

## 持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. サステナブルファイナンスや環境・社会・ガバナンス（ESG）投資において、通常のファイナンスにない特有の要素として、環境面・社会面への効果を意味する「インパクト」が挙げられる。インパクトに着目したファイナンス（インパクトファイナンス）は、21世紀に入った頃から本格的に発展しており、市場規模も拡大傾向にある。
2. インパクトファイナンスをめぐるには、国際連合環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）による「ポジティブインパクト金融原則」、国際金融公社（IFC）による「インパクト投資の運用原則」といったフレームワークに加え、Impact Management Project（IMP）やグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）の「IRIS+」を用いた評価手法等が知られている。日本でも、環境省の「ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」が2020年7月に「インパクトファイナンスの基本的考え方」、2021年3月に「グリーンから始まるインパクト評価ガイド」を公表している。
3. インパクトファイナンスに関する課題としては、「インパクト・ウォッシング」等が挙げられる。インパクトファイナンスが健全に発展していくためのカギとしては、（1）インパクトファイナンスの質の確保、（2）データ、事例、研究等の蓄積、が挙げられる。特に、質の確保について、「ポジティブインパクト金融原則」等に沿ったアプローチを採ること、専門知識を有する外部評価機関から評価（レビュー）を受けること、公的機関が一定の要件を満たしたインパクトファイナンスについて認証ラベルを付与する仕組みを創設すること等が対応策として考えられる。

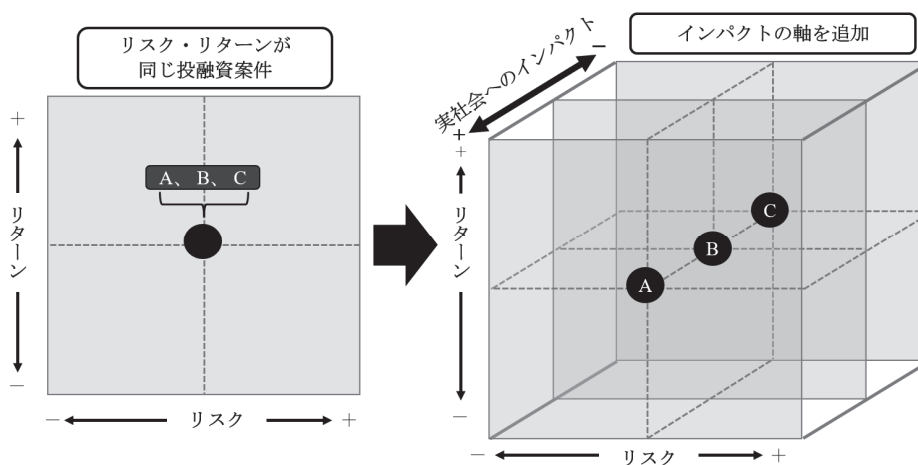
### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・江夏あかね「ソーシャルインパクトボンドの発展と今後の課題—地方公共団体の財源調達手段多様化の可能性—」『野村資本市場フォータリー』第23巻第1号（2019年夏号）、78-102頁。
- ・林宏美「サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルク」『野村サステナビリティフォータリー』第1巻第2号（2020年夏号）。

## I サステナブルファイナンスに特有の「インパクト」に着目した金融

サステナブルファイナンスや環境・社会・ガバナンス（ESG）投資において、通常のファイナンスにない特有の要素として、「インパクト」が挙げられる。インパクトは、端的には環境面・社会面への効果を意味し、金融市場で長らく根付いてきた投資判断の尺度であるリスク、リターンに次ぐ評価軸として注目が集まっている<sup>1</sup>（図表 1 参照）。そして、企業が優先して取り組むべきサステナビリティ関連の重点課題（マテリアリティ）を特定する際、環境・社会が企業財務に与える影響のみならず、企業が環境・社会に与えるインパクトも重視する「ダブルマテリアリティ」という概念が欧州連合（EU）等で謳われており、企業経営の面でもインパクトが脚光を浴びている<sup>2</sup>。

図表 1 インパクト投資の考え方



（出所）環境省「『インパクト投資』の考え方」環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース第1回資料 1-1、2020年4月23日

<sup>1</sup> 例えば、野村証券とブルームバーグは共催で2019年7月4日に、発行体、投資家等を対象として「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場」と題したセミナーを開催し、その参加者（発行体、投資家、金融機関等）を対象にアンケートを実施した。同アンケートで、「SDGs債投資に求めるもの」を質問したところ、「インパクトの追求」が最も多く、「リターンの追求」と「リスク軽減」の回答数が拮抗する形となった。（江夏あかね「『ESG債市場の持続的発展に関する研究会』及びセミナー報告」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第2号〔2019年秋号〕、14-15頁）

<sup>2</sup> 非財務情報開示指令（NFRD）で謳われた「ダブルマテリアリティ」の概念は、欧州委員会が2021年4月に公表した企業サステナビリティ報告指令案（CSRD）でも引き継がれることとされている。（European Commission, *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive Proposal*, 21 April 2021）

持続可能な社会の実現に当たっては、多額の財源を要することが見込まれており、金融資本市場も適切に活用しながら、環境的・社会的課題を確実に解決することが求められている<sup>3</sup>。その手段の1つであるインパクトに着目したファイナンス（インパクトファイナンス）は、21世紀に入った頃から本格的に発展しており、持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定といった国際的合意の存在もあり、市場規模も拡大傾向にある。例えば、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）は、世界のインパクト投資残高（2019年末時点）を約7,150億ドルと推計している<sup>4</sup>。また、国際金融公社（IFC）は、世界のインパクト投資家の運用資産残高（2019年時点）を約5,050億ドルと推計しているほか<sup>5</sup>、潜在的な市場規模について、上場株式・公募債で約21~26兆ドル、プライベート市場関連で約5兆ドルと予測している<sup>6</sup>。

日本でも近年、インパクトファイナンスに対する注目が高まっており、Global Steering Group for Impact Investment（GSG）国内諮問委員会は2021年3月に公表した2020年度調査にて、日本におけるインパクト投資残高の最大推計値を約2兆6,400億円と公表している<sup>7</sup>。一方、2020年より環境省の「ESG金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」や金融庁・GSG国内諮問委員会共催の「インパクト投資に関する勉強会」、そして2021年より金融庁の「サステナブルファイナンス有識者会議」等で検討が進められるといった動きが見られている。

インパクトファイナンスの金融資本市場における存在感が今後、世界や日本でさらに増していく可能性があることを踏まえ、本稿では、インパクトファイナンスの概念、仕組み、発展経緯及び市場動向等を概観し、今後の注目点を論考する。

<sup>3</sup> 国際連合は、SDGsの達成に向けて必要な資金について2016~2030年まで毎年5~7兆ドル、このうち開発途上国は毎年3.3~4.5兆ドルと試算している。（United Nations Conference on Trade and Development, *Development and Globalization Facts and Figures 2016*, July 2016, p.165）

<sup>4</sup> Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020.

<sup>5</sup> インパクトの測定が行われている分の投資残高。なお、IFCは、インパクト投資を目的とする他のファンドや開発金融機関（DFI）の分を加えると、市場規模の合計は約2兆720億ドルになる可能性があるとも指摘している。（International Finance Corporation, *Growing Impact: New Insights into the Practice of Impact Investing*, June 2020, p.2）

<sup>6</sup> プライベート市場関連は、プライベートエクイティ、プライベートデット及びベンチャーキャピタル。（International Finance Corporation, *Creating Impact: The Promise of Impact Investing*, April 2019, p.vii）

<sup>7</sup> なお、アンケート調査で把握できた投資残高（2019年度末）は、約5,126億円と示している。（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（2020年度調査）」2021年3月31日、10頁）

## II インパクトとインパクトファイナンスの概念

インパクトファイナンスをめぐっては、世界各地域で様々な組織・イニシアティブ等が関わっている（図表2参照）。本稿では、主な組織・イニシアティブ及び環境省が公表している概念を中心に紹介する。

図表2 インパクトファイナンスに関する主な組織・イニシアティブ等

名称	概要
GIIN	Global Impact Investing Network（グローバル・インパクト投資ネットワーク、GIIN）は、インパクト投資の拡大と成果向上を目的として、ロックフェラー財団が関わる形で、2009年に設立された。GIINは、ネットワーキングや情報交換、ガイドラインや調査報告書の発表、インパクト測定・管理ツールの提供等を通じてインパクト投資の普及促進を目指している。
GSG/GSG 国内諮問 委員会	Global Steering Group for Impact Investment（GSG）は、人々や地球によりよい影響を与えるインパクト投資を推進するグローバルなネットワーク組織として、2013年に創設された「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が2015年8月にGSGと名称変更した。2021年4月末現在、33カ国の加盟国や地域（欧州連合〔EU〕）が各国諮問委員会として参加している。GSG国内諮問委員会は、GSGの日本における支部として2014年に設立された。主に、調査研究・普及啓発・ネットワーキング活動を通じて、金融・ビジネス・ソーシャル・学術機関等の実務者や有識者と連携し、インパクト投資市場やエコシステムの拡大に貢献することを目指している。
IFC	International Finance Corporation（国際金融公社、IFC）は、途上国の民間セクター開発に特化した世界最大の国際開発機関として、1956年に設立された。世界銀行グループの一員である。2019年4月に「インパクト投資の運用原則」を策定した。
IMP	Impact Management Project（IMP）は、2016年にBridges Fund Managementなどが中心となり、2,000以上の組織を巻き込んで始められたイニシアティブである。IMPは、ESGやインパクトの測定・管理・報告に係る重要事項を議論し、世界的な統一基準の形成を目指している。
IWAI	Impact-Weighted Accounts Initiative（IWAI）は、ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授主導で2019年に開発が開始されたインパクト加重会計に関するプロジェクト。インパクト加重会計は、環境や社会へのプラスとマイナス両方のインパクトを測定し、金銭価値に置き換え、財務諸表に反映させることを意図している。
SDG Impact	SDG Impactは、国際連合開発計画（UNDP）が2018年に開始したイニシアティブである。持続可能な開発目標（SDGs）達成に向けた効果的な投資を可能にするための基準やツールの提供、ネットワーク機会などを提供する。
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative（国際連合環境計画・金融イニシアティブ、UNEP FI）は、国際連合環境計画（UNEP）が1992年に設立したものであり、UNEPと世界各国200以上の金融機関とのパートナーシップである。責任投資原則（PRI）、持続可能な保険原則（PSI）及び責任銀行原則（PRB）を提唱している。UNEP FIは、2017年1月に「ポジティブインパクト金融原則」を策定した。そして、2018年以降もビジネスの意思決定にインパクトの考え方を組み込むためのガイドやツール等を開発・提供している。

（注） 2021年4月末時点の情報に基づく。イニシアティブ等はアルファベット順に掲載。

（出所） 各種資料、より野村資本市場研究所作成

### 1. インパクトの定義

インパクトには、「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果<sup>8</sup>」（GSG国内諮問委員会）、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果<sup>9</sup>」（Impact Management Project〔IMP〕）等の定義がある。

<sup>8</sup> 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（2020年度調査）」2021年3月31日、20頁。

<sup>9</sup> Impact Management Project, *Glossary*.

