

2024 年 11 月 6 日 全 9 頁

国内外で広がるインパクト投資：現状と課題

上場株式への投資や、年金基金等の取り組み拡大がカギに

金融調査部 主任研究員 太田 珠美

[要約]

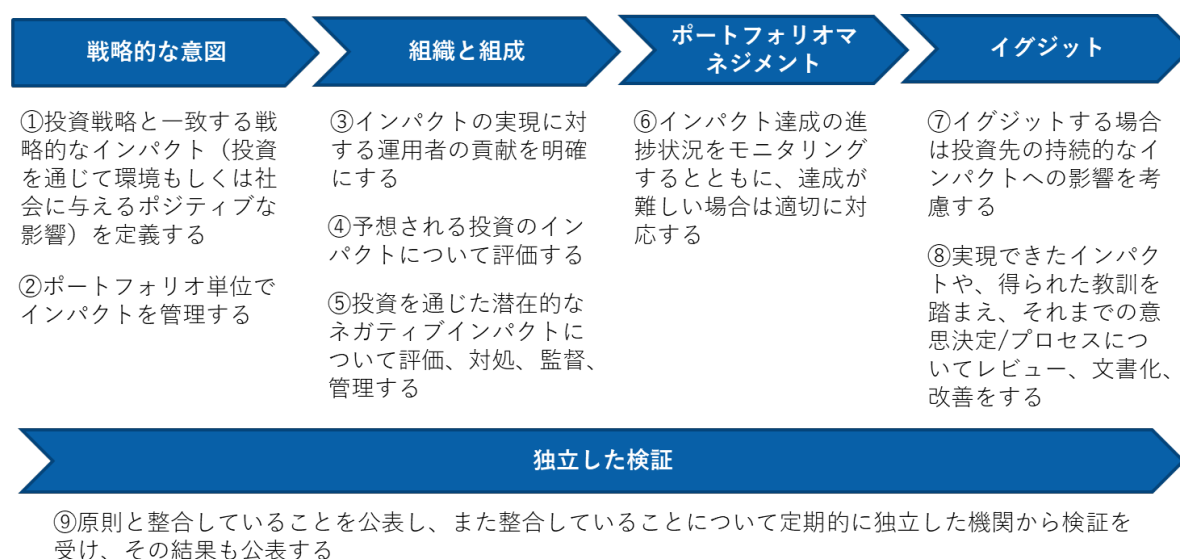
- 投資を通じて金銭的リターンの獲得と、環境や社会にポジティブな影響（インパクト）をもたらすことの双方を目的とする「インパクト投資」に取り組む投資家が、世界的に増えている。インパクト投資のガイドライン等も複数策定されており、日本では金融庁が「インパクト投資（ファイナンス）に関する基本的指針」を公表している。
- インパクト投資の一層の拡大に向け、上場株式に対するインパクト投資の促進や、年金基金等の取り組みを阻害する要因の解消などが進められている。日本では内閣官房の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」において、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）・共済組合連合会等の公的年金に関して「中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮すること」は他事考慮に当たらないことを明確化した。
- 世界的なインパクト投資の推進団体である GIIN（Global Impact Investing Network）の最新の調査結果によれば、インパクト投資に取り組む投資家が過去 5 年間、業界発展において進捗がみられた分野として多く挙げたのは、①インパクトマネジメントと財務マネジメントに関する意思決定を統合的に行う能力、②市場における活動やトレンド、実践に関する調査、③関連するスキルを持つ専門家、などであった。一方、課題がみられた分野は①インパクト測定フレームワーク間の断片化、②インパクトに関する結果の同業他社比較、③投資先から受け取ったインパクトデータの検証、などであった。

