

2020 年 2 月 6 日 全 10 頁

# 社会的インパクト投資シリーズ② インパクト評価をどのように行うか

## 実施の流れと共通指標を活用した評価事例の紹介

金融調査部 SDGs コンサルティング室 柿沼 英理子

### [要約]

- SDGs 達成に向けた貢献が期待される社会的インパクト投資への関心が高まる中、インパクト評価の実施が課題となっている。インパクト評価は、インパクト・ウォッシュのリスクを回避するだけでなく、投資先企業の財務パフォーマンスの向上などを通じて、投資家にとってのビジネス上の価値を向上させると考えられており、実施のメリットは大きい。
- 本稿では具体的なインパクト評価の流れと、「クリーンエネルギーへのアクセス」をテーマとした、複数の社会的インパクト投資に対して、GIIN (Global Impact Investing Network) が共通指標を活用してインパクト評価を行った事例を紹介する。

### はじめに

社会的インパクト投資シリーズ第 1 弾「『社会的インパクト投資』とは何か」<sup>1</sup>において、社会的インパクト投資とは「経済的（金銭的）リターンの獲得と並行して社会や環境に対してポジティブなインパクトをもたらすことを目的とする投資」と定義されると紹介した。そして、最近では、「インパクト評価」の実施を社会的インパクト投資の要件の 1 つに組み入れることが GIIN (Global Impact Investing Network) や OECD、IFC (International Financial Corporation) によって提案されていると紹介した。SDGs 達成に貢献するファイナンス手法として注目が高まっている社会的インパクト投資においては、投資によってもたらされた社会や環境に対するインパクトを評価することが今後の課題となっている。

インパクト評価の実施は、インパクト・ウォッシュ（ポジティブなインパクトがあると謳っているが、実際にはインパクトのないプロジェクトに投資してしまうこと）のリスクを回避する目的のみならず、投資先事業のビジネス上の価値<sup>2</sup>を向上させるという目的にも資するもの

<sup>1</sup> 柿沼英理子 「『社会的インパクト投資』とは何か：SDGs の達成に貢献する、持続可能な資金の流れを作るには」大和総研レポート（2019 年 10 月 24 日）

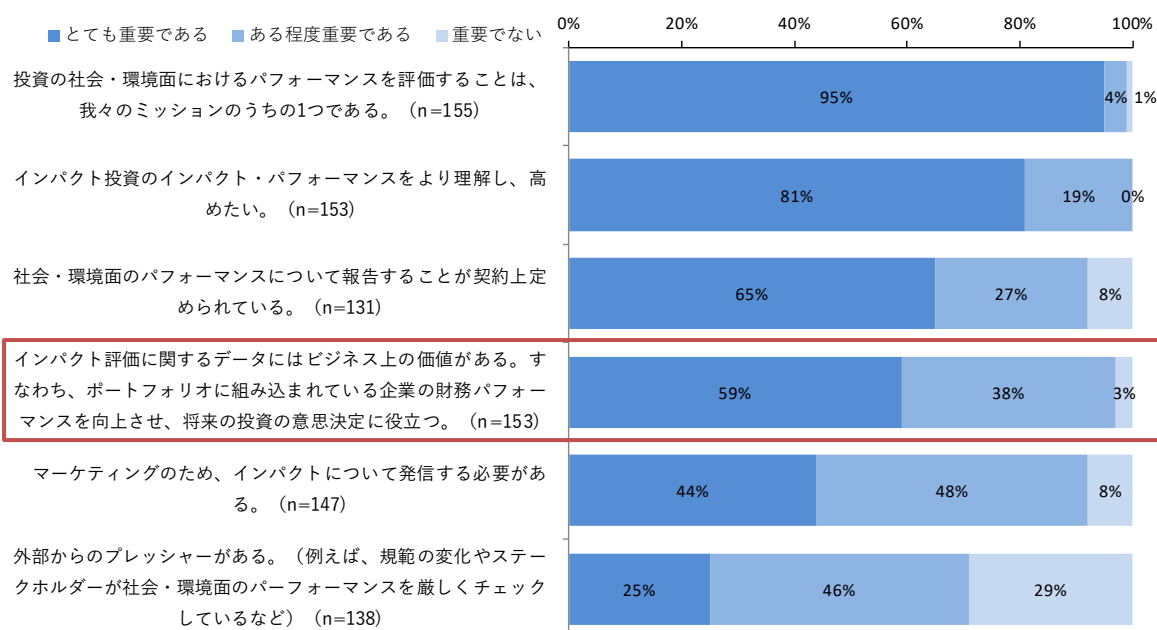
URL: [https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20191024\\_021099.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20191024_021099.html)

