

インパクト投資・インパクト志向経営における インパクト測定・管理（IMM）の現状と展望

ニッセイアセットマネジメント株式会社 サステナブル投資リサーチヘッド
（前・金融庁金融研究センター 特別研究員）
林 寿和

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 近年、インパクト投資やインパクト志向経営への注目が急速に高まる中、IMM（Impact Measurement & Management）への関心も高まっている。IMMは、投資収益と社会・環境的効果の実現を企図する投資、そして利潤と社会・環境的効果の実現を企図する経営の双方にとって重要な要素と見なされている。
2. 本稿では、筆者らの調査に基づき、IMMの現状について次の4点を述べている。第一に、IMMには「投資家主体・ポートフォリオレベル」と「企業主体・個社レベル」の2つのレイヤーが存在し、それぞれが社会・環境的効果の実現において重要な役割を担う相互補完的な関係にある。第二に、これら2つのレイヤーにおける有益なインパクト関連指標は必ずしも一致せず、前者は結果指標（アウトカム指標）、後者は事業に関する重要業績評価指標（KPI）が重視される傾向がある。第三に、企業におけるインパクト関連指標測定の狙いや効果は多岐にわたり、投資家以外の多様なステークホルダーへの訴求やアカウンタビリティの観点からも実施される場合がある。しかし、測定が事業の管理・企画・改善のために活用されなければ、IMMのための測定とは言えない可能性がある。第四に、インパクト志向経営とは言っても一定の利潤追求を伴うものであるため、通常の経営管理であるCPMM（Commercial Performance Measurement & Management）も必須である。実際、インパクトスタートアップと呼ばれる企業では、IMMとCPMMが一定程度統合的に運用されている。
3. さらに本稿では、IMMの今後についても展望している。投資家主体・ポートフォリオレベルのIMMについては、投資家（またはファンド）としての社会・環境的効果の実現に向けた具体的な目標設定と戦略策定の重要性への認識が広がっており、それを担う専門人材育成も重要になっている。企業主体・個社レベルのIMMについては、管理会計やマネジメントコントロールといった専門領域における、いわゆる非財務指標を含む指標の測定と経営管理への活用等に関する豊富な知見を参照することが、今後のIMMの発展にとって有効であると考えられる。

I はじめに

近年、投資や企業経営の現場で「インパクト投資」や「インパクト志向経営」への注目が急速に高まっている。

インパクト投資は、金融庁が2024年3月に公表した「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」において、「投資として一定の『投資収益』確保を図りつつ、『社会・環境的効果』の実現を企図する投資」と定義づけられている。同指針は、インパクト投資として実現が望まれる4つの基本要素の1つとして「効果の特定・測定・管理を行うこと（identification / measurement / management）」を挙げている。これにより、インパクト投資関係者の間では、インパクト測定・管理（IMM：Impact Measurement & Management）が必須であるとの認識が広まっている。

一方、インパクト志向経営については、日本の公的機関による明確な定義は存在しない。しかし、インパクト投資の定義に倣い、「企業経営において一定の『利潤』確保を図りつつ、『社会・環境的効果』の実現を企図する経営」と位置付けるならば、インパクト志向経営においても、やはり「効果の特定・測定・管理」、すなわち IMM が重要になると考えられる¹。

本稿では、インパクト投資とインパクト志向経営の双方において、その成否を左右する鍵となる IMM に焦点を当てる。主に、筆者が共同研究者とともに実施したインタビュー調査²に基づき、IMM の現状と今後の発展に向けた展望を述べる。

II IMM の定義と現状

1. IMM の語源と定義

現在、「IMM」（アイ・エム・エム）という略語は、インパクト投資やインパクト志向経営の現場において、ある種の固有名詞のようなニュアンスで用いられるようになってきている。この略語の誕生時期については、筆者らの調査では特定に至らなかったが、2017年頃に、インパクト投資に関する世界最大級の会員組織であるグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN：Global Impact Investing Network）の関係者により考案された可能性が浮上している。