1. 国内外で広がるインパクト投資

投資を通じて金銭的リターンの獲得と、環境や社会に対してポジティブなインパクトをもたらすことを目指すインパクト投資（ファイナンス）が近年、広がりを見せている。インパクト投資を促進するグローバルな組織である GIIN（Global Impact Investing Network）は世界全体のインパクト投資の運用資産額を 1 兆 5,710 億米ドルと推計している¹。日本の運用資産額に関しては社会変革推進財団によると、11 兆 5,414 億円と推計されている（2023 年 6 月末時点）²。一般的に「投資」と「融資」は区別して扱われることが多いが、いずれの団体もインパクト投資のアセットクラスの一つとして融資を含めており、インパクト投資の運用資産額には融資額も含まれる。（本稿ではこれに則り、インパクトをもたらすことを意図して行われる融資も含め「インパクト投資」と表記する。）

インパクト投資に関して、様々な団体が考え方やガイドライン等を示している。GIIN はインパクト投資を構成する要素として、①環境や社会にポジティブなインパクトを与える投資家の意図、②経済的利益への期待、③期待する経済的利益とアセットクラスが多様であること、④インパクト測定と報告へのコミットメント、の 4 つを挙げている。また、IFC（国際金融公社）は 2019 年に「インパクト投資の運用原則」を策定しており、投資戦略と一致する戦略的なインパクトを定義すること、投資のインパクトについて評価することなどを掲げている（図表 1）。

図表 1 IFC のインパクト投資の運用原則



（出所）IFC “Operating Principles for Impact Management”（2019 年 2 月、2023 年 12 月改訂）、大和総研仮訳

それ以外にも、どのようなインパクトを生み出したいか考える際に参考になる UNEP FI（国連

¹ GIIN（2024）“SIZING THE IMPACT INVESTING MARKET 2024”より。推計方法の違いなどから、同団体が過去に公表しているインパクト投資の運用資産額の数値とは連続しない。

² 『日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2023 年度調査-』（一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）発行／GSG 国内諮問委員会 監督）（2024 年 4 月）より。なお、数値の一部は 2023 年 3 月末もしくは 2023 年 9 月末時点の数値を含む。

環境計画・金融イニシアティブ)の「インパクト・レーダー」³や、組織が人々や地球に与えるインパクトを“WHAT”、“WHO”、“HOW MUCH”、“CONTRIBUTION”、“RISK”の5側面から考えることを提唱するIMPACT FRONTIERの“Five dimensions of impact”⁴、インパクトを測定・管理するためのツールとして知られるGIINの“IRIS+”など、様々なものが策定されている。Impact Management Platform⁵が提供する“Resource List”では、インパクト投資に関連し得る様々なガイドライン等を検索することができる。本稿執筆時点で、登録されている資料は130を超える⁶。

日本では2014年に「G8 インパクト投資タスクフォース JAPAN(現:GSG Impact JAPAN National Partner)」が設立され、同団体がインパクト投資の普及・促進などに取り組んできた。2021年には21の金融機関が集まり、インパクト志向金融宣言を設立した。インパクト志向の投融資の実践を目指す同団体の総署名機関は、2024年10月1日時点で82社(署名金融機関76社、署名協力機関6社)まで増加している。

また、金融庁はインパクト投資に対する共通理解を醸成し、市場・実務の展開を促進するため、2024年3月に「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」を公表した。当該指針では、インパクト投資の基本的要素として、①実現を「意図」する「社会・環境的効果」が明確であること、②投資の実施により、効果の実現に貢献すること(contribution)、③効果の「特定・測定・管理」を行うこと(identification / measurement / management)、④市場や顧客に変革をもたらし又は加速し得るよう支援すること、の4点を示している。

2. インパクト投資の課題

(1) 上場株式に対するインパクト投資の拡大

従来、インパクト投資は未上場企業に対する投資を中心に広がってきた。インパクト投資は投資後にインパクトの測定・管理を行うことが期待されており、またインパクトの創出に関して投資家が貢献することも重要な要素である。上場企業に対するインパクト投資は、個々の投資家が大きな影響力を持ちにくい点や、事業内容が多岐にわたるため投資のインパクトが測定しづらいといった難しさがある。2023年にGIINが公表した“2023 GIINSIGHT IMPACT INVESTING ALLOCATIONS, ACTIVITY & PERFORMANCE”によれば、インパクト投資を行っている投資家におい