<sup>2</sup> ここでの「ビジネス上の価値」とは、社会的インパクト投資家ならびに投資先企業にとって優位性をもたらすファクターと定義される。例えば、売上高の向上やオペレーションの効率化を通じた経済価値の向上、組織の

と考えられている。

GIIN は世界各国の社会的インパクト投資家を対象に、インパクト評価を実施する理由についてアンケート調査を行っている。それによると、約 6 割の回答者が「インパクト評価に関するデータにはビジネス上の価値がある」という設問に対し、「とても重要である」と答えている（図表 1）。社会的インパクト投資の対象となる企業の多くは、社会課題の解決を狙った社会的事業を営む企業であるため、インパクトに関するデータは投資先企業の顧客基盤（社会的事業の受益者）を理解する上でも役立つことなどがこの背景として考えられる<sup>3</sup>。

**図表 1 社会的インパクト投資家がインパクト評価を実施する理由（アンケート調査結果）**



（注）赤枠は筆者による。

（出所）GIIN(2016) “Annual Impact Investor Survey” より大和総研作成

図表 1 のように、インパクト評価は「資金提供者をはじめとするステークホルダーへの説明責任を果たす」、「投資先企業のマネジメントを行う」、「組織内部の意思決定に活用する」等、様々な目的から実施されており、メリットは大きいと考えられる。ただし、インパクト評価と一言でいっても、そのプロセスは、指標の設定、データの収集、データの分析、結果の報告と多岐にわたっている。また、評価の対象を個別の投資家やファンドとするのか、あるいは複数の投資家やファンドを統合的にみるのかによって、評価の目的や観点も変わる。こうした前提を踏まえた上で、本稿では第 1 章で個別の投資家を対象としたインパクト評価の流れを確認する。インパクト評価においては共通の手順や手法が確立しているわけではないが、Social Impact Investment Taskforce（現 Global Steering Group [通称 GSG]）が提唱する流れに沿って、基本的な考え方や、各ステップに適した評価手法を取り上げる。そして、第 2 章では、GIIN が共

長期的な持続可能性を間接的に高める戦略等が含まれる。GIIN (August, 2016) “The Business Value of Impact Measurement” より

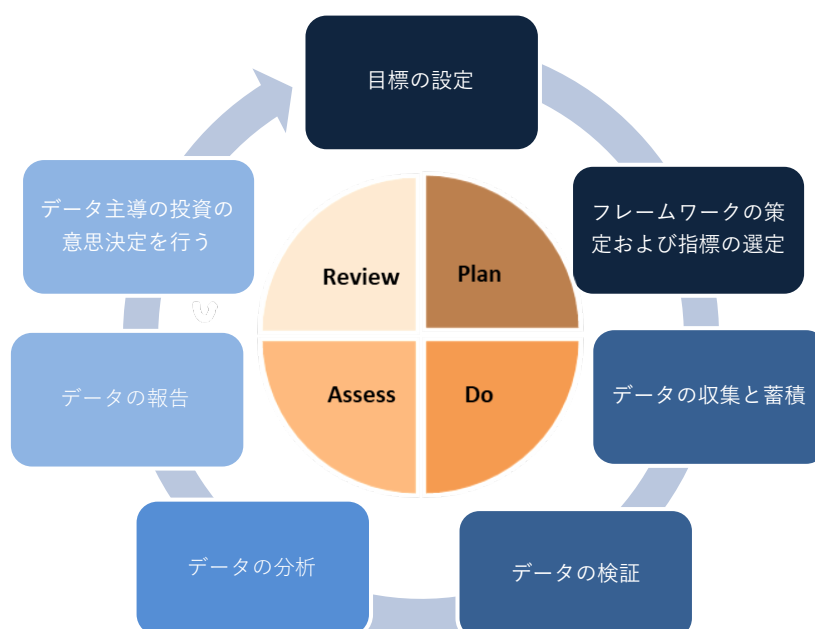
<sup>3</sup> GIIN (August, 2016) “The Business Value of Impact Measurement”

