

日本における  
社会的インパクト投資の現状

2018

---

2019年3月31日

Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会

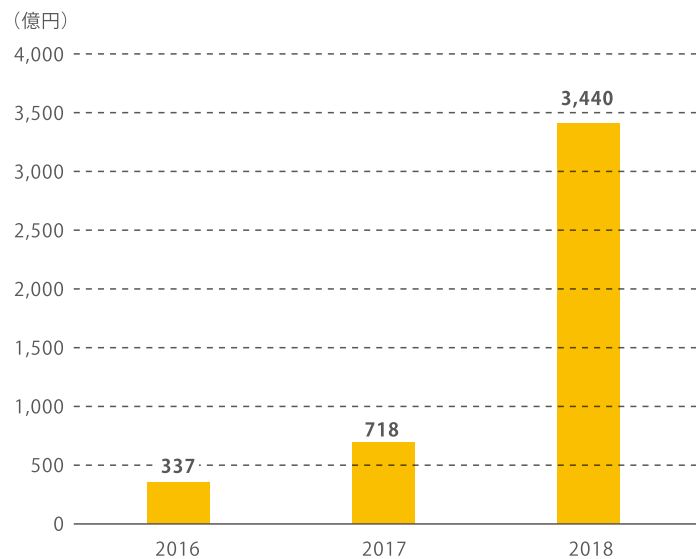
# 要 旨

## 日本における社会的インパクト投資市場規模

2018年度の日本における社会的インパクト投資市場規模は、約3,440億円と推計され、2017年度と比較して5倍近くの成長となった。市場拡大の要因としては、2017年度までに既に社会的インパクト投資に取り組んでいた機関が投資残高を増やしたことや2018年度から新たに社会的インパクト投資に取り組む機関が増加したことが挙げられる。

特に2018年度から新たに社会的インパクト投資に取り組む機関の中には、組織内で社会的インパクト投資の手法を検討し従来の投資を社会的インパクト投資に変えたものや、投資信託として個人投資家にその投資機会を提供したことで1,000億円規模に投資残高を伸ばしたものなど、社会的インパクト投資のスケール化に成功した機関があった。一方で、数億円規模の社会的インパクト投資を積み上げることで、2017年度から着実に残高を伸ばしている機関も多かった。

図表 1 社会的インパクト投資残高(推計)の推移



---

## 2018年度の主な動き

---

日本における社会的インパクト投資市場における主な動きは以下の3点があげられる。

### ① 個人投資家向け金融商品の拡大

本調査の結果、広く一般の個人投資家が社会的インパクト投資を実行できるクラウドファンディングや投資信託などの金融商品が拡大していることを把握できた。今後、さらなる個人投資家向け社会的インパクト投資に関する金融商品の充実が期待される。

### ② ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)の広がり

2018年11月、広島県と6市の広域連携によるSIB導入が実現した。複数の地方自治体が連携することで導入障壁の低減につながり、また、2017年に八王子市で導入された大腸がん検診受診率・精密検査受診率向上事業モデルを他の地方自治体に導入できることも実証されたことで、全国1,741ある地方自治体への展開加速が期待される。

### ③ メインストリーム金融機関のさらなる参入拡大

2017年度調査でみられた生命保険会社、都市銀行、ベンチャーキャピタルなど、既存のメインストリーム金融機関による社会的インパクト投資への参入の流れが、2018年も資産運用会社や新たな保険会社などさらに拡大していることが確認できた。ESG投資やSDGs達成に向けた取り組みの拡大もあり、引き続き、メインストリーム金融機関算入の継続、拡大が見込まれる。

日本における社会的インパクト投資の現状 2018

## 序 論

### 04 Global Social Impact Investment Steering Group

および国内諮問委員会について

### 05 本報告書について

## 第Ⅰ章 社会的インパクト投資とは

06 ① 社会的インパクト投資の歴史と現状

11 ② 日本の社会的インパクト投資の歴史と背景

## 第Ⅱ章 日本における社会的インパクト投資市場

15 ① 社会的インパクト投資市場規模推計にあたって

16 ② 社会的インパクト投資の抽出方法

17 ③ 社会的インパクト投資市場規模推計のための調査対象

18 ④ 社会的インパクト投資市場規模の集計結果

27 ⑤ 社会的インパクト投資のケーススタディ

45 ⑥ 社会的インパクト投資市場から得られる示唆

## 第Ⅲ章 社会的インパクト投資市場の拡大に向けた新たな可能性

47 ① 社会的インパクト投資×社会的インパクト評価 ～社会的インパクト可視化の重要性～

51 ② 社会的インパクト投資×SDGs ～出し手と受け手をつなぐ「共通言語」～

53 ③ 社会的インパクト投資×先端技術 ～ブロックチェーンの持つ可能性～

## 総 括

## Global Social Impact Investment Steering Group および国内諮問委員会について

Global Social Impact Investment Steering Group (以下、「GSG」という)は、2013年6月に、先進国首脳会議(以下、「サミット」という)で、当時議長国のイギリス・キャメロン首相の呼びかけにより、社会的インパクト投資をグローバルに推進することを目的として創設された。もともと「G8社会的インパクト投資タスクフォース」と呼ばれていたものが2015年8月に新たに5か国が参画したタイミングでその名称を変更したものである。同タスクフォースの議長には、イギリスの休眠預金活用基金、ビッグ・ソサエティ・キャピタルの創設者であるロナルド・コーエン卿が就任し、2013年から2014年にかけて会合が行われ、2014年にはタスクフォースレポートが発表された。2015年にGSGに名称変更した後は、年に1回の総会の他、注力分野ごとの分科会が組成され活動が拡大している。

GSGでは各国の国内で諮問委員会を組成することが参画要件となっている。2014年に立ち上げられた日本のGSG国内諮問委員会(旧: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)は、日本国内の各界有識者で構成され、社会的インパクト投資に関わる様々な事項についての活発な情報共有・議論が行われている。

2018年12月末現在、GSG国内諮問委員会は次のメンバーで構成される。

### 委員長

- 小宮山 宏 株式会社三菱総合研究所 理事長

### 副委員長

- 鵜尾 雅隆 特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会 代表理事

### 委 員

- 大野 修一 公益財団法人笹川平和財団 理事長、一般財団法人社会的投資推進財団 理事
- 工藤 禎子 株式会社三井住友銀行 常務執行役員
- 波澤 健 コモンズ投信株式会社 会長
- 白石 智哉 一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ 共同代表理事
- 深尾 昌峰 プラスソーシャルインベストメント株式会社 代表取締役会長
- 藤村 武宏 三菱商事株式会社 環境・CSR推進部長
- 三木谷 浩史 一般社団法人新経済連盟 代表理事
- 向井 英伸 株式会社みずほ銀行 常務執行役員
- 山田 順一 独立行政法人国際協力機構(JICA) 理事

また、GSG国内諮問委員会の事務局は、一般財団法人社会的投資推進財団、Asian Venture Philanthropy Network、株式会社風とつばさ、ケイスリー株式会社、特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会が共同で行っている。

本報告書は、GSG国内諮問委員会により発行された「日本における社会的インパクト投資の現状（2014年7月）」、「社会的インパクト投資の拡大に向けた提言書（2015年5月）」および「日本における社会的インパクト投資の現状2016（2016年9月）」「同2017（2018年2月）」に続き、日本の社会的インパクト投資市場の現状を報告するものである。

本編の「第Ⅰ章 社会的インパクト投資とは」では、世界の潮流から見る社会的インパクト投資の歴史と定義について、「第Ⅱ章 日本における社会的インパクト投資市場」では、日本における社会的インパクト投資市場に関する調査報告、「第Ⅲ章 社会的インパクト投資市場の拡大に向けた新たな可能性」では、社会的インパクト投資にまつわるトピックの紹介という構成となっている。

市場規模調査においては、国内の社会的インパクト投資を実践する関係者へのアンケートのみならずインタビュー、公開資料の調査等を実施することで、数値を算出した。

本報告書は、GSG国内諮問委員会の監督のもと作成され、本報告書のための調査および執筆はケイスリー株式会社によって行われた。また、アンケートやヒアリングをはじめ、本報告書作成にあたりご協力いただいた方々に改めて謝意を表す。

### 調査および執筆者

ケイスリー株式会社 鬼澤知裕、幸地正樹、落合千華、鈴木豪、今井梨紗子

※ご質問・ご意見は、GSG国内諮問委員会事務局までお願い致します。

一般財団法人社会的投資推進財団 <[info@siif.or.jp](mailto:info@siif.or.jp)>

# 第1章 社会的インパクト投資とは

## ① 社会的インパクト投資の歴史と現状

社会的インパクト投資とは、社会的インパクト投資のグローバルネットワークであるGlobal Impact Investing Network (GIIN)<sup>1</sup>によれば、財務的リターンと並行して社会的および(もしくは)環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資である。社会的インパクト投資に関わる資金提供側、資金需要側や投資中間団体にも多様なニーズがあり、欧米を中心に、徐々にその市場が拡大している。

本節では、社会的インパクト投資の発祥の歴史と背景を振り返り、世界各国の定義や市場規模について整理する。

### ①-1 社会的インパクト投資の歴史と背景

「社会的インパクト投資」という用語が最初に使用され始めたのは、2007年にロックフェラー財団(アメリカ)によって開催された会議だとされ、約10年の歴史となる。さらに遡って、欧州では、1968年にオランダでトリオドス銀行(Triodos Bank)の基となる勉強会が立ち上がり、環境課題・社会課題の解決に貢献する金融機関が必要だという議論が始まった。そしてソーシャルビジネスに資金提供するための財団が1971年に設立<sup>2</sup>されたことが、欧州での社会的インパクト投資の発祥といえるだろう。その後、ソーシャルファイナンスやコミュニティファイナンス、環境ファイナンスなど、様々な冠をつけた専門の金融機関や組合が多数現われた。トリオドス銀行のほか、イギリスのコーポラティブグループ、ドイツのGLSコミュニティ銀行など協同組合から発展した例がある。このように社会的インパクト投資の起源は、欧米に発端を見ることができ、各歴史について以下振り返る。欧州の社会的インパクト投資の市場は、約50年の歴史があるが、大きな契機となったのは、2000年にイギリスのロナルド・コーエン卿が率いた「社会的投資タスクフォース」が設立されたことである。これにより、イギリスを中心として社会的インパクト投資の市場拡大に向けた様々な財団・団体・企業などが新しく立ち上がり、活動が広がっていった。イギリスでは、この後、2002年にコミュニティ投資に特化した初めての基金ブリッジズベンチャーズ(Bridges Ventures)の設立、コミュニティ開発金融機関(CDFIs)を通じた社会的投資減税の開始、チャリティ銀行(Charity Bank)の設立が実現し、2004年には会社法が改正されて新たにコミュニティインタレストカンパニー(Community Interest Company)という法人形態が生まれ、資産と利益を地域に還元することを要求される株式会社または保証有限会社等の運用が開始された。2010年には官民連携で実施する成果連動型の社会的インパクト投資手法の1つであるソーシャル・インパクト・ボンド<sup>3</sup>(以下、SIBとする)が世界で初めて組成された。また、2012年には英国で休眠預金と銀行からの資金を原資にしたファンド・オブ・ファンズとして社会的インパクト投資市場へ資金供給を行うビッグ・ソサエティ・キャピタルが設立され、2017年にはバークレイズ銀行がイギリスの大手銀行で初めて社会的インパクト投資ファンドであるマルチ・インパクト・グロース・ファンドを設立した。

<sup>1</sup> <https://thegiin.org/>

<sup>2</sup> Monitor Institute「Investing for Social & Environmental Impact」(2009年)

<sup>3</sup> ボンドとあるが債券ではなく、行政と事業者の成果連動型委託契約および外部からの民間資金調達を組み合わせた仕組みを指す



他方、アメリカでも、起源は欧州と同時期にみることができる。1968年にフォード財団が主導で、Program related investment (PRI) が導入された。PRIとは、財団組織が基本財産の一部を使って投資・融資などの手法で社会的事業を支援する仕組みのことを指す。低利の学資ローン、貧困層の雇用創出に繋がるビジネス、低所得者向け住宅建設プロジェクト等に資金提供されている。1994年にはリーグル地域開発および規則改善法 (Riegle Community Development and Regulatory) が制定されたことで、CDFIsを通しての地域経済活性化が促進され、2000年にはすでにPRIの市場が30億米ドル以上になっていた。ロックフェラー財団が「社会的インパクト投資」という言葉を用い始めた2007年以降は、2008年の金融危機への反省をきっかけに、健全な社会を構築するための投資のあり方として新たな取組みの必要性が浮き彫りになり、民間セクターからの参入が加速した。例えばゲイツ財団等米国のIT起業家による取組みの拡大、金融機関ではゴールドマンサックスによるソーシャルインパクトファンドの設立(2013年)、モルガンスタンレーによるインパクト・インベストメント・サービスの開始(2012年)などが挙げられる。ロックフェラー財団、GIINとJPモルガンが共同で「インパクト投資」と題した年次報告書を初めて公表したのも2011年である。金融機関以外の民間の広がりも大きく、近年のアメリカでは、Facebook創業者のマーク・ザッカーバーグが、保有するFacebook株の99% (450億米ドル) を生涯に渡って寄付すると発表し、社会的インパクト投資も行うチャン・ザッカーバーグ・イニシアチブ (Chan Zuckerberg Initiative) を2015年に設立した他<sup>5</sup>、ロックバンドU2のボノとTPG Growthが社会的インパクト投資を目的にライズファンドを2018年に共同設立し、20億米ドルを集めた<sup>6</sup>。

こうした動きを経て、2013年のサミット(議長国:イギリス)において、社会的インパクト投資をグローバルに推進することが決まり、その加盟国が中心となり2015年にGSGが発足した。GSGは、イギリスのロナルド・コーエン卿を会長とし21ヵ国<sup>7</sup>と欧州連合(EU)が加盟しており、各国政府により政策が実施され市場が発展を遂げてきている。

<sup>4</sup> J.P. Morgan, the Rockefeller Foundation and the GIIN「Impact Investments」(2010年)

<sup>5</sup> The Guardian「Mark Zuckerberg and Priscilla Chan announce baby girl – and \$45bn charity initiative」(2015年)

<sup>6</sup> World Economic Forum「The Rise Fund」(2018年)

<sup>7</sup> <http://gsgii.org/>

## ①-2 世界各国における社会的インパクト投資に関わる政策と状況

欧米での大まかな流れを踏まえた上で、GSG加盟国のうち、イギリス、オーストラリア、ポルトガル、インド、韓国の状況をさらに詳しく見る。政策や主要組織の動向を中心に各国の社会的インパクト投資市場についてまとめる。

**①-2-1 イギリス** 2000年に当時の首相ゴードン・ブラウンによって社会的投資タスクフォース (Social Investment Taskforce) が発足され、ロナルド・コーエン卿が2012年まで会長を務めた。その後、2013年にデビッド・キャメロンが首相の時代に、イギリスを議長国としたG8において、G8社会的インパクト投資タスクフォース (Social Impact Investment Taskforce) が発足され、同時期に国内諮問委員会が発足した。

2012年には、内閣府主導のもと、休眠預金と国内の主要な銀行から400万ポンドの資金を集めビッグ・ソサエティ・キャピタルが設立された。政府は、他にも社会的インパクト投資に特化はしていないもののソーシャルビジネス向けに資金提供を行うサービスを提供しており、公共サービスを受託する組織向けに融資を提供するフューチャービルダーズ (Future Builders)、中小企業向けに資金提供を行うブリティッシュビジネスバンク (British Business Bank) などが挙げられる。

社会的インパクト投資の手法の中でも経済的リターンを成果に連動させる特徴を有するSIBは、行政・事業者・投資家等の関係者がより明確に社会的インパクトを求める手法である。イギリスはSIBを率先して組成してきた背景があり、現在世界で130あるSIBプロジェクトのうち、47がイギリスで行われている<sup>8</sup>。政府のSIBに関する主な取り組みとしては、成果に応じた支払いに活用可能な基金であるセントラルアウトカムファンド (Central Outcome Fund)、分野毎の成果1単位あたりの見積額を示すユニットコストデータベース (Unit Cost Database)、成果に応じた支払いや契約手法を研究・実践するアウトカムラボ (Outcome Lab) が挙げられる。

**①-2-2 オーストラリア** オーストラリアは2013年にG8社会的インパクト投資タスクフォースに加盟、2014年に国内諮問委員会を発足した。同時期に設立された非営利組織であるインパクト・インベスティング・オーストラリア (Impact Investing Australia) がオーストラリアでの社会的インパクト投資の推進に大きな役割を担ってきた。オーストラリア政府は2017年以降10年間に渡って3,000万豪ドルを社会的インパクト投資市場形成のために使うことを発表。2018年にはさらに670万豪ドルをインパクト・インベスティング・オーストラリアとのパートナーシップのもと行うイニシアチブのために使うことを発表した。政府は低所得者向け住宅 (Affordable housing) への投資環境の整備に積極的であり、10億豪ドルの全国住宅基盤機構 (National Housing Infrastructure Facility) を設立した。環境面では、Clean Energy Finance Corpが10年間に渡り、クリーンエネルギープロジェクトへ100億豪ドルの投資を行う。Indigenous Business Australiaは5,000万豪ドルを使い先住民の経済開発のための社会的インパクト投資を行う。2017年に外務省は4,000万豪ドルを使い南アジア・東南アジアの貧困地域にて女性支援を行うためのEmerging Markets Impact Investmentを設立した。

**①-2-3** ポルトガルでは2014年に社会的インパクト投資タスクフォースが設立された。社会的インパクト投資  
**ポルトガル** タスクフォースおよびポルトガルでのエコシステム発展に大きな貢献をしている組織として、資金提供者であるCalouste Gulbenkian Foundationx、MAZEやSocial Finance UKといった中間支援組織が挙げられる。加えて、欧州連合が組成しているヨーロッパソーシャルファンド (European Social Fund) などから1億5,000万ユーロの資金提供を受け2015年から2023年まで社会的インパクト投資市場のエコシステム構築等を行うPortugal Inovacao Social (PIS)は、ポルトガルの社会的インパクト投資市場の発展において大きな役割を担っている。

ポルトガル政府は1,500万ユーロを使った社会的企業のキャパシティビルディングを行うためのファンドを設立。またPISを通じて投資家が投資先の利益から投資回収を行うレベニュー・パーティシペーション・アグリーメント (Revenue Participation Agreement) の開始も計画中である他、2,000万ユーロ規模のSIB向けアウトカムファンドも設立した。

**①-2-4** インドでは、2014年に社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会が発足した。インド  
**インド** 政府は、民間企業による非営利組織への関わりを増やすための積極的な活動を行ってきており、2013年に法制度化されたCSR法は、全ての企業が過去3年の当期利益の2%をCSR活動に充てることを義務付けており、非営利活動発展の大きなステップとなっている。また、CSR法と社会的インパクト投資を活用し、民間企業からの投資を促す計画である「Aspirational District Plan」も推進している他、10億米ドル規模のファンド・オブ・ファンズとなる社会的インパクト投資ファンド設立の準備が進められている。

