インパクト・マネジメントに関する国内外の動向調査　報告書

2025/3/31

pwc

目次

目次

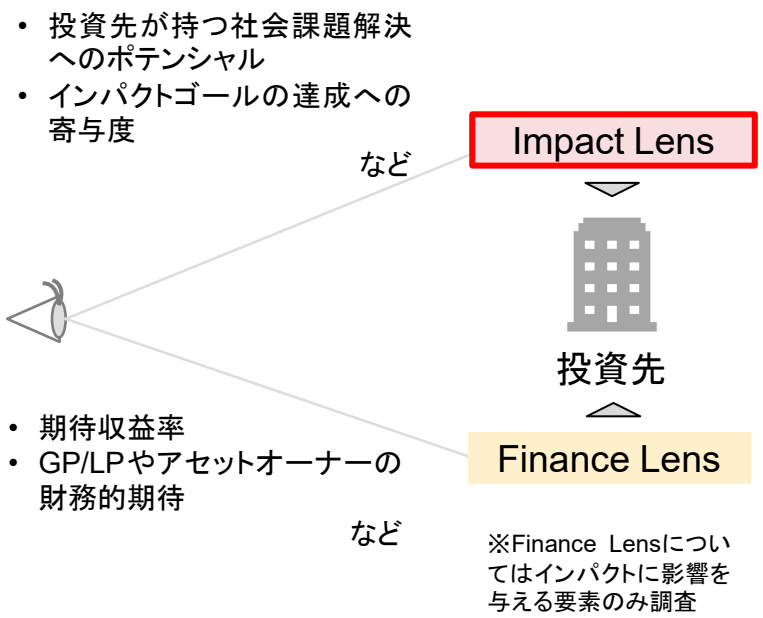
#	項目		ページ番号
0	エグゼクティブサマリ		4
1	調査の概要		8
	(1)	調査の目的と背景	9
	(2)	初期仮説	12
	(3)	調査の方法	14
2	インパクトマネジメントに関する構成要素の分析結果		23
	(1)	WhyとWhoの観点　―マクロトレンドとステークホルダーの整理	25
	(2)	Whatの観点　―国際フレームワークの種類	32
	(3)	Howの観点　―国際フレームワークによる標準プロセス	56
	(4)	国際フレームワークのリサーチまとめ	61
3	好事例調査結果		65
	(1)	一覧表と概要	67
	(2)	Whyの観点　―IMMの動機	69
	(3)	Whoの観点　―人材とチーム編成	73
	(4)	Whatの実態　―国際フレームワークの活用実態等	76
	(5)	Howの実態　―国際フレームワークの活用実態等	81
	(6)	個別ファンド等に関する各リサーチ結果	89
4	本調査のまとめと示唆		175
付録1	引用文献リスト		179
付録2	議事概要・議事録		182

0. エグゼクティブサマリ

本調査の分析・とりまとめの軸

本調査の分析・とりまとめの軸として、2段階を想定する。第1段階はImpact Lens/Finance Lensであり、第2段階はImpact Lens側にフォーカスをし、What/How/Why/Whoの観点からとりまとめを行う。

第1段階 — Impact Lens/Finance Lens



第2段階 —Impact LensのWhat/How/Why/Who

What

IMMの対象や内容は何か？

- 5 DimensionsやImpact Management Normを中心としたIMMの対象や内容

How

IMMはどのように進めるのか？

- Impact Principlesの9 Principlesを中心としたIMMのプロセスやマネジメントの仕方

Why

なぜIMMを行うのか？

- 内的要因であるインパクトゴールの達成や、説明責任や情報収集開示などの外的要因としてのレポーティングの必要性

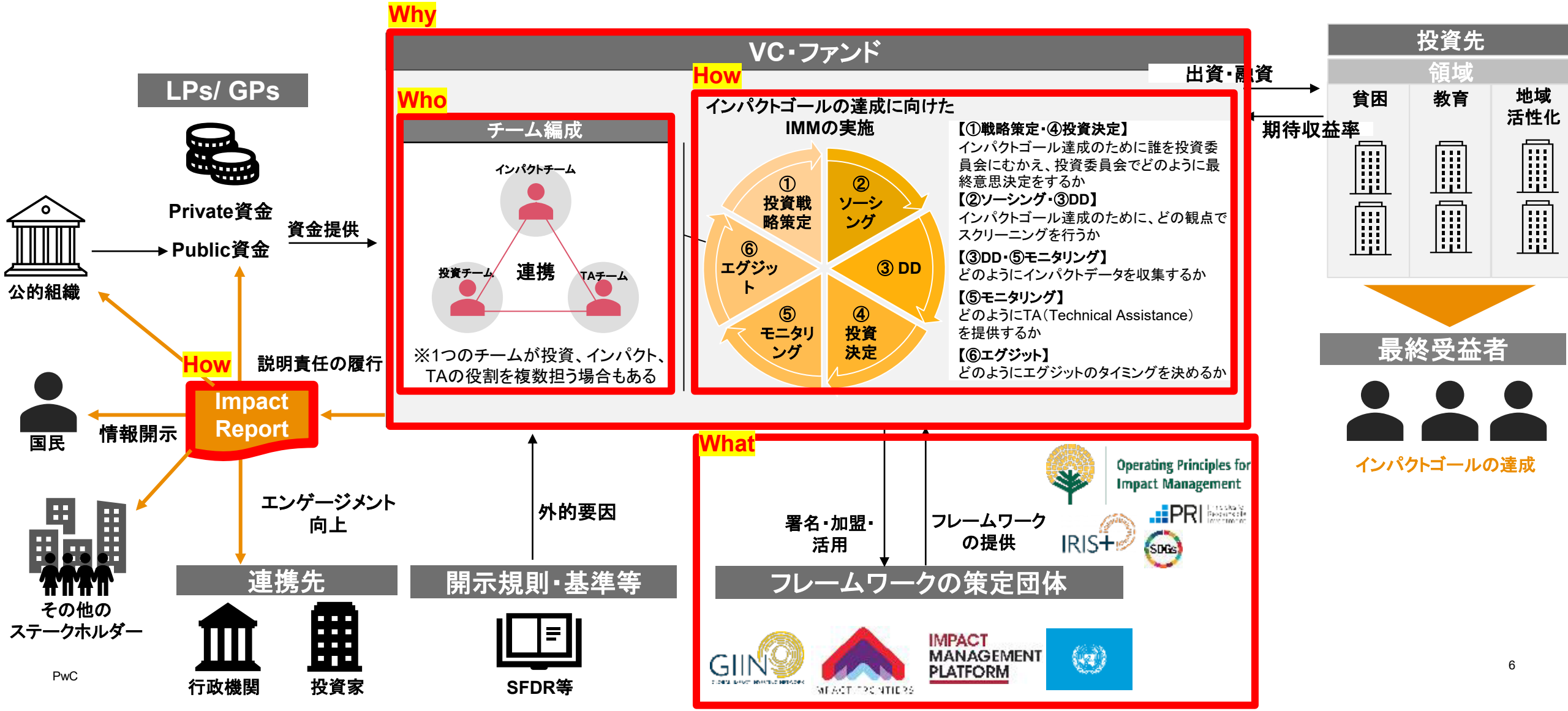
Who

誰がIMMを行うのか？

- 人材の確保&育成やチーム編成の状況と課題感

インパクトファーストファンドのステークホルダー分析

本調査で着目したポイントをステークホルダーに沿って整理すると以下の通り。



分析結果のサマリと示唆

Impact Lens

	Why	What	How	Who
国際動向（デスクトップ）	• インパクトに関する国際的な関心の高まり等を背景に、国際フレームワークではIMMの必要性を前提にして、WhatやHowに関する概説がなされている。	• IRIS+やImpact Management Norm、5 Dimensionsなどといった国際的なフレームワークが普及しており、その認知度は高まっている。	• Impact Principlesの9 Principlesなど、プロセスの標準化が進められている。また、その署名機関であれば、プロセスの信頼性・適切性への期待が高まる。	• レポーティング先などに関する記載はあるものの、ファンド内部の人材に関する記載は見当たらなかった。
好事例（デスクトップ&ヒアリング）	• 内的要因としての**インパクトゴールの達成**が最も重要であり、IMMはその手段/プロセスである。一方で、説明責任の履行から、レポーティングを行う必要がある。	• 国際的なフレームワークで紹介されている指標を活用しつつも、**独自に開発・設定した指標やTheory of Change（ToC）**を加えているのが実態。	• 標準プロセスに沿いつつも、ファンド独自の進め方を取っているケースもある。 • 投資戦略とToC、指標設定などを連動させることが重要。	• **インパクトと財務の両方の知見を持つ人材の確保や育成**は課題となっている。また、TAを実施している場合には、チーム編成・連携も重要である。
示唆	• 適切なIMMはインパクトゴールの達成のプロセスであり、ステークホルダーを巻き込む手段でもあるという位置づけ。	• 国際的動向は踏まえつつも、インパクトゴールに沿った独自指標の開発や設定が重要。	• 標準プロセスを踏まえつつ、インパクトゴールの達成に向けたアレンジも重要。	• 国際機関の研修などを土台に、今後人材の育成や確保は社会として推進していく必要がある。

Finance Lens

※インパクトに影響を与える要素のみ調査

期待収益率

- 投資領域や投資期間に応じて、期待収益率は異なる。例えば、Tech系のプロダクトを通じてインパクトゴールを達成する場合には収益率が結果的に高くなるケースもある。

資金提供者 (Blended Finance)

- 公的資金の活用度合いや、GP/LP、アセットオーナーの違いに応じて、投資先の選定や領域、財務的リターンの重視度合いが異なる。
- 加えて、インパクトや財務的リターンのレポーティングの力点の置き方も異なる。

Financeの観点から見たExit

- 将来的なExitとして、IPOや大企業へのM&Aを見据える場合には、投資先の選定や領域に影響を及ぼす。また、呼び水効果の観点から、民業圧迫にならないような領域を選択することも重要。

- インパクトに関心のある資金提供者を見つける、あるいは育てることを通じて、より中長期的なリターンを求める文化やBlended Financeを定着させるための動きが官民ともに求められる。

1　調査の概要

⑴　調査の目的と背景

本調査の目的

本調査の目的は以下の通り。

本調査の背景	• 休眠預金等活用制度では、指定活用団体から資金分配団体への出資を可能とする等の「民間公益活動を促進するための休眠預金等に係る資金の活用に関する法律の一部を改正する法律(令和5年法律第 72 号)」が令和5年6月に成立(12 月全面施行)し、令和6年より出資事業等の新たな事業が開始された。
説明責任の履行と事業の改善の重要性	• 休眠預金等に係る資金の活用の成果を積極的に情報発信することで、広く国民の理解を得ること等を目的として、インパクト評価の実施が重要な要素として位置づけられており、新たに開始される出資事業においても、インパクト評価の実施が求められている。また、指定活用団体により実施された制度全体の総合評価において、個々のインパクト評価の結果を事業の改善につなげていく取組が今後の課題として認識された。
本調査の目的	• 本調査では、ファンド等が行うインパクト投資(貸付や助成を含む資金提供)における国内外の近年のインパクト・マネジメントの動向及び好事例を調査(以下、「好事例調査」)する。 • これにより、①インパクト投資の進捗、成果の検証、これに基づく事業改善、②投資家への報告及び一般への情報公開による説明責任の履行、③更なる民間資金の呼び水効果促進の観点から、良質なインパクト・マネジメントが満たすべき内容や条件等についての示唆を得る。

本調査の背景

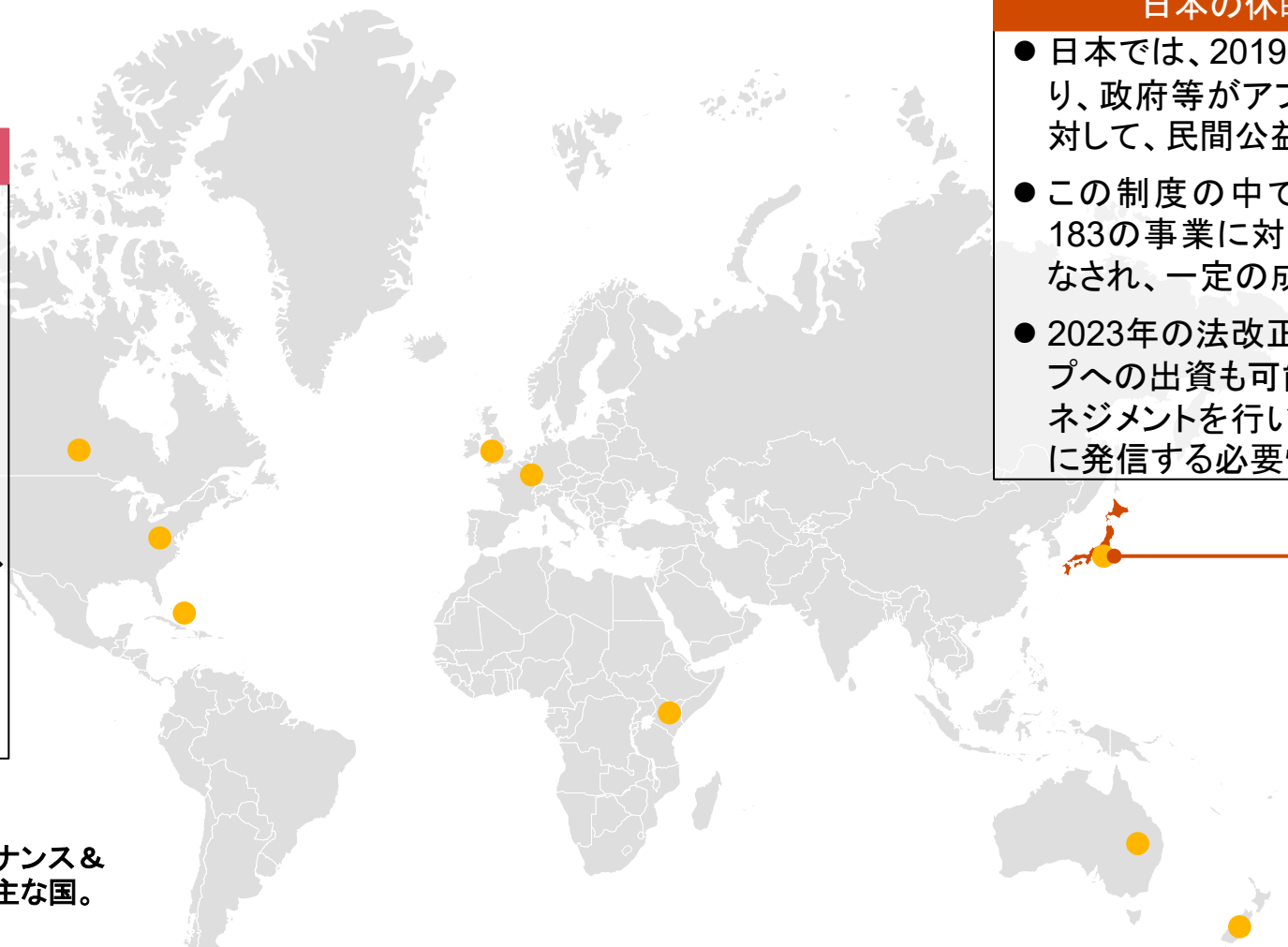
休眠預金活用を通じた社会課題解決を一層推進するために、世界のIMMの動向をリサーチする。

世界のIMMの動向

- 近年ではインパクト・マネジメントに関する国際動向の変化や進化が著しく、Why IMM（なぜIMMが必要か）に関する考察が一層進んでいる。
- また、How IMMに関しては、GIINやImpact Frontiersなどの組織により、標準プロセス化が進められている。
- 個別のファンドの動向としても、例えば、Impact Principlesの9 Principlesに署名し、プロセスに沿ってIMMを実施することで、説明責任の履行を果たす機関も多い。

日本の休眠預金等活用制度

- 日本では、2019年から、休眠預金活用により、政府等がアプローチ困難な社会課題に対して、民間公益活動を推進している。
- この制度の中では、 2023年度末時点で183の事業に対して、約276億円の助成がなされ、一定の成果を上げている。
- 2023年の法改正により、新たにスタートアップへの出資も可能となるなど、インパクト・マネジメントを行い、資金の活用成果を社会に発信する必要性が高まっている。



● 休眠預金等を活用したソーシャルファイナンス＆インベストメントの制度が運用されている主な国。

出所）内閣府「休眠資産のスキームに係る国際比較」https://www8.cao.go.jp/kyumin_yokin/shiryou/syogaikoku/shiryou_2_1.pdf

Commission Dormant Assets “Tackling dormant assets” https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5b5071ba40f0b61851f03c21/Tackling_dormant_assets_-_recommendations_to_benefit_investors_and_society__1_.pdf

⑵　初期仮説

重点的に調査するポイントの初期仮説

各要素の重きの置き方に応じて、IMMを実施する意義や、実施方法の最適解が変化する。

要素	変数					
インパクト・マネジメントの目的	ミッションの実現	組織基盤強化/ガバナンス	事業の改善	資金提供者への説明	関係者との合意	エビデンスの構築
ファンドの性質	ファイナンスファースト	ファイナンスとインパクトの両立	インパクトファースト			
ファンドの資金提供者	機関投資家	法人（CVC等）	自己勘定・基金	寄付者（個人）	行政（休眠預金等）	
資金の種別	出資	融資	助成			
資金提供先	上場企業	非上場企業(スタートアップ等上場見込み高)	非上場企業(中小・ゼブラなど、上場見込み低)	社会企業(CIC、B-Corp等)	非営利団体(NPO、公益法人等)	
投資領域	教育・福祉	コミュニティ	貧困	その他		
期待収益率	マーケットレート相当	マーケットレートよりやや低い	1倍程度	リターンを求めない（助成等）		
その他	関連情報開示規制（CSRD、休眠預金等）	インパクトマネジメントに関する業界団体からのサポート有無	先進的な団体への加盟(GIIN、Impact Frontiers、Twist、IMP、他)	その他（ヒアリングで確認）		

要素の意味合い

- 目的に応じてインパクト測定/マネジメント結果の読み手や伝え方が変わってくる
- インパクトを志向する場合、より厳密なインパクトの測定が求められる可能性がある
- 資金提供者の組織の性質により、説明責任の厳密さが異なる
- 資金の出し方によって、ステークホルダーが異なるため、IMMによる共通認識形成の重要性が高まる
- 資金提供者の属性や、IMMにかけられるリソースによって、求めるデータ提供の精度等が変わってくる
- 投資領域によっては、代表的・標準的な指標が示されている場合がある
- マーケットレート相当のファンドの場合、収益とインパクトがトレードオンになるという目線での説明が求められる

※赤枠：今回の調査で重点的に調査するポイント

(3) 調査の方法

本調査の進め方と各ステップにおけるアウトプット

各ステップの実施工程及びアウトプットを下記の通り整理。ステップを経ながら分析を深めていく。

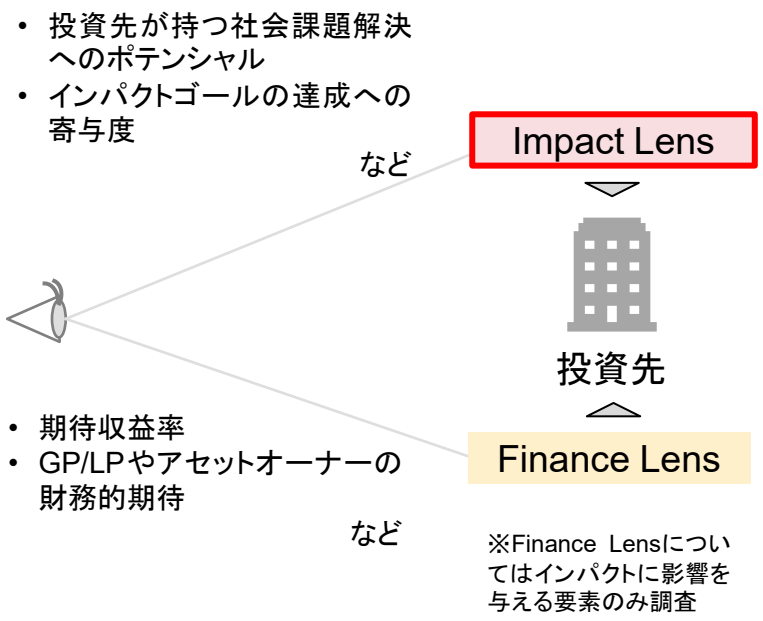
		(1)デスクトップ調査	(2)事前ヒアリング（分析トピック決定）	(3)個別ファンドヒアリング		(4)事後ヒアリング	(5)報告書の作成
調査・分析・検討	国際動向	・国際動向の把握（インパクトマネジメントの基準等を把握）	・インパクト・マネジメントの諸要素、基本原則等を作成するに至った経緯や目的、これまでの実践状況及び、良質なインパクト・マネジメントの実現に向けた課題及び分析の視点をヒアリング	–	–	–	・調査結果の取り纏め ・個別ファンドの動向を説明する潮流や示唆の導出
	好事例調査	・インパクト・マネジメントの諸要素の分析（先進的・模範的な事例の収集） ・共通化の見られる要素と工夫・差別化の見られる要素	・GIIN及び国内外の有識者へのヒアリングを通じて、インパクト・マネジメントの好事例調査に向けた個別ファンド等のヒアリング先を聴取	・ヒアリング候補先／ヒアリング事項の検討	・共通要素、工夫・差別化の見られる要素についてインパクト・マネジメントの実施状況を把握 ・インパクト・マネジメント実践における実務上の工夫、ノウハウを把握	・ケース・スタディーへのフィードバックの受領とブラッシュアップ	・調査結果の取り纏め
アウトプット		• インパクト・マネジメントの諸要素 • 標準化／差別化の有無・背景を分析するに当たっての視点	• 同左（FBを基に改善） • ヒアリング先とする個別ファンドのロングリスト	• ヒアリング候補リスト • ヒアリング事項	• ケース・スタディー（叩き台）	• ケーススタディ（改善版）	• インパクト・マネジメントに関する構成要素の分析結果 • 好事例調査結果 • 参考資料の引用文献リスト、議事概要・議事録等

全工程を通じて、追加のデスクトップ調査の実施や有識者の助言を仰ぐことで、品質向上に努める

本調査の分析・とりまとめの軸（再掲）

本調査の分析・とりまとめの軸として、2段階を想定する。第1段階はImpact Lens/Finance Lensであり、第2段階はImpact Lens側にフォーカスをし、What/How/Why/Whoの観点からとりまとめを行う。

第1段階　— Impact Lens/Finance Lens



第2段階　—Impact LensのWhat/How/Why/Who

What

IMMの対象や内容は何か？

- 5 DimensionsやImpact Management Normを中心としたIMMの対象や内容

How

IMMはどのように進めるのか？

- Impact Principlesの9 Principlesを中心としたIMMのプロセスやマネジメントの仕方

Why

なぜIMMを行うのか？

- 内的要因であるインパクトゴールの達成や、説明責任や情報収集開示などの外的要因としてのレポーティングの必要性

Who

誰がIMMを行うのか？

- 人材の確保&育成やチーム編成の状況と課題感

デスクトップリサーチを行った国際フレームワーク一覧

本調査でピックアップしたIMMに関するフレームワークを以下に表示。

#		名称	公表機関	発行年	概要
1	What	**UNPRI**	国際連合（UN）	2006	• 解決すべき課題を環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の3つの分野に整理し、これらESGに配慮した責任投資を行うことを宣言したものである。なお、UNPRIの署名機関は6つの原則に基づいた投資判断や議決権行使を行う必要がある。
2		**SDGs**	国際連合（UN）	2015	• 経済・社会・環境の3つの側面のバランスがとれた社会を目指す世界共通の目標として17のゴールと、各課題ごとに設定された169のターゲット（達成基準）から構成されており、インパクト投資の文脈ではインパクト目標を設定する際の指標としてSDGsが使用されることが多い。
3		**5 Dimentions of Impact**	Impact Management Project（現 Impact Frontiers）	2017	• 投資を行う組織が生み出すインパクトについて、「What（どのようなアウトカムか）」、「Who（誰がアウトカムを享受するのか）」、「How much （アウトカムはどの程度か）」、「Contribution（アウトカムに対する投資先の貢献度は）」、「Risk（人や地球に対するリスク）」の5つの観点から分析するためのフレームワーク。このフレームワークはインパクトを多面的に分析できるフレームワークとして国際的に活用されている。
4		**Impact Management Norms**	Impact Management Project（現 Impact Frontiers）	※2016-2018にかけて作成が進められた	• 本フレームワークは、投資家や企業が社会的・環境的インパクトを測定、管理、報告するための標準化されたフレームワークを提供し、投資家や企業がインパクトをより正確に測定し、報告できることを目的として作成された。
5		**Impact Performance Reporting Norms**	Impact Frontiers	2024	• アセットオーナーが投資判断を行う際にインパクトレポートに求める声をもとに作成されており、350人以上のアセットオーナー、資産運用者、コンサルタント、検証機関等との18か月以上の公開協議の結果作成された。
6	How	**Impact Principles**	国際金融公社（IFC） ※現在はGIINが事務局を務める	2019	• インパクト投資家を対象に、投資サイクルにおいて創出されたインパクトマネジメントを施行するためのプロセスを示したフレームワーク。インパクト投資を4つの段階に分け、各プロセスにおいて計9つの原則（9 Principles）を提示している。 • 2025年2月現在、世界40カ国、185の機関が署名しており、世界におけるインパクト・マネジメントの潮流に対して大きな影響を与えている。

事前ヒアリングの進め方

国内有識者に対して先行してアプローチをし、海外の好事例ファンドのライトパーソンを紹介いただく方針。
具体的には以下のとおり。

STEP①

国内有識者

まずは、俯瞰的に国際動向のリサーチに関する助言をいただける方、ならびに、海外有識者の推薦をいただける方に優先的にアプローチ。

① 国際動向の調査結果について、コメントいただき、追加リサーチを行うポイントを明確化する。

② 国際動向から、好事例を導き出す考え方についてもコメントいただくとともに、実際の好事例の紹介をいただく。

③ 海外の好事例ファンドのライトパーソンをご紹介いただく。

海外有識者

まずは、GIINへのヒアリングを実施する。

① GIINが作成に関与したIMMのフレームワークについて、作成の背景にある考え方や検討プロセスを尋ねる。

② 休眠預金活用の資金提供規模などを踏まえつつ、説明責任や呼び水効果の観点から、どのような好事例があるか、個別ファンドのレコメンドをいただく。

STEP②

国内有識者の中でも、実際に日本国内でインパクト投融資を実施し、ルールメイキングに携わってきた方にアプローチ。

① 実際に、投融資を行う際に、国際的なフレームワークをどのように活用しているか。どの程度参考にしているのか。

② 日本固有の要素として、考慮が必要なものはあるか。

③ どのような事例を、好事例として捉えるか。（説明責任や呼び水効果の他に、重要な要素はあるか）

仮説を当てた上で、
個別ファンドのヒアリングにつながるような示唆を得る。

国内有識者ヒアリング

国内有識者のヒアリングリストは以下のとおり。

	#	氏名	所属	目的	主な質問事項	実施時期
STEP1	1	小崎亜依子	JANPIA	本事業に関するニーズの把握	• 説明責任や呼び水効果として、具体的に想定しているものは何か • 足元での困りごとは何か	9/12
	2	菅野文美	SIIF	国際動向の把握 海外有識者の紹介	• 国際動向として着目すべきものは何か • 好事例として、どのようなものがあるか • 海外有識者として誰が適任か	9/26
	3	林寿和	ニッセイアセットマネジメント株式会社	国際動向の把握 海外有識者の紹介	• 国際動向として着目すべきものは何か • 好事例として、どのようなものがあるか • 海外有識者として誰が適任か	9/18
STEP2	4	須藤奈応	Impact Frontiers	実際の投融資基準 日本の特徴	• 国際動向として着目すべきものは何か • 好事例として、どのようなものがあるか • 海外有識者として誰が適任か	11/15