通指標を用いて、複数の投資家から報告されたインパクトデータを統合し、インパクト評価を行った事例について紹介する。

## 1. インパクト評価の流れ

インパクト評価は、目標の設定、フレームワークの策定および指標の選定、データの収集・蓄積、データの検証、データの分析、データの報告、データ主導の投資の意思決定といった、一連のサイクルによって実施される（図表2）。社会的インパクト投資家は、投資先企業と連携しながら自身の投資がもたらした社会・環境面のインパクトについて評価を行う。なお、インパクト評価においては、投資先企業の事業の評価だけではなく、投資家が投資先を決定するプロセスや、投資家が投資先企業に対して行った、非資金的な支援も含めて評価を行うものとされている。

図表2 インパクト評価の流れ



（出所）Social Impact Investment Taskforce（September 2014）“Measuring Impact: Subject paper of the Impact Measuring Working Group” より大和総研作成

### 目標の設定

社会的インパクト投資においては、投資を実行するにあたり、経済的リターン他に、実現すべき社会や環境面におけるポジティブな変化（インパクト）をもたらすことを目標とすることが求められる。その上で、目標の実現に適った事業や企業を投資先として選定していく。

### フレームワークの策定および指標の選定

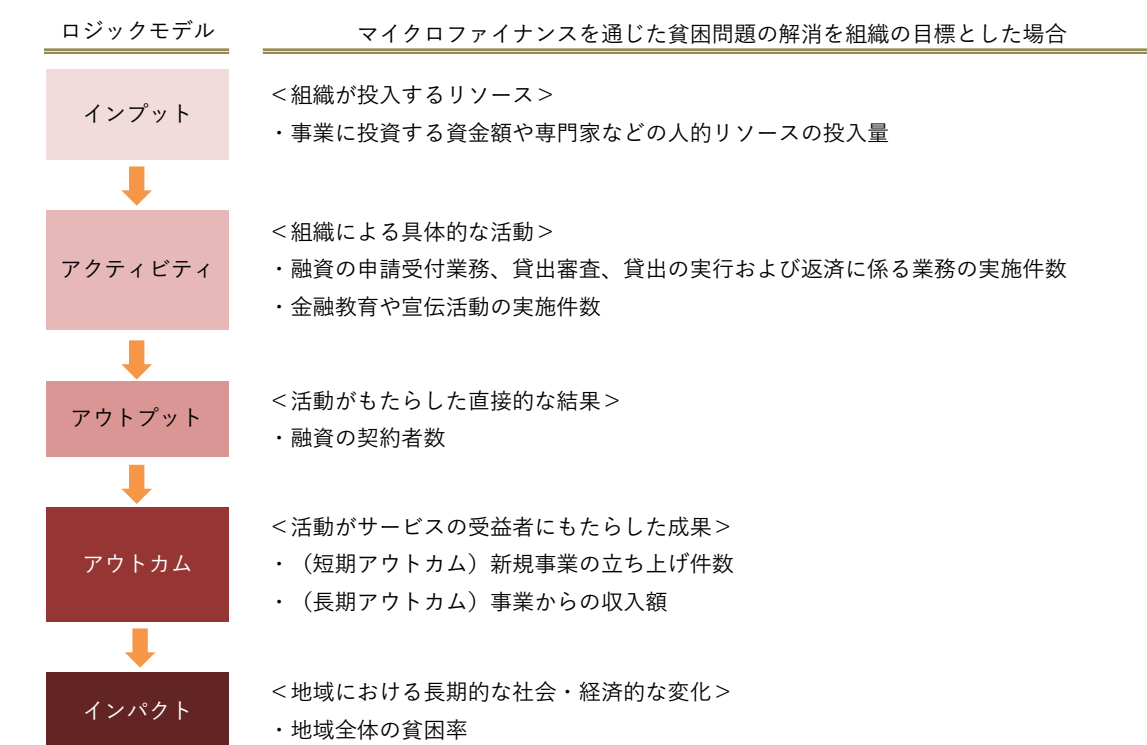
この段階においては、社会的インパクト投資における目標が、投資家が投資先企業に提供す