**①-2-5** 韓国では、2017年の社会的インパクト投資タスクフォース発足後、2018年に国内諮問委員会が  
**韓国** 設置された<sup>9</sup>。2007年に施行されたThe Social Enterprise Promotion Act of 2007は韓国の政策や社会的企業の法人格を確立する上で大きな役割を果たした。韓国では社会的企業の為の法人格があり、一定の条件を満たした企業は労働局 (Ministry of Employment and Labour) からの支援を受けることができる。政府は社会的インパクト投資の分野に対して協力的で、ホールセール組織を作るため年間1億2,000万米ドルの予算を確保している。また、中小企業機構は年間1億米ドルと2億米ドルの予算を持ったソーシャル・インパクト・ファンドを2018年から始める見込みである他、信用組合 (credit union) であるKODITと協働して行うサービスがあり、社会企業は1.0~1.5%割引いた金利で信用保証 (credit guarantee) を利用できる。SIB市場においては、教育と特別支援を必要とする子どもの分野で2件が組成されている。一方で、法整備の面で課題があり、現在、SIBプロジェクト向けに予算執行できる法律の整備が協議されている。

<sup>9</sup> The Global Steering Group for Impact Investment「Catalysing an Impact Investment Ecosystem」(2018年)

## ①-3 社会的インパクト投資を取り巻く関連組織の動向

社会的インパクト投資をグローバルで推進することを目的とした組織は、GSG以外にもGIIN、Impact Management Project (IMP)、SDGs Impactの3つが代表的な組織として挙げられる。

**①-3-1 Global Impact Investors Network (GIIN)** GIIN (the Global Impact Investing Network) は、社会的インパクト投資の活性化を目的にロックフェラー財団を中心とした投資家達によって着想され、創設された。具体的には、社会的インパクト投資家のグローバルなネットワークを構築すること、社会的・環境的な社会的インパクト評価指標の標準化を行うことを実践しており、設立当初のプロジェクトとしては、アフリカ、サブサハラ地域での持続可能な農業のための投資ワーキンググループの発足が挙げられる。

2018年10月にパリで「GIIN Investor Forum 2018」が開かれ650以上の組織から1,200人を超える参加者が集まった。また、同年11月に、日本、ベトナム、インドネシア、フィリピン、香港、シンガポールにて「Impact Investing in Asia: A Diverse and Dynamic Market」が同時開催された。

**①-3-2 The Impact Management Project (IMP)** The Impact Management Project (IMP) は、2016年にBridges Fund Managementなどが中心となり、2,000以上の組織を巻き込み、始められたイニシアチブ。2018年に、企業や投資家向けに知識の共有、シナジーや協業の機会、社会的インパクト評価や社会的インパクト・マネジメント<sup>11</sup>に対する共通理解を生み出すために、The IMP networkが設立された。The IMP networkは、国連開発計画 (UNDP)、国際金融公社 (IFC)、経済協力開発機構 (OECD)、Social Value International (SVI)、the Global Reporting Initiative (GRI)、GIIN、責任投資原則 (PRI)、the World Benchmarking Alliance (WBA)、GSGといった主要メンバーと協力メンバーによって構成されており、日本からは、ケイスリーが戦略パートナーとして加盟している<sup>12</sup>。

**①-3-3 SDGs Impact**<sup>13</sup> 2018年、IMPメンバーの協力のもと、UNDPによって設立。2016年に国際連合によって採択された Sustainable Development Goals (SDGs) 達成に向けた効果的な投資を可能にするための基準やツールの提供、ネットワーク機会などを提供する。SDGsとは、2015年の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」で示された持続可能な世界を実現するための17のゴール、169のターゲットから構成される。また、「地球上の誰一人として取り残さない (leave no one behind)」ことを掲げ、発展途上国のみならず先進国自身が取り組むことも特徴としてあげられており、その達成に向けては、5兆米ドルから7兆米ドルの資金が必要とされている<sup>14</sup>。

<sup>10</sup> <https://impactmanagementproject.com/>

<sup>11</sup> 社会的インパクト評価イニシアチブ「社会的インパクト・マネジメント・ガイドライン Ver.1」(2018年)

<sup>12</sup> ケイスリーニュースリリース (2019年)

<sup>13</sup> <https://sdgimpact.undp.org>

<sup>14</sup> UNDP「Impact investment to close the SDG funding gap」(2017年)

## ② 日本の社会的インパクト投資の歴史と背景

日本における社会的インパクト投資市場も成長を続けている。市場規模の推計値は2016年には約337億円だったが2017年には約718億円になった<sup>15</sup>。日本の社会的インパクト投資市場の形成には、ESG投資の拡大、少子高齢化などの社会構造の変化、自然災害の影響が大きいといえる。ESG投資とは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の側面に配慮して投資判断を行う投資である。世界的な環境問題の深刻化に伴う長期的なリスクの拡大、金融危機をきっかけとした金融市場の短期主義は正への動き、相次ぐ大規模な企業不祥事の発生、社会・環境課題解決型ビジネスへの関心拡大などを背景として、欧米に加えて日本でも市場が拡大しており、2018年には前年比約1.7倍の232兆円の投資残高となっている<sup>16</sup>。社会構造においては、少子高齢化に伴う社会保障費や医療費の政府支出の増加や、女性の活躍に伴う子育て支援制度の必要性など、従来の公共サービスだけではカバーしきれない分野ができてきている。災害においては1996年の阪神大震災がきっかけとなり1998年に「特定非営利活動促進法(NPO法)」が制定された。2011年の東日本大震災時には多くの寄付金が国内外から集められたのに加えて、直接的な寄付金・義援金だけでなく、震災復興に取り組む多くのNPOや企業に向けた低金利の融資の仕組みや、あらゆる助成金が立ち上げられた。これらの活動は、緊急支援にとどまらず、そこから派生して、社会的インパクト投資の一つの形態になったものも複数ある<sup>17</sup>。

また、政府や自治体の動きも、社会的インパクト投資市場の形成に貢献している部分があるといえる。2016年に法案が可決された休眠預金制度は、2019年に内閣府によって指定<sup>18</sup>された一般財団法人日本民間公益活動連携機構(JANPIA)により、本格的に開始される。自治体の関わるSIBプロジェクトが2017年度に八王子市、神戸市で始めて組成され、2018年には広島県の広域連携モデルにも広がり、現在も複数のプロジェクトが計画・検討されている。

### ②-1 資金需要側動向

社会的課題の解決を目指す事業者(資金需要側)の動向を2つの角度から確認する。

1つ目は、社会的企業の成長である。日本には社会的企業に特化した法人形態があるわけではないが、上述した非営利組織や株式会社等の組織形態に関わらず、社会的事業に取り組んでいるケースをここでは取り扱う。2015年の内閣府による調査「我が国における社会的企業の活動規模に関する調査」によれば、社会的企業の活動規模は下表のように推計されている。ここでの社会的企業の定義は、以下の7つの要素を全て満たすものとされている。

<sup>15</sup> GSG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2017」(2018年)

<sup>16</sup> 日本サステナブル投資フォーラム「第4回サステナブル投資残高アンケート調査結果」(2018年)

<sup>17</sup> GSG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2016」(2016年)

<sup>18</sup> 内閣府「休眠預金等活用法に基づく指定活用団体の指定について」(2019年)

- ① 「ビジネスを通じた社会的課題の解決・改善」に取り組んでいる
- ② 事業の主目的は、利益の追求ではなく、社会的課題の解決である
- ③ 利益は出資や株主への配当ではなく主として事業に再投資する(営利法人のみの条件)
- ④ 利潤のうち出資者・株主に配当される割合が50%以下である(営利法人のみの条件)
- ⑤ 事業収益の合計は収益全体の50%以上である
- ⑥ 事業収益のうち公的保険(医療・介護等)からの収益は50%以下である
- ⑦ 事業収益(補助金・会費・寄附以外の収益)のうち行政からの委託事業収益は50%以下である

図表 2 社会的企業の概要<sup>19</sup>

社会的企業数	20.5万社
付加価値額	16.0兆円(対GDP比3.3%)
有給職員数	577.6万人
社会的事業に関する収益	10.4兆円

社会的企業に含まれる非営利組織についても2017年度のデータと比べるとその数は増加している。近年の傾向として、寄付金、助成金だけでなく事業収入を得る非営利組織が増えており、こうした事業収入型非営利組織による融資などの資金需要も増えている。

図表 3 非営利組織の数<sup>20・21</sup>

特定非営利活動法人(NPO法人)	51,770(+47)
認定特定非営利活動法人(認定NPO法人)	1,088(+57)
公益社団法人・公益財団法人	9,631(+145)
協同組合	42,924(+412)
社会福祉法人	21,706(+780)
学校法人	8,127(+25)

※ ()内の値は、2017年度データ<sup>22</sup>

また、もう1つ近年の新たな動きとして、上記社会的企業の7つの要素には必ずしも該当しないが、社会課題解決をミッションに掲げながら経済的にも高い成長が見込めるベンチャー企業が増えており、このようなベンチャー企業に対して機関投資家やベンチャーキャピタル等が社会的インパクト投資を実行する例も増えている<sup>23</sup>。

<sup>19</sup> 内閣府「我が国における社会的企業の活動規模に関する調査」(2015年)

<sup>20</sup> 内閣府「NPO統計情報」(2018年8月末現在)

<sup>21</sup> 国税庁「法人番号公表サイト」(2018年10月現在)

<sup>22</sup> GSG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2017」(2018年)

<sup>23</sup> 第一生命「【インパクト投資】株式会社MOLCUREへの投資」(2018年)

## ②-2 資金供給側の動向

社会的インパクト投資における資金提供側を見ると、大まかに法人と個人による資金提供があるといえるだろう。2018年は、クラウドクレジットによる社会的インパクト投資宣言<sup>24</sup>や野村アセットマネジメント株式会社による社会的インパクト投資ファンドの販売開始 など個人投資家向けの動きが目立った。また、企業・財団側では、笹川平和財団が、女性支援を対象とする社会的インパクト投資ファンドによる投資第1号として、スイスのBlueOrchard Finance SA社が組成したマイクロファイナンス向け投資ファンドへ10億円の投資を行う<sup>26</sup>等の動きがあった。

以下に、資金供給側の主な動向として、個人投資家、財団、金融機関、ベンチャー・フィランソロピーの動向について示す。

図表 4 個人投資家向け金融商品提供会社の事例

団体名	概要
クラウドクレジット株式会社	融資型のクラウドファンディングサービスを提供する株式会社である。国内の投資家から資金を集め、発展途上国の企業へ融資を行っている。2018年6月に、社会インパクトを生み出す世界中の事業者への投資を積極的に進める旨を記載した社会的インパクト投資宣言を発表した。
プラスソーシャルインベストメント株式会社	投資型のクラウドファンディングサービスを提供する株式会社。京都市に本社を置き、主に国内の社会企業への投資、再生可能エネルギーやSIBといったプロジェクトへの投資を行う。
ミュージックセキュリティーズ株式会社	個人投資家からの出資を通じて、経済的リターンだけでなく、地域課題や社会課題の解決を目指す「インパクト投資のプラットフォーム」を謳い、投資型クラウドファンディングサービスを提供し、2018年には広島県の広域連携型SIBを取り扱う <sup>27</sup> 。
野村アセットマネジメント株式会社	アメリカン・センチュリー・インベストメント・マネジメント・インク（「ACI社」）と提携して「野村ACI先進医療インパクト投資」を2018年10月に設立。先進医療の分野における投資収益と社会的課題の解決の両者を追求する。

財団による投資に関しては、市場が未成熟な状態にある一方、全ての投資が高い経済的リターンを生むことが難しい社会的インパクト投資においては財団の役割は大きい。財団からは、官民金融が一体となるブレンデッド・ファイナンスの提供、民間投資家に対する呼び水効果を期待することができる。

<sup>24</sup> クラウドクレジット「クラウドクレジット、社会性と経済性の両立を目指す社会インパクト投資宣言を発表」(2018年)

<sup>25</sup> 野村アセットマネジメント「野村ACI先進医療インパクト投資」(2018年)

<sup>26</sup> 笹川平和財団「笹川平和財団の「アジア女性インパクトファンド」が投資第一号として、ブルーオーチャード・マイクロファイナンス・ファンドに10億円を拠出」(2018年)

<sup>27</sup> ミュージックセキュリティーズ「国内初の広域連携型『ソーシャル・インパクト・ボンド』を組成」(2018年)

図表 5 財団による投資の事例

団体名	概要
一般財団法人 社会的投資推進財団	2017年に設立された、国内における社会的インパクト投資を推進することをミッションとした財団。先述のプラスソーシャルインベストメント株式会社のような中間支援組織への投資、SIBプロジェクトやその他の社会的インパクト投資モデル案件への投資、また社会的インパクト投資に関わる研究やイベント主催などを行っている <sup>28</sup> 。
公益財団法人 笹川平和財団	世界の平和と安全に貢献する事業の実施・支援、調査・研究などを行う。2017年に立ち上げた資産目標100億円の「アジア女性インパクトファンド」投資第1号として、ブルーオーチャード・マイクロファイナンス・ファンドへ10億円の投資を実行。

昨今、社会課題解決を目指して起業する社会起業家も増える中、そういった企業へ投資を行い社会課題解決と経済的利益を目指して、ベンチャー向け投資を行う金融機関や企業、ベンチャーキャピタルが社会的インパクト投資を始めている。また、融資を主要業務とする銀行、信用金庫、信用組合においては、日本における「CSR元年」と呼ばれた2003年頃から、金融の本業によるCSRの遂行が求められるようになり、近年では、介護ビジネスや環境ビジネスの成長性を積極的に評価して商品化しようとする動きが出てきた。

図表 6 金融機関による投資の事例

手法	団体名	概要
ベンチャー投資	新生企業投資株式会社	2017年に新生銀行と新生企業投資が国内の子育て関連事業への社会的インパクト投資を行うため子育て支援ファンドを設立。同ファンドから2018年に株式会社COMPASSとアルクテラス株式会社へ投資を実行 <sup>29</sup> 。
	第一生命保険株式会社	2017年に社会的インパクト投資を開始し、第1号投資の五常・アンド・カンパニー株式会社をはじめ、2018年12月までに8社への投資を実行 <sup>30</sup> 。
融資	株式会社 日本政策金融公庫	ソーシャルビジネスを営む事業者への融資や、経営に役立つ情報提供を行っている。
	株式会社 日本政策投資銀行	2004年から評価認証型融資を導入。DBJ環境格付、BCM格付(事業継続マネジメント)、健康経営格付、Green Building認証に展開している。

1990年代に米国西海岸で始まり、ベンチャーキャピタル等による企業投資の哲学や手法を取り入れて発達したベンチャー・フィランソロピーという手法も日本においては実現している。

図表 7 ベンチャー・フィランソロピーの事例

団体名	概要
日本ベンチャー・フィランソロピー基金	2013年に一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズと公益財団法人日本財団によって設立。2018年末時点で累計6社の株式会社やNPOへの投資・助成金と経営支援を提供している <sup>31</sup> 。

<sup>28</sup> 社会的投資推進財団「アニュアルレポート2017」(2018年)

<sup>29</sup> 新生企業投資「子育て支援ファンドによるアルクテラス株式会社への投資実行について」(2018年)

<sup>30</sup> 第一生命「【インパクト投資】株式会社QDレーザへの投資」(2018年)

<sup>31</sup> 日本ベンチャー・フィランソロピー基金「一般社団法人 ティーチャーズ・イニシアティブを支援」(2018年)



## 第II章 日本における社会的インパクト投資市場

### ① 社会的インパクト投資市場規模推計にあたって

#### ①-1 調査の視点

本調査では、日本における社会的インパクト投資市場規模の推計を通じ、社会的インパクト投資のグローバルサーベイとの比較や社会的インパクト投資の更なる成長のために必要な課題や可能性、潜在性を見出していくことを重視した。

また、市場規模の推計に加え、社会的インパクト投資に対する関心や、取組みに向けての障壁等を収集した。

#### ①-2 社会的インパクト投資の定義

2017年度調査の社会的インパクト投資に関する定義は、内閣府及びGSG国内諮問委員会の定義を採用しており、2018年度調査でも引き続き採用することとした。

図表8 社会的インパクト投資に関する用語の定義

用語	定義
社会的インパクト	事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果(短期、長期間わかない)
社会的インパクト評価	社会的インパクトを定量的・定性的に把握し、事業や活動について価値判断を加えること
社会的インパクト投資	社会面・環境面での課題解決を図ると共に、経済的な利益を追求する投資行動のこと。本調査では、投資(株式・債券)、融資、リース等、金銭的リターンを求め一切の金融取引をまとめて「投資」と呼ぶ。寄付、補助金、助成金等は対象外とする

出所：内閣府及びGSG国内諮問委員会資料に基づき作成

## ② 社会的インパクト投資の抽出方法

### ②-1 社会的インパクト投資の抽出の観点

本調査では、社会的インパクト投資を抽出する観点として、「投資判断にあたり、社会面・環境面での課題解決に資する効果を評価、すなわち社会的インパクト評価の実施を視野に入れていること」という基準を定めた。

「社会・環境面の課題解決に資する効果」の創出を重視しているが、リスク回避のための審査や評価だけでは該当しないものとした。また投資判断時ではなく投資後のみ社会的インパクト評価を行っている場合も、社会的インパクトを生み出す意図をもって行われた投資とはいえないものとし、除外した。

### ②-2 2017年度調査との比較

2017年度調査では、社会的インパクト投資の「意図」の有無について客観的に判断可能となるように、具体的に以下の2点を抽出基準として設けていた。

- (A) 資金使途が、社会・環境分野に限定されているか。例えば、病院や保育所等の建設運営資金、再生可能エネルギー発電所の建設運営資金、マイクロファイナンス機関向けの資金等、投資と資金使途が明確に紐づけられていること。書面による紐づけに限らず、社会・環境分野専門の企業等への投資も含めることとする。
- (B) 投資するかしないかの判断にあたり、社会面・環境面での課題解決に資する効果を評価しているか。

2017年度の調査結果を踏まえて、2018年度調査では、社会的インパクト投資の「意図」を客観的に判断するための条件として、(B)の基準のみにより判断することとした。抽出基準のうち「(B) 社会的インパクト評価の有無」をより具体的にすることで、「(A) 資金使途の限定」の抽出基準を包摂することができるとしたためである。具体的には、(B)において社会・環境面での課題解決に資する成果指標を設定し、評価していることを確認することで、(A)における資金使途が社会・環境分野に限定されているか、さらには資金使途に関わらず社会・環境分野での課題解決に取り組む意図があると整理することも可能である。

また、グローバルで社会的インパクト投資を推進するIMP<sup>32</sup>やIFC<sup>33</sup>などにおいても、資金使途の限定より社会的インパクトの測定に力点がおかれている。その理由は、資金使途が社会・環境分野に限定されているかどうか自体が重要ではなく、投資による社会的インパクトを測定することで、正の社会的インパクト拡大を目指して社会的インパクトを管理することが重要だと整理しているからである。