GIIN は IMM を図表1のように定義している。

¹ 例えば、GSG Impact JAPAN が2024年5月に公表した「インパクト企業の資本市場における情報開示及び対話のためのガイダンス」では、IMM の概念を企業の経営管理において、どのように捉えて実践していくのが望ましいか等が解説されている。

² インタビュー調査は、金融庁金融研究センターの研究プロジェクトの一環として、2024年1月から同年6月にかけて、国内外の実務家（企業・投資家等）計26社33人に対して実施したものである。以下、本稿における「筆者らが実施した調査」とはすべてこれを指す。なお、調査の詳細は林寿和・小崎亜依子「インパクト測定・管理（IMM）の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP 2024-4、金融庁金融研究センター、2025年1月を参照されたい。

図表 1 GIIN による IMM の定義

インパクト測定・管理（IMM）は、効果的なインパクト投資を行うために不可欠である。IMM には、自らの投資アプローチが人々や地球に与えるプラスとマイナスの影響を特定し、考慮すること、そして、自らの目標に沿ってマイナスを軽減し、プラスを最大化する方法を見つけ出すことが含まれる。IMM は、本質的に反復的なものである。

（注） 筆者による仮訳。

（出所） GIIN, *An Introduction to Impact Measurement and Management*. (<https://iris.thegiin.org/introduction/>、2025 年 6 月 19 日閲覧)

この定義は、「自らの投資アプローチが…」という表現が示すように、あくまで投資家が IMM の実施主体とみなされている。

しかし、冒頭で述べたとおり、より直近にかけて、IMM は企業の経営管理の文脈でも語られるようになってきた。その背景には、インパクト投資の市場拡大に伴い、インパクト投資家から投資を受けている企業や、インパクト投資家からの資金調達を目指す企業等の間で IMM の概念が意識されるようになってきたことが一因として挙げられる³。

2. IMM の現状

ここでは、筆者らが実施した調査に基づき、企業と投資家における IMM の現状に関して、いくつかの発見事項を紹介する。

1) IMM には「投資家主体・ポートフォリオレベル」と「企業主体・個社レベル」という 2 つのレイヤーが存在する

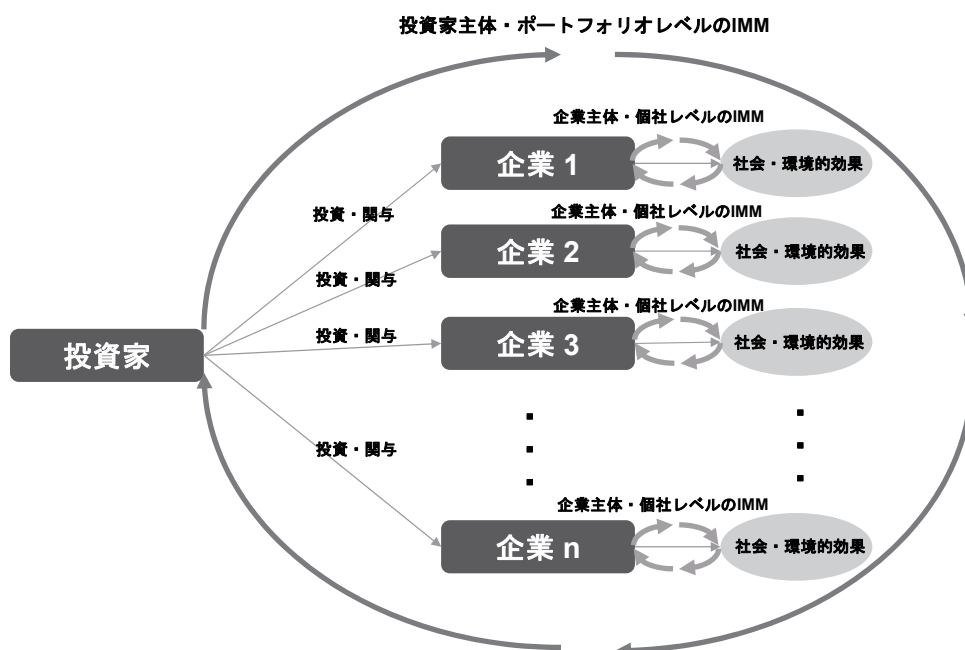
本稿では冒頭から、IMM には、投資家による投資管理の文脈での IMM と、企業による経営管理の文脈での IMM がそれぞれ存在することを繰り返し述べてきた。この 2 つは大きく様相が異なり、具体的には図表 2 に示すように、「投資家主体・ポートフォリオレベルの IMM」と「企業主体・個社レベルの IMM」という 2 つの異なるレイヤーとなっている。

