



インパクト投資の発展と研究上の課題

小林, 立明

(Citation)

国民経済雑誌, 224(1):1-16

(Issue Date)

2021-07-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/E0042481>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0042481>



国民経済雑誌

招待論文

インパクト投資の発展と研究上の課題

小林 立 明

国民経済雑誌 第224巻 第1号 抜刷

2021年7月

神戸大学経済経営学会

招 待 論 文

インパクト投資の発展と研究上の課題

小 林 立 明^a

「インパクト投資」は2007年に提唱された概念で、経済的リターンと共に社会・環境リターンを意図的に追求する投資手法である。現在の市場規模は7150億ドルで、潜在的には2兆ドルから3.5兆ドル規模に達すると見込まれている。当初、インパクト投資は社会課題解決を担う社会的企業やソーシャル・ベンチャーへの資金供給が中心だったが、現在ではサステナブル投資のひとつとして多様な企業・事業体に資金を提供しており、SDGs 目標達成のための重要な資金調達手法の一つとしての役割が期待されている。インパクト投資の発展に伴い、近年は、インパクト・ウォッシングなどの問題回避のために概念の明確化が図られる一方、他のサステナブル投資や銀行などにも適用可能な「インパクト・ファイナンス」を確立しようという動きも見られ、今後の発展が注目される。海外での研究成果を踏まえ、日本でもアカデミックな研究の進展が望まれる。

キーワード インパクト投資、持続可能な開発目標（SDGs）、サステナブル投資、インパクト・マネジメント、インパクト・ファイナンス

1 は じ め に

近年、日本において「インパクト投資」という言葉をしばしば耳にするようになった。2019年のG20大阪サミットでは、安倍総理がスピーチで社会的インパクト投資について言及した¹⁾。金融庁も、2020年3月に「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査」報告を公開し、さらに2020年6月には、グローバル社会的インパクト投資推進グループ（GSG）国内諮問委員会と共催で「インパクト投資に関する勉強会」を開始した²⁾。大手金融機関も「インパクト投資」と銘打った金融商品を扱い始めており、また自ら「インパクト投資プラットフォーム」を名乗るセキュリテのような金融機関も登場した³⁾。

このように、日本でもインパクト投資に対する関心は高まっているが、現時点では、政策担当者、実務家、研究者間でインパクト投資に関する共通理解が形成されているとはいいが

a 多摩大学社会的投資研究所, kobayashi-t@tama.ac.jp

たい状況にある。インパクト投資を責任投資の一環として理解しようとする立場がある一方で、責任投資やサステナブル投資とは異なる投資手法とする立場も存在する。⁴⁾⁵⁾

本稿では、インパクト投資の定義、その歴史的発展、市場規模、および現在進められている見直しの動きを概観し、これによってインパクト投資に対する共通理解を形成し、今後のインパクト投資に関する学術研究の発展に寄与することを目指す。

2 インパクト投資の定義とこれを巡る論点

「インパクト投資」とは、2007年にロックフェラー財団が20名程度の専門家を招いて開催した会合で提案された概念である。⁶⁾提案を踏まえ、ロックフェラー財団は「インパクト投資パワー活用」イニシアチブを立ち上げ、これによりインパクト投資は急速に発展していった。インパクト投資の定義については幾つかのバリエーションが存在するが、一般的には、2007年以来インパクト投資の発展を牽引してきたグローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN)の提唱する「経済的リターンと共に、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そうという意図を持ってなされる投資」という定義が受け入れられている。⁷⁾

この定義のポイントは以下の4点である。

(1) 経済的リターンを伴うこと。

このため、経済的リターンを伴わないグラントは対象外となる。

(2) ポジティブな社会・環境インパクトの実現をめざすこと。

このため、ネガティブ・スクリーニング型のESG投資などは対象外となる。

(3) 社会・環境インパクトが測定可能であること。

このため、投資にあたり定量的・定性的測定のための指標を設定し、この指標に基づいて投資がもたらす社会・環境インパクトをモニタリング・評価することが求められる。

(4) 社会・環境インパクトを達成しようという意図を持った投資であること。

このため、投資にあたり社会・環境的インパクトをもたらすための戦略策定、目標設定およびこれに基づく報告が求められる。経済的リターンのみを追求した投資が結果的に社会・環境インパクトをもたらしてもインパクト投資とは認められない。

2007年に「インパクト投資」を提唱した会議の参加者は、国際機関、財団、開発金融機関、コミュニティ開発金融機関、ベンチャー・フィランソロピーなどの関係者が中心だったため、この定義は無理なく受け入れられた。しかし、インパクト投資市場が発展し、民間投資ファンドや大手金融機関の参入、公開市場を通じた取引が本格化するにつれて、当初、想定されていなかった様々な論点が顕在化する。例えば、インパクト投資の経済的リターンと社会・環境リターンは両立するのか、それともトレードオフの関係にあるのか。社会・環境インパクトの測定をどのように行うのか、またその標準化は可能か。社会・環境インパクトを生み

出す意図をどのように検証するのか。社会・環境インパクト面での成果を企業の会計・監査報告に反映することは可能か。ESG 投資や社会的責任投資との境界線をどこに設定するのか。受託者責任、投資家保護、金融規制へのコンプライアンスは確保されるのか。インパクト投資を対象とした流通市場の構築は可能か等の論点である。