今後、多様なプレイヤーの参入や市場の多角的な発展を想定すると(A)の抽出基準が制約になる可能性もあり、2018年度調査においては、抽出基準を(B)のみとし、抽出することとした。

<sup>32</sup> <https://impactmanagementproject.com/glossary/>

<sup>33</sup> IFC「Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management」(2018年)

### ③ 社会的インパクト投資市場規模推計のための調査対象

本調査では、国内の金融機関等を②-1に示した社会的インパクト投資の抽出の観点で抽出するにあたり、まず、社会的インパクト投資に接点があると考えられる機関を調査対象とし、リスト化した。具体的には、責任投資原則や21世紀金融行動原則等、一定の宣言を行っている機関を中心に幅広く調査対象とすることとした。調査対象は下表のとおりである。

図表 9 調査対象機関

調査対象選定理由(重複あり)	業 態	機関数
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 責任投資原則への署名</li> <li>● 21世紀金融行動原則への署名</li> <li>● 日本サステナブル投資フォーラム調査への回答</li> <li>● 社会的インパクト評価イニシアチブへの参画</li> <li>● ベンチャーキャピタル業界</li> <li>● 証券業界</li> <li>● その他事務局のコンタクト先</li> </ul>	銀行・信金・信組	157
	保険	27
	証券	17
	運用機関(上場株式会社中心)	51
	プライベート投資、ベンチャー投資	123
	リース・ノンバンク	60
	その他団体	55
	年金基金	5
	上場企業	8
	自治体	2
	政府系金融機関	12
	合計	517

## ④ 社会的インパクト投資市場規模の集計結果

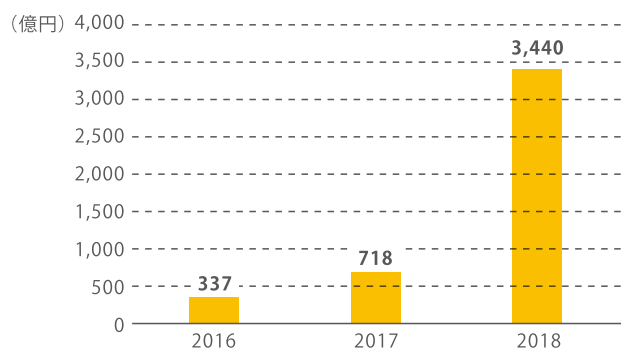
### ④-1 概要

本調査における社会的インパクト投資市場規模は、調査対象に対してアンケートを送付し、その回答結果から社会的インパクト投資の抽出基準に沿って社会的インパクト投資に該当するかどうかを判断して算出した。

アンケート回収は、2018年10月23日を期限とし、2018年10月2日に郵送で対象機関宛に送付した。送付数517件に対する回答数は、54件<sup>34</sup>(回収率:10.4%)となった。そのうち、社会的インパクト投資の抽出方法にしたがって抽出した件数は20件であった。

アンケート結果およびそれを元を実施したヒアリング調査と公開情報調査によって把握した日本における社会的インパクト投資の残高は3,440億円<sup>35</sup>である。なお、一部設問は、GIINによるグローバルでの調査結果<sup>36</sup>と比較を試みた。

図表 10 社会的インパクト投資残高(推計)の推移



2018年度の日本における社会的インパクト投資市場規模は、2017年度と比較して約4.8倍の成長となった。この要因としては、2017年度までに既に社会的インパクト投資に取り組んでいた機関が投資残高を増やしたことや2018年度から新たに社会的インパクト投資に取り組む機関が増加したことが挙げられる。

特に2018年度から新たに社会的インパクト投資に取り組む機関の中には、組織内で社会的インパクト投資の手法を検討し従来の投資を社会的インパクト投資に変えたものや、投資信託として個人投資家にその投資機会を提供したことで1,000億円規模に投資残高を伸ばしたものなど、社会的インパクト投資のスケール化に成功した機関があった。一方で、数億円規模の社会的インパクト投資を積み上げることで、2017年度から着実に残高を伸ばしている機関も多かった。

社会的インパクト投資として把握できた残高に含まれる機関は以下のとおりである。2018年度に新たに加わった機関は、野村アセットマネジメント株式会社やMS&ADインシュアランスグループホールディングス株式会社など大手金融機関が目立つ。また2017年度調査に引き続き調査対象となっていた中には、五常・アンド・カンパニー、学校法人上智学院、株式会社日本政策金融公庫、独立行政法人国際協力機構など投資残高を増やした機関が多かった。

<sup>34</sup> 一部期限後に回収したものを含む

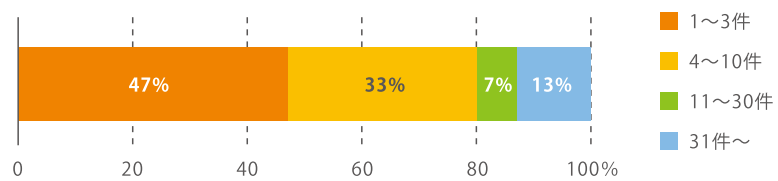
<sup>35</sup> 自社に所有権のある投資残高の他、一部顧客から受託し運用する投資残高や販売額を含む

<sup>36</sup> GIIN「ANNUAL IMPACT INVESTORSURVEY 2018」(2018年)

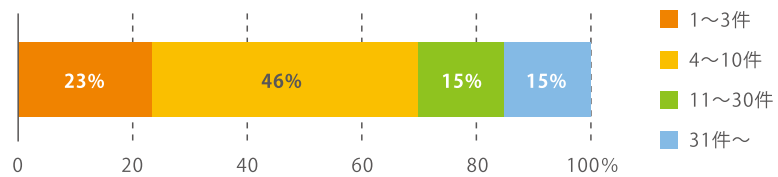
図表 11 社会的インパクト投資の実施を把握できた機関の例

種類	組織名	社会的インパクト投資の例
政府系 金融機関	株式会社 日本政策金融公庫(JFC)	ソーシャルビジネスを営む事業者への融資
	独立行政法人 国際協力機構(JICA)	農業サプライチェーン強化事業や太陽光発電事業などの海外 投融資
アセット オーナー	学校法人上智学院	グリーンボンドファンド、マイクロファイナンス・ファンド、 グローバルサステナビリティファンド、JICA債等
資産運用会社	野村アセットマネジメント 株式会社	野村ACI先進医療インパクト投資
資産運用会社	鎌倉投信株式会社	「投資信託「結い2101」の投資先(社会的企業)への社債投資額」
証券会社	大和証券株式会社	大和マイクロファイナンス・ファンド
都市銀行	株式会社三井住友銀行	神戸市における糖尿病性腎症等の重症化予防ソーシャル・ インパクト・ボンド(以下「神戸市SIB」)
地域金融機関	西武信用金庫	西武ソーシャルビジネス成長応援融資CHANGE
保険会社	第一生命保険株式会社	ヘルスケア、InsTech等の分野で社会課題解決を目指すベン チャー企業等への出資
	MS&ADインシュアランス グループホールディングス 株式会社 (グループ4社の共同投資)	世界銀行発行のサステナブル・ディベロップメント・ボンド
ベンチャー キャピタル	株式会社 デジサーチアンド アドバタイジング	八王子市における大腸がん検診受診率向上ソーシャル・イン パクト・ボンドのストラクチャーの設計及び投資(適格機関投 資家である代表取締役黒越誠治氏個人の出資を含む)
	新生企業投資株式会社	日本インパクト投資1号投資事業有限責任組合(子育て支援 ファンド)
財 団	一般財団法人 社会的投資推進財団 (SIIF)	各SIB(神戸市、八王子市及び広島県等)、社会的インパクト評価 を導入したヘルスケア系ベンチャーファンドへの出資、社会的 インパクト投資中間支援組織への出資
	公益財団法人 笹川平和財団	アジア女性インパクトファンド
社会的 インパクト投資 を行う組織	五常・アンド・カンパニー 株式会社	アジアにおけるマイクロファイナンス子会社・関連会社を通じ たマイクロファイナンスの提供
	一般財団法人KIBOW	ソーシャルビジネスを営む事業者への出資
	一般社団法人ソーシャル・ インベストメント・ パートナーズ	日本ベンチャー・フィランソロピー基金(JVPF)を通じた社会環 境課題の解決に資する非上場企業への投資、非営利法人向け 融資
	一般社団法人MAKOTO	社会環境課題の解決に資する非上場企業への投資
	プラスソーシャル インベストメント株式会社	社会的インパクト投資ファンドの組成・販売
	ネクストシフト 株式会社	マイクロファイナンス機関への融資

また、社会的インパクト投資の実行件数を聞いたところ、直近決算期では「1~3件」と回答した割合が約54%であり、設立以来では「4件以上」の回答の合計が約76%になった。現状は1つ1つの案件を着実に組成・実行している投資家が多いが、今後各投資家における投資件数が伸びることで日本における社会的インパクト投資市場の成長が期待できる。

図表 12 社会的インパクト投資の実行件数 一直近決算期一 (SA<sup>37</sup>,n=15)

図表 13 社会的インパクト投資の実行件数 一設立以来一 (SA,n=13)



#### ④-2 社会的インパクト投資の現状に関するグローバルとの比較

日本における社会的インパクト投資の現状をより明確に把握するため、以下の5項目についてGIINの2018年の調査結果と比較しながら見ていきたい。

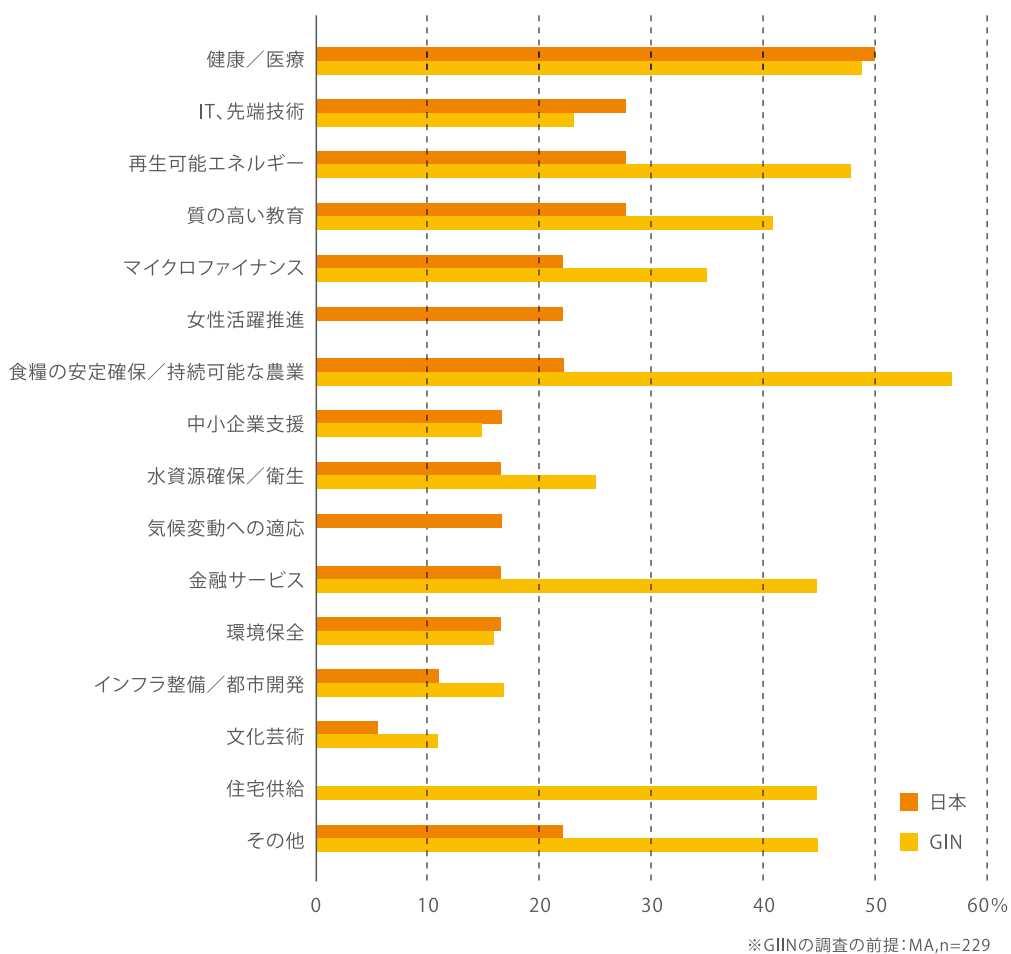
##### (1) 投資先の分野

社会的インパクト投資における投資先は、日本においては「健康／医療」の分野が回答者のうち50%と最も多かったのに対して、GIINの調査では「食糧の安定確保／持続可能な農業」の分野が57%と最も多かった。日本においては高齢化や医療費削減が大きな社会課題として認識され投資行動へ結びついていると考えられる。もともとGIINの調査においても「健康／医療」は49%で2番目に多い分野であるため、「健康／医療」は国内外問わず投資家にとっての魅力的な投資分野の1つとして認識されていると考えられる。

また日本では投資先として回答が無かった「住宅供給」の分野について、グローバルでは45%の投資家が投資先として回答し4番目に多い分野となった。

なお、日本で2017年度から継続して投資先分野として設定した「女性活躍推進」および「気候変動への適応」は、GIINの調査では投資先分野として設定されていない。

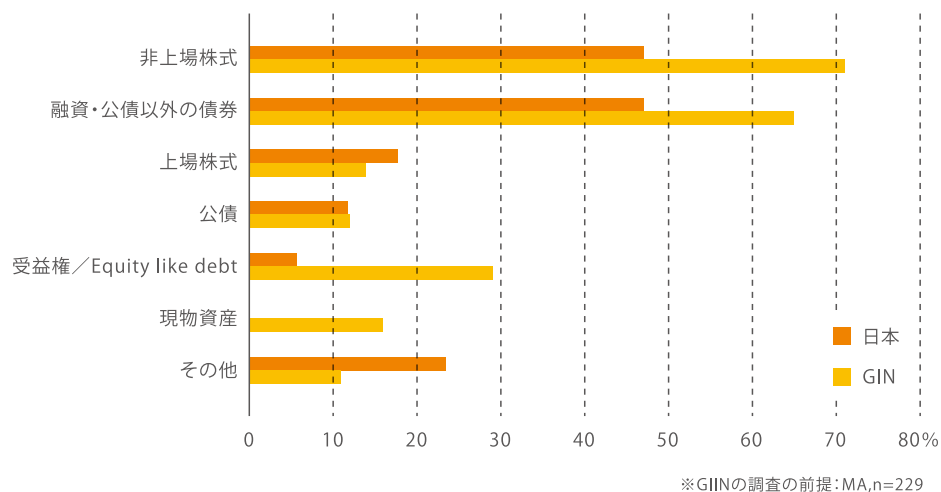
<sup>37</sup> SAは、Single Answerの略称。一つの質問に対して、複数の選択項目の中から一つだけ選ぶ質問形式やその回答のことを指す

図表 14 投資先の分野 (回答数、MA<sup>38</sup>、n=18)

## (2) 投資手法

投資手法については日本及びGIINの調査の両者において、「非上場株式」および「融資・公債以外の債券」を用いた投資が多く行われていることが共通している。社会的インパクト投資を行う上で、投資手法には国内外問わず一定の傾向があると考えられる。

図表 15 投資手法 (回答数、MA、n=17)

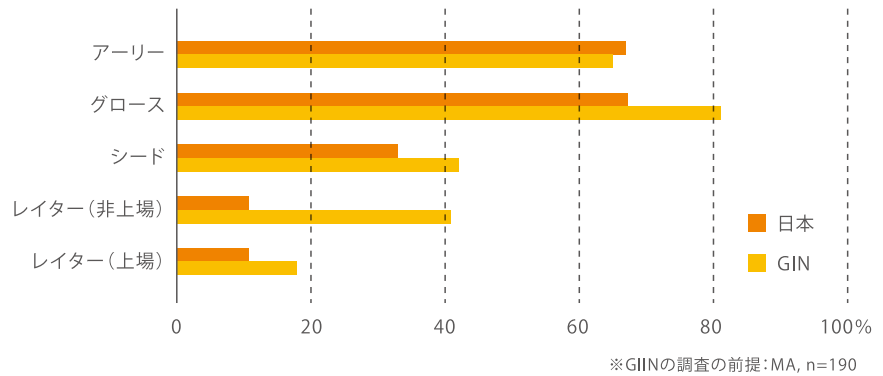


<sup>38</sup> MAは、Multiple Answerの略称。一つの質問に対して、複数の選択項目の中から、一つもしくは複数選ぶ質問形式やその回答を指す

## (3) 投資先組織の成長ステージ

投資先を成長ステージ別に見てみると、日本においては「アーリー」から「グロース」ステージという成長段階にある企業への投資が多く、グローバルにおける調査と同様の傾向があった。

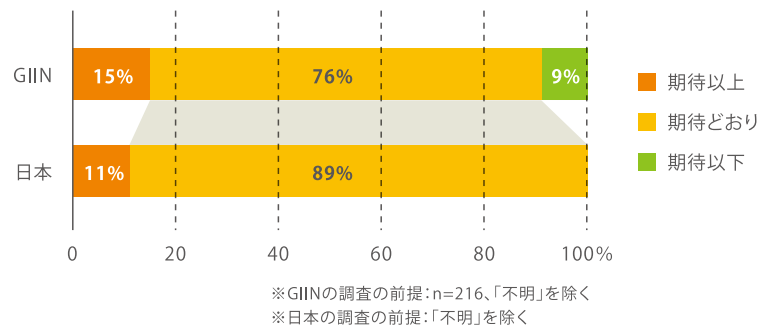
図表 16 投資先企業の成長ステージ(回答数、MA、n=9)



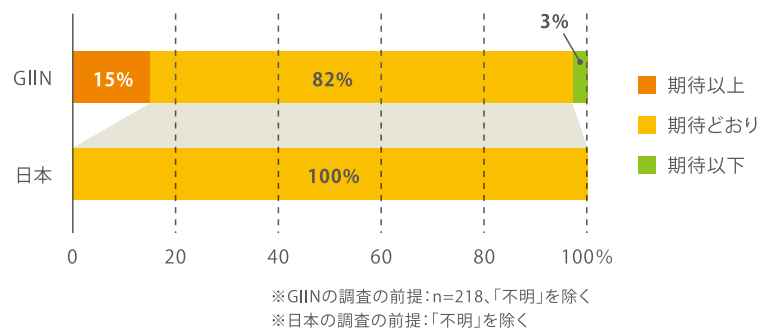
## (4) リターン

投資の生み出した経済的リターンおよび社会的インパクトの水準について比較してみると、日本及びグローバルともに「期待どおり」という回答が目立った。特に、日本において社会的インパクトの実績は「期待どおり」の回答のみとなった。

図表 17 経済的リターンの実績(SA,n=13)



図表 18 社会的インパクトの実績(SA,n=6)