環境省は、「組織によって引き起こされるポジティブ又はネガティブな環境、社会又は経済に対する変化のことをいい、直接的な成果や結果（アウトプット）ではなく、それにより環境、社会又は経済面にどのような違いを生み出したかという効果（アウトカム）<sup>10</sup>」と定義付けている。

環境省の定義でも明らかなおおり、インパクトについては、「アウトプット」と「アウトカム」という 2 つのキーワードを区別して把握する必要がある。GSG 国内諮問委員会は、（1）アウトプットとは、組織や事業の活動（アクティビティ）がもたらす製品、サービスを含む直接の結果（活動回数、活動期間、参加者数等）、（2）アウトカムとは、事業や取り組みのアウトプットがもたらす変化、便益に加え、プログラムや活動の実施後に現れてくる変化（就労に関するスキルの獲得、気持ちの変化〔前向きになる〕、職に就く等）、と説明している<sup>11</sup>。

## 2. インパクトファイナンスの概要

### 1) 定義

インパクトに着目し、投資のみならず間接金融も含めた投融資全般を対象としたファイナンス手法として、インパクトファイナンスが存在する。環境省は、インパクトファイナンスについて、「ESG 金融の発展形として環境・社会・経済へのインパクトを追求するもの<sup>12</sup>」と位置付けるとともに、図表 3 の 4 つの要素を満たすものと定義付けている。

図表 3 インパクトファイナンスの定義

次の 1~4 の要素全てを満たすもの	
1	投融資時に、 <b>環境、社会、経済のいずれの側面においても重大なネガティブインパクトを適切に緩和・管理</b> することを前提に、 <b>少なくとも一つの側面においてポジティブなインパクトを生み出す意図</b> を持つもの
2	<b>インパクトの評価及びモニタリング</b> を行うもの
3	インパクトの評価結果及びモニタリング結果の <b>情報開示</b> を行うもの
4	<b>中長期的な視点に基づき、個々の金融機関／投資家にとって適切なリスク・リターンを確保</b> しようとするもの

(注) 1. 太字は原文のまま。  
2. UNEP FI の「ポジティブインパクト金融ファイナンス原則」や GIIN の「インパクト投資」の定義、IMP の考え方等を基礎としてまとめたもの。

(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020 年 7 月 15 日、7 頁、より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020 年 7 月 15 日、7 頁。

<sup>11</sup> 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（2020 年度調査）」2021 年 3 月 31 日、40 頁。

<sup>12</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020 年 7 月 15 日、4 頁。

一方、インパクトファイナンスの一種であるインパクト投資について、GIIN 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<sup>13</sup>」と示している。他方、GSG 国内諮問委員会は、上述の GIIN の定義に加え、「社会的インパクト評価を投資前及び投資実行後に実施している<sup>14</sup>」ものをインパクト投資と記している。

## 2) 特徴

環境省は、インパクトファイナンスの特徴として「明確にインパクトを意図する点とインパクトの測定を行う点<sup>15</sup>」を挙げている。GIIN は、インパクト投資の特徴について、(1) ポジティブで測定可能なインパクト創出の意図の存在、(2) 財務的リターンの追求、(3) 様々なアセットクラスで実行可能、(4) 投資に付随する環境面・社会面のパフォーマンスを測定・報告することについて投資家のコミットメントがあること、と説明している<sup>16</sup>。

## 3) ESG 金融との関係

インパクトファイナンスと ESG 金融の関係について、環境省は、「投融資において環境・社会・経済へのインパクトを追求する多様な動きのうち、ESG 金融の発展形として適切なリスク・リターンを追求するもの<sup>17</sup>」と説明している（図表 4 参照）。インパクトファイナンスは、従来の ESG 金融と同様に、ESG 機会の追求、ESG リスクの軽減及び市場優位なリターンの追求を行うのに加えて、(計測可能な)インパクトの大きなソリューションに焦点を当てている。そのため、ESG インテグレーションやエンゲージメント、サステナビリティ・テーマ型投資の実践を深めようとする ESG 金融の発展形と位置付けている。

一方、GSG 国内諮問委員会は、「インパクト投資と ESG 投資は互いが一部に重なる」とした上で、「ESG 投資は環境、社会等への影響を考慮しつつ長期的な収益の最大化とリスクの削減を目指す一方、インパクト投資は特定の社会課題解決へのより直接的な寄与という意図」があり、「SDGs 達成には ESG 投資だけでは不十分となる可能性があり、インパクト投資の貢献余地が大きいと期待されている<sup>18</sup>」と説明している。

<sup>13</sup> Global Impact Investing Network, *What is Impact Investing?*.

<sup>14</sup> 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（2020 年度調査）」2021 年 3 月 31 日、20 頁。

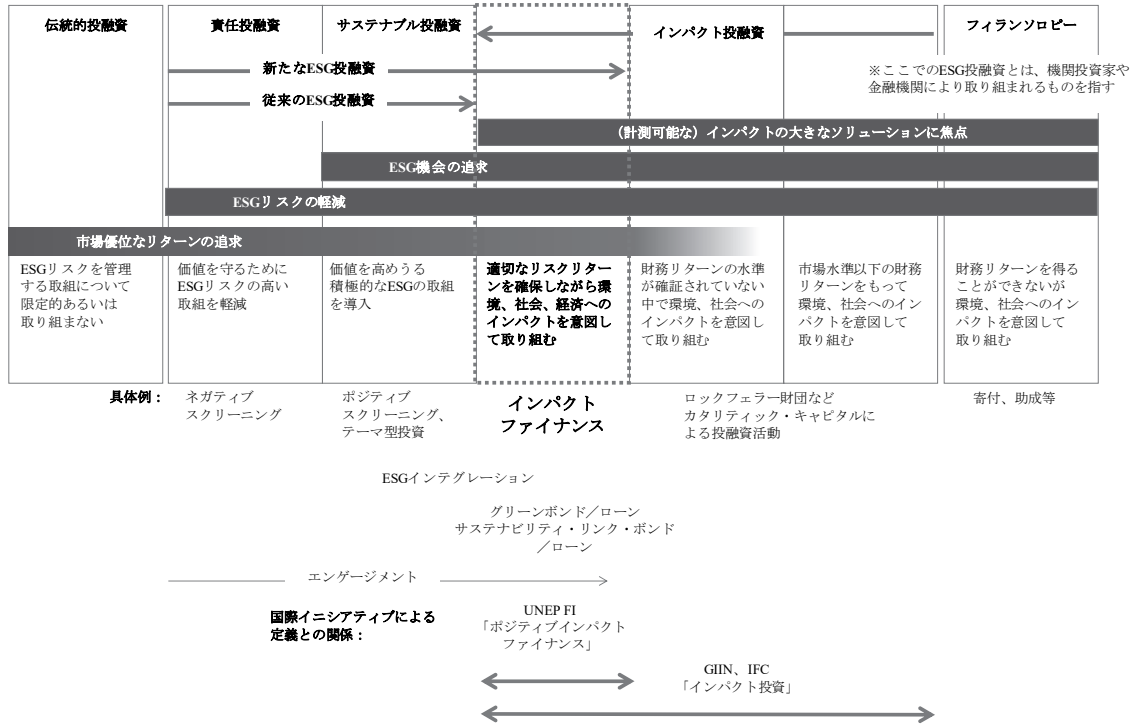
<sup>15</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020 年 7 月 15 日、4 頁。

<sup>16</sup> Global Impact Investing Network, *Core Characteristic of Impact Investing*, p.1、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（2020 年度調査）」2021 年 3 月 31 日、22 頁。

<sup>17</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020 年 7 月 15 日、4 頁。

<sup>18</sup> 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（2020 年度調査）」2021 年 3 月 31 日、23-24 頁。

図表 4 インパクトファイナンスの位置付け



(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース 「インパクトファイナンスの基本的考え方」 2020年7月15日、5頁

#### 4) 意義・動機

環境省では、(1) 投融資や企業の事業活動におけるポジティブなインパクトへの意図やコミットメントの可視化を通じた、投融資先企業や金融機関/投資家自身の価値・競争力の維持・向上、(2) アフターコロナの社会づくりの軸となる社会全体のサステナビリティ向上を支えるもの、といった意義を示している<sup>19</sup> (図表 5 参照)。また、GIN 及び GSG 国内諮問委員会によるアンケート調査によると、投資家がインパクト投資に取り組む動機として、(1) 組織のミッションの中心としての位置付け、(2) 責任ある投資家としてのコミットメントの一環、(3) 顧客の要望への対応、等が挙げられている (図表 6 参照)。

<sup>19</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース 「インパクトファイナンスの基本的考え方」 2020年7月15日、8頁。

図表 5 インパクトファイナンスの意義

項目	概要
社会的意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ インパクトベースの新たなビジネスモデル構築と資本市場のパラダイム・シフトの加速</li> <li>・ 新たな社会づくりの軸としてのサステナビリティの向上</li> </ul>
企業がインパクトファイナンスを通じて資金調達を行う意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ コミットメントの可視化とステークホルダーとの信頼関係強化</li> <li>・ 企業のサステナビリティ経営の強化と企業価値向上</li> <li>・ インパクトベースの新たなビジネスにおける資金調達の可能性の拡大</li> </ul>
金融機関／投資家がインパクトファイナンスに取り組む意義	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 自らの ESG 投融資の理念の実現、社会的支持の獲得と競争力の向上</li> <li>・ 中長期的志向による適切なリスク・リターンの確保に寄与</li> <li>・ 資本市場の持続的・安定的成長と、金融機関／投資家自身の経営基盤の維持・強化</li> <li>・ 受託者責任との関係</li> </ul>

(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020年7月15日、8-10頁、より野村資本市場研究所作成