海外有識者ヒアリング

海外有識者のヒアリングリストは以下のとおり。

#	氏名	所属	役職	主な質問事項	実施時期
1	Sean Gilbert/ Naoko Kimura	GIIN	Chief Investor Network Officer/ Director, Membership	• IMMの重点ポイント • Impact Principles 9原則の作成背景と今後の展望 • ファンドがIMMを実施する際の課題 • 好事例	9/17
2	Joohee Rand	GIIN	Director, Impact Principles	• Impact Principles 9原則の今後の展望 • IMMフレームワークの普及プラン など	10/8

個別ファンドヒアリング

以下の7ファンドにヒアリングを実施し、IMM実施のポイントや実務上の工夫、ノウハウを把握。

★＝Impact Principlesの署名機関

#	組織名	テーマ	所在地	概要（特徴・属性など）	時期
1	Ascension（Fair By Design）	金融包摂・貧困プレミアム	イギリス	• Big Society CapitalがLPとして参加し、ブリストル大学等のアカデミアと連携しつつ課題設定を実施。 • Fair By Designプロジェクトの中で、貧困プレミアムの撲滅に向けた取り組みを進めるVCであり、金融包摂等への投資を行っている。	2024/10/30
2	Pangaea Ventures	気候変動・食料と水の安全保障 等	カナダ	• 高いポテンシャルを持ったHard-Techへの投資を通じ、定量的なインパクトゴールの達成に向けた中長期目線での進捗管理を実施している。 • Impact Capital Managers (ICM)のメンバーであり、インパクトとファイナンスの両立を重視。	2024/11/6
3	GAWA Capital	農業・金融包摂・マイクロファイナンス 等	スペイン	• マイクロファイナンスを出発点としつつ、時代の変化に応じてインパクトゴールを修正し、新たなファンドも組成。 • 脆弱なコミュニティの生活を改善するために、資産構築を支援し、総合的なレジリエンスを育むことを目的として設立され、多様なフレームを活用したIMMを実施している。	2025/1/15
4	Calvert Impact★	気候変動・CO2削減・住宅・マイクロファイナンス 等	アメリカ	• コミュニティへの直接投資を行いつつ、多様なフレームワークを活用したIMMを実施している一方で、財務情報を詳細に公開するなど、インパクトとファイナンスの両立を目指している。 • 1995年の創設の老舗であり、Blue Markでは全ての項目でAdvancedの評価を獲得。ファンドに投資するケースもある。	2025/1/9
5	Finance in Motion★	気候変動・再生可能エネルギー・生物多様性・金融包摂 等	ドイツ	• Blue Markの全ての項目でAdvancedの評価を獲得し、IMMのプロセスを重視しつつ、インパクトとファイナンスの両立を図る。 • 持続可能な長期的リターンを提供しながら、投資家、地域社会、そして地球に対してポジティブな影響を与えることを目的として設立され、国際フレームワーク活用したIMMを実施している。	2025/1/9
6	Quona Capital★	金融包摂	アメリカ	• アクシオンという非営利組織がルーツであり、マイクロファイナンスからスタート。その後Fintechにいち早く投資を始めたことから、金融市場のDXの強みを持つ。 • 金融サービスのアクセスと質を大幅に改善することを目指して設立され、Lean Dataの活用、指標・KPIの設定、ファンドごとのToCの設定等に積極的に取り組んでいる。	2025/1/9
7	Save the Children Global Ventures	若者・子ども支援	スイス	• 脆弱な子どもたちの生活を変革するために、民間セクターの投資を促進する、呼び水効果を目指す。 • 2020年にSave the Childrenによって最初のファンドが設立。	2024/12/13

事後ヒアリング

事後ヒアリングの対象者リストは以下の通り。

<table>
<tr><th>#</th><th>氏名</th><th>所属</th><th>主な質問事項</th><th>実施時期</th></tr>
<tr><td>1</td><td>林寿和</td><td>ニッセイアセットマネジメント株式会社</td><td rowspan="4">• 調査結果に対する所感
• 取りまとめ案や分析の軸について
➢ 取りまとめに関する新しいまとめ方や観点
• 日本の休眠預金活用制度に関する示唆の導出について
➢ 調査結果を踏まえた示唆や学び</td><td>2/7(金)</td></tr>
<tr><td>2</td><td>須藤奈応</td><td>Impact Frontiers</td><td>2/17(月)</td></tr>
<tr><td>3</td><td>小崎亜依子</td><td>JANPIA</td><td>2/6(木)</td></tr>
<tr><td>4</td><td>五十嵐剛志</td><td>Kibow財団</td><td>3/4（火）</td></tr>
</table>

２ インパクトマネジメントに関する構成要素の分析結果

本章のサマリ・全体像

個別ファンド等へのヒアリングの事前準備として、IMMの国際動向のデスクトップ調査を実施した。

Whatの観点から国際フレームワークの認知度の高まりを把握し、Howの観点からは標準化が進められていることが確認できた。

IMMに関する国際動向リサーチの目的	• 個別ファンドへのヒアリングに向けた事前準備として、デスクトップ調査を実施することで、**IMMに関する構成要素を把握しつつ初期仮説を立案。** ➢ 特に、GIIN及びImpact Frontiersなどのインパクト投資に関する国際機関や世界各国の政府機関など、インパクト投資やIMMに影響を及ぼすステークホルダーの動向に焦点を当て、マクロトレンドを把握することを目的として調査を実施。
IMMに関する国際動向リサーチのプロセス	① マクロトレンドに影響を与えるIMMの主要なステークホルダーの動向を概観し、全体像を把握。 ② What（IMMのスコープや内容）の解像度を上げるために、国際機関が公表するIMMに関する主要な各フレームワークを調査。 ③ How（IMMの進め方）の観点では、IMMの各プロセスの整備状況について調査。
IMMに関する国際動向リサーチの結果	• Whatの観点では、**IRIS+や5 Dimensions、Impact Management Norm等はIMMを実施する際のフレームワークとして国際的に普及**しており、その認知度は高まっていることがわかった。 • Howの観点では、**Impact Principlesの9 Principlesなどによって、プロセスの標準化が進められている**ことがわかった。

⑴ WhyとWhoの観点
ー マクロトレンドとステークホルダーの整理

国際動向の整理

まずは国際動向を網羅的に収集し、その後ステークホルダー別の整理を行う。

Step1:マクロ動向の整理

SIIF(一般財団法人 社会変革推進財団)が毎年公表している、「日本におけるインパクト投資の現状と課題」の中で、インパクト投資を巡る主要な国際動向を取りまとめて公表している。

① 過去3年分(2021-2023)の動向をサマリすることで、大局的にトレンドを把握する。

② 各動向のカテゴリを整理し、概要を把握することで、掘り下げるポイントを明確化する。

Step2:主要なステークホルダーの特定

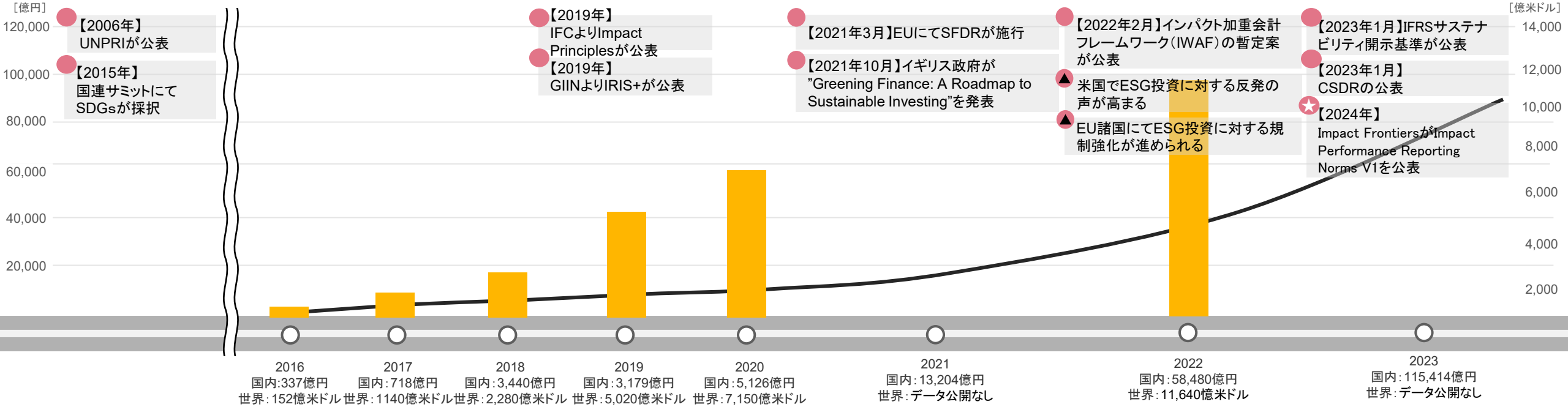
Step1で整理したマクロ動向を踏まえ、IMMのトレンドに影響を及ぼす動きを特定することが可能となる。

① 国際動向をリードする主要なステークホルダーを可視化する。

② その中でも特に影響力を持つ重要ステークホルダーを仮説として特定する。

投資残高の推移とIMMに関する主要な国際動向

IMMに関するマクロトレンドは以下の通り。



国際動向の収集 – 各年のマクロ動向詳細(2021~22初頭)

★ =インパクト投資へ追い風となる事象　▲ =インパクト投資へ向い風となる事象

		主体	動向	補足
指標設定		–	–	–
プロセス標準設定		–	–	–
法規制		EU	2050年までのカーボンニュートラル達成に向けた民間資金誘導のための関連規則である「EUタクソノミー」の策定に伴い、金融機関等を対象としたサステナビリティに関する情報開示規則SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation)が施行され、EUでのサステイナビリティに関する情報開示の中心的な規則となった。	EUタクソノミーは環境的に持続可能(グリーン)な経済活動を定義づけたEU独自の一連の法規制を指し、特定の経済活動や投資・融資が環境的に持続可能なのか明確に分類することができる。 また、EUタクソノミーの策定に伴って施行された SFDR は、非財務情報開示指令(NFRD)が更新・強化されたもので、金融商品を取り扱う企業や機関投資家に対しESGに関連する情報開示を義務付けた。
		イギリス	イギリス政府は、企業による情報開示を求めるサステナブル投資に関するロードマップ「Greening Finance: A Roadmap to Sustainable Investing」を発表。	イギリス政府は2019年にTCFD提言(各企業における気候変動への取組を開示することを推奨する提言)に基づく開示義務化やイギリス版のグリーンタクソノミー策定などのコミットメントを示したグリーンファイナンス戦略を公表し、これらコミットメントを実行するにあたってのロードマップが今回公表された。
その他(各ステークホルダーの動向)		G7	G7の議長国である英国の支援により、新型コロナウイルスによる世界的危機からの持続的な回復に向けたインパクト主導の経済・社会を促進していくことを目的に、産業界主導のタスクフォースである「インパクト・タスクフォース」が設立。	インパクト・タスクフォースにはGSGが事務局を務める「インパクトの透明性・質・レポーティング」と、Impact Investment Instituteが事務局を務める「民間資金動員のためのインスツルメンツや政策」の検討を行うワーキンググループが設立された。
	★	EU	欧州委員会はESG投資の促進を目指したサステナブルファイナンス戦略(「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略」)を発表。	EUが目指す環境目標の達成には多くの資金が必要であり、ESG投資を促進すべく、2018年に公表された「サステナブルファイナスアクションプラン」の検討事項に上乗せする形で今回のサステナブルファイナンス戦略が発表された。
		IFRS財団	国際財務報告基準の策定を担う非営利団体であるIFRS財団により、サステナビリティ情報開示の国際基準を策定する国際サステナビリティ審議会(ISSB)の設立がCOP26にて発表。	サステイナビリティ情報開示に関する基準やフレームワークが多数存在しており、それぞれ基準のばらつきがあるこを課題としてISSBが設立された。また、開示基準はTCFD提言を元に作成されており、シングルマテリリアリティ(企業の発展や業績、財務状況など企業における財務に対する影響を重視する考え)の考えに基づいている。
		IMP (Impact Management Platform)	時限的プロジェクトであったIMP(Impact Management Project)の解散後、インパクトマネジメントを主流化するために、UNDP・IFC、GIIN、GSG等の17組織が連携し、IMP(Impact Management Platform)を立ち上げた。	–

国際動向の収集 – 各年のマクロ動向詳細(2021~22初頭)

★ =インパクト投資へ追い風となる事象　▲ =インパクト投資へ向い風となる事象

		主体	動向	補足
指標設定		ハーバード大学	ハーバード・ビジネス・スクールのインパクト加重会計イニシアティブ(IWAI)がインパクト加重会計フレームワーク(IWAF)の暫定案を作成・公表。	企業活動によって生じる外部不経済(インパクト)を定量的に測定し、金銭価値化へと変換するインパクト可視化フレームワークのIWAFは、GIINが2018年に公表した社会的インパクト指標(IRIS+)、IMP、SDGsレポーティング等のレポーティングフレームワークだけでなく、パリ協定やSDGsなどの世界的な持続可能性に係る取組も参考に作成されている。
プロセス標準設定		—	—	—
法規制	▲	アメリカ合衆国	ロシアのウクライナ進行や、エネルギー危機、物価上昇を背景に、広範なESG規制やESG政策に同調する金融機関を排除する州が出現。特に、年金基金や運用機関がESG投資を採用する動きに対して反ESGの声が強まっており、ESG投資に対する反発の声が強まる。	世界最大の資産運用会社BlackRockによると、2022年の株主総会で米国の環境・社会問題に対する株主提案に賛成した割合は24%となり、2021年の賛成割合(43%)から半減する結果となった。
	▲	EU	グリーンウォッシュへの批判が各国で更に高まった結果、EU諸国では当局によるESGに対する規制強化が進められた。	2021年3月に施行された欧州連合(EU)のサステナブルファイナンス開示規則(SFDR)に関しては、最も厳格な第9条の導入の影響を受け、ファンド運用会社は計約1,250億ドル(約17兆円)のESG資産の格下げを余儀なくされた。
その他(各ステークホルダーの動向)	★	アメリカ合衆国	アメリカのバイデン大統領は、気候変動対策・クリーンエネルギー関連予算として、「インフレ抑制法(IRA)」を成立させた。これにより、クリーンエネルギー促進や、温室効果ガス削減などの気候変動対策に約3690億ドル(約50兆円)が投資さることが決定。	—
	★	GIIN	2021年12月時点での世界のインパクト投資の運用資産残高(AUM)が1.2兆ドル(約160兆円)となり、2017年から約10倍に成長したと発表。	インパクト投資のAUMが成長した一方、地理的分布を見ると欧州(55%)、北米(37%)に集中し、アジア、南米、アフリカにおけるインパクト投資の芽吹きは遅れている状況となった。
	★	GIIN	サステナブル・インベストメントの世界的な加速化によるインパクト投資への二急速なニーズの高まりを背景に、グローバルにおけるインパクト投資の市場規模は推定7,150億米ドルと発表。	—
		GIIN	GIIN Impact Lab が発足。投資家が投資判断に活用できるインパクト分析ツールの開発に着手。	—
		ISBB(International Sustainability Standards Board)	IFRSサステナビリティ開示基準(IFRS S1・S2)の草案公開。	
	★	DealRoom	オランダを本拠とする企業情報調査会社DealRoomは、2016年から2022年にかけて世界のインパクトスタートアップへのVC投資額は約5倍に成長したと発表。	世界のインパクトスタートアップへのVC投資は成長した一方、投資先としてイギリスや米国などインパクト投資先進国への偏りが目立っており、北欧含む欧州が44%を占めるのに対し、アジアは4%に留まっていると発表。

国際動向の収集 – 各年のマクロ動向詳細(2023-24初頭)

★ =インパクト投資へ追い風となる事象　▲ =インパクト投資へ向い風となる事象

		主体	動向	補足
指標設定		IFVI (International Foundation for Valuing Impacts)	IFVIは、Value Balancing Alliance(VBA)とともにVTPC(Valuation Technical & Practitioner Committee)を設立し、インパクト加重会計の研究と方法論に関する検討を開始。	—
プロセス標準設定	★	Impact Frontiers	Impact Performance Reporting Norms Vision 1 を発行	ファンドマネージャーと資金提供者間での効果的なコミュニケーションをとるために必要なインパクトレポートの要素を取りまとめており、報告すべきコンテンツだけでなく、どのように報告すべきかまでをガイドラインとして記載されている。
法規制		ISBB (International Sustainability Standards Board)	IFRSサステナビリティ開示基準S1・S2を公表。	今回ISSBが作成した情報開示基準は大きく2つの項目(S1・S2)に分類されている。 S1では、企業の財務諸表とサステナビリティ関連情報の利用者が企業への資金提供を行う際に有効的な情報開示を求めている。また、S2では企業の価値を評価する際に有効的な「重大な気候関連のリスク及び機会」に重要性がある情報の開示を求めている。
		EU	CSRD(Corporate Sustainability Reporting Directive)を発行。 これにより、企業はサステナビリティに関する報告義務が拡大し、企業活動が環境や社会に与えるインパクトについての開示も求められるようになった。	CSRDはEU諸国におけるサステナビリティに係る報告の一貫性を高め、一般の人々や金融機関、投資家が信頼できるサステナビリティ情報にアクセスできることを目的として作成された。また、NFRDと比較し、CSRDはより詳細かつ、標準化された報告を求めており、開示が求められる項目が大幅に拡充されている。
その他(各ステークホルダーの動向)		G7諸国	G7広島サミットの首相コミュニケにて「グローバルヘルスのためのインパクト投資イニシアティブ(Impact Investment Initiative for Global Health: Triple I for Global Health)の設立が発表され9月に正式に立上げられた。	グローバルヘルスのためのインパクト投資イニシアティブは、開発金融機関(DFIs)をはじめ、民間セクターやその他の関連機関によるグローバルヘルス分野でのインパクト投資を拡大し、持続的な資金調達や、グローバルヘルス分野の社会課題解決に貢献することを目指すものとして立ち上げられた。
		GIIN	世界のインパクト投資組織308 社から収集したデータに基づく「2023 GIINsights」シリーズを公表。	—
		ITF (The Impact Taskforce)	インパクトの透明性と資本動員におけるイニシアティブ推進を表明する「The Impact Taskforce State of Play 2023」を公表。	—
		WEF (World Economic Forum)	インパクト投資に関する新しいホワイトペーパー「Private Market Impact Investing: A Turning Point」を公表。	世界経済フォーラムが発行した今回のホワイトペーパーでは、インパクト投資市場の急成長と投資家の関心の高まりを強調している内容であった。

国際動向調査におけるインサイト

国際動向をリサーチし、マクロトレンドの概観を行うことで、以下のインサイトが得られた。

Why

- 少なくとも2016年以降には、複数の国際機関等の活動を通じて、サステナビリティやSDGsなど、投資や企業行動を通じたインパクト創出への関心が高まってきた。
- 結果的に、2016年から2022年にかけて世界及び日本のインパクト投資の総額はそれぞれ約76倍、約173倍となっており、参入するファンドも増加している。
- また、IMMのフレームワークも複数開発されており、その普及や活用がなされている。

Who

- 各国政府、大学、国際機関、財団が動向を形成するプレイヤーであると考えられる。
- 特に、国際機関の中でもGIINは大きな役割を担っていることがわかる。
- Impact FrontiersもIMMに関する考え方の整理や、インパクトレポートのNormを発行する等、存在感を高めていると考えられる。

（2） Whatの観点　－ 国際フレームワークの種類

国際フレームワーク一覧（再掲）

本調査でピックアップしたIMMに関するフレームワークを以下に表示。

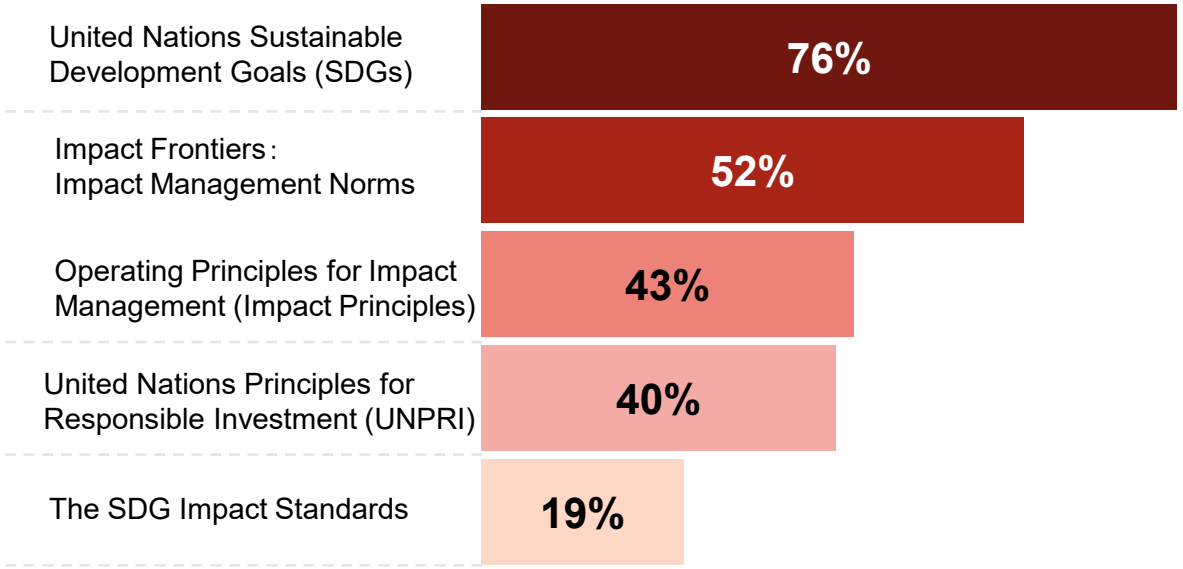
#		名称	公表機関	発行年	概要
1	What	**UNPRI**	国際連合（UN）	2006	• 解決すべき課題を環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の3つの分野に整理し、これらESGに配慮した責任投資を行うことを宣言したものである。なお、UNPRIの署名機関は6つの原則に基づいた投資判断や議決権行使を行う必要がある。
2	What	**SDGs**	国際連合（UN）	2015	• 経済・社会・環境の3つの側面のバランスがとれた社会を目指す世界共通の目標として17のゴールと、各課題ごとに設定された169のターゲット（達成基準）から構成されており、インパクト投資の文脈ではインパクト目標を設定する際の指標としてSDGsが使用されることが多い。
	What	**5 Dimentions of Impact**	Impact Management Project（現 Impact Frontiers）	2017	• 投資を行う組織が生み出すインパクトについて、「What（どのようなアウトカムか）」、「Who（誰がアウトカムを享受するのか）」、「How much （アウトカムはどの程度か）」、「Contribution（アウトカムに対する投資先の貢献度は）」、「Risk（人や地球に対するリスク）」の5つの観点から分析するためのフレームワーク。このフレームワークはインパクトを多面的に分析できるフレームワークとして国際的に活用されている。
4	What	**Impact Management Norms**	Impact Management Project（現 Impact Frontiers）	※2016-2018にかけて作成が進められた	• 本フレームワークは、投資家や企業が社会的・環境的インパクトを測定、管理、報告するための標準化されたフレームワークを提供し、投資家や企業がインパクトをより正確に測定し、報告できることを目的として作成された。
5	What	**Impact Performance Reporting Norms**	Impact Frontiers	2024	• アセットオーナーが投資判断を行う際にインパクトレポートに求める声をもとに作成されており、350人以上のアセットオーナー、資産運用者、コンサルタント、検証機関等との18か月以上の公開協議の結果作成された。
6	How	**Impact Principles**	国際金融公社（IFC） ※現在はGIINが事務局を務める	2019	• インパクト投資家を対象に、投資サイクルにおいて創出されたインパクトマネジメントを施行するためのプロセスを示したフレームワーク。インパクト投資を4つの段階に分け、各プロセスにおいて計9つの原則（9 Principles）を提示している。 • 2025年2月現在、世界40カ国、185の機関が署名しており、世界におけるインパクト・マネジメントの潮流に対して大きな影響を与えている。

インパクト投資に係るフレームワーク・ツール及びシステムの使用率

GIINの調査では、「SDGs」「 Impact Management Norms 」「Impact Principles」「UNPRI」「IRIS+」が国際的なプレセンスが強く、現在のトレンドに影響を与えるフレームワーク・指標であると報告されている。

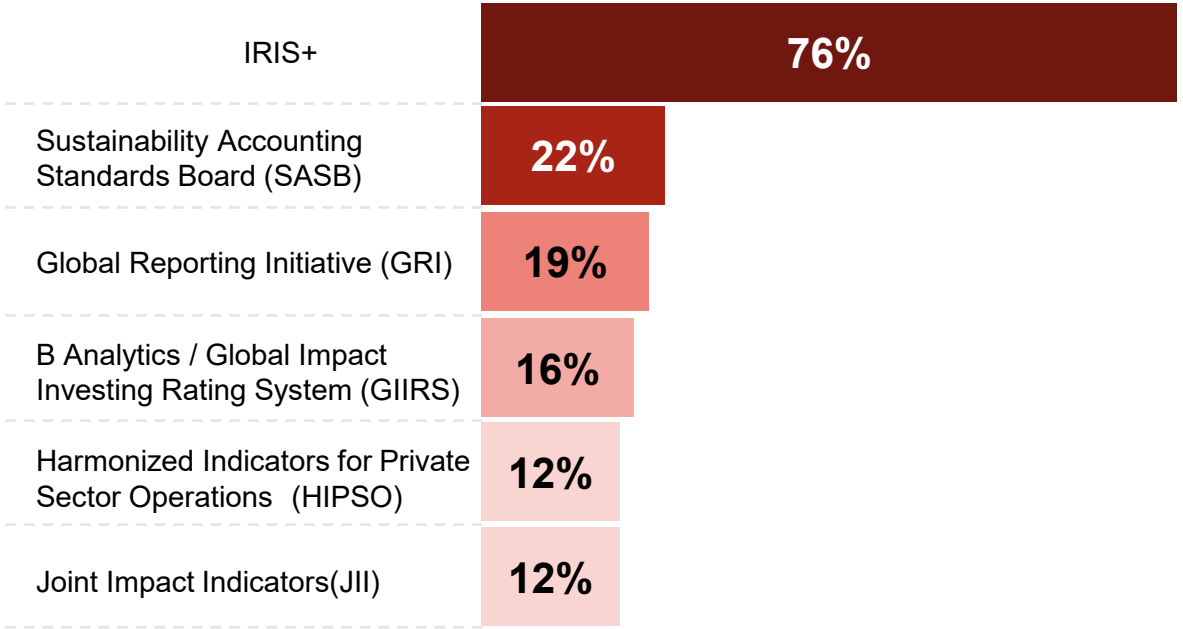
インパクト戦略に関するフレームワーク・原則の使用率

N=308
（複数回答）



インパクト測定・インパクトマネジメントに関するツール・システムの使用率

N=251
（複数回答）



出所）Global Impact Investing Network. (2023). GIIN Insight – Impact measurement and management practice. Global Impact Investing Network. https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/research/2023-giinsight-%E2%80%93-impact-measurement-and-management-practice.pdf