投資家主体・ポートフォリオレベルの IMM では、インパクト関連指標の測定が、社会・環境的効果実現の観点から、投資ポートフォリオの充実化（投資先の拡充）や調整、あるいは、ポートフォリオ企業に対する支援や働きかけの優先順位付けやメリハリなどに活用される。

一方、企業主体・個社レベルの IMM では、インパクト関連指標の測定は、社会・環境的効果実現の観点からの経営戦略の立案・修正に向けた気づきや、製品・サービスの開発・改良に向けた気づき、日々の業務オペレーションの管理・改善などに活用される。

³ 例えば、一般社団法人インパクトスタートアップ協会は、会員企業向けに IMM に関する勉強会を開催している（インパクトスタートアップ協会「IMPACT ONLINE SESSION～第二回 IMM 勉強会～」2024 年 4 月 18 日 [<https://impact-startup.or.jp/news/imm-report02>、2025 年 6 月 9 日閲覧] など）。

図表 2 2つの異なる IMM のレイヤー



（出所）林寿和・小崎亜依子「インパクト測定・管理（IMM）の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP 2024-4、金融庁金融研究センター、2025年1月、22頁

この2種類のIMMは、決して二者択一的（相互排他的）なものではなく、それぞれが重要な役割を担い、相互補完的なものと考えられる。

2）投資家主体・ポートフォリオレベルのIMMにおいて有益な指標と、企業主体・個社レベルのIMMにおいて有益な指標は必ずしも一致しない

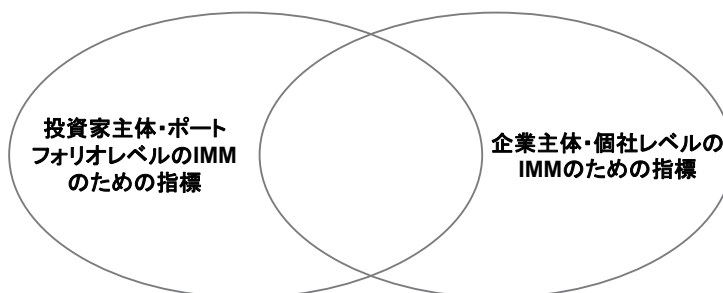
IMMには2つの異なるレイヤーが存在することを述べたが、いずれのIMMにおいても、インパクト関連指標の測定を行うのは企業である。投資家主体・ポートフォリオレベルのIMMの場合も、測定は企業の担当であり、投資家からの要請に基づいて測定が行われ、企業から投資家への報告が行われるのが通例である。

このとき、企業の立場に立てば、投資から測定・報告を求められる指標と、自社の経営管理のために測定する指標が一致することが、測定実務の効率化の観点から望ましい。しかし、筆者らが実施した調査によれば、現実には両者の指標は必ずしも一致しない（図表3）。

例えば、インパクト投資家は、投資先企業に対し「CO₂排出量の削減にどのくらい貢献したか」「ある地域でどのくらい新規雇用を創出したか」といった、いわゆる「結果指標」（アウトカム指標）の報告を求めることが多い。