図表 6 世界と日本の投資家がインパクト投資に取り組む動機

項目	世界			日本		
	非常に重要	ある程度重要	重要でない	非常に重要	ある程度重要	重要でない
投資でインパクトを追求することは組織のミッションの中心にある	87%	10%	2%	59%	41%	0%
責任ある投資家としてのコミットメントの一環である	87%	11%	2%	67%	33%	0%
インパクトを達成するための効果的な手法である	81%	15%	4%	55%	45%	0%
SDGs やパリ協定などグローバル目標に貢献できる	62%	30%	9%	45%	55%	0%
顧客の要望に応えることにつながる	47%	38%	15%	78%	22%	0%
他の投資機会と比較しても、リターンが魅力的である	30%	40%	30%	44%	50%	6%
成長分野や成長地域への投資機会を提供してくれる	28%	44%	28%	41%	55%	5%
当社のポートフォリオ分散につながる	24%	33%	43%	31%	50%	19%
社員・職員の要請に対応できる	19%	50%	31%	—	—	—
各種規制要件を満たすことにつながる	9%	20%	71%	17%	42%	42%

(出所) Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020, p.5、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 (2020年度調査)」2021年3月31日、51頁、より野村資本市場研究所作成

### III インパクトファイナンスの仕組み

インパクトファイナンスの仕組みを捉えるに当たって、参考となり得るフレームワーク、評価手法及びツールを概観した上で、これらも踏まえて取りまとめられた環境省によるインパクトファイナンスの基本的流れ及びインパクト評価ガイドの内容を紹介する。

#### 1. フレームワーク

フレームワークは、インパクトファイナンスの枠組み、構造を示すものである。本稿では、(1) 国際連合環境計画金融イニシアティブ (UNEP FI) による「ポジティブインパクト金融原則」、(2) 国際金融公社 (IFC) による「インパクト投資の運用原則」、を取り上げる。



## 1) UNEP FIによる「ポジティブインパクト金融原則」

「ポジティブインパクト金融原則」は、SDGs 達成に向けた金融の共通枠組みとして、UNEP FIが2017年1月に策定した。同原則は、4つの原則（定義、枠組み、透明性、評価）で構成されており、金融業界及びより幅広いステークホルダーに共通言語を提供することを通じて、持続可能な開発における資金調達のギャップを埋める重要なステップになることが期待されている（図表7参照）。UNEP FIは、ポジティブインパクト金融を推進すべく、2018年にインパクト分析に関する事業形態や資産タイプ別のフレームワークも公表している<sup>20</sup>。なお、UNEP FIが2019年9月に公表した「責任銀行原則」（PRB）の原則2は、「インパクトと目標設定」に関する記述となっている<sup>21</sup>。

図表7 UNEP FIによる「ポジティブインパクト金融原則」の概要

原則	概要
1 定義	ポジティブインパクトは、持続可能な開発の3つの側面（経済、社会、環境）のいずれかにおいて潜在的なマイナスの影響が適切に特定・緩和され、なおかつ少なくともそれらの一つの面でプラスの貢献をもたらすこと。
2 枠組み	事業主体（銀行、投資家など）が、それらの事業活動、プロジェクト、プログラム及び／又は投融資先の事業主体のポジティブインパクトを特定しモニターするための十分なプロセス、方法、ツールが必要。
3 透明性	以下の点について透明性の確保と情報開示が求められる。 ・ ポジティブインパクトとして資金調達した活動、プロジェクト、プログラム及び／又は投融資先の事業主体の意図したポジティブインパクトについて（原則1に関連）。 ・ 適格性を判断し、影響をモニターし検証するために確立されたプロセス（原則2に関連）。 ・ 資金調達した活動、プロジェクト、プログラム、及び／又は投融資先の事業主体が達成したインパクト（原則4に関連）。
4 評価	事業主体（銀行、投資家など）が提供するポジティブインパクト金融は、意図するインパクトの実現度合いによって評価されなければならない。

（出所）国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）「ポジティブインパクト金融原則」2017年1月、より野村資本市場研究所作成

## 2) IFCによる「インパクト投資の運用原則」

IFCは、インパクト投資市場のさらなる育成を目的として、2019年4月に「インパクト投資の運用原則」を公表した。同原則は、経済的なリターンを追求すると同時に、測定可能な社会・環境へのプラスのインパクト実現に貢献する意図を持った企業や組織に対する投資を行うのに際して必要となる運用管理の要件を取りまとめており、投資プロセスを5つの主要素に分類した上で、9つの原則から構成されている（図表8参照）。署名機関に対して、経済的利益のみならず、投資によって得られる開発効果についても精査し、モニタリングすることや、独立した検証の実施を求めている。

<sup>20</sup> 公表されているフレームワークは、(1) 資金用途を限定しない事業を対象とした金融商品、(2) 資金用途を限定したプロジェクトファイナンス、(3) 不動産投資。（UNEP FI, *Model Frameworks*）

<sup>21</sup> 原則2「インパクトと目標設定」では、「人々や環境に対して、我々の事業及び提供する商品・サービスがもたらすリスクを管理しネガティブインパクト（悪影響）を低減する一方で、継続的にポジティブインパクト（好影響）を増加させる。そのために、重大なインパクトを与える可能性のある分野に関して目標を設定してそれを公表する」と記されている。（国際連合環境計画 金融イニシアティブ（UNEP FI）「責任銀行原則とポジティブインパクト金融：サステナブルファイナンスを牽引する新たな枠組み」8頁）

図表 8 IFCによる「インパクト投資の運用原則」の概要

主要素	原則
戦略上の意図	1 戦略的なインパクト目標を、投資戦略に沿って定義すること。
	2 戦略的インパクトは、ポートフォリオ単位で管理すること。
組成とストラクチャリング	3 インパクトの実現に対するマネージャーの貢献を明確にすること。
	4 各投資から予想されるインパクトを、一貫したアプローチに基づき評価すること。
ポートフォリオマネジメント	5 各投資がもたらしうる、潜在的なネガティブインパクトを評価、対処、モニタリング及び管理すること。
	6 各投資のインパクト実現への進捗度を、予想に照らしてモニタリングし、それに応じ適切な対策を取ること。
エグジット時のインパクト	7 インパクトの持続性への影響を考慮しながら、エグジットを実行すること。
	8 投資の意思決定とプロセスをレビューし、文書化し、さらに、実現したインパクトと得られた知見に基づいて、改善すること。
独立した検証	9 本運用原則との整合状況を開示するとともに、整合状況について、独立した検証を定期的実施すること。

(出所) 国際金融公社 (IFC) 「インパクトを追求する投資：インパクト投資の運用原則 (参考和訳)」  
2019年4月、より野村資本市場研究所作成

## 2. インパクトの評価手法及びツール

インパクトファイナンスの一部であるインパクト評価の手法については、(1) IMPの手法、(2) GIINの「IRIS+」を用いた手法、を取り上げる。併せて、インパクトの特定に際して役立つツールとして、(3) UNEP FIによる「インパクトレーダー」と「コーポレートインパクト分析ツール」も取り上げる。

### 1) IMPによるインパクトの評価手法

IMPによるインパクト評価は、まず投資先企業の環境・社会・社会的課題を5つの側面から把握する。そして、各側面に付随するデータカテゴリー<sup>22</sup>を基に、データを収集する(図表9参照)。そして、データに基づき、インパクトを、「A(害の回避)」、「B(ステークホルダーへの恩恵)」、「C(課題解決への貢献)」に区分する(図表10参照)。IMPのインパクト区分では、「A<B<C」の順にインパクトが大きくなることを意味している。そして、個々のカテゴリーの区分に基づき、企業の総合的なインパクトをA、B、Cで判定するといった流れとなる。

<sup>22</sup> データカテゴリーは、投融資のもたらすインパクトを正しく理解し、目標設定や測定のための実践的なツールとして活用可能である。このカテゴリーの利用は任意だが、これらの参照によって、データの過不足や評価の方向性が明確になるメリットがあると考えられている。(環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2021年3月26日、14頁)

図表 9 IMPによるインパクトの5つの側面とデータカテゴリー

側面	側面で問う事柄	データカテゴリー
何を (What)	<ul style="list-style-type: none"> <li>どのようなアウトカムが生じるか。</li> <li>そのアウトカムはポジティブかネガティブか。</li> <li>そのアウトカムは人あるいは地球にとって重要か。</li> </ul>	アウトカム（企業とのエンゲージメントでステークホルダーが享受したアウトカムのレベル）
		ステークホルダーにとってのアウトカムの重要性（享受したアウトカムに対するステークホルダーの見解）
		アウトカムの閾値（ステークホルダーが肯定的あるいは十分と考えたアウトカムのレベル）
		SDGsとSDGターゲット（アウトカムと関係のあるSDGsやSDGターゲット）
誰が (Who)	<ul style="list-style-type: none"> <li>誰がそのアウトカムを享受するか。</li> <li>その人達は恩恵を受けてこなかったか。</li> </ul>	ステークホルダー（アウトカムを享受するグループ〔人々〕）
		バウンダリー（ステークホルダーがアウトカムを享受する地域や場所）
		ベースライン（企業とのエンゲージメント以前にステークホルダーが享受したアウトカムのレベル）
		ステークホルダーの特性（社会人口学的特性及び行動特性）
どの程度 (How Much)	<ul style="list-style-type: none"> <li>そのアウトカムはどのくらい生じるか。（アウトカムを享受する人数、変化の度合い、アウトカムの持続期間等）</li> </ul>	規模（そのアウトカムを享受する人の数）
		深さ（ステークホルダーが享受する変化の度合い）
		期間（ステークホルダーがアウトカムを享受する期間）
企業の貢献度合い (Contribution)	<ul style="list-style-type: none"> <li>そのアウトカムに対する企業の貢献は何か。どんな変化が生じるか。</li> </ul>	事実に反する深さ（ステークホルダーに生じる変化の推定度合い）
		事実に反する期間（アウトカムが続く推定期間）
リスク (Risk)	<ul style="list-style-type: none"> <li>インパクトが予想通り生じなかった場合、どのようなリスクが人や地球にあるか。</li> </ul>	リスクの種類（インパクトが予想通りではなかった場合）
		リスクレベル

(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース  
「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2021年3月26日、14頁、92頁、より野村資本市場研究所作成

図表 10 IMPによるインパクト区分

区分	定義
害の可能性あり (May Cause Harm)	—
有害である (Does Cause Harm)	—
害の回避 (Act to Avoid Harm)	企業は、人々や地球にとって重要でネガティブなアウトカムへの影響を低減あるいは防止する。
ステークホルダーへの恩恵 (Benefit Stakeholders)	企業は、害を回避するだけでなく、人々や地球にポジティブなアウトカムに対しても様々なインパクトを創出する。
課題解決への貢献 (Contribute to Solutions)	企業は害を回避するだけでなく、十分な行政サービスを受けていない人々や地球にポジティブなアウトカムに対して1つ以上の重大なインパクトを創出する。