また、インパクト投資は、当初から方向性の異なる2つの役割が期待されていた。⁸⁾一つは、当時、注目を集めていた社会的企業家やソーシャル・ベンチャーと呼ばれる事業者に対して資金を供給する役割である。通常、こうした事業者は規模が小さく、スタートアップやアーリーステージにあるため、投資リスクが高く資金調達が困難だった。インパクト投資には、こうした事業者に対してリスクをいとわない投資を行うことが期待された。もう一つは、インパクト投資を通じて金融がより社会・環境面で積極的に貢献するよう促す役割である。2008年のリーマン・ショックを機に金融に対する不信感が高まる中、インパクト投資をモデルとして金融セクター全体が社会・環境インパクト志向へと転換していくことが期待された。当初、この二つの役割は整合的であり、インパクト投資の発展に伴い、社会的インパクト志向の強い事業者に対する資金提供と金融市場における社会・環境インパクトへの転換は両立すると考えられたが、インパクト投資市場の発展に伴い、この2つの方向性は必ずしも一致するわけではないことが明らかになった。このため、近年、インパクト投資概念の再検討が行われている。本稿では、まず、2007年以降のインパクト投資の歴史的発展と現在の市場規模を確認した上で、再検討の内容と今後のインパクト投資市場の発展の可能性を概観する。

3 インパクト投資の歴史的発展

3.1 2007年-2012年 初期の基盤整備

既に見たとおり、ロックフェラー財団は、2007年に「インパクト投資パワー活用」イニシアチブを立ち上げ、インパクト投資を支える基盤整備に尽力した。グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）を設立し、この領域に関心を持つ財団、金融機関、開発金融機関、コミュニティ開発金融機関、フィランソロピストなどのグローバルなネットワークを形成した。GIINは、IRISと呼ばれる社会的インパクト評価指標を開発し、インパクト投資に不可欠なインパクト評価手法の標準化を推進した。⁹⁾さらに、ロックフェラー財団は、ハーバード大学、オックスフォード大学やモニター・インスティテュートなどの主要研究機関・シンクタンクがインパクト投資発展に向けた政策提言を発表して政府に実現を働きかけるのを後押しした。¹⁰⁾フォード財団やマッカーサー財団などの他財団もイニシアチブに協力した。こうした努力を通じて、インパクト投資は、フィランソロピスト、財団、開発金融機関、および社会的インパクトの実現を目指す投資ファンドを中心に発展していった。

3.2 2013年-2015年 グローバルな関心の高まり

2013年、当時のデビッド・キャメロン英国首相はロンドン G8 サミットにおいて、社会的インパクト投資を先進諸国の共通政策課題と位置づけ、G8 社会的インパクト投資タスクフォースを設立することを表明した。これを受け、同タスクフォースは2014年に「インパクト投資：市場の見える心」¹¹⁾という政策提言を発表し、各国にインパクト投資発展に向けた取り組みを呼びかけた。同タスクフォースは、その後、参加国を広げ、現在では32カ国が加盟するインパクト投資グローバル推進グループ（GSG）として活動を展開している。¹²⁾これにより、各国政府の政策担当者の中でインパクト投資に対する関心が高まった。

同時期、世界経済フォーラムもインパクト投資イニシアチブを開始し、インパクト投資の発展に向けた提言を発表した。¹³⁾報告は、インパクト投資を広く責任投資やサステナブル投資と並ぶ重要なアセット・クラスと位置づけ、この市場に機関投資家や大手金融機関が参加する施策を具体的に論じ、2020年までにインパクト投資市場は5000億ドルから1兆ドル規模に発展するだろうと予測した。これにより、グローバル・ビジネスや大手金融機関の経営陣の間で、インパクト投資に対する関心が大幅に向上し、サステナブル投資に関わる大手金融機関やアセットマネージャーがインパクト投資に参加するようになった。

3.3 2015年-2018年 国連持続可能な開発目標（SDGs）を通じた関心の高まり

2015年9月の国連総会で「国連持続可能な開発目標（SDGs）」が採択された。SDGs は、開発協力機関のみならず、政府、企業、金融機関、NPO/NGO などの多様なプレイヤーがセクターを超えて協力することを目指す枠組みである。ビジネスの参加が積極的に奨励され、SDGs は大きなビジネス・チャンスになりうるという考え方が広がった。¹⁴⁾他方、SDGs 目標を達成するためには、開発途上国だけでも年間3.9兆ドルの資金が必要であり、従来の開発援助資金との間に約2.5兆ドルの資金ギャップがあるとされた。先進諸国も加えると、全世界で毎年、5兆ドルから7兆ドルの資金需要があると推定され、SDGs 目標達成のためにいかに民間資金を調達するかがグローバルな課題となった。¹⁵⁾国連や OECD は、SDGs 達成に向けた資金ギャップを埋める手法として、民間投資、ブレンディッド・ファイナンス、グリーン投資に加えて社会的インパクト投資に着目し、この活用を通じて SDGs 目標達成のための資金を調達しようと考えた。¹⁶⁾¹⁷⁾

こうした中、OECD は社会的インパクト投資イニシアチブを立ち上げ、開発協力や SDGs 目標達成のための資金調達とインパクト投資との連携をめざした。¹⁸⁾さらに OECD は、主要先進諸国間でのインパクト投資促進政策を進めると共に、将来的に DAC 統計のようなインパクト投資に関する国際的な統計処理のためのデータ標準化が必要であると提言している。¹⁹⁾インパクト投資は基本的に民間金融機関の投資で情報開示に制約があるため、実現には様々

