

社会的インパクト投資における インパクト評価・認証の現状と 将来展望

仲 浩史

東京大学未来ビジョン研究センター 教授

池田 宜睦

東京大学公共政策大学院 特任教授

湯山 智教

東京大学未来ビジョン研究センター 客員研究員

株式会社大和総研



社会的インパクト投資における インパクト評価・認証の現状と将来展望

2021年7月25日

東京大学未来ビジョン研究センター
仲浩史*、池田宜睦†、湯山智教‡

株式会社大和総研§

要 約

Society 5.0 for SDGs の達成の鍵を握るとされる「進化した ESG 投資」（経団連、GPIF、東大による共同研究報告書で提唱）は、投資対象企業の本業の拡大とその結果もたらされる正の社会的インパクトの拡大を評価する点に特色がある。しかしながら、社会的インパクト投資に関しては、その前段階として、インパクトとは何か、どのように評価・計測するのか、どのように正当化(認証)されるのか、といった点で課題や明らかにはなっていないことも多い。本稿は、こうした観点から、インパクトの認証を中心に、その実態の把握と、認証に当たっての基準等の適用に関する課題、さらにインパクト評価に関する最近の学術研究の動向等について整理し、最後に、社会的インパクト評価の在り方に関する将来展望を示したものである。認証制度に期待される役割として、投資家と投資先企業間に生じる情報の非対称性の低減があり、本稿で取り上げた認証は、取得する企業に求められる対応に差異はあるものの、いずれもこの点において役割を果たし得るものといえる。特に、上場企業へのインパクト投資では、ある程度共通の指標で、まとめて評価できるような仕組みも必要と考えられる。ただし、インパクト投資の評価に関する学術研究を見渡すと極めて研究の蓄積が乏しいのが現状である。インパクト評価の将来は、より測定が困難なインパクトを望む方向へのインパクト投資の拡大、インパクト評価の主体の広がりといった現象を考慮すると、基本的に、①インパクト評価の基準の収斂、②インパクト・マネジメントの認証の進化、③上場会社の株式投資におけるインパクト評価の在り方、④インパクト投資を受ける側における対応の進展、の大きく4点にかかっているといえる。

* 東京大学未来ビジョン研究センター教授

† 東京大学公共政策大学院特任教授

‡ 東京大学未来ビジョン研究センター客員研究員（前公共政策大学院特任教授）

§ 本ワーキングペーパーは、東京大学未来ビジョン研究センターの令和二年度委託調査に基づく株式会社大和総研による報告書（2020年3月）をもとに、著者らが加筆修正したものである。第1、2、3、5章が同報告書内容を一部修正したものである。

目次

はじめに.....	6
第1章 社会的インパクト投資とは何か.....	7
1. 歴史的経緯と定義.....	7
(1) 社会的インパクト投資の歴史的経緯.....	7
(2) 社会的インパクト投資の定義.....	7
① GIIN の定義.....	8
② IFC の定義.....	10
③ OECD の定義.....	12
2. 社会的インパクト投資の規模.....	15
第2章 社会的インパクト投資に求められるインパクト評価の考え方.....	17
1. インパクト評価のプロセス.....	17
(1) 政策評価におけるインパクト評価との違い.....	17
(2) Plan.....	18
(3) Do.....	19
(4) Assess.....	20
2. インパクト投資の金銭的価値への換算の取組み.....	22
(1) SROI (Social Return on investment).....	22
(2) IMM (the Impact Multiple of Money).....	24
3. インパクト評価の課題.....	28
(1) 社会的インパクト投資家に対するアンケート結果.....	28
(2) データに関する課題.....	29
第3章 インパクト認証に関する機関・制度.....	31
1. 社会的事業を行う法人に対する認証制度.....	31
(1) CIC(Community Interest Company).....	31
① 制度の概要.....	31
② 登録要件.....	32
③ 利用状況.....	32
④ 登録等に関するコスト.....	33
⑤ 登録のメリット.....	33

(2) L3C(low-profit limited liability company)	33
① 制度の概要	33
② 登記の要件	34
③ 利用状況.....	34
④ 登記等に関するコスト	35
⑤ 登記のメリット	35
(3) Benefit Corporation	36
① 制度の概要	36
② 登記の要件	36
③ 利用状況.....	36
④ 登記等に関するコスト	37
⑤ 登記のメリット	37
(4) Certified B Corporation	37
① 仕組みの概要	37
② 認証の要件	38
③ 利用状況.....	39
④ 認証に必要なコスト	39
⑤ 認証のメリット	39
2. 社会的事業を行っていることを上場要件とする取引所.....	40
(1) Social Stock Exchange(イギリス)	40
(2) Impact Investment Exchange Asia(シンガポール)	40
(3) Social Venture Connexion(カナダ)	41
(4) Social Impact Exchange (マレーシア)	42
3. 環境にポジティブなインパクトを与えるプロジェクトへの投資を認証する仕組み.....	43
(1) CBI 認証	43
① グリーンボンドガイドラインで求められる外部機関評価.....	43
② CBI 認証の詳細.....	44
③実際にどれくらい活用されているか.....	46
④その他.....	47
(2) EU グリーンボンド基準・エコラベル.....	47
① グリーンプロジェクト.....	48
② グリーンボンド・フレームワーク	48
③ レポーティング	48

④ 認定外部評価機関による検証	49
4. それぞれの認証制度の投資判断への活用可能性	50
第4章 インパクト投資に関する既存学術研究等の動向	52
第5章 社会的インパクト投資のプレイヤーにおける考え方	55
(1) 社会的インパクト投資における経済的リターンの考え方	55
(2) インパクト評価に対する考え方	56
(3) 社会的インパクト評価に対する考え方のまとめ	57
第6章 インパクト評価の在り方に関する将来展望	59
1. インパクト評価の基準の収斂	59
2. インパクト・マネジメントの認証の進化	60
3. インパクト投資の対象の拡大と上場会社の株式投資におけるインパクト評価の在り 方の進化	60
4. インパクト評価の主体の拡大と投資を受ける側における対応の進展	60
参考文献	62

はじめに

東京大学、GPIF、経団連による共同研究では、「ESG 投資の進化、Society 5.0 の実現、そして SDGs の達成へ ―課題解決イノベーションへの投資促進―」と題する報告書がまとめられた(2020年3月26日公表¹、以下「報告書」という。)。報告書では、Society 5.0 for SDGs の達成にとって、ESG 投資の進化が鍵を握るとの分析がなされた。

報告書は、ESG 投資はこれまで、社会への負の影響の最小化、企業の中長期的なリスク低減に着目しており、その意義は今後とも失われるものではないが、Society 5.0 for SDGs を推進していく上では、社会への正の影響の最大化、企業の中長期的な成長に着目する方向へと ESG 投資は進化することが不可欠と指摘する。これは、企業の側から見ると、負の社会的インパクトの最小化のみならず、正の社会的インパクトの最大化をも目指す必要があり、そのために企業は視野を中長期的なリスク低減から中長期的な成長へと拡張することが不可欠となる。企業は単にCSR(Corporate Social Responsibility)を果たすことにとどまらず、本業を通じて社会貢献を行うことが必要になるわけである。

他方、社会的インパクト投資に関しては、そのインパクトの評価に際し、正の社会的インパクトに重きを置くことから、前述の通り、広範にわたる環境や社会の分野における負のインパクトの削減度合いを評価する「従来の ESG 投資」とは異なる。また、欧米において発達してきている社会的インパクト投資は、投資対象がベンチャーやプライベート・エクイティ、社会貢献団体などの比較的小ぶりの組織であるのが現状である。そのため社会的インパクト投資の評価対象は、これらの組織がその活動を通じてもたらす限定的な特定分野における正の社会的インパクトとなっている。「進化した ESG 投資」は多様な事業を通じていろいろな分野で正の社会的インパクトをもたらす先に投資するものであることから、インパクト評価対象の範囲が社会的インパクト投資とは異なる。

しかしながら、SDGs の達成にファイナンス面から今後さらに大きな役割が期待される社会的インパクト投資に関して、その前段階として、いまだ社会的インパクト投資とはいかなるものか、特にインパクトとは何か、どのように評価・計測するのか、どのように正当化(認証)されるのか、といった点で課題や明らかにはなっていないことも多く、特にインパクト投資の認証及びインパクト評価等の活用、その前提となる基準等の在り方等について、実務的にもさらなる研究が望まれているといえる。

本ワーキングペーパーでは、こうした観点から、インパクトの認証を中心に、その実態の把握と、認証に当たっての基準等の適用に関する課題、さらにインパクト評価に関する最近の学術研究の動向、インパクト投資のプレーヤーにおける経済的リターンやインパクト評価に対する考え方等についてまとめ、最後に、社会的インパクト評価の在り方に関する将来展望を示す。

¹ 東京大学、GPIF、経団連による共同研究報告書(経団連他(2020))は、以下よりダウンロード可能。
<<https://www.keidanren.or.jp/policy/2020/026.html>(最終閲覧日 2021年5月31日)>

第1章 社会的インパクト投資とは何か

1. 歴史的経緯と定義

(1) 社会的インパクト投資の歴史的経緯

社会的インパクト投資は一般的に、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を指すとされている。起源は、社会的責任投資(SRI)にあるといわれている(柿沼 2019 等)。SRI は、教会が資産運用する際に、たばこやアルコールなど宗教教義に反する事業を行う企業を投資先から除外することから始まったものとされており、その後欧米を中心に公民権運動や反戦運動など、様々な社会運動と結びつきながら発展した。1980 年代に環境問題への関心が高まると、環境問題をテーマとした投資が広がったほか、企業の社会的責任(CSR) の観点から企業を評価する動きが拡大した。

2006 年には国連において当時の事務総長コフィー・アナン氏の発案により、責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment) が発足した。PRI は、投資の長期的な経済的リターンの向上のために、機関投資家は受託者責任の範囲内で環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance) の 3 つの要素(ESG) を考慮して投資の意思決定を行うべきであることを宣言したものである。経済的リターンを重視する ESG 投資は、大手の機関投資家にも受け入れられていった。

その一方、投資の経済的リターンだけでなく、社会的なリターンも重視すべきという見方も強まった。2007 年に米国の民間慈善事業団体であるロックフェラー財団が開催した総会において、初めて「インパクト投資(impact investing)」という呼称およびコンセプトが提唱された²。2013 年には、G8 サミットにおいて議長国であった英国のキャメロン首相(当時) の発意により、社会的インパクト投資をグローバルに普及させることを目的に「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」(現 The Global Steering Group for Impact Investment [GSG] に移行) が設立された。

2015 年には、国連サミットにおいて持続可能な開発目標(SDGs) が採択され、改めて社会的インパクト投資への注目度が高まっている。SDGs の採択文書「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」においては、SDGs 達成には、政府だけでなく、民間部門の資金やイノベーションが不可欠であると述べられている。こうした中、社会や環境に関する様々な課題(以下、社会課題という) の解決を狙った資金提供手法の 1 つとして、社会的インパクト投資への期待は一層高まっている。

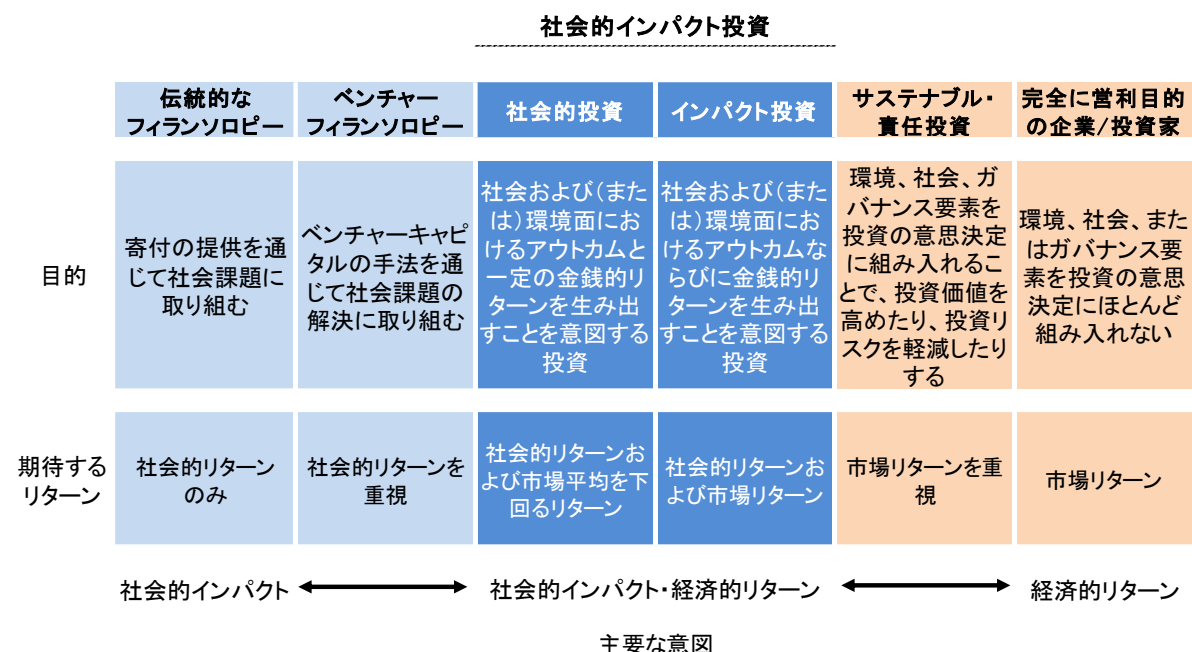
(2) 社会的インパクト投資の定義

図 1 は、OECD (2019) による、経済的リターンと社会的リターンの 2 軸から社会的インパクト投資の位置づけを示している。これによれば、社会的リターンおよび市場平均を下回る経

² Harji and Jackson(2012)より。

済的リターンを期待する「社会的投資」と、社会的リターンと同時に市場平均並みの経済的リターンを期待する「インパクト投資」の 2 つが「社会的インパクト投資」と定義されている。一方、ESG 投資は「サステナブル・責任投資」に該当する。

図 1 ファイナンスの目的別に見た資金の分類



(出所) OECD(2019)より大和総研作成

図 1 の分類で示したように、社会的インパクト投資の基本的な性質として、投資の実行において社会課題解決の意図を有していること、また経済的リターンも一定程度(少なくとも投資元本を棄損しない程度)重視することが挙げられている。しかしながら、社会的インパクト投資市場が拡大するにつれ、このような定義だけでは不十分であるとの認識が高まり、社会的インパクト投資を再定義しようとする動きが広がっている。

① GIIN の定義

GIIN(Global Impact Investing Network) はこれまで、社会的インパクト投資の定義として表 1 で示した 4 点(前述のインパクトをもたらす意図や、一定の経済的リターンの獲得、アセットクラスの幅の広さ、インパクト・パフォーマンスの測定やレポートを含むインパクト評価の実施)を挙げている。GIIN は 2019 年 4 月にこれに加え、インパクト投資の「中核的特徴(core characteristics)」とする 4 つの要素を新たに提唱した(表 2)。GIIN によると、この中核的特徴は「社会的インパクト投資を実践面から定義し、一般的な投資におけるアプローチとの差別化を図る」とともに、「投資がポジティブな社会的インパクトをもたらす高い可能性を有していることを確実にする」ものとしている。

表 1 GIIN による社会的インパクト投資の定義

<p>意図</p> <p>社会的インパクト投資は社会や環境面の課題の解決に貢献することを意図する。これが、ESG投資や責任投資、スクリーニングなどの他の戦略と異なる点である。</p> <p>経済的リターン</p> <p>社会的インパクト投資は、市場レートからそれ以下のレートまでの範囲で経済的リターンを追求する。これが、フィランソピーと異なる点である。</p> <p>アセットクラスの幅</p> <p>社会的インパクト投資は様々なアセットクラスにおいて行われる。</p> <p>インパクト評価</p> <p>社会的インパクト投資の最大の特徴は、投資家が社会的インパクト投資の社会・環境面のパフォーマンスの測定およびレポートにコミットする点である。</p>

(出所) GIIN(2020b)より大和総研仮訳

表 2 GIIN による社会的インパクト投資の中核的特徴

<p>社会・環境面における正のインパクトに貢献する意図がある</p> <ul style="list-style-type: none"> ・透明性のある経済的リターンおよびインパクト目標を設定している。 ・インパクトを実現するための目標や戦略が明確になった投資理論を示している。 <p>投資設計の際にエビデンスやインパクトデータを活用している</p> <ul style="list-style-type: none"> ・実証的なエビデンスや確立された科学、および投資プロジェクトにおいてターゲットとする、特定の人々や環境コミュニティによって求められているニーズと一致する、社会・環境面における課題を特定する。 ・アクセス可能な最良のデータを利用する。 ・インパクト投資家としての活動の厳密性を高めるために長期にわたるインパクト分析を可能にするための能力を向上させる。 <p>インパクト・パフォーマンスのマネジメントを行っている</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資サイクルにフィードバックループを組み込む。 ・インパクト目標を達成するうえでのリスクを特定し、これを緩和するための計画を策定する。 ・投資活動に伴うネガティブなインパクトを緩和するよう努める。 ・投資家および投資先に対してできる限り比較可能な形で、年次のインパクトデータを開示する。 <p>インパクト投資市場の成長に寄与している</p> <ul style="list-style-type: none"> ・以上の社会的インパクト投資をどの程度実践しているか開示する。 ・慣習、アプローチ、インパクト目標の記述の際の基準、戦略およびパフォーマンスについて共通の様式を用いる。 ・意思決定の際に共同投資家や投資先の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を考慮する。 ・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。

(出所) GIIN (2020b)より大和総研仮訳

② IFC の定義

IFC(International Financial Corporation, 国際金融公社) は、社会的インパクト投資を「経済的リターンの獲得と並行して、測定可能な社会的な目標の達成に貢献する特定の意図をもって実行される投資」と定義している(IFC2019a)。つまり、社会的インパクト投資とは、投資家が事前に社会的アウトカム(成果)の向上を「意図(Intent)」し、企業に対して資金や非資金的な援助を通じて「貢献(Contribution)」することで、企業のアウトプット(結果)やプロセスにおいて、あるいは投資家が想定した受益者に対して「測定可能な改善(Measurable Improvements)」をもたらすものとされている(図 2)³。

IFC は投資家の「意図」の内容として、投資先企業のプロジェクトによるアウトカムの向上やマーケットの創造を挙げている。前者はプロジェクトの直接的なステークホルダー(顧客、雇⤁者、サプライヤー)に関連するアウトカムを指している。後者はインパクトが及ぶ範囲をより広範に想定しており、新たなビジネスモデルを示すことなどを通じて、セクターやマーケットに影響を及ぼすことが含まれる。また、ポジティブなインパクトを意図するにあたり、大前提としてネガティブなインパクトを与える(“first do no harm”)べきでないとしている。