(注) 下線は原文のまま。企業がステークホルダーに害を与えないようにしていない場合、「害の可能性あり」若しくは「有害である」と分類する。

(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース  
「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2021年3月26日、93頁、より野村資本市場研究所作成

## 2) GIINの「IRIS+」を用いた評価手法

GIINは、インパクト投資の指標カタログとして2009年にIRIS (Impact Reporting and Investment Standards)を開発し、複数回に渡り更新してきた。そして、インパクトの測定・管理を行うためのオンラインツールとして、2019年5月に「IRIS+」を公表している。

IRIS+は、インパクト投資を巡って共通のテーマの定義や用語が確立しておらず、投資家がインパクトのパフォーマンスを説明し比較することができなくなったことを問題

意識として開発されている<sup>23</sup>。情報の入力を通じて得られる主要な評価指標（Core Metrics）は、根拠の裏付け及びベストプラクティスに基づいており、投資の意思決定のためのデータの比較可能性を担保すべく、標準化を意識した内容となっている。

「IRIS+」では、3段階で情報を選択・入力する。具体的には、第1段階として投融資を通じて発現を目指すインパクトのカテゴリー若しくは解決に寄与とする SDGs、第2段階としてインパクトのテーマを選択、第3段階として戦略的目標を選択する。これらに基づき示された主要な評価指標は、前述のIMPによるインパクトの5側面それぞれについて、列挙される。

GIINが2019年5月に公表したIRIS+の説明書に基づくと、インパクトのカテゴリーは16、インパクトのテーマは26ある（図表11参照）。例えば、第1ステップのインパクトのカテゴリーを「エネルギー」、第2ステップのテーマを「エネルギーへのアクセス」、第3ステップの戦略的目標を「省エネルギー源における有害廃棄物の削減」という形で選択すると、主要な評価指標のうち「どの程度（How Much）」で温室効果ガス排出削減の対象世帯数や比率に加え、温室効果ガス排出削減率が挙げられる<sup>24</sup>。

図表11 GIINの「IRIS+」におけるインパクトカテゴリーとテーマ

カテゴリー	テーマ	カテゴリー	テーマ
農業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 食料安全保障</li> <li>・ 小規模農家</li> <li>・ 持続可能な農業</li> </ul>	金融サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金融包摂</li> </ul>
空気	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ クリーンな空気</li> </ul>	健康	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 質の高い医療へのアクセス</li> <li>・ 栄養</li> </ul>
生物多様性と生態系	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 生物多様性・生態系保全</li> </ul>	土地	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 天然資源保護</li> <li>・ 持続可能な土地管理</li> <li>・ 持続可能な森林</li> </ul>
気候	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 気候緩和</li> <li>・ 気候耐性と適応</li> </ul>	海洋と沿岸域	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海洋資源保全・管理</li> </ul>
多様性と包摂性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ジェンダー</li> </ul>	公害	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 汚染防止</li> </ul>
教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 質の高い教育へのアクセス</li> </ul>	不動産業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 手頃な価格で質の高い住宅</li> </ul>
雇用	—	廃棄物	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 廃棄物処理</li> </ul>
エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ クリーンエネルギー</li> <li>・ エネルギーへのアクセス</li> <li>・ エネルギー効率</li> </ul>	水	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 持続可能な水資源管理</li> <li>・ 水と衛生（WASH）</li> </ul>

（注） インパクトカテゴリーやテーマは順次拡大予定となっている。

（出所） Global Impact Investing Network, IRIS+ Thematic Taxonomy, May 2019, pp.5-6、より  
野村資本市場研究所作成

<sup>23</sup> Global Impact Investing Network, IRIS+ Thematic Taxonomy, May 2019, pp.2-3.

<sup>24</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2020年7月15日、94-98頁。

### 3) UNEP FIによる「インパクトレーダー」と「コーポレートインパクト分析ツール」

UNEP FI が 2018 年に開発した「インパクトレーダー」は、持続可能な開発の中核的な要素から派生するインパクトカテゴリーを基に、金融機関が自らの商品やサービスを通じてもたらす可能性があるプラスとマイナスの影響を考慮し、検出することを期待して構築された。具体的には、3つの項目で合計22のインパクトカテゴリーで構成されている（図表 12 参照）。

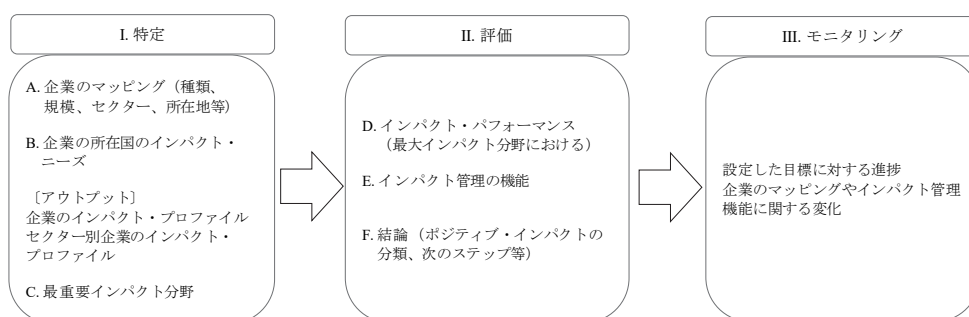
図表 12 UNEP FIによる「インパクトレーダー」のインパクトカテゴリー

項目	インパクトカテゴリー			
入手可能性、アクセス可能性、手ごろさ、品質（一連の固有の特徴がニーズを満たす程度）	・ 水 ・ 食糧 ・ 住居 ・ 健康・衛生	・ 教育 ・ 雇用 ・ エネルギー	・ 移動手段 ・ 情報 ・ 文化・伝統	・ 人格と人の安全保障 ・ 正義 ・ 強固な制度・平和・安定
質（物理的・化学的構成・性質）の有効利用	・ 水 ・ 大気	・ 土壌 ・ 生物多様性と生態系サービス	・ 資源効率・安全性 ・ 気候	・ 廃棄物
人と社会のための経済的価値創造	・ 包括的で健全な経済 ・ 経済収束			

（出所） 国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）「インパクトレーダー：包括的なインパクト分析のためのツール」2018年11月、6頁、より野村資本市場研究所作成

一方、UNEP FI では、企業の活動によって発現するインパクトを整理するためのツールとしてExcelを用いた「コーポレートインパクト分析ツール」を2020年3月に公表している。同ツールでは、対象となる企業のカテゴリーや企業の所在国のインパクト・ニーズを入力すると、アウトプットとして企業のインパクト・プロフィール等が特定される。そして、企業のインパクトパフォーマンス、管理能力等を評価し、モニタリングを実施するという3つのステップで構成されている（図表 13 参照）。

図表 13 UNEP FIによる「コーポレートインパクト分析ツール」のフローチャート



（注） ポジティブインパクトの分類は、(1) ポジティブインパクト、(2) ポジティブインパクトトランジション、(3) ポジティブインパクトに該当しない、の3種類。

（出所） United Nations Environment Programme - Finance Initiative, *Corporate Impact Analysis Tool*, March 2020, より野村資本市場研究所作成 ([http://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2020/03/UNEPFI\\_Corporate-Impact-Analysis-Tool.xlsx](http://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2020/03/UNEPFI_Corporate-Impact-Analysis-Tool.xlsx), 2021年4月30日閲覧)

### 3. 環境省によるインパクトファイナンスの基本的流れ及びインパクト評価ガイド

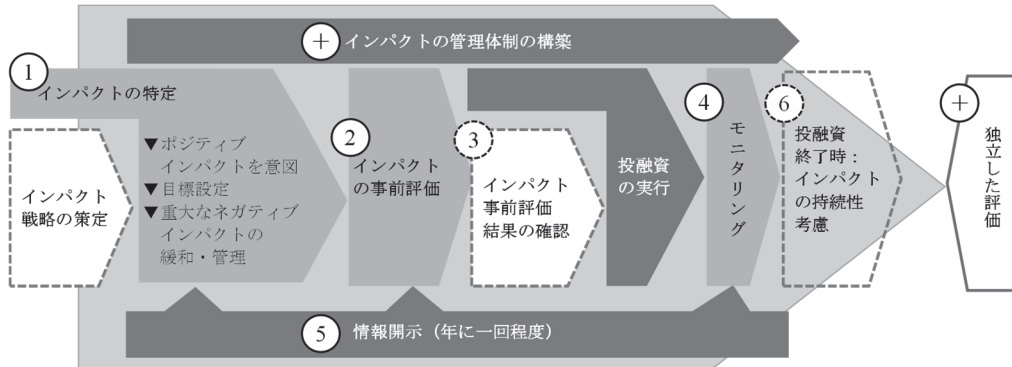
環境省では、ポジティブなインパクトを生む金融の確立に向けて、ESG 金融ハイレベル・パネルの下に、2020年3月にポジティブインパクトファイナンスタスクフォースを設立した。同タスクフォースでは、日本のインパクトファイナンスの実践を促進すべく、3つの基本的視点（国際的な考え方との整合性、任意の取り組み、日本での普及プロセス）に基づき、「インパクトファイナンスの基本的考え方」（以下、基本的考え方）を2020年7月に公表した。さらに、様々な国際的なイニシアティブによって示されている考え方やツールをもとに、インパクト評価の具体的な手順を示すべく、「グリーンから始まるインパクト評価ガイド」（以下、インパクト評価ガイド）を2021年3月に公表した。

環境省が前述のフレームワークや評価手法等も踏まえて取りまとめた基本的流れは、6つのステップ（インパクトの特定、インパクトの事前評価、インパクトの事前評価結果の確認、モニタリング、情報開示、投融資終了時のインパクトの持続可能性の考慮）で構成されている。インパクト評価ガイドでは、基本的流れに沿って、6つのステップにおける手順を説明している。また、6つのステップに加え、（1）国際的な「インパクト測定・マネジメント（IMM）」<sup>25</sup>の議論を踏まえたインパクト管理体制の構築、（2）独立した評価（レビュー）を行う場合、に関する解説が示されている（図表14～15参照）。そして、必要に応じて、（1）コーポレート・ファイナンスや上場株式投資等の「インパクト包括型」、（2）プロジェクトやファンド等を通じて特定のポジティブインパクトを狙う「インパクト特定型」に分類して、説明されている。