な調整が必要だが、このようなデータの標準化が進めば、先進国間での政策協調がさらに進展することが期待される。

また、国連開発計画（UNDP）は、GSG の協力を得て SDG Impact イニシアチブを立ち上げ、SDGs 目標達成に向けてプライベート・エクイティ向けの投資ガイドラインや SDG ボンドの組成ガイドラインの策定に取り組んでいる。²⁰⁾ UNDP は、このガイドラインに依拠した金融機関や投資ファンドへの認証システムの開発も目指しており、これが実現すれば、SDGs の傘の下で多様な金融手法の標準化と妥当性が保証されることになる。

こうした国際機関による標準化の取り組みにより、インパクト投資に対する信頼性が向上すれば、多くの民間金融機関がインパクト投資に参加するようになり市場は大きく発展することが期待される。

4 インパクト投資の現状

4.1 グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）の推計

では、現在のインパクト投資市場の規模はどの程度だろうか。今後、国連や OECD が目指す SDGs 目標達成に向けた資金調達に貢献できるだけの発展可能性があるのだろうか。²¹⁾ GIIN によると、2019年末時点で1720以上のインパクト投資家が活動しており、その投資残高は7150億ドルと推計される。この調査の対象は、(1) 少なくとも1000万ドル以上のインパクト投資資産を運用しているか、または (2) 少なくとも5つのインパクト投資を行っているインパクト投資家であり、アセット・マネージャー、開発金融機関、ファミリー・オフィス、財団、保険会社、年金基金、その他多様な金融機関が含まれる。主要投資分野は、エネルギー（17%）、金融サービス（12%）、森林保護（10%）、食と農業（9%）、マイクロファイナンス（8%）、低所得者向け住居（8%）、保健医療（7%）、水と衛生（WASH）（6%）、インフラ整備（4%）、製造業（3%）、ICT（3%）、教育（3%）、文化・芸術（0.1%）他である。また、主要投資手法は私募債（61%）、公開社債（16%）、未公開株（11%）、公開株（2%）、不動産（2%）、準株式（3%）等である。GIIN は2007年以来、インパクト投資の発展を推進してきたグローバルなネットワークであり、この推計は設立当初の理念に賛同したインパクト投資家の大半をカバーしたものだと言えるだろう。

4.2 グローバル・サステナブル投資連合（GSIA）の推計

これに対して、サステナブル投資を推進する GSIA も独自の基準によりインパクト投資市場の規模を推計している。^{22) 23)} これによると、2018年末時点でインパクト投資の資産残高は4440億ドルである。GIIN の2018年末時点の推計が5020億ドルだったので、²⁴⁾ 規模的にはほぼ同レベルだが、その内実は異なる。GSIA の調査対象は、基本的に ESG や社会的責任投資、サス

テナブル投資の基準を適用している投資家やアセット・マネージャーである。資産の多くは公開株や公開社債で運用されており、GIIN が対象としているような私募債、未公開株やベンチャー・キャピタルへの投資は限定される。このため、GSIA の調査では、GIIN が対象とするインパクト投資ファンドや財団、ファミリー・オフィスなどの非金融機関のプレイヤーが捕捉されていない可能性がある。また、GIIN が対象に含める開発金融機関も含まれていない。逆に、GIIN の調査では、GSIA が対象とする大手金融機関の上場株・社債中心のインパクト投資ファンドは捕捉されていない可能性がある。

こうした点を考慮すると、GSIA の推計は、インパクト投資の発展に伴い、サステナブル投資の一環としてインパクト投資に参入した投資家やアセットマネージャーが扱うファンドや金融商品をカバーした推計であり、GIIN の推計と重複する部分はあるが、基本的には異なるものだと考えられる。

5 インパクト投資見直しの動き

このように、インパクト投資が、サステナブル投資のアセット・クラスの1カテゴリと認められ、大手金融機関や保険会社がインパクト投資市場に参入するようになると、新たな問題が生じる。「インパクト・ウォッシング」である。インパクト投資における「社会・環境的リターン」は多様な解釈を許容するため、大手金融機関やベンチャー・キャピタルが「インパクト」を謳って資金を集め、実際にはインパクト投資とは関係のない分野に投資をしても検証するすべがない。グリーン・ボンドにおける「グリーン・ウォッシング」と同様の問題が、インパクト投資の市場化に伴い浮上したのである。また、「ウォッシング」までいなくても、多様な「社会・環境リターン」を許容すれば、インパクト投資が当初掲げた社会的企業やソーシャル・ベンチャーへの資金提供という目的が希薄化する恐れがある。これを避けるためには、インパクト投資概念の更なる明確化が必要である。

5.1 グローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN) の「インパクト投資の中核的特徴」

こうした問題意識から、GIIN は、2019年に「インパクト投資の中核的特徴」²⁵⁾を発表した。これは、インパクト投資の定義自体には変更を加えず、これを補完する以下の4つの中核的特徴を提示することで、インパクト投資手法の信頼性向上、他の投資手法との差異化、インパクト投資がもたらす社会・環境インパクトの最大化を達成しようというものである。

(1) ポジティブな社会・環境インパクトを実現しようという意図

具体的には、透明性の高い経済目標とインパクト目標の設定、これらの目標実現のための戦略を明示した投資目論見書 (Investment thesis) の作成などを求める。