る資金/非資金的な支援、ならびに個別の投資先事業や企業活動を通じて、どのように達成されるかといった過程を説明するためのフレームワークや、そのインパクトを測定するためにはどのような指標を設定すればよいのか検討する。この際、よく使われるフレームワークが「ロジックモデル」である。ロジックモデルは、プロジェクトの実施がインパクトをもたらすまでの過程を因果関係でつないで表したものである。

ロジックモデルを用いてインパクト投資が社会・経済的变化を実現するまでの過程を説明すると、まず、資金や労働力などを投入し（インプット）、事業活動（アクティビティ）を行った結果として、製品やサービス（アウトプット）が生まれる。このアウトプットがプロジェクトの対象者に直接及ぶ効果をアウトカムという。そして、アウトカムを通じて、対象となる地域に中長期的にもたらされる社会・経済的な変化がインパクトである（図表3）。目標にはインパクトレベルの成果が掲げられる一方、実際のインパクト評価においては、アウトカムの指標が選定される場合が多い。

ロジックモデルに従って、適切な指標を選択し、これらに基づきプロジェクトを管理することで、インパクト目標が達成されるとともに、投資先企業が提供する製品やサービスの利用者（受益者）の満足度が高まり、売り上げや事業規模の拡大に寄与すると考えられる。これにより、投資の経済的リターンの向上も期待できる。一方、最終的に目標を下回るインパクトしか生むことができなかった場合には、ロジックモデルの通りにプロジェクトが遂行できたのか、あるいはそもそものロジックが妥当であったのか、検証する必要がある。

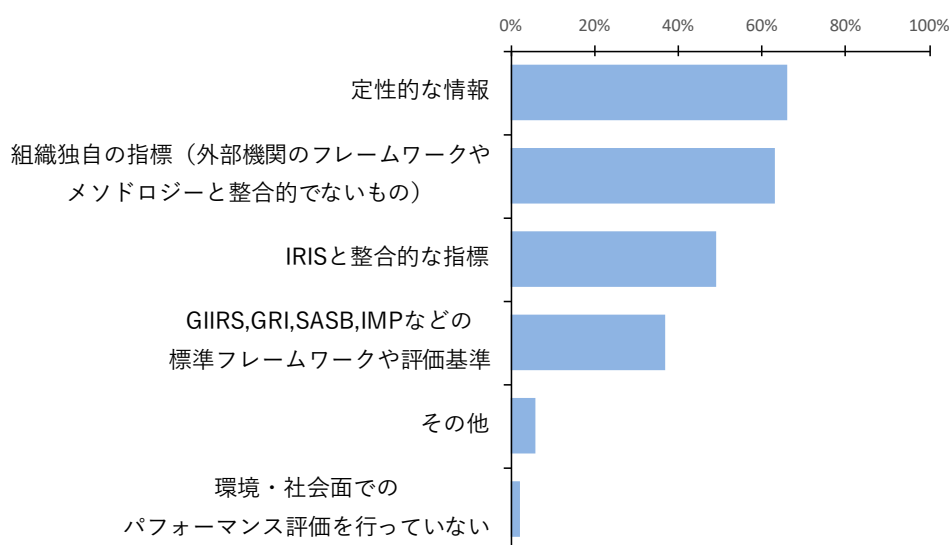
**図表3 インパクトがもたらされるまでの過程と測定指標の例**



（出所）各種資料より大和総研作成

GIIN が実施した調査（図表 4）によるとインパクトの評価指標としては、アンケート調査結果などを含む、定性的な情報を使用すると答えた投資家が最も多く、次いで独自の評価指標の使用が多かった。共通指標としては、IRIS の利用が最も多かった。IRIS は GIIN によって開発されたインパクト評価のための指標カタログである<sup>4</sup>。2019 年には SDGs に対応した IRIS+が公表されており、SDGs の目標別、あるいは農業や教育、金融包摂といった分野別に投資テーマに即した評価指標のセットが提供されている。IRIS+では、事業テーマごとに、後述する IMP (Impact Management Project) のインパクトカテゴリと整合的な“Core Metrics”（中核となる指標）、ならびに投資家が考慮すべき事項が質問形式で示されている。