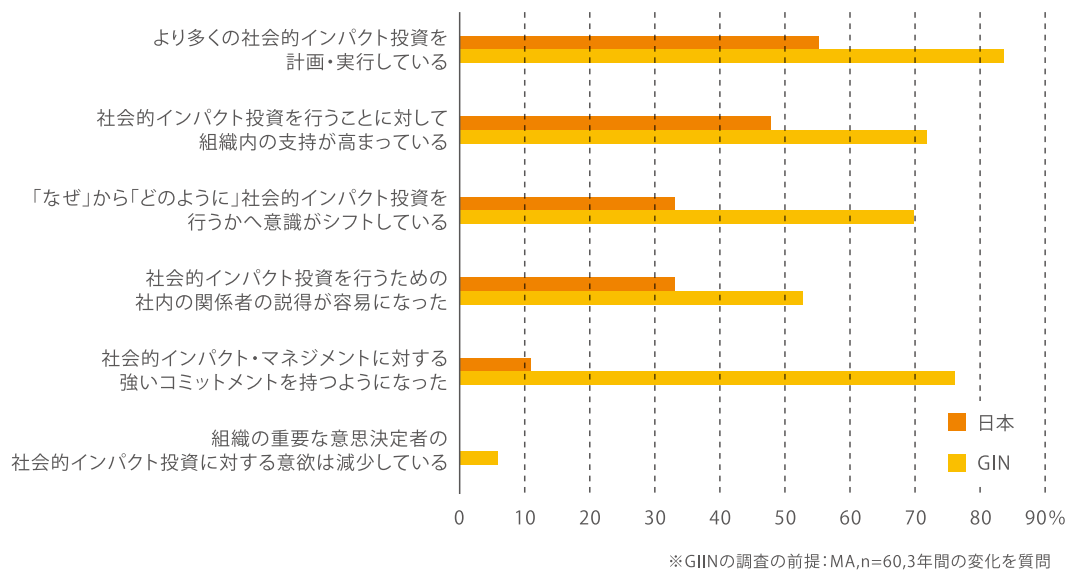




## (5) 組織内の変化

組織内の変化を聞いたところ、日本においては「より多くの社会的インパクト投資を計画・実行している」との回答が約56%と最も多かった一方で、「社会的インパクト・マネジメントに対する強いコミットメントを持つようになった」という回答は約11%にとどまった。組織内で高まった機運を社会的インパクト・マネジメントへのコミットメントへ昇華させるまでに障壁があるものと考えられる。グローバルにおいては、「より多くの社会的インパクト投資を計画・実行している」「社会的インパクト・マネジメントに対する強いコミットメントを持つようになった」という回答がそれぞれ84%で最も多く、社会的インパクト投資の浸透や質の向上への意識がみられる点で日本との違いが見られる。

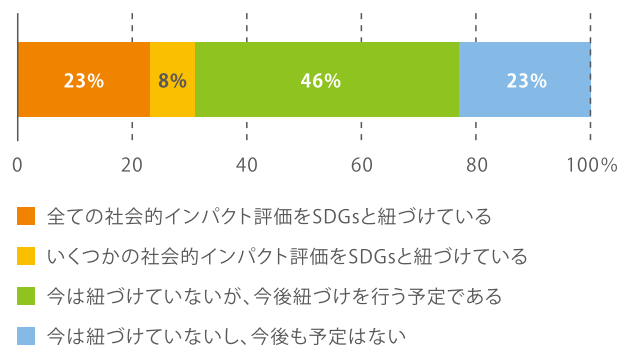
図表 19 1年前と比べた組織内の変化 (MA,n=26)



## ④-3 SDGsとの紐づけについて

社会的インパクト投資とSDGs(持続可能な開発目標)とを紐づけているかどうか聞いたところ、紐づけを行っているのは約31%、今後紐づけを行う予定まで含めると約77%となった。SDGsは、ステークホルダー間の共通言語として位置付けることができ、SDGsへの貢献を見える化することで、投資の生み出す社会的インパクトに関するステークホルダー間の対話を促進できると考えられる。

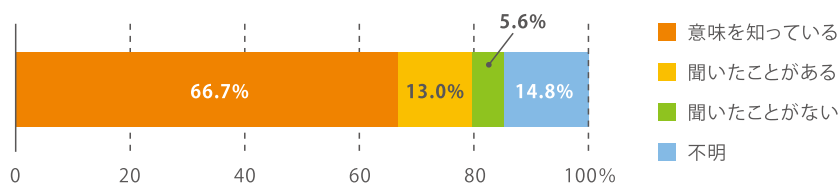
図表 20 SDGsに紐づいた社会的インパクト評価の実施状況 (SA,n=13)



#### ④-4 社会的インパクト投資の認知度

アンケート調査では、社会的インパクト投資の認知度についても質問した。まず、「社会的インパクト投資」という用語を知っていたか聞いたところ、社会的インパクト投資の「意味を知っている」と回答した割合は約67%だった。「聞いたことがある」という回答を含めると、約80%になる。もともと「社会的インパクト投資」という用語を少なくとも聞いたことがある組織が本アンケートに回答している可能性も考えられるが、この範囲においては「社会的インパクト投資」という用語は、概ね認知されているといえる。

図表 21 「社会的インパクト投資」という用語の認知 (SA,n=54)

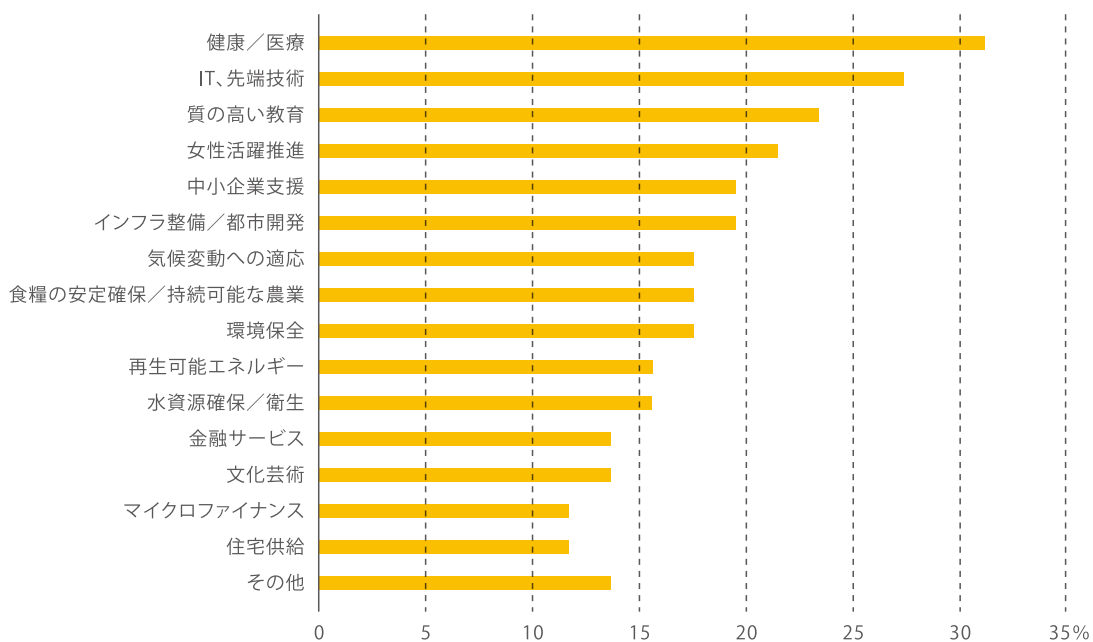


#### ④-5 今後の社会的インパクト投資について

アンケート調査では、社会的インパクト投資に対する今後の意向や、増やしていくための条件についても質問した。

まず、今後、社会的インパクト投資を増やしたいと思う投資分野を聞いたところ、「医療／健康」が約31%で最も多い回答となった。日本における実際の投資分野も「医療／健康」が最も多く、当該分野への関心の高さが見られた。また、実際には投資実績が無かった「住宅供給」「文化芸術」についても投資を増やしたいという回答があり、今後の社会的インパクト投資の広がり可能性が考えられる。

図表 22 今後、社会的インパクト投資を増やしたい分野 (MA,n=35)

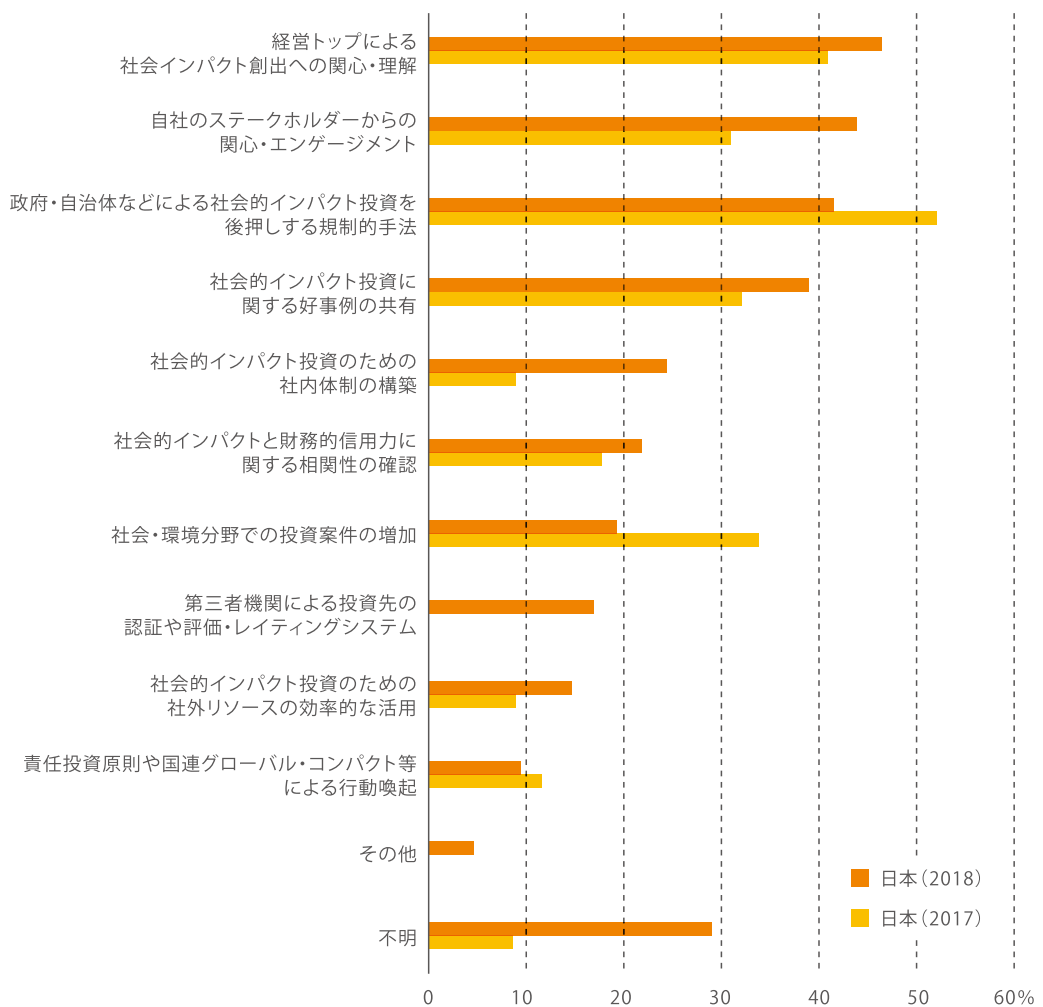


続いて、どのような条件があれば社会的インパクト投資を増やしやすくなるか聞いたところ、社会的インパクト投資を増やすための条件として最も多く挙げられたのは、「経営トップによる、社会的インパクト創出への関心・理解」で、約46%が回答した。

次いで、「自社のステークホルダーからの関心・エンゲージメント」が必要という回答が約44%あがっており、自社の経営トップの理解に加えてアセットオーナーや株主・投資家側の関心を高めることも重要な視点といえる。

その他、「社会的インパクト投資に関する好事例の共有」、「社会的インパクト投資のための、社内体制の構築」などの回答も複数挙げられた。今後、事例が蓄積・共有され、社会的インパクト投資の手法が広く認知されれば、社会的インパクト投資が加速する可能性がある。

図表 23 社会的インパクト投資を増やすための条件 —2017年度調査<sup>39</sup>との比較—  
(MA,n=41[2018年度],n=46[2017年度])

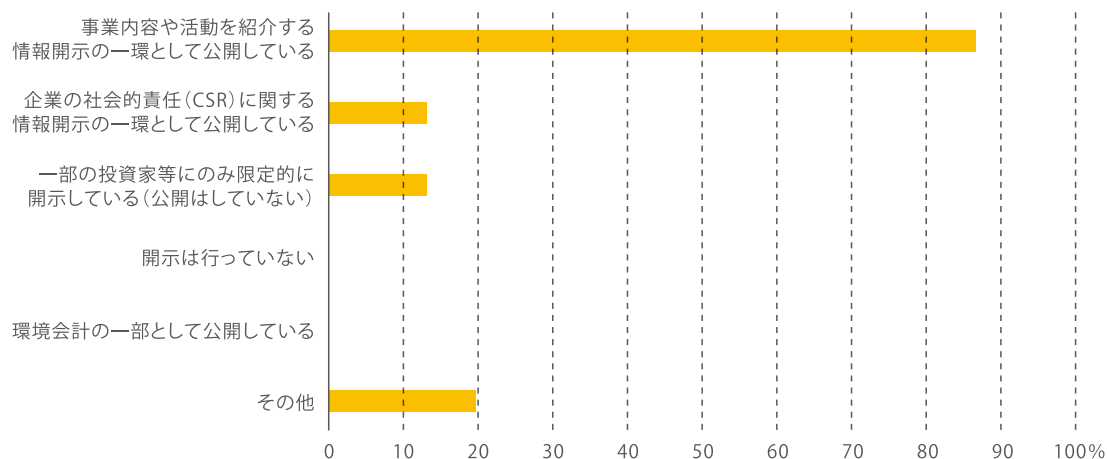


39 GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2017」(2018年)

## ④-6 社会的インパクト投資についての開示

アンケート調査では、社会的インパクト投資についての情報開示の状況も聞いたところ、約87%が「事業内容や活動を紹介する情報開示の一環として、公開している」と回答した。開示されている媒体としては、ほとんどがディスクロージャー誌やCSR報告書、CSRウェブサイトであった。一部の企業では、ウェブサイトの中に社会的インパクト投資の専用ページを設けて開示している事例、またSNSを使用した開示を行っている事例もあった。

図表 24 情報開示の状況 (MA,n=15)



その他、社会的インパクト投資に対する自由意見として、「SDGs、PRI、ESG投資といった単語の露出が増え、社会的インパクト投資の土壌は醸成されつつある」、「投資家からの(社会的インパクト投資に対する)要望が高い」という意見が散見された。一方で、「投資先の発掘や選定がボトルネック」だとする意見や、「事例の蓄積」や「グローバルでの社会的インパクト評価手法の確立」を求める意見が得られた。

## ⑤ 社会的インパクト投資のケーススタディ

本章は、前章までに把握した社会的インパクト投資市場のプレイヤーのうち、最近の市場の変化を示す特徴的と考えられる社会的インパクト投資の案件について下表に示す3点の事例をケーススタディとして取りまとめたものである。

図表 25 選定事例と選定理由

No.	事例名称	分野	選定理由
⑤-1	野村アセットマネジメントの投資信託を通じた社会的インパクト投資	医療／健康	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資信託を通じて、広く個人投資家へ社会的インパクト投資の機会を提供</li> <li>● 海外の資産運用会社との提携によりノウハウを共有</li> </ul>
⑤-2	第一生命保険株式会社による複数の社会的インパクト投資	医療／健康など	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大手金融機関の社会的インパクト投資市場参入</li> <li>● 社会的インパクト投資のプロセスを自社で構築・改善</li> </ul>
⑤-3	広島県における広域連携型SIB及びクラウドファンディングを活用した大腸がん検診受診勧奨事業	医療／健康	<ul style="list-style-type: none"> <li>● クラウドファンディングを通じて、広く個人投資家へ社会的インパクト投資の機会を提供</li> <li>● 複数自治体による広域連携モデル</li> </ul>

### ⑤-1 野村アセットマネジメントの投資信託を通じた社会的インパクト投資

**⑤-1-1 投資案件概要** 本ケーススタディは、国内最大手の資産運用会社である野村アセットマネジメント株式会社が組成した投資信託「野村ACI先進医療インパクト投資」について、調査分析したものである。なお、本ケーススタディは当ファンドへの投資を推奨するものではなく、投資のプロセスや成果について何ら責任を負うものではない。

図表 26 投資案件概要

ファンド名称	野村ACI先進医療インパクト投資 -Aコース 為替ヘッジあり 資産成長型 -Bコース 為替ヘッジなし 資産成長型 -Cコース 為替ヘッジあり 予想分配金提示型 -Dコース 為替ヘッジなし 予想分配金提示型
ファンド設定日	2018年10月23日
ファンド期間	2028年12月19日まで
ファンド規模	合計815億円(2018年11月5日時点)
ファンド運営者	野村アセットマネジメント株式会社
ファンドの実質投資対象	世界各国の先進医療関連企業
その他のステークホルダー	マザーファンドの運用の一部をアメリカン・センチュリー・インベストメント・マネジメント・インクに委託している
期待される社会的インパクト	革新的治療の提供、医薬品・医療サービスへのアクセスの提供、医療費削減のソリューション、効果的な医療機器・サービス等の開発
注目すべきポイント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 個人投資家への社会的インパクト投資の機会の提供</li> <li>● 持続可能な開発目標(SDGs)を用いた独自のポートフォリオ構築プロセス</li> </ul>

## ⑤-1-2 (1) 投資家(ファンド運用者)

## 投資案件詳細

【運用会社:野村アセットマネジメント株式会社】

① 設立:1959年

② 資本金:171億8,035万円

③ 事業内容:投資信託業務、投資顧問業務を営む国内最大手の資産運用会社。運用と顧客基盤のグローバル化に早くから取り組み、アメリカ、ヨーロッパ、アジア等、海外へ積極的に展開している。

【運用委託先:アメリカン・センチュリー・インベストメント・マネジメント・インク(以下「ACI社」)】

① 設立:1958年

② 資本金:非公開

③ 事業内容:米国ミズーリ州カンザスシティを本拠点とする独立系投資顧問会社。同社の支配株主であるストワーズ医学研究所は、同社の創業者である故ジェームズ・E・ストワーズが社会貢献のため1994年に設立した非営利団体である。