(2) エビデンスとインパクト・データの活用

具体的には、実証的なエビデンスや確立された科学的知見に沿った社会・環境ニーズの明確化、投資対象コミュニティが表明する社会・環境ニーズの明確化を求める。さらに、入手可能な最善のエビデンスに基づく目標設定と投資戦略策定、定量的/定性的評価指標の明確化も必要である。また、活動の質向上のためのインパクト分析能力の不断の改善も期待される。

(3) インパクト・パフォーマンス・データを活用した投資マネージと意思決定

具体的には、投資サイクルにフィードバックループを組み込み、投資リスクの特定とリスク回避計画の開発、投資がもたらすネガティブな結果の緩和措置、比較可能な形式での投資家や投資先へのインパクト・パフォーマンス情報の開示などを求める。

(4) インパクト投資市場発展への貢献

具体的には、上記のインパクト投資実践の導入状況の公開、共通の慣習・手法・標準を使用したインパクト目標・戦略・パフォーマンスの記述、共同投資家や投資先の決定に際したインパクト・パフォーマンスやインパクト・マネジメントの質の考慮、知的所有権や個人情報保護に違反しない限りでのポジティブ／ネガティブ双方の教訓やエビデンス・データの共有などを求める。

この「中核的特徴」は、より厳格なインパクト投資の要件を設定することで、その範囲を明確にし、当初の目的に回帰しようという点で意義がある。しかし、こうした要件を満たすだけの組織基盤と専門性を有し、かつ、エビデンスの収集やインパクトパフォーマンスの測定に必要なコストを負担することができるのは、一部の開発金融機関やコミュニティ開発金融機関、助成財団、フィランソロピストなどに限定されるだろう。一般の金融機関にとってこうした要件はハードルが高いため、結果的にインパクト投資への参入が阻害される恐れがある。これは、より多くの民間資金の流入を通じてインパクト投資市場を拡大し、SDGs 目標達成に必要な資金ギャップを埋めるというもう一つの方向性に反する。このため、GIIN が提唱する「中核的特徴」に準拠しつつ、求められる要件を可能な限り標準化、簡便化し、一般金融機関の参入障壁を低くする工夫が必要となる。

5.2 インパクト・マネジメント・プロジェクト（IMP）の「5次元アプローチ」

この問題への一つの解決法を提案するのが、IMP²⁶⁾である。IMP は、GSG 座長のロナルド・コーエン卿が設立したブリッジズ・ファンド・マネジメント傘下のブリッジズ・インパクト財団が推進するプロジェクトで、インパクト投資に求められるインパクト評価手法についてのグローバルな合意形成を目的としている。

IMP の提案は、What（投資が目指すインパクト目標）、Who（成果を享受する受益者）、How Much（成果の地理的・時間的範囲やもたらす変化の程度）、Contribution（外部要因を

除去した、投資固有の貢献度)、Risk (当初目標とは異なる成果をもたらすリスク) という5次元の指標を設定し、これを組み合わせることでインパクト評価を統合的に扱おうとする点に特徴がある。GIINの中核的特徴を踏まえ、それぞれの次元を検証するインパクトデータのカテゴリが設定されている。同時に、インパクトを「A: ネガティブ・インパクトを回避する (Act to avoid harm)」、 「B: 利害関係者に資する (Benefit to stakeholders)」、 「C: ソリューションに貢献する (Contribute to solutions)」の3つのカテゴリに分類することで、ESG投資やサステナブル投資、社会的責任投資、インパクト投資までのすべてを包含する枠組みを提示しようとしている。

このように、インパクト投資の中核的特徴に配慮しつつサステナブル投資領域への幅広い適用も目指すIMPの手法は、多くの関係団体の支持を得た。現在、IMPには、インパクト投資のグローバル・ネットワークであるGIIN、GSGだけでなく、国際機関のIFC、OECD、UNEP、国連グローバル・コンパクト、UNDP、さらに非財務分野での監査・報告の標準化をめざすSASBやGRIなどが参加しており、インパクト評価に関するグローバル・スタンダードを提供するプラットフォームの役割が期待されている。

さらに、IMPはSDGsとの連携も進めている。IMPは、既に紹介したUNDPのUNDP SDGs Impactに協力し、2020年には、プライベート・エクイティ、SDG Bonds、および投資先となる事業者についてのスタンダードを公表し、パブリック・ヒアリング²⁷⁾を行っている。この三つのスタンダードは、プライベート・エクイティの投資手法や社会・環境目的を志向するボンドの組成手法に準拠しながら、IMPが提唱するインパクト・マネジメント手法を組み込むことで、インパクト投資との接合を図ろうとするものである。さらに、SDGs Impactは、SDGインパクト・シールという独立した第三者機関による認証システムの導入も検討しており、これが実現すれば、GIINの中核的特徴に準拠しつつ、幅広い金融機関の参加も可能な枠組みが提供されることになり、インパクト投資市場を通じたSDGs目標達成のための資金調達は大きく進展することが期待される。

5.3 国際金融公社 (IFC) の「インパクト・マネジメント運用原則」

開発協力やSDGsの分野では、2019年に世界銀行グループのIFCが、インパクト投資を行う際に遵守すべき「インパクト・マネジメント運用原則」を公表し、金融機関やインパクト投資ファンド、その他資金提供団体に賛同署名を呼びかけた²⁸⁾。2020年6月時点で署名機関は100団体に達しており、今後、この原則が開発協力分野におけるインパクト投資の基本原則となることが期待される。