同ガイドでは、インパクトファイナンスやインパクト評価に関して唯一の方法を示しているわけではない。しかし、（1）想定する投融資の性質ごとにふさわしいツールを活用すべく、各イニシアティブにより示されている既存のツールの特徴に加え、インパクト評価プロセスにおいてどのように活用できるかを説明、（2）ポジティブインパクトの発現に伴う重大なネガティブインパクトの例、インパクト領域ごとの評価指標の例、インパクトの算定方法の例、評価事例集、情報開示事例集、代表的なツール類の使い方等で構成された付属資料も添付、といった特徴を有している。すなわち、投資家、企業等の資金調達主体、金融機関といった金融市場参加者による、インパクトファイナンスや評価に対する理解度や利便性の向上を図るための工夫が随所に見られる内容となっている。

<sup>25</sup> 「Impact Measurement and Management（IMM）」は、GIINによると、「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」と定義付けている。（Global Impact Investing Network, *Getting Started with Impact Measurement & Management (IMM)*、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（2020年度調査）」2021年3月31日、21頁）

図表 14 インパクトファイナンスの基本的流れ及びインパクト評価の流れ



(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース  
「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2021年3月26日、100頁

図表 15 インパクトファイナンスの基本的流れ及びインパクト評価の流れのポイント

項目	詳細
1 インパクトの特定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資によって生み出そうとするポジティブインパクトと、緩和・管理すべきネガティブインパクトを明確化するため、関係するインパクトの領域、中でも特に重大と考えられるコア・インパクトを特定。</li> <li>・ポジティブインパクトについては、特定したインパクトを生み出す意図を持って目標を設定し、ネガティブインパクトについては発生した場合に重大な影響を及ぼすインパクトを特定。</li> <li>・コーポレート・ファイナンスのような「インパクト包括型」において、特定の投資先企業によるネガティブインパクトの緩和やポジティブインパクトの最大化を包括的に狙う場合には、国際連合環境計画・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」の考え方を活用可能。</li> <li>・プロジェクトやファンドを通じて特定のポジティブインパクトを狙う「インパクト特定型」において、金融機関・投資家自身にとって重要度の高い環境・社会課題におけるポジティブインパクトの発現を狙う場合には、個別のインパクトを5つの側面から掘り下げる Impact Management Project (IMP) の考え方を活用可能。</li> </ul>
2 インパクトの事前評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インパクト評価に当たっては、まず、創出を目指すポジティブインパクトの大きさを明らかにし、重大なネガティブインパクトが適切に緩和・管理されていることを確認する必要。</li> <li>・特定したコア・インパクトについては可能な限り、比較可能な重要業績評価指標 (KPI) や数値目標を設定することが重要。</li> </ul>
3 インパクトの事前評価結果の確認 (必要に応じて実施)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インパクトファイナンスの効果を最大化するためには、単にインパクト評価を行うだけではなく、その結果を分類し、現状や次に移行すべきステップを明らかにすることが重要。</li> <li>・「インパクト包括型」においては、UNEP FI の「コーポレートインパクト分析ツール」による分類に基づく、(1) ポジティブインパクト、(2) ポジティブインパクトトランジション、(3) ポジティブインパクトに該当しない、の3段階の分類を活用することが有効。</li> <li>・「インパクト特定型」においては、IMP が示す分類を参考にすることが可能。</li> </ul>
4 モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融機関や投資家は、特定したコア・インパクトについてモニタリングして、定期的に KPI に基づき測定し、定量的目標を設定している場合にはその達成度も評価。</li> <li>・モニタリングに際しては、インパクトの実現に向けたエンゲージメントの機会とすることが望ましい。</li> </ul>
5 情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融機関や投資家は、投資時には、インパクトに関する意図、特定したコア・インパクト、KPI や事前評価について、投資後には、モニタリングの結果について情報開示を実施。</li> <li>・あわせて、インパクトの管理体制に関する情報を開示することも重要。</li> </ul>
6 投資終了時におけるインパクトの持続性の考慮 (必要に応じて実施)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資を終了する際、その後事業が継続する場合等、新たなオーナーシップの下でのインパクトの持続性に及ぼす影響を必要に応じて考慮することが期待される。</li> </ul>
+ インパクト管理体制の構築	<ul style="list-style-type: none"> <li>・意図したポジティブインパクトの発現やネガティブインパクトの緩和・管理を確実に実施するため、金融機関・投資家は、インパクトの管理体制を適切に構築しておくことが重要。</li> <li>・同時に、投資策の企業等自身がポジティブインパクトの発現とネガティブインパクトの緩和・管理状況を把握し、金融機関・投資家によるインパクトのモニタリングと情報開示を実現するため、金融機関・投資家は、投資先のインパクトの管理体制の構築を促すことも肝要。</li> </ul>
+ 独立した評価 (レビュー) を行う場合	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インパクトファイナンスを標榜するためには、適切なインパクト評価がなされることが求められる。この適切性を担保し、客観的な説明を行うため、場合によっては独立した機関によるレビューを受けることが望ましい。</li> </ul>

(出所) 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース  
「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」2021年3月26日、より野村資本市場研究所作成

## IV インパクトファイナンスの発展経緯と現状

### 1. インパクトファイナンスの発展経緯

インパクト投資という言葉そのものが最初に使用されたのは、2007年に米国のロックフェラー財団が主導して開催した国際会議とされているが、欧米では20世紀から社会的・環境的課題解決のための投資が行われてきた（図表16参照）。21世紀に入って、インパクト投資の世界的な推進を目指す組織（GIIN、IMP等）の設立、ソーシャルインパクトボンド（SIB）の誕生<sup>26</sup>、UNEP FIによる「ポジティブインパクト金融原則」やIFCによる「インパクト投資の運用原則」の策定等の動きもあり、インパクト投資が世界的に広がっていった。

図表16 インパクトファイナンスを取り巻く主な動き

時期	詳細
1920年代	英米のキリスト教教会で、社会的責任投資（SRI）の概念が発祥
1960年代頃	米国で公民権運動の盛り上がりにより、エスニック・マイノリティや貧困層への金融排除の防止・金融包摂が言われるようになり、コミュニティ開発金融機関（CFDI）が相次いで設立
1960年代後半	欧州で「ソーシャルファイナンス」の概念が登場
2000年	英国のロナルド・コーエン卿が率いる「社会的投資タスクフォース」設立。これにより、英国を中心としてインパクト投資の市場拡大に向けた様々な組織が設立されていった
2002年	市場水準並みのリターンを追求するインパクト投資ファンド（非上場株式）を英国で初めて立ち上げた Bridges Ventures（現・Bridges Fund Management）設立
2007年	米国のロックフェラー財団が初めて「インパクト投資」という言葉を使い、インパクト投資の後押しを始める
2008年	英国で休眠預金法制定
2009年	グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）創設
2010年	英国で世界初のソーシャル・インパクト・ボンド（SIB）導入開始 米国で社会的企業のための法人格である「ベネフィット・コーポレーション」法制化
2012年	英国で休眠預金を活用したインパクト投資ファンドのビッグ・ソサエティ・キャピタル設立
2013年	「G8社会的インパクト投資タスクフォース」創設（2015年8月にGSGと名称変更）
2014年	インドで世界初のディベロップメント・インパクト・ボンド導入開始 日本でGSG国内諮問委員会設立
2015年	日本政府の成長戦略と地方創生基本方針で初めてインパクト投資の推進が言及される
2016年	Impact Management Project（IMP）、発足 日本で休眠預金法成立
2017年	国際連合環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）、「ポジティブインパクト金融原則」を策定 日本で初めてのSIB導入開始
2018年	国際連合開発計画（UNDP）、SDGs達成に向けたイニシアティブであるSDG Impactを開始 国際連合財団、英国の保険会社Aviva、オランダのNGO Index Initiativeが中心となり、SDGs達成のための企業パフォーマンスを評価するベンチマーク指標を開発すべく、World Benchmarking Alliance（WBA）設立
2019年	国際金融公社（IFC）、「インパクト投資の運用原則」を策定 ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授主導で、Impact-Weighted Accounts Initiative（IWAI、インパクト加重会計に関するプロジェクト）開始
2020年	日本で休眠預金を活用した社会課題解決への助成開始

（出所）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（2020年度調査）」2021年3月31日、24-26頁、各種資料、より野村資本市場研究所作成

<sup>26</sup> ソーシャルインパクトボンドに関する詳細は、江夏あかね「ソーシャルインパクトボンドの発展と今後の課題—地方公共団体の財源調達手段多様化の可能性—」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第1号（2019年夏号）、78-102頁、を参照されたい。



## 2. 世界におけるインパクトファイナンスの現状

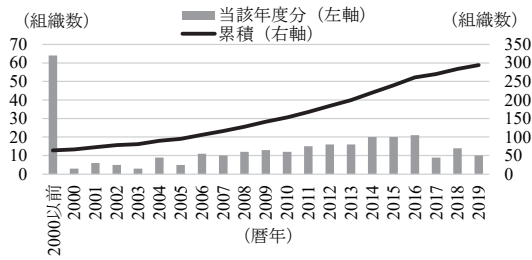
GIINの年次調査によると、前述のとおり、世界のインパクト投資残高は2019年末時点で約7,150億ドルと推計されている<sup>27</sup>（図表17参照）。インパクト投資機関を対象とした調査結果（2019年末）に基づくと、（1）インパクト投資開始時期は、2000年以前が最も多く、全体の4割近くが2007年時点で既に取り組んでいたこと、（2）インパクト投資の成熟度合いでは約7割が順調に成長している段階と評価、していることが明らかになった。インパクト投資残高の内訳に着目すると、（3）アセットクラス別では、プライベートデット、上場株式等が中心、（4）投資先地域別では、北米や欧州等が中心、（5）投資先分野別では、エネルギー、金融、森林等が中心、（6）投資機関別では、運用会社、開発金融機関等が中心で、運用委託分の運用委託元では年金基金、個人投資家、銀行等が中心、といった傾向が見られた。

その他、GIINの年次調査で興味深いアンケート結果としては、（1）インパクト投資家が利用しているIMM関連ツールやフレームワーク、（2）インパクト投資のパフォーマンス、が挙げられる。1点目について、最も利用されているのはSDGsだが、インパクトの測定では主にGIINによるIRISやIRIS+が活用されていることや、社外ツールやフレームワークを活用していない投資家も2割弱存在することが明らかになっている（図表18参照）。2点目について、（1）インパクト投資における財務リターンの期待水準について、回答者の約3分の2がリスク調整後のマーケット水準以上のリターンと回答、（2）回答者の大部分がインパクト、財務リターン共に期待どおり若しくは期待以上に実績が上回ったと認識、などが明らかにされている（図表19参照）。