**図表 4 社会的インパクト投資家がインパクト評価に用いる指標や基準（アンケート調査結果）**



（注）回答機関数は 266。複数回答可。

（出所）GIIN(2019) “Annual Impact Investor Survey 2019” より大和総研作成

## データの収集と蓄積、および検証

次の段階として、設定した指標に基づき、データの収集・蓄積や、データの検証（データは適切な方法で収集されたのか等）を行う。

Social Impact Investment Taskforce（現 GSG）によると、インパクト評価において収集・蓄積するデータは、将来的に 5 つの性質を満たすことが望ましいとされている（図表 5）。このうち、「付加性」は、社会的インパクト投資が一般的な投資と差別化する上で、考慮すべき重要な観点である。より厳密に付加性を示すためには、次節で述べる RCT（ランダム化比較試験）等の分析を行う場合もある<sup>5</sup>。分析手法を前提とした上で、データの収集を行う必要がある。

インパクト・マネジメントを推進する国際的なイニシアチブである IMP は、インパクト測定、

<sup>4</sup> 詳細は、IRIS ウェブサイト（URL：<https://iris.thegiin.org/>＜2020 年 2 月 6 日最終閲覧＞）を参照。

<sup>5</sup> Paul Brest & Kelly Born (August, 2013) “Unpacking the Impact in Impact Investing”. Stanford Social Innovation Review

レポート、比較、改善のための国際的なガイドラインを提供している。その中で、インパクトに関するデータを5つのカテゴリ（What, Who, How Much, Contribution, Risk）に分け、これに基づきデータを収集することを提案している（図表6）。

**図表5 「インパクト評価」において収集するデータに求められる5つの性質**

|       |                                                                                 |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 重要性   | 投資家が企業の経済・社会・環境的な価値創造能力を評価する時や、ポートフォリオや取引、企業レベルの意思決定を行う際に、実質的に影響を及ぼすようなデータであること |
| 信頼性   | 信頼できる方法でデータの収集や検証がなされていること                                                      |
| 比較可能性 | 異なる投資のデータが比較可能であること                                                             |
| 付加性   | 投資家が資金提供をしなかった場合と比較した、追加的な効果を評価できるデータであること                                      |
| 普遍性   | 市場、地理、セクターの違いを問わず、共通のデータ収集手法が適用できること                                            |

（出所）Social Impact Investment Taskforce (September, 2014) “Measuring Impact: Subject Paper of the Impact Measurement Working Group”より大和総研作成

**図表6 IMPのインパクトデータカテゴリ**

|              |                                                                                                                                         |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| What         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 期間中のアウトカムの変化の水準</li> <li>・ 当該アウトカムがそれを経験する人々や地球環境にとってどの程度重要か</li> </ul>                        |
| Who          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 誰がアウトカムを経験するのか</li> <li>・ 当該アウトカムに関連して、恵まれない人々（undeserved people）がどの程度影響を受けるか</li> </ul>       |
| How Much     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 規模（アウトカムを経験する人数）、深さ（ステークホルダーが経験する変化の度合い）、期間（ステークホルダーが経験する変化の期間）に関して、どの程度のアウトカムが生じるか</li> </ul> |
| Contribution | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 事業による介入がなかったとしても、変化が起こりうるか</li> </ul>                                                          |
| Risk         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 想定通りのインパクトを生み出すことができなかった場合にどのようなリスクがあるか</li> </ul>                                             |

（出所）Impact Management Project ウェブサイトより大和総研仮訳

## データの分析

次のステップとして、収集された生のデータを基に事業がもたらしたインパクトの大きさを分析する。分析の手法も様々あり、プロジェクトの特性や収集したデータの性質に合わせて選択する必要がある。