United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI)

United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI) 概要

UNPRI(国連責任投資原則)は、環境、社会、ガバナンス(ESG)要素を投資決定に組み込むための6つの原則からなる国際的な枠組み。2006年に国連の支援のもとで設立され、現在では世界中の5,000以上の金融機関が署名している。

公表機関	国連環境計画(UNEP)の金融イニシアチブ(UNEP FI)および、国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)
公表年	2006年
概要	2005年に当時の国連事務総長コフィ・アナン氏が、世界12カ国から20の大手機関投資家を招聘し、機関投資家グループと、それをサポートする投資コミュニティー、国際機関、政府機関、学者などの専門家の協力のもと、UNEPの金融イニシアチブ(UNEP FI)および、国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)が事務局となってUNPRIが作成された。 解決すべき課題を環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の3つの分野に整理し、これらESGに配慮した責任投資を行うことを宣言したものである。なお、UNPRIの署名機関は6つの原則に基づいた投資判断や議決権行使を行う必要がある。

Sustainable Development Goals (SDGs)

Sustainable Development Goals (SDGs) 概要

SDGsは、貧困、教育、気候変動など幅広い分野での持続可能な発展を目指して作成された17の国際目標である。2030年までに持続可能でより良い世界を実現することを目的としており、IMMの文脈では初期段階（インパクト目標の設定時）等で多く使用されている。

公表機関	国際連合（※国連サミットにて採択）
公表年	2015年
概要	2015年の国連サミットにて加盟国の全会一致によって採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に掲げられた、「持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals）」を指す。 経済・社会・環境の3つの側面のバランスがとれた社会を目指す世界共通の目標として17のゴールと、各課題ごとに設定された169のターゲット（達成基準）から構成されており、インパクト投資の文脈ではインパクト目標を設定する際の指標としてSDGsが使用されることが多い。

インパクトの5次元分析(5 Dimensions of Impact)

インパクトの5次元分析(5 Dimensions of Impact) 概要

多くのステークホルダーの意見を元にImpact Management Project(IMP)はインパクトを5つの観点から分析することができるフレームワークを作成

公表機関	Impact Management Project(IMP)
公表年	2017年
対象	投資家、ファンド（リターン・ファースト型、インパクト・リターン両立型・インパクト・ファースト型）、投資先企業
概要	5 Dimensions of Impactフレームワークの作成背景として、インパクト投資や社会的インパクトの測定と管理の必要性が高まった結果、Impact Management Project (IMP)が多くのステークホルダーと協力し数年かけて開発。 投資を行う組織が生み出すインパクトについて、「What（どのようなアウトカムか）」、「Who（誰がアウトカムを享受するのか）」、「How much （アウトカムはどの程度か）」、「Contribution（アウトカムに対する投資先の貢献度は）」、「Risk（人や地球に対するリスク）」の5つの観点から分析するためのフレームワーク。このフレームワークはインパクトを多面的に分析できるフレームワークとして国際的に活用されている。

5 Dimensions of Impactの内容

インパクトの5次元分析とは、組織（投資先）が創出するインパクトを5つの観点（What・Who・How Much・Contribution・Risk）から分析するためのフレームワークである。

5 Dimensions of Impact		定義	インパクトカテゴリー
□	WHAT	• どのようなアウトカムが生み出されるのか • 各ステークホルダーにとってそのアウトカムはどの程度重要であるか	• アウトカムの水準 • アウトカムの閾値 • SDGターゲット • 各ステークホルダーにとってのアウトカムの重要性
○	WHO	• 誰がアウトカムを経験するのか • そのアウトカムに影響を受ける人はどれくらい不遇な状況にいるのか	• ステークホルダーのタイプ • 地理的境界線 • アウトカム水準のベースライン • ステークホルダーの特性
≡	HOW MUCH	• どの程度アウトカムが発生したのか	• 規模（社会的アウトカムを経験した人数） • 深さ（ステークホルダーが経験する変化の程度） • 期間（ステークホルダーがアウトカムを経験する期間）
+	CONTRIBUTION	• アウトカムに対する組織の貢献度合いとは • 組織による関与が存在しない場合と比較し、良い影響を生み出すことができたのか	• 深さ（投資先の行動がなくてもいずれにせよ起こったと推測される変化との程度の差） • 期間（投資先の行動がなくてもアウトカムがいずれにせよ持続したと推測される時間）
△	RISK	• 期待していたアウトカムが生じない場合の人や地球に対するリスクとは	• 10種類存在するインパクトリスク

※1）インパクトの5次元分析はImpact management Norms内（p45）にも記載あり。

参考）インパクトの5次元分析：インパクトカテゴリーの定義

次元	インパクトカテゴリー	定義
WHAT	アウトカムの水準	• 企業と関わった場合にステークホルダーが享受するアウトカムの水準 （アウトカムにはポジティブ又はネガティブ、意図的又は非意図的のいずれも存在する）
	アウトカムの閾値	• ステークホルダーが「ポジティブなアウトカム」だと考えるアウトカムの閾値 （かかる閾値を下回るとネガティブなアウトカムとみなされる）
	SDGターゲット	• アウトカムと関連するSDGターゲットやその他のグローバル指標
	ステークホルダーにとっての重要性	• ステークホルダーが享受したアウトカムが（他のアウトカムと比べて）重要であるかについてのステークホルダーの意見 （アウトカムを享受した人々が提供したデータが良いが、第三者機関による調査も考慮してよい）
WHO	ステークホルダー種別	• アウトカムを享受するステークホルダーの種類
	地理的境界線	• ステークホルダーが社会・環境面のアウトカムを享受する場所
	ベースラインとなるアウトカム水準	• 投資先へのエンゲージメント以前にステークホルダーが享受した、あるいは企業による影響を受ける前のアウトカムの水準
	ステークホルダー特性	• ステークホルダーの社会・人口学的特性や行動特性、生態系の特徴
HOW MUCH	規模	• アウトカムを享受した人数（地球環境の場合、本カテゴリーは関係しない）
	深さ	• ステークホルダーが享受する変化の程度 （「アウトカムの水準」と「ベースラインとなるアウトカムの水準」の間に生じた変化を分析することで計算される）
	期間	• ステークホルダーがアウトカムを享受する期間
CONTRIBUTION	深さ	• 投資先へのエンゲージメントや、投資先の行動や投資先のビジネスがなくても、いずれにせよ起こったであろう変化の推定程度
	期間	• 投資先へのエンゲージメントや、投資先の行動や投資先のビジネスがなくても、アウトカムがいずれにせよ持続したであろうと推定される期間
RISK	10種類のリスク	• 証拠リスク、外部リスク、実行リスク、ステークホルダー参加リスク、ドロップオフリスク、予期しない影響リスク、効率性リスク、貢献リスク、整合性リスク、持続性リスク

Impact Management Norms

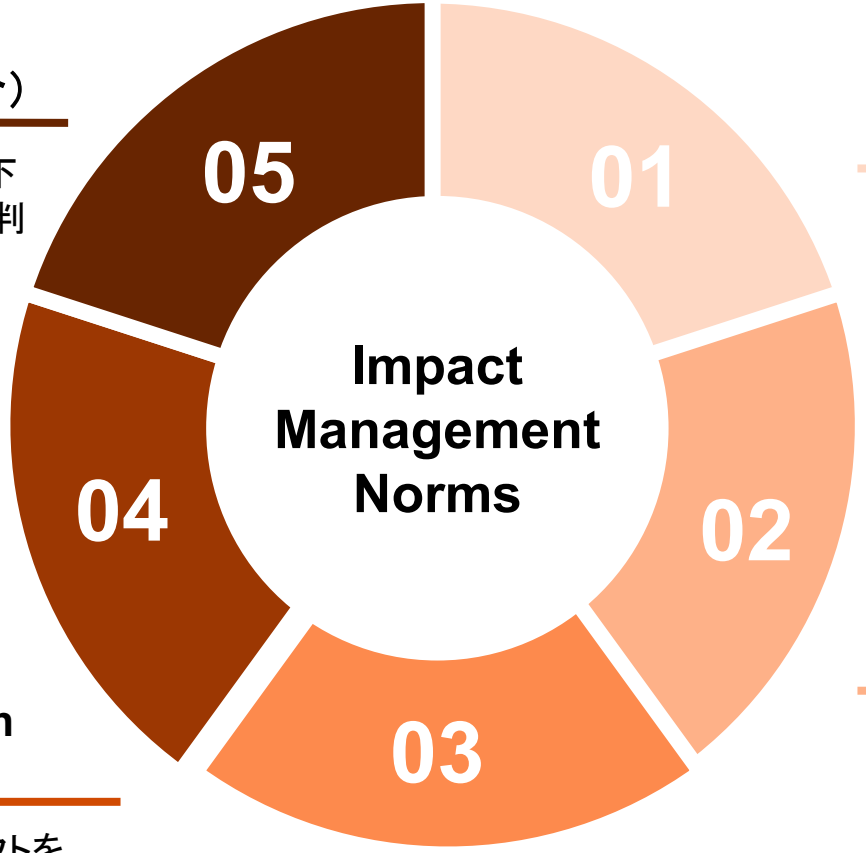
Impact Management Norms 概要

Impact Management Normsは3000以上の投資家・企業を対象に実施した調査から導き出されたインパクト・マネジメント（インパクト測定・管理・報告）に係る国際的なコンセンサスをNorm（基準）とし、インパクトマネジメントを実施する際のガイドラインとして取りまとめた。

公表機関	Impact Frontiers
公表年	―
対象	投資家、投資先企業、ファンド（リターン・ファースト型、インパクト・リターン両立型・インパクト・ファースト型）
概要	本フレームワークは、投資家や企業が社会的・環境的インパクトを測定、管理、報告するための標準化されたフレームワークを提供し、投資家や企業がインパクトの成果をより正確に測定し、報告できることを目的として作成された。
作成の背景	Impact Management Project（IMP）が2016年から2018年にかけて3000以上の投資家や投資先企業による意見を元にインパクトを測定・管理・報告する方法について国際的なコンセンサス（基準）を取りまとめた。 Impact FrontiersはIMPの分科会として活動しており、IMPの解散後、リソースがImpact Frontiersに受け渡され2021年にインパクトマネジメント関するNorm（基準）として公表された。

Impact Management Normsの内容

本ガイドラインはインパクトを測定・管理・報告する方法について国際的なコンセンサス（基準）を元に作成された。なお、本ガイドラインでは他と比べ、「インパクトのABC分類」と「インパクト評価と財務評価の統合」が特徴的な内容である。



05 Impact Financial Integration（インパクト評価と財務評価の統合）

投資家がインパクト投資における意思決定を下すために、インパクトと財務的観点を統合して判断を下すための方法について解説。（詳細はp49に記載）

04 Investment Classification（投資類型）

インパクトパフォーマンスに関するデータや投資家の貢献戦略（貢献戦略については03にて解説）に基づき、似たようなインパクト特性を持つ投資をグループ化する方法について解説。

03 Investor Contribution（投資家の貢献）

投資家が投資先組織におけるインパクトを促進するための4つの戦略について解説。（詳細はp48に記載）

01 Five Dimensions of Impact（インパクトの5次元）

インパクトの5次元について解説。（詳細はp40-42に記載）
インパクトの5次元はインパクト目標の設定や、インパクトパフォーマンスに係るステークホルダーとのコミュニケーション、他社との比較に役立てることができると紹介されている。

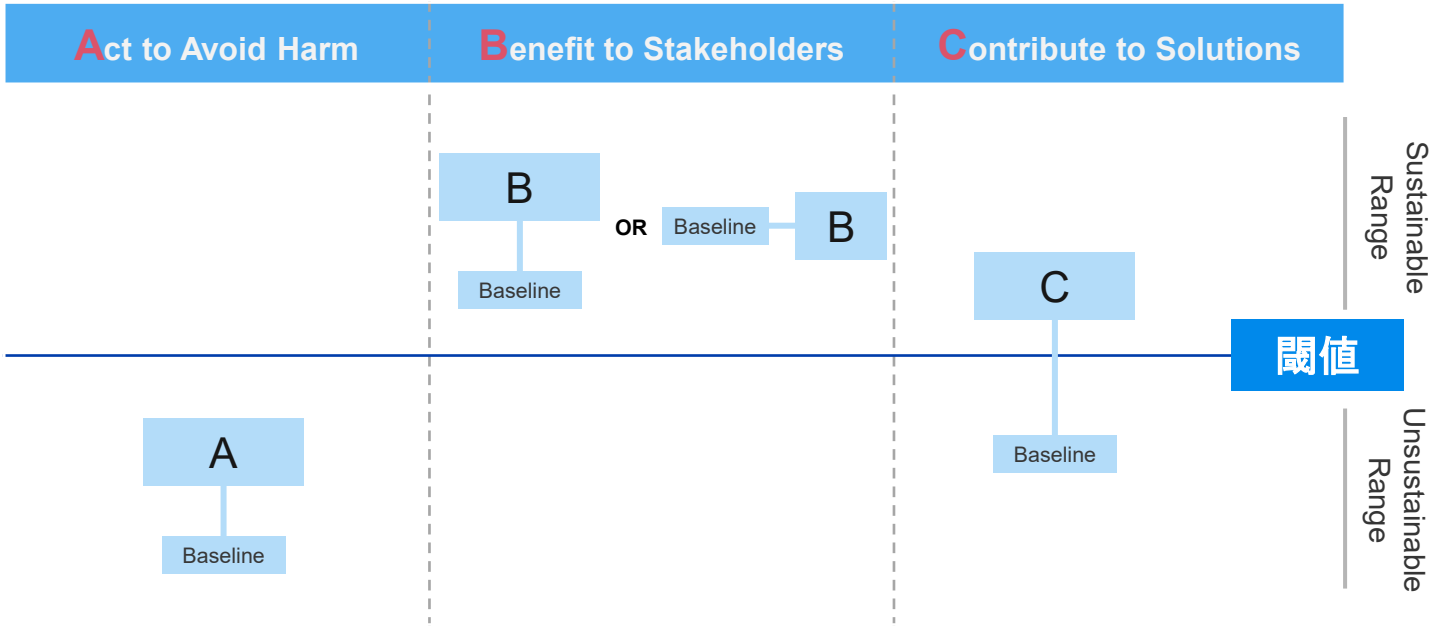
02 ABC of Enterprise Impact（企業インパクトのABC分類）

投資家や企業が目指す「意図」を3種に分類するためのフレームワークとしてABC分類を紹介。（詳細はp46-47に記載）

Impact Management Norms：インパクトのABC分類 1/2

- 投資家や企業の意図は「リスクの軽減」「世界にポジティブなインパクトを残す」などその動機によって様々である。そこで、本Normでは、ビジネスや投資の「インパクトの意図」をA、B、Cに分類。
- これらABC分類は「アウトカム」「企業（投資先）」「ポートフォリオ」に適用可能である。

A	**Act to avoid Harm（悪影響を避ける）** ステークホルダーに対する悪影響を低減させる。閾値以下にある社会的・環境的な状態を向上させ閾値にまで近づけることで、ネガティブな状態を軽減させる。
B	**Benefit to stakeholders（ステークホルダーへの利益）** ステークホルダー（事業の従業員など）の害を避けるだけでなく、ステークホルダーに利益を与える。既に閾値を超える状態にある（「正」の状態にある）の社会的・環境的な状態を向上・維持させる。
C	**Contribute to Solutions（課題解決への貢献）** ステークホルダー（最終受益者など）に対する悪影響を低減させるだけでなく、閾値以下にある社会的・環境的な状態を閾値を超えるレベルにまで向上させる（社会/環境課題の解決）。
D	**Does causes harm（悪影響を及ぼす）** ステークホルダーのwell-beingや自然環境の状態が向上しない場合、悪影響をもたらすものとして分類される。



アウトカム、企業ビジネス、ポートフォリオをABCに分類することができる

OUTCOME **ENTERPRISES** **PORTFOLIO**

Impact Management Norms：インパクトのABC分類　2/2

インパクトの5つの基本要素とビジネスの意図（ABC分類）を掛け合わせることで、当該ビジネスにおけるインパクトを多面的に可視化し、より詳細なインパクト目標設定やインパクト評価を実施することが可能となる。

		ビジネスの「意図」		
		A：Act to avoid Harm （悪影響を避ける）	B：Benefit to stakeholders （ステークホルダーへの利益）	C：Contribute to Solutions （課題解決への貢献）
インパクトの5つの要素	WHAT	ステークホルダーにとって重要な「ネガティブ」のアウトカム	ステークホルダーにとって重要な「ポジティブ」のアウトカム	ステークホルダーにとって重要な「ポジティブ」のアウトカム
	WHO	不遇な状況にいる人々	多様	（かつ） 不遇な状況にいる人々
	HOW MUCH	わずかな人か少数	多様	（かつ） 深く、多数の人に、長期間
	CONTRIBUTION	変化なしか プラスの貢献	変化なしか プラスの貢献	（かつ） プラスの貢献（閾値超）
	RISK	多様	多様	多様

Impact Management Norms：投資家の貢献

投資家が投資先のビジネスにおけるインパクトを促進するための4つの戦略が紹介されている。
これらの戦略は単独で使用されることもあれば、いくつかの戦略を組み合わせて使用する場合もある。

インパクトの重要性の発信	積極的な関与	新規もしくは資金不足の資本市場の育成	寛容で柔軟な資本の提供
投資家はインパクトを考慮した上で特定の組織に投資を行っている旨を投資先企業や市場全体に発信する。 このシグナリングはインパクト投資を行うに当たって最低限必要な行動とされている。	投資家が投資先企業の社外取締役に就任したり、経営者のコンサルティングやメンタリング等を実施することで、個別投資先企業の経営支援を行う。 また、インパクトのさらなる創出に向けて業界慣行や規制への働きかけも行う。	インパクトのみならず投資収益も期待できる新しい市場、もしくはこれまで見過ごされていた投資機会を作り出し、参加する。 例えば、インパクトを重視する投資家でないと見過ごしていた投資先への投資、一般投資家では提供不可な量の資金の提供などが該当する。	ビジネスが意図するインパクトを生み出すためには、一 定の期間、投資収益が低いもしくは生まれにくいということを受け入れ、寛容的な資本提供を行う。 この戦略は、従来の利益追求型の投資家とは異なる戦略である。

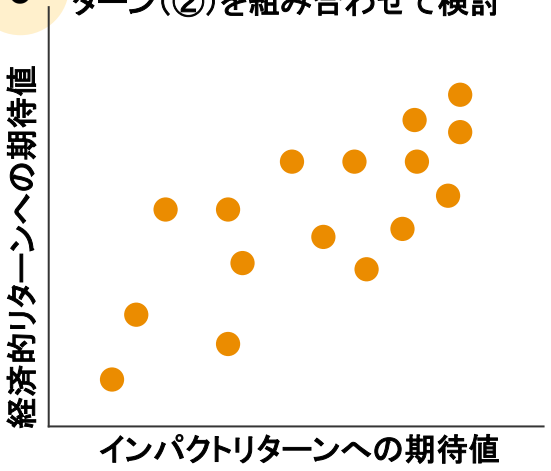
Impact Management Norms：インパクト評価と財務評価の統合

- 投資家がインパクト投資における意思決定を行う際「投資先事業が財務的リターンを創出できるか」「インパクト基準を満たしているのか」の2軸によって判断するが、これらの軸には相互性がないことが課題であった。
- 上記課題を踏まえ、ポートフォリオ最適化にむけた、インパクトマネジメントと財務的マネジメントを統合するための5つのステップを、各案件及びポートフォリオ全体の観点から示したフレームワークを策定。

インパクト・財務統合の要素と検討プロセス

	インパクトリスク＆リターン	財務的リスク＆リターン
案件レベル	1 案件のインパクトレーティングを活用し、インパクトリターン＆リスクを検討。どの案件が多くのインパクトを期待できるか判断	2 通常の投資判断時と同様に、どの投資がより高い財務的リターンを期待できるかを判断
ポートフォリオレベル	ポートフォリオ全体におけるインパクト評価及び目標設定の実施	ポートフォリオ全体における財務評価及び目標設定の実施

3 インパクトリターン(①)と財務的リターン(②)を組み合わせて検討



4 投資の意思決定に向けての示唆を得る

5 ポートフォリオ全体におけるインパクト・財務的なパフォーマンスを測定・管理しコミュニケーションを図る

Impact Performance Reporting Norms Version1

Impact Performance Reporting Norms Version1 概要

Impact Frontiersが作成したImpact Performance Reporting Normsは、アセットオーナーが投資判断を行う際にインパクトレポートに求める声をもとに作成されており、Part1ではレポートに記載すべき6つのコンテンツを紹介しており、Part2ではその記載方法を基本的特性（Fundamental Characteristics）と強化特性（Enhancing Characteristics）の観点から紹介している。

公表機関	Impact Frontiers
公表年	2024
概要	アセットオーナーが投資判断を行う際にインパクトレポートに求める声をもとに作成されており、350人以上のアセットオーナー、資産運用者、コンサルタント、検証機関等との18か月以上の公開協議の結果作成された。

Impact Performance Reporting Norms Version1 全体概要

Impact Frontiersが作成したImpact Performance Reporting Normsは、アセットオーナーが投資判断を行う際にインパクトレポートに求める声をもとに作成されており、Part1では、インパクトレポートに含めるべきトピックを解説し、Part2ではその記載方法について詳述している。（以下、仮訳として記載）

Impact Performance Reporting Norm

PART 1 What to Report: Content

- 01. 報告主体の概要・インパクト戦略（Entity Overview and Impact Thesis）
- 02. インパクトのマネジメント方法（Impact Management Approach）
- 03. インパクトフォーマンス（Impact Performance）
- 04. ガバナンス（Governance）
- 05. ケーススタディ（Case Studies）
- 06. 独立した検証（ Independent Review）

PART 2 How to Report: Characteristics of Useful Information

基本的特徴（Fundamental Characteristics）
- 情報の関連性（Relevance）
- 忠実な表現（Faithful Representation）

強化特徴（Enhancing Characteristics）
- 比較可能性（Comparability）
- 検証可能性（Verifiability）
- 適時性（Timeliness）
- 理解可能性（Understandability）

Impact Performance Report Normsの主な利用者

資金提供者（アセット・オーナーや投資助言会社）と想定。利用者の目的は、企業及び投資先企業が、最終的な利害関係者及び自然環境の便益に与えるインパクトを理解し、**資金提供者が最終的な利害関係者及び自然環境の経験及び関心に基づいた投資及び関与の意思決定を行うこと**ができるものと想定される。

何を記載するか（What to Report）

インパクトレポートに記載すべき6つのテーマを紹介
（※詳細情報については後続ページに記載）

どのように記載するか（How to Report）

国際財務報告基準（IFRS)が提供する財務報告書に関するフレームワークをもとに、インパクトレポートが取り入れるとよい定性的特徴を、「基本的特徴」と「強化特徴」の観点から解説

Impact Performance Reporting Norms – Part1の解説 1/2

Impact Performance Reporting NormのPart1（What to Report: Content）では、インパクトレポートに含むべき6つのテーマとその詳細について解説している。（以下、仮訳として記載）

		概要
1	報告主体の概要・インパクト戦略（Entity Overview and Impact Thesis）	① 報告主体およびレポートの対象期間を説明する。なお、報告主体が大きな組織の一部である場合、組織概要の説明も行う。 ② ToCやロジックモデル、アウトカムチェーン、システムマップ等、インパクト創出までの流れ（impact pathway）を説明する。また、対象とする社会的/環境的課題や、影響を受けるステークホルダー、意図するアウトカム、投資家の貢献についても説明を行う。
2	インパクトのマネジメント方法（Impact Management Approach）	① 第三者または社内のフレームワーク・ツールを参照し、投資プロセスの各段階（Pre-ScreenからExit）において、インパクトが意思決定にどのように影響を与える可能性があるのか説明を行う。 ② ステークホルダーが重視するインパクトがどのように可視化されるか説明を行う。また、インパクト創出に向けてのエンゲージメントや評価のプロセス、予期できる/予期が難しいネガティブインパクトについても説明を行う。 ③ データ所有権、プライバシー問題、倫理的および商業的問題を引き起こす可能性があるインパクトデータが実行団体によってどのように収集、管理、および使用されるのかを説明する。
3	インパクトパフォーマンス（Impact Performance）	① インパクト創出に向けたこれまでのパフォーマンスや、これからのパフォーマンス、インパクトや財務に関する評価など、インパクトパフォーマンスに係る全体的な評価方法を提示する。 ② インパクトパフォーマンスの結果（ポジティブ/ネガティブなインパクト、ポジティブ/ネガティブなアウトカム、意図した/意図しなかったアウトカム等）を提示する。 ③ ネガティブなインパクトを回避するために、投資対象や報告主体が取った行動及び、将来取るべき行動を説明する。

Impact Performance Reporting Norms – Part1の解説 2/2

		概要
4	ガバナンス （Governance）	① 国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が公表しているIFRS S1 号のガバナンスに係る箇所を反映させる。 ② レポート作成者は、以下3つのフレームワークのいずれかを開示するか参照することを推奨される。 ・IRIS+のRacial Equity Lens ・ILPAのA Due Diligence Questionnaire及び、Diversity Metrics Template ・PRIのDiversity, Equity, and Inclusion Due Diligence Questionnaire ③ 親会社のインパクトおよびサステナビリティ係るガバナンスについて説明を行う。
5	ケーススタディ （Case Studies）	① 掲載するケーススタディには、ケーススタディの種類、事例の選定プロセスと目的、セクション1（報告主体の概要・インパクト戦略）に沿った投資先組織の概要とインパクト創出までの仮説、およびセクション3（インパクトフォーマンス）に沿ったインパクトのパフォーマンスに係る情報を掲載することが推奨される。
6	独立した検証 （Independent Review）	① 第三者機関による独立検証の結果を任意で掲載する。