³ UN Environment Programme Finance Initiative (2017, Revised edition 2022) “The Impact Radar A resource for Holistic Impact Analysis”

⁴ “Five dimensions of impact”はUNDP(国連開発計画)やIFC、PRI(責任投資原則)などが参加していたImpact Management Projectという非営利組織が提唱した考え方である。2021年の同組織の解散以降、“Five dimensions of impact”は非営利組織のIMPACT FRONTIERが引き継いでいる。

⁵ インパクトの管理に関する普及・推進を図る組織であり、OECD(経済協力開発機構)とUNEP FIが共同議長を務め、IFCやUNDP、国連グローバルコンパクトが運営委員会を務める。

⁶ 2024年10月21日時点において“[Impact Management Platform](#)”ウェブサイトを確認された数。“Impact Management Platform”にはCDPやGRI(Global Reporting Initiative)、TNFD(自然関連財務情報開示タスクフォース)など非財務情報開示に関連する団体も参加しており、リストにはこれらの団体のガイドライン等も含まれている。

て未上場株式に投資していると回答した割合が最も高く（69%）、次いで融資という回答が多かった（47%）⁷。これに対し、上場株式は18%にとどまった（複数回答）。日本のインパクト投資も同様で、未上場株式に投資している割合が58%、融資が36%、上場株式が28%である⁸。

一般的に、未上場企業より上場企業の方が事業規模は大きく、ビジネスを通じて環境や社会に与えるインパクトも大きい。投資によるインパクトを高めるには上場株式に対するインパクト投資を促進する必要があることから、GIINは2023年に“GUIDANCE FOR PURSUING IMPACT IN LISTED EQUITIES”を公表している。詳細は割愛するが、資産運用会社が上場株式へのインパクト投資を行う際のポイントとして、①ファンドまたはポートフォリオ戦略の設定、②ポートフォリオの設計と選択、③投資先企業とのエンゲージメント、④インパクトパフォーマンスデータの利用、の4点に言及している。

日本では上場株式に特化したガイダンスは策定されていないが、GSG 国内諮問委員会（現：GSG Impact JAPAN National Partner）が設置したインパクト IPO ワーキンググループが2024年5月に「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」を公表している。同ガイダンスはインパクトの創出を意図する企業が上場する際や上場後に、投資家など資本市場関係者との間で、情報開示等を通じて共通理解を醸成し、建設的な対話をするためのポイント等をまとめたものである。上場株式に対するインパクト投資を支援するツールの1つと言えるだろう。

（２）年金基金等の取り組みの拡大

① インパクト投資と受託者責任

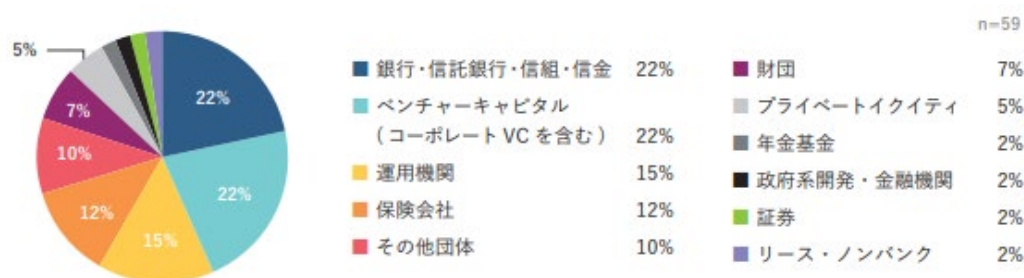
アセットクラスを中心に未上場株式、融資であることの裏返しで、日本のインパクト投資資金の出し手は銀行・信託銀行・信組・信金とベンチャーキャピタル（コーポレートベンチャーキャピタルを含む）の比率がそれぞれ22%と高い（図表2）⁹。次いで、運用機関（15%）、保険会社（12%）などが続く。年金基金や投資信託の運用を担う機関投資家など、資産運用規模の大きい投資家はインパクト投資をあまり行っていない状況である。投資を通じたインパクトを高める観点からは、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティファンドだけでなく、年金基金や投資信託の運用機関など、資産運用規模の大きい機関投資家がインパクト投資に取り組むことが期待される。