例えば、環境改善事業や基礎的サービスへのアクセス拡大を推進する事業等に関しては、温室効果ガスの排出量データや基礎的サービスへのアクセス比率等、事業がもたらした直接的な効果（理論値を含む）を定量的に示し、投資プロジェクト実施の事前事後のデータ比較を行うことで、その効果を提示しやすい。他方、貧困の解消や学校における中退率の低下等を目標に設定する場合、投資プロジェクトの実施以外の様々な社会・経済的な要因の影響を受ける可能



性がある。これを極力排除するには、プロジェクトと成果指標との因果関係を推定するために、RCT や、マッチングデザイン等を活用した分析が求められる<sup>6</sup>。これらの手法は、実験/疑似実験的に、事業がもたらすインパクトの受益者からなるグループと、比較対象グループを作り、統計解析によりプロジェクトと成果指標との間の因果関係を推定するものである。

こうした因果関係推論を用いたインパクト評価は、政策評価の分野で発展を遂げてきた<sup>7</sup>。特に近年は、EBPM（Evidence Based Policy Making：エビデンスに基づく政策立案）への関心が高まる中、その重要度は高まっている。開発政策の分野でもインパクト評価の実施が進んでいる。例えば、JICA（国際協力機構）はインフラ、保健、教育等の事業分野において、統計学や計量経済学の手法を用いてインパクト評価を行っており、その結果を公表している<sup>8</sup>。ただし、RCT の実施には多くのコストを要するというデメリットがあるため、コスト負担能力を考慮した上で事業のインパクトを評価するのに適した分析手法を選択する必要がある。

## データの報告とデータ主導の投資の意思決定

資金提供者に対し、説明責任を果たすためには計測されたインパクトの報告が不可欠である。また、インパクト評価の結果は、投資資金配分の改善など、投資家にとっては組織内部の意思決定にも活用できる。加えて、GIIN は「プライバシーや知的財産上の問題がない限り、ポジティブ・ネガティブ両面での学びやエビデンス、データを共有する」<sup>9</sup>ことで社会的インパクト投資市場の成長に貢献することを求めている。

## 2. 共通指標を活用したインパクト評価の例

前章では、個別の社会的インパクト投資家向けのインパクト評価の手順について説明した。本章では、GIIN が複数の投資家によって提供されたインパクトデータを統合し、IRIS 指標ならびに IMP のインパクトデータカテゴリを活用して行った、インパクト評価の結果を紹介する。GIIN はこのパイロット・スタディを通じて、インパクトパフォーマンスの比較可能性について検討している。インパクトパフォーマンスの統一的な評価基準を示すことができれば、将来的にはファンド単位でのインパクト評価を行うことも可能になると期待されている。GIIN は 2019

<sup>6</sup> 詳細は、佐々木亮「インパクト評価事例集：実験デザイン(RCT)から専門家判断まで 16 の評価事例」(URL：[https://www.idcj.jp/9evaluation/sub5\\_files/impact\\_eval\\_jirei\\_28july2011.pdf](https://www.idcj.jp/9evaluation/sub5_files/impact_eval_jirei_28july2011.pdf)<2020 年 2 月 6 日最終閲覧>)を参照。

<sup>7</sup> 政策等何らかの社会的介入のインパクトを分析する評価学の分野においては、インパクトとは、あるプログラムの参加者が得たアウトカムから、プログラムに参加していない同様の集団が得たものを差し引いて表される、プログラムの純効果と一般的に定義される。(キャロル・H・ワイス著、佐々木亮監修、前川美湖・池田満監訳(2014)「入門評価学：政策・プログラム研究の方法」日本評論社より)

<sup>8</sup> 詳細は、独立行政法人 国際協力機構ウェブサイト (URL：<https://www.jica.go.jp/activities/evaluation/impact.html><2020 年 2 月 6 日最終閲覧>)を参照。

<sup>9</sup> GIIN (2019, April) “Core Characteristics of Impact Investing”

年 10 月に“Evaluating Impact Performance”と題して、「クリーンエネルギーへのアクセス」ならびに「手頃な価格の住宅」の 2 つの投資テーマ<sup>10</sup>に関するインパクトパフォーマンスを公表しており<sup>11</sup>、本稿では、前者を取り上げる。