IFC は社会的インパクト投資における「貢献」について考える上で、投資先企業(またはセクター)による貢献と社会的インパクト投資家による貢献は区別して考える必要があると述べている。企業によるインパクトとは、企業が提供する商品やサービス、雇⤁の創出を通じてもたらされるものである。自らの価値観に一致する企業に投資する、いわゆる **Value-aligned investor** と呼ばれる投資家は、既に一定のインパクトを生み出している企業に投資をするが、当該企業もたらす社会的インパクトの量に変化を及ぼしていないと指摘している。

これに対し、社会的インパクト投資家による貢献には、「資金的支援」、「知識や技術的な支援」、「経営への影響力やコントロールの行使」が挙げられる。「資金的支援」に関しては、一般的な投資家よりも長期にわたって資金を提供する(“patient capital”)ことや、提供した資金が資本コストやリスクの引き下げに寄与する(“flexible capital”)ことが該当するとされている。IFC はプライベート(非上場)市場においては、マーケット・レートを下回る経済的リターンを要求する社会的インパクト投資家の存在が、直接的に投資先企業の資本コストの低下に寄与すると指摘している。マーケット・レートを要求する社会的インパクト投資家の場合、非資金的な援助を提供することを通じて、貢献が可能であるとしている。図 2 の「追加的な支援」に関しては、投資先企業に対してネットワークの構築や資金調達、経営面でのノウハウの提供が具体例として挙げられている。「経営への影響力やコントロールの行使」については、ESG 投資におけるエンゲージメントの形で企業に影響を及ぼすことが想定されている。ただし、投資家や企業の貢献が結果にどのように結びついているのか把握することは容易でないとしている。

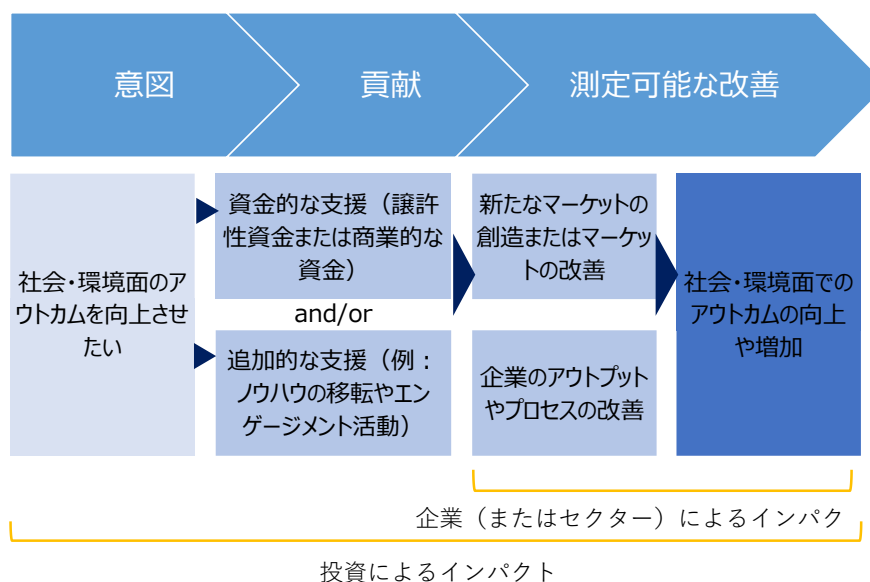
IFC が定義するインパクト投資を満たす最後の要素、「測定可能な改善」に関して、投資家は意図したインパクトを生み出すためのマネジメントをする上では、インパクトの測定までやり遂げる必要があると IFC は主張している。インパクト評価を通じて得られた社会・環境にお

³ アウトプット、アウトカム、インパクト等の違いについては第 2 章を参照。

るアウトカムデータは、投資家の意思決定にとっても有用であるとしている。

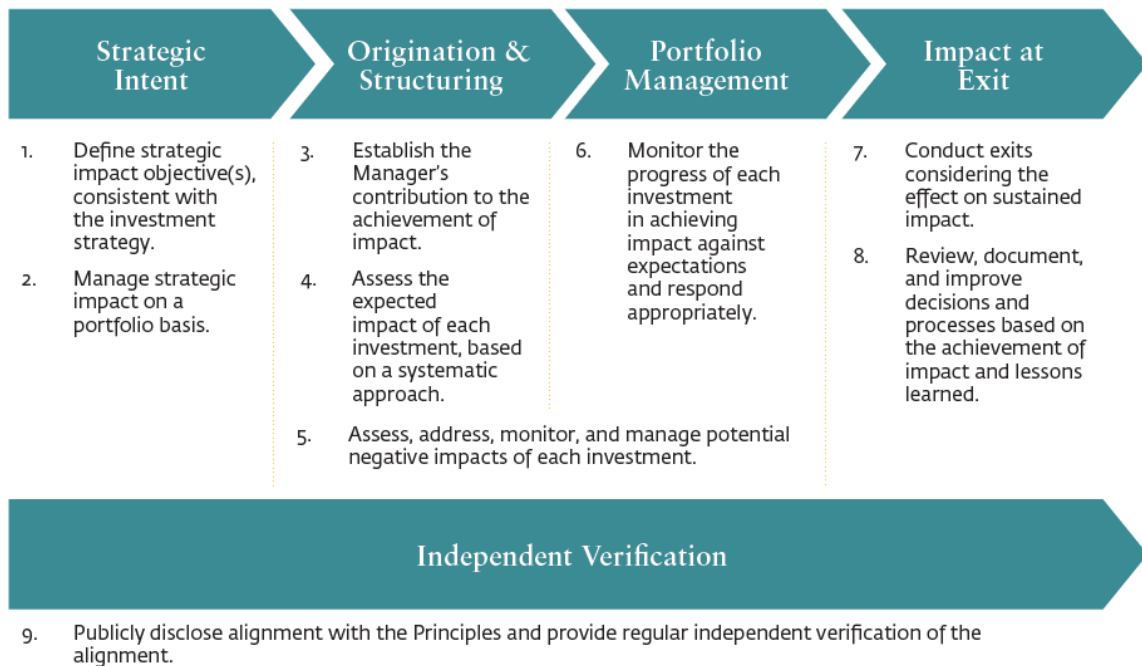
2019年4月には、IFCによって"Operating Principles for Impact Management"が立ち上げられた。開発銀行の他、欧米を中心とする大手運用機関、日本からは国際協力機構が同原則に署名している。図3に示すように、同原則は9つの項目からなっており、署名機関は、資金提供者のインパクトをもたらす上での戦略的な意図に沿って、オリジネーションやストラクチャリング、ポートフォリオマネジメント、エグジットに至るまで、インパクトが適切にマネジメントされていること、またこのプロセスが原則に適合しているか情報開示を行うとともに、独立機関による検証を受けることが求められている。

図2 IFCによる社会的インパクト投資の定義



(出所)IFC(2019a)より

図 3 IFC による Operating Principles for Impact Management



(出所) IFC(2019b) より抜粋

③ OECD の定義

表 3 は OECD(2015)による社会的インパクト投資の定義を示している。GIIN や IFC が理念的な定義を挙げているのに対し、OECD は「社会的投資分野」「受益者の背景」「(投資対象となる)財・サービス」「財・サービス提供組織の意図」「投資家の意図」「社会的インパクトの評価可能性」の 6 つの具体的な適格条件を示している。

これによると、社会的インパクト投資の対象分野は、社会的ニーズを充足する分野に限定されており、コミュニティ、文化や芸術は典型的にはフィランソロピーの分野であるとしている。他方、環境やエネルギーは本来的には社会的インパクト投資の中核分野とは必ずしもいえないが、近年新たな投資分野として拡大しているとしている。また、社会的対象分野には多くの場合重複があるとともに、ある分野の活動が他の分野への影響や波及効果をもたらす可能性もあることに留意する必要があるとしている。

受益者(社会的インパクト投資対象となった財・サービスによって社会的便益を受ける者)の背景については、年齢や家族形態といった社会的人口構造や居住場所は問わないが、「リスクを抱えた人々」を対象とすることとされている。

「財・サービス」については、完全に私的あるいは公的な財・サービスへの投資は社会的インパクト投資の対象とならないとしている。一方、個人に経済効率性をもたらし、社会全体へのインパクトが大きい事業(例：手ごろな価格の住宅)や、社会に対し経済合理性をもたらし、個人へのインパクトが大きいもの(例：犯罪者の社会復帰支援による刑務所の予算削減)は対象となるとしている。

財・サービス提供組織(社会的インパクト投資の対象となる投資先企業)、投資家ともに、インパクトをもたらすという意図だけでなく、インパクトをもたらすためのガバナンスが機能しているかという点など、成果にコミットする体制を整えることが求められている。IFC(2019)は投資家にインパクトをもたらす意図があれば、投資先の企業側の意図の有無は問わないとしているのに対し、OECD(2015)は企業が意図せずにインパクトを生み出した場合は不適格であるとしている。

インパクト評価については、定性的評価、定量的評価、金銭換算のいずれの手法をとっても良いが、公式的な評価を経ていることを適格要件としている。

経済的リターンについては、市場平均並みか元本を棄損しない程度のリターンの獲得を目指すこととしている。なお、最初から市場平均以上のリターンを目指す場合には、不適格になるが、意図せず市場平均を上回った場合には、不適格にならないとしている。

表 3 OECD による、社会的インパクト投資の定義

1. 社会的投資分野			
典型的なフィランソロピー	コミュニティ		
	文化 芸術		
社会的インパクト投資の中核分野	高齢化	適格	
	障害者	適格	
	健康	適格	
	子ども・家族	適格	
	社会的秩序・安全	適格	
	住宅	適格	
その他の分野、主流投資セクター	失業	適格	
	教育・職業訓練	適格	
	農業		
	環境・エネルギー		
	水・衛星		
	金融サービス(マイクロファイナンスを含む) ICT		
2. 受益者の背景			
リスクを抱えた人々	社会的人口構造	年齢 家族形態 その他	適格
		貧困 新興 先進	
	地区		
リスクを抱えていない人々	所得		不適格
3. 財・サービス			
公共性の程度(*)	公的 (社会的インパクト投資)		不適格 適格
	私的		不適格

※公共性の程度

		経済効率性	
		個人	社会/システム
社会的インパクト	個人	私的	社会底インパクト投資の対象となりうる (例)再犯率を下げ、犯罪者を社会復帰させ、刑務所の予算を削減する
	社会	社会的インパクト投資の対象となりうる (例)手頃な価格の住宅	公的

4. 財・サービス提供組織の意図

付随的な社会的成果	事前に意図していたわけではないが、社会的成果が得られた場合を指す	不適格
明確な社会的使命の意図	単にその使命を表明するだけでは不十分である。	不適格
義務的な報告	組織規則において、資金提供者に対して社会的な成果を報告することを義務付けているか。	適格
外部認証又はラベル	B-Corp認証など。	適格
法的拘束力のある制約	社会的使命からの逸脱(mission drift)を防ぐための条項を契約に含むなど。	適格

5. 投資家の意図

付随的な社会的成果	事前に意図していたわけではないが、社会的成果が得られた場合を指す。	不適格
文書で示された社会的意図	単に社会的意図を表明するだけでは不十分である。	不適格
義務的な報告	社会的な成果を報告することを義務付けているか。	適格
法的拘束力のある制約	法人格に基づく法的要求事項など。	適格

6. 社会的インパクトの評価可能性

評価なし		不適格
非公式評価あり、金銭換算なし		不適格
公式評価あり、金銭換算なし	公式評価とは、計画、実行、評価、検証の4つのプロセスを実施しているものを指す。	適格
公式評価あり、金銭換算あり	ソーシャルインパクトボンドなど。	適格

金銭的リターンの期待

助成金	フィランソピーであり、投資とは捉えられない	不適格
元本の回収		適格
市場金利以下のリターン		適格
市場金利を超えるリターン	利益目的の通常の投資と変わらない。ただし、結果として市場金利を超えるリターンを得る可能性はある。	不適格

(原典) OECD(2015)

(出所) 内閣府「インパクト投資の定義と特徴」(休眠預金等活用法審議会、参考資料 基礎資料集〈URL : https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/shingikai/sanko/sanko.html(最終閲覧日 2020年3月19日)〉より大和総研作成

(「適格」「不適格」の文字着色は大和総研)

2. 社会的インパクト投資の規模

世界の社会的インパクト投資の市場規模について見ると、GIINが実施した調査によれば、世界で1,340超の機関投資家が社会的インパクト投資を行っており、そのうち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年末のインパクト投資残高は4040億ドル（約44兆円）であり、インパクト投資全体の推定残高は7150億ドル（約79兆円）になると推計されている⁴。この推計は、投資家の自己申告に基づくアンケート調査結果に依拠しており、ここでの社会的インパクト投資の定義は、「経済的リターンと並行して、ポジティブかつ測定可能な社会・環境面でのインパクトをもたらすことを意図する投資」である。

社会的インパクト投資家のうち、本部所在地が北米またはヨーロッパ(東ヨーロッパを除く)である割合が8割と大部分を占める一方、東アジアは2%にとどまっている(

表4)。社会的インパクト投資は幅広いアセットクラスで行われているが、プライベート市場での運用が主流となっている(

⁴ GIIN(2019, 2020c)を参照。

図 4)。また、目標とする経済的リターン水準は「リスク調整後の市場リターン」が 6 割超を占める(図 5)。

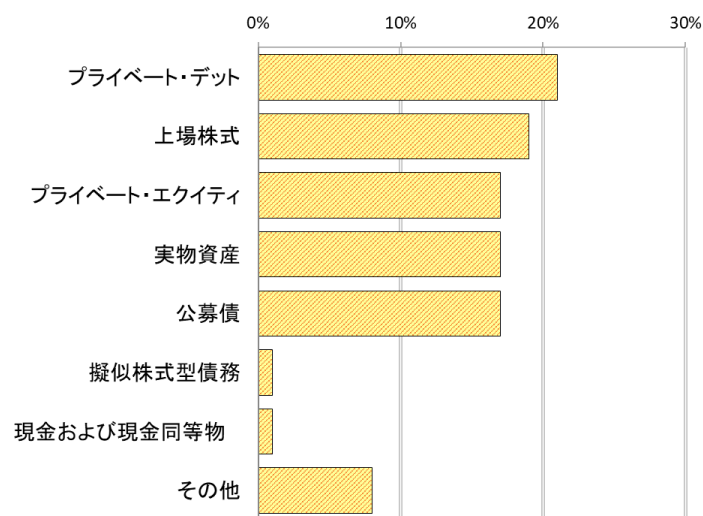
表 4 社会的インパクト投資家の本部および分類

社会的インパクト投資家の本部		社会的インパクト投資家の分類	
本部の所在地	全体に占める割合	投資家の分類	全体に占める割合
米国・カナダ	45%	アセット・マネージャー(営利)	51%
西、北、南ヨーロッパ	26%	ファンド・マネージャー(非営利)	14%
サブサハラアフリカ	7%	財団	14%
ラテンアメリカおよび カリブ諸島(メキシコを含む)	6%	国際開発金融機関	5%
東アジア	4%	ファミリーオフィス	4%
東南アジア	3%	各種金融機関	3%
オセアニア	3%	年金基金	2%
南アジア	3%	保険会社	1%
中東、北アフリカ	1%	その他	8%
特定の本部なし	2%		

(注) 各項目で四捨五入をしているため、合計は 100%にならない。

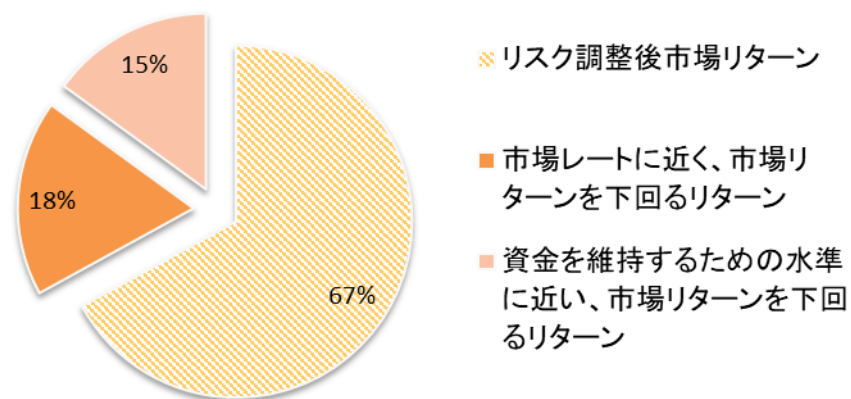
(出所) GIIN(2020c)より大和総研作成

図 4 社会的インパクト投資のアセットクラス



(出所) GIIN(2020c)より大和総研作成

図 5 社会的インパクト投資家の目標リターン



(出所) GIIN(2020c)より大和総研作成

第2章 社会的インパクト投資に求められるインパクト評価の考え方

1. インパクト評価のプロセス

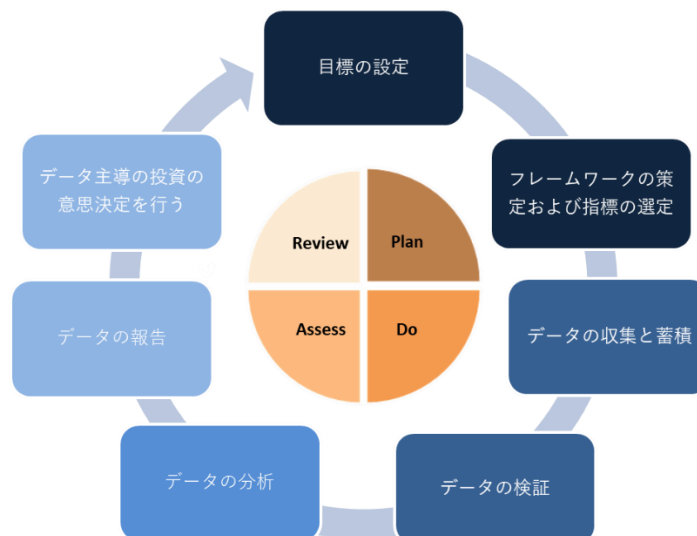
(1) 政策評価におけるインパクト評価との違い

第1章では、GIIN、IFC、OECDが提唱する社会的インパクト投資の定義を見てきた。この3者は、定義にばらつきがあるものの、社会的インパクトの評価を社会的インパクト投資の要件の1つとして組み込むことに関しては意見が一致しており、今後、社会的インパクト投資においてインパクト評価の実施は不可欠なものとなるだろう。

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ことが求められている。インパクト評価には、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、非資金的な支援などの評価も含まれる。

社会的インパクト投資によるインパクトを評価する「ソーシャル・インパクト評価」という評価手法は比較的新しい試みである。従来、評価学においては、政策評価のための手法としての「インパクト評価」が研究されてきた。評価学におけるインパクトとは、何らかの社会的介入の成果とされており、統計解析等の手法を用いて社会的介入による純変化量を取り出し、社会的介入の効果の有無を論じることに主眼が置かれている。これに対し、社会的インパクト投資における「ソーシャル・インパクト評価」は、投資プロジェクトの目標設定から成果の報告に至るまでの一連のプロセスを指す。(本稿ではこれ以降、インパクト評価という表記は、社会的インパクト投資における「ソーシャル・インパクト評価」を指すものとする。) Social Impact Taskforce(現 GSG) は、この一連のプロセスを Plan、Do、Assess、Review の4つのフェーズに分けて説明している(図6)。以下、この流れに沿ってインパクト評価の手法について見ていく。