「インパクト・マネジメント運用原則」は、「戦略的意図」「オリジネーションと組成」「ポートフォリオ・マネジメント」「エグジット時のインパクト」「独立した検証」の5つの

要素と、各要素を構成する9つの原則から構成される。インパクト投資を行うファンド・マネージャーは、インパクト投資にあたりこれらを組み込むことでインパクト投資の承認を受けることができる。5つの要素と9つの原則は以下の通りである。

【原則1：戦略的意図】

- (1) 投資戦略と整合性のある戦略的インパクト目標の明確化
- (2) ポートフォリオをベースとした戦略的インパクトのマネージ

【原則2：オリジネーションと組成】

- (3) インパクト達成に向けたファンド・マネージャーの貢献度の明確化
- (4) 体系的手法に基づく、各投資の期待インパクトの事前アセスメント
- (5) 各投資のネガティブ・インパクトの事前アセスメント、回避措置、モニタリングおよびマネージ

【原則3：ポートフォリオ・マネジメント】

- (6) 各投資の期待インパクト達成に向けた進捗状況モニタリングと適切な対処

【原則4：エグジット時のインパクト】

- (7) インパクトの持続可能性に配慮したエグジットの実施
- (8) インパクト達成度と得られた教訓に基づく、意思決定と投資プロセスのレビュー、文書化、および改善

【原則5：独立した検証】

- (9) 上記原則との整合性の開示、および整合性に関する独立機関による定期的検証

IMPのインパクト・マネジメントが、事業者と投資家双方を対象にし、インパクト評価・マネジメントの一般的枠組みを構築しようとするのに対し、IFCのインパクト・マネジメント運用原則はファンドマネージャーのみを対象にし、ファンド・マネジメントのプロセスにGIINが提唱するインパクト投資の中核的特徴をビルト・インする枠組みを提示しようとする。この点でIFCの諸原則はより実用的なものとなっている。また、IFCは、上記の諸原則を遵守する限り、各金融機関が既に導入している手法をインパクト投資として認めるため、多様な金融機関に開かれたものになっている。さらに、IFCは独立機関による検証を明記し、情報開示を通じて投資家に対する受託者義務と金融規制当局に対する法令遵守を促しており、今後、会計・監査機関との共同の可能性も視野に入れている。これらの点を考えると、IFCの提案は、IMPの提案に比べて金融機関により受け入れやすい内容だと言えるだろう。

6 インパクト投資市場の発展の可能性

以上見てきたように、インパクト投資は、一方でその定義を明確化することで他の投資手法との差異化を図るとともに、他方で多様な金融機関が参入しやすいよう手法の標準化を進

めてきた。SDGs 目標との連携が進めば、さらに市場の発展は加速するだろう。では、今後、インパクト投資市場はどのように発展していくのだろうか。

6.1 国際金融公社（IFC）の市場予測

IFC は、インパクト投資に移行する可能性があるが、現時点ではまだ「インパクト・マネジメント原則」を導入していない潜在的な投資市場に着目して、今後のインパクト投資市場の発展を予測している²⁹⁾。

これによると、2019年時点で、IFC のインパクト・マネジメント原則に準拠してインパクト戦略・目標を設定し、インパクト評価・報告を行っているインパクト投資市場の規模は5050億ドルと推定される。内訳は、民間のインパクト投資ファンドが2050億ドル、開発金融機関が3000億ドルである。これがインパクト・マネジメント原則を厳格に適用した際の市場規模である。

次いで、IFC は、インパクト目標は設定しているが、インパクト評価・報告を体系的に導入していないグループに着目する。IFC の推計では、このグループは民間の投資ファンドが2100億ドル、開発金融機関が1兆3570億ドルの計1兆5670億ドルである。このグループは、今後、インパクト評価・報告の標準化が進展し、導入メリットが明らかになれば、インパクト投資に移行する可能性がある潜在市場である。仮にこの潜在市場がすべて移行すれば、インパクト投資の市場規模は2兆720億ドルに達することになる。

さらに、IFC は、現在、成長を遂げているグリーン・ボンドやソーシャル・ボンド市場と、サステナビリティ投資における企業エンゲージメント／株主行動市場に着目する。両市場共に、インパクト戦略・目標やインパクト評価・報告は要件とされていない³⁰⁾³¹⁾。しかし、両市場に参加する投資家は、社会・環境インパクトへの関心が高く、一部は、より積極的にインパクト戦略・目標を設定し、インパクト評価・報告を導入する可能性がある。仮にグリーン・ボンドとソーシャル・ボンド市場7470億ドルの半分、企業エンゲージメント／株主行動市場9兆8350億ドルの10%がインパクト投資市場に移行すれば、市場規模はさらに1.4兆ドル拡大し、3.5兆ドルとなる。

このように、現在、5050億ドルのインパクト投資市場は、2兆ドルから3.5兆ドルにまで拡大するポテンシャルを持っているとされる。

6.2 国連責任投資原則（PRI）の「インパクト市場マップ」

これに対し、PRI は、サステナブル投資市場におけるテーマ型投資に着目して独自のインパクト投資市場の推計を試みている³²⁾。背景には、インパクト投資の発展に伴い、インパクト投資の規模や複雑性が増したため、従来型のインパクト投資の定義、測定基準、ビジネスモ