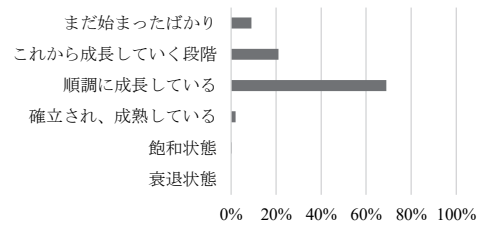
<sup>27</sup> 同調査では、GIINが実施したアンケートに回答した世界294のインパクト投資機関による2019年末時点のインパクト投資残高は、約4,040億ドル。（Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020）

図表 17 インパクト投資の状況（世界）

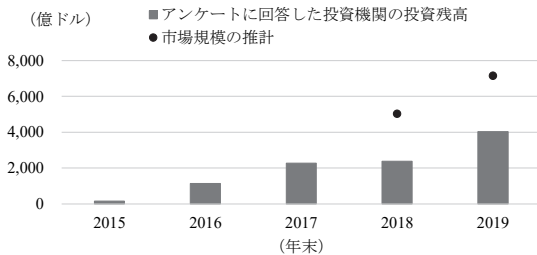
インパクト投資への取組開始時期



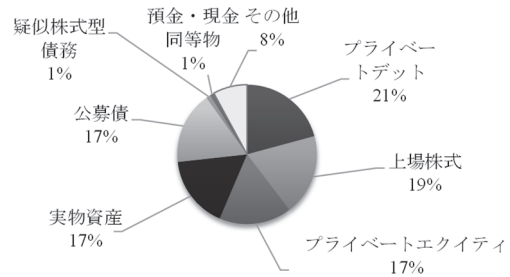
インパクト投資市場の成熟度合い



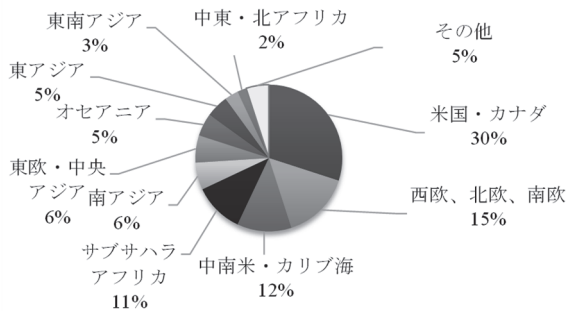
インパクト投資残高の推移



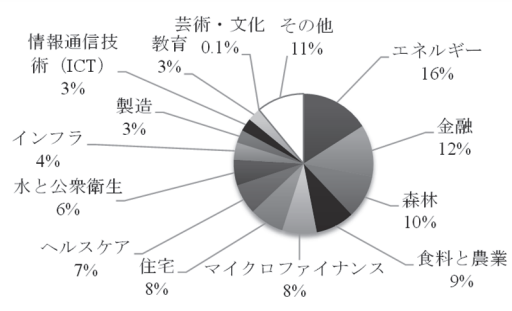
アセットクラス別インパクト投資残高の内訳



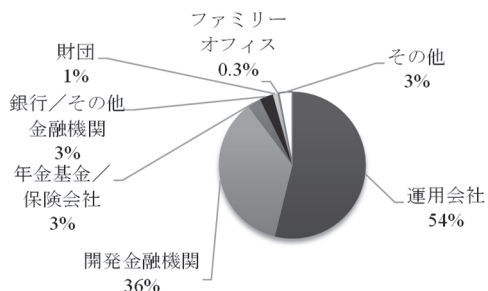
地域別インパクト投資残高の内訳



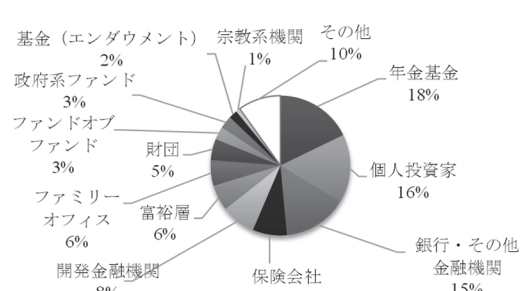
投資先分野別インパクト投資残高の内訳



投資機関別インパクト投資残高の内訳



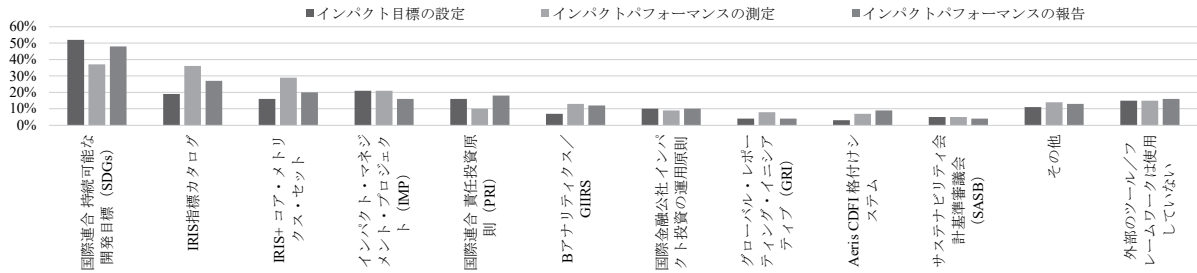
運用委託分の運用委託元のインパクト投資残高の内訳



(注) 投資残高は 2019 年末の数値。

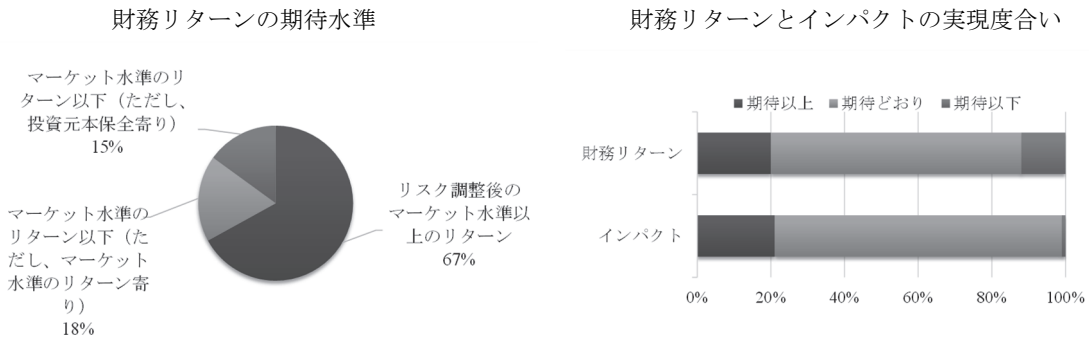
(出所) Global Impact Investing Network, Annual Impact Investor Survey, 各年、より野村資本市場研究所作成

図表 18 インパクト投資家が利用している IMM 関連ツールやフレームワークの状況（世界）



(出所) Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020, p.46、より  
野村資本市場研究所作成

図表 19 インパクト投資のパフォーマンス（世界）



(出所) Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020, pp.58-59、より  
野村資本市場研究所作成

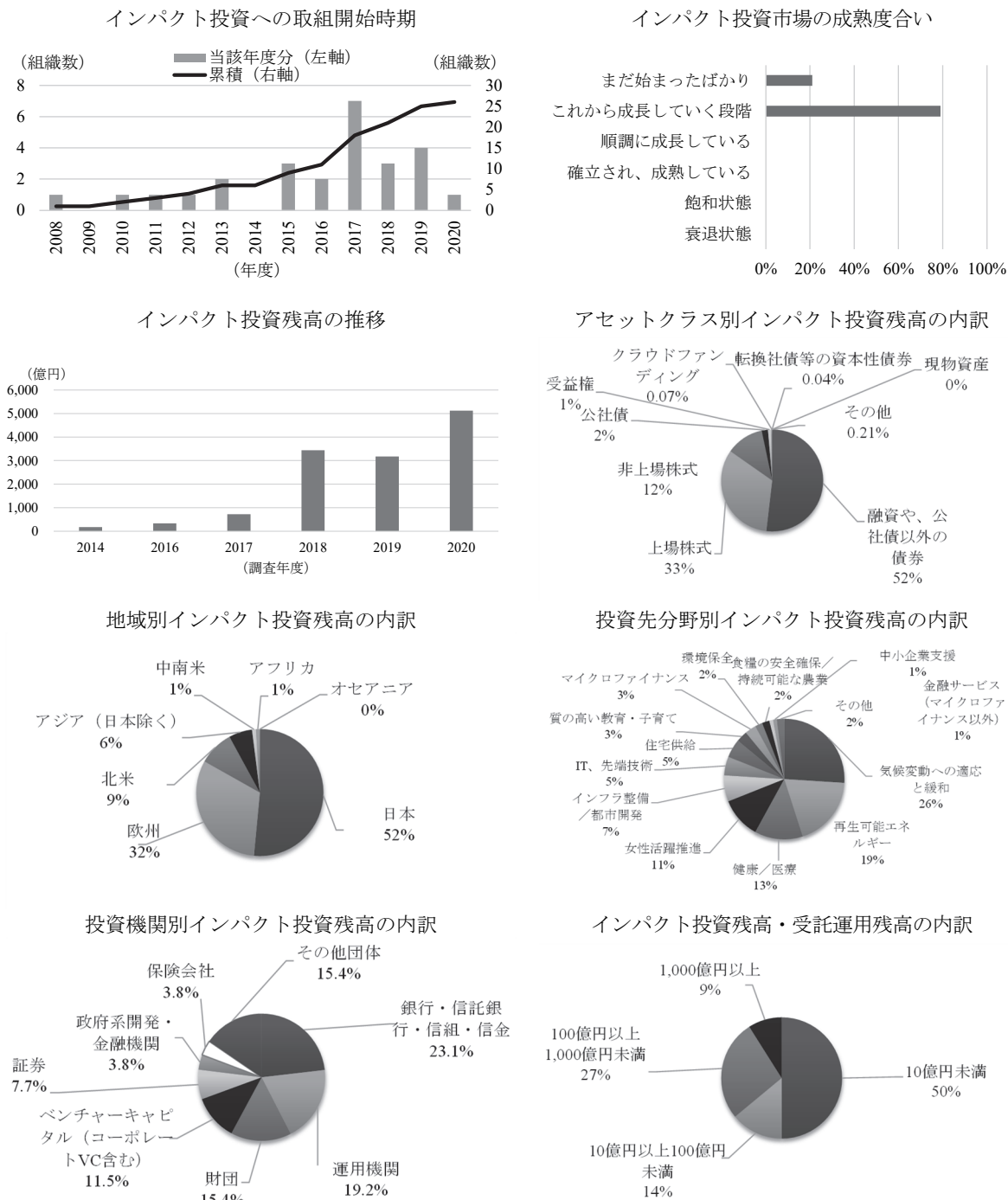
### 3. 日本におけるインパクトファイナンスの現状

GSG 国内諮問委員会の 2020 年度の年次調査によると、前述のとおり、日本におけるインパクト投資残高の最大推計値を 2 兆 6,400 億円としているが、アンケート調査で把握できた投資残高（2019 年度末）は 5,126 億円と示している（図表 20 参照）。