しかし、企業主体・個社レベルのIMMにおいては、こうした結果指標だけでは、社会・環境的効果のさらなる実現に向けた企画や改善を行うことは必ずしも容易ではない。むしろ、こうした結果指標の先行指標となるような指標が重要になる。例えば、

図表 3 IMM の 2 つのレイヤーと有益な指標の関係性



(出所) 林寿和・小崎亜依子「インパクト測定・管理 (IMM) の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP 2024-4、金融庁金融研究センター、2025 年 1 月、30 頁を一部改変

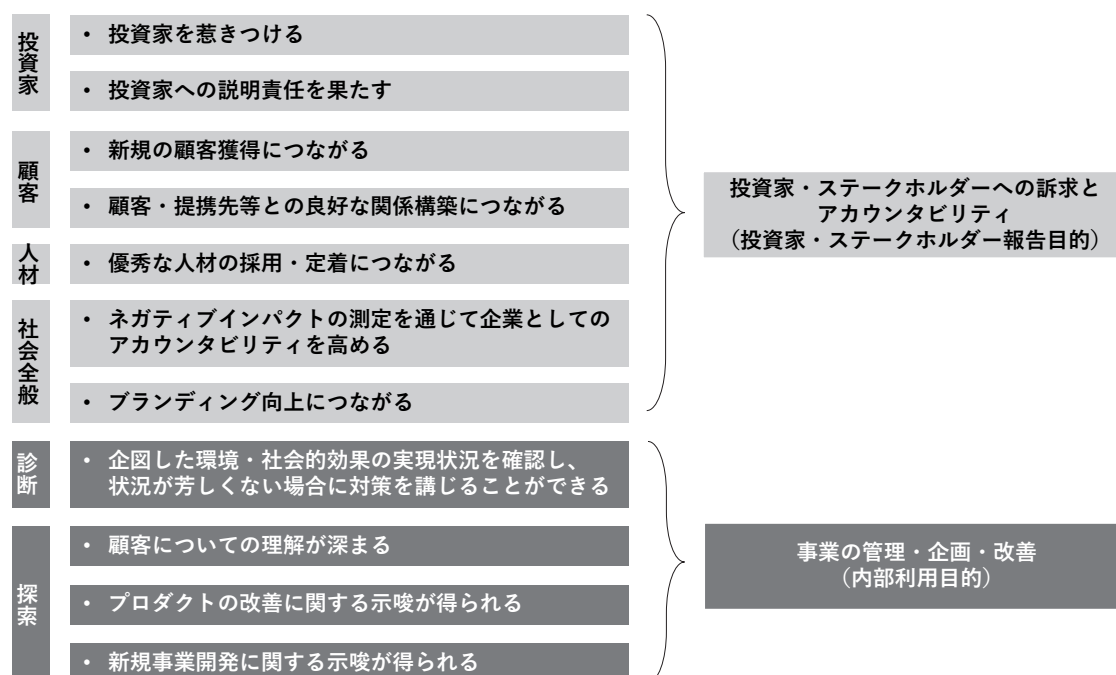
ある省エネルギー製品を通じて CO₂ 排出量の削減を目指す場合、「当該製品はどのくらい消費者に認知されているか」「当該製品はどの地域のこういった顧客層によく売れているのか」「当該製品の性能に関する指標は競合製品のそれ比べてどうか」といった、いわゆる「事業 KPI」と呼ばれるような指標が重要であろう。しかし、こうした指標は、必ずしも投資家主体・ポートフォリオレベルの IMM にそのまま活用されるとは限らないのである。

3) 企業におけるインパクト関連指標測定の狙い・効果は多岐に渡る

企業においては、投資家からの要請に応えるためのインパクト関連指標の測定と、社会・環境的効果実現に向けた経営管理のための測定が行われていることを述べた。しかし、企業における測定の狙い・効果はこれだけにとどまらない。筆者らが実施した調査によれば、投資家以外の多様なステークホルダーへの訴求やアカウンタビリティ（説明責任）といった観点からも、インパクト関連指標の測定が行われている場合があることが明らかとなった（図表 4 上段）。

