッチングが重要と考えられる。

以下では、こうした観点から、企業と投資家が目指す社会・環境的効果と成長の実現が、これに応じた金融手法の在り方も含めて合致すると考えられる事例について、インパクト投資として現時点で考えられる典型的な事例として記載している。

いずれも、実際に社会・環境課題の解決と事業性の両立を図っている企業における創意工夫や、資金提供のあり方を基にしたものであるが、インパクト投資として現時点で想定し得る事例を典型的に示しているに止まるものであり、投資実行時点で必ずしもインパクト投資として実施されたものとは限らないほか、インパクト投資の事例も当然これに止まるものではなく、「コンソーシアム」を通じて、有用事例の積上げ・共有を有機的に図っていくことが望ましい。

なお、以下では、便宜的に創業企業と大企業・上場企業を分けて記載しているが、検討会でも指摘があったとおり、社会・環境的効果を通じた企業の事業成長について、上場(IPO)の前後も含めて継続的に事例検証・共有されることが有益と考えられる。また、一般に、事例については、本邦で十分な実績が積みあがっているものではなく、今後、「コンソーシアム」等を通じた実績の蓄積と共有が重要と考えられる。

事例1 地球規模の課題に対応しスケールアップをめざす創業企業への出資

考えられる事業の特性

脱炭素や貧困・教育等の地球規模の課題については、都市・地方、国内外など、幅広い地域でニーズと関心が急速に高まっている。近年は、こうした課題の解決に直接・間接的に貢献することを掲げる創業企業が増加し、特に、課題解決に役立つ技術やビジネスモデルを導出し、潜在的にはグローバル市場も含めた多様な生産者・消費者へと市場開拓を目指す企業が増えつつある。

新たな技術やビジネスモデルは、開発・実装に向けた試行錯誤に相当の時間を要する等の課題も考えられる一方、適切に開発・実装されれば内外に大きな市場を拓き、成長につながる機会も想定される。

このため、金融手法としては、いわゆるベンチャー投資に見られるように、事業の初期には事業者の利払い負担が抑えられ、事業の成長に応じ資金支出(配当金等)が増加していく出資等と親和性が高いものと考えられる。

投資家からみても、初期の資金利回りが低くとも、事業が大きく成長した場合にこれに応じたリターンを得られれば、投資期間全体を通じた高い収益性を確保出来ると

考えられる。また、個々の事業・投資は様々なリスクが伴うものであっても、ファンド等の投資単位全体でみて一定の収益性を確保出来るといったことも考えられる。

事業・投資の例

プラスチックを化学的に分解する技術を開発する創業企業 A は、プラスチックを焼却処理した場合の温室効果ガスを削減し、海洋流出した場合の生態系への影響を緩和するものとして同技術の研究開発、プラスチック廃棄・生成施設への提供を進めている。

廃プラスチックが環境に与える影響については、化学産業に係る「ロードマップ」⁶⁴でも明記されるなど広く認知されているが、直接分解に係る技術はまだ広く実装されておらず、事業の潜在性は高いことが見込まれている。大規模な実用化や高度化には引き続き研究開発投資が必要であるが、専門性の高さもあって当初は必ずしも評価を得られなかったものの、最終的には国内外の投資家から資金調達を行った。

投資家との間では、当該技術により化学産業等の顧客が削減できる温室効果ガスの削減効果を試算し議論を行ったほか、こうした計数目安については、資金調達以後も継続的に対話が行われている。各国での環境規制の高まり等から需要拡大が見込まれるとの道筋につき企業・投資家の間で認識共有され、投資につながった。

また、創業企業 B は、内外で不足する IT 人材の持続的な確保を図るよう、就学児を対象としたオンラインプラットフォーム等の運営を国際的に展開している。同プラットフォームでは、プログラミング等の能力開発サービスを個人・教育団体に提供するほか、AI 等で集約した教育ノウハウそのものを企業や学校等に提供する事業者向けサービスの提供も企図しており、他にあまり例がないとされている。

投資家との対話では、こうした事業の成長ストーリーの骨格のほか、例えば教育に携わる講師の福利厚生、生徒・講師からのフィードバックといった定性的な指標の進捗、ノウハウを習得した大学院生等によるスクールの実運営を通じた短期的な収益確保とコミュニティ形成など、幅広い事業展開について一貫した説明を行い、資金調達を行った。

事例2 地域発企業への投資

考えられる事業の特性

地域でも、地域発のスタートアップなど、地球規模の課題を含む広範な社会・環境

⁶⁴ 経済産業省「『トランジションファイナンス』に関する化学分野における技術ロードマップ」(2021年12月)

https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/transition/transition_finance_technology_roadmap_chemistry_jpn.pdf

課題に応え、地域から市場開拓・事業創造を図る動きが見られている。

地域発の事業については、事例1と同様の、事業化が実現した場合に大きな成長機会が想定される事業がある一方、特定の地域や市場が抱える課題・ニーズに着目し、緩やかだが持続的な成長を見込む事業も存在し、目指す収益水準等も幅があると考えられる。生産・サービスの態様も、地域発で国際展開を図る、地域の技術・産品を工夫し首都圏等に提供する、主として地域でのサービス提供を念頭に置くなど、様々と考えられる。

このため、金融手法としても画一的な最適解があるものではないが、事例1に見られる創業企業への出資のほか、持続的な事業成長を目指す企業への融資（事業当初から利払い等が生じる一方、期待される金利水準は出資よりも低く、安定的）が馴染む場合も多いと考えられる。更に、一般の創業案件ほど顕著な収益を必ずしも目指すものではないが、既存事業ほど当初から収支が安定しているものでもないといった新規事業もあり、例えば利益や売上などの成長に応じた支払い枠組みなど、出資と融資の中間的な性質を持つ手法も有力な選択肢となり得る。