デルおよび投資手段の再評価が必要になりつつあるとの問題意識がある。伝統的なインパクト投資モデルは、通常、変革理論（Theory of Change）を使用し、投資による付加性（Additionality）を重視し、社会的ミッションを追求するパーパス企業（Purpose-driven companies）、特にスタートアップやアーリー・ステージを主な投資対象とする。他方、新たにインパクト投資に参加する大手金融機関は、社会や環境に資する製品・サービスを提供する、より大規模な企業を投資対象とする。大手金融機関は、公開株・社債市場にも投資するため、変革理論や付加性を明確に設定することは困難だろう。

PRI は、こうした伝統的インパクト投資モデルの限界を踏まえ、大手金融機関によるインパクト投資の特定プロセスを明確化し、アセット・オーナーやファンド・マネージャーがより適切に市場における投資機会を判断できるようにするためのインパクト投資市場マップを提案する。これは、GIIN や IFC と異なり、インパクト投資ファンドではなく、インパクト投資の対象となる実体経済の事業者に焦点を当てたものである。

インパクト投資市場マップは、「エネルギー効率の向上」「グリーン建築」「再生可能エネルギー」「持続可能な農業」「持続可能な漁業」「水資源」「低所得者向け住居」「教育」「保健・医療」「金融包摂」の10の投資分野を選び、各分野の定義、投資対象企業の選定基準、選定に当たり利用可能な認証システム、およびインパクト投資の際に利用可能な KPI や評価指標を明示する。それぞれの項目は、PRI が文献調査、ヒアリングおよびパブリック・コメントなどを踏まえ、少なくとも一つ以上、国際機関等が既に提供している標準的な基準や指標が反映されていることを原則とする。

以上のプロセスを経た上で、PRI は、国連責任投資原則に署名した金融機関の報告を分析・集計し、2016年時点で、「インパクト投資マップ」対象分野への投資が1.3兆ドルに達していると推計する。この推計の特徴は、まずインパクト投資の対象領域を確定した上で、この領域への投資であれば、資金提供者の業種や投資手法にかかわらず含める点にある。国連責任投資原則署名機関には、投資ファンドや開発金融機関だけでなく、銀行、生命保険、アセットマネジメントなどの多様な金融機関が含まれる。これまで、インパクト投資の担い手と見なされてこなかった多様な金融機関もインパクト投資の潜在的な担い手であり、潜在的な投資額は1.3兆ドルに達することを明らかにした点で、本推計は独自の意義を持っている。

6.3 国連環境計画（UNEP）の「ポジティブ・インパクト・ファイナンス原則」

このように、インパクト投資市場発展の潜在的可能性が明らかになるにつれ、インパクト投資の考え方をさらに発展させて、投資機関と銀行の双方に適用可能な標準枠組みを構築しようという動きも始まっている。国連環境計画（UNEP）が推進する「ポジティブ・インパクト・イニシアチブ」である。これは、インパクト投資を超えたインパクト・ファイナンス

という枠組みを提示し、投資機関だけでなく銀行も含めて金融活動を通じた社会・環境リターン追求を標準化しようという試みである。

同イニシアチブは、2015年10月「ポジティブ・インパクト・マニフェスト」を公開し、SDG 目標達成のために必要な資金ギャップ2.5兆ドルを埋めるための民間金融機関の参加を促した。これを踏まえ、2017年に投資機関と銀行の双方に適用可能な「ポジティブ・インパクト・ファイナンス原則」を公表した。さらに、2018年には、ポジティブ・インパクト・ファイナンスの対象領域を網羅するインパクト・レーダーを公開、2020年には「インパクト分析ツール」を公開し、銀行、投資機関の双方が投融資先のインパクトを評価し、かつ自身のポートフォリオにおいてインパクトを分析する手法の標準化をめざしている。ポジティブ・インパクト・イニシアチブは、SDG 目標との整合性確保もめざしており、PRI のインパクト投資市場マップが対象とする10分野よりさらに包括的なものとなっている。

UNEP は、ポジティブ・インパクト・イニシアチブと平行して2019年に国連責任銀行原則（PRB）を立ち上げ、2020年には PRB 署名金融機関向けにインパクト分析のガイダンス文書を発表している。このガイダンス文書は、ポジティブ・インパクト・イニシアチブに準拠しており、今後、PRB 署名金融機関が拡大すれば、投資機関だけでなく、銀行においても、社会・環境インパクトの追求に関する標準的な枠組みが導入されることになる。³³⁾

7 インパクト投資の展望と今後の研究課題

本稿は、インパクト投資の歴史的発展と現在の再定義の動きを概観することで、インパクト投資を巡る論点を整理してきた。冒頭で指摘したように、インパクト投資には、2007年に提案された当初から、2つの方向性があった。ひとつは、財団や開発金融機関だけでなく、民間金融機関の資金を活用して社会的課題の解決に取り組む事業者に資金を提供するという視点である。この視点からは、社会的課題の解決に固有なリスクをいかに制御し、また社会的課題を金融手法により解決するために必要なインパクト戦略・目標の設定や評価・報告をいかに整備するかという点が課題となる。もうひとつは、インパクト投資市場の発展のために金融市場を活用し、年金基金を含めた大手金融機関の参加を促進するという視点である。この視点からは、インパクト・ウォッシングのリスクに配慮しつつ、可能な限り大手金融機関が導入しやすい簡便で標準化された手法をいかに開発するかという点が課題となる。インパクト投資の歴史的発展を振り返ると、この二つの志向性をバランスさせながら、いかに市場を成長させていくかが焦点となってきたことが分かる。現時点では、GIIN が提唱する「伝統的なインパクト投資」を尊重しつつ、開発金融、サステナブル投資、グリーン・ボンドやソーシャル・ボンド、株主エンゲージメントなどの隣接領域の資金がインパクト投資市場に流入することができるような標準化された手法が模索されているといえるだろう。さら