図6 インパクト評価の流れ



(出所) Social Impact Investment Taskforce(2014)より大和総研作成

(2) Plan

〈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、経済的リターンの他に、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。目標は各投資家が独自なものを掲げる場合もあれば、SDGs等と関連させて示す場合もある。基本的には、投資家自身が目標を設定した上で、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〉

社会的インパクト投資における目標が、どのような過程を経て実現されるのか、フレームワークに従って仮説を立て、目標の達成度を測る上で適切な指標を選定する。フレームワークの代表的なものとして、セオリー・オブ・チェンジおよびロジックモデルがある。セオリー・オブ・チェンジは、目標とする社会・経済的な変化を生むためには、投資家や企業がどのような介入をする必要があるのかを示したものである。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表したものであり、インパクトが生み出されるまでの過程が、インプット、アクティビティ、アウトプット、アウトカムを経て表される(図7)。インプットは、人的・経済的・物的リソースの投入、アクティビティは具体的な事業活動を指す。これらを通じて直接的にもたらされる結果がアウトプットであり、マイクロファイナンス事業を例に挙げれば、新たに融資契約を結んだ顧客数となる。アウトカムは事業がプロジェクトの受益者にもたらした成果である。例えば、短期アウトカムとして新規事業の立ち上げ件数、長期アウトカムとして事業からの収入額が挙げられる。インパクトは、長期的な社会・経済的な変化であり、マイクロファイナンス事業では地域の貧困率の低下などが挙げられる。しかし、こうした社会・経済的な変化は事業以外の様々な要因の影響を受けるため、実際にはアウトカム指標についてデータ収集が行われる場合が多い。

図7 ロジックモデル



(出所) 各種資料より大和総研作成

社会的インパクト投資家の中には、まず自らの投資活動がインパクトを生むまでの過程を説明するセオリー・オブ・チェンジやロジックモデルを策定し、投資先企業に対しても自社のビジネスに関するフレームワークの策定を求めているところもある。

評価指標については、投資家や投資先企業によって独自に作成される指標の他、IRISなどの共通指標が活用されている。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の

カタログである。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統合的な"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。

(3) Do

〈データの収集と蓄積、および検証〉

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。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、レポートニング、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(

表 5)。IMP のデータカテゴリは、指標に基づく定量的なデータだけでは補足しきれない受益者の地理的・社会的・経済的情報といった定性情報を補足する際にも有用とされている。

表 5 IMP のインパクトデータ・カテゴリ

Enterprises and investors can assess their impact performance by assessing and reporting 15 categories of data		
Impact dimension	Impact data category	Description
□ What	1. Outcome level in period	The level of outcome experienced by the stakeholder when engaging with the enterprise. The outcome can be positive or negative, intended or unintended.
	2. Outcome threshold	The level of outcome that the stakeholder considers to be a positive outcome. Anything below this level is considered a negative outcome. The outcome threshold can be a nationally or internationally-agreed standard.
	3. Importance of outcome to stakeholder	The stakeholder's view of whether the outcome they experience is important (relevant to other outcomes). Where possible, the people experiencing the outcome provides this data, although third party research may also be considered. For the environment, scientific research provides this view.
	4. SDG or other global goal	The Sustainable Development Goal target or other global goal that the outcome relates to. An outcome might relate to more than one goal.
○ Who	5. Stakeholder	The type of stakeholder experiencing the outcome.
	6. Geographical boundary	The geographical location where the stakeholder experiences the social and/or environmental outcome.
	7. Outcome level at baseline	The level of outcome being experienced by the stakeholder prior to engaging with, or otherwise being affected by, the enterprise
	8. Stakeholder characteristics	Socio-demographic and/or behavioural characteristics and/or ecosystem characteristics of the stakeholder to enable segmentation
≡ How Much	9. Scale	The number of individuals experiencing the outcome. When the planet is the stakeholder, this category is not relevant.
	10. Depth	The degree of change experienced by the stakeholder. Depth is calculated by analysing the change that has occurred between the "Outcome level at baseline" (Who) and the "Outcome level in period" (What).
	11. Duration	The time period for which the stakeholder experiences the outcome
+ Contribution	12. Depth counterfactual	The estimated degree of change that would have happened anyway - without engaging with, or being affected by, the enterprise. Performance of peer enterprises, industry or local benchmarks, and/or stakeholder feedback are examples of counterfactuals that can be used to estimate the degree of change likely to occur anyway for the stakeholder.
	13. Duration counterfactual	The estimated time period that the outcome would have lasted for anyway - without engaging with, or being affected by, the enterprise. Performance of peer enterprises, industry or local benchmarks, and/or stakeholder feedback are examples of counterfactuals that can be used to estimate the duration likely to occur anyway for the stakeholder.
△ Risk	14. Risk type	The type of risk that may undermine the delivery of the expected impact for people and/or the planet. There are nine types of impact risk.
	15. Risk level	The level of risk, assessed by combining the likelihood of the risk occurring, and the severity of the consequences for people and/or the planet if it does.

Source: Impact Management Project



(出所) IMP ウェブサイト 〈URL:<https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/> (最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日)〉より抜粋

(4) Assess

〈データの分析〉

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。分析の手法も表6で示すように様々あり、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。

表 6 分析手法

	メソッド	概要	比較グループ	メソッドが有効なケース
疑似実験的手法	事前事後比較	時間の経過とともにプログラム参加者がどのように変化したのかを測定する。	プログラム参加者本人（参加前と参加後）	プログラムへの参加の有無のみが変化に影響している場合。
	単純差異	プログラム終了後に、参加者と非参加者の違いを測定する。	何らかの理由でプログラムに参加しなかった人のうち、プログラム終了後のデータが収集できた人。	非参加者も参加者も同じようにプログラムに参加する可能性があり、不参加者は、プログラムに参加しなかったことを除けば、参加者と同じ属性である場合。
	差分の差分分析	参加者のアウトカムにおける事前事後変化を測定する。その後、非参加者のアウトカムから参加者の事前事後変化を差し引き、プログラム参加による相対的なアウトカムの変化を測定する。	何らかの理由でプログラムに参加しなかった人のうち、プログラム開始前・終了後のデータが収集できた人。	もしプログラムが存在しなければ、調査期間中、プログラム参加者と非参加者のアウトカムには差がなかった場合。
	重回帰分析	参加者と非参加者を比較し、両者のアウトカムにおける差異を説明すると考えうる特性（収入、年齢、性別等）を調整することでプログラムの影響を推定する。	何らかの理由でプログラムに参加しなかった人のうち、プログラム開始前・終了後のデータが収集できた人。	調整されなかった属性は結果に影響を与えない、または、参加者と非参加者の2つのグループにおいて差がない場合。
	統計的マッチング	プログラム参加者と、プログラムに参加しなかった類似グループの人々を比較する。	正確マッチング：各参加者に対して、属性が同じ非参加者（少なくとも一人以上）。 傾向スコアマッチング：各参加者に対して、年齢、性別、職業などの属性から予測される、プログラムの参加確率が同程度の人。	調整に含まれなかった属性は結果に影響を与えない、または、参加者と非参加者の3つのグループにおいて差がない場合。
	回帰不連続デザイン	個々人は特定の計測可能な特徴や基準に従って、ランク付けやスコアリングがなされる。これに基づき、閾値が設定され、プログラムへの参加資格が決められる。閾値より上側に位置するプログラム参加者は閾値より下側の非参加者と比較される。	閾値に近い位置にあるが、閾値を超えなかったためにプログラムの参加資格を持たない人。	属性等によって参加資格を調整した後、閾値の真上の人と真下の人が統計的に等しくなる場合。閾値による基準には厳密に従わなければならない。特定の個人をプログラムに参加させるために閾値を操作することがあってはならない。
	操作変数法	プログラムに参加するか否かは、ほぼランダムな要因によって予測できる。この要因（操作変数）は、プログラムに参加するか否かを通してのみ、アウトカムに影響を及ぼす。プログラムへの参加の有無はアウトカムに影響する。	「操作変数」からプログラムに参加しないと予測されており、なおかつ実際にプログラムに参加しなかった人。	「操作変数」によりアウトカムを予測できる場合。もし、「操作変数」によってプログラムへの参加が予測できないのであれば、その「操作変数」はアウトカムに影響を及ぼさなかったということになる。
実験的手法	ランダム割り当てでは、プログラム参加者と非参加者の属性（観察可能なものとそうでないものの両方）が平均的に等しくなるように行われる。プログラム参加者と非参加者の違いはプログラムへの参加の有無のみであるため、アウトカムの違いはプログラムの因果効果によるものである。	実験参加者はランダムにプログラムに参加しないグループに割り当てられる。これは、一般的に統制グループと呼ばれる。	ランダム割り当てがうまく機能し、2つのグループの属性（観察可能なものとそうでないものを含む）が統計的に等しい場合。	

(出所) Poverty Action Lab ウェブサイト"Impact Evaluation Method"

〈URL:<https://www.povertyactionlab.org/sites/default/files/resources/impact-evaluation-methods-table.pdf> (最終閲覧日 2020年3月19日)〉より大和総研作成

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比較を行うことが考えられる。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間の因果関係を推定するため、ランダム化比較実験(RCT)を活用した分析が求められる。ただし、RCTの実施には一定のコストがかかるため、費用対効果も含め、例えば下記の図8のようなRCTの分析手法としての適切性を考慮する必要がある。

図 8 RCTに適した施策と適さない施策の例



(出所) 家子他 (2016年)より抜粋

2. インパクト投資の金銭的価値への換算の取組み

通常の投資であれば、投資利回りを計算して案件の優劣を容易に比較できる手法が確立している一方で、インパクト投資の世界では、評価方法は様々なものが検討されているものの、そのために投資案件を相互に比較することが困難となっている。そこで、インパクト投資の対象となる案件が、社会に与えるインパクトを金銭的価値に置き換えることによって、案件相互間の比較を容易にする取組みが行われてきた。その中でも、代表的なものが社会的投資利益率(Social Return on investment; SROI)である。

(1)SROI (Social Return on Investment)

社会的投資利益率 (Social Return on Investment; SROI) は、インパクト投資の対象となるような事業から生み出される社会的利益について、直ちには金銭的価値に換算できない部分についても、社会に与える変化を評価することによってインパクト評価を行い、その金銭的価値を算出して、最終的には、1ドルの投資から何ドル相当の社会的価値を生み出したのかを算出する手法である。

①SROI の沿革

SROI は、1997年～1999年に、米国の REDF (Roberts Enterprise Development Fund、主に雇用創出に取り組む非営利組織や社会的企業に対して資金提供及び経営能力向上支援を行う中間支援組織) により開発された。その後、2008年に SROI の実践者のネットワーク組織として SROI Network がロンドンで設立 (後に Social Value International に名称変更) され、SROI の普及・発展に向けた活動を行っている⁵。

②SROI の概要

SROI の計算方法については、以下の式で表される。なお、SROI には、過去に行われた社会的投資プロジェクトを事後的に評価する「評価型」と、将来行われる社会的投資プロジェクトを事前に評価する「予測型」の2種類がある。

$$\boxed{\text{社会的収益率 (SROI値)}} = \frac{\text{アウトカムの貨幣価値換算価額の合計}}{\text{インプットの貨幣価値換算価額の合計}}$$

(出所) Social Value Japan Web サイト

(URL : <http://socialvaluejp.org/impactassessment/aboutsroi> (最終閲覧日 2021年5月31日))

⁵ Social Value Japan Web サイト<<http://socialvaluejp.org/impactassessment/aboutsroi/>> (最終閲覧日 2021年5月31日) の記載を参考に整理。

③SROI の原則

SROI での分析を行う際には、7つの原則が遵守される状況が必要とされている。特徴的な点としては、ステークホルダーにも評価に加わってもらい、プログラムの社会的価値の向上に向けて協力して取り組む点が挙げられる。

表 7 SROI での分析を行う際の 7つの原則

	原則	詳細
1	ステークホルダーの関与 Involve stakeholders	スコープの決定、アウトカムの特定、財務プロキシの決定等の主要なプロセスにステークホルダーが関与すること。
2	変化に対する理解 Understand what changes	評価の対象となるアウトカム（社会的変化）を肯定的・否定的なものを含め、エビデンスを以って認識する
3	重要な物事を価値づける Value the things that matter	評価の対象となるアウトカムに対して重要性の評価を行い、重要なもののみを評価の対象とする
4	重要な物事のみを評価の対象とする Only include what is material	重要だとされたアウトカムが、関連性と重要性の観点から、マテリアリティがあるかどうかを検討する
5	過剰な主張をしない Avoid overclaiming	過大にアウトカムを計上するのを回避する
6	透明性の担保 Be transparent	データの証憑について、その出典や根拠を明らかにする
7	結果の検証 Verify the result	評価結果について、ステークホルダーにフィードバックを行い、妥当性の検証を行う

(出所) Social Value Japan Web サイト (URL:<http://socialvaluejp.org/impactassessment/aboutsroi>) (最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日) より(原典は Nicholls *et al.*(2012)より Social Value Japan 作成)

④SROI の手順

以下の6つの手順に沿って SROI を算出することとされている。

表 8 SROI の手順

	手順	内容
1	分析の範囲と、キーとなるステークホルダーの特定	分析対象となる活動の中で、どこからどこまでを SROI 分析の対象とするのか、そのプロセスにはどのようなステークホルダーが関わっているのかを明確にする。
2	活動の効果（アウトカム）のマッピング	ステークホルダーと協議しながら、組織活動による変化の方程式（セオリー・オブ・チェンジ）を表す「インパクト・マップ」を作成し、活動のための投入リソース（インプット）と活動結果（アウトプット）、それによる活動の効果（アウトカム）を確認する。
3	活動の効果（アウトカム）の実証とその価値評価	活動の効果を確認するためのデータを収集し、その価値を評価する。
4	活動によるインパクトの確認	活動の効果の裏づけとなるデータを集めて金額換算し、外部要因による変化や組織活動に起因するものではない変化をそこから除外する。
5	SROI の算出	全ての効益を合計し、マイナス要素を差し引いて投資と対比することで、その効果を検証する。ここでは、その結果に対する感度分析も実施する。
6	SROI 分析の報告ならびに組織への定着	ステークホルダーと分析の結果を共有し、有効な活動内容を組織に取り入れるとともに検証結果を検証する。

（出所）英国内閣府サードセクター局「SROI 入門」（URL: http://socialvaluejp.org/wp-content/uploads/2018/08/SROI入門_Social-Value-Japan.pdf（最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日））

⑤SROI の特徴

SROI の特徴としては、①社会的価値を貨幣価値化することで、プロジェクトの事業パフォーマンスの把握や、他のプロジェクトとの比較が可能になること、②プロジェクトによって創出された社会的価値について、プロジェクトの利用者に対するものだけでなく、プロジェクトに関与する他のステークホルダーに対するものについても明らかにすることが可能であること、③社会的価値の分析過程でプロジェクトの直接の対象者を含めたステークホルダーを参画させるので、分析結果の妥当性が高まるだけでなく、各ステークホルダーのプロジェクト結果に対する納得感を向上させ、出資者サイドや実施者サイドのさらなるプロジェクトへの貢献につながるなど、などが挙げられている。

(2) IMM (the Impact Multiple of Money)

①IMM (the Impact Multiple of Money) とは

インパクト投資の世界で IMM という、通常、次節で述べる Impact Measurement and Management (インパクト測定・マネジメント) を指すことが通常であるが、ここでは、Rise Fund (TPG Growth が管理するファンド) と、Bridgespan Group (世界的な社会的インパクト投資アドバイザー) が考案した指標である“the Impact Multiple of Money”について説明する⁶。(以

⁶ 以下、IMM の内容については、Chris Addy *et al.* (2019) を参考にしている。

後、本節中における IMM はこちらの指標を指す)

Rise Fund 等が IMM を開発したのは、「ビジネスの世界には、潜在的な投資の財務利回りを推定するための、内部収益率のようないくつかの普遍的に受け入れられているツールがあるが、社会的および環境的な報酬を金銭的に評価するための類似ツールは存在しない」ことを踏まえ、社会的・環境的インパクトを金銭的な価値に換算して、投資の可否を判断することに活用することを目指すものである。

社会的インパクトを金銭的な価値に換算する取り組みとしては、米国 Roberts Enterprise Development Fund によって開発され、SROI Network international (現 Social Value International) によって普及されている SROI (Social Return on Investment) があるが、IMM 開発者によれば、この指標を策定するにあたり、SROI をはじめとするこれまでの測定基準に関する研究を基に、当該指標を開発した、としている。

②投資選択過程における IMM の算出方法

IMM は、対象となる投資案件が、最終的に投資 1 ドル当たりで、何ドル相当の社会的利益を産み出したのか、を示す指標であるため、考え方としては SROI と同一の構造となっている。その中で、特徴的なのは、投資案件によって生成された社会的利益がどの程度の金銭的価値に相当するかを計算する際に、既存の研究成果の中から、できる限り当該投資案件の前提条件に類似するものを選んであてはめる、という点である。そして、当然に完全に一致する研究を用いることができるのは極めて稀であることから、類似性が低かったり、条件の悪い研究成果を用いる場合には、一定の掛け目を掛けて金銭的価値を低目に見積もる、といった操作を加えることとしている。

③IMM 算出時の 6 つのステップ

具体的には、以下の 6 つのステップを経ることとされている。

1) 関連性と規模を評価する (関連性: 投資プロジェクトがどのような社会的利益に関連するか。規模: 製品またはサービスが何人に届き、その影響がどの程度深くなるか)

2) 対象となる社会的または環境的成果を特定する。

⇒望ましい社会的または環境的成果を特定し、既存の研究が、それらが達成可能で測定可能であることを実証するかどうかを決定する。既存の社会科学に関する研究の中から、投資案件に関する社会的インパクトがわかる研究を見つけ出して、当該研究の前提条件がこれから投資を行おうとしているプロジェクトの前提に置き換わった場合の結果を計算する。

3) 社会へのそれらの結果の経済的価値を推定する。

⇒2) のプロセスで目標とする成果を特定した後、その成果を経済的な価値に翻訳するため、成果を金銭的価値に換算するための根拠として使うことのできる研究結果 (本論文では、これを「アンカー研究 (anchor study)」と呼んでいる) を見つける必要。

⇒アンカー研究としては、厳密なもの (ランダム化比較試験) 観察研究・事例研究)、関連性

が高いもの（対象者の居住地や所得の状況に近い）の方が望ましい。

4) リスクを調整する

⇒ 3) のプロセスでは、実際の投資機会と直接関連していない研究成果からの発見をそのまま適用することになるので、そのような研究成果から導き出された計算結果と実際の投資案件のインパクト結果には必然的にずれが生じる。そのずれをリスクと認識して、リスク調整を行って、アンカー研究の適用から得られる社会的価値を調整する。