⁷ 世界各国のインパクト投資家を対象とする調査で、回答数は303機関。脚注1のGIIN（2022）とは母集団が異なる。

⁸ 脚注2のSIIF（2023）より。

⁹ 脚注1のGIIN（2024）の調査から世界全体のインパクト投資家の内訳（GIINの調査回答者のうち、組織形態が明確な920機関の内訳）を確認すると、59%がファンドマネージャー、年金基金が14%、国際開発機関が5%、財団が5%、次いで保険会社（4%）、銀行（4%）、基金（3%）、ファミリーオフィス（2%）、ソブリンウェルスファンド（2%）、その他（1%）となっている。日本の分類と異なり、ファンドマネージャーにベンチャーキャピタルやプライベートエクイティ、運用機関などが含まれるとみられるが、内訳の分類は不明である。

図表2 日本のインパクト投資の取り組み組織



出典:「インパクト投資に関するアンケート調査(2023年)」(GSG国内諮問委員会)を基に作成

(注)「貴組織の業種として最も当てはまるものを1つお選びください」という設問に回答した59組織の内訳。
(出所)『日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2023年度調査-』(一般財団法人社会変革推進財団(SIIF)
発行/GSG 国内諮問委員会 監督) p19

年金基金等の機関投資家がインパクト投資を行うためには、インパクト投資が受託者責任の観点から問題がないのか整理する必要がある。受託者責任とは、年金基金や機関投資家など資金の出し手(最終投資家)から資産の管理・運用を任された機関投資家が、最終投資家の利益を最優先に考え、資産の管理・運用を行う責任である。最終投資家の利益以外の目的を考慮すること(いわゆる他事考慮)は受託者責任に反すると考えられる。インパクト投資に関しては、最終投資家が環境や社会的インパクトの創出を期待していることが明確な場合は他事考慮に当たらないので、受託者責任に反しないと考えられるが、そうでない場合は他事考慮に当たり、受託者責任に反し得る。

PRI と UNEP FI、The Generation Foundation は“A Legal Framework for Impact (LFI)”というプロジェクトを立ち上げ、投資に関する意思決定が実社会に与えるインパクトについて議論を深めるとともに、国際法律事務所のフレッシュフィールドズブルックハウスデリンガーに委託し、インパクトを中心に据えた投資の意思決定をしようとした場合の法規制上の制約の有無について、地域別の調査を行った。2021年にLFIの成果物として公表された“A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT Sustainability impact in investor decision-making”では、一般的には機関投資家の主な目標は金銭的リターンの獲得であり、持続可能性に関するリスクが金銭的リターンの獲得に影響する場合は、受託者責任として持続可能性に関連する要素を運用戦略に取り入れ、投資判断をすることが求められる可能性がある、と整理している。一方で、金銭的リターンと、持続可能性に関連する目標を並行して追求することを受託者責任として認めるケースは限定的で、ほとんどの法域において、金銭的リターンを優先することが求められると指摘している。

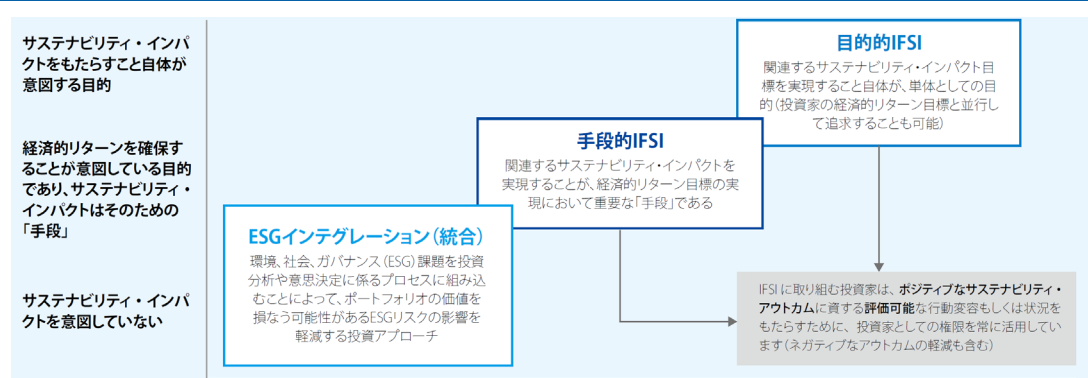
② LFI が提唱する IFSI (サステナビリティ・インパクトをもたらす投資)