## (2) スキーム

## ① 背景

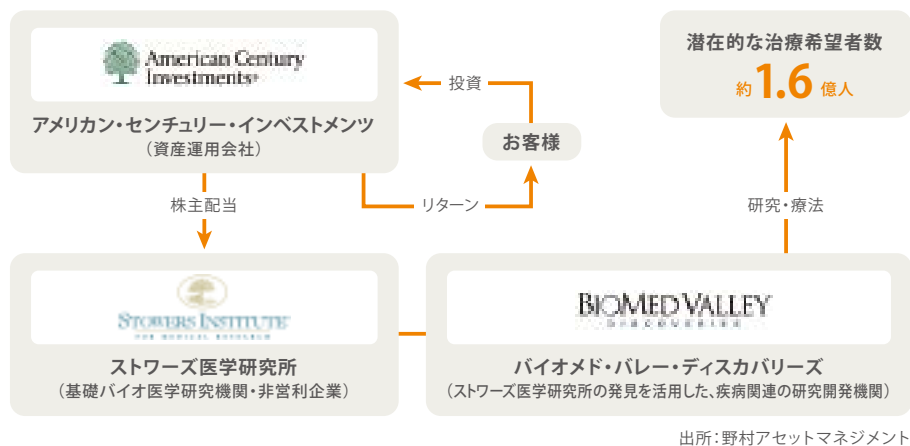
日本の医療分野には、高齢化や都市人口の増加による医療ニーズの急増、慢性疾患の発生率の上昇、ならびに医療コストの増大など多くの社会的課題が存在する。また世界に目を向けると、有効な治療法が確立されていない難病や医療サービスへのアクセスの困難性など多くの課題がある。特に高齢化や財政負担の増大は日本固有の問題ではなく、医療分野に関する各国共通の問題として認識されている。一方、医療分野においてはテクノロジーの進化による革新的な変化が日々起きている。ロボットによる医療や介護の支援、AI(人工知能)による診断、ウェアラブル端末やアプリケーションによるデータ連携、また再生医療等のバイオテクノロジーの進歩も目覚ましいものがある。医療関連市場は次世代テクノロジーの活用により生まれたソリューションにより、予防から診断、治療、ケアといったトータルケアの提供にシフトしており、今後も新しい市場を創出していくと考えられる。

## ② 経緯

2016年5月、野村ホールディングスはACI社との戦略的提携を発表した。ACIは独自のオーナーシップ・モデルを通じて、医療分野に関する独自のエコシステムを構築し、革新的な社会貢献の形を体現してきた。当該提携の下、野村アセットマネジメントはACIの医療分野に関する運用戦略と自身の強力な販売チャンネルを組み合わせ、先進医療の分野における投資収益と社会的課題の解決の両者を追求する。ACIのオーナーシップ・モデルの特徴は以下のとおりである。

- ACIは、株主であり民間基礎バイオ医学研究施設の中で世界最大級の基金の1つを有するストワーズ医学研究所へ、配当を通じて研究資金を供給
- ストワーズ医学研究所は550名の専門家を擁し、疾病関連の研究開発機関であるバイオメド・バレー・ディスカバリーズと共に革新的な治療法を推進
- 2000年から現在までのACIから同研究所への配当総額は14億USDにのぼる

図表 27 ACIのオーナーシップモデル

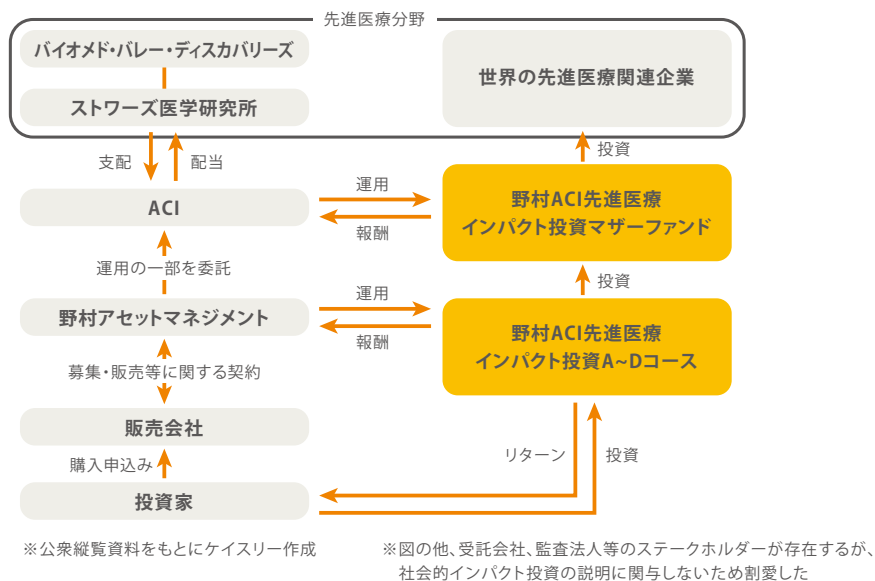


## ③ ステークホルダー

本案件の事業実施体制とステークホルダー毎の関心事項は以下のとおりである。

なお、「先進医療関連企業」とは、製薬、バイオテクノロジー、医療機器、医療・健康サービス関連企業等のうち、先進的な技術の発見・開発や、先進的な医療サービスの提供に寄与するもしくはその恩恵を受けると考えられる企業等のことをいう。

図表 28 事業実施体制



図表 29 ステークホルダー毎の関心事項

名称	役割	当該事業への期待・関心
投資家	投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資金提供を通して医療分野の課題を解決</li> <li>● 経済的リターン</li> </ul>
野村アセットマネジメント	運用者	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 社会的インパクト投資の普及</li> <li>● 運用パフォーマンスの提供</li> </ul>
ACI	運用者	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経済的リターンと社会へのインパクト</li> <li>● 持続可能な開発目標 (SDGs) 目標3への接続</li> <li>● ストワーズ医学研究所への配当による医療分野への貢献</li> </ul>

## ④ 社会的インパクトの考え方

ACIは、社会的インパクトという概念を投資に組み込む際に「持続可能な開発目標(SDGs)」を手掛かりに用いた。SDGs目標3「すべての人に健康と福祉を」と本ファンドの投資が連携できることがわかり、本ファンドのポートフォリオがどのようにSDGs目標3に貢献しているかを、目標3に紐づいたターゲットのレベルでマッピングしている。

選定された投資先企業に期待される社会的インパクトの例を紹介する。

## &lt; 事例 1 &gt;

テーマ	研究、診断および治療に使用される、生産的で効率的な医療機器、サービス、およびソフトウェアの開発
投資先企業	Illumina, Inc.
期待される社会的インパクト	【効果的な医療機器・サービス等】 同社は、遺伝的変異と機能分析のための統合システムの開発・製造に取り組んでいる。次世代のDNAの塩基配列を決定するシーケンシング技術を提供し、ヒトゲノムのシーケンシングにかかるコストを約1,000万米ドル(2007年)から今日の約1,000米ドルに削減することに貢献した。シーケンシングのコスト低減とスピードの向上によるバイオ医薬品の研究開発や疾病診断と治療に対する改善という社会的インパクトが期待される。

## &lt; 事例 2 &gt;

テーマ	癌を含む疾患に対する革新的な治療法
投資先企業	Intuitive Surgical
期待される社会的インパクト	【革新的治療の提供】 同社は、手術用製品で市場をリードする製品を提供している。例えば同社の製品である手術用ロボットda Vinciが世界に4,528台あり、泌尿器科(がんを含む)、婦人科および一般外科の手術に使用されている。過去10年間で、世界で200万人を超える患者が当ロボットを使用して手術を受けている。 同社の革新的な製品は、1) 失血の減少、2) 医師の手術部位の見やすさの向上、3) 入院期間の短縮を実現し、医療費の削減と感染の可能性の低減による健康改善という社会的インパクトが期待されている。

## &lt; 事例 3 &gt;

テーマ	先進国市場と新興国市場の両者における医薬品および医療サービスへのアクセス
投資先企業	Teladoc
期待される社会的インパクト	【医薬品・医療サービスへのアクセス】 同社は、モバイル機器、ビデオおよび電話を介していつでもどこでもヘルスケアを提供するTelehealthプラットフォームの提供に取り組んでいる。患者の利便性を向上させることに加えて、遠隔医療による診察費用を削減、サービスが不十分な地域の患者への医師のアクセシビリティ確保という社会的インパクトが期待される。2017年には、Telehealthテクノロジーを使用した患者は約170万人に上った。



## (3) 注目すべきポイント

## ① 個人投資家への社会的インパクト投資の機会の提供

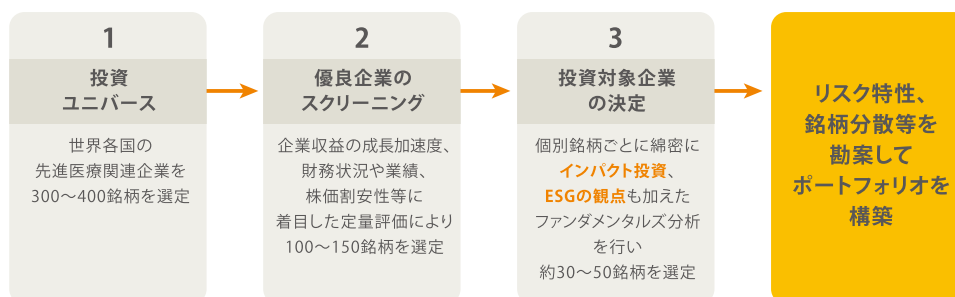
これまでの社会的インパクト投資は金融機関やベンチャーキャピタル、エンジェル投資家などが主要な投資家であったが、当ファンドは公募投資信託として、個人投資家が少額から社会的インパクト投資を行う機会を提供している点が特徴的である。

日本銀行によれば2017年度末の家計の金融資産残高は1,829兆円であり過去最高を記録した。個人の金融資産が流入すれば、社会的インパクト投資市場の底上げが期待できるであろう。また機関投資家と比べて個人投資家は多様な価値観を有すると考えられる一方、そのニーズを満たす投資機会を自ら発掘するノウハウは機関投資家に比べて乏しいことも多い。当ファンドは、経済的リターンだけにとらわれない投資機会の1つとしての存在意義が認められる。また、当ファンドはファミリーファンド方式を採用し、ベビーファンドにおいて分配金の頻度および為替ヘッジ有無の異なる4つのコースを設計することで投資家の多様なニーズに応えている。

## ② 独自のポートフォリオ構築プロセス

マザーファンドのポートフォリオ構築は、ACIにおいて以下のプロセスを経る。

図表 30 ポートフォリオ構築プロセス



注目すべきは、③における社会的インパクト投資の考え方である。

まず、「持続可能な開発目標(SDGs)」で掲げられた目標3「すべての人に健康と福祉を」に基づいた、以下の4つのテーマを設定し、合致する企業について社会的インパクト評価を行い最終的な投資対象企業を決定する。

1	革新的治療の提供	がんや精神障害、新生児や幼児の死亡率の低下等に貢献するような、革新的な治療を提供する企業
2	医薬品・医療サービスへのアクセス	先進国・新興国において、医薬品および質の高い医療サービスを普及し、安全かつ効果的で安価な医薬品の提供に貢献する企業
3	医療費削減のソリューション	誰もが経済的な不安を抱えることなく質の高い医療サービスや、安全・効果的な医薬品およびワクチンを利用できる社会を目指すため、医療費削減に貢献できる企業
4	効果的な医療機器・サービス等	重大な疾病への治療を大きく進展させるため、より生産性が高く、効果的な医療機器・サービスおよびソフトウェアを開発・提供する企業

### ③ 社会的インパクト評価の手法

ACIでは社会的インパクトの分析とファンダメンタルズ分析は完全に統合して捉えられており、社会的インパクトは投資先企業毎に異なる。そのなかでもACIはヘルスケアコストの削減、影響を受けた人数、医療へのアクセスの拡大に注目している。本ファンドでは、たとえ経済的リターンが高いと見込まれても、コスト削減、影響を受けた人数、アクセスの拡大という要件が満たされていなければ投資を行わない。ACIは定期的に投資先企業と会議をするかたちでモニタリングを行っているほか、毎年多くの投資に関する会議に出席し医療専門家と最新の製品について議論をしている。また、社会的インパクトを生み出すために一定期間必要であることもあり、長期的な目標のもとに本ファンドを運用しているが、先進医療分野は特に市場の動きが速く、投資先の社会的インパクトやファンダメンタルズの予測が困難になりそれにより評価が困難となる場合もある。現状では双方についてのいくつかのシナリオを想定することで対応している。

#### (4) 本案件から得られた示唆

##### ① 個人投資家による社会的インパクト投資市場参入の可能性

本ファンドは多くの日本の個人投資家に対して社会的インパクト投資の門戸を開けたものであり、それは海外からも先進的な事例として認識されており、今後、個人投資家の間で社会的インパクト投資が広がるためのきっかけになると考えられる。

##### ② 海外の先進的な投資家との協働

日本では、社会的インパクト投資という概念がまだ新しいなか、金融商品としての事例やノウハウを有する人材も少ないのが現状である。そのため、本ファンドのように海外で先行する社会的インパクト投資のノウハウを活用する形で金融商品を設計することは、今後社会的インパクト投資の検討を進める際の新たな選択肢となる可能性がある。

##### ③ SDGsを活用した社会的インパクト評価

社会的インパクト投資を検討する際、様々なステークホルダーが存在する中、どのような社会的インパクトの創出を意図するかの検討に時間を要する場合が多い。本案件では、グローバルで投資家や事業者を含むステークホルダー間の共通言語として機能するSDGsを活用し、社会的インパクト評価の検討を進めており、その進め方は参考になると考えられる。

## 5-2 第一生命保険株式会社による複数の社会的インパクト投資

本ケーススタディは、第一生命保険株式会社が2017年から実施している社会的インパクト投資について、調査分析したものである。

5-2-1 図表 31 投資案件概要

### 投資案件概要

投資案件名	非上場企業への出資を通じた複数の社会的インパクト投資
案件開始日	2017年度から実施
案件規模	合計約25億円(計8社)
投資家	第一生命保険株式会社
期待される社会的インパクト	先端技術によるQOL向上や医療費の削減を可能とするプラットフォーム開発など、社会の構造変化をもたらすこと
注目すべきポイント	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大手生命保険会社が社会的インパクト投資市場へ参入する意義やメリット</li> <li>● 社会的インパクト投資市場参入に対する実務上の課題と克服方法</li> </ul>

5-2-2 (1) 投資家

### 投資案件詳細

【第一生命保険株式会社】

- ① 設立：1902年
- ② 資本金：600億円
- ③ 事業内容：国内の大手生命保険会社であり、約36兆円もの総資産残高を誇る日本トップクラスの機関投資家。スチュワードシップ活動の実効性向上とともにESG投資について積極的に取り組んでいる。

(2) 投資先

図表 32 投資案件概要

会社名	投資金額	企業概要	期待される社会的インパクト
五常・アンド・カンパニー株式会社	4億円	発展途上国におけるマイクロファイナンス事業	発展途上国における金融アクセス改善
Spiber株式会社	10億円	新世代タンパク質素材(人工クモ糸等)の研究・生産	環境負荷軽減(温室効果ガス排出量削減等)
株式会社キュア・アップ	2億円	禁煙治療等向け「治療アプリ」の研究開発・提供	患者の減少、健康寿命の延伸、医療費の削減
クラウドクレジット株式会社	1億円	「融資型クラウドファンディング」サービスで途上国の事業者へ融資	発展途上国の事業活動促進、雇用創出
サスメド株式会社	約1億円	スマートフォンを通じた不眠症治療アプリの研究・開発	不眠症治療における副作用リスク低減、医療費削減
株式会社メルティンMMI	3億円	世界初の「人の手に最も近い」アバターロボット等の研究・開発	危険環境下での作業における事故リスク低減
株式会社MOLCURE	1億円	世界初の抗体医薬品開発プラットフォームの開発・提供	医薬品開発の短期化、医療費削減
株式会社QDレーザ	3億円	最先端レーザ技術を活用した世界初の低視力患者向けアイウェア等の開発・提供	低視力患者のQOL改善
合計	約25億円		

## (3) スキーム

## ① 経緯

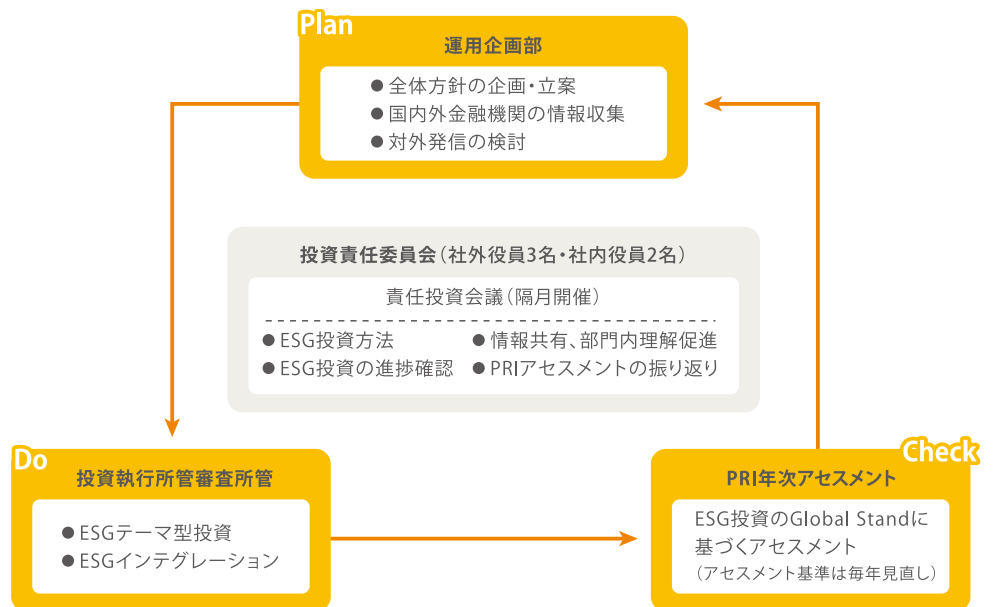
第一生命保険株式会社(以下、「第一生命」)は、従前より国内株ESGファンドの運用や再エネ投融資等の投資を行っていたが、2015年11月のPRI署名を機にESG投資の体系的な体制整備を開始した。2016年、機関投資家としての社会的責任を踏まえた投資先の企業価値向上を目指すスチュワードシップ活動と、社会課題解決および収益性の両立を図るESG投資の体制構築を行った。

2017年、社会的な機運の高まりを背景に、ESG投資の中に「ESGテーマ型投資」を設け、投資意思決定に社会的インパクト評価を組み込んだ「社会的インパクト投資」をスタートした。ESG投資からさらに社会的インパクト投資へと踏み込んだ動機としては、投資先事業が生み出す経済的リターンおよび社会的インパクトに加えて、本業である生命保険業界のイノベーションにも繋がる可能性が期待されることがあげられる。

## ② ステークホルダー

本案件の事業実施体制とステークホルダー毎の役割は以下のとおり。まず、運用企画部が社会的要請や社会貢献取組方針等を踏まえ、全体方針を策定する。全体方針に基づき、各フロント所管・審査所管が行うESGテーマ型投資の枠組みの中で「社会的インパクト投資」を実施し、責任投資会議を隔月で開催し、ESG投資に関する方針の議論、進捗確認や情報共有等を行う。さらに、ESG投資のグローバルスタンダードであるPRI年次アセスメントをプロセス改善に活用している。