⇒具体的には、「インパクト実現」インデックスを計算する。6つのリスクカテゴリーに値を割り当て、それらを合計して100点スケールの影響確率スコアに到達させる。

(6つのリスクカテゴリー)

①アンカー研究の品質

②アンカー研究と製品またはサービスとの直接的関連性

③状況 (Context) : 研究の社会的環境はプロジェクトの環境と一致しているか。例えば、両方とも都会か、それとも田舎か。

④国別所得グループ: 調査対象者とプロジェクト対象者の国の所得区分は、世界銀行が決定するものと同じであるか。

⑤製品またはサービスの類似性: アンカー研究の活動とプロジェクトの提供内容はどの程度密接に対応しているか。たとえば、製品またはサービスは両方の同じ年齢グループに提供されているか。

⑥予測利用: 一度購入した製品やサービスが意図したとおりに使用されないリスクはないか。例えば、ジムの会員数の減少率が高いことを考慮するなど。

5) ターミナル・バリューを見積もる。

⇒ 金融では、ターミナル・バリュー (DCF で事業価値を算定する場合において、事業計画の最終予測年度以降のフリーキャッシュフローの現在価値のこと。日本語では、永続価値、継続価値、残余価値ともいう。) は、明示的な予測期間を超えて事業の価値をドルで推定するものであり、通常、事業の総予測価値の大部分を占める。インパクト投資でも、人々に届いた成果がすぐになくなってしまう場合と、一度設備を設置したら、その後もインパクトを生み続ける場合とがある。成果と社会的価値が減少しない確率を踏まえてターミナル・バリューを計算する。

⇒ 多くのプロジェクト(例えば塩素処理錠剤の調剤)では、社会的な影響(安全な水)がプログラムよりも長く続くことはない。しかし、長期的な影響を及ぼすもの(ソーラーパネルの設置など)もある(パネルは設置後ずっとエネルギーを節約する)。したがって、場合によっては、ターミナル・バリューを推計することには意味がある。

6) 投資1ドル毎の社会的利益を計算する。

⇒ IMM の算出の最終段階は、企業と投資家によって異なる。

⇒ 企業は、社会的または環境的便益の推定値を単純に採用し、それを総投資額で割ることができる。(例、ある企業が 2500 万ドルを投資して、発展途上国の農村地域住民向けの低コストの眼鏡を発売し、その調査によって、顧客の生産性と所得の向上に基づく社会的利益が 2 億ドルと推定されるとする。同社は単純に 2 億ドルを 2500 万ドルで割る。眼鏡は 1 ドル投資するごとに 8 ドルの社会的価値を生み出す。IMM はこれを 8X と表現する。)

⇒ 投資家は、投資先企業の一部のみ所有している場合、持分比率を掛ける必要。(例、2500 万ドルを投資して、5 億ドルの社会的価値を生み出すと予想される企業の 30%の株式を購入した場合、投資者の手柄となるのは、その価値が同社の持ち分に反映されている 1 億 5000 万ドルの割合だけである。そのため、1 億 5000 万ドルを 2500 万ドルの投資で割り、1 ドル投資するごとに 6 ドルの社会的価値、つまり IMM は 6X となる。)

③IMM の指標としての評価

IMM は、基本的な構造としては SROI と同じと考えることができる。算出の過程をステークホルダー間で明らかにしておいて、どの部分の算出に問題があるかをステークホルダーと議論することが望ましい、とする SROI と、用いた他者の研究をきちんと明らかにすることで、よりよい研究に置き換えて手法を進化すべき、とする IMM には、そのオープンな分析手法という観点も共通している。

一方で、関連性が低い研究や、厳密性に劣る研究を活用する場合にリスク調整という手法を用いているが、性的暴行の例のように、基本的に成果が低く出てしまうような係数を用いている場合などに、減点方向しかないリスク調整を施すと、推計値がさらに乖離していくことになると考えられる。

また、投資案件に実際に投下した額がわかる企業サイドは、インプット額を正確に計算することができるが、それがわからない投資家サイドについて、成果を投資家持分比率で割るという調整をするのが本当に正確に IMM を計算したことになるのか、がやや疑問である。

以上のような点については、今後も様々な関係者によって修正されていくことになると思われるので、今後の指標の修正の議論をフォローしていきたい。

3. インパクト評価の課題

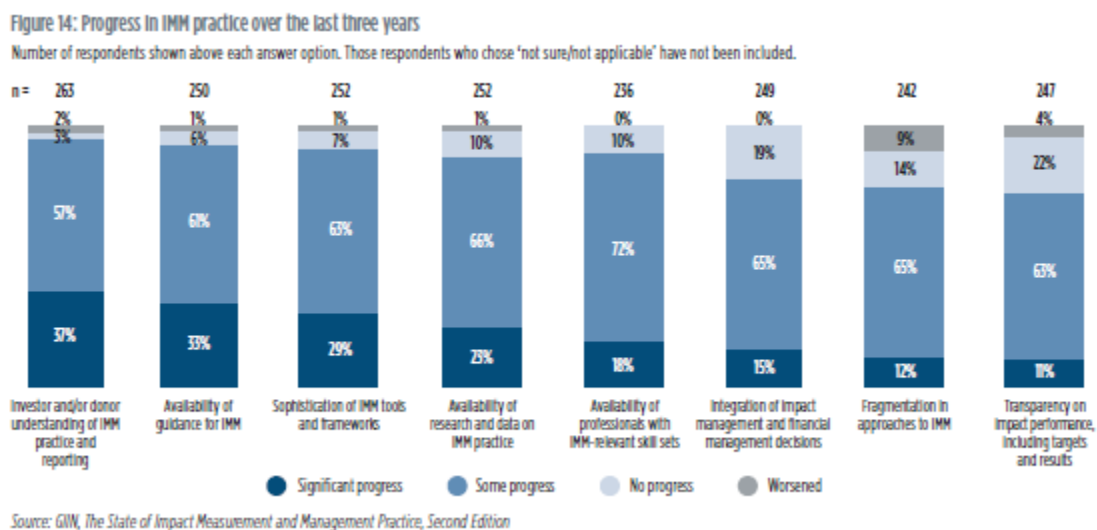
(1) 社会的インパクト投資家に対するアンケート結果

GIINは2020年1月にIMM(Impact Measurement and Management)に関する調査レポートを公表した(GIIN2020a)。同レポートでは、(1) これまでに1,000万ドル以上、または5件以上の社会的インパクト投資を実施している、(2) 投資の環境・社会面でのパフォーマンスを積極的に測定している、の2点を満たす投資家を対象とした調査結果がまとめられている。回答者の所在地は、北米が47%、ヨーロッパ(東ヨーロッパを除く)が28%、サハラ以南アフリカが7%、東アジアが4%であった。

図9は、回答者がIMMにおいて重要だと認識している一般的な課題をまとめたものである。多くの投資家が「ターゲットおよび結果を含む、インパクト・パフォーマンスに対する透明性」、「インパクト・マネジメントと財務マネジメント上の決定の統合」、「IMMに対するアプローチの断片化」を課題として挙げた。

図10は、各々の社会的インパクト投資家がIMMの実務上、課題に感じている点をまとめたものである。上位の課題として挙げられているのは、「インパクトの結果をマーケット・パフォーマンスと比較すること」であった。これに対応するように、IMMを発展させるためには、「インパクト・ベンチマーク」が必要であると答える投資家の割合が最も高くなっている(図11)。

図9 IMMプラクティス一般における重要課題

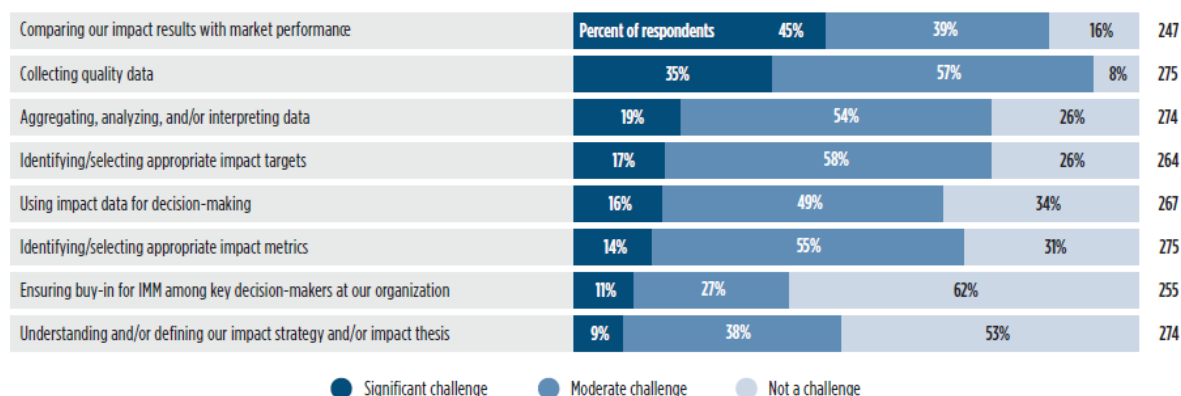


(出所) GIIN(2020a)より抜粋

図 10 自組織における IMM プラクティス上の課題

Figure 17: Severity of organizations' challenges in IMM practice

Number of respondents shown beside each answer option. Those respondents who chose 'not sure/not applicable' have not been included.



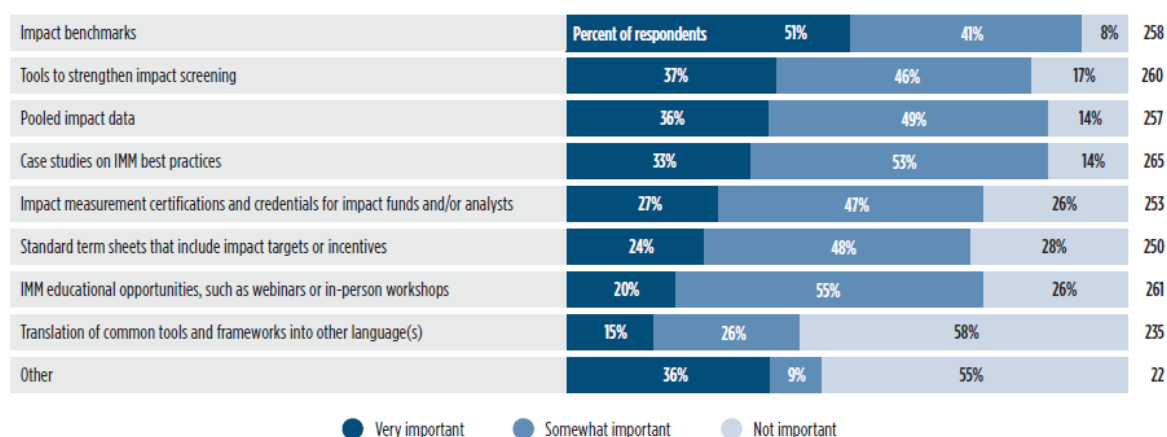
Source: GIIN, The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition

(出所) GIIN(2020a)より抜粋

図 11 IMM プラクティスが発展する上で重要なリソース

Figure 18: Importance of resources to advancing the practice of IMM

Number of respondents shown beside each answer option. Those respondents who chose 'not sure/not applicable' have not been included. Optional question.



(出所) GIIN (2020a)より抜粋

(2) データに関する課題

インパクト評価において投資家がステークホルダーから報告を求められるデータはどのようなものが適しているのか、現状、明確なコンセンサスがあるわけではない。Social Impact Investment Taskforce(現 GSG) は、インパクト評価において報告が求められるデータは、将来的に表 9 の 5 つの性質を満たすことが望ましいとしている。しかし、この性質を満たす上での技術的な課題は多い。

例えば、比較可能性に関して、インパクト評価において報告されるデータは、プロジェクトの内容によってデータの質が異なるため、共通の基準に照らし合わせて単純に比較することは困難である。同じ目標を掲げる事業であれば標準化された指標を用いることも可能であるが、プ

プロジェクトに携わる実務者の間では、この標準手法は事業の評価をする上では使いにくいことが指摘されている。

付加性に関しても、投資しなかった場合と比較した成果の差分を厳密に示すためには、前述の RCT 等の分析手法を実施する必要があるが、これには多大なコストがかかり、全ての社会的インパクト投資家を実施できるか不透明である。また、社会的インパクト投資家と投資先のソーシャル・ベンチャー企業の距離によっても付加性の検証のしやすさは異なる。例えば、ベンチャー・キャピタルは、上場を目指すソーシャル・ベンチャー企業に対して直接経営支援を行うため、社会的インパクト投資家としての支援や事業のインパクトの評価もしやすい。他方、ファンドを通じて投資をしている場合、事業の付加性を検証することはできたとしても、厳密に投資の付加性を検証することは困難である。例えば、ファンド全体の投資により生じたインパクトを何らかの方法で算出し、それにファンド全体に対する自身の出資額のウェイトを乗じることで、自身の投資によるインパクトとすることも考えられるが、同じファンドに社会的インパクト投資家と一般の投資家が出資していた場合、一般の投資家の出資による影響をどのように取り扱うのかは不透明である。

表 9 「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 (2014) より大和総研作成

第3章 インパクト認証に関する機関・制度

社会的インパクト投資の要件としてインパクト評価が求められる傾向が強まる一方で、第2章で紹介した通り、インパクト評価には課題も多い。一方、海外では社会的事業を行う企業に対して評価・認証をする制度・仕組みが生まれつつある。第3章では以下の制度・仕組みについて整理するとともに、社会的インパクト投資への活用可能性について検討する。

- ① CIC(Community Interest Company) (英)
- ② L3C(Low-profit Limited Liability Company) (米)
- ③ Benefit Corporation(米)
- ④ Certified B corporation(主に米)
- ⑤ Social Stock Exchange(英)
- ⑥ Impact Investment Exchange Asia(シンガポール)
- ⑦ Social Venture Connexion(加)
- ⑧ Social Impact Exchange(マレーシア)
- ⑨ Climate bond Initiative(グローバル)
- ⑩ Green Bond Standard / Fund Ecolabel(EU)

1. 社会的事業を行う法人に対する認証制度

社会的事業を行う法人に対する認証は海外で様々な形で発展している。例えば、ある事業を行っている法人が社会的事業を行う場合に個別に登録を行う仕組み、社会的事業を行おうとする法人に対し専用の法人格を設ける仕組みなどがある。また、民間の非営利団体が社会的事業を行う法人を認証する仕組みも広がっている。以下、具体的に確認していきたい。

(1) CIC(Community Interest Company)

① 制度の概要

CIC は英国において社会的事業を行う法人が登録する枠組みであり、Regulator of Community Interest Companies が管理している。CIC の登録要件は英国会社法に規定されており、社会(community) に利益を提供する、配当を行わない会社とされている(実際には一定の範囲で配当可能である)。英国の会社組織のうち、保証有限会社(company limited by guarantee) または株式会社(company limited by shares) のいずれかが登録可能である。(保証有限会社形式は通常、非営利事業を営む場合に用いられる組織体である。CIC に関しては約 8 割が保証有

限会社である(2020年3月末時点)⁷。

英国には従来 Charity という慈善活動を行うための組織形態がある。Charity は広範な税務メリットが付与されている反面、厳格な規制が適用されており、13種の公益目的(貧困防止・救済、教育、宗教、健康増進等)のいずれかに該当するか、Charity Commission の審査を受けなければならない。取引活動も制限されており、例えば公益目的のためサービスを有料で提供する場合であれば、それに付随し、かつ Charity の資産に対して重大なリスクを与えない取引のみ認められる。また交通費等の経費を除いて報酬を得ることはできない。社会的事業の担い手を増やすため、Charity のような規制を受けずに済む、新たな仕組みとして CIC が設けられた(経済産業省 2015、内閣府 2011)。

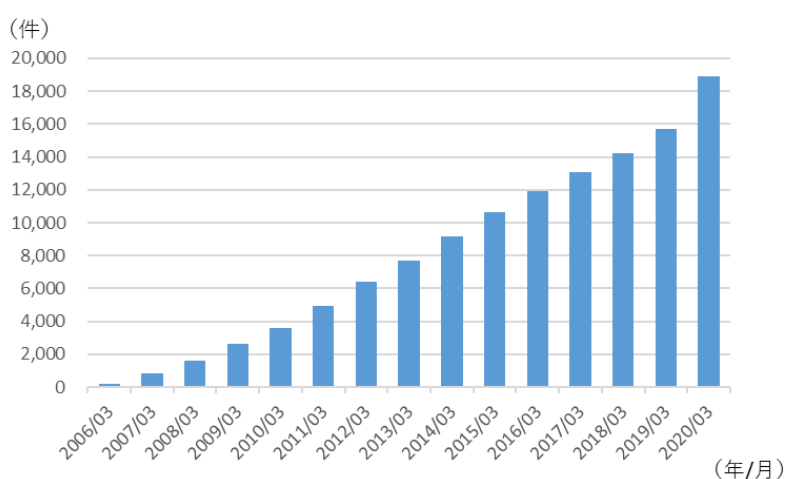
② 登録要件

CIC に登録しようとする会社は、Regulator of Community Interest Companies に対して自社の設立目的や活動範囲、その活動からどういった利益をコミュニティに提供することになるのか示した書類を提出し、審査を受けなければならない (Community Interest Test)⁸。CIC は設立後、Regulator of Community Interest Companies の監督を受けることが求められており、Community Interest Test に合格できる状況を維持することが求められる。CIC に登録されると、出資者に対する配当には一定の制限が課せられ、また、毎年報告書を Regulator of Community Interest Companies に提出することが求められる。

③ 利用状況

2020年3月末時点で 18,904 社が登録を受けている(図 12)。

図 12 CIC の登録を受けた会社数



(出所) Regulator of Community Interest Companies(2020)より大和総研作成

⁷ Regulator of Community Interest Companies(2020)より。

⁸ 制度の詳細は Department for Business, Energy & Industrial Strategy “Office of the Regulator of Community Interest Companies: Information and guidance notes” を参照。

④ 登録等に関するコスト

CIC に登録するコストは、オンライン登録の場合 27 ポンド(一定の基準の売上高・総資産・従業員を下回る小規模の組織体の場合、15 ポンド)・郵送手続きの場合 35 ポンドの登録料が発生する⁹。CIC 登録を継続するためには年次報告書の提出が必要であり、併せて 15 ポンドを納付する必要がある。年次報告書が 5 年間未提出だと CIC 監督官からの確認が入る。

⑤ 登録のメリット

CIC に登録すれば何らかの経済的な恩恵が受けられる、というわけではないが、一定の要件を満たし、監督も受ける必要のある CIC に登録することは、ステークホルダーから一定の信頼を得ることにつながるものと考えられる。

なお、経済産業省 (2015) によれば、Charity が子会社として CIC を設立するようなケースでは税務メリットが発生する。具体的には Charity(出資者) においては CIC から支払いを受けると利益分配を受贈益と認識する必要がなく、CIC(子会社) においては利益の分配額が税務上の控除可能な寄付金として扱われることから、課税所得の計算上、損金算入が可能となる。また、2014 年 7 月に導入された Social Investment Tax Relief により、CIC を含む一定の社会的企業に対して投資や融資を行った個人に対しては、所得税の軽減措置や、キャピタルゲインの免税措置、キャピタルゲイン課税の繰延措置などが設けられている。