GIIN は 11 の社会的インパクト投資家が実施した 56 の投資プロジェクトについて、年率換算された 64 のインパクトデータ（2006 年から 2019 年の間に実行された投資）の調査・分析を行った。なお、二重計上を防ぐために、対象範囲を投資家が企業や事業、不動産に直接投資を行った分に限定している。投資事業の内容は、住宅用太陽光発電システムや送電網システム、廃棄物発電システム等、多岐にわたるが、これらは「手頃な価格でのクリーンエネルギーへのアクセスの向上や、エネルギー効率の改善を通じて、エネルギー消費量を減少させ、有害物質の排出をオフセットする」ことを目標としている点で共通するとしている。

GIIN は、投資家が共通指標を用いて収集したデータを分析対象とした。共通指標に関して、具体的には、クリーンエネルギーへのアクセスに関しては、Clean Cooking Alliance、GOGLA（Global Off-Grid Lighting Association）、住宅設備に関しては、Aeris、BHPN（Building Healthy Places Network）が推奨するもの、その他 IRIS+が提供する共通指標が活用された。また、投資家から報告された投資事業に関する情報は、IMP のインパクトデータカテゴリ（What, Who, How Much, Contribution, Risk）に沿って整理された。このうち、How Much に関して収集されたデータは図表 7 の通りである。これらのデータを統合した結果、How Much に関して、最終的には以下のようなインパクトパフォーマンスデータが得られた。

- 年間約 242 万人の人々が新たにクリーンエネルギーへのアクセスを獲得した。これは 10 万米ドルの投資に対し、2,058 人に相当する。
- 年間約 384 万トンの温室効果ガス排出量を削減した。これは 10 万米ドルの投資に対し、3,147 トンに相当する。
- 支援先の企業が年間 9,772 人の新たな雇用を生み出した。これは 10 万米ドルの投資に対し、18 人に相当する。

この分析を通じた考察として、GIIN は「インパクトパフォーマンスについて、理解・比較する際には、プロジェクトの背景（コンテキスト）が重要である」と述べている。すなわち、IMP のインパクトカテゴリで How Much に当てはまる定量的なデータのみならず、誰がステークホルダーになるのか（Who）、何によって（What）インパクトを生み出したのかも踏まえて評価する必要があるという点である。

加えて、GIIN は年次データの収集を習慣化することの重要性を指摘している。インパクト評価をする上では、比較のために変化が生じる前のベースラインとなる、前年のデータが不可欠

<sup>10</sup> GIIN は同 2 分野をインパクト評価の対象として選定した理由として、インパクト投資家が相対的に長期のトラックレコードを持っていることや、評価において実際に使われる指標が標準化された指標と一致しているケースが多いことを挙げている。

<sup>11</sup> GIIN (October, 2019) “Evaluating Impact Performance: Clean Energy Access Investments” ならびに GIIN (October, 2019) “Evaluating Impact Performance: Housing Investments”



である。なお、図表7のHow Muchに関するデータに関して、データを提出できなかった理由としては、「高いクオリティのデータを入手できなかった」が最も多く、次いで「当該指標は我々のインパクト・ストラテジーとの関連性がない」との回答が多かった。

図表7 How Much に関連する、指標ごとに収集されたデータ数

|                   | 指標                                 | 回答数 |
|-------------------|------------------------------------|-----|
| DEPTH<br>(変化の度合い) | 家計ごとのエネルギー関連支出の削減率 (%)             | 9   |
|                   | 販売された製品ごとのエネルギー消費削減量 (KWh)         | 6   |
|                   | 販売された製品または提供されたサービスごとの温室効果ガス排出量削減量 | 25  |
|                   | 投資先企業の売上高成長率 (%)                   | 14  |
|                   | 「変化の度合い」データの合計                     | 54  |
| BREADTH<br>(幅)    | 新たにエネルギーへのアクセスを提供された顧客数            | 16  |
|                   | 直接支援した、あるいは投資した企業で創出された雇用数         | 36  |
|                   | 総販売数                               | 27  |
|                   | クリーンエネルギーが提供された時間数                 | 4   |
|                   | 「幅」データの合計                          | 83  |
| DURATION<br>(期間)  | 予測される製品寿命 (年)                      | 15  |
|                   | 製品やサービスの保証を提供した組織数                 | 31  |
|                   | リコールされた製品の割合 (%)                   | 24  |
|                   | 「期間」データの合計                         | 70  |