いずれの場合も、地域での創業等については、都市部との事業・投資面での情報差異⁶⁵、地域関係者との協働、地域社会等の課題に合わせた商品・サービスの在り方など、特有の論点も存在し、投資家・金融機関による対話も幅広い視座が必要となる。また、金融面でも、広範なデジタル・リモート技術なども活用した、多様な資金提供者と資金調達者、支援機関等の協働・マッチングが重要と考えられる。

事業・投資の例

例えば、畜産業を営む創業企業 C は、地域で必ずしも用途が明確でなかった森林を整備し、同地の下草を牧畜飼料として活用することで、資源の活用・飼料費用の抑制を行うとともに、同地の広さを活用して、家畜由来の温室効果ガスの牧草・土壌による吸収・緩和など、持続可能性に資する事業運営を行うものとしている。また、生産面でのこうした特性が消費者等のニーズ獲得につながるよう、生産から卸・小売・飲食提供を自ら行い、情報技術を用いて工程を管理し、動物福祉や持続可能性に配慮した経営の情報を販売チャンネルでも提供するなど、一貫した運営を図っている。

持続可能な畜産業には国際的にも需要が急速に高まっており、地元地域、都市部、国外の飲食店等に広く販路が広がっているほか、今後更に、滞在型の牧場等の観光・サービス事業への進出を図るとしている。

森林の牧草地整備から畜産の移入・製品提供までは一定の時間が必要である一方、実現を図る事業の効果、ビジネスモデル等は相応に明確であり、地域金融機関や地域経済界が参加するファンド等のほか、都市部の大口個人投資家、金融機関等

⁶⁵ P36 のとおり、地域におけるインパクトスタートアップの企業数は都市部に比べて相応に低いことが指摘されている

の幅広い者から、地域経済活性や持続可能な農業といった社会的効果の意図と、これも活用した事業性について理解を得て、資金支援を受けている。

また、健康食品の開発・販売を行っている企業Dは、地域産品の果皮に健康・美容増進等の成分を発見し、これを独自の技術・工夫で製品化し、更に果皮を再利用して環境負荷と廃棄農作物を減らすものとして販売している。研究・開発の中で培った技術は特許として知的財産化したうえで提供し、製品化のための機械も他地域に販売しているが、継続的な研究・製品開発には、これに応じた資金調達と、順次の製品化・販売等が必要となる。更なる製品生成には研究開発期間も必要であるが、既に一部を製品化し比較的早期・安定的な事業化が可能で、また環境負荷の低減に関心を持つ顧客層を開拓できるとの判断から、既存の事業で関係のあった金融機関が融資取引を継続している。

事例3 大企業・上場企業への投資

考えられる事業の特性

大企業や上場企業も、これまでの事業知見を活かして、または独立に、新たな技術やビジネスモデルを導出し、従来と異なる形で事業を展開することで追加的な社会・環境的効果と事業性の実現を図っていくことが多く見られるものであり、創業企業等と比べ社会・市場での直接的な影響力も大きい。また、資本市場における上場株式市場の役割の大きさを鑑みると、上場株式におけるインパクト投資やファンド等の推進は、様々な波及効果も含めて、重要性が高いと考えられる。

大企業・上場企業は、これまでも、サステナビリティの推進やこれを通じた事業推進などについて継続的に開示の充実を図っており、サステナビリティの取組について情報が得やすいほか、サステナビリティを加味した資金調達等にも相対的に知見がある。株・債券・融資など、様々な資金調達の枠組みやステークホルダーとの対話の知見の応用がインパクト投資でも潜在的に考え得る。

一方、大企業・上場企業は、現在の事業展開のため、場合によっては既に複雑な資本・債券・借入れ等の調達構造を有することも多く、既存事業と合わせて効果・収益実現が図られる場合もある。こうした場合に、投資家からみて自らの「投資により追加的に」生じた社会・環境的効果や収益性等を如何に結び付けて確認することが出来るか、創意工夫が必要となる。大企業・上場企業の調達事例や投資の在り方については、開示等を通じ投資家との対話が行い易いといった特性も踏まえて、「コンソーシアム」での継続的な議論が求められる。

事業・投資の例

多排出産業に属する企業 E が革新的脱炭素技術の開発・実装に取り組むための投融資については、「クライメート・トランジション」に資するファイナンスとして、自らが方針として掲げる 2050 年脱炭素の目標との戦略的整合性等を説明する等の実績が積み重なってきている。

一方、企業が開発する革新的技術については、自社のサプライチェーンの排出削減にとどまらず、他社のサプライチェーンにおける削減貢献、及びこれを通じた技術の販売増加等にもつながり得ると考えられる。この場合には、投資を通じて社会全体の環境改善効果を実現し、このために増加する事業性に着目する点で、インパクト投資の手法も有効となる可能性がある⁶⁶。

また、例えば、既存業務の延長線の事業であっても、サービスの提供地や提供態様によって特にインパクト創造を捉えやすくなる場合も考えられる。例えば、エンジニア教育を行うある企業 F は、国内事業での安定した収益をもとに、開発途上国でも同事業推進を進めている。エンジニアとして育成した人材を自社で採用し、又は他社に斡旋等を行うことで、サービス提供の結果を具体化し、開発途上国での教育機会やキャリア形成に貢献しつつ、教育ノウハウやデータ等を外部提供することで事業性も確保するとしているが、こうした事業のための資金調達についてインパクト投資の手法も検討できる可能性がある。

⁶⁶ クライメート・トランジション・ファイナンス等の既存の ESG ラベルとの関係については P12 や（参考 3）も参照