(2) L3C(low-profit limited liability company)

① 制度の概要

L3C は既存の法人格の枠組みである LLC(Limited Liability Company) を発展させたものである。社会的事業を行うにあたり既存の法人格が持つ様々な制約(非営利法人は資金調達容易でなく、会社組織は株主のために利益を上げることが求められるなど)を排除し、社会的な事業の担い手を拡大する目的で創設された。

米国は州政府ごとに法人組織に関する法律を制定しており、L3C も州ごとに導入の状況が異なる。L3C を最初に導入したのはバーモント州(2008 年)だが、その後ワイオミング州、ユタ州、イリノイ州、ルイジアナ州、メイン州、ロードアイランド州と、オグララ・スー族、ナバホ族のインディアン自治区も導入している¹⁰。ノースカロライナ州も以前は L3C を導入していたが、現在は廃止している(廃止前に同州で設立された L3C は、そのまま L3C を維持できる)。

⁹ 詳細は英国政府ウェブサイト<URL : <https://www.gov.uk/government/publications/community-interest-companies-business-activities/cic-business-activities-forms-and-step-by-step-guidelines#:~:text=The%20filing%20fee%20for%20an,certificate%20of%20incorporation'%20via%20email.> (最終閲覧日 2021 年 5 月 25 日)>を参照。

¹⁰ interSector Partners ウェブサイトより<URL : <https://www.intersectorl3c.com/l3c> (最終閲覧日 2020 年 3 月 2 日)>。

制度が導入されていない州では、L3C として法人を設立することはできない。ただし、制度導入済の州で設立された L3C が、制度が導入されていない州で事業活動を行うことは可能である(ただし、複数の州で事業を展開する場合は、各州に申請書を提出する必要がある)。

② 登記の要件

L3C は LLC を発展させたものという位置づけであり、登記手続きの流れは LLC とほぼ同様である。州からの許認可等を受ける必要はなく、所定の登記申請書や基本定款、および事業者が作成する運営に関する合意書(operating agreement) を州に提出する。運営に関する合意書はメンバー間の合意事項を記すものであり、L3C 法で定められている必須条項を記載することが求められている(内閣府 2011)。ミシガン州の例でいえば L3C は LLC のうち特に次の要件を満たすものとされている。

- a) 米国の“Internal Revenue Code of 1986, Title 26”の section 170(c)(2)(B)に挙げられている 1 つ以上の慈善・教育目的を含むこと。具体的には宗教的、慈善的、科学的、文学的、または教育的な目的、または国内または国際的なアマチュアスポーツ競技の促進、子どもや動物に対する虐待の防止に資するものであること。
- b) 利益を得ること、資産価値を増やすことを主目的としない。
- c) 政治や立法に影響を与えることを目的としない。

運営に関する合意書の作成において最も労力を要するのが、a)の慈善・教育目的の決定である。内閣府(2011)によれば、多くの L3C が、納得感のある事業目的を明文化するプロセスにおいて、弁護士事務所や専門家、中間支援団体などのサポートを受けているという。

③ 利用状況

2020 年 3 月 2 日時点で 1,758 社が登記されている。州別の内訳は表 10 の通り。

表 10 州別の L3C 登記の数

州	登記数
バーモント州	198
ミシガン州	617
ワイオミング州	86
ユタ州	95
イリノイ州	363
ノースカロライナ州	79
ルイジアナ州	148
メイン州	96
ロードアイランド州	29
インディアン自治区	2

(注) 2021 年 5 月 31 日時点の数値。

(出所) interSector Partners ウェブサイト〈URL: <https://www.intersectorl3c.com/l3c>〉(最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日) より大和総研作成

④ 登記等に関するコスト

基本的に LLC と同じである(LLC の設立には登録費用、公告費用、保険加入の費用などの諸経費がかかるが、その費用は州によって異なる)。また、ほとんどの州において年次報告書の提出および年次報告書費の納入を年度末に行うことが求められている。ただし、前述のように L3C は運営に関する合意書の作成に手間がかかるといわれており、登録に至るまでにかかるトータルのコストは、LLC に比べ多くなることが想定される。

⑤ 登記のメリット

税制等の制度的な優遇策は設けられていない。一方、L3C を選択するメリットは、民間財団(Private foundation) による出資が受けやすくなることにある。

米国内国歳入庁(IRS : Internal Revenue Service) により、民間財団(Private foundation) は平均純資産の 5%相当額を毎年、慈善目的に支出することが求められている。支出する手法も定められており、寄付の他、Program Related Investment (PRI)といわれる投融資などが含まれる。IRS が例示する Program Related Investment の例としては以下のものが挙げられている¹¹。

- ・ 困窮している学生に対する低利子もしくは無利子ローンの提供
- ・ 非営利の低収益住宅プロジェクトに対する投資
- ・ 民間金融機関から一般的な金利で資金調達することが困難な、経済的に不利な状況に置かれているグループのメンバーによる中小ビジネスに対する低利融資
- ・ 国内外の所得の低い地域の失業者に対し、雇用機会や職業訓練を提供することにより、その地域の経済を改善させることを目的とするビジネスへの投資
- ・ コミュニティの破壊を食い止めようとする非営利組織への投資

民間財団の慈善目的の支出が仮に全て寄付で行われた場合、毎年 5%相当額が財団外に支出されることになるので、単純計算で 20 年経つと、資産は尽きることになる。一方、L3C への出資であれば、慈善目的を達成しつつ経済的リターンを期待できるというメリットがある。こうした背景から、L3C は他の組織形態に比べ、Private foundation からの資金調達がしやすいといわれている。(なお、米国の NPO 等の Charitable Organization は免税される組織だが、収益を出資者に配分すると課税される可能性があり、経済的リターンを望む投資家からの出資を受けにくいといった課題がある。)

¹¹ IRS ウェブサイトより URL : <https://www.irs.gov/charities-non-profits/private-foundations/program-related-investments>(最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日)

(3) Benefit Corporation

① 制度の概要

米国の法人格である Corporation が基になっており、経済的利益の追求と社会的利益を追求することを目的とした企業形態。Corporation は株主の経済的利益を第一とするものだが、Benefit Corporation は社会的利益を目指すことを妨げない組織という位置づけである。L3C 同様、州によって制度の導入状況は異なり、2010年にメリーランド州で施行以来、2021年2月21日時点で37州が導入済である（米国会社法は州単位で導入）¹²。

米国の非営利団体である B Lab によれば、Benefit Corporation とは、修正された目的と開示ルールの下での伝統的なプロフィットコーポレーションである。通常の利益に加えて、公的利益とサステナブルな価値を生み出すことを目的としてコミットしている会社であり、アカウントビリティとして、長期的なサステナブル価値を生み出すための社会や環境に対するインパクトを考慮することをコミットし、透明性の一環として、これらの利益をいかにバランスさせているかについて、定期的に株主への報告を行うことを求められる。言い換えれば、取締役が株主の経済的利益以外を目的に行動・経営判断をしても、責任問題には問われないものと考えられる¹³。

② 登記の要件

Benefit Corporation であるためには、a)企業目的として社会や環境に実質的なプラスの影響をもたらす(もしくはネガティブな影響を軽減する)ことを掲げていること、b)取締役はその行動や決定が各ステークホルダーに対してどのような影響を与えるか考慮すること、c)第三者機関の基準を満たす株主向けの年次報告書を作成すること、などが求められる。年次報告書に記載する内容は、例えばメリーランド州では i)企業目的を達成する方法と実際にそれがどの程度展開されたか、ii)企業目的の達成を妨げた要因、iii)社会と環境に与えた影響の評価、を記載することが必要とされている。

iii)については第三者機関の基準を適用することとされており(デラウェア州を除く)、例えば B Lab が作成している B Impact Assessment や、Global Reporting Initiative の GRI Standards、ISO の ISO 26000、Thomas & McElroy LLC の MultiCapital Scorecard などが挙げられる。どの基準を適用するかは、取締役や株主の合意を基に決定することになっている。

③ 利用状況

B Lab の集計によれば米国全体で 1,637 社(2020年3月6日時点)である。なお、後述する

¹² Benefit Corporation ウェブサイトより URL: <https://benefitcorp.net/policymakers/state-by-state-status> (最終閲覧日 2021年5月11日) >

¹³ 詳細は B Lab ウェブサイト URL: <https://bcorporation.net/faqs> (最終閲覧日 2021年5月31日) > および Benefit Corporation ウェブサイト URL: <https://benefitcorp.net/businesses/benefit-corporations-and-certified-b-corps> (最終閲覧日 2021年5月31日) > 参照。

Certified B Corporation も取得しているのは全体の 1 割強である。

表 11 Benefit Corporation の登記数

州	登記数	
		うちCertified B Corporation
カリフォルニア	326	96
ネバダ	214	1
オレゴン	188	21
コロラド	143	9
ニューヨーク	89	14
マサチューセッツ	75	14
メリーランド	69	3
コネチカット	60	1
ペンシルベニア	60	10
バージニア	53	8
その他	360	43
合計	1,637	220

(注) 2020年3月6日時点

(出所) B Lab ウェブサイト〈URL : <https://benefitcorp.net/businesses/find-a-benefit-corp> (最終閲覧日 2021年5月31日)〉より大和総研作成

④ 登記等に関するコスト

州によって異なるが、登録に \$ 70~200 が必要となる。既存の Corporation に基づく仕組みであるため、一度登録した後も更新費の支払いや年次報告書の作成等が必要である。更新料も州ごとに異なるが、メリーランド州では\$300/年である。

⑤ 登記のメリット

Benefit Corporation は、社会や環境にポジティブな影響を与えることが企業目的であり、取締役が幅広いステークホルダーの利益を考慮して経営判断を下すことが認められている。言い換えれば、既述の通り、取締役が株主の経済的利益以外を目的に行動・経営判断をしても、責任問題には問われない。

社会的投資家に対して Benefit Corporation に投資することは使命に責任を持つ会社に投資することだと保証を与えることにもなることから、資金調達面でポジティブに働くことも期待される。

(4) Certified B Corporation

① 仕組みの概要

Certified B Corporation は、社会的課題解決を行う企業に対して、B Lab が認証を付与するものである。B Lab は"Redefine success in business"(ビジネスにおける成功を再定義すること)を目的に活動しており、事業活動を通じて環境やコミュニティ、従業員といった他のステークホルダーに対する利益を生み出していくことを「企業の成功」と位置づけ、企業の社会的役割を変革することを目指す団体である。

B Lab は前掲の Benefit Corporation の普及・拡大にも力を入れており、各州における制度導入支援を行っている。また、制度が導入された州においては、企業が Benefit Corporation として登記するにあたっての支援・年次報告書の作成支援なども行っている。前掲の Benefit Corporation と Certified B Corporation の違いは、表 12 の通りである。

表 12 Benefit Corporations と Certified B corporation の違い

	Benefit Corporation	Certified B Corporation
説明責任	取締役にはすべてのステークホルダーへのインパクトを考慮することが求められる。	同左
透明性	第三者機関の基準に照らして評価された社会および環境についてのレポートを公開しなければならない。(デラウェア州ではレポートの公開や第三者機関の基準の参照を求めている。)	同左
実績の評価	自己評価。	B Impact Assessment (BIA) に基づき最低限のスコアに達していることを確認する。BIAは見直しが行われるので、3年ごとに再認証が必要。
制度の利用	制度を導入している州でのみ利用可能。	会社の構造、州、または国に関係なく、すべてのビジネス主体で利用可能。
B Labの役割	モデルとなる法案の開発やその法案の州における導入支援、B Corpを取得した企業のレポート支援ツールの提供(監督に関しては役割を担わない。)	認証団体。認証ロゴの提供や、認証を得た企業同士のネットワーク機会の提供などを行う。

(出所) B Lab ウェブサイトより大和総研作成

(URL : <https://benefitcorp.net/businesses/benefit-corporations-and-certified-b-corps> (最終閲覧日 2020 年 3 月 19 日))

② 認証の要件

B Lab が開発した B Impact Assessment(以下、BIA) という独自の評価手法を用いる。BIA はガバナンス・従業員、コミュニティ、環境、の 4 つに視点から構成される。0~200 点で評価され、少なくとも 80 点を取る必要がある。認証を受けたい企業は、まずオンラインで自己評価

し、その結果を B Lab に報告する。その後、B Lab が要件を本当に満たしているのか審査を行い、認証する仕組みとなっている。

③ 利用状況

B Lab は米国に拠点を置くが、世界各国にグローバルパートナーがおり、米国以外で Certified B Corporation を取得する企業も少なくない。B Lab によれば、50 カ国を超える国・地域の、2,500 社以上が認証を受けている¹⁴。日本でもシルクウェブ産業(群馬県桐生市)、石井造園(横浜市)といった企業の取得例がある¹⁵。また、中小企業だけでなく、大手企業による認証取得の事例も見られ、近年では飲食料大手の Danone が取得している。

④ 認証に必要なコスト

認証を受けるのは最低 500 ドルで、収益によって変動する。また、地域によっても異なる。認証後は年間認証料も発生し、米国・カナダでは最低 1,000 ドルが必要。BIA の見直しが行われることもあり 3 年ごとに再認証を受ける必要がある(従来 2 年だったが 2018 年に変更された)

⑤ 認証のメリット

公的な認証制度ではないため、税制優遇などがあるわけではない。取得企業にとっては BIA に基づき一定の水準を満たしていることを、幅広いステークホルダーへアピールできる他、認証を受けている企業のコミュニティに参加できる(ネットワークを広げる機会が得られる)といった利点がある。

アウトドア・アパレル大手の Patagonia、クラウドファンディングサイトの運営を行う Kickstarter、アイスクリームの製造・販売を行う Ben & Jerry's、飲食料大手の Danone といった有名企業が Certified B corporation の認証を受けていることから、これら企業と同じ認証を受けているということで、ブランドイメージの向上も期待されている。

¹⁴ B Lab ウェブサイトより URL:<https://bcorporation.net/faqs> (最終閲覧日 2020 年 3 月 10 日) >

¹⁵ 2021 年 5 月 11 日時点で 5 社が取得している URL:<https://www.bcorporasia.org/japan> (最終閲覧日 2021 年 5 月 11 日) >

2. 社会的事業を行っていることを上場要件とする取引所

次に、社会的な事業を行おうとする資金需要者と、社会的な事業に投資を行おうとする資金供給者をマッチングさせるための、取引所の活用についてみていきたい。つまり、社会的事業者のうち、一定の上場基準を満たしたものが取引所に上場し、社会性の高い事業と認められて投資を受けることができる仕組みである(以下、この取引所を社会的証券取引所と称する)。この取引所における上場審査は、前掲の社会的インパクトのある事業を行う企業に対する認証と近似しているといえるだろう。

取引所によってその基準やインパクト評価の仕組みは異なり、取引所によっては、上場の基準として、外部の認証取得を求めているところもある。こういった基準や認証の方法が良いのかは、国や環境、取引所としての目的によって異なってくると考えられるが、本調査では事例として、イギリス、シンガポール、カナダ、マレーシアについて取り上げる¹⁶。

(1) Social Stock Exchange(イギリス)

イギリスでは、2013年にキャメロン首相(当時)が、社会的証券取引所である Social Stock Exchange(SSE)の開始を発表した。SSEは、既存の伝統的な証券取引所に上場している企業のうち、社会的なインパクトを認められた企業に対して認定を提供し、インパクト投資家の投資を促すという、一種のプラットフォーム、もしくは社会的企業のディレクトリのような役割を持つ機関である。

設立当時、SSEに上場しようとする企業は、取り組む社会的課題とその実績を評価するための指標を含む申請書を作成する必要があった。その上で、企業はインパクトレポートを作成し、SSEに適格かどうかを判断されるというプロセスを経ることとされていた。このインパクトレポートには、社会的価値へのCEOのコミットメント、自社の事業がインパクトを生む背景、受益者の範囲、事業活動がもたらすインパクト、協議のプロセス、評価指標等が含まれる。このレポートは毎年更新され、評価される。これらの仕組みによって、投資家がインパクト投資対象を探しやすくなるとともに、デュー・デリジェンス等の負担が軽減されることが期待されていた。

現在では、この認定を行う役割は組織再編により、Impact Networkへと引き継がれている。企業は1万ドルで、Impact Networkから、サイト等からの情報収集、直接のヒアリング、影響の監査・報告等を経て、認定の提供を受けることができる。2020年3月16日時点で、Impact Networkのウェブサイトにおいて、64社の会員がいることが確認できるが、現状における具体的な資金調達額や認定を受けるための基準等は明らかにされていない。

(2) Impact Investment Exchange Asia(シンガポール)

シンガポールでは、Impact Investment Exchange Asiaという機関のもと、Impact Partners

¹⁶ このほか、南アフリカ、ケニア、ブラジル、アルゼンチン等にも事例があるという。

という社会的証券取引所が運営されている。Impact Partners は 2011 年に設立され、一定の基準を満たした企業(Impact Enterprise) をプラットフォーム上に掲載し、社会的インパクト投資家がアクセスできるようになっている。掲載されるために企業は、以下のコアビジネス基準と投資準備基準を満たす必要がある。

〈コアビジネス基準〉

- ・明確に定義された社会的な使命を持っていること
- ・財政的に持続可能であることを信じるに足る事業計画を持っていること
- ・ビジネスモデルが投資資本でスケーラブル(実行可能) であること

〈投資準備基準〉

- ・よく検討された事業計画が適切に提示されること
- ・PL、BS、CF 等の予測を示す財務モデルがあること
- ・社会的インパクトの予測・フレームワークが整備されていること
- ・投資家を対象としたプレゼンテーションがあること

掲載される企業は、上記の事業計画、財務モデル、プレゼンテーションの他、監査済の過去 3 年分の会計、社会的インパクト評価などの書類の提出を求められる。

Impact Partners に掲載されるためには、社会的インパクト評価を求められるが、自主的に評価を行うほか、Impact Partners からインパクト評価の支援を受けることが可能である。具体的には、SROI や IRIS 指標等のツールを組み込んだ、独自の評価手法を用いて、インパクト評価を行う。この他、Impact Investment Exchange Asia のもとには、Impact Exchange という流通市場も設置されており、Impact Investment Exchange Asia 全体では 46 カ国で 1.6 億ドルの資金調達に貢献している。

(3) Social Venture Connexion(カナダ)

カナダでは、Social Venture Connexion(SVX) という、投資家が社会的インパクト投資を行うことができるプラットフォームが設立されている。伝統的な証券取引所と異なり、目論見書等に関する規制が一部免除された市場(免除市場) であり、認定投資家(証券委員会によって認められた特定の機関投資家等)、または一般投資家がクラウドファンディングの形で企業に対して資金提供を行うことができる場として機能する。企業は財務情報等を含む企業情報を提供し、取引所に登録サインアップした上で、オファー(事業概要や求める資金の額等を記したもの) を作成し、それを受けて SVX が承認をし、承認を受けた企業はプラットフォームに上場することができるという仕組みである。上場する企業は申請、審査のための 2,500 ドルに加え、取引手数料を SVX に求められる。