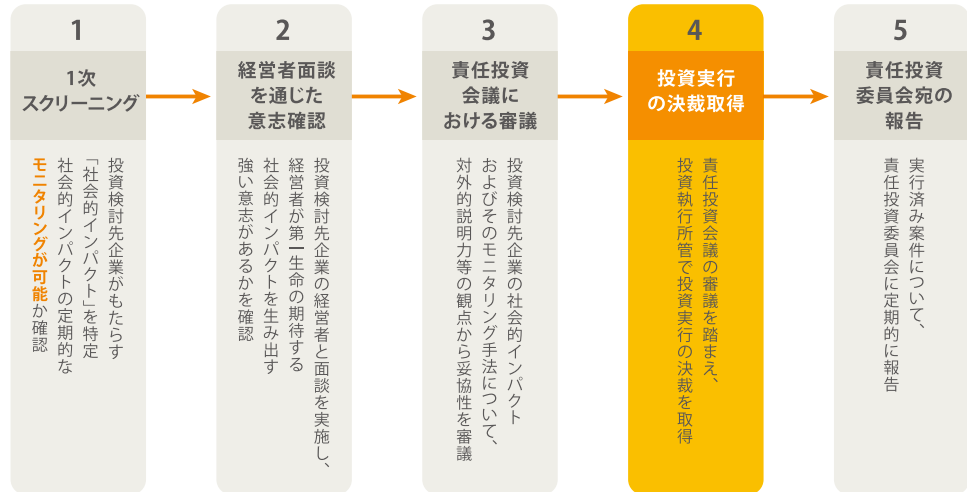
図表 33 ステークホルダー



※第一生命提供資料よりケースリー作成

また、本案件における社会的インパクト投資の具体的な投資先検討から実行までは以下のプロセスを経る。

図表 34 社会的インパクト投資プロセス



※ 第一生命提供資料よりケースリー作成

社会的インパクト投資に限らずベンチャー企業への投資を行う場合には、投資先企業の有する技術等への目利きが重要になるところ、生命保険会社として知見を有するヘルスケア、医療バイオ、フィンテック分野への投資が多く実行されている。同領域におけるイノベーションの発掘は、第一生命自身にもシナジーをもたらす。

経営者との面談は、通常の投資プロセスでは必須としていない。社会的インパクト投資の分野では経営者のビジョンや熱量をより重視しているため必ず面談を実施する。また社会的インパクト投資の前提として、成果指標がモニタリング可能かを必ず確認している。

### ③ 社会的インパクトの考え方

第一生命の社会的インパクト投資において、社会的インパクト評価は事業者が行い、年1回の運用報告の中で成果をモニタリングしている。指標としては定性と定量の両者が考えられるが、モニタリングの負荷軽減の観点からなるべく定量指標を設定している。社会的インパクト評価自体を契約で強制しているわけではないが、上記で記載したとおり、投資先との面談を重ねて合意により指標を決定する。

経済的リターンに対して目標値の設定は行うが、社会的インパクトに対する第一生命独自の目標設定は行わず、あくまでも投資先企業の設定する目標値に共感・共有できるかどうかを重視する。

以下、具体的な案件において設定された社会的インパクトとモニタリング手法を紹介する。

## &lt; 事例 1 &gt;

企業名	株式会社QDレーザ
企業概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 富士通からのスピンアウトベンチャー</li> <li>● レーザーを販売するレーザデバイス事業と、レーザーの技術を転用した視覚情報デバイス事業の2事業を展開</li> <li>● レーザーアイウェアは映像をレーザーを使って網膜に直接投影するもの。疾患があっても網膜が生きているロービジョンの方は映像が見えるようになるという画期的な商品</li> </ul>
投資概要	非上場株式 300百万円
社会的インパクト	<p>【 低視力患者のQOL改善 】</p> <p>当社のレーザーアイウェアを使用することで、矯正しても十分な視力が得られなかった低視力患者の方でも、映像が見えるようになる。これに伴い、行動範囲の広がりや、余暇の選択肢の増加に期待でき、低視力患者のQOL改善につながる。</p>
モニタリング	<p>【 レーザーアイウェア販売台数 】</p> <p>医療機器として販売したレーザーアイウェアの台数を成果指標としてモニタリングする。</p>

## &lt; 事例 2 &gt;

企業名	株式会社MOLCURE
企業概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>● AIを駆使して抗体医薬品となる候補の抗体を設計し、製薬会社へ提供</li> <li>● 医薬品開発のスピードを速めることや、画期的な新薬開発</li> </ul>
投資概要	非上場株式 100百万円
社会的インパクト	<p>【 1. 医薬品開発期間の短期化 】</p> <p>既存手法より抗体取得にかかる期間が短縮化され、抗体医薬品の開発期間の短期化につながり、難病治療等に貢献。</p> <p>【 2. 医療費の削減 】</p> <p>同社から抗体の提供を受けることで製薬会社の研究開発費が削減され、抗体医薬品価格低下、医療費低減につながる。</p>
モニタリング	<p>【 1. 製薬会社の一定数の抗体取得にかかる期間の短縮幅 】</p> <p>「製薬会社が既存手法で実施した場合の抗体取得にかかる期間－同社の抗体取得にかかる期間」を指標として設定しモニタリングする。</p> <p>【 2. 製薬会社の研究開発費削減額 】</p> <p>「受託プロジェクト数×プロジェクトあたり研究開発費削減効果額」をモニタリングする。</p>

#### (4) 注目すべきポイント

##### ① 大手生命保険会社が社会的インパクト投資市場へ参入する意義やメリット

社会的インパクト投資は1件あたりのデューデリジェンスに時間がかかる上に規模が小さくなりがちであるが、経済的リターン、社会的インパクトに加えて、保険業界のイノベーションにも繋がれるという意義がある。生命保険業界としてのイノベーションに繋がる事例として、新たな保険商品の組成が挙げられる。例えば認知症予防に関するテクノロジーや製品を保険商品と組み合わせることも考えられる。社会的インパクト投資は、第一生命の保険、ヘルスケア、フィンテックに関する知見を活用する新たな分野として認識されている。

また、保険会社が社会的インパクト投資を行う意義として、他の投資家よりも長期的な視点で投資ができることが挙げられる。保険会社のビジネスモデル上は短期のエグジジット価値にこだわる必要性が低く、あくまでも社会的インパクトが出るまでじっくり「待つ」ことが出来る。

##### ② 社会的インパクト投資市場参入に対する実務上の課題と克服方法

社会的インパクト投資を始めるにあたって、第一生命にとっての「社会的インパクト投資」の定義を決定するまでに労力を要した。世界中で様々な組織が多様な社会的インパクト投資の定義を示しているなか、第一生命ではそれら約20社の定義を調査し微妙なニュアンスの違い等も見ながら定義を定めた。また、投資先に対してどのような社会的インパクトを期待するか、1件ずつ時間をかけて手探りで決めていくプロセスに時間を要する。具体的には、投資先企業の情報を有するフロント（運用部）と運用企画部で議論し、設定する成果指標を場合によっては投資先の経営者とも議論しながら決定する、という作業を繰り返す。事業者からアウトカムや指標設定の提示が無い場合には、第一生命から提案をすることもある。モニタリングにも時間と手間がかかるが、モニタリングの頻度を増やさずに年1回とすること、定量的な指標を採用してモニタリングにかかる時間を短縮させること等の工夫を行っている。

なお、第一生命では、投資残高や投資件数の目標値はあえて設定をしていない。残高目標を設定すると「達成しなければならない」という意識が働き、社会的インパクトの少ない事業者に対しても見かけの目標達成のために投資をするという歪んだインセンティブが働きかねないため、あえて目標設定をせず着実に取り組む姿勢が重要だと考えている。

これらを実現できたのは、組織トップの強いコミットメントと、実務レベルでのコンセンサスの形成が、全社一体となって社会的インパクト投資に取り組んでいる要因として挙げられる。まず、社長自ら環境省のESG懇談会に参加し、第一生命としてESG投資を積極的に進めていくという姿勢を打ち出していることや昨年度の運用企画部のトップにあたる役員は社会的インパクト投資の導入に関する積極的な姿勢があった。組織トップのキーパーソンとしての働きは、社会的インパクト投資に限らず重要な要素である。さらに、責任投資会議を隔月で開催し、運用企画部が全社でのESG投資への理解を促進させることで、時間と手間のかかる社会的インパクト投資に対する実務レベルでのコンセンサスを形成している。

(5) 本案件より得られた示唆

① 本業を軸とした案件実施

生命保険等元々長期の投資期間となる金融商品を取り扱うことが本業である場合、特にその社会的インパクト創出の観点から、「待つ」姿勢が重要となる社会的インパクト投資においては、本業との親和性は高いといえるだろう。また、生命保険等本業との相乗効果を目的とした、効果的かつ効率的な投資も実行可能になると考えられる。

② 持続可能な投資及び評価プロセスの設計

案件規模に比べて手間やコストがかかる社会的インパクト投資の課題と、経済的リターン、社会的インパクトおよび本業とのシナジー追求という便益とのバランスを考慮して社会的インパクト投資を実行するプロセスは他にも展開できると考えられる。例えば、指標のモニタリングの頻度を年1回とすることでモニタリングにかかる負荷を下げるなど、限られたリソースで実行するため設計段階にコストベネフィットを意識することは重要である。

### ⑤-3 広島県における広域連携型SIB及びクラウドファンディングを活用した大腸がん検診受診勧奨事業

本ケーススタディは、広島県及び6市の広域連携による「大腸がん検診受診勧奨事業」に対して成果連動型委託契約を導入の上、クラウドファンディングを通して個人投資家等から資金調達が行われた社会的インパクト投資の事例を調査分析したものである。

⑤-3-1 図表 35 投資案件概要

投資案件概要

投資案件名	広島県における広域連携型SIB及びクラウドファンディングを活用した大腸がん検診受診勧奨事業
案件実施期間 (予定)	2018年～2021年(3年間) 2018年10月～2019年8月: 受診勧奨業務を行う事業実施期間 2019年4月～2021年3月: 評価業務を行う評価期間
投資案件規模	約22百万円
投資家組織名 ※投資割合は非公開	個人投資家(ミュージックセキュリティーズ株式会社仲介によるクラウドファンディング) 一般財団法人社会的投資推進財団 株式会社広島銀行 株式会社みずほ銀行
投資先組織名	株式会社キャンサーズキャン
最終支払者	広島県及び6市(竹原市、尾道市、福山市、府中市、三次市、庄原市)
投資先組織名	ケイスリー株式会社
期待される社会的インパクト	早期がん発見による、県民のがん死亡者数減少とQOLの向上
注目すべきポイント ※後頁に詳述	●クラウドファンディングを活用し広く一般の個人投資家にSIB事業への投資機会を提供 ●都道府県と6つの基礎自治体による広域連携型SIB導入を実現



## ⑤-3-2 (1) 投資家

## 投資案件詳細 【一般財団法人社会的投資推進財団】

- ① 設 立：2017年3月に公益財団法人日本財団により設立
- ② 基本財産：300万円
- ③ 事業内容：社会的投資の日本型モデルの開発と実践を通じて、日本の公益分野における民間からの投資的資金を増やし公益分野のさらなる効率化、成果拡大をめざす。

## 【株式会社広島銀行】

- ① 設 立：1945年5月1日
- ② 資 本 金：545億7,300万円
- ③ 株 主：日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 他
- ④ 事業内容：銀行業務

## 【株式会社みずほ銀行】

- ① 設 立：2013年7月1日
- ② 資 本 金：14,040億円
- ③ 株 主：株式会社みずほフィナンシャルグループ 100%
- ④ 事業内容：銀行業務

## 【ミュージックセキュリティーズ株式会社】

- ① 設 立：2001年11月26日
- ② 資 本 金：1億円
- ③ 事業内容：【証券化事業】  
一口数万円の少額から出資いただけるインパクト投資プラットフォーム「セキュリテ」の運営、ファンド組成・販売業務を行う。  
(第二種金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1791号)
- ④ そ の 他：個人投資家は、同社「セキュリテ」の仲介により集められた。  
「セキュリテSIB」ファンドページURL <https://www.securite.jp/sib/>

## (2) 投資先

## 【株式会社キャンサーズキャン】

- ① 設 立：2008年11月19日
- ② 資 本 金：1,000万円
- ③ 事業内容：マーケティング×テクノロジーを活用した保健事業の実施支援
  - 1. SIB(成果報酬型)を活用した受診率向上事業
  - 2. 特定健康診査受診率向上事業
  - 3. KDB等を活用した医療費分析事業
  - 4. 糖尿病等の重症化予防事業
  - 5. 適正受診・適正服薬介入事業
  - 6. 市町村担当者向け研修会事業

## (3) スキーム

## ① 背景

現在、我が国のがんによる死亡者数は年間37万人を超え、1981年以降死因の第1位を占めている。一部のがんは早期に発見し、早期に治療を行うことができると認められており、国も全国の自治体になん検診の受診を推奨する施策を実施しているが、がん検診受診率は国の定める目標50%を達成できていない<sup>40</sup>。がんによる死亡者の減少に向けたがん検診受診率の向上は、国レベルでも自治体レベルでも重要な政策課題となっており、広島県においても従前より様々ながん対策に取り組んでいる。特に大腸がんは、他のがんと比較して早期発見することによる5年生存率や治療費に大きな差異があることおよび八王子市のSIB導入事例を参考にできることもあり、まずは、大腸がんを対象に取り組むこととなった。

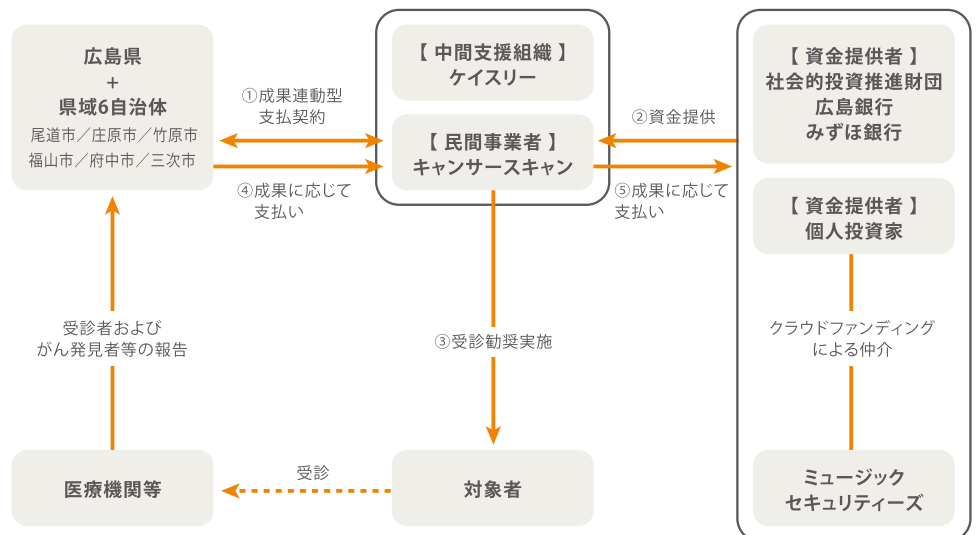
## ② 経緯

本案件は、経済産業省の2017年度健康寿命延伸産業創出推進事業の一環として、ヘルスケア分野におけるSIBの広域連携モデル導入をケイスリー株式会社が推進し、広島県及び6市が大腸がん検診の受診勧奨にSIBを活用して実施するものである。介入プログラムとしては、2018年度に国民健康保険対象者への個別受診勧奨を実施し、大腸がん検診受診率の改善を行うことで、早期がんの発見、さらにはがんによる死亡者の減少を狙う。

## ③ ステークホルダー

本案件の事業実施体制とステークホルダー毎の役割は以下のとおり。

図表 36 事業実施体制



出所：ケイスリー株式会社<sup>41</sup>

<sup>40</sup> 厚生労働省「国民生活基礎調査」(2016年)

<sup>41</sup> ケイスリーニュースリリース(2018年)

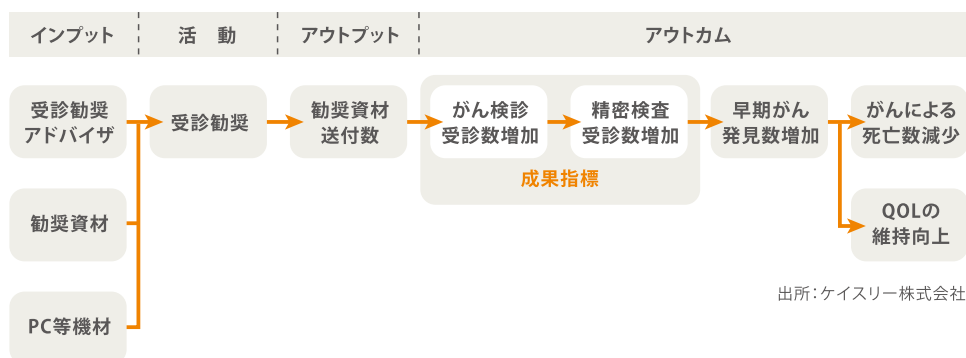
図表 37 ステークホルダー一覧と役割

名称	役割	当該事業における役割
社会的投資推進財団	投資家	日本国内の社会的インパクト投資推進のためのリスクマネーを提供する
みずほ銀行	投資家	社会課題の解決を目的とした資金提供を行う
広島銀行	投資家	社会課題の解決を目的とした資金提供を行う
個人投資家	投資家	社会課題の解決を目的とした資金提供を行う
ミュージックセキュリティーズ株式会社	投資仲介	運営する「セキュリテ」を通じて、個人投資家からの資金提供に関する資金仲介関連業務を行う
広島県及び6市 竹原市、尾道市、福山市、 府中市、三次市、庄原市	最終 支払者	早期がん発見による住民のがん死亡者数減少及びQOLの向上を目的とし、最終的な成果に応じた支払いを行う
キャンサーズキャン	事業者	民間事業者として大腸がん検診受診勧奨事業を実施する
ケイスリー	中間支援 組織	本案件の評価・財務モデル等の全体設計及び行政、事業者、投資家の調整・コーディネートを行う

## ④ 社会的インパクトの考え方

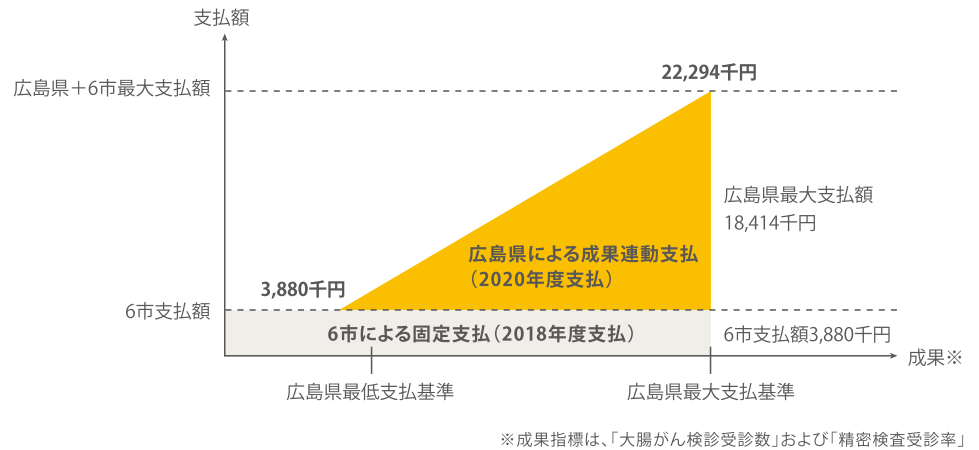
本案件では、以下に示すロジックモデルに基づいて、想定されるアウトカムを「がんによる死亡数減少」、「QOLの維持向上」、「早期がん発見数増加」、「精密検査受診数増加」及び「がん検診受診数増加」としている。また、アウトカムの中から、支払と連動させる成果指標の選定が行われており、成果指標として「がん検診受診数」、「精密検査受診率」が設定されている。