当該報告書では、投資家の目的に応じて、環境や社会に対するインパクト(サステナビリティ・インパクト)をもたらす投資(IFSI: Investing for Sustainability Impact)を2つに分類している。1つは目的の IFSI であり、これは関連するサステナビリティ・インパクト目標を実現すること自体を目的とする(投資家が金銭的リターンと並行して追求する場合を含む)投資で

ある。もう1つは手段的 IFSI であり、これはサステナビリティ・インパクトの実現を金銭的リターンの獲得において重要な手段と位置付ける投資である（図表3）。

図表3のとおり、IFSI は、サステナビリティ・インパクトを意図するか否かで、ESG を考慮する投資アプローチ（ESG インテグレーション）とは区別される。また、インパクト投資と IFSI は、投資を通じてサステナビリティ・インパクトをもたらすことを目的とする点で共通するが、IFSI は手段を資金提供に限定していない。投資先企業とのエンゲージメントや、政策当局への働きかけなど、より多様な手法を認めている（現時点ではインパクト投資のような構成要素等も示されていない）。そういった観点で、IFSI の方がインパクト投資より包括的な概念であり、インパクト投資は IFSI の手段（具体的な投資手法）の1つということもできるだろう。

図表3 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資



（出所）PRI「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み 日本 投資業界全体におけるサステナビリティ目標の統合（参考訳）」（2023年6月）p7、原典はPRI（2023）“A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT JAPAN INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY”

LFI の報告書では日本の法的枠組みにおける IFSI と受託者責任の関係について「（前略）環境要素及び社会的要素が運用成果に対して財務的に重大な影響を及ぼす場合には、リスクと収益のバランスを考慮したうえで、当該環境要素及び社会的要素を投資判断において考慮する義務を負っているといえます。他方、対象投資家が投資収益を無視して環境要素及び社会的要素を追求することは一般的には容認されませんが、投資先企業の企業価値を維持又は高めることによって中長期的に投資収益の向上につながると合理的に判断する場合には、短期的には投資収益が阻害される場合でも、環境要素及び社会的要素を追求することができます。（後略）」¹⁰と整理している。つまり、一般的には受託者責任の観点から目的IFSI は認められないが、手段的IFSI は許容され得るという見解である。

LFI プロジェクトは 2023 年に“A LEGAL FRAMEWORK FOR IMPACT JAPAN INTEGRATING SUSTAINABILITY GOALS ACROSS THE INVESTMENT INDUSTRY”を公表し、その中で日本の政策当局に対し提言を行っている。その提言の1つに「投資家の義務において、サステナビリティ・インパクト目標の追求を考慮することがどの程度許可、もしくは義務化されているかを明確化」と