に、今後は、インパクト・ファイナンスという形で、投資だけでなく、銀行も含めたより普遍的な枠組みが追求されることになるとと思われる。

では、こうした動きに対して、インパクト投資研究は、今後どのように発展していくだろうか。伝統的なインパクト投資についての研究領域と課題については、インパクト投資研究を初期の段階から牽引してきたオックスフォード大学のアレックス・ニコルズ教授が既存の研究成果をまとめている。³⁴⁾これによると2017年時点で、73本の学術論文が公開されており、その領域は「サードセクター研究」「金融・経済研究」「ビジネス・マネジメント研究」「公共政策・社会政策研究」の4カテゴリに分類される。学術論文以外では、2016年時点で261本の実務家による報告書が発表されている。これまでは、圧倒的に実務家主導による研究が進められてきたのが現状である。しかし、実務家による報告書は一定の価値を持つものの、執筆者の立場によるバイアスなどの問題をはらむ。中立性、データ処理の妥当性、学術ディシプリンとの整合性、理論化の可能性などでも限界がある。インパクト投資の市場規模が数千億ドルに達し、今後、数兆ドルの規模にまで成長する可能性があることを考えると、実務家だけでなく、研究者によるアカデミックな研究の発展が求められるだろう。また、現在のインパクト投資の広がり方を考慮すれば、上記の4つの研究領域のみならず、「会計・監査」、「開発経済学」、「法律」、「政治学・批判理論」などの研究者も含めた学際的な研究が求められる。

既に、国際的には、「インパクト&サステナブル・ファイナンス教員コンソーシアム」が設立されて研究・教育両面での意見交換が進められている。³⁵⁾またインパクト投資に関心を持つMBA学生を対象としたグローバルな教育・研修プログラムMINTも設立されている。³⁶⁾さらに、オックスフォード大学、ペンシルヴァニア大学、デューク大学、ハーバード大学、ハイデルベルク大学など世界の主要大学においてインパクト投資に関連した研究イニシアチブが進められている。日本においても、今後、インパクト投資に対する研究の発展が望まれる。本稿が、今後の日本における研究の発展にささやかなりとも貢献すれば幸いである。

注

1) G20 大阪サミット第3セッション安倍総理スピーチ「日本は、地球規模課題の解決に必要な資金確保のため、社会的インパクト投資や、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達のある方を検討し、国際的議論の先頭に立つ考えです。」(首相官邸ウェブサイト https://www.kantei.go.jp/jp/98_abe/statement/2019/0629g20session3.html 2020年6月25日アクセス)。

2) ニッセイアセットマネジメント株式会社 (2020)

https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200420/report_impact.pdf 2019年6月25日アクセス。

3) 金融庁ウェブサイト <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200622/20200622.html> 2019年

- 6月25日アクセス。
- 4) 例えば、水口剛 (2013) 参照。
 - 5) 例えば、GSG 国内諮問委員会 (2020) 参照。
 - 6) Anthony Bugg-Levine et al. (2011)。
 - 7) GIIN ウェブサイト <https://thegiin.org/> 2020年6月25日アクセス。
 - 8) Anthony Bugg-Levine et al. (2011)。
 - 9) 詳細は、IRIS のウェブサイト <https://iris.thegiin.org> 参照。
 - 10) 例えば、Katherine Fulton et al. (2009), Ben Thornley et al. (2012) などがある。詳細については、E. T. Jackson et al. (2012) 参照。
 - 11) G8 Social Impact Investment Taskforce (2014)。
 - 12) 詳細は GSG ウェブサイト <https://gsgii.org> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 13) 世界経済フォーラムウェブサイト
<https://www.weforum.org/projects/mainstreaming-sustainable-and-impact-investing> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 14) Business & Sustainable Development Commission (2017)。
 - 15) UNCTAD (2015)。
 - 16) UN Global Compact et al. (2015)。
 - 17) OECD Global Forum on Development “The Private Sector: The Missing Piece of the SDG Puzzle”
(<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/Infographic%20-%20The%20Private%20Sector%20-%20Missing%20Piece%20of%20the%20SDG%20puzzle.pdf>) 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 18) OECD ウェブサイト <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/social-impact-investment-initiative.htm> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 19) OECD (2019)。
 - 20) SDG Impact ウェブサイト <https://sdgimpact.undp.org> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 21) Dean Hand et al. (2020) 参照。なお、比率は資産残高ベースである。
 - 22) GSIA (2019)。
 - 23) GSIA はインパクト投資を「社会・環境問題の解決や、明確な社会・環境目的を持つビジネス向け資金提供を意図したターゲット型の投資で、伝統的に恵まれない個人やコミュニティを対象に資金提供を行うコミュニティ投資を含む。」と定義している。この定義自体は、GIIN のインパクト投資の定義とほぼ一致している。
 - 24) Abhilash Mudaliar et al. (2019)。
 - 25) GIIN (2019)。
 - 26) 詳細については IMP ウェブサイト <https://impactmanagementproject.com> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 27) SDG Impact ウェブサイト <https://sdgimpact.undp.org/private-equity.html> 参照。2020年6月25日アクセス。
 - 28) IFC Operating Principles for Impact Management ウェブサイト