Impact Performance Reporting Norms – Part2の解説

Part2ではレポートがおさえるべき基本的なポイント（基本的特性）をRelevanceとFaithful Representationの観点から紹介し、レポートの質をさらに向上させるポイント（強化特性）を4つの観点から紹介している。（以下、仮訳として記載）

			概要
1	基本的特性	情報の関連性（Relevance）	Part1で示された各セクションには、公開協議（public consultation）を通じて「関連性」があるとされる情報を可能な限り記載することが推奨される。
2		忠実な表現（Faithful Representation）	財務レポートに記載される情報は中立的かつ正確であるべきである。 また、インパクトレポートには、報告書が公開される時点で既に結果が出ている、または結果が出ると合理的に予想されるアウトカム、インパクト、及び指標を含めることが推奨される。
3	強化特性	比較可能性（Comparability）	インパクトパフォーマンスに関する情報は、一般的に利用されているテーマ分類に基づいて結び付けたり、ステークホルダーの特性に基づいてデータを分解・分析したり、5 Dimensions of Impactに基づいて情報を提示したり、標準化された指標に基づいて参照することで、情報の比較可能性を高め、読者の誤解を防ぐことができる。
4		検証可能性（Verifiability）	情報が検証可能であるとは、その情報自体やそれを導き出すために使用されたインプットを裏付けることができることを意味する。なお、検証可能性は、レポートに記載された情報が中立で正確であることを示し、ユーザーからの信頼を高めるのに役立つ。
5		適時性（Timeliness）	タイムリーな報告は、財務報告と同様にインパクトパフォーマンスにも当てはまる。特に重大な悪影響は迅速に開示し、対応することで被害を軽減することが求められる。一般的には、年1回の報告が推奨されており、多くの投資家にとって四半期ごとの情報更新は必ずしも必要ではなく、重要な事象が発生した場合にタイムリーに公表されれば十分である。
6		理解可能性（Understandability）	明確かつ簡潔な記載は読者の理解向上に繋がる。情報の重複は避け、あまりにも一般的な情報は記載しないことが推奨される。なお、情報の関連性（Relevance）や忠実な表現（Faithful Representation）は基本的特性であるため、これらを犠牲にしてまで理解可能性を追求する必要はない。

（3） Howの観点　－ 国際フレームワークによる標準プロセス

インパクト・マネジメント運用原則（Impact Principles）

インパクト・マネジメント運用原則（Impact Principles）概要

インパクト・マネジメント運用原則は投資サイクルを元にインパクトマネジメントの進め方について示しており、国際的に最も信頼され認められているプロセス標準の1つである。

公表機関	国際金融公社（IFC：International Finance Corporation） ※現在はGIIN（The Global Impact Investing Network）が事務局を務める。
公表年	2019年
対象	インパクト投資家、ファンド（特にインパクト・ファースト型、インパクト・ファイナンス両立型）
概要	インパクト投資家を対象に、投資サイクルにおいて創出されたインパクトマネジメントを施行するためのプロセスを示したフレームワーク。インパクト投資を4つの段階に分け、各プロセスにおいて計9つの原則（9 Principles）を提示している。 2025年2月現在、世界40カ国、185の機関が署名しており、世界におけるインパクト。マネジメント潮流に対して大きな影響を与えている。
策定の背景	策定の背景として、Impact Principlesの作成が開始された2018年頃、インパクト・ウォッシュの事例が増加しておりインパクト投資市場の成長において懸念されていた。 また、当時はインパクト投資を実際にどのように実践するかという運用原則レベルでの指針がなかったことを背景に作成された。

インパクト・マネジメント運用原則の内容

「戦略上の意図」、「組成とストラクチャリング」、「ポートフォリオマネジメント」、「エグジット時のインパクト」、「独立した検証」のプロセスの中に合計9つの原則が示されている。

戦略上の意図

1. 戦略的なインパクト目標を、投資戦略に沿って定義すること
2. 戦略的インパクトはポートフォリオ単位で管理すること。

組成とストラクチャリング

3. インパクト実現に対するマネージャーの貢献を明確にすること。
4. 各投資から予想されるインパクトを一貫したアプローチに基づき評価すること。
5. 各投資がもたらしうる、潜在的なネガティブ・インパクトを評価、対処、モニタリングおよび管理すること。

ポートフォリオマネジメント

6. 各投資のインパクト実現への進捗度を予測に照らしてモニタリングし、それに応じ適切な対策をとること。

エグジット時のインパクト

7. インパクトの持続性への影響を考慮しながら、エグジットを実行すること。
8. 投資の意志決定とプロセスをレビューし、文書化し、さらに実現したインパクトと得られた知見に基づいて、改善すること。

独立した検証

9. 本運用原則との整合状況を開示するとともに、整合状況について、独立した検証を定期的に実施すること。

参考：インパクト・マネジメント運用原則の詳細解説

原則	解説
原則 1	**ポジティブかつ測定可能な社会的/環境的インパクトを達成するための戦略的なインパクト目標を定義する。**なお、この目標はSDGsやその他広く受け入れられている指標を元に作成する必要があるが、必ずしもインパクト目標は資金提供者と共有する必要はない。また、ファンドマネージャーはインパクト目標と投資戦略の整合性、インパクト目標を達成できるという確実性の高い根拠、ポートフォリオの規模や投資額に応じてインパクト目標の規模や影響度が適切であるかを確認する必要がある。
原則 2	ポートフォリオにおける個々の投資のインパクトが変わることを認識しつつ、**ポートフォリオ全体のインパクトパフォーマンスを設定・監視するために、ポートフォリオ全体のインパクト目標を達成を管理するプロセスを設定する。**
原則 3	**インパクト目標に対する各投資の貢献度合いを確立し、文書化する。**この文脈において貢献は財務的・非財務的な観点から検証される。 また、文書の記載については、可能な限り明確にかつエビデンスに基づいて述べられるべきである。
原則 4	**各投資のポジティブなインパクトの可能性を事前に評価し、可能であれば定量化する。**そこで、このプロセスでは、インパクト測定のフレームワークである以下3つの基本的な質問に答える必要がある。⑴どのようなインパクトを生み出すのか ⑵誰がインパクトを享受するのか ⑶意図しているインパクトの重要性はどれくらいか **また、インパクト達成可能性をリスクと機会の観点から評価する必要がある。**インパクトの大きさ影響を与えるリスクについては、対象とする地理的な文脈における課題の大きさをリスク要因として特定し、エビデンスをもとに評価する。また、インパクトの影響を増大させる機会の検討も行う。戦略的意図と関連性や可能性がある場合、間接的かつシステム的なインパクトについても業界基準やベストプラクティスをもとに評価すべきである。
原則 5	**各投資において、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関連するリスクを特定し、リスクを回避できない場合はリスクを軽減・管理するプロセスを設ける。**投資先と連携し、現在の投資先のシステム、プロセス、基準における潜在的なギャップに対処するための行動をとるよう求める必要がある。この際、ベストプラクティスを参考にしたアプローチが望ましい。
原則 6	**インパクト測定フレームワーク（原則4参照）を使用し、各投資のインパクト目標と比較しながらポジティブインパクトの進捗をモニタリングする。**進捗については、投資先と事前に設定したプロセスを使用して進捗をモニタリングする。さらに、このプロセスではデータ収集の頻度、データの収集方法、データソース、データ収集に係る責任、およびデータの報告方法と報告先を明確化すべきである。なお、モニタリングの結果、インパクト目標を達成する見込みがないと判断された場合、適切な行動をとる必要がある。また、インパクト測定フレームワークを使用して、適宜、投資結果を把握しておくことが求められる。
原則 7	エグジット時は誠実かつ受託者の懸念に沿う形で**エグジットのタイミング、ストラクチャー、プロセスがインパクトの持続可能性への影響を考慮する。**
原則 8	**各投資のインパクトパフォーマンスをレビューし、事前に予測したインパクトと実際のインパクト、その他のポジティブ・ネガティブインパクトを比較して文章化する。** レビュー結果を元に、資金の運用方法や戦略的な投資の意思決定、管理プロセスの改善を図る。
原則 9	**年に1回、Impact Principlesとの整合性について情報公開し、定期的に第三者機関による独立した検証を実施する。**検証結果についても、公開を行う。 この情報開示は受託者および規制における関心事項となる。

(4) 国際フレームワークのリサーチまとめ

各フレームワーク・指標の狙い

- 国際フレームワークの中でも使用率が高くIMM全体にフォーカスしたImpact Management NormsとImpact Principlesを比較すると、両者は意図する目的（For What）が異なっていることが分かる。
- また、ファンドの性質や訴求したいステークホルダーによって使用すべきフレームワーク・指標は変化すると考えられる。

		For What（何のために行うのか）											
		投資戦略策定		インパクトの管理				ガバナンス			事業・運営管理		呼び水効果
		社会課題背景の理解	戦略やビジョンの明確化	インパクトの進捗確認	インパクト最大化	リスク回避・低減	インパクト測定	説明責任の履行	情報開示	関係者との対話	事業改善	内部統制	
Impact Principles（※1）	原則 1（戦略）	■	■		■					■	■		■
	原則 2（PF）		■		■					■	■		
	原則 3（貢献）							■	■			■	
	原則 4（評価）			■		■	■	■				■	
	原則 5（ESG）					■	■						
	原則 6（対策）			■	■		■				■		
	原則 7（Exit）				■					■	■		■
	原則 8（改善）							■	■		■	■	■
	原則 9（検証）							■	■	■	■	■	■
Impact Management Norms（※2）	5次元分析		■	■		■	■						
	ABC分類	■	■										
	投資家の貢献				■					■			■
	投資の分類		■										
	インパクトと経済性		■				■						

※1）5次元分析はIMP（Impact Management Project）が発祥であるが、Impact Frontiersに知識体系が引き継がれた物として表上は記載。

インパクト・マネジメントのフレームワーク分析

フレームワークによって重視するHow（インパクト評価のどのステップで使用されるのか）が違ってくるため、IMMのプロセスに応じて効果的なフレームワーク・指標を選択していくことが有効と考えられる。

		How （インパクト評価のどのステップで活用されるのか）					
		ファンドにおけるインパクト投資プロセス					
		投資戦略策定	ソーシング	DD	投資決定	投資期間中	エグジット
		ファンドが目指すインパクト創出について仮説の作成	ファンドのセオリーオブチェンジに資する投資対象を選別	投資先候補の想定インパクトやネガティブチェックなども検証	財務的・インパクトの観点から投資判断	データ収集分析/レポート作成/評価結果を投資の意思決定に	投資先との親和性が高いエグジット先の探索/年前後のインパクト比較
Impact Principles	原則 1（戦略）	■	■		■		
	原則 2（PF）	■	■		■		
	原則 3（貢献）		■	■	■	■	
	原則 4（評価）			■	■	■	
	原則 5（ESG）			■	■	■	
	原則 6（対策）					■	
	原則 7（Exit）						■
	原則 8（改善）		■	■	■		
	原則 9（検証）						
Impact Management Norm	5次元分析		■	■	■		
	ABC分類	■	■	■	■		
	投資家の貢献			■		■	
	投資の分類	■	■	■	■		
	インパクトと経済性	■	■	■	■	■	■

＊原則名横括弧は簡易的な表現。5次元分析はIMPが発祥だが、Impact Frontiersに知識体系が引き継がれた物として表上はマージして整理

Why IMMを形成する潮流

本章の調査を通じて国際フレームワークの動向を把握し、マクロトレンドの形成の要因を考察した。
次章では、VC・ファンド等によるIMMの好事例についてリサーチを行うことで、Why IMMの重要性についてさらなる検討を行う。

サステナビリティやSDGsなど、投資や企業活動を通じたインパクト創出への関心の高まり（マクロトレンド）

国際機関

大学

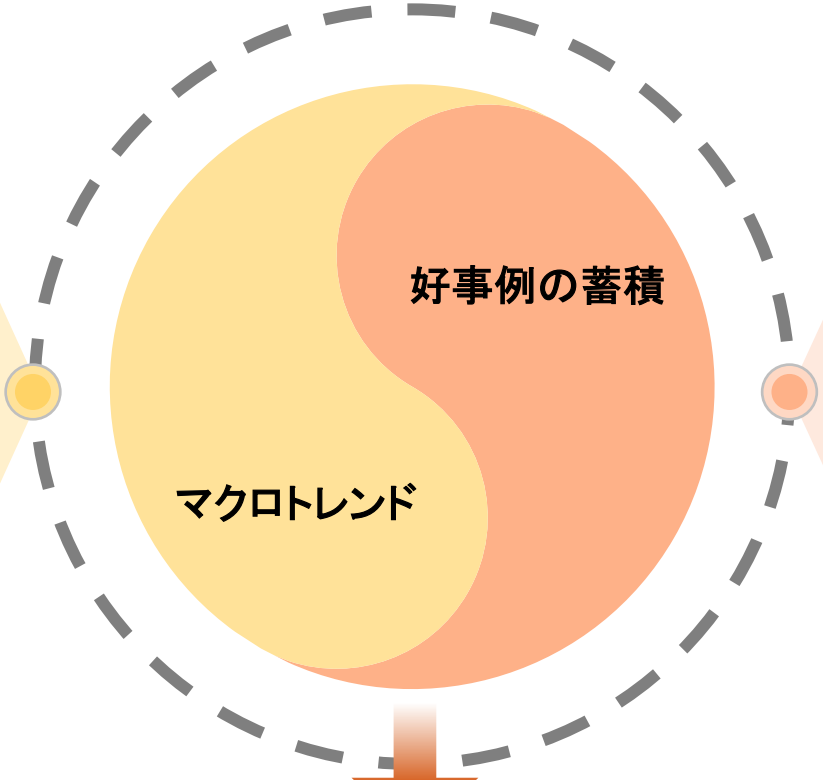
政府・地域

Operating Principles for Impact Management

SDGs

IRIS+

ステークホルダーの巻き込みと合意形成



好事例の共有

個別のインパクトファーストファンドの取り組みによるIMMのノウハウ・ナレッジの蓄積

VC・ファンド等

Why IMMの重要性の形成

3　好事例調査結果

本章のサマリ・全体像

7つの個別ファンド・VCに対してヒアリングを行い、IMMの実態や重視しているポイントを把握した。

IMMはインパクトゴールの達成に向けた手段の1つという意見が多く、課題解決を志向することが組織としての求心力となっていた。

個別ファンド等の好事例把握の目的	• 個別ファンド等へのヒアリングを行うことで、国際フレームワークをどのように活用しているのか、どのような点に重きを置いて資金提供者とコミュニケーションを取っているか、投資先の選定をどのように決定しているのかなど、**実践的な観点からIMMのポイントを探る。** ➢ また、ファンドの規模や投資領域の違いによっても、IMMのポイントが異なるかどうかなど、幅広く検討を行う。
個別ファンド等の好事例把握のプロセス	① 事前ヒアリングにより、好事例としてピックアップされるファンド等を把握。 ② デスクトップリサーチを通じて、ファンド等の公表資料から読み取ることができる情報を整理し、当該ファンドが強みを持つ点や重視しているポイントを事前に把握。 ③ 実際にヒアリングを行い、IMMの実践状況等を把握した上で、その結果を取りまとめ。
個別ファンド等の好事例把握の結果	• Whyの観点を重要視するファンドが多く、**IMMはインパクトゴールの達成に向けた手段の1つ**として位置づけられていた。一方で、**説明責任の履行から、IMMを実施する必要性もある**ことがわかった。 • Whatの観点では、**国際的なフレームワークで紹介されている指標を活用しつつ、独自に開発・設定した指標やToCを加えてアレンジを行っていた。** • Whoの観点では、**インパクトと財務の両方の知見を持つ人材の確保や育成は課題**となっているケースが多く、ファンドの規模によってチーム編成は異なっていた。

⑴　一覧表と概要

個別ファンドヒアリングの実施団体

以下の7ファンドにヒアリングを実施し、IMM実施のポイントや実務上の工夫、ノウハウを把握。

★＝Impact Principlesの署名機関

#	組織名	テーマ	所在地	概要（特徴・属性など）	時期
1	Ascension（Fair By Design）	金融包摂・貧困プレミアム	イギリス	• Big Society CapitalがLPとして参加し、ブリストル大学等のアカデミアと連携しつつ課題設定を実施。 • Fair By Designプロジェクトの中で、貧困プレミアムの撲滅に向けた取り組みを進めるVCであり、金融包摂等への投資を行っている。	2024/10/30
2	Pangaea Ventures	気候変動・食料と水の安全保障 等	カナダ	• 高いポテンシャルを持ったHard-Techへの投資を通じ、定量的なインパクトゴールの達成に向けた中長期目線での進捗管理を実施している。 • Impact Capital Managers (ICM)のメンバーであり、インパクトとファイナンスの両立を重視。	2024/11/6
3	GAWA Capital	農業・金融包摂・マイクロファイナンス 等	スペイン	• マイクロファイナンスを出発点としつつ、時代の変化に応じてインパクトゴールを修正し、新たなファンドも組成。 • 脆弱なコミュニティの生活を改善するために、資産構築を支援し、総合的なレジリエンスを育むことを目的として設立され、多様なフレームを活用したIMMを実施している。	2025/1/15
4	Calvert Impact★	気候変動・CO2削減・住宅・マイクロファイナンス 等	アメリカ	• コミュニティへの直接投資を行いつつ、多様なフレームワークを活用したIMMを実施している一方で、財務情報を詳細に公開するなど、インパクトとファイナンスの両立を目指している。 • 1995年の創設の老舗であり、Blue Markでは全ての項目でAdvancedの評価を獲得。ファンドに投資するケースもある。	2025/1/9
5	Finance in Motion★	気候変動・再生可能エネルギー・生物多様性・金融包摂 等	ドイツ	• Blue Markの全ての項目でAdvancedの評価を獲得し、IMMのプロセスを重視しつつ、インパクトとファイナンスの両立を図る。 • 持続可能な長期的リターンを提供しながら、投資家、地域社会、そして地球に対してポジティブな影響を与えることを目的として設立され、国際フレームワーク活用したIMMを実施している。	2025/1/9
6	Quona Capital★	金融包摂	アメリカ	• アクシオンという非営利組織がルーツであり、マイクロファイナンスからスタート。その後Fintechにいち早く投資を始めたことから、金融市場のDXの強みを持つ。 • 金融サービスのアクセスと質を大幅に改善することを目指して設立され、Lean Dataの活用、指標・KPIの設定、ファンドごとのToCの設定等に積極的に取り組んでいる。	2025/1/9
7	Save the Children Global Ventures	若者・子ども支援	スイス	• 脆弱な子どもたちの生活を変革するために、民間セクターの投資を促進する、呼び水効果を目指す。 • 2020年にSave the Childrenによって最初のファンドが設立。	2024/12/13

⑵ Whyの観点 － IMMの動機

事前ヒアリングの共通軸 －Whyの観点

事前ヒアリングでは、IMMを社会課題解決・インパクトゴール達成のための手段として位置付け、戦略的に取り組むことが好事例のポイントとなるとの示唆を得ることが出来た。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
インパクトゴールの達成	• IMMはツールに過ぎず、最終目的は社会課題の解決であることを忘れてはならない。 • インパクトゴールを実現するためのアプローチとしてIMMがあることを忘れてはいけない。 • レポーティングのためにどのような指標を作成し測定するかに注力しているファンドが多いが、ファンドとして成し遂げたい目標を達成するために、指標作成やインパクト測定を実施すべき。
インパクトゴールの達成に向けた戦略策定	• 社会的/環境的課題の解決に資するアプローチを取るためには、インパクト戦略が特に重要なステップである。 • ファンドがインパクトゴールやインパクト戦略を明確化することでIMMの意義が増す。 • インパクト・ファーストファンドは、取組む課題のレバレッジポイントを明確化する所まで課題の構造化を行うことが求められる。
明確なインパクトゴールの設定	• Fair by Designファンドはインパクト目標を明確に持っており、好事例として参考になる。 • Pangaea Venturesはタイムラインを設定し、達成したい目標を具体的に設定しているた好事例として参考になる。
外的要因/内的要因	• 外的要因よりも内的要因の方が重要である。 • インパクトの創出を目的として設立されているインパクト・ファーストファンドは、外的要因ではなく、内的要因でIMMを実施しているケースがほとんどであり、外部からの要請があってIMMを実施しているという訳ではない。
アセットオーナーの重要性	• インパクト・ファーストに賛同してくれるアセット・オーナーを見つけることである。一般的に、インパクト・ファーストのファンドは、可能な限り最高の財務的リターンを追求するのではなく、可能な限り最高のインパクト・リターンを追求することを明示したファンドを快く受け入れてくれるアセット・オーナーが必要。
IMMの要請	• 近年、European Investment Fundのようなアセットオーナーが IMMの実施を要請しているため、その要請に応える形でIMMを実施しているケースも見られる。

調査からの示唆

- IMMはインパクトファーストファンドが、社会課題の解決というインパクトゴールを達成するための手段である。
- インパクトゴールの達成に向けた戦略立案は特に重要なステップであり、IMMの意義を示すものとなる。
- インパクトゴールは明確かつ具体的であることが望ましい。
- 今回の調査対象においては外部からの要請が一定程度影響しているものの、インパクトファーストファンドにおいては内的要因によってIMMを実施するケースが多い。
- インパクトリターンの追求に同意するアセットオーナーを見つけること、あるいは社会の中に増やしていくことが重要。
- インパクトファーストファンドが内発的にIMMを実施するケースだけでなく、アセットオーナーがIMMの実施を要請するケースもある。

ファンドにおける実態　－Whyの観点　1/2

個別ファンド等に対するヒアリングを通じて、各ファンドがインパクトゴール達成に向けて、適切な目標設定のもとIMMを実施していることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
インパクトゴールの設定	• 全体の目標は「社会的弱者の生活をより良くすること」である。この目標を達成するために、各ファンドは金融包摂などの特定のトピックに焦点を当て、それぞれの領域で具体的な目標を設定している。なお、ファンドにおけるインパクトゴールは時代の変化に合わせてアップデートしている。 • インパクトゴールは全体戦略と個別ファンドの戦略の両方と直接的に関連しており、内発的動機に起因してセットされている。 • 行政機関などの公共団体（public actor）が主な出資者の場合は、それらの組織と議論を行い、その組織が最も関心を寄せている社会・環境課題にフォーカスしたインパクトゴールを設定している。 • 社会インフラの整備状況などといった社会的文脈が各国に応じて異なることから、インパクトゴールは国ごとに調整をして設定している。
定量・定性目標	• 投資の方式やテーマに応じて、定量的なインパクト目標を設定することもあれば、定性的なインパクト目標を設定することもある。 • ファンド全体としては、定量目標はあえて設定しておらず、投資先が定性的に金融包摂や持続可能なエコシステムの形成に貢献できているかを判断軸に据えている。（ただし、進捗のモニタリングについては定量的な指標を用いている）
外的要因/内的要因	• 当初よりインパクトの創出に主眼を置いているため、インパクトゴールの達成に向けてIMMを実施している。ただ、近年ではインパクト投資市場が拡大しており、他のステークホルダーからIMMの実施を求められる場合もある。 • スタッフはインパクトゴールの達成を目標にしており、それによって組織としての求心力を得ている。

調査からの示唆

- 組織全体としてのインパクトゴールは明確に設定することが望ましい。
- 一方で、投資領域や地域の違い、時代の変化等に合わせて、目標を調整・アップデートをするファンドもある。
- 組織全体のインパクトゴールと連動するように、ファンドレベルでToCの作成や指標の設定を行い、達成に向けた道筋を立てることが重要。
- インパクトゴールの達成に向けて活動することはIMMを実施する内発的動機にもつながり、組織としての求心力を得ることができる。
- インパクトゴールは定量目標と定性目標を組み合わせることもあり得る。

ファンドにおける実態　－Whyの観点　2/2

個別ファンドへのヒアリングを通じて、多くのLPはインパクトだけでなく、財務的リターンも追求する傾向にあることが確認された。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
LPの傾向	• LPの約85%が社会的インパクトの創出を重要視しているが、財務的リターンも求めており、マーケットレート相当での財務的リターンを得ることを目標としている。 • 過去2-3年、運営するファンドのLPは、インパクトに対して興味を持っておらず、財務的リターンを重視している傾向にある。したがって、投資先がインパクトを全く生み出せていなかったら問題であるが、我々はインパクトよりも投資先企業のチーム編成や、知的財産、取引先を重視している。 • 2年前辺りがインパクト投資に関するハイプサイクルの頂点であったように感じており、LP達も我々が具体的に何をしているのか詳細に理解しておらず、社会課題解決に対して強い興味を持っていないように感じる。

調査からの示唆

- 多くのLPは、インパクトだけでなく財務的リターンも求める傾向にあり、社会性と経済性の両立を追及している。

⑶ Whoの観点 ― 人材とチーム編成

事前ヒアリングの共通軸 －Whoの観点

事前ヒアリングでは、ファンド内でIMMの中核を担う人材は、financeとimpactの両方の視点が重要との示唆を得ることができた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
人材	• IMMの担当者や投資委員会においても、財務DDとインパクトDDの両方を理解している人材が圧倒的に不足している。 • 組織メンバーがIMMを実施するドライブになる。例えばビジネスセクター出身でインパクトに高い関心を持っている人材が組織内に在籍していると、IMMを実施する傾向にある。

調査からの示唆

- IMMの遂行を支える人材の確保や育成も重要であり、現状は多くのファンドにおいて人材確保が課題となっている。
- financeとimpactの両方の視点を持つ人材が存在するかが重要である。