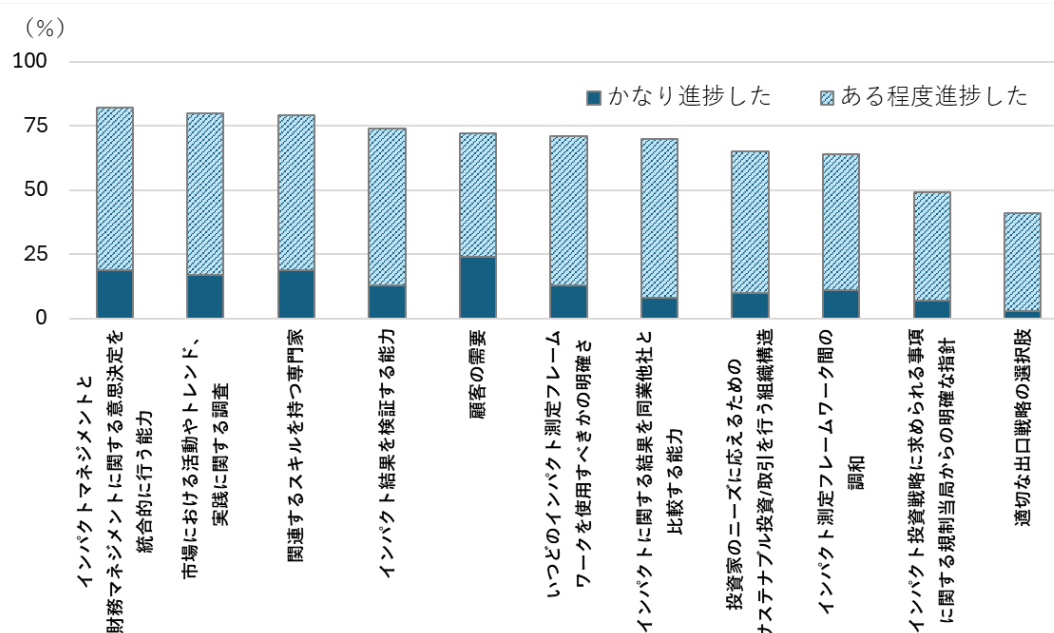
¹⁰ PRI「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み 投資意思決定におけるサステナビリティ・インパクト」（2021年）p12、原典はPRI（2021）“A Legal Framework for Impact: sustainability impact in investor decision-making”

いう内容がある。こうした提言も踏まえ、2024 年 6 月に内閣官房の「新しい資本主義実現本部/新しい資本主義実現会議」が公表した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」では「サステナビリティ投資は、持続可能な社会の実現とともに中長期的な投資収益の向上を図るものであり、GPIF・共済組合連合会等が、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるものとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESG の考慮と同様、『他事考慮』に当たらない。GPIF・共済組合連合会等において、こうした整理を踏まえた取組を行うことについて検討する。」旨が明記された。少なくとも手段的 IFSI に関しては、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）や共済組合連合会等の公的年金が負う受託者責任に反しないことが明確化されたと言えるだろう。

（3）その他の課題（インパクト測定フレームワークの乱立や出口戦略の難しさ）

インパクト投資の広がり世界的な潮流であり、これまで述べてきたとおり様々なガイドライン等の開発や、法的解釈の整理が進められている。GIIN が世界各国のインパクト投資家に行った調査によれば、2019 年以降に進捗がみられた分野として、①インパクトマネジメントと財務マネジメントに関する意思決定を統合的に行う能力、②市場における活動やトレンド、実践に関する調査、③関連するスキルを持つ専門家、といった回答をする投資家が多く見られた（図表 4）。