SVX に上場するためには、免除市場に上場するための基準の他、SVX が設けた以下のような

基準を満たす必要がある。

- ・ 仕事、教育、健康、クリーンテクノロジーなどの一定のセクターであること
- ・ 起業後最低 1 年以上経過していること
- ・ 事業計画を示すこと
- ・ 社会的インパクト評価として一定の社会的インパクトの認証を持っていること
- ・ 持続可能性を示すこと

上記にある通り、SVX に上場する企業は、インパクト評価と認証を求められる。具体的には、Certified B Corporation の認証を受けているか、B Lab の BIA で 80 以上のスコアを得ていること等が必要とされている。つまり、シンガポールの Impact Partners とは異なり、社会的インパクトについて、取引所で評価を受けるというよりは、上場する企業が事前に自ら外部の認証を受けた上で、申請を行うという建付けになっている。なお、SVX では、既に 100 以上のベンチャー企業、事業者が計 1 億ドル以上の資金調達を行っている。

(4) Social Impact Exchange (マレーシア)

マレーシアでは、Social Impact Exchange(SIX) が 2017 年に設立された。SIX は、Social Purpose Organizations(SPO)と呼ばれる社会的目的のために活動する NGO、NPO、慈善団体、社会的企業などと、資金提供者(投資家)をつなぐためのプラットフォームとして機能する、伝統的な取引所と区別された取引所として設計されている。

SIX に上場する SPO として認められるためには、人材の数、実績、革新性、インパクト評価の実施、財政的な持続可能性、想定されるインパクトの 6 つの基準を満たす必要がある。

3. 環境にポジティブなインパクトを与えるプロジェクトへの投資を認証する仕組み

欧州を中心に、環境にポジティブなインパクトを与える投資を促進するため、環境にポジティブなことを定義づけようという動きが見られる。ここでは環境関連のプロジェクトに必要な資金を調達するための債券であるグリーンボンドに対する認証である CBI(Climate Bond Initiative) 認証と、EU のサステナブルファイナンス計画で議論が行われているグリーンボンド基準・エコラベルを取り上げる。

(1) CBI 認証

① グリーンボンドガイドラインで求められる外部機関評価

2015年のパリ協定や国連の持続可能な開発目標(SDGs)の採択を背景に環境対策への意識が高まる中、そのための有効なツールの1つであるグリーンボンドの市場が急速に拡大している。グリーンボンドとは、企業や国際機関、国・地方自治体等が国内外の環境関連のプロジェクトに必要な資金を調達するための債券である。グリーンボンドの信頼性確保(グリーンウォッシュ¹⁷の回避)と事務的なコスト負担の軽減を通じて、グリーンボンド市場の健全な発展を図るため、ICMA(International Capital Market Association：国際資本市場協会)がグリーンボンドガイドラインを公表している。環境省においては、国内で発行体や投資家など市場関係者(実務担当者)がICMAのグリーンボンドガイドラインをどのように解釈すればよいか、国内の特性に即して解説した日本版のグリーンボンドガイドラインを作成している。

表 13 外部機関による評価(レビュー)の形態

レビューの種類	レビューの内容	(例)
SPO (Second Party Opinion)	グリーンボンドフレームワークの検証を通して評価・選定・管理・環境改善効果などの適切性、対象事業のグリーン性を評価。	DNV GL ビジネス・アシュアランス・ジャパン* 格付投資情報センター (R&I) * サステナリティクス・ジャパン* 日本総合研究所* CECEP, CICERO, ISS Oekom, Vigeo EIRIS等
検証 (Verification)	GBPもしくはCBSなどの規定や基準に即していることかの検証。監査会社の多くは、Assurance Reportとも呼ぶ。	Deloitte, EY, KPMG等
格付 (Rating)	GBPに即していることや事業のグリーン性を基にレーティングを付与。	日本格付研究所 (JCR) * 格付投資情報センター (R&I) * Moody's, RAM Holdings, S&P Global Holdings等
認証 (Certification)	ある一定の基準などを満たしていることを第三者が検証した結果、特定のラベル等を付与。	Climate Bonds Standards (CBS)

(出所) 環境省 (2019)より抜粋(原典は国際資本市場協会“Green Bond Principles” (June 2018)、Climate Bonds Initiative ウェブサイト〈URL: <https://www.climatebonds.net/market/second-opinion>(最終閲覧日 2021年5月31日)〉、Climate Bonds Initiative“Green Bond Database”、環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」など)

ICMA のグリーンボンドガイドラインにおいては、a) 調達資金の使途、b) プロジェクト評

¹⁷ 環境に対してポジティブなインパクトがあると謳っておきながら、実際に示したインパクトを生み出せないこと。

価と選定のプロセス、c) 調達資金の管理、d) レポーティング、の4項目が核となっている。発行体はこれらの条件を満たすことを示すために、外部機関による評価を活用することが推奨されている。外部評価には、「セカンド・パーティー・オピニオン(SPO)」、「検証(Verification)」、「認証(Certification)」、「レーティング」など様々な形態がある。

② CBI 認証の詳細

上記のグリーンボンドの認証を行っている外部機関に CBI(Climate Bonds Initiative) という、英国の国際非営利団体がある。気候変動問題に対する国際的な枠組みであるパリ協定の2°C目標に沿った債券や融資に対して付与される認証のスキームを構築している。債券と融資が認証対象であり、世界各国の発行体に対して認証を付与している。

CBIは気候債券基準(Climate Bonds Standards)に基づき、債券や融資等がパリ協定の2°C目標に沿ったものであるかどうかを評価・認証している。気候債券基準の最新版は2019年12月に発表された第3版で、発行前後の要件、プロジェクトおよび資産の適格性、認証スキーム等から構成される。発行前後の要件には、調達資金の使途、プロジェクトと資産の評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティングなどについて詳細に記載されている。また、プロジェクトおよび資産の適格性に関しては、気候債券タクソミー及びセクター別の適格性基準を参照することとされている。気候債券基準への適合性の検証については、CBIに認められた外部の第三者評価機関が行っている。

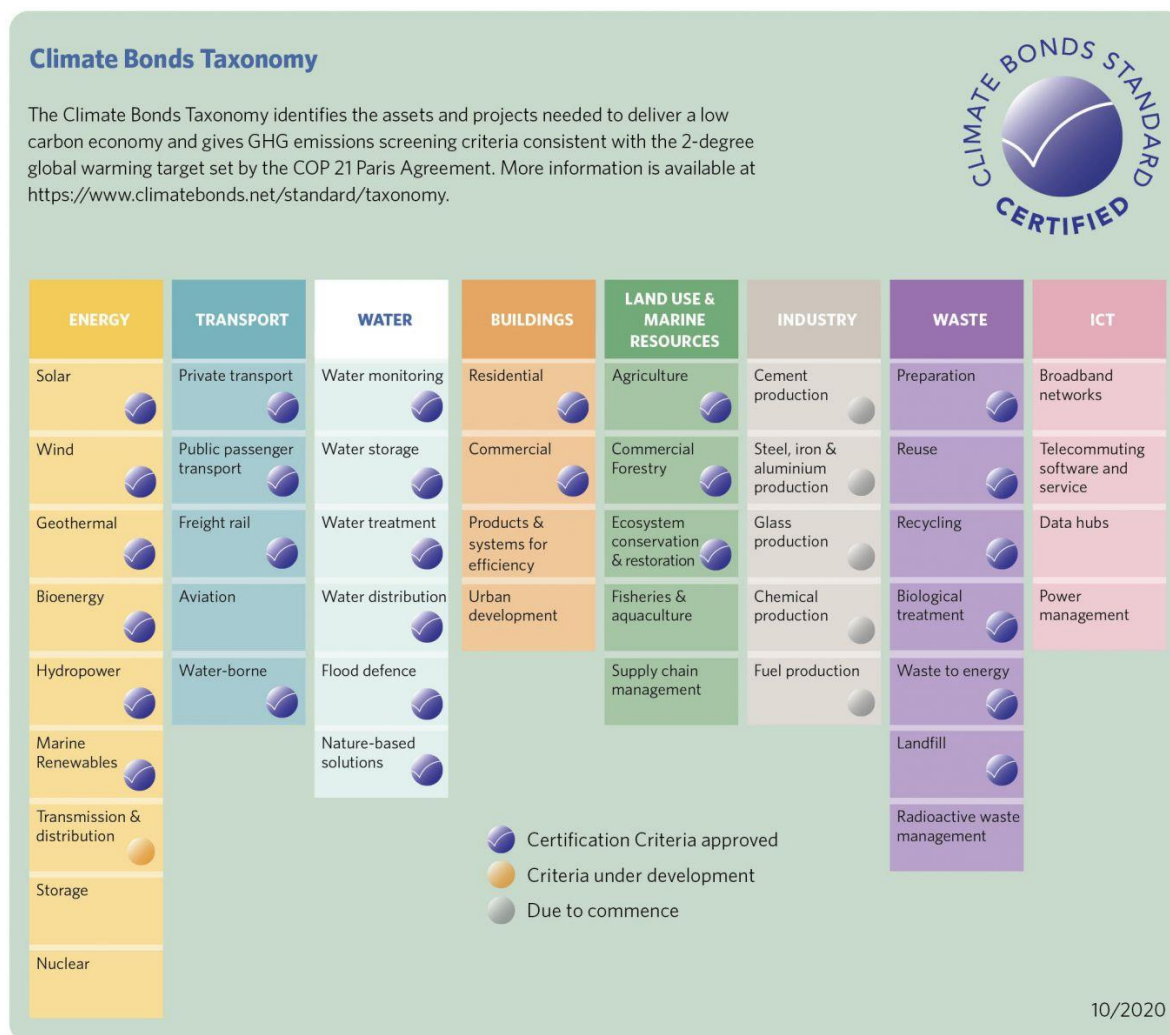
気候債券基準は、国際資本市場協会(ICMA)のグリーンボンド原則やローン市場協会のグリーン融資原則等に適合したものとなっている。ただし、ICMAのグリーンボンド原則では資金使途を限定していない一方、CBIの気候債券基準は資金使途を明確に限定している。

a) 気候債券タクソミー

気候債券タクソミーは、資金を充当するプロジェクトや資産がパリ協定の2°C目標に沿ったものであるかどうかを判断するための分類基準で、最初の選別に用いられる。気候変動に関する政府間パネル(IPCC)や国際エネルギー機関(IEA)の調査など最近の気候科学の成果を基に開発された。プロジェクトや資産の分野は、大分類としてエネルギー、輸送、水、建築物、土地利用・海洋資源、産業、廃棄物・汚染物管理、ICTの8つがある。さらにその下に中分類、小分類があり、対象となるプロジェクトや資産の条件(指標)が記載されている、その上で、それぞれのプロジェクトや資産が2°C目標に沿っているかどうか、緑(自動的に適合)、橙(指標に準拠していれば適合)、赤(不適合)で示されている。例えば、エネルギー(大分類)のうち太陽光(中分類)においては、サプライチェーン施設やインフラ(小分類)は緑(自動的に適合)であるが、発電施設(小分類)は橙(指標に準拠していれば適合)となっており、「施設は再生可能でない電源から生成される電力が15%を超えてはいけない」という条件(指標)が付されている。

気候債券タクソミーの最初の公表は2013年で、最新の知見等を踏まえて定期的に改定される(最新版は2020年10月)。なお、一部の分野については基準がまだ開発中である(表14)。

表 14 気候債券タクソノミーの大分類・中分類と基準の策定状況



(注) 2020年10月時点。

(出所) Climate Bonds Initiative ウェブサイト (URL: <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy> (最終閲覧日 2021年5月31日)) より抜粋

b) セクター別の適格性基準

セクター別の適格性基準は、気候債券タクソノミーに基づいて同定された特定のプロジェクトや資産の適格性について詳細な定義を示すものである。これらは、それぞれのワーキンググループの専門家により開発されている。セクター別の適格性基準の中には、単に資産の固有の特性を参照するだけのものもあれば、指標等を通じて適格性の基準を満たすことが求められるものもある。前者の例としては、太陽光関連では「太陽光セクター基準第2.1版」が公表されており、陸上での太陽エネルギープロジェクト/資産や関連インフラについてはいずれも適格であることが示されている。なお、セクター別の適格性基準のうち一部(水力や農業など)は、基準の開発中もしくはこれから検討段階にある。

c) 第三者評価機関

気候債券基準委員会(Climate Bonds Standard Board) から承認を受けた外部の第三者評価機関(Approved Verifier) が 38 ある(2020 年 2 月 12 日時点)。主な機関として、オランダの Sustainalytics、フランスの Vigeo Eiris、ノルウェーの DNV GL などがあり、これらは全世界を評価対象としているが、中には特定の地域・国だけを対象とする機関もある(例えば、日本格付研究所の対象は日本のみ)。気候債券基準委員会は、非営利団体に加え、CalSTRS などの運用機関のメンバーで構成される。

③実際にどれくらい活用されているか

CBI のウェブサイトによると、CBI 認証を受けたグリーンボンドの総額は 1,050 億ドルに達する(2020 年 1 月 31 日時点)。発行体は、31 カ国、118 機関(同じ銀行の支店違いは、1 機関として集計)。

日本の認証事例としては、明電舎と鉄道建設・運輸施設整備支援機構(JRRT) がある(表 13)。明電舎は、2019 年 7 月、国内民間企業初の CBI 認証を取得したグリーンボンド(60 億円) を発行している。資金使途は電気自動車用モータ・インバータの量産設備資金である。第三者評価機関として DNV GL より CBI の気候債券基準(2.1 版) 及び低炭素陸上輸送基準への適合性について検証を受け、それを基に、CBI から認証を取得している。

また JRRT は 2019 年、アジア初となる CBI からのプログラム認証を取得したサステナビリティボンドの発行している。プログラム認証は、一度の認証で継続的な債券発行が可能になる制度である。資金使途は鉄道建設業務・船舶共有建造業務である。第三者評価機関として DNV GL より CBI の気候債券基準(2.1 版) 及び低炭素陸上輸送基準への適合性について検証を受け、それを基に、CBI から認証を取得している。

表 15 CBI 認証を取得した日本の発行体によるグリーンボンド発行状況

発行体	発行時期	発行額 (億円)	期間	セクター基準	第三者評価 機関
独立行政法人 鉄道建設・ 運輸施設整備支援機構	2019年11月	200	multiple tranches 上限20年	低炭素輸送	DNV.GL
独立行政法人 鉄道建設・ 運輸施設整備支援機構	2019年8月	340	multiple tranches 上限20年	低炭素輸送	DNV.GL
独立行政法人 鉄道建設・ 運輸施設整備支援機構	2019年5月	430	4 tranches 上限30年	低炭素輸送	DNV.GL
独立行政法人 鉄道建設・ 運輸施設整備支援機構	2019年5月	553	4年	低炭素輸送	DNV.GL
明電舎	2019年7月	60	5年	低炭素輸送 太陽光	DNV.GL

(注) 2020 年 1 月 31 日時点。

(出所) Climate Bonds Initiative ウェブサイト

(URL : <https://www.climatebonds.net/certification/certified-bonds>(最終閲覧日 2020 年 1 月 31 日)) より大和総研作成

④その他

a) 認証の期間

全ての発行体は、認証を維持するために毎年報告が義務付けられている。報告には、アロケーション報告、適格報告、インパクト報告の3種類がある。前者2つは必須であるが、インパクト報告については必須ではない。

b) 取得費用

取得費用は内部費用と外部費用に大別される。内部費用としては、発行体が認証要件を満たすために内部に必要な管理を行う際に費用が発生する。外部費用としては、1つには、外部の評価機関と発行前後の手続きを行う際に発生し、金額は発行体と評価機関との交渉による。また、認証料が発生し、債券元本の1ベースポイント(0.01%)の10分の1。手数料の発生は債券発行後の1回のみ。

(2) EU グリーンボンド基準・エコラベル

EU では、サステナブルファイナンスに関する行動計画が公表されており、これについて立法・施行が行われる予定となっている。その中で、金融商品を対象としたエコラベル(Ecolabel)について言及されている。既存の Ecolabel は、主に製品・サービスを対象として、環境性能の高いものを認定するものであるが、この Ecolabel の認定要件を満たす(グリーンに分類される)製品・サービスを提供する企業に資金が流れやすくできないか、現在、専門的な知見を有する Joint Research Centre(JRC)にて議論が行われている。

また、Ecolabel とは別に、環境的なインパクトを有する事業に資金が充当されるグリーンボンドについても基準を設けるとしている。その基準について、2019年6月に TEG¹⁸が公表した Green Bond Standard(以下、グリーンボンド基準)に基づいて議論が進められており、最新版として2020年3月に最終報告書が公表された。双方とも、グリーンであることの定義や判断基準(タクソノミー)は盛り込まれておらず、別途議論されているタクソノミーの基準を参照するとしている。グリーンボンド基準は、このタクソノミーでグリーンに分類されることを前提に、グリーンボンドとしての中核的要素を示すものであり、この基準を満たす債券がグリーンボンドと見なされる。あくまで、自主的な基準であるという立て付けだが、EUとしてグリーンボンドの中核的要素を提示し、透明性、統合性、一貫性、比較可能性を高めることを通じ、グリーン及びサステナブルなプロジェクトへ資金の流れをつくることが最終的な目的である。(ただし、TEGは専門委員会のような役割を担っており、ここの提言内容がそのまま立法・施行されるとは限らない点に留意する必要がある。)

¹⁸ Technical expert group on sustainable finance の略であり、2019年末までタクソノミーの技術的選定基準の開発や定期的な見直しを行う役割を担っていた。現在は Platform on Sustainable Finance が TEG に代わって更なるタクソノミーの開発を行っている。

以下、中核的要素(グリーンプロジェクト、グリーンボンド・フレームワーク、レポーティング、認定外部評価機関による検証)の4つを概説する。

① グリーンプロジェクト

グリーンプロジェクトの定義を表 16 のように整理した。内容は大きく、前提条件とプロジェクトの例示に分けられる。

前提条件では、先に述べたタクソミーへの準拠と、調達資金の充当に関して記述されている。特に、後者ではファイナンスに加えて、リファイナンスも許容されていることから、新規プロジェクトだけではなく、既存プロジェクトに対して資金充当が可能となっている。ただし、リファイナンスについてはルックバック期間が設けられており、過去 3 年間に遡ってファイナンスされた既存プロジェクトのみが対象となる。

プロジェクトの例示に関して、主に 4 種(表 16 の①～④)が示されているが、EU タクソミーに準拠していれば、大半のプロジェクトに対する経常的・資本的支出が該当すると考えられる。