ファンドにおける実態 －Whoの観点

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドはfinance/impact双方の知見をファンドとして確保するため、採用・研修・外部連携などを実施していることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
人材確保/育成	• スタッフは前職の経験によりIMMの知見を有している。ただ、職員を雇用する場合は彼らの知識量や専門性よりも、組織が掲げるミッションや考えに同意する人材を雇うようにしている。 • 外部組織が提供するトレーニングを活用し、IMMの基本的な知識を習得しているが、実践的な知識やスキルについては、内部で実施する研修や実際の業務を通じて学んでいる。 • 個人的にはMBAの取得を通じてインパクトに関するナレッジを習得していた。もしトレーニングを受けたいのであれば、Duke大学が提供しているコースが有益だと思う。 • 多くのことは実践を通じて学ぶが、Better Society Capitalが提供するインパクトトレーニングも有効である。その中では各ファンドマネージャーが集まり、良い事例を学ぶセッションを行っている。
チーム編成	• IMMチームは社内フレームワークの開発を行い、デューデリジェンスを担当している投資管理チームに提供している。また、TA（Technical Assistance）チームとIMMチームは密に連携を取っており、IMMチームが投資先から収集・分析したデータを基に、TAチームと協力して投資先企業の支援を行っている。 • 投資判断を行うチームとIMMを行うチームは分かれているが、インパクトスコアカードやToCを活用しつつ投資先のインパクトKPIを設定した上で、協力してビジネスモデル分析やDDを行っている。また、投資実施後にも連携をして、インパクトスコアカードの更新を行っている。 • 大規模な組織ではなく、チームが細分化されていないため、各スタッフが協力してIMMを進めている。 • DDに関しては基本的にほとんどのスタッフが関わっているが、ロジックモデルの作成に関しては、財務とインパクトのディレクター（Director of finance and impact）が主導している。 • ビジネスモデルが非常にスリムであることから、分業や役割分担は特に行っていない。資金を調達した際には、ポートフォリオディレクターがポートフォリオマネジメントとIMMの両方を担当する。 • 各メンバーが高レベルの責任を持ちながら、全員があらゆる業務に関与する。例えば、デューデリジェンスの際には全員で適切なKPIを設定し、Theory of Changeを作り上げる。
外部連携	• 各地域や各トピックに特化したToCを策定するために、専門家を起用している。例えば、農業に関する場合は農学者を採用し、専門家の知見も踏まえてToCを策定している。 • TAを実施する専門家やコンサルティング会社は外部に依頼している。

調査からの示唆

- 各ファンドは既にIMMの知識や経験がある人材の雇用や、研修・実践などを通じて、IMMの知見を有する人材の確保・育成に取り組んでいる。
- 投資判断チーム、IMMチーム、TAチームが分かれている場合、連携して投資先の選定や投資判断、支援を行っている。
- 一方で、小規模な組織の場合には、チームが分かれておらず、担当チームで投資判断からIMMの実施、TAの提供を担うこともある。
- 外部の専門知識を持つ人材と連携し、領域固有の知見を得るケースもある。

⑷ Whatの実態 － 国際フレームワークの活用実態等

事前ヒアリングの共通軸 －Whatの観点

事前ヒアリングでは、ファンドにおいて、フレームワークの認知度や活用度が高まっているとの示唆を得ることができた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
認知度・活用度	• マーケットレートの収益率を求めるファンドやそのアセットオーナーの間ではImpact Principlesは共通言語になっている印象である。ただし、インパクト・ファーストファンドではImpact Principlesが共通言語であるという印象は薄い。 • 欧州の国々（英国、オランダ、北欧4カ国）では、Impact PrinciplesよりもUNPRIに準拠している機関が多く、Impact Principlesが共通言語であるという印象は薄い。 • Impact Principlesの作成背景としては、共通言語を作りたいという意図があった。 • インパクトを追求している投資家にとって、Impact PrinciplesはIMMのプロセスに関する共通言語である。インパクト指標の観点では、IRIS+が共通言語であり、5 Dimensions of Impactも誰に聞いても知っているフレームワークなので、共通言語であると言える。
活用の必要性	• マーケットの変化などが背景にあり、IMMの実施に対して、ガイドラインやツールを活用する必要性は高まっている。 • 各ファンドがIMMに対して異なるアプローチを実施していると、ファンドマネージャーはどの基準に準拠すべきか分からなくなる。したがって、厳密なIMMを実施するImpact Principlesの署名機関には、何らかのアドバンテージが与えられるような仕組みを構築すべきであると考える。

調査からの示唆

- 誰もが知っているフレームワークという意味では、Impact Principles の 9 PrinciplesやIRIS+、5 Dimensions of Impactは共通言語であると考えることができる。一方で、実際に共通して活用されているという意味では、国や地域によって状況が異なる。
- マーケットの変化などを背景に、フレームワークの活用に関する必要性は高まっている。

ファンドにおける実態 －Whatの観点 1/3

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドではフレームワークを活用しているケースと、IMMの効果的な実施のために独自のツールを組み合わせてアレンジを加えているケースの両方がある。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
IRIS+の活用	• GIINが提供するフレームワークは頻繁に使用している。特に我々のファンドが設定するKPIや投資戦略についてはIRIS+がベースとなっている。 • IRIS+は投資先組織のモニタリングのプロセスで使用している。 • 指標やKPIの内容はファンドやテーマによって異なるが、基本的な部分はIRIS+ を参考に作成している。例） 環境問題：温室効果ガスの排出量をどれくらい減少させたのか。 • アウトカムやインパクト測定を実施する際には、UNICEFのChild Lens Metrics BankやIRIS+の指標を活用している。しかし、「子どもの学習成果」や「児童保護」に関するアウトカムを測定する指標は含まれていないため、各投資先の企業レベルで独自の指標を設定する場合もある。 • Fintech領域での投資を行っていることから、投資先の運用KPIを社会的インパクトの代替指標とし、投資先の融資や貸付の規模やターゲット市場などを把握している。このプロセスは、結果的にIRIS+のフレームと一致している。
5 Dimensions of Impact の活用	• 5 Dimensions of Impactを活用してインパクトの分析を行っている。 • DDなどの投資決定プロセスでは活用できるフレームワークが少ないため、「インパクトの5次元」を基に独自に開発したインパクトスコアリングツールを使用している。
インパクトのABC分類の活用	• Impact FrontiersのABC分類等、様々なフレームワークをもとに独自のフレームワークやシステムを創り上げている。 • ABC分類をもとに組織におけるインパクトの分析を行っている。また、投資先のインパクト評価においてもABC分類を活用している。

調査からの示唆

- IRIS+はインパクトゴールに対する指標/KPIを設定する際や、投資先のインパクト創出に係るモニタリングを実施する際に使用される傾向にある。
- 5 Dimensions of Impactは、インパクトを5つの要素から分析するフレームワークであるため、インパクト分析を実施する際に使用される傾向にある。
- ABC分類を活用してインパクトの分析/評価を行っている組織もある。
- フレームワークをそのまま活用しているケースと、独自のツール等を組み合わせてアレンジしつつ活用しているケースがある。

ファンドにおける実態　－Whatの観点 2/3

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドではフレームワークを活用しているケースと、IMMの効果的な実施のために独自のツールを組み合わせてアレンジを加えているケースの両方がある。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
特定領域に特化したフレームワークの活用	• 再生エネルギーに関するトピックを扱う場合、5 Dimensions of Impactだけでなく「MDB's Harmonized Framework for Additionality in Private Sector Operations」も活用して再エネの「追加性（additionality）」についても分析を行う。 • 子どもの領域に特化したインパクト投資に関するフレームワークとして、UNICEFのChild Lens Investing Frameworkを使用している。しかし、このフレームワークは内容が広すぎたり抽象度が高い場合があるため、必要に応じて投資領域によりフォーカスした独自のフレームワークを作成している。 • 投資先を決定する際の基準の1つとして、ミッションや対象投資領域をカバーしているかを確認する必要がある。そのために、Child Lens Investing Frameworkをもとに、組織が子どもに対するインパクトを生み出す意志があるかどうかを調査し、アンダーサーブド（underserved）な子どもたちにフォーカスしているかも確認する。

調査からの示唆

- 特定の社会・環境課題におけるインパクト分析を行う場合、その分野に特化した機関が公表するフレームワークを活用ケースもある。

ファンドにおける実態 －Whatの観点 3/3

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドではフレームワークを活用しているケースと、IMMの効果的な実施のために独自のツールを組み合わせてアレンジを加えているケースの両方がある。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
独自のフレームワーク開発	• 設立された2010年頃は、標準化されたフレームワーク自体がほとんど存在しなかったが、約15年かけて独自のIMMフレームワークを構築し、むしろ私たちが国際的なフレームワークの形成に影響を及ぼしてきた。 • Impact Capital Managers (ICM) が開催したトレーニングコースを契機に、独自のimpact money multiplierを算出するためのインパクト分析フレームワーク（Calculation Model）を作成した。当該フレームワークは、社会課題やインパクトに関する知識を有する職員や、ファイナンスに詳しい職員が中心となり、MBAのサマーインターン生の協力を得て作り上げたものである。なお、このフレームワークはポートフォリオ内のすべての企業に対して使用しており、今後は投資の意思決定時やエグジットの際にも活用していく予定である。
その他	• 新しいツールやフレームワークを導入する場合には、投資管理のライフサイクルのどのプロセスに適しているかを考えることが重要である。 • 我々は、Thesis drivenの組織(明確な目標を持ったVC)であるため、国際的なフレームワークや国際基準へのアラインは行っていない。 • 国際基準は一般的なファンド向けに設定されているため、早期段階のベンチャー企業に投資するファンドには適さないことがあると考えている。 • インパクトとESGの混同も問題で、ESGは行動的な側面に関するものであり、インパクトの測定とは異なるため、フレームワークの中にはインパクトの測定に適さないものがある。

調査からの示唆

- 記載内容が一般的であることなどを理由に、第三者機関が公表しているフレームワークに準拠しないケースや、特定の社会/環境課題や投資先（スタートアップ）の成長ステージに合わせた独自のフレームワークを開発するケースも存在する。

⑸ Howの実態 － 国際フレームワークの活用実態等

事前ヒアリングの共通軸 –Howの観点

事前ヒアリングでは、好事例と考えられるファンドはインパクトゴール達成の一手段としてIMMを位置付けているのではないかとの示唆を得ることができた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
明確なインパクトゴールの設定	• Fair by Designファンドはインパクト目標を明確に持っており、好事例として参考になる。 • Pangaea Venturesはタイムラインを設定し、達成したい目標を具体的に設定していた好事例として参考になる。
積極的なIMMフレームワークの活用	• 欧州の国々（英国、オランダ、北欧4カ国）では、Impact PrinciplesよりもUNPRIに準拠している機関が多く、Impact Principlesが共通言語であるという印象は薄い。 • 好事例として考えられるファンドは、IMMに係るフレームワークを積極的に活用している。
ファンドレベルでのToC設定	• ファンドレベルでToCを設定することが重要である。
適切なモニタリング	• Pangaea Venturesはタイムラインを設定し、達成したい目標への達成状況を定量的に報告しているため好事例であると考える。 • IMMにおいて進捗・成果を把握し、どこに課題があるのかを踏まえ事業改善に生かしていくことが重要である。
ツール活用の必要性	• マーケットの変化などが背景にあり、IMMの実施に対して、ガイドラインやツールを活用する必要性は高まっている。 • 各ファンドがIMMに対して異なるアプローチを実施していると、ファンドマネージャーはどの基準に準拠すべきか分からなくなる。
適切な指標・KPIの設定	• ファンドとして成し遂げたい目標を達成するために、指標作成やインパクト測定を実施すべきである。
TAの実施	• IMMの観点からTAは重要な意味を持つ。

調査からの示唆

- フレームワークの実際の活用度としては、国や地域によって状況が異なるが、フレームワークを積極的に活用することはインパクトゴール達成に向けた効果的な手段である。
- その他、ファンドレベルでToCを設定していることや、適度なモニタリングを行っていることはインパクトゴール達成に向けた効果的な手段である。
- マーケットの変化などを背景に、フレームワークの活用に関する必要性は高まっている。
- 適切な指標やKPIを設定することや、TAを実施していることはインパクトゴール達成に向けた効果的な手段である

ファンドにおける実態　－Howの観点1/2

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドは内的要因からインパクトゴールの達成に向けた手段の1つとしてIMMを実施していることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
ToCの設定	• 各ファンドレベルでToCを設定している。 • 投資先企業と密接に連携し、専門的知識を持つ人材の意見も踏まえ、エビデンスに基づいたToCを策定している。ToCを前提に、インパクトゴールの達成に向けたモニタリング方法も検討している。 • Thesis drivenの組織(明確な目標を持ったVC)であるため、目的に沿ったTheory of Changeを各ファンドで設定している。 • デューデリジェンスの際には全員で適切なKPIを設定し、Theory of Changeを作り上げる。
指標の設定	• ファンドや組織が何を実現したいか明確に把握していれば、ToCやKPIを設定することは容易である。一方で、曖昧な戦略やToCであると、KPIを設定することは難しくなる。 • KPIの設定は全体戦略やToCと関連しており、投資家のインパクト重視への行動変容、中間支援組織の強化、コミュニティへの影響という3つのレイヤーについて、ファンドからデータを収集した上で進捗状況をモニタリングしている。 • 指標やKPIの内容はファンドやテーマによって異なるが、基本的な部分はIRIS+ を参考に作成している。 • 先にToCを作成し、インパクトゴール達成に向けたロジックを明確にした上で、収集が必要な指標をセットしている。 • 投資先とはインパクトスコアカードを使って、進捗確認をしている。投資判断をする際に9つの指標で評価を行い、年次でパフォーマンスに基づき評価を更新している。 • 評価は定量的および定性的な要素を組み合わせて行い、ABC分類に基づいて各投資先の評価を行っている。 • 当初よりhard techに限定した投資を検討していたため、それを踏まえ、SDGsの中でどれがインパクトを創出する事ができるのか検討を行い、7つのSDGs項目を選定した。

調査からの示唆

- 今回調査対象となった組織では、ファンドレベルでToCを作成しているところが多かった。
- 組織全体の投資戦略とToC、KPIなどと連動させる形で、モニタリング指標の設定を行うことがポイントである。
- 指標の設定では、ToCだけでなく、国際フレームワークを参照した上で、セットするケースもある。

ファンドにおける実態　－Howの観点2/2

事前ヒアリングから得た示唆の通り、各ファンドは内的要因からインパクトゴールの達成に向けた手段の1つとしてIMMを実施していることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
モニタリングと指標の収集・測定	• どれくらいの製品やサービスが販売され、最終受益者の手に渡ったかについては、S&P Globalが提供するiLEVEL Portfolio Monitoring Softwareを活用している。 • インパクトゴールの達成に向けた進捗状況のモニタリングは、Impact Rating Systemによって実施されており、それはインパクトDDツールとも連動している。 • 社会的文脈の違いによってインパクト測定の方法や投資先企業の支援方法も調整している。また、使用する指標も社会的文脈によって変化するため、投資先企業と密にコミュニケーションを取っている。 • 投資期間中のインパクト測定は主に投資先企業が担っている。製品やサービスの厳格なインパクト評価を実施するが、インパクト測定の大部分は投資先企業によって行われている。 • 投資先のPotential impactを定量化しモニタリングする事が一番重要であると考えるため、ポートフォリオ企業のpotential impactを定量化することに長けている。 • 2つのレベルでインパクト測定を行っており、1つ目は金銭的な観点や低所得者にリーチできた数といった観点から、ファンドレベルでどの程度貧困プレミアムの削減ができたか、定量的な把握を行っている。2つ目はポートフォリオレベルであり、領域ごとあるいは企業ごとに独自のKPIを設定し、月次または四半期でのインパクトの測定を行っている。
Lean Dataの活用	• ファンドが設定したToCが実際に機能しているかを確認するため、60 Decibelsと連携し、最終受益者の生活の質が本当に向上しているのかリーンデータ（詳細はp145、146に記載）を通じて確認を行っている。 • 60 Decibelsと連携して最終受益者に対する調査を行い、QOLの向上に関する評価も行っている。 • 最終受益者の実際の声を収集するために第3者である60 decibelsの活用を始めた。

調査からの示唆

- 地域やポートフォリオ（投資領域）の違いを考慮して、指標の測定方法を調整しているケースもある。
- ファンドレベルでの測定やポートフォリオレベルでの測定など、いくつかのステージに分けて、モニタリングを行っている組織もある。
- 60 Decibelsを活用したLean Dataの収集による最終受益者の変化の把握を行っている組織もある。

事前ヒアリングの共通軸 －インパクトレポート

事前ヒアリングでは、ファンドにおいて、インパクトレポートは説明責任を果たすためにもわかりやすさが重視されているとの示唆を得ることができた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
レポーティングのニーズ	• アセット・オーナーは複雑で詳細なインパクトレポートを求めておらず、分かりやすくシンプルなレポートを求めている。 • 誰が寄付者か出資者かによってIMMのレポーティングの仕方が変化する。例えば、機関投資家に対しては、精緻なレポーティングを行う場合もあるが、分かりやすくシンプルなレポーティングが求められる場合もある。また、出資者が個人や地域住民であれば、シンプルなレポーティングが一層求められる。
レポーティングの位置づけ	• 当事者にとってはIMMを実施する過程での組織との関係構築やオーナーシップビルディングが重要である。当事者と組織が同じビジョンを共有し、関係を構築することの方が重要と考えられる。
説明責任	• Impact Principlesの署名機関であれば、IMMを実施することに対するマーケットからの期待がある。 • 資金提供者への説明責任は大きな外的要因となっている。
財務情報公開	• 社会課題（特に地域課題）の解決に向けて、信用金庫や地方銀行のファンドからの参入を促進する必要があり、そのためにインパクト投資の文脈でも財務に関するリテラシーを向上させることは重要である。
説明の仕方	• GP/LPがインパクトゴールを達成したかどうかを客観的に判断するステップは重要であると同時に難しいステップである。

調査からの示唆

- IMMの精度は担保しつつも、それを複雑で詳細にレポーティングするのではなく、分かりやすくシンプルなレポーティングを行うことが望ましい。
- IMMの位置づけとして、単なる報告ではなく、実施過程でのステークホルダーとの関係構築やオーナーシップビルディングという側面もある。
- IMMを実施することによる説明責任の履行は、外的要因の1つとなっている。

ファンドにおける実態 －インパクトレポートについて 1/2

各ファンドは財務リターンとインパクトの両方をレポーティングすることで説明責任を果たしていることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
インパクトと財務リターンのレポーティング	• セクターやプロダクトごとにToCを作成して評価を行った上で、GP/LPには財務的リターンとインパクトの両方をレポートしている。 • インパクトと財務リターンの説明については、出資者によってバランスを取っている。公的機関が出資している場合は、財務リターンよりもインパクトに焦点を置いて説明を行う。民間の投資家の場合は、インパクトと財務リターンの両方に関する情報を提供するようにしている。 • LPの約85%が社会的インパクトの創出を重要視しているが、財務的リターンも求めている。 • GPやLPに対しては、子どもに対するインパクトに主眼を置いたコミュニケーション（レポーティング等）を行っている。 • LPはインパクトに対して興味を持っておらず、むしろどれくらい収益を生むことができたのかを財務的リターンを重視している。
財務情報公開	• 四半期および年次の財務監査を開示しているが、これはSEC（証券取引委員会）、ブルースカイ法（米国の各州が独自に制定した証券取引法の総称）、各州のコミュニティ投資関連法などといった規則の開示要件に従うことと、組織文化として透明性を重視していることの両方が理由・動機となっている。
説明の仕方	• 財務的リターンをインパクトによって補うことができるとは考えておらず、財務的リターンとインパクトをそれぞれ独立して評価し、両方を重視している（財務とインパクトのツインタワーである）。

調査からの示唆

- 今回の調査対象では財務リターンのインパクトの両方をレポーティングする組織が多かった。
- ただし、財務リターンとインパクトのどちらに重きを置いてレポートするかはLP/GPの関心などによって異なる。
- 開示規則等に沿って、財務情報の公開をしているケースもある。

ファンドにおける実態 ーインパクトレポートについて 2/2

ファンドは、レポートの種類や報告を行う対象によって、インパクトレポートにおける記載の粒度感や記載方法の調整を行っていることが確認できた。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
レポーティングの仕方	• 一般報告書ではKPIの達成度や実際のケーススタディなど、さまざまな情報を盛り込むようにしており、インパクトに関する年次報告書では、インパクトに関する詳細な数字を掲示している。 • アセットオーナーや株主に対しては、すべてのインパクトデータと財務データを掲載したレポートを作成している。ただし、情報量が多いと投資家も圧倒されてしまう。 • わかりやすくシンプルなレポーティングを心掛けているが、それがどのようにインパクトゴールの達成に貢献しているかを明確にする必要がある。 • 四半期報告では、インパクトだけでなく財務的なパフォーマンス等も含め、各ファンドの包括的な活動報告を行っている。一方で、年次報告では各ファンドのインパクトについて詳細な報告を行っており、例えばABC分類などのフレームワークを用いた分析を行っている。 • 寄付者は長期的な資金運用を見越して資金提供を行っているが、機関投資家はインパクトよりも財務的リターンに重点を置いたレポートを求めている。実際には、定量的データを含む短期的なレポートや年次レポートを作成している。 • 昨年は25ページ以上のレポートを作成していたが、今年度からは2ページ程度のレポートを作成し、その他の情報はブログやHPで補足する想定である。というのも、投資家やLPは25ページものレポートを読めるほど時間はないように感じる。 • LPごとに報告の仕方を変えているわけではなく、同じ内容を報告するようにしている。ただし、LPによっては投資先企業との連携に関心を持っており、個別の投資先企業に関する詳細な情報を求めることがある。その場合には個別に対応する。

調査からの示唆

- 四半期報告や年次報告など、レポートの種類に応じて、記載内容や記載の解像度を変更している組織もある。
- 資金提供者への報告の仕方として、シンプルなレポーティングを行い、詳細な情報は一般向けに公表するなど、使い分けを行っている組織もある。

ファンドにおける実態　－Exitについて

今回ヒアリングを実施したファンドはデッドファイナンスを用いるファンドが多かったが、Exitに関する共通意見の抽出を実施し、以下のカテゴリを得た。

カテゴリ	ヒアリングの中で出た意見
Exitのタイミング	• デッドファイナンスの場合、返済期限が決められているが、プライベートエクイティの場合はエグジットのタイミングを見計らうことが重要である。また、投資先企業を誰に売却するかも重要な要素である。企業を売却した後も、その企業がインパクトを創出し続けられるような組織に売却しなければならない。ただ、その場合、売却益を最大化させることは難しく、トレードオフの関係にあると考える。 • デッドファイナンスの場合、償還時期が事前に決まっているため、その期間に合わせて投資先がインパクトを創出できるように働きかける必要があり、苦労する場面が多い。一方、プライベート・エクイティを使用する場合、支援がなくとも一定のインパクトや財務リターンを得られると判断した場合は、エグジットを行う。 • Exitのタイミングの判断は投資先によるが、投資の初期段階からExitを意識しており、投資を行った後でも事業譲渡やIPOなど様々な可能性を継続的に検討している。
Exitの事例	• 投資先の中で最も成長している企業の1つに、私たちが500万ドルで投資したが、現在ではその100倍の5億ドルの価値になっている。今後数年以内にIPOに至る可能性もある。高値で売却されるケースは非常にレアなものであり、Exitの多くはトレードセール（会社もしくは事業の第三者へ売却）である。
その他	• 主にデッドファイナンスを行っており、満期時にファンドからの返済を受けているが、その際に必要に応じてローンを再構築し、借り手であるファンドの財務リターンとインパクト創出ができるよう、柔軟に対応している。 • Exit後の選択は投資先企業次第である。多くの場合は、M&Aを選択するケースが多いが、たまにIPOの選択肢を取る企業もある。

調査からの示唆

- デットファイナンスを行う場合、償還期間までにインパクトを最大化するように働きかける必要がある。一方、プライベートエクイティの場合、組織にもよるが、VCからの支援を受けずにインパクトや財務的リターンを生み出せると判断されれば、エグジットを行うケースもある。

⑹　個別ファンド等に関する各リサーチ結果

Ascension（Fair By Design）

Ascension（Fair By Design）の概要

Ascensionの組織及び投資の概要は以下の通り。

Ascension （Fair by Design）		
組織概要	国	英国
	設立年月	2017
	設立背景	貧困プレミアムの解消に向けた組織や取り組みへの投資を推進するため
	Vision	貧困プレミアムの解消（2028年まで） A UK where poor and low income people pay a fair price for essential services
投資概要	投資領域	貧困プレミアムのトピックの中でも①エネルギー、②保険、③債権、④交通、⑤食料の領域にフォーカスして 投資を行う
	投資ステージ	シード、アーリー（※Generating Revenue）
	投資先社数	• 投資中 :14社 • Exit: 2社 ※ファンドサイズは14.7Mポンド、うちBetter Society Capitalのコミットメントは6Mポンド
	参加LP	BIG society capital、JOSEPH rowntree foundation、BARROW cadbury trust、SOCIAL tech trust、THE trust for london trustee、THE bankers benevolent fund、CHARITY projects、NBS ventures、GIORGIANA notarbartolo、THE places foundation、THE university of edinburgh

Ascension　–ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• Impact Orientedのファンドとして、貧困プレミアムの撲滅というインパクトゴールの達成のために、IMMのどの要素が重要と考えているのか • Ascensionとして、各ファンドに国際基準へのアラインやフレームワークの活用を推奨しているのか • IMMの各フェーズ（投資戦略作成、投資対象の選別、DD、投資先決定、モニタリング、エグジット等）でどのようにフレームワークを使い分けているのか
2	GP/LPとの関係	• Public資金が入っているファンドとして、IMMの実施やステークホルダーへの説明の仕方でどのような工夫をしているのか • GP/LP以外のステークホルダーに対しては、貧困プレミアムの撲滅に対する取り組みについてどのような説明をしているのか
3	各Fundのガバナンス	• 貧困プレミアムの撲滅に向けた戦略はどのように立ているのか、外部有識者と連携を行っているのか • Ascension全体だけでなく、運営するファンドレベルでインパクト目標の設定やToCの策定、IMMを実施しているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか（ex.研修、採用等） • Financial Returnの見通しや目標をどのように立てているのか
4	Investeeとの関係	• どういう基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的に把握しているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか
5	その他	• シンプルなレポーティングを好む投資家もいる一方、アセットオーナー向けのインパクトレポートで情報の伝え方は工夫を行っているのか • 日本のファンドと連携をすることや、日本の貧困プレミアムの撲滅に関する取組を参考にすることはあるか

Ascension　ーヒアリング内容の要約　1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• Thesis drivenの組織(※貧困プレミアムの撲滅という明確な目標を持ったVC、というニュアンス)であるため、国際的なフレームワークや国際基準へのアラインは行っておらず、目的に沿ったTheory of Changeを各ファンドが作成している。 • 国際基準は一般的なファンド向けに設定されているため、早期段階のベンチャー企業に投資するファンドには適さないことがあると考えている。 • また、インパクトとESGの混同も問題で、ESGは行動的な側面に関するものであり、インパクトの測定とは異なるため、フレームワークの中にはインパクトの測定に適さないものがある。 • 実際、Ascensionでは2つのレベルでインパクト測定を行っており、1つ目は金銭的な観点や低所得者にリーチできた数といった観点から、ファンドレベルでどの程度貧困プレミアムの削減ができたか、定量的な把握を行っている。2つ目はポートフォリオレベルであり、領域ごとあるいは企業ごとに独自のKPIを設定し、月次または四半期でのインパクトの測定を行っている。 　➢ 投資判断のためのデューデリジェンスプロセスで早期に合意するためには、企業がこれらのKPIに初期段階から関与することが重要である。 • 投資先企業がKPIの情報収集に協力することについては、Side LetterもしくはShareholder Documentの中で記載をしておく。 • ファイナンスの観点から、インパクトに関するKPIをビジネス的な価値提案に関連付けると、企業側はデータ収集に積極的に取り組むようになり、適切な報告がなされるようになる。
GP/LPとの関係	• LPごとに報告の仕方を変えているわけではなく、同じ内容を報告するようにしている。 　➢ ただし、いくつかのLPは、投資先企業との連携に関心を持っており、個別の投資先企業に関する詳細な情報を求めることがある。その場合には個別に対応する。 • 一方で、Better Society Capitalはファンドやアセットクラスの違いを考慮すると、報告の標準化は難しいと考えている。FinTechやエネルギー事業など、セクターごとのKPIをできるだけ統一しようとしているが、それでも難しい状況である。また、標準化が常に良いわけではない。