ただし、顧客や優秀な人材へのアピールのみを目的とするインパクト関連指標の測定を、企業主体・個社レベルの IMM の一環と見なすかは議論の余地がある。むしろ、IMM 本来の趣旨に照らせば、図表 4 の下段にあるような、事業の管理・企画・改善のための測定こそが IMM のための測定という見方もできるだろう。

図表 4 企業におけるインパクト関連指標の測定の狙い・目的の分類



(出所) 林寿和・小崎亜依子「インパクト測定・管理（IMM）の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP 2024-4、金融庁金融研究センター、2025年1月、26頁を一部改変

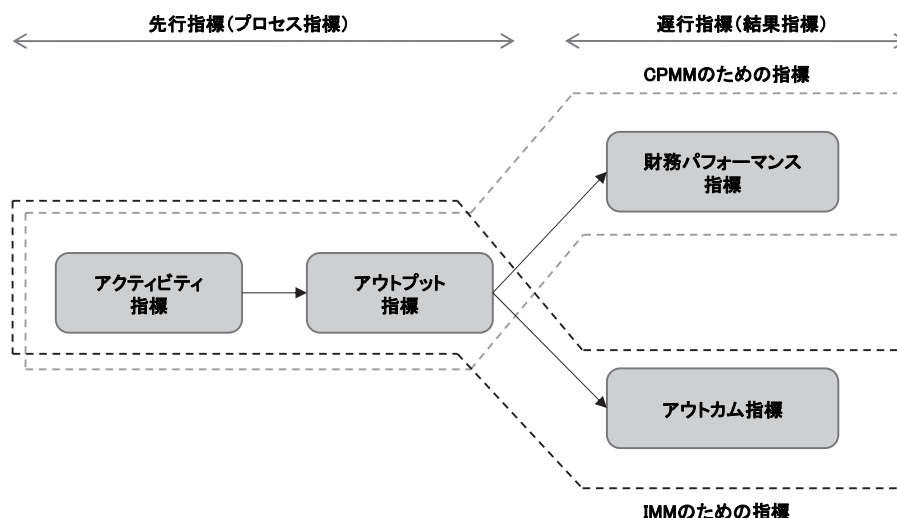
4) 企業主体・個社レベルの IMM と CPMM の関係

本稿の冒頭で述べたように、インパクト志向経営を「企業経営において一定の利潤確保を図りつつ、社会・環境的効果の実現を企図する経営」と捉えるならば、そこには一定の利潤追求行動が存在する。企業がビジネスを通じて、社会を大きく変えるような社会・環境的効果の実現を目指す場合、ビジネス自体を大きく拡大（スケール）させることも重要になってくるだろう。したがって、インパクト志向経営であっても、通常の営利企業で行われるような経営管理が求められると考えられる。これを IMM と対比させる観点から CPMM（Commercial Performance Measurement & Management）と呼ぶとすると、インパクト志向経営において、企業主体・個社レベルの IMM と CPMM はどのような関係を持つのか、それらは全く別のシステムとして動いているのか、それとも一体となって動いているのか、といった新たな疑問が浮上する。

図表 5 は、筆者らが実施した調査に基づき、インパクトスタートアップと呼ばれるような企業における IMM と CPMM の関係性の典型例を示したものである。ここでは、IMM のための測定指標と CPMM のための測定指標が、相当程度重なり合っている。

具体的には、売上・利益・コストといった財務パフォーマンスに関する指標と、社会・環境的効果に関する指標（アウトカム指標）の両方の先行指標となるような指標が経営管理において重視されている。例えば「社会・環境的効果を伴うサービスに関して、どのくらいの潜在顧客にリーチしたか」「社会・環境的効果を伴う製品をどの