同調査結果に基づくと、(1) インパクト投資開始時期別の組織数は、2010 年代半ばから本格的に伸びていること、(2) インパクト投資の成熟度合いでは約 8 割がこれから成長していく段階と評価、していることが明らかになった。すなわち、前述の GIIN の調査結果と比較すると、日本のインパクト投資は世界に比してやや遅行して発展していることが示唆されている。

インパクト投資残高の内訳に着目すると、(3) アセットクラス別では、融資や、公社債以外の債券、上場株式等が中心、(4) 投資先地域別では、日本が全体の約半分、欧州が同 3 割程度、(5) 投資先分野別では、気候変動への適応と緩和、再生可能エネルギー、健康／医療等が中心、(6) 投資機関別では、銀行・信託銀行・信組・信金、運用会社及び財団等が中心で、投資・運用残高は 10 億円未満が約半分、といった傾向が見られた。

図表 20 インパクト投資の状況（日本）

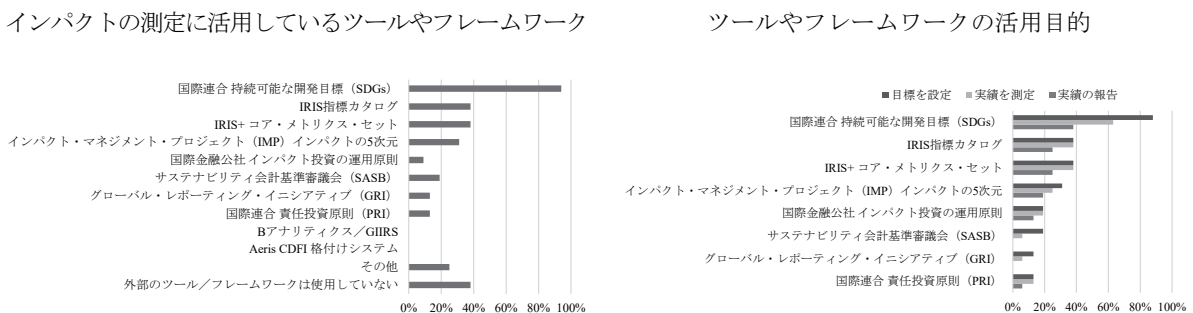


(注) 投資残高は 2020 年度調査分の数値。

(出所) 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 (2020 年度調査)」2021 年 3 月 31 日、「日本におけるインパクト投資の現状」及び「日本における社会的インパクト投資の現状」各年、より野村資本市場研究所作成

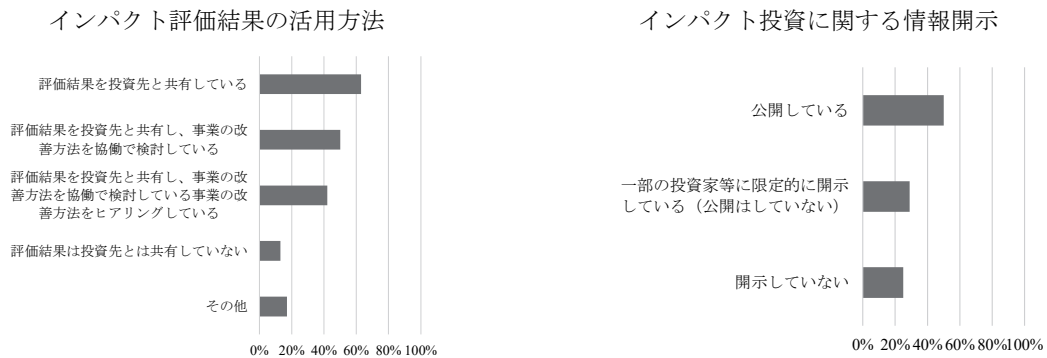
その他、インパクト投資家が利用している IMM 関連ツールやフレームワークについては、世界の傾向と同様に SDGs が最も利用されているほか、目標の設定や実績の測定では IRIS や IRIS+等も活用されていることが明らかにされた（図表 21 参照）。加えて、インパクト評価結果の活用方法について、全体の約 6 割の投資家が投資先と共有しており、そのうち、同 5 割が事業の改善方法を協働で検討、同約 4 割が事業の改善方法をヒアリングしている実態が明らかになった（図表 22 左参照）。ちなみに、インパクト投資に関する情報開示に関しては、同約 5 割が公開している一方、同約 4 分の 1 が開示していないことが示された（図表 22 右参照）。

図表 21 インパクト投資家が利用している IMM 関連ツールやフレームワークの状況（日本）



(出所) 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（2020年度調査）」2021年3月31日、71-72頁、より野村資本市場研究所作成

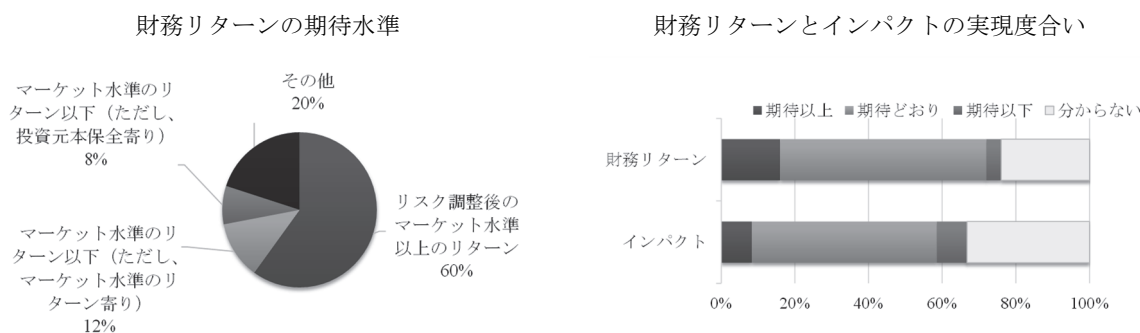
図表 22 インパクト評価の活用方法とインパクト投資に関する情報開示（日本）



(出所) 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（2020年度調査）」2021年3月31日、73頁、より野村資本市場研究所作成

さらに、同調査結果では、インパクト投資パフォーマンスをめぐって、(1) 財務リターンの期待水準について、GIIN の調査結果に近い水準となる、回答者の約 6 割がリスク調整後のマーケット水準以上のリターンと回答、(2) 回答者の大部分がインパクト、財務リターン共に期待どおり若しくは期待以上に実績が上回ったと認識しているものの、GIIN の調査結果よりは低い水準であるほか、分からないとの回答も一定割合あったことなどが明らかにされた（図表 23 参照）。

図表 23 インパクト投資のパフォーマンス（日本）



(出所) 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（2020年度調査）」2021年3月31日、77頁、より野村資本市場研究所作成

総じて、GIIN と GSG 国内諮問委員会による世界と日本のインパクト投資家を対象としたアンケート調査結果を踏まえると、(1) 日本のインパクト投資は、世界に比してやや遅行して発展している、(2) アセットクラス別投資残高では、世界の場合はプライベートデット、上場株式、プライベートエクイティ、実物資産、公募債等に分散している一方、日本の場合は融資、公社債以外の債券及び上場株式に集中している、(3) 利用されている IMM 関連ツールやフレームワークは、世界、日本ともに SDGs、IRIS、IRIS+等が中心となっている、(4) インパクト投資による財務リターンとインパクトの実現度合いでは、日本より世界のほうが期待どおり若しくは期待以上に実績が上回ったと認識する投資家の割合が多い、等の傾向が浮き彫りになった。

## V 今後の注目点

環境面・社会面の効果に着目したインパクトファイナンスは、21世紀に入って世界で本格的に発展し、市場規模も拡大傾向にある。2020年に入って世界的大流行となった新型コロナウイルス感染症問題でも、環境的・社会的課題の重要性が再認識され、課題解決に必要な財源を金融市場を通じて調達する手段として、インパクトファイナンスへの注目がさらに高まる傾向にある。そして、世界各地の様々な組織・イニシアティブがインパクトファイナンスのフレームワーク、評価手法、ツールを開発し、投資家、金融機関、企業等の資金調達主体といった金融市場参加者に向けて幅広く提供している。日本でも政府の会議等でも検討が進められている。

インパクトファイナンス市場の今後の注目点を考える上で、例えば GIIN や GSG 国内諮問委員会によるアンケート調査で挙げられたインパクト投資の課題が参考になり得る（図表 24～25 参照）。

図表 24 インパクト投資に関する課題（世界）

今後5年間で市場が直面する最大の課題	回答者の割合
インパクト・ウォッシング	66%
インパクトの結果を示せない	35%
インパクトの結果を横比較できない	34%
インパクトパフォーマンスを表す共通言語の欠如	33%
産業界による社会的・環境的課題への対応が進捗しないリスク	32%
インパクト管理と財務管理の意思決定を統合できない	30%
適切かつ質の高いディールをめぐる競争激化	27%
財務結果を示すことができないこと	23%
インパクトの測定とマネジメントの断片化	20%

（出所）Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey 2020*, June 2020, p.10、より野村資本市場研究所作成

図表 25 インパクト投資に関する課題（日本）

インパクト投資を増やすうえでの課題	回答者の割合
社会的インパクト評価・マネジメントのアプローチが断片的で体系化されていない	45%
インパクト企業の収益化、エグジットを支援するプロフェッショナル人材が薄い	32%
インパクト投資先候補の企業、商品の情報が不十分	32%
インパクト投資対象となる、インパクト企業が少ない	30%
インパクト投資への優遇措置が薄い	19%
資金の出し手（アセットオーナー、アセットマネジメント企業）のインパクト企業への目利き力が低い	14%
エグジットの選択肢が少なく、投資回収の見込みを立てづらい	13%
インパクト投資に使える投資手法、手段が限られている	12%
インパクト投資は手間の割には金融規模が小さく業績評価に結びつきにくい	10%
スタートアップ企業以外の、インパクト企業が少ない	6%
受託者責任の制約がありインパクト投資を増やしていく	3%

（出所）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（2020年度調査）」2021年3月31日、55頁、より野村資本市場研究所作成