Ascension　ーヒアリング内容の要約　2/3

トピック	得られた示唆
各Fundのガバナンス	• インパクトレポートの作成については、各ファンドが保有しているデータと知識に準拠しており、外部有識者との連携などは行っていない。 ➢ しかし、ブリストル大学が2016年に貧困プレミアムに関する最初の研究を行い、貧困プレミアムに関する意識向上を目的としたキャンペーンが展開された。このキャンペーンは地方政府や企業、金融庁などのステークホルダーなどがターゲットであり、各ファンドもソリューションを提供していたが、新しいファンドはキャンペーンとの連携をしておらず、資金調達が難しくなっている。 ➢ 現在もキャンペーンとファンドは四半期ごとに協議を続けているところではあるが、関係は以前ほど密接なものではない。 • Fair by Design FundはTechnologyを活用し、貧困プレミアムの解決策を提供する試みとして開始された当初は、貧困プレミアムの解消にはトップダウンの戦略がより効果的と考えられていたが、技術を活用した迅速な解決策が有効であるとわかり、方針変更がなされた。また、ベンチャーレベルのファイナンシャルリターンを確保することも可能であり、貧困プレミアムに関連する成長セクターに投資できることが分かった。 • 当初は資金運用について具体的な見通しがなかったため、ミニマムの収益率を設定したが、直後に別のVCがフォローオンラウンドに参入したため、2件の早期のエグジットがあった。これにより、ファンドの目標リターンを大幅に引き上げ、ファイナンシャルモデルを変更するに至った。 • 実際、過去10年間のグロスで見ても、約3倍のリターンを確保することができている。 • 自治体等との連携については、第3セクターや財団等は地域投資に大きな役割を果たしており、イギリスでは年金基金が地域の規則に従って投資を始めている。しかし、VCはファイナンシャルリターンが求められるため、地域に特化することは難しいと感じている。 • Ascensionは小規模なVCであり、ビジネスモデルが非常にスリムであることから、分業や役割分担は特に行っていない。資金を調達した際には、ポートフォリオディレクターがポートフォリオマネジメントとIMMの両方を担当する。 • 各メンバーが高レベルの責任を持ちながら、全員があらゆる業務に関与する。例えば、デューデリジェンスの際には全員で適切なKPIを設定し、ToCを作り上げる。 • そして、企業側がKPIにどのような反応を示すかを早い段階で確認する。ポジティブな反応を示し、より良いアイデアを出す場合は良い兆候であると考えるなど、KPIはデューデリジェンスのためのツールとしても使用している。 • 多くのことは実践を通じて学ぶが、Better Society Capitalが提供するインパクトトレーニングも有効である。その中では各ファンドマネージャーが集まり、良い事例を学ぶセッションを行っている。

Ascension　ーヒアリング内容の要約　3/3

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	• Ascensionはインパクトファーストというよりも、インパクトとリターンの両立を目指している組織である。 • 例えば、通常の金融ビジネスでは、成長すると利子率を上げるインセンティブが生じ、ビジネスのインパクトが減少する恐れがあるが、Ascensionはビジネスモデルの成長がインパクトと一致することを重要視している。 • デューデリジェンスの期間について、平均的には約1か月となるが、競争の激しい投資では、2～3週間で対応する必要がある。そのため、市場調査会社と提携し、迅速なリサーチを実施している。 ➢ ただし、その領域やTechnologyに関する知識やネットワークを有しているかどうかも、デューデリジェンスの期間に影響を及ぼす。 • VCとして、インパクトとリターンの両立を目指していることから、Exitのパターンも他のファンドと同様である。例えば、AppleにM&Aされた投資先もあった。 • また、投資先の中で最も成長している企業の1つは今後数年以内にIPOに至る可能性もある。 • ただし、このケースは非常にレアなものであり、Exitの多くはトレードセールである（※会社もしくは事業の第三者へ売却）。

Pangaea Ventures

Pangaea Venturesの概要

Pangaea Venturesの組織及び投資の概要は以下の通り。

		Pangaea Ventures
組織概要	国	カナダ、アメリカ、日本
	設立年月	2000年
	設立背景	高いポテンシャルを持ったHard-Techへの投資を通じ、有形のインパクトを創出することを目的として設立。
	Vision	Investing in a sustainable future.
投資概要	投資領域	①気候変動、②食料と水の安全保障、③健康状態の悪化
	投資ステージ	アーリー
	投資先社数	• 現在投資中企業:21 • 累計Exit数:14
	展開しているファンドの特徴	• ハードテックに着目した投資を実施

特徴の詳細：Pangaea Ventures

各投資領域における中長期目標及び進捗状況は以下の通り。

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
CO2 Reduction		By2025		By2030			
	目標	58M tons	30M tons	55M tons			
		年間目標達成率			類型達成率		
	進捗状況	67%	64%	57%	3.1%	6.5%	14%
Fresh Water Saved		By2025		By2030			
	目標	39 B M3	13 B M3	153 B M3			
		年間目標達成率			類型達成率		
	進捗状況	2%	3%	85%	5%	5%	11%
Food Made		By2025		By2030			
	目標	7.7M tons	5.8M tons	50M tons			
		年間目標達成率			類型達成率		
	進捗状況	10%	17%	51%	1.5%	3%	9%
Quality Adjusted Life Years		By2025		By2030			
	目標	10.7M	5M	1.8M			
		年間目標達成率			類型達成率		
	進捗状況	80%	125%	114%	4.8%	6%	7%

特徴の詳細：Pangaea Ventures

中長期目標をセットすることで、進捗状況に大きな変化があった場合にはその理由をしっかりと説明。

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
CO2 Reduction		By2025					
	目標	[illegible]	[illegible]ns				
		[illegible]	達成率		[illegible]	率	
	進捗状況	[illegible]	[illegible]	57%	3.1%	6.5%	14%
Fresh Water Saved				By2030			
	目標	[illegible]	[illegible]	153 B M3			
		年間目標達成率			類型達成率		
	進捗状況	2%	3%	85%	5%	5%	11%
Food Made		By2025		By2030			
			5.8M tons	50M tons			
		年間目標達成率					
			17%	51%	1.5%		9%
Quality Adjusted Life Years		By2025					
			5M				
		年間目標達成率					
	進捗状況	80%	125%	114%	4.8%	6%	7%

ポイント①
- Redlen Technologiesの成長に起因（2021にCanonによるM&AでExit）

ポイント②
- Vestaronの成長に起因（2018から投資実績あり）
- 現在も投資継続中

ポイント③
- Hazel Technologiesの成長（2019から投資実績あり）と、Prime Rootsへの新規出資に起因

ポイント④
- 投資先企業が1億ドルの資金調達を実施

Pangaea Ventures –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• Impact Orientedのファンドとして、どのようにインパクトゴールをセットしたのか（ex.ステークホルダーとのディスカッションを通じてセットしたのか、あるいは、Financial Returnをベースにインパクトと収益のバランスを考慮してセットしたのか） • インパクトゴールの達成のために、IMMのどの要素が重要と考えているのか • フレームワークとしてSDGsを活用していると認識していますが、他の国際基準へのアラインやフレームワークの活用をしているのか
2	GP/LPとの関係	• GP/LPへの関係において、インパクトの創出とFinancial Returnのバランスに関する説明をどのように行っているのか • GP/LP以外のステークホルダーに対しては、Pangaeaの取り組みについてどのような説明をしているのか • シンプルなレポーティングを好む投資家もいると思うが、アセットオーナー向けのインパクトレポートで情報の伝え方を工夫しているのか
3	マネジメントとチーム編成	• Investeeごとに、インパクト目標の設定やToCの策定をしているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームは分かれているのか、各チームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか（ex.研修、採用等） • Financial Returnの見通しや目標をどのように立てているのか
4	Investeeとの関係	• どういう基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的に把握しているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

Pangaea Ventures　ーヒアリング内容の要約　1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクト指標の作成について＞** • Pangaea Venturesは当初よりhard techに限定した投資を検討していたため、それを踏まえ、SDGsの中でどれが一番インパクトを創出する事ができるのか検討を行い7つのSDGs項目を選定した。 • 選定した7つの中SDGsにおいて、容易に測定でき、定量化できる測定基準や指標が必要であると考えた結果、4つの指標（① CO2 reduction、② Lives impacted、③ Food production increased、④ Freshwater produced or saved）を設定した。 • なお、指標は全て組織内で作成し、他のLPからの介入は一切なかった。 **＜国際基準へのアラインについて＞** • 基本的に国際的なフレームワークには準拠しない姿勢を取っているが、Impact Capital Managers(ICM)※1にはメンバーとして加盟している。ICMは独自のフレームワークを発展させるのに役に立つ団体である。実際に、当団体が開催したトレーニングコースをきっかけに、Pangaea Ventures独自のimpact money multiplierを算出するためのインパクト分析フレームワーク（Calculation Model）を作成することができた。 • 上記、インパクト分析フレームワーク（Calculation Model）は社内で創り上げ、ICMのメンバーからも好評であった。 • 当該フレームワークは、ファイナンスに詳しい職員が主となり、MBAのサマーインターン生の力も借りて作り上げることができた。また、投資領域の社会課題やインパクトに係る知識を有する人材も在籍していたので、社内で作り上げることができた。 • 当該フレームワークは、ポートフォリオのすべての企業に対して使用しており、今後は投資の意思決定時やエグジットの際にも当該フレームワークを活用していきたい。

※1：Impact Capital Managers(ICM)とは、管理資産が2500万ドル以上あり、民間企業に投資を行っているファンドのGeneral Partnersが集まる、impact management等のパフォーマンス向上やインパクト投資市場の拡大を目的とした団体。具体的な活動として、メンバー同時のネットワークの促進、impact managementのベストプラクティスの共有、メンバーへの教育などを実施している

Pangaea Ventures　ーヒアリング内容の要約　2/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	＜その他＞ • 投資先のPotential impactを定量化しモニタリングする事が一番重要であると考えるため、Pangaea Venturesはポートフォリオ企業のpotential impactを定量化することに長けていると感じる。 • これまでの経験から、インパクトを創出している企業であるほど、大きな市場に対応しており、そのような企業はスケーリングも早く、財務的にも好調である傾向が強い。 • テクノロジー業界の場合は、インパクトの創出と財務的リターンはtrade offの関係ではない、大きなインパクトを創出している企業であるほど、財務的リターンを得ることが出来ると考える。一方で、マイクロファイナンスの領域ではインパクト創出と財務リターンはtrade off の関係性にあると考える。
GP/LPとの関係	＜LPの傾向＞ • 過去2-3年、Pangaea Venturesが運営するファンドのLPは、インパクトに対して興味を持っておらず、むしろ財務的リターンを重視している傾向にある。 • 投資先がインパクトを全く生み出せていなかったら問題であるが、我々はインパクトよりも投資先企業のチーム編成や、知的財産、取引先を重視している。 • 2年前辺りがインパクト投資に関するハイプサイクル（Hype Cycle）の頂点であったように感じており、LP達も我々が具体的に何をしているのか詳細に理解しておらず、社会課題解決に対して強い興味を持っていないように感じる。 ＜レポーティングについて＞ • プライベート・エクイティ・ファンドであれば投資先企業の詳細な情報を収集する一方、Pangaea Venturesは投資先企業の収益やどれくらい現金を持っているのか、どれくらい雇用しているのかにフォーカスしており、インパクトに関してあまり心配していないため、インパクトに関する詳細なレポーティングは投資先にも求めていない。 • 昨年は25ページ以上のレポートを作成していたが、今年度からは2ページ程度のレポートを作成し、その他の情報はブログやHPで補足する想定である。というのも、投資家やLPは25ページものレポートを読めるほど忍耐力はないように感じる。

Pangaea Ventures　ーヒアリング内容の要約　3/3

トピック	得られた示唆
マネジメントとチーム編成	**＜ToCの策定＞** • InvesteeごとにToCは策定していない。投資先の詳細な情報についてはDDのプロセス時に収集するが、その他の情報についは定期的なレポーティングによって集めている。 **＜人材について＞** • DDに関しては基本的にほとんどのスタッフが関わっているが、ロジックモデルの作成に関しては、財務とインパクトのディレクター（Director of finance and impact）が主導している。
Investeeとの関係	**＜投資先企業のスクリーニングについて＞** • 投資候補のリサーチから決定までは平均して数カ月を要することが多い。 • 投資先企業のスクリーニングでは、企業と会話し、成長が見込めるテクノロジーを有しているのか、事業の持続性が見込めるか等、どれくらいのインパクトを生み出すポテンシャルがあるかを定性的に判断する。 • 定量的なスクリーニングは実施しない一方、DDのプロセスでれくらいのインパクトを創出する可能性があるのか、独自のフレームワークを活用しながら、より詳細かつ定量的な分析を行う。 **＜エグジットについて＞** • エグジット時には投資先企業の持続可能性や自立してもらいたいと考えているが、エグジット後にM&AかIPOを選択するのは投資先企業次第である。ほとんどの場合は、M&Aを選択するケースが多いが、たまにIPOの選択肢を取る企業もある。

GAWA Capital

GAWA Capitalの概要

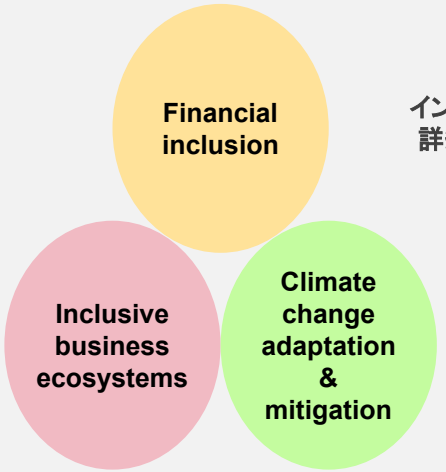
GAWA Capitalの組織及び投資の概要は以下の通り。

	GAWA Capital	
組織概要	国	スペイン
	設立年月	2010年
	設立背景	脆弱なコミュニティの生活を改善するために、資産構築を支援し、総合的なレジリエンスを育むことを目的として設立
	Vision	Transforming the lives of vulnerable communities
投資概要	投資領域	発展途上国を中心に南アメリカ、北アメリカ、アフリカ、アジア地域に対して投資を実施しており、以下の領域に主眼を置いて資金提供を実施 ① **金融包括** :マイクロファイナンス機関や中小企業向けの融資を通じて、金融サービスへのアクセスを拡大 ② **農業** :農業関連のプロジェクトや中小農家を支援し、持続可能な農業の発展を促進 ③ **気候変動** :気候変動への適応と緩和を目指すPJに投資し脆弱なコミュニティのレジリエンスを促進
	投資ステージ	N/A （※KUALI FUNDの場合は主にグロースだがアーリーも含む）
	投資先社数	• 現在投資している企業数:35社
	展開しているファンド	• GAWA MICROFINANCE FUND (GMF) • GLOBAL FINANCIAL INCLUSION FUND (GFIF) • MAGALLANES IMPACTO FIL • HURUMA FUND • KUALI FUND – FUNDRAISING ※各ファンドの詳細については後続スライドにて解説。

フレームワークの使用例①:VC全体のインパクト目標設定

GAWA Capital(以下、GAWA)では組織全体のインパクト目標の作成において、SDGsや5 Dimensions of Impact等のフレームワークを使用している。

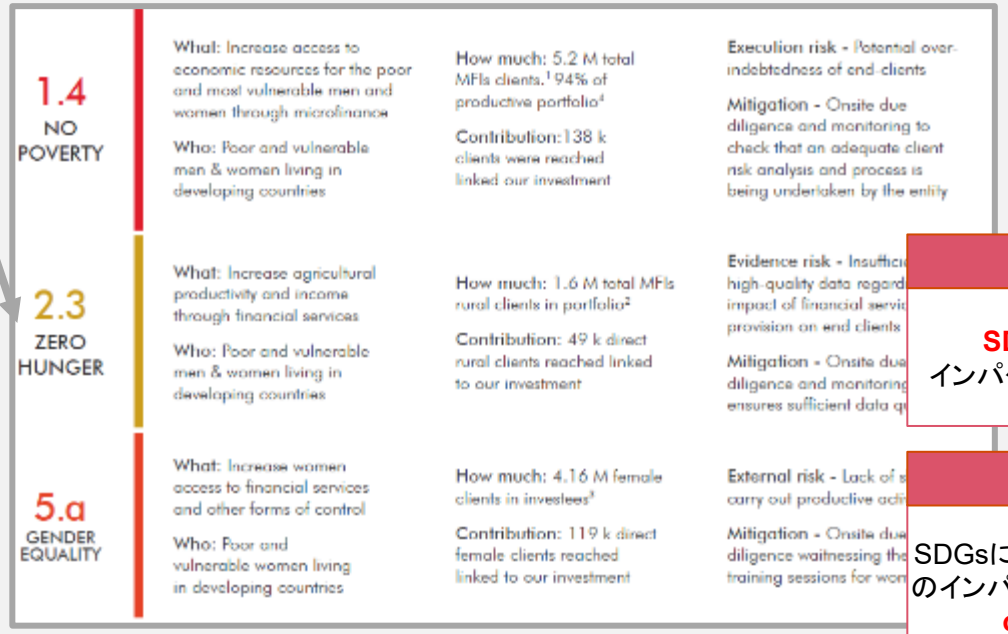
GAWAのインパクト目標



インパクト目標の詳細化・具体化

FOSTERING EMPOWERMENT, RESILIENCE AND SUSTAINABILITY

- XXXX
- XXXX
- XXXX
- XXXX
- ⋮



1.4 NO POVERTY	What: Increase access to economic resources for the poor and most vulnerable men and women through microfinance Who: Poor and vulnerable men & women living in developing countries	How much: 5.2 M total MFIs clients.[1] 94% of productive portfolio[4] Contribution: 138 k clients were reached linked our investment	Execution risk - Potential over-indebtedness of end-clients Mitigation - Onsite due diligence and monitoring to check that an adequate client risk analysis and process is being undertaken by the entity
2.3 ZERO HUNGER	What: Increase agricultural productivity and income through financial services Who: Poor and vulnerable men & women living in developing countries	How much: 1.6 M total MFIs rural clients in portfolio[2] Contribution: 49 k direct rural clients reached linked to our investment	Evidence risk - Insuffici high-quality data regard impact of financial servi provision on end clients Mitigation - Onsite due diligence and monitoring ensures sufficient data q
5.a GENDER EQUALITY	What: Increase women access to financial services and other forms of control Who: Poor and vulnerable women living in developing countries	How much: 4.16 M female clients in investees[3] Contribution: 119 k direct female clients reached linked to our investment	External risk - Lack of s carry out productive acti Mitigation - Onsite due diligence waitnessing the training sessions for wom

Point①

SDGsを使い詳細化された
インパクト目標の中のトピックを設定

Point②

SDGsに基づき設定されたトピックの中のインパクトについては**5 Dimensions of Impactをもとに策定**

フレームワークの使用例②：IMM（Pre-ScreenからExitまで）

GAWAは体系化されたプロセスで、フレームワークを効果的に使い分けてIMMを実施している。

大ステップ	概要＆小ステップ	使用されているフレームワーク・指標
1 Pre-screen	**インパクトに関する基準をもとに評価を行い、候補となる投資先をスクリーニング** ① インパクト創出のポテンシャル評価：GAWAのインパクト目標を満たす可能性をアウトプットとアウトカムの観点から評価 ② 社会的/環境的リスク評価：独自/第三者ツールを用いて、環境/社会に対する潜在的なリスクと機会を特定 ③ 投資先企業の成長可能性：投資候補の企業のイノベーションや成長に関する可能性を評価 ④ 除外基準に基づく選定：GAWAのインパクト目標にそぐわない企業や業界への投資を避けるために除外基準を設定	②で使用される第三者ツールについて言及なし
2 Due Diligence	**スクリーニングされた候補先に対して、投資の予想インパクトを詳細に分析** ① インパクト及び財務加重分析：IMPや独自の分析フレーワークを使い、アウトカムとインパクトのポテンシャルについて評価 ② ESGリスク評価：Alinus/SPI4 Cerise（マイクロファイナンス機関向け）、IRIS+、IFCのEHS(Environment, Health, Safety) GuidelineやPerformance Standardsをもとにリスク評価を実施 ③ TAプロジェクトアイデア策定：最終受益者へ良いサービスを提供するための予備的なTAプロジェクトアイデアを設計 ※TAは投資先にテイラーメイドで策定される ④ ステークホルダーエンゲージメント：コミュニティメンバー、従業員、最終受益者などの関連ステークホルダーと関わり、インパクトに関するインサイトを収集	IMPACT MANAGEMENT PROJECT IRIS+ SPI4 ALINUS IFC
3 Investment Decision	**インパクト創出に重点を置き、最終的な投資先を決定** ① インパクト及び財務加重分析：社会的/環境的インパクトだけでなく財務的リターンも踏まえた評価を実施 ② 契約文書作成：環境的インパクト目標と投資先企業に求める要件を記載した文章を作成	
4 Monitoring	**投資後はインパクトに関する継続的なモニタリングと投資先のマネジメントを実施** ① インパクトモニタリング：投資先に四半期ごとのインパクトレポート（定性的および定量的データを含む）を提出させ、事前に設定した目標を満たしているかチェック。目標未達の場合は事業の方向転換を実施。 ② TAプロジェクトの実施：TAプロジェクトには独自の指標とKPIがあり、月次または四半期ごとのレポートをGAWAのTAチームと投資チームがレビューする	
5 Exit	**将来の意思決定に役立てるために、インパクトパフォーマンスに関する評価を実施** ① インパクトスコア審査：投資家が選出した第三者監査機関によって最終的な社会的インパクトについて監査を実施 ② 変革評価：TAプロジェクトのKPI達成率と投資先企業の成長への貢献をファンドレベルで評価 ③ インパクト評価：OECD DAC Evaluation Criteriaに基づき、アウトカムとインパクトの達成率を評価 ④ 改善：投資の課題と成功点を振り返り、今後のインパクト投資を改善を図る	 OECD DAC Evaluation Criteria

(参考)IMMの手法に係る文章から見えるポイント

インパクトレポート(2023年版)の序文に記載されているIMMアプローチの説明文から、ポイントと考えられる点は以下の通り。

Point ①

- **インパクトチームと投資チームが密に連携を取りながら**IMM(Pre-screenからExitまで)を進めている。

Point ②

- 文章からインパクトゴールの達成を前提としていることが読み取れ、**インパクトゴールの達成に重点を置いたIMMを実施している。**

Point ③

- 社会的/環境的な目標を達成するために、投資先に対する**支援プログラムを提供している。**

Point ④

- **独自のフレームワークと第三者機関によるフレームワークを使い**IMMを実施している。

※ 注意すべき点

- 「社会的/環境的インパクトを生み出しながら、財務的リターンも求める」との記載から、**インパクトファーストよりもファイナンス＆インパクト両立型のファンド**を運営している。

1.3. IMPACT MANAGEMENT APPROACH[1]

インパクトレポート(2023年版)の序文より抜粋

GAWA Capital integrates impact and financial considerations at every stage of the investment process with staff members of both areas,①Impact and Investment team, working closely and simultaneously, from pre-screen to exit.※This integration ensures that our investment decisions align with our commitment of generating positive social and environmental outcomes alongside financial returns.

②The companies we invest in are like tools to achieve the intended social or climate objective.
③Our approach is to refine those tools and improve them during the life of the investment using Technical Assistance. As a result, it is key to assess the current impact and what can be improved and achieved over time.This process consists of assessing the business' current impact, identifying potential improvements, setting up some targets, implementing the Technical Assistance and providing the capital, and measuring whether the intended impact has been achieved.

④GAWA Capital employs a combination of third-party and in-house frameworks, standards, and tools to systematically assess and manage impact throughout the investment lifecycle.