表 16 グリーンプロジェクトの定義

項目	内容
前提条件	EU タクソミーへの準拠
	当該プロジェクトの調達資金のファイナンス・リファイナンス
プロジェクトの例示	①適格グリーン資産(物的資産、融資等の金融資産)
	②適格グリーン資本的支出
	③資産価値の向上及び維持に関連した適格グリーン経常支出
	④政府、準政府、公的機関による適格グリーン支出等

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance(2019) より大和総研作成

② グリーンボンド・フレームワーク

グリーンボンド・フレームワークについては、発行体に対してグリーンボンド基準との整合性を示すとともに、調達資金に関する重要項目、グリーンボンドの戦略・プロセスを提示するよう求めている(

表 17)。なお、EU グリーンボンドとは、グリーンボンド基準を満たすグリーンボンドを指す。

③ レポーティング

発行体は、調達資金が全てグリーンプロジェクトに対して充当されるまで、少なくとも年 1 回、もしくは資金配分に重要な変更が生じた場合に表 18 の内容について報告が求められる。

表 17 グリーンボンド・フレームワーク(調達資金に関する重要項目)について

内容
1 EU グリーンボンド、EU グリーンボンド・プログラムの環境目的、発行体の戦略と環境目的との整合性、発行の根拠
2 発行体がグリーンボンド基準を参照し、適格外部評価機関の支援の下でグリーンプロジェクトが EU タクソノミーに準拠していると判断されたプロセス。発行体は、プロジェクトの選定で参照した基準または認証に関する提示が推奨される
3 EU グリーンボンドによって、ファイナンスまたはリファイナンスされるグリーンプロジェクトの説明
4 グリーンプロジェクトに対する貸付・投資が、EU グリーンボンドに関連付けられるプロセス
5 レポーティングに関連して、頻度、EU タクソノミーに関連する中核的なインパクト指標の計算に使用される手法及び前提に関する説明

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) より大和総研作成

表 18 レポーティングについて

内容
1 EU グリーンボンド基準に準拠しているとの見解
2 各グリーンプロジェクトまたはグリーンプロジェクト・カテゴリに充当された金額、EU タクソノミーまたはグリーンボンド・フレームワークで特定された環境目的に基づくプロジェクトの分類
3 グリーンプロジェクトの性質(資産、資本的支出、経常支出等)
4 グリーンプロジェクトのファイナンスとリファイナンスの割合
5 グリーンボンド・フレームワークで示されたインパクト指標に基づくグリーンプロジェクトの実績または推定された環境的インパクト
6 グリーンプロジェクトの地理的分布
7 グリーンボンド比率(報告時におけるグリーンボンドの発行額合計を債務残高合計で除して算出)
※ 可能であれば当該発行体によるファイナンスのうち、グリーンプロジェクトに充当した資金の割合

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) より大和総研作成

④ 認定外部評価機関による検証

外部評価機関による検証を行う際には、発行体が外部評価機関を指定し、その他のグリーンボンド基準(グリーンプロジェクトの定義、グリーンボンド・フレームワーク、レポーティング)に整合的であることを確認・公表する必要がある(表 19)。

また、外部評価機関は認定を受ける必要があり、欧州委員会は、欧州証券市場機構(ESMA)が一括して EU グリーンボンドの外部評価機関の認定及び監督を行うことを可能とする法整備を進めるべきと主張している。

表 19 外部評価機関による検証について

項目	詳細
外部評価機関の認定要件	①ビジネス倫理、利益相反、独立性に関する職業行動規範
	②専門最低要件及び品質管理保障
	③外部評価の標準化された手続き
確認・公表事項	発行前または発行時に、最初の外部評価を通じてグリーンボンド・フレームワークがグリーンボンドプロジェクト及びグリーンボンド・フレームワークの基準と整合的であること
	調達資金の充当後、外部評価を通じてレポートの基準に準じた運用が行われていること

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) より大和総研作成

4. それぞれの認証制度の投資判断への活用可能性

社会的事業を行う企業に対して社会的インパクト投資家が投資をする際、前述の各種の認証制度・仕組みをどのように活用できるか、改めて整理していきたい。社会的インパクト投資の認証制度に期待される役割として、投資家と投資先企業間に生じる情報の非対称性の低減があり、その中には投資先企業におけるインパクトウォッシュ(社会的なインパクトがあると謳っておきながら、実際には示したインパクトを生み出せないこと)の回避も含まれる。第3章で紹介してきた認証は、取得する企業に求められる対応に差異はあるものの、いずれもこの点において役割を果たし得るものといえる。

ただし、CIC、Benefit Corporation、Certified B Corporation は、企業が自らの社会性に対するお墨付きを得るために活用されることが多く、資金調達面のメリットを考慮して設計されたものではない。唯一、L3C が民間財団からの資金調達をしやすいという、資金調達面でのメリットを意識して作られた制度である。民間財団を社会的インパクト投資家と捉えれば、L3C という制度は、社会的な事業を行いたい企業に対する社会的インパクト投資家の投資を拡大する仕組みといえそうだ。ただし、L3C は組織のスケールアップを目指すことには向いておらず、ベンチャー・キャピタルや機関投資家からの出資を受けることは難しい。株式を発行しないので、証券取引所への上場も困難である。

社会的証券取引所や CBI 認証、EU のグリーンボンド基準・エコラベルは、いずれも社会的インパクト投資を行いたい投資家、またそうした投資家から資金調達をしたい企業を結びつけやすくする仕組みといえるだろう。全ての投資家が、それぞれの投資先に個別にインパクト評価を行うことは困難である。投資家にとって投資先企業(もしくはプロジェクト)が、「社会的証

券取引所に上場している」もしくは「CBI 認証を受けている」、「グリーンボンド基準・エコラベルの要件を満たしている」ことを以て、社会的インパクトのある企業(プロジェクト) に投資していると主張する材料になり得れば、社会的インパクト投資を行うハードルはかなり低くなる可能性がある。

一般的な機関投資家が上場企業に投資するメリットの1つには、上場基準や取引所の審査等を経ることを通じ、上場企業は定期的な情報開示の実施や内部管理体制の構築など、企業の投資対象としての品質がある程度担保されることが挙げられる。社会的証券取引所、CBI 認証、グリーンボンド基準・エコラベルは、社会的インパクトという観点で、企業の投資対象としての品質を担保する役割を果たすものといえるだろう。社会的証券取引所・CBI 認証はそれぞれの組織による審査が行われることから、投資家からの信頼を得るためには、その審査基準・方法の透明性が求められる。

なお、Certified B Corporation は資金調達面のメリットを考慮して設計されたものではないが、Social Venture Connexion が上場企業に対し取得を求めるなど、投資判断に活用されるケースもあるようだ。Certified B Corporation は認証だけでなく、スコアも付けられるため、企業同士の比較が可能となるという観点でも投資判断に活用しやすい可能性がある。例えば、投資家が同程度の経済的リターンが見込める企業Aと企業B、企業Cに投資をすることを計画した場合、3社のステータスが企業A：Certified B Corporation の認証なし、企業B：Certified B Corporation の認証あり(100点)、企業C：Certified B Corporation の認証あり(120点) という状況であれば、企業C・企業B・企業Aの順に投資額の割り当てを大きくするといった活用方法が考えられるだろう。

第4章 インパクト投資に関する既存学術研究等の動向

インパクト投資の評価については、学術研究を見渡しても極めて研究の蓄積が乏しいのが現状であるが、いくつか散見されるので紹介する¹⁹。まず、Agrawal *et al.*(2019)は、インパクト投資の現状と評価に関する最近のシステマティック・レビュー論文である。これによればインパクト投資自体は、オルタナティブアセットクラスとして興隆しているが、ベンチャーや SRI の概念との混乱があり、概念自体も曖昧で混乱があるとし、いまだ学術研究は、実務家の関心には追いついていない状態であり、長期的に問題であると指摘する。85 の学術論文とレポートをサーベイした結果によれば、最近になってようやく実証的な研究もいくつか見られるようになってきてはいるが、データベースも不十分のため、ケーススタディが中心である。研究分野も、プロジェクトの選択プロセスやステークホルダー管理、パフォーマンス報告などの分野で深化してきており、学術研究分野として有望ではあるものの、さらなる研究が求められ、いまだ準備段階であるという。

Schoenmaker *et al.* (2019)も、インパクト投資に関する研究は極めて少ない上に、ほぼ全てがプライベート・エクイティを対象としたものであり、そもそも上場企業を対象としたインパクト投資はまさに最近の現象であって、インパクトと財務パフォーマンスの関連性に関するデータもいまだないと指摘する。データ不足に加えて、規模が足りないため機関投資家が参入できない、スキームが複雑であるといったことは、ベンチャーファイナンスの抱える課題にもやや似ているといえる(神作他 2019)。このように、インパクト評価は、経済的リターン以外の投資効果を測定するという意味では非常に重要であるが、いまだ課題は多い。

ただし、最近ではいくつかの著名学術誌においても、インパクト投資に関する論文が掲載されていることから、次第に注目が集まってきているともいえる。例えば、Bernal *et al.* (2021)は、インパクト投資に関する関心は高まってきているが、いまだに学術的文献が少ない状態であると指摘した上で、欧州の上場インパクト投資のパフォーマンスを分析し、リスク調整後リターンで、通常の投資に比べてアンダーパフォーム（リターンが下回る）しており、インパクト投資の投資家が、ノン・ネガティブのリターンをもたらすことに失敗していることを明らかにしている。そして、これらの結果は実務家による既存文献とは対照的で、インパクト投資は財務リターンを犠牲にしなければならないということを示唆すると指摘する。

また、Barber *et al.*(2021)は、*Journal of Financial Economics* という著名学術誌に最近になって掲載された論文であるが、同論文では、財務的リターンに加えて社会的リターンも志向する2つの目的をもつベンチャー・キャピタル (VC) ・ファンドについて調査し、これらのインパクト・ファンドは伝統的な VC ファンドよりも IRR (内部収益率) で 4.7 パーセントポイント (ppt) ほど低いとする。この結果、Willing-to-Pay(WTP)モデルによれば、投資家はインパクト・ファンドにおいては 2.5-3.7ppt ほど低いリターンでも受け入れており、特に、開発機関や基金、金融機関、公的年金、PRI(責任投資原則)に署名した機関は、高い WTP を有していると指摘し

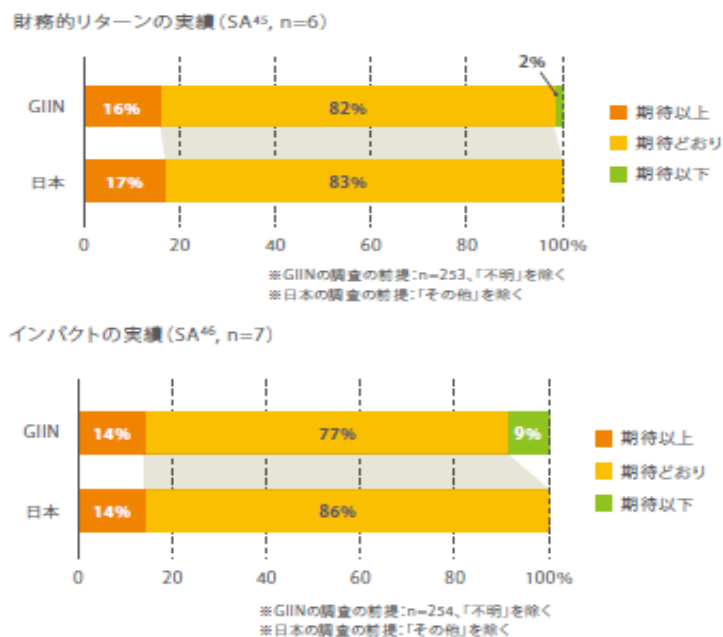
¹⁹ 本章は、湯山 (2020) 第3章の内容をもとにしている。

ている。

ただし、我が国における実務の動向を概観すると、GSG 国内諮問委員会(2020)によれば、インパクト投資を行った結果としての経済的リターンおよび社会的リターンの水準に関するアンケート結果を見ると、財務的リターンおよびインパクトの実績について「期待どおり」「期待以上」が8割以上を占めており、今後のさらなる拡大も予想される(図 13)。また、同調査の2020年度版(GSG 国内諮問委員会(2021))も、アンケート調査や各企業の取り組み事例を通じて、我が国におけるインパクト投資の現状と課題の実務面における最新動向をとりまとめたものであるが(図 14)、これによれば、そもそもの財務的リターンに対する期待水準については「リスク調整後のマーケットリターン以上のリターン」とするものが6割と多かったが、マーケット水準以下のリターンも許容するとするものが約2割程度存在することなどが示されており興味深い。また、財務的リターンやインパクトの実現度合いに関する評価をアンケートで聞いたところ、財務的リターンについては、期待どおりが56%と最も多く、期待以下(4%)、わからない(16%)は少数派であった。ただし、インパクトの実現度合いは約5割が期待どおりと回答し、期待以下(8%)、わからない(33%)であり、財務リターンよりは実現度合いに対する見方が少ない傾向がみられた。

いずれにせよ、インパクト評価自体は興味深い上に必要性も十分に考えられるものの、コストがかかる、データも揃わない、ベンチマークとなる指標もない、透明性の高い方法論がない、概念が曖昧であり、投資家に納得感のある方法でどう評価してよいかわからないといった多くの困難さがある、最近いくつかの学術研究もでてきてはいるものの、依然として実務的にも学術的にも大きな課題として残されているといえよう。

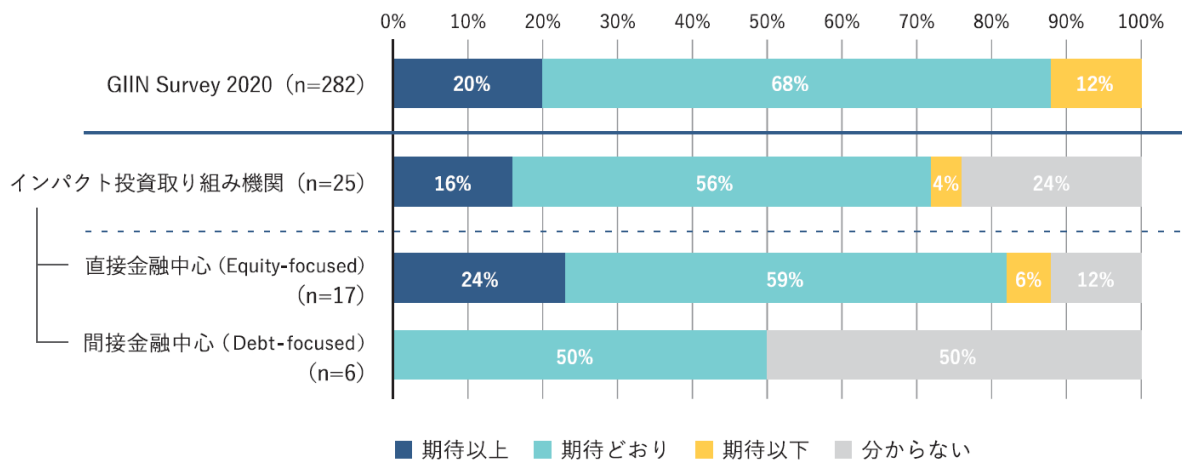
図 13 インパクト投資における財務的・社会的リターンの実績に対する評価(2019年調査)



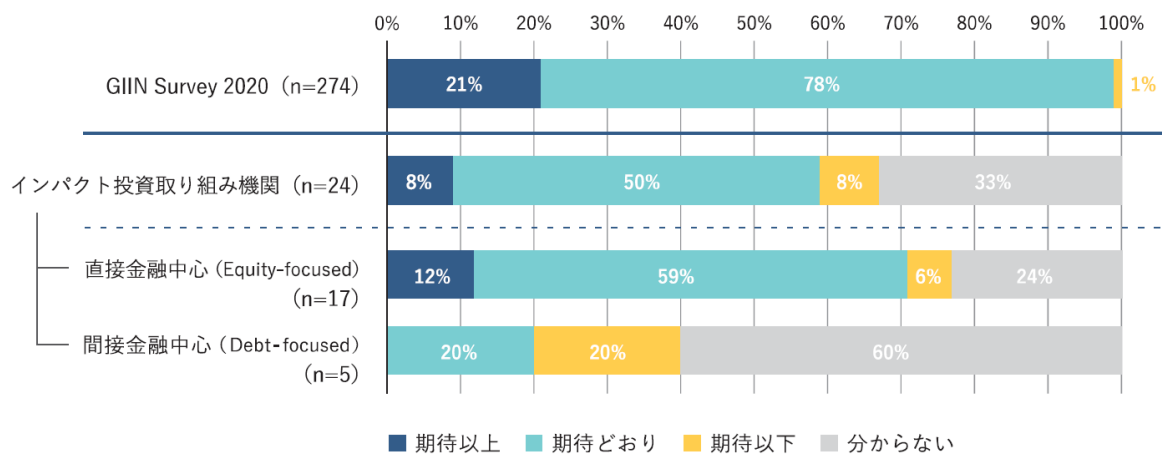
(出所) GSG 国内諮問委員会 (2020) より抜粋

図 14 インパクト投資における財務的リターン(上)・インパクト(下)の実現度合い(2020年調査)

(財務的リターンの実現度合い)



(インパクトの実現度合い)



(注) GIIN Survey はグローバルなサーベイによる結果 (GIIN(2019)より)。
 (出所) GSG 国内諮問委員会(2021)より抜粋

第5章 社会的インパクト投資のプレイヤーにおける考え方

本章では、社会的インパクト投資家および資金調達を行っている企業へのヒアリングを通じて得られた、社会的インパクト投資に関する考え方のサマリーを示す²⁰。日本の社会的インパクト投資家市場は拡大の機運にある一方で、まだプレイヤーが少なく、各自が手探りの状況で実施しているのが実情といえる。また、ヒアリングからは以下のようにいくつかの点において社会的インパクト投資家の属性による考え方の違いも見られた。

(1) 社会的インパクト投資における経済的リターンの考え方

社会的インパクト投資におけるリスクとリターンの概念を整理すると、表 20 のようになる。社会的インパクト投資におけるリスクは、経済的リスクに加えて、投資先企業が実施しているプロジェクトが所定の社会的リターンを挙げられないリスクが含まれる。また、リターンについては、投資家(資金提供者)に帰属する経済的リターンに加え、プロジェクトの受益者や社会全体に及ぶ便益が含まれる。

表 20 社会的インパクト投資におけるリスクとリターン

	リスク	リターン
一般の投資	投資が期待のパフォーマンスを挙げない、あるいは投資元本が回収できない可能性	投資家の拠出した資金に対する経済的リターン(利子、配当、売却益等)
ソーシャル・インパクト投資	経済的リスクに加え、プロジェクトが所定の社会的リターンを挙げない可能性	投資家への経済的リターンに加え、プロジェクトの受益者や社会全体に対する便益

(出所) G8 社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会(2015)より大和総研作成

今回ヒアリングした投資家はいずれも社会全体に対する便益をリターンと捉える一方、経済的リターンに関しては異なるスタンスであった。具体的には、他の運用資産と同水準の経済的なリターンを求めるといった回答があった一方で、経済的なリターンは求めるものの、市場平均を下回ることもある程度は許容するというところもあり、また経済的なリターンについて明確な目標はおいていないところもあった。また、社会的インパクト投資を通じて得られる様々な知見を自身の活動に生かせるといったことも、社会的インパクト投資に取り組むメリットになっているようである。