図表 4 過去 5 年間で、業界発展において進捗がみられた分野（進捗したと回答した投資家の割合）



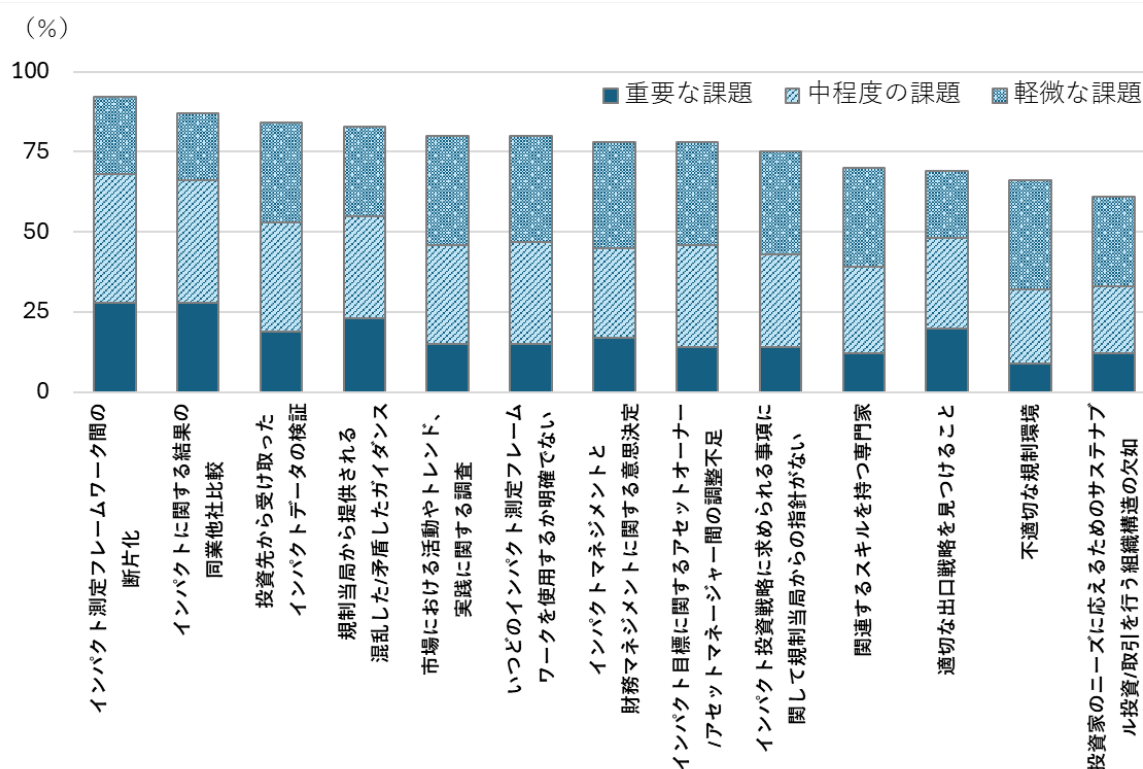
（注）調査に回答したのは 305 組織だが、項目によって回答数は異なる。

（出所）GIIN (2024) “STATE OF THE MARKET 2024 Trends, Performance and Allocations”より大和総研作成

一方で、課題がみられた分野としては、9 割以上の投資家が「インパクト測定フレームワーク間の断片化」と回答している（図表 5）。「インパクトに関する結果の同業他社比較」、「投資先か

ら受け取ったインパクトデータの検証」を課題として挙げる投資家の割合も高い。インパクト投資を通じたインパクトの測定や管理に関しては、まだまだ発展途上の段階にあると言えるだろう。