GAWA Capitalが関わる5つのファンド

GAWA Capitalは、GAWA Microfinance Fund, Global Financial Inclusion Fund, Huruma Fund, Kuali Fundの運営を行い、Magallanes Impacto FILには投資のアドバイザリーを設置。

		ファンドサイズ	ファンド概要
1	GAWA MICROFINANCE FUND (GMF)	€20.4 million (約33億円)	• 2010年9月設立。スペイン政府外務省所管のスペイン国際開発協力機関(AECID)※1とスペイン国際開発金融公社(COFIDES)※2の協力のもと、発展途上国におけるマイクロファイナンス機関や中小企業への投資に焦点を当て投資を行う。
2	GLOBAL FINANCIAL INCLUSION FUND (GFIF)	€ 32.3 million (約52億円)	• 2014年9月設立。マイクロファイナンス機関や中小企業への貸付を行う金融業者に焦点を当て投資を行う。ラテンアメリカとアジアの8カ国計10件の投資を行っている。
3	HURUMA FUND	€120 million (約195億円) ※Blended Finance	• 2019年12月設立。ラテンアメリカ、アジア、アフリカの農村部と農業に焦点を当てた当ファンドは、Blended Financeを採用しており、COFIDESが管理するEU資金€ 10 million(ファーストロストランシェ※3)とAECIDが€ 20 million(劣後債)を提供することで民間投資家のリスクを軽減させる方針を取っており、民間から約€ 90 millionの投資を得ている。
4	KUALI FUND	€250 million (約406億円) ※Blended Finance	• 民間投資家のリスクを軽減するためにBlended Financeを採用しており、EUや緑の気候基金(Green Climate Fund)、COFIDESが公的資金を提供している。また、現在、商業化段階(準備段階)にあり、ラテンアメリカとインドにおける気候変動に脆弱なコミュニティの支援を行うと同時に、気候変動対策に取り組む企業や個人への支援も行っている。
5	MAGALLANES IMPACTO FIL	€23 million (約37億円)	• 2018年9月に設立。スペイン初のオープンエンド型インパクト投資ファンド※4として、ラテンアメリカとアジアの金融包摂(Financial Inclusion)に焦点を当て、マイクロファイナンス、SMEファイナンス、教育ファイナンスの分野をカバーしている。

(※1) 貧困の防止と持続可能な社会発展に貢献することを目的とした国際協力に関するスペインの主要機関。
(※2) 外国へのインフラプラント輸出プロジェクトを中心に融資を行う半官半民の開発金融機関。
(※3) トランシェ(Tranche)とは、金融市場で証券化商品や債券をリスクレベルや利回りに応じて複数の部分に分割することをす。ファーストロストランシェは証券化された資産の中で最もリスクが高い部分を指し、資産ポートフォリオに損失が発生した場合に最初に損失を被る。 当文脈では公的資金がファーストロストランシェとしてロスに対するクッション的役割を果す。
(※4) オープンエンド型とは、投資信託の一形態で、投資家がいつでも追加購入や解約・換金ができる柔軟な構造を持つファンドを指す。(対義語:クローズエンド型)

GAWA Capital－ヒアリングの質問事項

	トピック	質問事項
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• インパクト・ファーストファンドとして、どのようにインパクト目標を設定しているのか • インパクトゴールの達成度合いを測定するためのKPIや指標はどのように設定しているのか • どのような動機でIMMを実施しているのか • HURUMA FUNDとKUALI FUNDのように、Blended Financeで公的資金を運用している場合、IMMや情報開示の方法は他の場合と異なるのか • インパクトゴールを達成するために、IMMにおけるどの要素が一番重要であると考えるか • GAWA Capitalは、GIINやImpact Frontiersが提供する多様なフレームワークを使用しているが、どのようにフレームワークを使い分けているのか
2	GP/LPとの関係	• GPやLPとの関係において、インパクト創出と財務的リターンのバランスをどのように説明しているのか • GPやLP以外のステークホルダーに対して、組織の活動やインパクトをどのように説明しているのか • 一部の投資家はシンプルな報告を好むかもしれないが、アセット・オーナー向けのインパクトレポートはどのように記載しているのか
3	各ファンドにおけるガバナンス	• ファンドレベルでインパクト目標やToCを設定しているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか
4	Investeeとの関係	• どのような基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的な把握をしているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

GAWA Capital－ヒアリング内容の要約 1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクトゴールの設定＞** • GAWA全体の目標は「社会的弱者の生活をより良くすること」である。この目標を達成するために、各ファンドは金融包摂などの特定のトピックに焦点を当て、それぞれの領域で具体的な目標を設定している。 • **ファンドにおけるインパクトゴールは時代の変化に合わせてアップデートしている。** ➢ 2015年頃、マイクロファイナンス市場が成長し、多くの低所得者が金融サービスにアクセスできるようになった。しかし、農家は依然として金融サービスへのアクセスが難しく、ローンを組むことができない状況にあった。そこで、当初ファンドで設定していた「全員に金融サービスを提供する」という目標から、「農家が金融サービスにアクセスできるサービスを提供する」という具体的な目標に変更した。 • 特定のトピックや地域に絞ってインパクトゴールを設定すれば、創出するインパクトを最大化させることは容易かもしれないが、経済的リターンを得ることは難しいため、インパクトゴールの具体性と経済的リターンはトレードオフの関係性にあると考える。 **＜インパクトゴール設定から投資決定までの流れ＞** • まず初めに取り組みたい社会/環境課題を選定し、インパクトゴールを策定する。その後、ToC等を作成し、具体的な投資戦略を立てどの企業に投資を行うべきか決定する。そして最終的にどれくらいの財務的リターンを得ることができるか予想を立てる。 • なお、財務的リターンがあまり期待できなかったり、投資リスクが高い場合、ファンドによってはBlended Financeを活用し、公的資金がファーストロストランシェとしてロスに対するクッション的役割を果すようにしている。

GAWA Capital－ヒアリング内容の要約 2/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜指標の設定＞** • ファンドや組織が何を実現したいか明確に把握していれば、ToCやKPIを設定することは容易である。一方で、曖昧な戦略やToCであると、KPIを設定することは難しくなると考える。 **＜フレームワークや指標＞** • GIINが提供するフレームワークは頻繁に使用している。特に我々のファンドが設定するKPIや投資戦略についてはIRIS+がベースとなっている。 • GIINが提供するフレームワークの他にも、Impact FrontiersのABC分類等、様々なフレームワークをもとに独自のフレームワークやシステムを創り上げている。
各ファンドにおけるガバナンス	**＜ToCの設定＞** • 各ファンドレベルでToCを設定している。 • 各地域や各トピックに特化したToCを策定するために、専門家を起用している。例えば、農業に関する場合は農学者を採用し、専門家の知見も踏まえてToCを策定している。 **＜職員のIMMに関する知識獲得＞** • GAWA Capitalのスタッフは全体で12人であるが、TAを実施する専門家やコンサルティング会社は外部に依頼している。なお、スタッフは、前職の経験によりIMMの知見を有している。ただ、職員を雇用する場合は彼らの知識量や専門性よりも、組織が掲げるミッションや考えに同意し、パッションを持っている人材を雇うようにしている。

GAWA Capital－ヒアリング内容の要約 3/3

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	**＜Lean Dataの収集＞** • ファンドが設定したToCが実際に機能しているかを確認するため、60 Decibelsと連携し、最終受益者の生活の質が本当に向上しているのかLean Dataを通じて確認を行っている。なお、Huruma FundのようなBlended Financeを活用しているファンドにおいては、Lean Dataの収集にかかる費用はEuropean Commissionやスペイン政府からの公的資金で賄っている。 ➢ Huruma Fundは、EUの助成金を戦略的に活用する仕組みの下で、スペイン政府が所有する企業（COFIDES）が主導するプロジェクトとして進められている。 **＜投資先組織のモニタリング＞** • 3つの視点でモニタリングを行っている。 ① 本当に我々がターゲットとしている領域で変化が起きているのか。（例：農家をターゲットとした金融包摂をテーマとしているファンドの場合、ファンドからの資金提供によって、投資先のマイクロファイナンス機関が本当に農家に対してサービスを提供するよう変化しているのか確認を行う） ② アウトプットの観点として、どれくらい製品やサービスが最終受益者に届いているのか。 ③ アウトカムの観点として、最終受益者の生活の質がポジティブに変化しているか。 • 投資先企業が最終受益者にサービスを提供しているかは、企業のCEOに話を聞くことで簡単に確認できる。また、どれくらいの製品やサービスが販売され、最終受益者の手に渡ったかについては、S&P Globalが提供するiLEVEL Portfolio Monitoring Softwareを活用している。このITサービスを利用することで、ポートフォリオに含まれる企業のパフォーマンスを視覚化および分析することが可能になる。 **＜TAの提供＞** • 特定領域における変化を起こすために、投資先企業は資金も必要であるが専門知識も必要であるため、TAを提供している。 **＜Exitのタイミング＞** • デッドファイナンスの場合、返済期限が決められているが、プライベートエクイティの場合はエグジットのタイミングを見計らうことが重要である。また、投資先企業を誰に売却するかも重要な要素である。企業を売却した後も、その企業がインパクトを創出し続けられるような組織に売却しなければならない。ただ、その場合、売却益を最大化させることは難しいかもしれない。

Calvert Impact

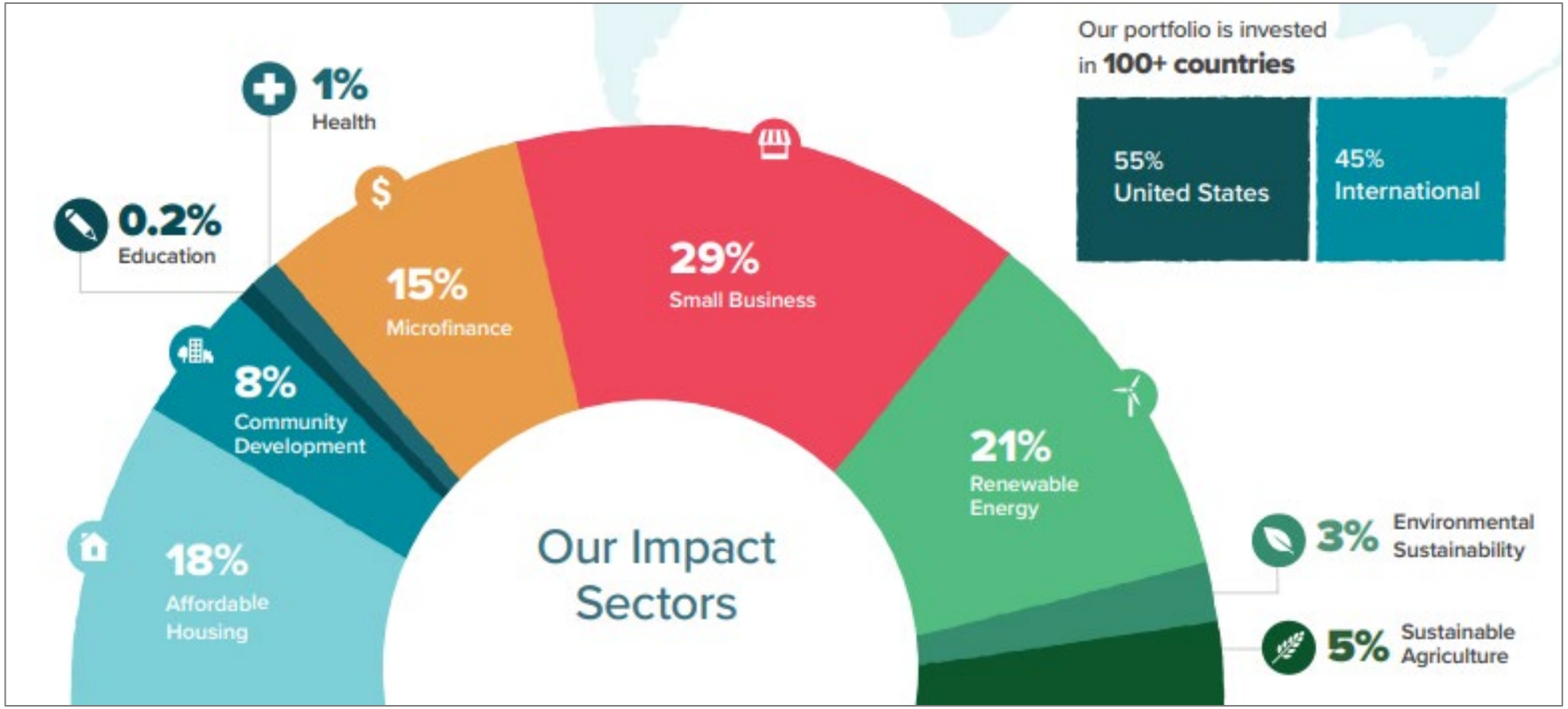
Calvert Impact の概要

Calvert Impactの組織及び投資の概要は以下の通り。

		Calvert Impact
組織概要	国	アメリカ
	設立年月	1995年
	設立背景	コミュニティへの直接投資が良い投資であるとして、Ford Foundation、MacArthur Foundation、Mott Foundationの支援を受けて設立
	Vision	The world can be different. And it's going to make the world different.
投資概要	投資領域	※後続スライドにて説明
	投資ステージ	N/A
	投資先社数	N/A
	展開しているファンド	Calvert Impactが親組織として存在し、その下に下記の組織・ファンドが存在している ・Calvert Impact Capital：Community Impact Note、Syndication & Structuring Services ・Calvert Impact Climate：New product focused on reducing carbon emissions ・Calvert Impact Small Business：New product focused on unbanked small business なお、組織体系が複雑であり、Calvertが運営しているファンドについては更なる調査が必要

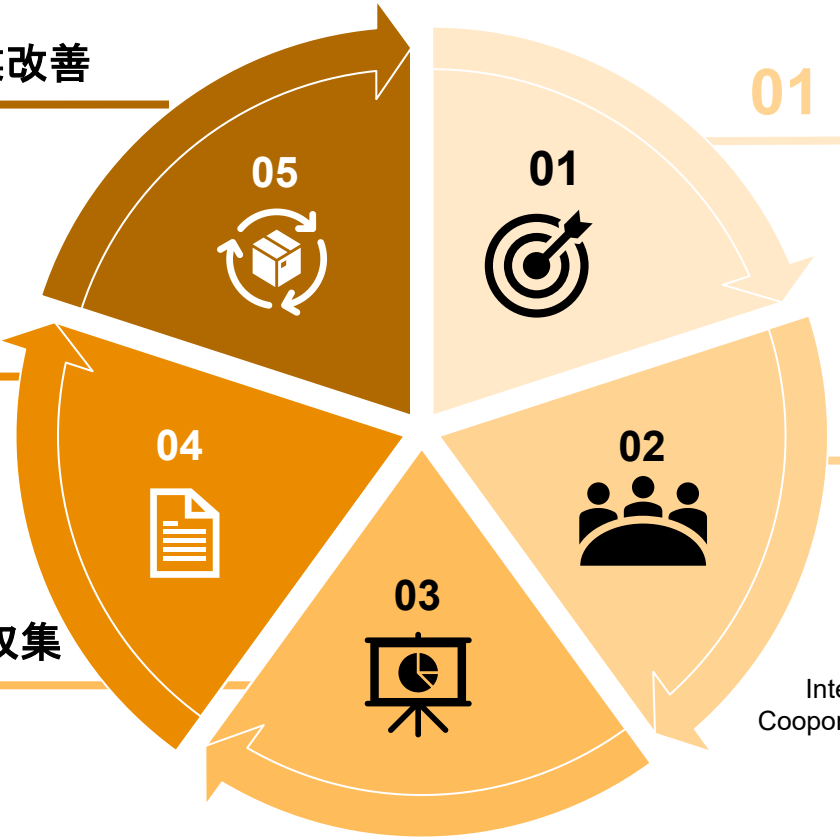
投資領域の全体像

Calvertは国外の再生可能エネルギーや、アメリカ国内の小規模ビジネスへの資金提供も行うなど、多岐にわたるセクターと地域で活動を行っている。



Calvert ImpactがIMMにおいて使用するフレームワーク一覧

CalvertはIMMの各フェーズにおいて、多様なフレームワークを使い分けている。



01 投資戦略と目標の設定（ToC）

SDGs
GIIN GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK

02 スクリーニング＆DD

Interfaith Center on Cooporate Sustainability※1

5 Dimensions of Impact

AERIS※2

IMPACT FRONTIERS

03 モニタリング＆データ収集

HIPSO
IRIS+

HIPSO※3

04 外部へのレポーティング＆情報開示

Operating Principles for Impact Management

IMP+ACT ALLIANCE

IMP+ACT Alliance※4

05 投資評価（振り返り）＆事業改善

BLUE MARK

(※1) 米宗教系投資団体。当該団体は米機関投資家と連携し、米国企業の社会的責任を推進するために活動している
(※2) インパクト投資のための評価および情報サービスを提供する団体。CDFIのためのリスク管理基準を策定し、CDFI業界におけるIMMの実践にむけた支援を行っている
(※3) 世界28か国の開発金融機関（DFI）が協力して策定した開発分野における指標。報告基準を統一することで、報告の負担を軽減することなどを目的として作成された
(※4) IMP+ACT Allianceは公的な機関や一般社会向けのテクノロジー開発を行うイニシアチブであり、ロンドン市やドイツ銀行、IMPの支援を受けながら運営されている。これまでにインパクト投資の社会的および環境的インパクトを分類するためのIMP+ACT分類システムを開発している

フレームワークの使用例①：インパクト指標のカテゴリー分類

インパクトレポートでは、インパクト指標をカテゴリー分けする際に、SDGsとの対応関係を示している。

Point

- **インパクト指標の分類分けを行う際に、SDGsを活用している。**

例）「資金提供を行った学校の数」→「4. Quality Education」

IMPACT DATA

Impact Data and the SDGs

METRIC	SDG(S)	SECTOR(S)	FY 2023 DATA	IRIS+CODE
Value of community facilities	8, 10, 11		$1,022,477,085	PI2410
Number of student seats at completed projects	4		205	PI4060
Number of students enrolled	4		774	PI2822
Number of teachers employed	4		70	OI5896
Number schools financed	4		11	PI8007
Acres of land managed sustainably	13, 15		851,477	PI6796
GHG emissions avoided due to conservation, agroforestry, and waste reduction ($mtCO_2e$)	13, 15		2,395,528	OI6774
Tons of waste reduced	12, 13, 15		12,575	OI7920
Water conserved (gallons)	6		4,761,998,735	OI4015
Number of people gaining access to improved drinking water	6		330,400	PI2822

RS
able Housing
unity
opment
tion
nmental
nability
Health
Microfinance
Renewable Energy
Small Business
Sustainable Agriculture

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS (SDG)

フレームワークの使用例②：Impact Principlesへの準拠

Calvertは毎年、Impact Principlesへの準拠に関する開示報告書を公表（Disclosure 2023ver）

Impact Principlesへの準拠度に関して、CalvertはBlue Markより、最高評価であるAdvanced評価を継続的に受けている。

Impact Principles		Calvertの取組概要	BlueMark(※1)の評価
戦略上の意図	Principles 1	• SDGsなどの目標に沿った**戦略的インパクト目標を定義**する • **インパクト目標と投資戦略一貫性を確保**する • 意図されたポートフォリオの規模はポートフォリオの投資金額に見合ったものか確認する	ADVANCED(※2)
	Principles 2	• ポートフォリオ全体の**インパクトを管理するプロセスを策定**する	ADVANCED
組成とストラクチャリング	Principles 3	• マネージャーは、各投資における**インパクト目標の達成への貢献度合いを説明する文章をエビデンスを元に作成**する	ADVANCED
	Principles 4	• マネージャーは投資によって生み出されるポジティブなインパクトを事前に予測し、**どれくらい当初目標を達成しているのか評価** • 同時に創出する**インパクトに影響を与える可能性のあるリスクを特定する**	ADVANCED
	Principles 5	• 各投資における環境、社会、ガバナンス**(ESG)リスクを特定**し、回避を行う。なお、回避が不可能な場合には、リスクを緩和および管理するよう努める	ADVANCED
ポートフォリオ管理	Principles 6	• 各投資において、当初期待されていたインパクトと比較し、**ポジティブなインパクトの目標達成に向けた進捗をモニタリング**する	ADVANCED
エグジット時のインパクト	Principles 7	• インパクトの持続可能性を考慮した上で、**エグジットを実施**する	ADVANCED
	Principles 8	• 各投資の**インパクトパフォーマンスをレビューし、文書化**する • 当初期待されていたインパクトと実際に創出されたインパクトを比較し、**将来の意思決定に向けて事業改善を行う**	ADVANCED
独立検証	Principles 9	• Impact Principlesへの整合性について定期的に**独立した検証を実施し、検証結果を公表**する	ADVANCED

※1） インパクト測定・マネジメントに係る独立検証機関。インパクト投資における信頼や説明責任の向上を目的とし、特にImpact Principlesとの整合性を評価するための外部検証を実施している。
※2） Impact Principlesの各原則に対し、どれくらい準拠できているのか「Advanced」「High」「Moderate」「Low」の順序で評価が実施される。
そのうち、AdvancedはImpact Principlesの準拠に対する最高評価である。

（参考）BlueMarkにおける評価について

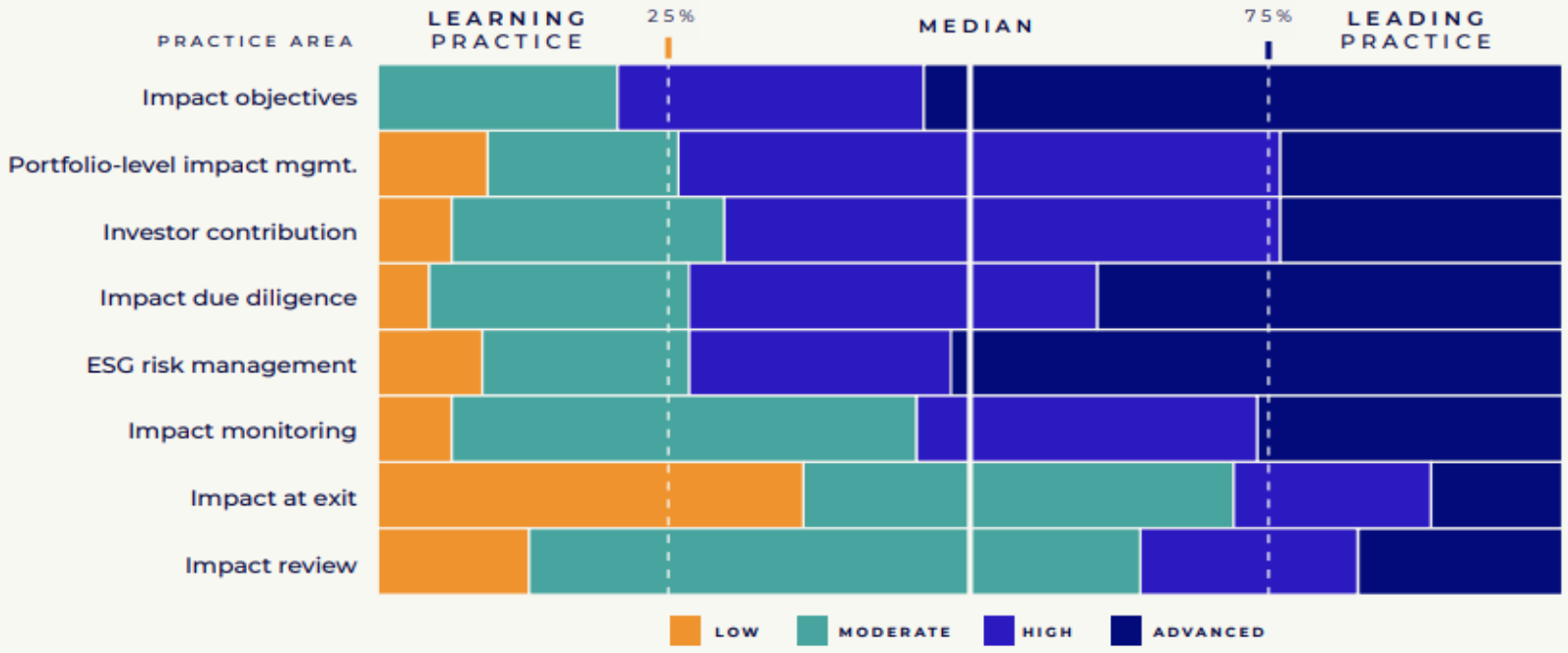
BlueMarkでは独自の審査基準に基づき、Advanced>High>Moderate>Lowの順序でImpact Principlesの各原則に対する評価付けを行っている。

なお、Impact at exitやImpact Reviewなど原則によっては、Advancedの取得率が25%以下となっている。

FIGURE A

2024 Practice Benchmark

BlueMark's aggregate ratings of investor alignment with eight key impact practice areas.[9]



参照：Making the Mark V（2024）https://bluemark.co/app/uploads/2024/10/making-the-mark-v.pdf

インパクト目標の策定

事前ヒアリングで「具体的なインパクト目標を設けるべき」という意見があったとおり、Calvertでは情報公開はしていないものの、具体的なインパクト目標を設定している。

戦略策定に関する発言

- ファンド目標や戦略が不明確であると、レポーティングのためのIMMとなってしまう。**ファンド目標の達成に向けて、戦略や目標を明確化すべきである**
- **達成したい目標を具体的に設定し**、その達成状況を定量的に報告している組織は好事例として考えられる
- ファンドが**インパクトゴールやインパクト戦略を明確化することで**IMMの意義が増す

＋

Calvertの取組

2020-2022 Strategic Plan (Link)

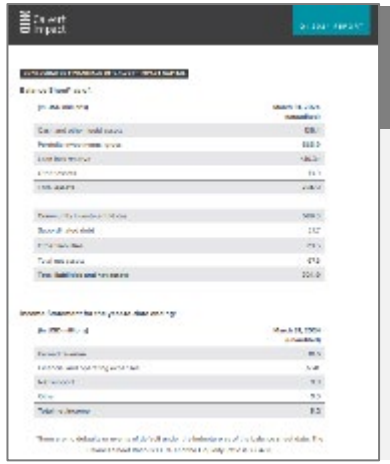
2023-2025 Strategic Plan (Link)

- 2年ごとに全体の戦略プランを説明する10数ページにわたる資料を公表

※なお、資料の内容は**具体的（定量的）なインパクト目標ではなく、資金調達や、IMM、ポートフォリオ戦略、Syndications等の大きな方向性を示したもの**である

財務に関する情報開示

Calvertは、組織全体の財務情報を四半期ごとに公表し、第三者機関（Johnson Lambert）による監査結果も毎年公表しており、積極的に財務情報を開示している。

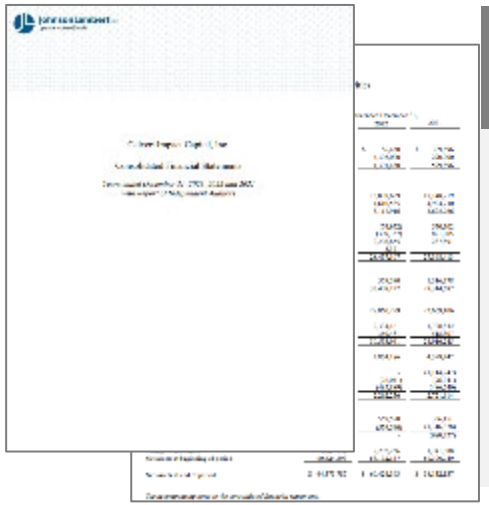


「Calvert Impact Capital Quarterly Reports」（四半期報告書）での財務情報の公開

当該団体が公開している四半期報告書では

- コミュニティ投資に関する最新情報
- 活動のハイライト
- **財務情報（貸借対照表と損益計算書）**

について情報公開している



監査機関が作成した「Consolidated Financial Statements 」（連結財務諸表）の公開

当資料では

- 独立監査法人の報告書
- 連結財政状態計算書
- 連結活動計算書
- 連結キャッシュフロー計算書　等

組織全体の財務情報について情報公開している

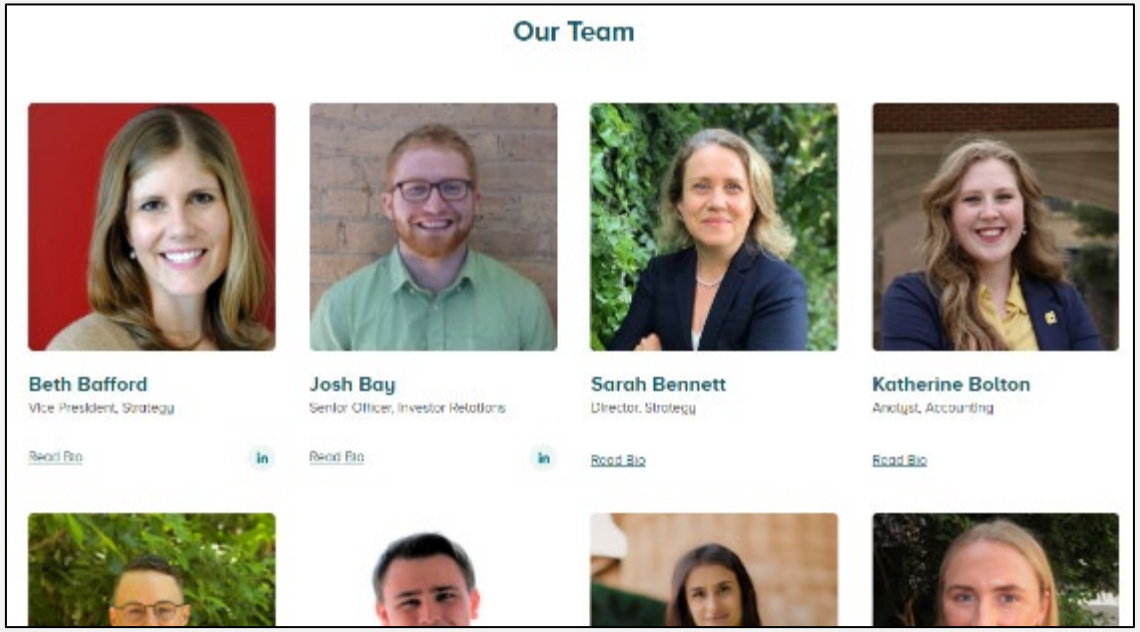
国内有識者

呼び水効果について

- 社会課題（特に地域課題）の解決に向けて、信用金庫や地方銀行のファンドからの参入を促進する必要がある
- そのために**今後はインパクト投資の文脈でも財務に関するリテラシーの向上させることは重要である**