- <https://www.impactprinciples.org> 参照。2020年6月25日アクセス。
- 29) IFC (2020)。
- 30) ソーシャル・ボンド、グリーン・ボンドについては、国際資本市場協会 (ICMA) がそれぞれ原則を定めている。詳細についてはウェブサイト
<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/> 参照。2020年6月25日アクセス。
- 31) 「企業エンゲージメント／株主行動」は、「直接的な企業エンゲージメント、株主提案の単独または共同提出、総合的な ESG ガイドラインに従った議決行使などを通じて企業行動に影響を及ぼそうとする株主の力の行使」と定義される。詳細は、GSIA (2019) 参照。
- 32) Kurt A. Morriesen (2018)。
- 33) 日本では、環境省が2020年に「インパクトファイナンスの基本的考え方」を発表し、「ポジティブ・インパクト・ファイナンス原則」に基づき、インパクトファイナンスを日本の金融機関に普及する取り組みを開始している。
- 34) Alex Nicholls et al. (2016) および Alex Nicholls et al. (2017) 参照。
- 35) 詳細については、<https://www.impactandsustainablefinance.org/index.html> 参照。2020年6月25日アクセス。
- 36) 詳細については、<http://www.themiint.org> 参照。2020年6月25日アクセス。

参 考 文 献

- Abhilash Mudaliar et al. 2019. *Sizing the Impact Investing Market*. GIIN
- Alex Nicholls et al. eds. 2015 *Social Finance*. Oxford Univ. Press, UK.
- Alex Nicholls et al. 2016. *The Landscape of Social Impact Investment Research*. University of Oxford Said Business School.
- Alex Nicholls et al. 2017. “Academic Research into Social Investment and Impact Investing.” in Othmar M. Lehner ed. (2017) *Routledge Handbook of social and sustainable finance*. Routledge, NY.
- Anthony Bugg-Levine et al. 2011. *Impact Investing: transforming how we make money while making difference*. Jossey-Bass, San Francisco
- Ben Thornley et al. 2012. *Impact as Scale: Policy Innovation for Institutional Investment with Social and Environmental Benefit*. Initiative for Responsible Investment at Harvard University et al.
- Business & Sustainable Development Commission. 2017. *Better Business, Better World*. Business & Sustainable Development Commission.
- Dean Hand et al. 2020. *Annual Impact Investor Survey 2020*. GIIN
- E. T. Jackson et al. 2012. *Unlocking Capital, Activating a Movement: Final Report of the Strategic Assessment of the Rockefeller Foundation's Impact Investing Initiative*. Rockefeller Foundation.
- G8 Social Impact Investment Taskforce. 2014. *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets—Harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for good*. G8 Social Impact Investment Taskforce.
- GIIN. 2019. *Core Characteristics of Impact Investing*. GIIN

- GSIA. 2019. *Global Sustainable Investment Review 2018*. Global Sustainable Investment Alliance.
- IFC. 2018. *Guide to Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management*. IFC.
- IFC. 2019. *Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management*. IFC.
- IFC. 2019. *Creating Impact: The Promise of Impact Investing*. IFC.
- IFC. 2020. *Growing Impact: New Insights into the Practice of Impact Investing*. IFC.
- Katherine Fulton et al. (2009) *Investing for Social & Environmental Impact*. Monitor Institute.
- Kurt A. Morriesen. 2018. *Impact Investing Market Map*. PRI.
- Lester M. Salamon ed. 2014 *New Frontiers of Philanthropy*. Oxford Univ. Press, NY.
- Michael Drexler et al. 2013. *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. World Economic Forum.
- Michael Drexler et al. 2013. *From Ideas to Practice, Pilots to Strategy*. World Economic Forum.
- Michael Drexler et al. 2014. *From Ideas to Practice, Pilots to Strategy II*. World Economic Forum.
- OECD. 2015. *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*. OECD Publishing, Paris.
- OECD. 2019. *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*. OECD Publishing, Paris
- Othmar M. Lehner ed. 2017 *Routledge Handbook of social and sustainable finance*. Routledge, NY.
- UN Global Compact et al. 2015. *Private Sector Investment and Sustainable Development: The current and potential role of institutional investors, companies, banks and foundations in sustainable development*. UN Global Compact et al.
- UNCTAD. 2015. *World Investment Report 2014—Investing in SDGs: An Action Plan*. UNCTAD.
- 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』(GSG 国内諮問委員会)
- ニッセイアセットマネジメント株式会社 (2020) 『金融庁委託調査研究「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査」報告書』(ニッセイアセットマネジメント株式会社)
- マクシミリアン・マーチン著, 小林立明他訳 (2013=2014) 『社会的インパクトを投資可能にする』(笹川平和財団)
- 水口剛. 2013. 『責任ある投資—資金の流れで未来を変える』. 岩波書店
- レスター M. サラモン著, 小林立明訳 (2014=2016) 『フィランソロピーのニューフロンティア—社会的インパクト投資の新たな手法と課題—』(ミネルヴァ書房)