図表 5 インパクト志向経営における IMM と CPMM の関係性



（出所）林寿和・小崎亜依子「インパクト測定・管理（IMM）の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP 2024-4、金融庁金融研究センター、2025 年 1 月、33 頁を一部改変

くらい販売したか」といった指標であり、こうした指標を追いかけることが、将来の財務パフォーマンスと社会・環境的効果の両方に繋がる。

したがって、多くの企業において IMM と CPMM は、2 つの完全に独立した測定システムというわけではなく、企業の中である程度統合的に動いていると考えられる。ただし、これは CPMM さえあれば IMM が不要になることを意味するわけではない。IMM のために適切な指標を追加的に測定・活用することで、社会・環境的効果のさらなる実現に向けた、インパクト志向経営にとっての有益な示唆を得ることが期待される。

III IMM の今後の展望

前章では IMM の現状について述べたが、最後に IMM の今後を展望する。

1. 投資家主体・ポートフォリオレベルの IMM の今後：投資家としての目標設定・戦略策定や専門人材育成が重要に

まず、投資家主体・ポートフォリオレベルの IMM に関しては、あくまで筆者の私見であるが、企業主体・個社レベルの IMM と比べて、実践がより難しい場合が少なくないと考えられる。実際、インパクトファンドの中には、ポートフォリオ企業各社において企業主体・個社レベルの IMM は行われているものの、ファンドとしてポートフォリオレベル

の IMM があまり行われていないものも存在する印象である。

しかし、昨今のインパクト投資の在り方を巡る議論においては、これも筆者の私見ではあるが、投資家（あるいはファンド）としての社会・環境的効果の実現に向けた具体的な目標設定や、その達成に向けた戦略策定⁴に関する議論が高まっている。例えば、英国で 2024 年に導入されたサステナビリティファンドに関する新規制「サステナビリティ開示要件」（SDR : Sustainability Disclosure Requirements）では、インパクトファンドとしてのラベル⁵を取得するための条件として、ファンドとしてのセオリー・オブ・チェンジの明確化が求められ、インパクト投資関係者の注目を集めた。ここで重視されているのは、投資先企業各社がどのようなインパクト戦略を有しているかではなく、ファンド自体がどのようなインパクト戦略を策定し、それに基づいて運用を行っているかという点である。

熟慮してみれば、投資家（あるいはファンド）としての目標・戦略が具体的かつ明確でなければ、どのようなインパクト関連指標を測定し、それをポートフォリオのレベルでどのように活用していくべきかを考えるのは本来難しいはずである。インパクト投資が「社会・環境的効果の実現を企図する投資」であるためには、投資家（あるいはファンド）としての社会・環境的効果の実現に向けた具体的な目標設定と戦略策定の重要性が今後ますます認識されていくであろう。さらに言えば、特定の社会課題についての深い理解を持ち、それを土台として投資家（あるいはファンド）としての目標・戦略に落とし込めるような専門人材の育成も極めて重要だと考えられる。

2. 企業主体・個社レベルの IMM の今後：管理会計・マネジメントコントロール領域との接続が重要に

企業主体・個社レベルの IMM に関しては、今後の発展に向けて、管理会計やマネジメントコントロールとよばれる専門領域における知見の活用が重要と考えられる。少なくとも筆者が調べた限りにおいて、企業主体・個社レベルの IMM を管理会計やマネジメントコントロールの文脈で論じた文献は極めて限定的である⁶。これらが極めて密接な関係を持っていると考えられるにも関わらず、である。

管理会計やマネジメントコントロールの詳細については、すでに様々な教科書等が存在するため、ここでは詳述を避ける。しかし、これらの領域には、いわゆる非財務指標を含む指標の測定と経営管理への活用に関する豊富な蓄積がすでに存在する。もちろん、その