図表 38 本案件におけるロジックモデル



成果指標と連動する支払いは、広島県及び6市の予算計上総額約2,229万円(最大支払額)のうち、広島県が支払う約1,841万円を成果指標「大腸がん検診受診数」及び「精密検査受診率」の達成状況に応じて2020年度に支払う。6市については計約388万円を2018年度に成果指標の達成状況に関わらず支払う。

図表 39 行政の支払イメージ



そのうち、社会的インパクト投資となる資金調達総額は約1,596万円で、内訳は投資型クラウドファンディングにより約1,208万円(リターンは約107万円)、融資により約388万円である。残りの部分は、事業者が自己資金で対応し、事業者も資金提供者と同様にリスクを負担する。

#### (4) 注目すべきポイント

##### ① クラウドファンディングを活用し広く一般の個人投資家にSIB事業への投資機会を提供

SIBは、社会課題の解決を目的とした事業とその成果を適切に評価する仕組みが前提として組み込まれており、社会課題に関心のある個人投資家からも関心を集めているという声を聞く一方で、資金調達スキームの複雑さや資金仲介コストの問題から広く一般の個人投資家が投資できる機会はこれまでなかった。

本案件では、ミュージックセキュリティーズ株式会社が運営するインパクト投資プラットフォーム「セキュリテ」による投資型クラウドファンディングを活用し、広く一般の個人投資家から資金募集を行った<sup>42</sup>。

本案件では、個人投資家を呼び込むための工夫として、「セキュリテ」上に案件情報以外にそもそものSIBの意義や仕組み等を丁寧に説明するページを設けた他、優先劣後構造を設定している。社会性を訴求することはもちろん、一定の経済性を担保するために、非営利である社会的投資推進財団が最劣後部分に資金提供した。なお、最もリスクの高い部分は資金調達を行わず事業者が自己資金で負担しており、事業者の成果達成に向けたインセンティブがより働きやすくなる仕組みとなっている。こうすることで、個人投資家のリスクや情報の非対称性を少なくし、個人投資家からの投資を呼び込むことに成功したといえる。

<sup>42</sup> セキュリテ「広島県がん検診推進SIBファンド」(<https://www.securite.jp/fund/detail/4831>) (2019年)

### ② 都道府県と6つの基礎自治体による広域連携型SIB導入を実現

通常、SIBを導入するためには、成果の評価や資金調達に係るコスト等事業規模に関わらず一定の中間コストが必要となり、そのコストを吸収できるような事業規模が求められるため、人口の少ない自治体や小規模事業では導入が困難な場合がある。また、社会課題解決に係る投資機会を求める投資家のニーズも増加する中、そうした投資家を呼び込むためにも一つ一つの案件の規模を大きくし、より大きなインパクトを創出していくことも重要である。そうした事業規模拡大に向けた方策の一つが、本案件で実現した広域連携モデルである。

本案件では、前述した中間コストや事業を実施する上で案件毎に発生する共通業務・コスト等を集約・低減することで人口数万規模の自治体でもSIBを導入することができた一方、事業規模拡大については、可能性を示すことができたものの参画する自治体の人口規模に影響されるため、2017年に導入された八王子市や神戸市のSIBと大きく変わらない事業規模での導入となった。

いずれにせよ、特定の事業領域において、各種モデル(事業、評価及び財務等)を標準化することで広域連携による導入が実現され、事業規模拡大の可能性を示すことに成功したといえる。

### ③ 他地域のSIB事例が横展開可能なことを実証

本案件は、八王子市における大腸がん検診受診率・精密検査受診率向上事業に導入したSIBを参考に、各種モデル(事業、評価および財務モデル等)を検討した。成果指標を3つから2つにする等詳細においては一部見直した部分もあるが、事業モデルや行政コストへの影響など流用できる部分も多く、他地域のSIB事例を横展開できることが実証された。

1つの地方自治体の課題は、全国1,741の地方自治体に共通した課題であることが多く、本案件でSIB導入した大腸がん検診受診率向上事業の他、神戸市でSIB導入した糖尿病性腎症重症化予防を含め全国の地方自治体へ横展開できる可能性が見込まれる。

### (5) 本案件より得られた示唆

今後のSIBの拡大のため本案件より得られた示唆として、以下を挙げたい。

#### ① 規模拡大に向けた方策

事業規模拡大に向けた方策としては、本案件で実施した都道府県と基礎自治体による垂直型広域連携の他、複数の基礎自治体による水平型広域連携、複数年にわたる事業実施、人口規模の大きな地方自治体または中央省庁が実施する業務での導入、インフラ・施設関連分野への導入、既存予算制度にとらわれない柔軟な設計などが考えられる。海外では上記の方策のいずれか、または、組み合わせにより数億円～数十億円といった規模の案件が導入されており、日本でも検討しているところである。

図表 40 規模拡大に向けた方策

分類	規模拡大に向けた方策	例
広域	1 垂直型広域連携の事業実施	広島県と6市の連携事業
	2 水平型広域連携の事業実施	A市、B市、C市の連携事業
事業規模	3 複数年にわたる事業実施	平成31年度から平成33年度までの3年間にわたる事業 (評価期間を除く)
	4 大規模自治体または中央省庁による事業実施	法務省による再犯防止事業
分野	5 インフラ・施設関連事業への導入	防災や文化施設の建設・運用事業
	6 既存事業への導入	追加的に実施する新たな事業ではなく、従来から継続的に実施されている事業
制度	7 柔軟な予算設計	前年度予算や事業費に関わらず、事業実施による将来的な行政コストへの影響から予算を設計

事業規模の拡大は、社会課題解決に係る投資機会を求める投資家を呼び込むためにも重要であるが、少し先を行くグローバルで課題となっていることは、より大きな社会的インパクトを創出していくことである。数十億円規模の案件を含むSIB等の成果連動型事業を19件導入するアメリカでさえも、SIB等の成果連動型事業の予算規模は全体の1%しかないということで、これを更に拡大するための法律<sup>43</sup>を成立させ、より大きな社会的インパクトの創出を目指した取り組みを推進している。

SIBは、「行政と事業者の成果連動型委託契約」と「外部からの資金調達」を組み合わせた仕組みであるが、その意義はより大きな正の社会的インパクトをより早く創出することにある。日本でもSIBの導入はまだ始まったばかりであるが、適切な手法を考慮した上でSIBが必要と判断する場合には、より大きな正の社会的インパクトの創出を目指して、上記のような方策を検討し、規模拡大を図っていくべきである。

43 CONGRESS.GOV「S.963 - Social Impact Partnerships to Pay for Results Act」(2017年)

## ⑥ 社会的インパクト投資市場から得られる示唆

本章では、以上のとおり国内における社会的インパクト投資市場について把握した。

社会的インパクト投資の規模として把握できた金額が2017年度比較で約4.8倍に増加したが、昨年度レポートで指摘した潜在的な投資家層である「社会的インパクト投資予備軍」の一部が社会的インパクト投資として認識され始めていることを表しているものと考えられる。

また、ヒアリングの過程で多く聞かれたのは、社会的インパクト投資における評価の壁である。投資の意思決定時に評価を行ってはいらぬものの社会的インパクト評価といえる水準ではなく、社会的インパクト投資には該当しないと整理した事例が数多く見られた。その要因として投資先審査プロセス設計の問題から、そもそも社会的インパクト評価に対するノウハウ不足等の課題が見られたが、共通していたのは事例や確立した手法を共有できる機会の不足であった。

そこで社会的インパクト投資を実施している組織による評価に関する工夫を紹介したい。

図表 41 評価における工夫

- ① 海外の先進的な社会的インパクト投資の事例研究
- ② SDGsの活用
- ③ 投資先に対するハンズオン支援の中で評価をサポート
- ④ 外部の有識者からなるアドバイザリーボードの登用
- ⑤ 社会的インパクト投資を牽引する組織との業務提携
- ⑥ 第三者認証機関によるオピニオンの取得など外部専門家との協働

また今後、社会的インパクト投資を定着・拡大させていくための方策や期待として、アンケート及びヒアリング、ケーススタディからは、以下の点が挙げられた。

図表 42 今後への方策や期待

- ① 社会的インパクト投資促進のための制度化
- ② 経営者のリーダーシップ
- ③ 社会的ニーズの高まりへの効果的なレスポンス
- ④ 社会的インパクト評価の人材育成

### ① 社会的インパクト投資促進のための制度化

政府、自治体などによる規制的手法については、例えば投融資残高の一定水準を社会的インパクト投資に振り向けることを義務付けることや、公共投資において社会的インパクト投資を積極的に導入することの促進などが挙げられる。また④とも通ずるが、社会的インパクト投資の標準的手法を定めることで、実行コストが低減され、社会的インパクト投資が促進されることも考えられる。IMP等グローバルで社会的インパクト投資の標準化が動き初めており、そうした動きも注視しながら検討したい。

### ② 経営者のリーダーシップ

経営トップによる理解が必要とされる背景には、中長期的に発現することの多い社会的・環境的インパクトの創出を待つという判断は、経営トップにしかできない性格のものであることが考えられる。また、組織内で社会的インパクト投資を進めていくためには実務担当者レベルでのコンセンサスが必要であり、そのためには経営トップによるコミットメントが重要な要素であることがケーススタディでも明らかになっている。

### ③ 社会的ニーズの高まりへの効果的なレスポンス

ステークホルダーからの関心やエンゲージメントについては、年金や保険会社といった機関投資家のほか、個人投資家からも、運用委託先に対し社会的インパクト評価の実施を促す効果があると考えられる。関心の具体的な表現方法としては、例えば優れた社会的インパクト投資を表彰する事業等も考えられる。またヒアリングの過程で、アセットオーナーからの社会的インパクト投資に対するニーズは確実に増加しており、運用機関としても社会的インパクト投資に本格的に取り組むべきと考えているという声が多く聞かれた。ステークホルダーからの関心やエンゲージメントは、拡大していると考えられる。

### ④ 社会的インパクト評価の人材育成

社会的インパクト評価については、理解がまだまだ広がっていないことから、普及啓発につながるような取組みがまず求められる。社会的インパクトに関する具体的で実践的な調査や評価、報告の担い手が充実することで、投資家にとって安心して社会的インパクト投資を行うための土壌になることが期待できる。



## 第III章 社会的インパクト投資市場の拡大に向けた新たな可能性

本章では、日本における社会的インパクト投資市場を取り巻く様々なトピックのうち、まだ大きな流れとはなっていないが、今後、市場の拡大に大きな影響を与える可能性のあるトピックについて、「社会的インパクト投資×○○」として取り上げた。

図表 43 トピック一覧

No.	トピック	概要
1	社会的インパクト投資 × 社会的インパクト評価	社会的インパクト投資における社会的インパクト評価の重要性と評価設計の多様性について、海外事例を参考に考察する
2	社会的インパクト投資 × SDGs	SDGsについて、投資家と事業者の「共通言語」として社会的インパクト投資にどのような影響を与えうるのかを考察する
3	社会的インパクト投資 × 先端技術	ブロックチェーン技術の特徴を紹介し、社会的インパクト投資への影響を考察する

### ① 社会的インパクト投資×社会的インパクト評価 ～社会的インパクト可視化の重要性～

社会的インパクト投資の定義はいまだに多義であるが、その理由の一つに、その社会的インパクトの捉え方が投資家によって異なることが挙げられる。社会的インパクトの捉え方は、大まかに投資前後の社会的インパクトをどう捉えているか、社会的インパクトを意図しているか、社会的インパクトが測定可能であるか、の3種類があるといえる<sup>44</sup>。本レポートではいずれの観点も重要視しており、社会的インパクトを意図し、かつ測定を何らかの形で実践しているものを社会的インパクト投資としている。「社会的インパクトの意図」という観点の重要性はわかりやすいだろう。そもそも社会的インパクトの意図がなければ、多様な意思を持った投資が含まれてしまう。また、社会的インパクトの測定が重要視される理由は、社会的インパクトの意図だけでは、実際よりも社会的インパクトがあるように見せかける、いわゆる「インパクト・ウォッシング」のリスクを拭き切れないからであり、また、よりよい事業を展開していくためには、実際の社会的インパクトを把握する必要があるからだ。近年の世界的な流れとしては、こうしたメリットを踏まえ、社会的インパクトを意図するだけでなく、把握することも重要視されている。加えて、(負の社会的インパクトを減らし正の社会的インパクトを増やすよう)事業を改善するなど社会的インパクトをマネジメントする概念(社会的インパクト・マネジメント)が重要視されており、社会的インパクト投資の観点からも、マネジメントしていく方向性が強まっている(そもそもマネジメントという概念が入っていて初めて社会的インパクト評価と呼ぶ、という考え方もある)。

<sup>44</sup> Höchstätter, A.K. & Scheck, B. J Bus Ethics「132: 449. <https://doi-org.kras1.lib.keio.ac.jp/10.1007/s10551-014-2327-0>」(2015年)

一つの大きな流れとして挙げられるのが、投資家を中心としたImpact management project (以下、IMPとする)と呼ばれる、社会的インパクトの測定及びマネジメントを推進するグローバルのネットワーク組織である。IMPは、「基準設定を行う組織のネットワークを推進し、社会的インパクトの測定とマネジメントの基盤を整え、事業者や投資家が同一線上のルールに則ることを目指す<sup>45)</sup>とされる。2016年頃に英国で始まり、現在は2,000以上の組織が加盟する。2018年9月にはIMPで新しい取り組みが立ち上がり、UNDP (国連開発計画)、IFC (国際金融公社)、OECD (経済協力開発機構)、PRI (責任投資原則)等の、まさに基準設定を行ってきたグローバル組織が一まとりとなった。こうした背景には、投資家や事業者から社会的インパクトの測定及びそのマネジメントに関する情報へのニーズの強まりがある。社会的インパクトの測定とマネジメントの知見や手法は各地・各案件個別に散らばっていることが多く、IMPの目的は、そうしたものを標準化しかつグローバルにまとめることである。標準化された手法で各ステークホルダーが事業の成果を認識すれば、インパクト・ウォッシングを防ぐこと、より多くの資金を効果的に投入すること、SDGsのような共通のゴールに対して取り組みやすくなることなどが期待できる。また、IMPでは事業における社会的インパクトの目標(横方向、3段階)と投資家の貢献度(縦方向、6段階)で、社会的インパクト投資の特性を18カテゴリに分けている。こうしたカテゴリ分けそのものが社会的インパクト評価及びマネジメントのスタンダードを作るわけではないが、それぞれのカテゴリに対して異なる解決策や標準的な手法を提供することを念頭にしている。各18のカテゴリに関する事例がIMPのウェブページで掲載されているので、ぜひ参照されたい<sup>46)</sup>。

図表 44 社会的インパクト投資のカテゴリ<sup>47)</sup>

投資家の貢献	投資先(資産・企業)が生むインパクト		
	悪影響を回避すべく行動する	利害関係者を利する	問題解決に資する
1 インパクト重視姿勢を発信	エシカル債ファンド	業界最高峰のESGファンド	ワクチン債、自然エネルギー
2 1に加え積極的に関与	株主アクティビスト・ファンド	株主として成果向上のために積極介入できる業界最高峰のESGファンド	貧困層向け教育・医療系企業を対象とする株式(上場・未上場)ファンド
3 1に加え市場創造に貢献	フロンティア市場の不動産ファンドのアンカー投資	フロンティア市場のインフラ・ファンドのアンカー投資	環境系企業の社債新規発行でアンカー投資する債券ファンド
4 1に加え積極的に関与市場創造に貢献	典型的事例なし	典型的事例なし	貧困層の生活向上に大貢献する企業にアンカー投資するPEファンド
5 1に加え市場創造に貢献柔軟な資金提供	典型的事例なし	典型的事例なし	相場以下のチャリティ債や、貧困層の就労支援事業を対象とする無担保社債ファンド
6 1に加え積極的関与市場創造に貢献、柔軟な資金提供	典型的事例なし	典型的事例なし	貧困層向けエネルギー産業を創造・育成する運用期間が長めのベンチャー・キャピタル・ファンド

45 IMPウェブページ(2019年1月1日閲覧)

46 IMPウェブページ(2019年1月1日閲覧) <https://impactmanagementproject.com/impact-class-catalogue/>

47 IMPウェブページ(2019年1月1日閲覧) <https://impactmanagementproject.com/investor-impact-matrix/>

どのように社会的インパクトを測定しマネジメントしていくかについては、現状標準化された手法があるわけではなく、また、現在日本における社会的インパクト投資の多くは、社会的インパクト・マネジメントの観点を踏まえて実施されているものではない。しかし、社会課題解決、受益者の観点に立てば、社会的インパクトを最大化していくための社会的インパクト・マネジメントは、必須になってくるだろう。決まった手法があるわけではないが、社会的インパクト・マネジメントを実施する上では、いくつかの重要な論点がある。ここでは、一般的な社会的インパクト評価のプロセスともいえる「計画→測定→分析→報告・活用」の4ステップの内、①計画：どのような成果と指標を、どのように設定するのか、②報告・活用：どのように結果を公表し、活用していくのか、という2点について考える。

①の計画については、社会的インパクト・マネジメントにおいて最も重要な点である。成果と指標をどう設定するかについては、誰が、何をを使うかで分けて考えてみよう。誰が決めるかについては、投資家、事業実施者、第三者機関、またはその内複数で議論して決めるというような場合分けが考えられる。何をを使うかは誰が決めるかと紐づく場合が多いが、根拠なく決める場合、個別にロジックモデル等セオリー作成<sup>48</sup>を通して決める場合、標準化された指標<sup>49</sup>から引用する場合などが考えられる。また、指標の種類に関しても、対象者の主観的な意識で幸福感、安心感などを回答する主観指標と、一般に誰が測定しても同じとなる病院数、血圧などのような客観指標がある。