GIINによる世界の投資家を対象とした調査で、最も多くの投資家が課題として挙げたのが、「インパクト・ウォッシング」であった。インパクト・ウォッシング（若しくはインパクト・ウォッシュ）は、「ポジティブインパクトを与え、ネガティブインパクトを緩和・管理すると主張・標榜しながらも、実態はポジティブインパクトがない、又は不正に水増しされていた、ネガティブインパクトが適切に緩和・管理されていなかったなど、その実態が伴わないこと<sup>28</sup>」を意味する。インパクト投資が拡大する中、例えばインパクト投資ファンドとして求められるインパクトの創出や、その測定とマネジメント等を十分に行っていないファンドが、単なるマーケティングの目的で「インパクト投資」を標榜することを懸念する声の一部で上がっていることが指摘されている<sup>29</sup>。GIINによる調査において、インパクト・ウォッシング以外では、インパクトの結果を示せないこと、横比較できないこと、パフォーマンスを表す共通言語の欠如等も課題として挙げられた。

一方、GSG 国内諮問委員会による日本の投資家を対象とした調査で、最も多くの投資家が課題として挙げたのが、「社会的インパクト評価・マネジメントのアプローチが断片

<sup>28</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020年7月15日、16頁。

<sup>29</sup> ニッセイアセットマネジメント「『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（金融庁委託調査）」2020年3月、6頁。

的で体系化されていない」ことであった。前述のとおり、フレームワーク、評価手法、ツールが近年、複数の主体によって開発・提供されている。しかしながら、インパクトファイナンスの金融市場における歴史は比較的浅く、その手法が広く浸透し、理解されているわけではないこともあり、さらに体系化されたインパクト評価・マネジメントの考え方やツールが求められている可能性がある。そのほか、同調査では、専門人材の少なさ、投資先企業、商品の情報の不十分さ、インパクト投資対象となる企業の少なさ等も課題として挙げられた。

これらの課題も踏まえて、今後、インパクトファイナンスが健全に発展していくためのカギとしては、(1) インパクトファイナンスの質の確保、(2) データ、事例、研究等の蓄積、が挙げられる。

1 点目について、前述の GIIN の調査結果でも明らかになったように、多くの世界の投資家がインパクト・ウォッシングを問題視する中、環境的・社会的課題を確実に解決する金融手段としてのインパクトファイナンスが金融市場で信認を得るためには、質の確保に向けた取り組みは不可欠と言える。例えば、インパクトファイナンスの実施に当たっては、本稿で取り上げた UNEP FI の「ポジティブインパクト金融原則」や IFC の「インパクト投資の運用原則」、そしてそれを基に作成された環境省によるインパクトファイナンスの基本的流れ等に沿ったアプローチを、資金調達主体、投資家及び金融機関が採ることは効果的と考えられる。

加えて、インパクトファイナンスのフレームワークやインパクト評価の結果について、専門知識を有する外部評価機関から評価（レビュー）を受けることも意義があると考えられる。ただし、外部評価の有効性は、外部評価機関の質にもよると考えられる。例えば、EU で策定を進めているグリーンボンド基準（EU GBS）では、グリーンボンドの外部評価機関を公式に認定し、監督する体制を構築することが推奨されている<sup>30</sup>。同様に、欧州証券市場監督局（ESMA）のステューブン・マイヨール局長も 2020 年 2 月、グリーンウォッシング<sup>31</sup>（若しくはグリーンウォッシュ）のリスクを回避するためにも、ESG 評価機関は公的機関によって適切に規制・監督されるべきと発言している<sup>32</sup>。ESG 金融関連でのこのような動きを踏まえると、インパクトファイナンスの分野における外部評価機関についても、質の向上に向けた取り組みが求められると言えよう。

さらに、公的機関が、一定の要件を満たしたインパクトファイナンスについて認証ラベ

<sup>30</sup> 欧州連合のグリーンボンド基準（EU GBS）に関する詳細は、江夏あかね・富永健司「欧州連合のグリーンボンド基準（EU GBS）案の注目点と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、1-7 頁、江夏あかね・富永健司「EU におけるサステナブルファイナンス確立に向けた動き—タクソノミー、グリーンボンド基準、ベンチマーク、開示をめぐる進展—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号（ウェブサイト版）、1-13 頁、を参照されたい。

<sup>31</sup> グリーンウォッシング（若しくはグリーンウォッシュ）は、消費者等への訴求効果を狙い、企業やその商品・サービスなどがあたかも環境に配慮しているかのように見せかけることを指す。「ごまかし、粉飾」を意味する英語「whitewash」と、「環境に配慮した」という意味の英語「green」を合わせた造語である。

<sup>32</sup> European Securities and Markets Authority, *Sustainable Financial Markets: Translating Changing Risks and Investor Preferences into Regulatory Action (European Financial Forum 2020- Dublin, Steven Maijoor, Chair, European Securities and Markets Authority)*, 12 February 2020, p.6.



ルを付与する仕組みを創設することも、質の確保に寄与する可能性がある。サステナブルファイナンス関連では、EU で個人向け金融商品を対象としたエコラベルの開発が進められているほか<sup>33</sup>、ルクセンブルク<sup>34</sup>等の欧州各国で、認証ラベルを付与する仕組みが存在している<sup>35</sup>。そして、アジアでも香港品質保証局（HKQAA）がグリーン及びサステナブルファイナンス認証制度を運営している<sup>36</sup>。これらの認証ラベルがサステナブルファイナンスに関する質の水準の保証を目的としていることに鑑みると、インパクトファイナンスの分野においても質の確保に向けた一手段として参考になる可能性がある。

2 点目について、インパクトファイナンスをめぐるのは、例えば株式のような伝統的な金融商品に比して、データ、事例、研究等が蓄積されていない。そして、インパクトレポートリングについても必ずしも実施されているわけではない上、実施されていても、そもそも創出されるインパクトの種類が多岐に渡っていることもあり、開示方法が統一化されている状態ではない。そのため、投資家が簡単にインパクトファイナンスの銘柄間の横比較し、分析を実施することができないのが現状である。このような状況に対応すべく、例えば、（1）業界団体、政府等が、データ、事例等を網羅的に示し、資金調達主体や投資家が容易にアクセス可能な状況を確保すること、（2）業界団体やイニシアティブ等が、インパクトレポートリングに関する調和された枠組みの策定に向けた取り組みを実施すること<sup>37</sup>、（3）金融機関が、資金調達主体に向けたノウハウや開示関連の支援、資金調達主体や投資家への調査研究等の情報発信等の取り組みを拡充すること、（4）学識経験者等が、インパクトやインパクトファイナンスに関する研究を展開すること、等が重要になると考えられる。

ちなみに、最近の動きでは、2018 年に設立されたワールド・ベンチマーク・アライアンス（WBA）という SDGs を推進する非営利機関による取り組みが注目されている。WBA では、SDGs 達成に向けて民間セクターが極めて重要な役割を担っている中、企業が役割を果たすように動機付けるためには、インパクトの測定方法の変革が必要との問題意

<sup>33</sup> European Commission, *Retail Financial Products*.

<sup>34</sup> ルクセンブルク金融ラベル庁（LuxFLAG）によるサステナブルファイナンスに関する認証ラベルに関する詳細は、林宏美「サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルク」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）、を参照されたい。

<sup>35</sup> 欧州におけるサステナブルファイナンスに関するラベルとしては、フランス（SRI Label、Greenfin Label）、ドイツ、オーストラリア及びスイス（FNG-Siegel）、ルクセンブルク（LuxFLAG ESG、LuxFLAG Environment、LuxFLAG Climate Finance）、ベルギー（Towards Sustainability）、オーストリア（Umweltzeichen）、北欧諸国（Nordic Swan Ecolabel）、等が存在する。（Novethic, *Overview of European Sustainable Finance Labels*, January 2020, p.3）

<sup>36</sup> Hong Kong Quality Assurance Agency, *Green and Sustainable Finance Certification Scheme*.

<sup>37</sup> 例えば、グリーンボンドについては、世界銀行を始めとした 11 の公的金融機関が 2015 年 11 月、調和のとれた枠組みを目指すことを公表している。ソーシャルボンドについても、国際資本市場協会（ICMA）が 2018 年 6 月、レポートリングに関して対象とする人々やそのインパクトについて雛型を示している。（World Bank et al., *Green Bonds Working Towards a Harmonized Framework form Impact Reporting*, November 2015; International Capital Market Association, *Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds*, June 2018、吉成亮彦「ESG 債のインパクトレポートリング」水口剛編著・野村資本市場研究所「ESG 債市場の持続的発展に関する研究会」『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGs と債券市場—』金融財政事情研究会、2019 年、185-195 頁）

識を有している<sup>38</sup>。そして、2023年までにSDGsのパフォーマンスを評価するためのベンチマーク指標の開発を予定している<sup>39</sup>。その一環として、WBAは2020年1月、SDGsの達成に向けて最も影響力のある世界の企業2,000社を選定・発表した。具体的には、SDGs達成に向けてカギを握る7分野（食品、脱炭素・エネルギー、サーキュラーエコノミー、デジタル化、金融、都市インフラ、ソーシャル）について公開情報を基にインパクトやアクションを評価した上で、プラス・マイナス両面で影響ある企業を選定している<sup>40</sup>。

加えて、インパクトに関する最近の研究では、ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授を中心に進められている「インパクト加重会計」に関するプロジェクトにも注目が集まりつつある。インパクト加重会計は、環境や社会へのプラスとマイナス両方のインパクトを測定し、金銭価値に置き換え、財務諸表に反映させることを意図しており、（1）インパクトを企業や投資家が理解する測定単位に置き換える、（2）この種のインパクトを考慮するための財務・事業分析ツールを使えるようにする、（3）標準的な測定単位がなければ不可能な各種インパクトの集計、分析を可能にする、ことが期待されている<sup>41</sup>。これらの取り組みや研究が進めば、インパクトファイナンスの市場参加者にとっても、インパクトに関するデータの利便性が向上する可能性がある。

世界で持続可能な社会を実現するためには、単に財源を確保するだけでなく、環境的・社会的課題を解決することを意識したファイナンスが重要になる。その意味でも、インパクトファイナンスが健全な発展を遂げることが不可欠と言える。金融資本市場でインパクトファイナンスの存在感がますます高まることが想定され、今後の進展が注目されよう。

<sup>38</sup> World Benchmark Alliance, *About Us*.

<sup>39</sup> World Benchmark Alliance, *Get to Know the SDG2000 Keystone Companies Better*, 3 February 2021.

<sup>40</sup> World Benchmark Alliance, *World Benchmark Alliance Names the Most Influential 2000 Companies for Sustainable Finance*, 20 January 2020.

<sup>41</sup> ジョージ・セラフェイム「投資家の期待に応える5つのアプローチ ESG戦略で競争優位を築く方法」『ハーバード・ビジネス・レビュー』第46巻第1号、ダイヤモンド社、2021年1月、43頁。