⁴ 現状では、「インパクト戦略」「セオリー・オブ・チェンジ」「インパクト・テーゼ」など様々な名称で呼ばれている。

⁵ より正確には「サステナビリティインパクト」というラベルである。

⁶ 数少ない例として、管理会計において有名な技法のひとつである「バランス・スコアカード」を、社会的企業の経営管理に応用しようとする研究が報告されている（Somers, A.B., “Shaping the balanced scorecard for use in UK social enterprise,” *Social Enterprise Journal*, Vol.1, No.1, pp.43-56, March 2015 及び Bull, M., ““Balance”: the development of a social enterprise business performance analysis tool,” *Social Enterprise Journal*, Vol.3, No.1, pp.49-66, March 2007）。ただし、こうした試みが、実際の社会的企業の経営管理に現在広がっているという事実は確認できない。

大半は、インパクト志向経営におけるインパクト関連指標の測定・活用という文脈で扱われたものではないが、傾聴に値すべき知見が詰まっている。

例えば、管理会計の領域では、その適用範囲の拡大が著しい。あらかじめ決められた達成目標に向けて、その進捗状況を測定し、いわゆる PDCA サイクルを回していく場面での管理会計はもちろんのこと、新規プロジェクトの取捨選択という経営意思決定の際の管理会計、さらには経営戦略のアップデートにつなげていくための管理会計などへと研究・実践が広がっている⁷。これを踏まえると、企業主体・個社レベルの IMM においても、設定した社会・環境的効果の達成目標の進捗測定と管理といった IMM だけでなく、例えば、将来の社会・環境的効果の可能性を考慮した経営意思決定のための IMM や、インパクト志向経営における戦略の策定やアップデートのための IMM といったものも、IMM の守備範囲として議論が深まっていくことが期待される。

また、マネジメントコントロール研究では、測定システムだけに着目するのではなく、組織理念や組織文化やガバナンス、人事といった様々なコントロール手段をパッケージとして捉えることの重要性も指摘されている⁸。インパクト志向経営においても、企業主体・個社レベルの IMM さえ実践すれば、社会・環境的效果に繋がるというほど物事は単純ではないかもしれない。むしろ、パーパスをはじめとする経営理念のあり方や組織文化、ガバナンス、人事といった要素も含めて、インパクト志向経営におけるマネジメントコントロールのあり方を考えていくことも重要になってくる可能性がある。

最後にもう一つだけ指摘するとすれば、管理会計の領域では、時代時代の経営課題に応じて様々な管理会計の技法（メソッド・テクニック）が開発されてきた⁹。例えば京セラの「アメーバ経営」¹⁰などは世界的に知られている日本初の管理会計システムである。これも筆者の私見になるが、企業主体・個社レベルの IMM に関しては、広く知れ渡る具体的な技法のようなものはまだ現れていない。どちらかという、まだ概念のレベルにとどまっているように思われる。企業主体・個社レベルの IMM の今後の発展に向けては、管理会計の世界で見られるような、具体的な技法の開発とその知見の体系化も重要になってくるのではないだろうか。

IV おわりに

本稿では、インパクト投資とインパクト志向経営の双方において重要となる IMM に焦点を当て、筆者の調査に基づきその現状を述べた上で、IMM の今後のあり方を展望した。本稿の内容が、IMM のさらなる発展に向けて、何らかの示唆を提供できるものとなれば筆者としては望外の喜びである。

⁷ 櫻井通晴『管理会計：第七版』同文館出版、2019 年。

⁸ 例えば、Malmi, T. and Brown, D. A., “Management control systems as a package—Opportunities, challenges and research directions,” *Management Accounting Research*, Vol.19, No.4, pp.287-300, December 2008。

⁹ 櫻井通晴『管理会計：第七版』同文館出版、2019 年。

¹⁰ 稲盛和夫『アメーバ経営：ひとりひとりの社員が主役』日本経済新聞出版社、2010 年など参照。