どういった指標をどのように選択するかは、社会的インパクト投資のカテゴリで整理されるように、投資家の志向や、投資の種類、生み出す社会的インパクトの種類によって異なってくるが、ここで特にリスクがあると考えられるのは、個別の団体で、セオリーの実践、正当性の根拠や評価の知識がないまま、独自の成果や指標を設定することである。主なデメリットとして考えられることの一つは、インパクト・ウォッシングであり、都合のよいデータのみを測定することにつながりかねないからである。(標準化された成果や指標が少ない中で)望ましいと考えられるのは、複数の関係者(特に投資家と事業実施者)が対話し、何をを目指すのか、セオリーなどの共通言語を用いて決定することや、正当性が高い指標を選択することである。他にも考えられる手法としては、ブロックチェーン等改ざんできないデータ収集が行えるテクノロジーを活用したやり方がある<sup>50</sup>。また、国外の興味深い事例としてはAcumenが実践するLean dataがある。Lean dataは貧困層に特化し、SMSや電話サービスを使いエンドユーザー(最終的な受益者)の声を直接安価に集めることができる評価手法である。こうした手法を活用することで、各自に都合のよい部分のみを抽出するようなことや、この後の指標測定に関しても、対象を恣意的に選択するクリーム・スキミングのようなリスクが防げると考えられる。また、社会的インパクト投資案件において、関係者に社会的成果の評価に関する知見がない場合には、専門家の助言を得ながら進めていくことが、社会課題解決、受益者の観点から望ましいだろう。

<sup>48</sup> 事業の資源(インプット)から活動、その活動の結果(アウトプット)から成果(アウトカム)に至るまでの論理的な結びつきを明らかにする図式、またその手法のこと

<sup>49</sup> IRISやGIIRSなどが挙げられる

<sup>50</sup> 詳細は「第三章 ① 社会的インパクト投資×先端技術 ～ブロックチェーンの持つ可能性～」を参照

②報告・活用についても、社会的インパクト投資を混乱なく広め、投資家と事業者が一丸となって正の社会的インパクトを真に増やしていくためには、一定程度標準化された評価・報告の手法が重要となると考えられる。標準化されていない現状においては、同様に複数のステークホルダーによる対話と、透明性の高い報告が必要となるだろう。

最も重要な観点は、受益対象の視点に立ち、投資家として哲学を持ち、表層的でない社会的インパクトの創出に努めることである。インパクト・ウォッシングや非効率な資金投入というリスクを考慮し、評価の知識やテクノロジーを用い、正当性、透明性の高いデータを収集していくことが重要である。社会的インパクトの評価とそのマネジメントを踏まえた投資が広がっていくことを期待したい。

## ② 社会的インパクト投資×SDGs ～出し手と受け手をつなぐ「共通言語」～

2030年までに達成をめざす世界共通の目標として、2015年9月の国連において全会一致で採択されたSDGs(Sustainable Development Goals:持続可能な開発目標)。社会面・環境面に犠牲を強いけない経済成長を実現し、今を生きるすべての人と未来に生きるすべての人が共に幸せである社会をめざしていくという点において、社会的インパクト投資とSDGsは共通したビジョンを持つといえる。

図表 45 SDGs



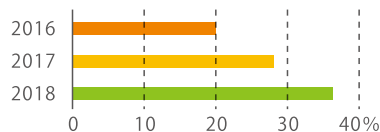
SDGsは「17のゴール／169のターゲットを2030年までに達成する」という明確な目標を掲げている。将来の大きなビジョンを社会的インパクト投資と共有しながら、同時に、その通過点となる2030年のあるべき姿を具体的に提示し、さらにそれを国際的な合意に高めたことで、資金の出し手(投資家)と受け手(事業者)の「共通言語」として、両者のコミュニケーションを促進していく役割が期待される。

事業者の間で、SDGsは着実に浸透しつつある。企業を対象に実施されたSDGs認知度調査<sup>51</sup>(下グラフ)では、SDGsが「経営陣に定着している」と回答した割合は、2015年20%、2016年28%、2017年36%と増加しており、この傾向は今後も続くと思われる。また、SDGsの経営への取込み状況に関しては、「SDGsを理解する」という最初のステージにいと回答した企業は減少し(2016年54%→2017年43%)、次のステージである「優先課題を決定する」(2016年22%→2017年28%)、「目標を決定する」(2016年11%→2017年13%)へと移行している。このようにSDGsは、持続可能な世界に意識を向ける事業者の「共通言語」として、その地位を固めつつあるといえる。

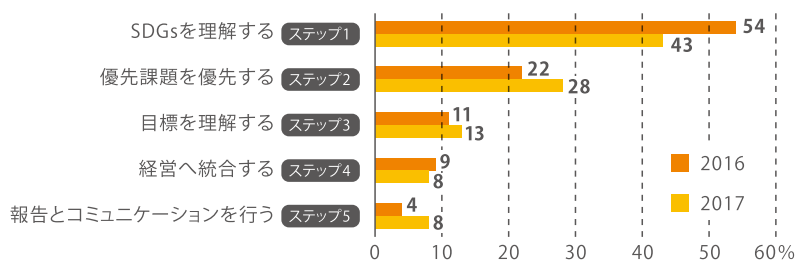
<sup>51</sup> 地球環境戦略研究機関(IGES)、グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン(GCNJ)「未来につなげるSDGsとビジネス～日本における企業の取組み現場から～」(2018年)

図表 46 SDGs認知度調査

SDGsが「経営陣に定着している」と回答した企業の割合



SDG Compassにおける進捗状況 (n=99 [2016], 163 [2017])



※ IGES, GCNJレポートを基にケースリー作成

しかし、SDGsが世界を本当に持続可能な方向へ向かわせるためには、その言語が正しく理解され、使われる必要があるだろう。現在はまだ、17ゴールのカラフルなロゴだけが一人歩きし、既存の活動や事業に対して関連ゴールを割り当てるだけの事例が少なくない。これには2つの問題がある。まず、SDGsの原文タイトルは「Transforming our world (我々の世界を変革する)」である。ここから、SDGsは、変革なくして持続可能な世界は訪れない、現在の延長線上に持続可能な世界はないことを前提に掲げられていることが読み取れる。既存の活動や事業に対して関連するゴールを割り当てるだけでは、何も変わらない。それだけで「SDGs達成に貢献している」とは言い難いのである。

次に、「この取り組みはゴールXに貢献しています」という単純な関連づけは、世界を目標に近づけるどころか、格差の拡大や負の社会的インパクトを生むなどして目標から遠ざけるリスクすらある。たとえば、ゴールXだけに着目し、その成果だけをアピールしながら、その裏では、意図せずとも別の社会面・環境面の大きなマイナスを生み出しているとしたら、その事業は「持続可能な世界の実現に貢献している」といえるだろうか。そして、そのような事業への投資を「社会的インパクト投資」と呼べるだろうか。

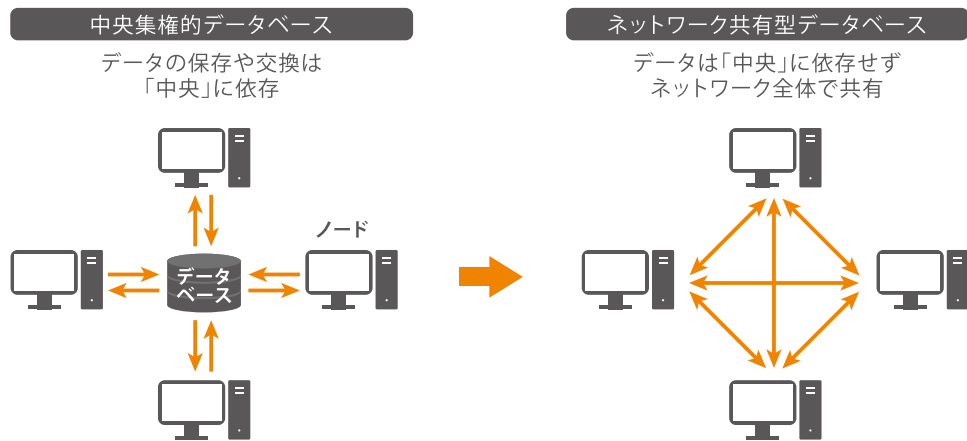
SDGsの特徴である17のゴールと169のターゲットは、単に具体的で明快である、というだけではない。それは、あらゆる社会面・環境面の課題を包括的に含んでいる。それらは相互に関連しており、一部だけを完全に切り離すことは難しい。そして、その中には普段はあまり意識されない課題も多い。つまり、ある取り組みがゴールXに影響を与えているならば、それ以外のゴールにも関連している可能性が高く、それらはこれまで意識されてこなかった可能性がある、ということである。こうした、あらゆる社会面・環境面を包括したSDGsの17ゴールと169ターゲットの視点から、事業が持つ社会面・環境面の影響を全方位で見渡し、プラスはさらに大きく、マイナスは小さくするように自らを変革することで初めて、「SDGs達成に貢献しています」といえるのではないだろうか。

SDGsは、持続可能な世界をめざす投資家と事業者との「共通言語」として、社会的インパクト投資をこれまで以上に促進していく可能性があり、SDGs ImpactにみられるようグローバルでもSDGs達成に向けた投資を促進する動きもある。そのとき、投資家には、その言語の使われ方に注意を払い、本当に社会的インパクトをもたらす事業者を発掘し、選別し、後押しする投資行動を通じて、世界を持続可能な方向へ導いていくことが期待されている。

### ③ 社会的インパクト投資×先端技術 ～ブロックチェーンの持つ可能性～

インターネット以来の大発明とも呼ばれるブロックチェーンは徐々に社会的インパクト投資の領域においても活用が始まっている。ブロックチェーンとはネットワーク共有型のデータベースであり、そのデータベース上で価値の交換が可能なシステムといえる。

図表 47 従来のデータベースとネットワーク共有型データベース



Galenら(2018)<sup>52</sup>によるとブロックチェーンの大きな功績の一つに、次の三点を通じ、デジタル上での信頼の在り方を示した点が挙げられる。

① 利用者による個人認証

電子署名技術により個人の個人認証を秘密鍵と公開鍵という二つの電子コードで実現している。

② 利用者のデジタル・アセットの所有権保護

ハッシュ化と呼ばれる暗号技術によりデータ改ざんを防止している。これにより所有権データが改ざんされることが困難となり、所有権保護につながる。

③ 高いコストが必要な仲介者抜き取引認証

ブロックチェーンでは分散型コンセンサスという意味決定がとられており、これにより仲介者を必要とせず取引の認証が行われる。ブロックチェーンによるコスト低減はこの機能による恩恵が大きい。

<sup>52</sup> Galen D., Brand N., Boucherle L., Davis R., Do N., El-Baz B., ..., Lee J.「Blockchain for social impact: moving beyond the hype」(2018)

Galenら(2018)は、このブロックチェーンによる信頼の醸成とそれを構成する技術群は次の3つの大きな力を発揮すると指摘する。利用者がリアルタイムで取引履歴を参照することが可能である「透明性」。ネットワークそのものの変化なしでいかなる過去のデータも変更できない「非改ざん性(非改ざん性)」。分散型コンセンサスという方式により実現した「カウンターパーティ・リスクの軽減とそれによるコスト低減」である。

また、ブロックチェーンはトークンを発行しその交換が可能である。トークンはブロックチェーン企業等により発行され、様々な方法によって(金銭的)価値を付与することが可能である<sup>53</sup>。トークンの登場により、従来(金銭的)価値を付与しづらいモノ・コトへの価値付けとその交換が可能となり、それによる新たな市場創出への需要につながる事となった<sup>54</sup>。

これらの特徴を備えたブロックチェーンは社会的インパクト投資に大きな影響を与えうる。社会的インパクト投資では、脆弱な制度基盤や低い信頼環境にある発展途上国への投資が存在する。場合によっては著しく情報が不透明なことも考えられ、そのような環境下のリスク管理は困難を極める。ブロックチェーンの持つ透明性や非改ざん性はこうしたデータへの信頼に関するニーズに応えることができる。特に社会的インパクト投資には社会的インパクト評価が必要であり、その評価結果が投資結果として重要な意味を持つ。ブロックチェーンを用いることで、場合によっては安価に、評価データが改ざんされずに信頼性を担保されることは非常に大きな点である。スイスに拠点を置くixo Foundationはブロックチェーンを構築し分散型インパクト・エクスチェンジへのアクセスを提供する。分散型インパクト・エクスチェンジでは、予め決められた条件に則った社会的事業の立案が可能である。この条件により適切な能力を持った事業者がサービスを提供することが可能となり、その事業によりインパクトが生み出されると評価者<sup>55</sup>に認証された場合、インパクト・アセットとしてトークン化される。インパクト・アセットはグローバル・インパクト台帳に加えられ、一定の規格により標準化された状態で公開情報となる<sup>56</sup>。これにより、場合によっては従来よりもコストを抑えつつ、非改ざん性を帯びた信頼性の高い標準化されたデータを蓄積できる。こうした社会的インパクトの可視化を行うことで、効果的な事業の立案や研究、社会的インパクト投資とのつながりを見据えている<sup>57</sup>。

<sup>53</sup> ICO (Initial Coin Offering) はトークン発行による企業の資金調達方法の一つとして知られている

<sup>54</sup> Heuberger R. & Puhl I. 「5 ways blockchain can transform the world of impact investing. World Economic Forum」(2018)

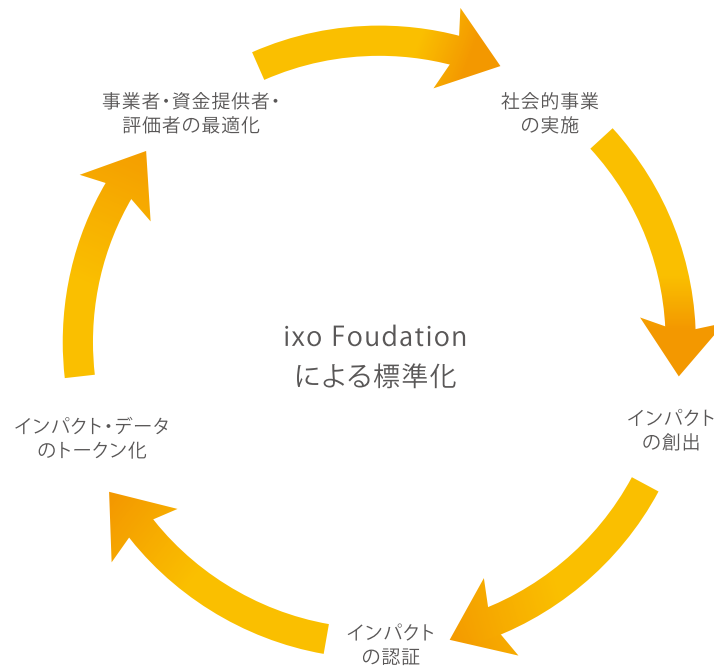
<sup>55</sup> 評価者は人だけでなく、事業によってはIoTや機械も可能である

<sup>56</sup> Franz C. 「Introduction to the ixo Protocol」(2017)

<sup>57</sup> ixo Foundation. 「The Blockchain for IMPACT: technical white paper version 3.0」(2018)



図表 48 ixo Foudationの Protokol・イメージ



ブロックチェーンは社会的インパクト投資の一連のプロセスを低コスト化、加速化することも可能である。例えば、ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)はその高い組成コストや評価と支払いの仕組みの複雑さからスケールが難しいという側面がある。これに対しては、スマート・コントラクトと呼ばれるブロックチェーン上で機能するプログラミングで克服が可能である。スマート・コントラクト上に社会的インパクトの評価や支払い条件の設定を実装しブロックチェーンに載せればそれは改ざんできないものとなり、第三者等による中間費用が削減され従来必要であった多くのコストを削減できると考えられている。こうした議論がある中、韓国のPan Impact Korea<sup>58</sup>はスマート・コントラクト上での権利の取引という形でスマート・コントラクトを用いたSIBを実現した。Pan Impact KoreaはSIB契約を交換可能な1,110,000単位に分割し投資家に対して分配した。持ち主である投資家はその残高の確認や他の投資家に安全に送ることも可能である。プロジェクトの成果が測定されたのち、単位当たりの収入が正確に計算される。投資家は最終的な収入を容易に確認できその情報はブロックチェーン上で公開され透明性も確保されるという仕組みである<sup>59</sup>。この仕組みはソーシャル・インパクト・ボンドをスマート・コントラクトによりプログラム化することで、SIBの非流動性やスケール困難性に挑戦している。

<sup>58</sup> Pan Impact Koreaウェブページ(2018年12月14日閲覧) [http://panimpact.kr/first\\_smart\\_sib/](http://panimpact.kr/first_smart_sib/)

<sup>59</sup> なお、ここでは暗号通貨による取引ではない。取引はあくまでも権利であり、実際の金銭取引は法定通貨により行われる

また、現状の社会的インパクト投資は、投資先プロジェクトの目標達成に向けた進捗を正確に把握する標準的な方法がないために流動性が低い状態にある。つまり、リスク・プロファイルを構築することが困難になるため投資家の参加意欲は高まらない状態にある。ブロックチェーンが起こした大きな変化にトークン化とその取引が挙げられる。社会的インパクトというある種の価値をトークン化してその取引を可能にすることで流動性を生み出したのである。これは社会的インパクト投資の大きな課題であった市場の非流動性や不確実性リスクにも対応可能となり投資家の低い参加意欲を解消できると期待される。インパクト・トークンとも呼ばれるこの潮流はここ数年で非常に活発になっており、既に多くのインパクト・トークンが発行されている。これらの一部はICOを通じ誰もが手に入れることができる。The Impact Token Project<sup>60</sup>はITKNトークンの発行を通じ、社会的インパクトの創出を把握し金銭価値化を目指している。ITKNは33%がトークン・セールとして販売され、33%がImpact Token Foundationに対しITKNが目指すエコシステムへの参加を動機づけするために利用され、残りの33%はImpact Token Projectが保持する仕組みとなっている。

ブロックチェーンにも様々な課題がある。その維持のためのエネルギー消費量の膨大さ、既存の法規制との相性の問題（特に個人情報保護の観点）や、標準化された手法が整備されていない点等が挙げられる。しかし社会的インパクト投資が抱える課題への解決案を、ブロックチェーンが示したことは事実である。今後様々な試行錯誤を繰り返しながらブロックチェーンを用いた社会的インパクト投資の加速化とインパクト・トークンの普及が進んでいくことが期待される。

<sup>60</sup> IMPACT TOKEN PROJECTウェブページ(2018年12月10日閲覧) <https://www.impacttokens.com/>

これまで見てきたように日本の社会的インパクト投資市場は拡大を続けており、市場規模として比較可能な2014年の約170億円から2018年には約3,440億円と4年間で約20倍となった。2019年は、2018年に新たな動きとなった個人投資家の流入やベンチャー投資、また、事業者および投資家共に関心が高まりつつあるSDGs達成に向けた投資の流れが拡大していくと考えられることに加え、日本でも休眠預金の活用開始が見込まれており<sup>61</sup>、社会的インパクト投資市場のエコシステム形成促進も期待される。

今後も規模拡大が続く見込みの社会的インパクト投資市場は、本当に受益者にとって正の社会的インパクトを生み出しているのか、負の社会的インパクトを抑制できているかを考慮しながら、質量ともに拡大していくことを期待する。

<sup>61</sup> 内閣府「休眠預金活用に係る法律成立後のスケジュール(イメージ)」(2017年)

2019年3月31日

Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会



Supported by  日本 THE NIPPON  
財団 FOUNDATION

**SIIF** Social Impact Investment Foundation 社会的投資推進財団