(出所) Global Impact Investing Network (GIIN) (October, 2019) “Evaluating Impact Performance : Clean Energy Access Investments” より大和総研仮訳

## おわりに

これまで見てきたように、目標の設定から、データ主導の投資の意思決定に至る一連のサイクルに沿って、「インパクト評価」は行われている（図表8）。インパクト評価の実施は、経済的（金銭的）リターンの獲得と並行して社会や環境に対してポジティブなインパクトをもたらすという社会的インパクト投資の目的を果たす上で極めて重要であり、社会的インパクト投資の要件の1つとして位置づけられるべきであるといえる。現状、各々の社会的インパクト投資家が自組織の目標と整合性のある、多種多様な評価指標やデータ収集・分析手法を採用している。これは、個別の投資先企業のインパクト・マネジメント（正のインパクトを最大化し、負のインパクトを最小化する）という目的に適っている一方、マクロ的な視点から、社会的インパクト投資が生み出した資金の流れがどの程度社会課題の解決に貢献したのか、「見える化」する上では、共通指標や統一化された分析手法の活用も今後求められる可能性がある。

図表 8 本稿で紹介した、インパクト評価の各ステップに対応するツールや手法のまとめ

|        | ステップ               | 本稿で紹介したツールや手法                                 |
|--------|--------------------|-----------------------------------------------|
| Plan   | 目標の設定              |                                               |
|        | フレームワークの策定および指標の選定 | ロジック・モデル、IRIS                                 |
| Do     | データの収集・蓄積          | IMP (Impact Management Project) のインパクトデータカテゴリ |
|        | データの検証             |                                               |
| Assess | データの分析             | 事前事後比較、マッチングデザイン、RCT (ランダム化比較実験)              |
| Review | データの報告             |                                               |
|        | データ主導の投資の意思決定      |                                               |

(出所) Social Impact Investment Taskforce (September, 2014) “Measuring Impact: Subject paper of the Impact Measuring Working Group”、他各種資料より大和総研作成

現状、我が国では社会的事業に対するインパクト評価が十分に行われているとは言い難い。EY 新日本有限責任監査法人が実施した、内閣府委託調査<sup>12)</sup>によると、社会的事業への助成、貸付または出資を行う日本の資金提供者のうち、「支援先の社会的な成果の評価が可能であることを条件としている」割合はいずれの場合も低かった(助成[11.9%]、貸付[4.7%]、出資[9.9%])。また、同調査によれば、いずれの形態をとる資金提供者においても、「支援先の社会的な成果を評価する手法が不十分である」ことを上位課題として挙げていた。

社会的インパクト投資家が投資先の社会的事業者を通じて、行政や従来型のビジネスだけでは解決できない課題に取り組む上では、事前に目標を設定し、事後的に社会的な成果を可視化し、評価・検証を行うことは欠かせない。インパクト評価の先行事例の共有や、インパクト評価の実施支援を行う外部機関(コンサルティング会社やシンクタンク、NPO など)との協働を通じて、日本においてもインパクト評価が根付くことを期待したい。

#### 参考文献

- Reeder, Neil and Andrea Colantonio (January 2013) “Measuring Impact and Non-financial Returns in Impact Investing: A Critical Overview of Concepts and Practice” EIBURS Working Paper. London School of Economics and Political Science.
- Reisman, Jane and Veronica Olazabal (October 2016) “Situating the Next Generation of Impact Measurement and Evaluation for Impact Investing” Rockefeller Foundation.
- So, Ivy and Alina Staskevicius (2015) “Measuring the “impact” in impact investing” Harvard Business School.
- マーク・J. エプスタイン、クリスティ・ユーザス著、鶴尾雅隆、鴨崎貴泰監訳、松本裕訳(2015年10月)『社会的インパクトとは何か：社会変革のための投資・評価・事業戦略ガイド』英治出版

<sup>12)</sup> EY 新日本有限責任監査法人(2019年3月)「平成30年度 内閣府委託調査 我が国の社会的事業に対する資金的及び非資金的支援の実態に関する調査報告書」