²⁰ 具体的なヒアリング先については、個別名はあげることができないものの、機関投資家、財団法人、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、事業会社など10社程度からのヒアリングをもとにまとめている。ヒアリング協力先の皆様には、感謝申し上げたい。

(2) インパクト評価に対する考え方

社会的インパクト投資のプロセスにおけるインパクト評価に関して、投資対象が上場企業中心であり、運用金額も大きいところでは、いくつかの共通指標を用い、評価を行っていたケースも見られた。一方で、投資家の中には、個別企業の事業内容を理解し経営にも関与していくスタンスであり、インパクト評価の指標は投資先企業ごとに個別に設定しているところもあった。これらの投資家は、インパクト評価および付随して行われるインパクト・マネジメントは、投資先企業の企業価値向上につながるものと認識しているようであった。そのため、各投資家が投資先企業とディスカッションし、適切と考えられるインパクト評価の方法を共同で作っていた。また、投資先企業ごとに評価項目を設定しているところもあった。なお、ファンドへの投資を行っている投資家においては、個別企業と直接やり取りする立場ではないが、ファンドが提供しているマイクロファイナンスの借り手に独自に調査を実施しているとのことであった。

今回ヒアリングした社会的インパクト投資家においては、GIINのIRISや、B LabのBIAといった既存のフレームワーク・指標について、参考にはするが、そのまま使用することはないという回答が多かった。また、第3章で述べたインパクト評価に関する認証制度について、特段必要であるとの意見も見られなかった。ただし、今後社会的インパクト投資の市場が拡大していく段階においては、プレイヤーが増える中で、何らかの認証・ガイドラインのようなものは必要になる可能性がある、という意見が多かった。例えば個人の投資家が多数参入するようになれば、社会的インパクトを生み出していない悪質な資金調達者や金融機関から個人投資家を保護する必要性が生じる可能性がある。また、社会的インパクトを謳う企業が増えていけば、本当に社会的インパクトがあるのか(ウォッシュではないのか)、判断するために、認証やガイドラインのようなものがあつた方が良いのではないかと、といった指摘もあつた。

また、インパクト評価の負担の重さを指摘する声も少なからずあつた。今回ヒアリングを実施した企業においては、自らの社会的インパクトを明確化することに意義を感じており、非常に前向きに取り組んでいる様子が窺えたが、一般的に、社会的な事業を行う企業は企業規模が小さいケースが多く、インパクト評価に割けるリソースは限られる。一般的な投資に比べ、社会的インパクト投資はインパクト評価を行う分、投資家側にも企業側にも負担がかかる。投資家・企業双方にとって、インパクト評価を行う共通の目的は、企業価値を向上させることにある。投資家にとっては最終的にそれが経済的リターンを獲得につながり、企業にとっては社会的インパクト投資家からの追加的な資金調達につながる可能性がある。インパクト評価の負担(コスト)を、最終的に誰が負担するのか、社会的インパクト投資を行う際の課題の1つとなりそうだ。

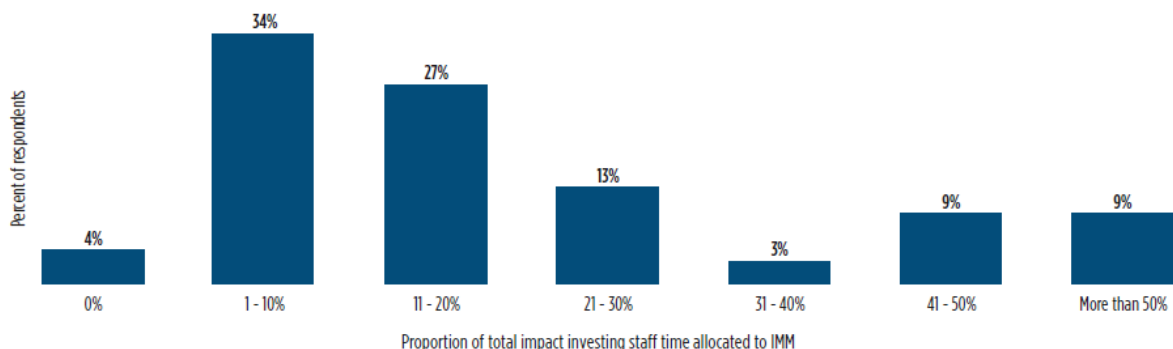
なお、第1章で紹介したGIINのレポート(GIIN(2020a): The State of Impact Measurement and Management Practice)によれば、インパクト投資にあたり、運用スタッフがインパクト評価およびインパクト・マネジメントにかかる時間の比率は全体の25%(平均値、中央値だと20%)を占めるという。図15の通り、1割以下という回答が最も多い一方で、50%超の時間をかける投資家も1割程度存在するようである。

インパクト評価やインパクト・マネジメントにかかる費用は、インパクト投資による利益やマ

ネジメントフィーの中から負担しているケースが7割を超えた(図16)。一方、投資先と全額または一部費用負担をしている、との回答は1割程度にとどまった。

図 15 インパクト評価やインパクト・マネジメントにかかる時間(全体に占める比率)

Figure 35: Time allocated to IMM
n = 223; optional question.



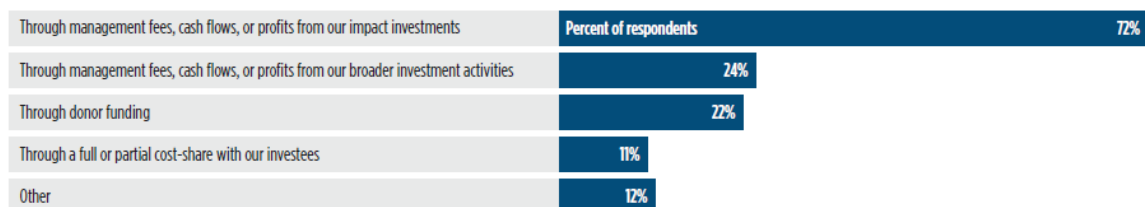
Source: GIIN, *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*

34 Four percent of respondents reported that 0% of impact investing staff time is allocated to IMM; 2% of respondents reported that none of their full-time staff contribute to the organization's IMM practice.

(出所) GIIN (2020a)より抜粋

図 16 インパクト評価およびインパクト・マネジメントの費用をどのように確保しているか

Figure 37: Funding sources for IMM capacity and activities
n = 267; respondents could select multiple options. Optional question.



Note: 'Other' includes endowments or specifically unrestricted philanthropic support, parent company funding, investor funding, or integration within the operations budget.

Source: GIIN, *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*

(出所) GIIN (2020a)より抜粋

(3) 社会的インパクト評価に対する考え方のまとめ

世界的な ESG 投資の拡大や国連における SDGs の採択など、投資家・投資先企業双方において社会的インパクト投資への関心が高まっている。それは日本においても例外ではなく、投資家・企業双方から、社会的インパクト投資拡大の機運はあるとの意見が多く出ている現状にある。

しかし、社会的インパクト投資の定義は曖昧であり、インパクトウォッシュに対する懸念も指

摘されている²¹。社会的インパクト投資の定義について、GIIN や IFC、OECD が再定義を試みているが、その中で求められているインパクト評価については各投資家・企業において模索が続いている。社会的インパクト投資家といっても様々であり、上場企業を投資対象とする投資家の場合は、多くの企業に分散投資することが想定され、より効率的に、共通の指標で評価することが現実的であろう。一方、個別企業の経営に深くかかわるタイプの投資家であれば、インパクト評価に関しても個別企業の事業内容に応じた指標で実施することが自然であろう。(ただし後者の場合、投資対象となる企業が比較的規模が大きい体力のある企業か、スタートアップで日々のキャッシュフローの確保に追われている企業かで、投資を受ける側のインパクト評価に割けるリソースは異なる。)

現状、社会的インパクト投資のプレイヤーの多くは、ベンチャー・キャピタル投資やプライベート・エクイティ投資のようなハンズオン形式の投資家が多い。しかし、社会的事業を行う企業がスケールアップを考えたときに、上場市場に社会的インパクト投資家が不在、という状況にならないためにも、大手機関投資家が社会的インパクト投資の資金の出し手となっていくことが望ましい。上場企業への投資では、ある程度共通の指標で、まとめて評価できるような仕組みも必要と考えられる。今後、最終的な資金の出し手(アセットオーナー) への説明にも利用できるような、認証・ガイドライン的なものを検討していくことが求められると考えられよう。

²¹ インパクトウォッシュとは、「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」をいう (柿沼 2019)。

第6章 インパクト評価の在り方に関する将来展望

最後にインパクト評価の在り方に関する将来展望を示す。欧米を中心に大きな広がりを見せ、日本でも活発になってきたインパクト投資であるが、インパクト投資とその評価の在り方がどうなっていくのだろうか。その将来展望を見通すのは、投資家の需要や投資先の対応などの変化と絡んでくるため、なかなか困難なことであるといえる。現状は、ポジティブで測定可能な社会のおよび環境的インパクトの実現を目指して、測定が容易な特定分野を投資ファンド等が投資家の需要を見ながら選んで投資することが多いが、評価基準がいくつか存在して混乱していること、インパクト・ウォッシングの可能性を含め、評価への利用者の信頼確保という課題があること、また、より測定が困難なインパクトを望む方向へのインパクト投資の拡大、インパクト評価の主体の広がりといった現象を考慮すると、インパクト評価の将来は、基本的には以下の4つの方向に向けて進むのではないかと考えられる。

- ①インパクト評価の基準、特に測定の基準が収斂していく
- ②インパクト・マネジメントの認証が進化する
- ③インパクト投資の対象が、現在の限定された特定分野のインパクト投資プロジェクトから、大企業が本業を通じて社会課題を解決するようなビジネスへと拡大し、これに伴って、上場会社の株式投資におけるインパクト評価のあり方が課題となる
- ④インパクト評価の主体が、現在の投資ファンドなど投資サイドから、投資を受ける側へと広がり、これに伴って、投資を受ける側における対応が進展する

以下、そのそれぞれについて、方向性や課題を簡単に分析する。

1. インパクト評価の基準の収斂

インパクト評価の基準としては、IRIS、GIIRS、GRI、SASBなど国際的なスタンダードとされているものがいくつもあり、基準を利用する投資家サイドや投資先などから、その収斂が望まれている。これに応じて、収斂を目指す動きも出てきている。どのような形で収斂が行われるのかが問題であるが、多くのインパクト評価の基準は、様々な投資分野の共通原則からスタートするものの、結局のところ個別性がかなり強いため、せいぜい分野ごとに細かな基準を設定するアプローチを取らざるを得ない。従って、収斂はおそらく分野ごとに見られるであろう。

しかし、評価の際に用いることのできるデータの限界や比較対照テストなど科学的エビデンスの希少さなど分野別に基準が収斂しても個別性の問題は残り、インパクトの比較を厳密に行うことには制約が残っていくのではないかと考えられる。

比較可能性を究極のレベルで追及する立場からは、インパクトの金銭価値化を目指す動きもあるが、データ制約や科学的知見の希少さの問題は共通であり、道は相当険しい。

2. インパクト・マネジメントの認証の進化

インパクト評価を含むインパクト・マネジメントのプロセスをフレームワーク化して、これを客観的な認証(verification)の対象にすることが IFC のインパクト投資原則などで求められている。インパクト投資を行う投資ファンドなどが投資家へのアカウンタビリティを果たすためには、こうした認証が必要なことは言うまでもない。認証をビジネスとして行う民間のコンサルティング・ファームも既に存在しており、また、より大掛かりにアシュアランス・フレームワークに国際的な認証を与える施策を追求する動きも見られる。

しかし、ここで重要なのは、認証するための手法の確立であり、インパクト・マネジメントが適切に行われているかどうかをどのような基準で判定するのかという問題である。特に、インパクト評価の妥当性の検証となると、1で論じたインパクト評価の基準の収斂の問題と重なり、かなり難しい問題を孕んでくる。また、認証を得るために必要なコストの問題も無視できなくなってくるものと思われる。費用を支払って外部の第三者に認証を求める方法によらず、内部監査部門のような内部の組織を活用して認証を行う方法も今後検討が必要になってくると考えられる。

3. インパクト投資の対象の拡大と上場会社の株式投資におけるインパクト評価の在り方の進化

現在のインパクト投資は、途上国の特定分野に向けたプロジェクトのファイナンスという限定的な局面のものとなっている。対象が明確で比較的小規模であるがゆえに、インパクト測定・評価の困難さは、ある程度緩和されている一方、ソーシャルなインパクトの大きさもそれほど大きくはない。

今後、ソーシャル・インパクトをスケールアップしていきたいのならば、大企業が本業を通じて社会問題を解決するのを、インパクト投資を通じて促進する方向がより強く模索されて然るべきであろう。この方向は、ESG 投資の文脈でこれを理解するなら、ESG リスクへの対処への投資から、ESG 機会(ESG opportunities) への投資へと拡大することを意味しており、既にその動きは始まっている。東大・経団連・GPIF の共同研究報告書で提唱された「ESG 投資の進化」はまさにその方向に沿ったものである。しかし、大企業の活動は多岐にわたるものであり、またインパクトの広がりも大きくなっていくため、インパクト評価の困難さはさらに増すことになる。このチャレンジをどう解決するのか、研究が必要となってくる。

4. インパクト評価の主体の拡大と投資を受ける側における対応の進展

従来、インパクト投資は、投資ファンド等の投資サイドにおけるインパクト・マネジメントが中心とされ、投資先においては、インパクト・マネジメントが厳密に求められているわけではなかった。間接的に投資ファンド等のインパクト・マネジメントに協力することが求められてい

たわけである。

しかし、ソーシャルなインパクトを目指すプロジェクトに投資を呼び込みたい意思が強くなれば、当然にプロジェクトを実施する側においても十分なインパクト・マネジメント体制の構築が必要になってくるはずである。

限定的な分野で小規模なプロジェクトを行う主体の場合、組織規模との関係でそのコストをどう賄うべきかという問題が生じてくる。

また、大企業が本業を通じて社会課題を解決する方向を目指す場合には、3で述べた論点がそのまま、大企業自身のインパクト評価の在り方の問題としてかぶさってくる。さらに、社会課題の解決を狙うビジネスモデル(投資家に説明していく社会課題解決のナラティブ)の有効性の検証も必要となってくる。大企業の活動をソーシャル・オリエンティッドなものにしていくためには、これらの課題に真摯に向き合う必要が生じるといえるだろう。

参考文献

- 家子直幸・小林庸平・松岡夏子・西尾真治「エビデンスで変わる政策形成～イギリスにおける『エビデンスに基づく政策』の動向、ランダム化比較試験による実証、及び日本への示唆」三菱UFJリサーチ&コンサルティング政策研究レポート、2016年2月
- 柿沼英理子「社会的インパクト投資シリーズ①「社会的インパクト投資」とは何かーSDGsの達成に貢献する、持続可能な資金の流れを作るにはインパクト評価をどのように行うか」大和総研、2019年
- 神作裕之、大崎貞和、小野傑、湯山智教「イノベーションとベンチャーファイナンスの現状と課題ー年金基金等の機関投資家参入、規模拡大、非上場株式市場のビジネスモデル多様化などが望まれるー」『月刊資本市場』2019年10月号、pp.54-61、資本市場研究会
- 環境省「グリーンボンド・グリーンローン等の国内・海外動向」(第1回グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会 資料4) 2019年7月23日
- 経済産業省(経済産業政策局産業組織課) 委託調査「海外における社会的企業についての制度等に関する調査報告書」(2015年3月)(調査はデロイトトーマツコンサルティング株式会社、有限責任監査法人トーマツ、税理士法人トーマツ及びベーカー&マッケンジー法律事務所並びにこれらのグループの各海外オフィスで実施)
- 経団連、東京大学、GPIF 共同研究報告書「ESG投資の進化、Society 5.0の実現、そしてSDGsの達成へ」2020年3月
- G8 社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会「社会的インパクト投資の拡大に向けた提言書」2015年5月29日
- 内閣府「インパクト投資の定義と特徴」(休眠預金等活用法審議会、参考資料 基礎資料集)〈URL : https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/shingikai/sanko/sanko.html (最終閲覧日2019年10月11日)〉
- 内閣府政策統括官(経済社会システム担当) 委託調査「社会的企業についての法人制度及び支援の在り方に関する海外現地調査報告書」2011年3月(調査は未来工学研究所が実施)
- 湯山智教『ESG投資とパフォーマンス』一般社団法人金融財政事情研究会、2020年
- Agrawal, Anirudh, and Kai Hockerts. "Impact investing: review and research agenda." *Journal of Small Business & Entrepreneurship* 33.2 (2021): 153-181
- Barber, Brad M., Adair Morse, and Ayako Yasuda. "Impact investing." *Journal of Financial Economics* 139.1 (2021): 162-185
- Bernal, Oscar, Marek Hudon, and François-Xavier Ledru. "Are impact and financial returns mutually exclusive? Evidence from publicly-listed impact investments." *The Quarterly Review of Economics and Finance* (2021)

- Addy, Chris, et al. "Calculating the value of impact investing: An evidence-based way to estimate social and environmental returns." *Harvard Business Review* 97.1 (2019): 102-109.
- EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. "Report on EU GREEN BOND STANDARD: TEG REPORT PROPOSAL FOR AN EU GREEN BOND STANDARD." June (2019)
- Harji, Karim, and Edward T. Jackson. "Accelerating impact: Achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry." New York, NY: The Rockefeller Foundation (2012)
- IFC(International Finance Corporation). "Creating Impact: The Promise of Impact Investing." (2019a)
- IFC(International Finance Corporation). "Investing for impact: Operating principles for impact management." (2019b)
- GIIN (Global Impact Investing Network). "Sizing the Impact Investing Market." April 1, (2019)
- GIIN(Global Impact Investing Network). "The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition." January 21, (2020a)
- GIIN (Global Impact Investing Network). "Core Characteristics of Impact Investing. " (2020b) 〈URL:<https://thegiin.org/characteristics> (最終閲覧日 2021 年 5 月 31 日)〉
- GIIN (Global Impact Investing Network). "Annual Impact Investors Survey 2020." June 11, (2020c)
- GSG(Global Social Impact Investment Steering Group)国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状 2019」(2020 年 3 月 31 日)(修正版:2020 年 12 月 24 日)
- GSG(Global Social Impact Investment Steering Group)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)
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) Staff. Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development. OECD, (2019)
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). Social Impact Investment: Building the Evidence Base. OECD, (2015)
- Regulator of Community Interest Companies. "Annual Report 2019-2020." (2020)
- Schoenmaker, Dirk, and Willem Schramade. Principles of Sustainable Finance. Oxford University Press. (2018)
- Social Impact Investment Taskforce. "Measuring Impact: Subject paper of the Impact

Measuring Working Group." (2014)

以 上