図表5 過去5年間、業界発展において課題がみられた分野（課題と回答した投資家の割合）

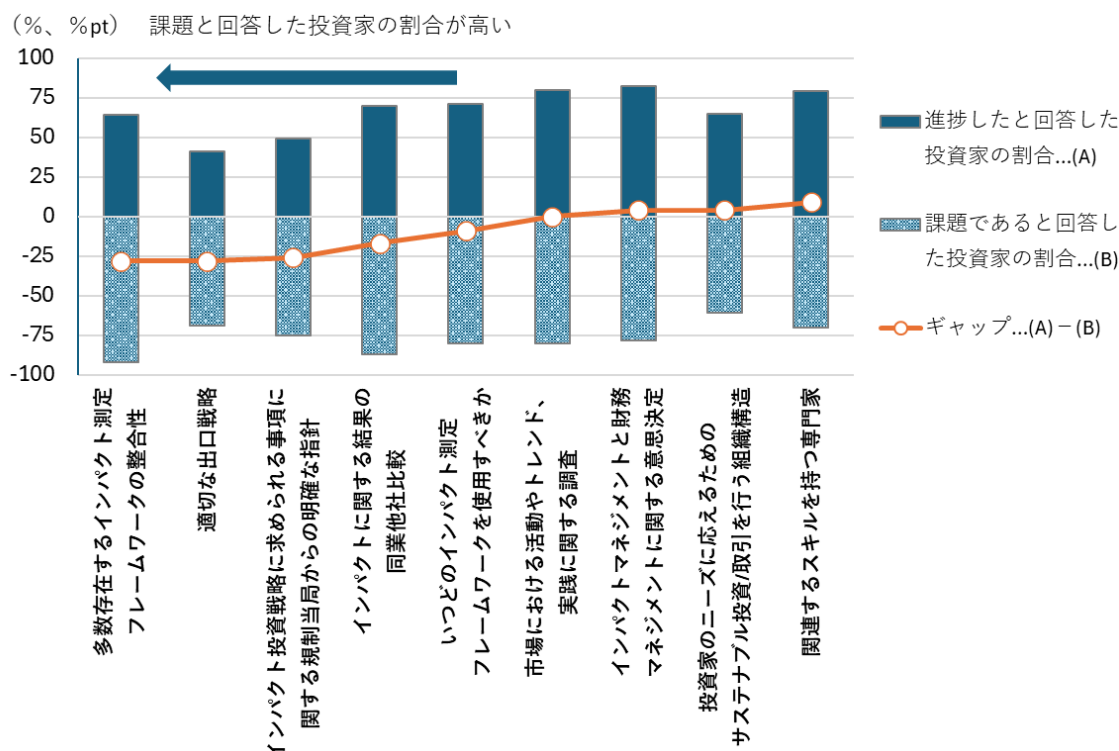


(注) 調査に回答したのは305組織だが、項目によって回答数は異なる。

(出所) GIIN (2024) “STATE OF THE MARKET 2024 Trends, Performance and Allocations”より大和総研作成

なお、進捗がみられた分野と、課題がみられた分野の双方を比較すると、いずれの回答比率も高い分野がある。例えば、インパクトに関する結果の同業他社比較に関しては「進捗がみられた分野」と回答する投資家が約7割いる一方で、「課題がみられる分野」と回答した投資家は約9割に達する。進捗しつつも課題が残る分野ということであろう。「進捗がみられた分野」と「課題がみられた分野」のギャップが大きい（投資家が課題として認識する割合が相対的に高い）分野としては、「多数存在するインパクトフレームワーク間の整合性」「適切な出口戦略」「インパクト投資戦略に求められる事項に関する規制当局からの明確な指針」などが挙げられる（図表6）。

図表6 進捗がみられた分野と課題がみられた分野のギャップ



(注) 調査に回答したのは305組織だが、項目によって回答数は異なる。

(出所) GIIN (2024) “STATE OF THE MARKET 2024 Trends, Performance and Allocations”より大和総研作成

3. インパクト投資の一層の広がりに向けて

ここまで述べてきたとおり、インパクト投資は世界的に広がっている。今後の一層の拡大には、上場株式に対するインパクト投資の促進や、年金基金などの機関投資家の取り組みが増えることが必要であろう。インパクト投資は発展途上の分野であり、インパクト測定をどのように行うか、出口戦略をどのように描くかなど、様々な課題がある。社会全体として認知度を高めること、インパクト投資を実践できる人材を育成することなども重要だ。

最後に、金融機関や投資家がインパクト投資に取り組む意義について述べたい。2015年のSDGs（持続可能な開発目標）の国連総会での採択や、COP21（国連気候変動枠組条約第21回締約国会議）でのパリ協定の採択などを契機に、様々な環境・社会課題に対し、官民で連携して取り組む機運が高まっている。金融機関や投資家に対しては、金融仲介機能、投資行動が生み出す環境・社会的な影響を考慮することが期待されている。インパクト投資に取り組むことは、こうした金融機関や投資家に対する社会からの要請に応える1つの手段となり得る。

また、環境や社会に良いことをしていると謳っているが、実態がない、悪影響に関する情報を隠すといった、“ウォッシュ問題”も懸念されている。インパクト投資は環境や社会に与えるインパクトの測定・管理を行うことが重要なポイントであることから、金融機関や投資家がインパクト投資に取り組むことは、“ウォッシュ問題”の懸念払拭につながるものと言えるのではないだろうか。