チーム編成

Calvertでは、投資チームとインパクトマネジメントチームを設け、連携しながらIMMを実施している。



チーム名（※一部抜粋）	人数
investments (投資)	6
Strategy (戦略)	4
Risk Management (リスク管理)	2
Impact Management (インパクトマネジメント)	2
Investor Relations (投資家関係)	2
General Counsel (法務顧問)	1
Loan Administration (ローン管理)	1
Asset Management (資産管理)	1

Calvert Impact－ヒアリングの質問事項

	トピック	質問事項
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• インパクト・ファーストファンドとして、どのようにインパクト目標を設定しているのか • インパクトゴールの達成度合いを測定するためのKPIや指標はどのように設定しているのか • どのような動機でIMMを実施しているのか • Calvert Impactは2年おきに組織全体における大きな目標を公表しているが、定量的かつ具体的なインパクトゴールも別に設定しているのか • Calvert Impact はGIINやImpact Frontiersが提供する多様なフレームワークを使用しているが、どのようにフレームワークを使い分けているのか • どれくらい正確にImpact Principlesで提示されているプロセスに沿ってIMMをすすめているのか
2	GP/LPとの関係	• GPやLPとの関係において、インパクト創出と財務的リターンのバランスをどのように説明しているのか • 一部の投資家はシンプルな報告を好むかもしれないが、アセット・オーナー向けのインパクトレポートはどのように記載しているのか • Calvert Impactは第三者の監査を行い、財務情報を積極的に開示しているが、財務情報を開示する動機は何か。また、財務情報を開示することによって、民間資本の呼び水効果などポジティブな効果はあったのか。
3	各ファンドにおけるガバナンス	• ファンドレベルでインパクト目標やToCを設定しているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか
4	Investeeとの関係	• どのような基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的な把握をしているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

Calvert Impact　ーヒアリング内容の要約　1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクトゴールの設定＞** • インパクトゴールはCalvert全体の戦略と個別ファンドの戦略の両方を直接的に考慮し、内発的動機に起因してセットされている。 • セットされたインパクトゴールはアウトカム指標やアウトプット指標などの進捗状況も含めてステークホルダーにレポートしている。 • これは循環的・反復的なプロセスであり、全体戦略とインパクトゴール、インパクト指標は連動している。 **＜国際フレームワークの活用＞** • 投資管理のライフサイクルには、戦略設定、ソーシング、DD、投資、モニタリング、Exit、フィードバックなど、いくつかのステージがあるが、それは循環的なプロセスである。 • 国際フレームワークは、ライフサイクルの異なるプロセスで使用しており、例えばIRIS+はモニタリングのプロセス、Impact Principlesの9原則はDDのプロセスなどで使用している。 • 新しいツールやフレームワークを導入する場合には、投資管理のライフサイクルのどのプロセスに適しているかを考えることが重要である。 **＜インパクト指標＞** • Calvertではデッドファイナンスが多いが、社会的企業に直接投資するのではなく、主にファンドに対する投資を行っている。 • どのようにKPIをセットしているかについては、全体戦略やToCと関連しており、投資家のインパクト重視への行動変容、中間支援組織の強化、コミュニティへの影響（ex.雇用の創出、生活賃金の確保、健康状態など）という3つのレイヤーで評価を行っている。 • これらの3つのレイヤーについて、ファンドからデータを収集した上で進捗状況をモニタリングしている。

Calvert Impact　ーヒアリング内容の要約　2/3

トピック	得られた示唆
GP/LPとの関係	**＜GP/LPとのコミュニケーション＞** • 財務的リターンをインパクトによって補うことができるとは考えておらず、財務的リターンとインパクトをそれぞれ独立して評価し、両方を重視している（財務とインパクトのツインタワーである）。 • インパクトについては、セクターやプロダクトごとにToCを作成して評価を行った上で、GP/LPには財務的リターンとインパクトの両方をレポートしている。 • Calvertではデッドやエクイティなど複数の投資を扱っており、ポートフォリオも多様であるが、特にコミュニティ投資では約7000人の個人および機関投資家がステークホルダーとなっている。（個人は20ドルから投資ができる） • ウェルスマネージャーは主要なステークホルダーであり、彼らは顧客である富裕層にインパクトを説明する必要がある。 **＜財務情報の開示＞** • Calvertでは四半期および年次の財務監査を開示しているが、これはSEC（証券取引委員会）、ブルースカイ法（米国の各州が独自に制定した証券取引法の総称）、各州のコミュニティ投資関連法などといった規則の開示要件に従うことと、組織文化として透明性を重視していることの両方が理由・動機となっている。 • また、米国環境保護庁（EPA）から大規模な助成金を受けていることから、米国連邦政府への報告も行っている。 • インパクトのレポートの作成は規則として求められておらず内発的に行っている一方、財務情報のレポートの公表は規則に従ったものであるという違いはある。

Calvert Impact　ーヒアリング内容の要約　3/3

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	**＜インパクト測定＞** • インパクトゴールの達成に向けた進捗状況のモニタリングは、内部的にはImpact Rating Systemによって実施されており、それはインパクトDDツールとも連動している。 • トップダウンとボトムアップの両方のアプローチを取り、投資先のファンドが既にインパクトフレームワークを持っている場合はボトムアップで進め、重要な指標について認識合わせを行う。 • 対して、投資先ファンドがインパクトフレームワークを持っていない場合にはトップダウンで彼らのToCなどを読み解き、適切なKPIを設定する。これによって、インパクト指標の収集とレポーティングのチューニングを行う。 • 投資領域に関する専門性を持つファンドマネージャーが、例えば地域・国などの地理的な専門性を持つスタッフと連携して、サスティナブルな土地の面積や女性の経営者数など定量的な目標をセットし、そのモニタリングを行っている。 • また、60 Decibelsと連携して、最終受益者に対する調査を行い、QOLの向上に関する評価も行っている。 • システム全体の変革を目指し、構造的な問題に取り組むファンドに投資を行っていることから、大きな課題を解決できているかについても評価している。 **＜Exit＞** • Calvertでは主にデッドファイナンスを行っており、満期時にファンドからの返済を受けている。 • その際に、必要に応じてローンを再構築し、借り手であるファンドの財務リターンとインパクト創出ができるよう、柔軟に対応している。

Finance in Motion

Finance in Motionの概要

Finance in Motionの組織及び投資の概要は以下の通り。

	Finance in Motion	
組織概要	国	ドイツ
	設立年月	2009年
	設立背景	持続可能な長期的リターンを提供しながら、投資家、地域社会、そして地球に対してポジティブな影響を与えることを目的として設立。
	Vision	Enabling development finance to generate positive change for investors, people and the planet
投資概要	投資領域	気候変動、生物多様性、金融包摂、農業、社会的インパクト
	投資先社数	181社以上 ※投資先の企業数を一部公表しているため、Finance in Motion全体での投資先社数を具体的に把握できず
	展開しているファンド	**①:運用資金額、②投資している国の数、③投資中の組織数、④TAの実施数、⑤TAで運用している資金額** • European Fund for Southeast Europe (EFSE): ①€1.31億(約1,900億円)、②15、③79、④151、⑤€18百万(約260億円) • SANAD Fund for MSME: ①$533百万(約7,995億円)、②10、③ー、④ー、⑤ー • Green for Growth Fund (GGF): ①€962百万(約1兆4,000億円)、②18、③65、④168、⑤€13百万(約200億円) • eco.business Fund: ①$876百万(約1兆3,000億円)、②16、③ー、④66、⑤$4百万(約60億円) • Arbaro Fund: ①$111百万(約1,650億円)、②7、③7、④ー、⑤ー • LAGreen: ①$177百万(約2,655億円)、②7、③9、④12、⑤$0.64百万(約9,600万円)

フレームワークの使用例①:インパクト指標のカテゴリー分類

インパクトレポートでは、インパクト指標をカテゴリー分けする際に、SDGsとの対応関係を示している。

Point

- **インパクト指標の分類を行う際に、SDGsを活用**

例)「5. Gender Equality」における指標:「MSME(Micro, Small and Medium-sized Enterprises) financeを通じた女性所有の企業の増加」

IMPACT REPORT 2023

Our Contribution to the Sustainable Development Goals (SDGs)

	2022	2023
Number of loans facilitated to micro, small and medium enterprises (MSMEs) and households[1]	1,635,000	1,760,000
Average size of loans facilitated to MSMEs and households[1]	EUR 6,650	EUR 6,780
Share of microfinance institutions (MFIs) among investees	17%	26%
Share of lending to MSMEs and households in rural areas	58%	48%
Hectares under sustainable management[1,2]	1,015,000	1,233,000
Hectares of farmland under soil conservation practices[1]	471,000	520,000
Women-owned enterprises reached through MSME finance[1,2]	92,000	101,200
Women trained[1]	34,500	42,000
Cubic meters of water saved/treated annually[1,2]	115,500	1,516,500
Cubic meters of liquid waste treated or recycled[1,2]	296,000	308,000
MW of renewable energy capacity supported[1,2]	1,170	1,310
Indirect jobs supported in MSMEs receiving financing through investees[1,2]	2,400,000	2,649,000
Direct jobs supported in equity investees receiving equity financing[1,2]	3,400	3,500
Investees and partners supported with capacity building[1]	596	643
People trained[1]	86,300	108,300
Active borrowers	191,000	207,200
Number of active investees	182	193
Metric tons of materials saved annually[1,2]	16,200	16,240
Share of outstanding portfolio in local currencies	16%	13%

Share of local-currency

MWh of energy saved

Volume of loans enabl

Metric tons of waste av

Hectares of soil erosion

Liters of herbicide use

Kilograms of nutrient lo

Metric tons of CO_2 emi

Metric tons of CO_2 seq

Volume of financing all

Hectares of (agro-)fore

Hectares of farmland p

Committed capital

Private capital mobilize

Total volume of technic

Private investors

Active investment cou

フレームワークの使用例②：Impact Principlesへの準拠 1/3

Finance in Motionは、Impact Principlesへの準拠に関する開示報告書を公表している。

Impact Principlesへの準拠度に関して、BlueMarkより、最高評価であるAdvanced評価を継続的に受けている。

Impact Principles		Finance in Motionの取組概要	BlueMarkの評価
戦略上の意図	Principles 1	**投資戦略を基にインパクト目標を設定する** • SDGsを基にインパクト目標を設定 • SFDRに沿った情報開示の方法を設定 • UNPRIに沿った戦略の策定	ADVANCED
	Principles 2	**以下4つのフェーズにおいてポートフォリオレベルでのインパクト戦略をマネージメントする** ① **Pre-Screen** ファンド目標との整合性を確認、Initial capacity needs assessmentの実施 ② **DD & investment Preparation** インパクト評価の実施、財務的リターンの基準への合意、インパクト測定のcapacityに係る合意、インパクトレポートの提出に係る合意。各ファンドのインパクト評価は5 Dimensions of Impact and the Multilateral Development Banks' Framework for Additionality in Private Sector Operations.をもとに作成されたインパクトスコアリングツールを使用。 ③ **Monitoring & Management** 定期的なレポーティングを通じてパフォーマンスをモニタリング、特定の投資に対して定期程な調査を実施、エンゲージメント、能力構築、およびコンサルティングサービスを通じてインパクトパフォーマンスを向上 ④ **Reporting** 定期的にパフォーマンスを方向、インパクトレポートからケーススタディや学びを共有	ADVANCED

フレームワークの使用例②：Impact Principlesへの準拠 2/3

Impact Principles		Finance in Motionの取組概要	BlueMarkの評価
組成とストラクチャリング	Principles 3	**インパクトの達成に対するファンドマネージャーの貢献を確立** • **ファンドアドバイザーとして貢献事項** - ファンド設立とコンセプトの設計、公的資本と民間資本の融合（Blended Finance）、資金提供（投資）、長期的なパートナーシップの構築、専門知識に係るサポート • **ファンドレベルでの貢献** - サービスが行き届いていないセクターや市場の成長、財務情報を元に追加での資金提供（例：長期での融資等）、インパクトの重要性を伝える、能力開発と的を絞った投資	ADVANCED
	Principles 4	**各投資の予想されるインパクトを体系的なアプローチに基づいて評価** • ファンドごとに設定されているインパクト目標とToCに基づき、インパクト評価を実施 • 投資前のスクリーニングやDDのフェースでも同様にポジティブなインパクト評価を実施 • 投資期間中は投資先のモニタリングも実施	ADVANCED
	Principles 5	**以下4つのフェーズにおいて、各投資の潜在的なネガティブなインパクトに関する評価、対処、モニタリング、マネジメントを実施** ① **Pre-Screen** 投資候補先に対してファンドが掲げるESGコミットメントとの整合性を確認する 、投資候補先のESG実績を確認 ② **DD & investment Preparation** ESGリスク評価、ESGリスク管理能力の評価、必要に応じて環境・社会（E&S）アクションプランに関する投資先との合意、ESGの取り組み内容に関する合意 ③ **Monitoring & Management** ESGの遵守・パフォーマンス・環境/社会（E&S）アクションプランの実施メディアや関連データベースをモニタリング、環境・社会に関連する能力開発支援 ④ **Reporting** 取締役会および株主への報告	ADVANCED
ポートフォリオ管理	Principles 6	**当初の期待に対するインパクトの達成度を基に各投資の進捗状況をモニタリングし、適切に対応** • 定期的なモニタリング、投資先からのレポート、外部組織が作成している指標、外部機関と協力したインパクトに関する詳細な研究、現地視察を通じてモニタリングを実施し、インパクト目標に対する進捗状況や資金が意図した通りに活用されているかを調査	ADVANCED

フレームワークの使用例②：Impact Principlesへの準拠 3/3

Impact Principles		Finance in Motionの取組概要	BlueMarkの評価
エグジット時のインパクト	Principles 7	インパクトの持続可能性を考慮した上で、エグジットを実施する	ADVANCED
	Principles 8	インパクト目標の達成と得られた教訓に基づき、意思決定とプロセスを見直し、文書化し、改善する • 投資先が創出したインパクトと、それに対するファンドの貢献を定量・定性的に評価し振り返りを実施 • 各投資のインパクトパフォーマンスをレビューし、文書化する。 • 初期待されていたインパクトと実際に創出されたインパクトを比較し、将来の意思決定に向けて事業改善を行う	ADVANCED
独立検証	Principles 9	• Impact Principlesへの整合性について定期的にBlueMarkによる独立した検証を実施し、検証結果を公表する	ADVANCED

その他の特徴：各ファンドにおける指標

他の組織と比較して、Finance in Motionでは、運営している各ファンドごとに指標を設定している点が特徴である。

Point

- **ファンドごとに指標を作成し、その結果をインパクトレポートにて公表**

【European Fund for Southeast Europeanの場合】
- TAを実施した数
- 投資先から資金を受けたMSME（中小零細企業）によって支援される間接的な雇用の数
- 投資先から資金を受けたMSME（中小零細企業）によって支援される間接的な女性の雇用

等

Our Portfolio

EFSE

European Fund for Southeast Europe (EFSE)	
Assets under management	EUR 1.31 bn
Outstanding investment portfolio	EUR 1.225 mn
Active countries	15
Active investees	79
Number of technical assistance projects managed	151
Volume of technical assistance projects managed	EUR 18 mn
Number of outstanding subloans to MSMEs and households	86,600
Volume of outstanding subloans to MSMEs and households	EUR 1.3 bn
Indirect jobs supported by MSMEs receiving financing through investees[1,2]	2,266,000
Indirect female jobs supported by MSMEs receiving financing through investees[1,2]	933,000
Share of MSME and rural subloans in local currency	86%
Share of subloans disbursed to rural end-borrowers	53%
Average size of subloans facilitated to MSMEs and households[1]	8,490

sanad سند fund for micro

SANAD Fund for MSME	
Assets under management	USD 533 mn
Outstanding investment portfolio	USD 416 mn
Active countries	10
Active investees DSF[3]	37
Number of portfolio companies ESF I	4
Number of portfolio companies ESF II	2
Technical assistance projects managed	100
Volume of technical assistance projects managed	USD 10 mn
Number of outstanding subloans to MSMEs and households	96,000
Volume of outstanding subloans to MSMEs and households	USD 395 mn
Indirect jobs supported by MSMEs receiving financing through investees[1,2]	383,300
Indirect female jobs supported by MSMEs receiving financing through investees[1,2]	131,000
Share of subloans in local currency[4]	93%
Share of subloans disbursed to rural and semi-urban end-borrowers[3]	41%
Average size of subloans facilitated to MSMEs and households[1]	3,410

[1] Cumulative figure since inception.
[2] Figures are modeled by Finance in Motion based on primary reporting and third-party data.
[3] Results reflect performance of SANAD Debt Sub-Fund only.

Finance in Motion 2023年インパクトレポートより抜粋
https://p686861.mittwaldserver.info/sites/default/files/2025-02/Finance_in_Motion_Impact_Report_2023.pdf

Finance in Motion－ヒアリングの質問事項

	トピック	質問事項
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• インパクト・ファーストファンドとして、どのようにインパクト目標を設定しているのか • インパクトゴールの達成度合いを測定するためのKPIや指標はどのように設定しているのか • どのような動機でIMMを実施しているのか • インパクトゴールを達成するために、IMMにおけるどの要素が一番重要であるのか • Finance in Motionは5 dimensions of Impactや国際開発金融機関が提供する「Harmonized Framework for Additionality in Private Sector Operations」等のフレームワークを使用しているが、どのようにフレームワークを使い分けているのか • どれくらい正確にImpact Principlesで提示されているプロセスに沿ってIMMをすすめているのか
2	GP/LPとの関係	• GPやLPとの関係において、インパクト創出と財務的リターンのバランスをどのように説明しているのか • GPやLP以外のステークホルダーに対して、組織の活動やインパクトをどのように説明しているのか • 一部の投資家はシンプルな報告を好むかもしれないが、アセット・オーナー向けのインパクトレポートはどのように記載しているのか
3	各ファンドにおけるガバナンス	• ファンドレベルでインパクト目標やToCを設定しているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか
4	Investeeとの関係	• どのような基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的な把握をしているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

Finance in Motion－ヒアリング内容の要約 1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクトゴールの設定＞** • Finance in Motionが独自で運営しているファンドについては、私が働く前から存在していたため、ゴール設定の方法について詳しくは把握していない。しかし、行政機関などの公共団体（public actor）が主な出資者の場合は、それら組織と議論を行い、その組織が最も関心を寄せている社会・環境課題にフォーカスしたインパクトゴールを設定している。 • 投資の形態やテーマに応じて、定量的なインパクト目標を設定することもあれば、定性的なインパクト目標を設定することもある。 **＜指標の設定＞** • 指標やKPIの内容はファンドやテーマによって異なるが、基本的な部分はIRIS+ を参考に作成している。 ➢ 例） 環境問題：温室効果ガスの排出量をどれくらい減少させたのか 等 **＜IMMの内的要因・外的要因＞** • 第一に、Finance in Motionは当初よりインパクトの創出に主眼を置いているため、インパクトゴールの達成に向けてIMMを実施している。ただ、近年ではインパクト投資市場が拡大しており、他のステークホルダーからIMMの実施を求められる場合もある。 ➢ 「インパクト」や「ESG（環境・社会・ガバナンス）」と名乗るファンドを運用する場合、ESMA（欧州証券市場監督局）の規定に従い、インパクト測定とその報告が義務付けられている。 **＜フレームワークや指標＞** • 5 Dimensions of Impactを活用してインパクトの分析を行っている。 • なお、再生エネルギーに関するトピックを扱う場合、5 Dimensions of Impactだけでなく「MDB’s Harmonized Framework for Additionality in Private Sector Operations」も活用して再エネの「追加性（additionality）」についても分析を行う。 • DDなどの投資決定プロセスでは活用できるフレームワークが少ないため、5 Dimensions of Impactを基に独自に開発したインパクトスコアリングツールを使用している。

Finance in Motion－ヒアリング内容の要約 2/3

トピック	得られた示唆
GP/LPとの関係	**＜資金提供者とのコミュニケーション＞** • インパクトと財務リターンの説明については、出資者によってバランスを取っている。公的機関が出資している場合は、財務リターンよりもインパクトに焦点を置いて説明を行う。民間の投資家の場合は、インパクトと財務リターンの両方に関する情報を提供するようにしている。 • レポーティングに関しては、詳細な情報や実際のケーススタディの結果を求める声など、さまざまであるため、一般報告書（general report）では、KPIの達成度や実際のケーススタディなど、さまざまな情報を盛り込むようにしており、インパクトに関する年次報告書（annual report）では、インパクトに関する詳細な数字を掲示している。 • さらに、アセットオーナーや株主に対しては、すべてのインパクトデータと財務データを掲載したレポートを作成している。ただし、情報量が多いと投資家も圧倒されてしまうことが多い。
各ファンドにおけるガバナンス	**＜ToCの設定＞** • 各ファンドレベルでToCや指標・KPIを設定している。 **＜チーム編成＞** • IMMチームは社内フレームワークの開発を行い、主にデューデリジェンス（DD）を担当している投資管理チームに提供している。また、TAチームとIMMチームは密に連携を取っており、IMMチームが投資先から収集・分析したデータを基に、支援が必要であればTAチームと協力して投資先企業の支援を行っている。 **＜IMMに関する知識獲得＞** • 外部組織が提供するトレーニングを活用し、IMMの基本的な知識を習得しているが、実践的な知識やスキルについては、内部で実施する研修や実際の業務を通じて学んでいる。

Finance in Motion ーヒアリング内容の要約 3/3

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	**＜投資先候補のスクリーニングポイント＞** • 「ファンドが取り組むテーマに関連する企業であるか」「強固なESGリスク管理を行っているか」「良好なガバナンスを築いているか」などの観点でスクリーニングを行うが、Finance in Motionの取り組みに興味を持っているかが重要である。インパクトをあまり重視していない場合でも、Finance in Motionの取り組みに興味がある場合は、投資を行うこともある。 **＜エグジットのタイミング＞** • Finance in Motionではデッドファイナンスが中心である。デッドの場合、償還時期が事前に決まっているため、その期間に合わせて投資先がインパクトを創出できるように働きかける必要があり、苦労する場面が多い。 • プライベート・エクイティを使用する場合、Finance in Motionからの支援がなくとも一定のインパクトや財務リターンを得られると判断した場合は、エグジットを行う。

Quona Capital

Quona Capitalの概要

Quona Capitalの組織及び投資の概要は以下の通り。

		Quona Capital
組織概要	国	本部:アメリカ ※インド、南アフリカ、ナイジェリア、ブラジル、メキシコ、インドネシアにもオフィスあり。
	設立年月	2015年
	設立背景	金融サービスがマクロレベルでも家庭レベルでも重要な経済の潤滑剤であり、雇用と富の創出を促進し、生活の質を向上させると考え、金融サービスが行き届いていない層に対して金融サービスのアクセスと質を大幅に改善することを目指して設立
	Vision	We can help build great companies with outstanding shareholder value, while affecting positive change through the expansion of access to quality financial services.
投資概要	投資領域	金融包括(financial inclusion)の推進に向けて、ラテンアメリカ、アフリカ、中東、北アフリカ、南アジアおよび東南アジアのフィンテック企業に対して資金提供を行っている。
	投資先社数	• 投資社数:148社 • Exit数:14社
	展開しているファンド	以下3つのファンドを運営。なお、ファンド規模や投資社数などのファンドの情報については公開情報から獲得できず ① **Accion Frontier Inclusion Fund (AFIF)** ② **Accion Quona Inclusion Fund (AQF)** ③ **Quona Capital Fund III**

インパクトの定義から見えるポイント

① **フレームワークの活用**：当該組織では、組織全体で生み出されるインパクトを「ACCESS」「QUALITY」「MARKET」に分類し、この3つの分類と「5 Dimensions of Impact」との対応関係を提示しており、フレームワークを活用している。

② **指標の設定**：上記3つの分類に対してアウトプットとアウトカムにおけるKPIを設定している。

【Quona Capitalにおけるインパクトの定義】

	①	② アウトプットKPI	アウトカムKPI
ACCESS これまで十分にサービスを受けていなかった人々に対し、金融サービスへのアクセスを拡大する	○ WHO	• 消費者数 • 中小零細企業数 • サービスが行き届いていない人の割合 • 影響を受けた人々の数	【Direct Impact】 • 顧客の人口統計 • 金融サービスへのアクセスの増加 • 金融サービスの利便性向上 • 金融の回復力の向上 • 貯蓄の増加 • リスクの減少 • 生活の質の向上
QUALITY 金融サービスの質を、手頃な価格、製品の質、利便性、効率性の観点で改善する。	□ WHAT ≡ HOW MUCH	• 貸付件数と金額 • 支払い取引件数と金額 • 運用資産残高（AUM） • 平均貸付額／貸付期間 • 顧客維持率	
MARKET デモ効果を生み出し、イノベーションと投資に適したエコシステムを構築することで、包括的な金融市場に対してインパクトを与える	＋ CONTRIBUTION	• フルタイム従業員数 • チーム／リーダーシップの多様性 • 誘致された新規資本額（New Capital Attracted） • 模倣ビジネスモデルの数	【Macro Impact】 • MSMEの金融ギャップ • 銀行口座を持たない、または十分な銀行サービスを受けていない個人の数 • 金融の回復力の向上

Point ①：フレームワークの活用

「ACCESS」「QUALITY」「MARKET」の3分類について、**「5 Dimensions of Impact」**との対応関係提示しており、フレームワークを活用していることが読み取れる

Point ②：インパクトに対する指標の設定

国内有識者

• ファンドとして成し遂げたい目標を達成するために、**指標作成やインパクト測定を実施すべきである。**

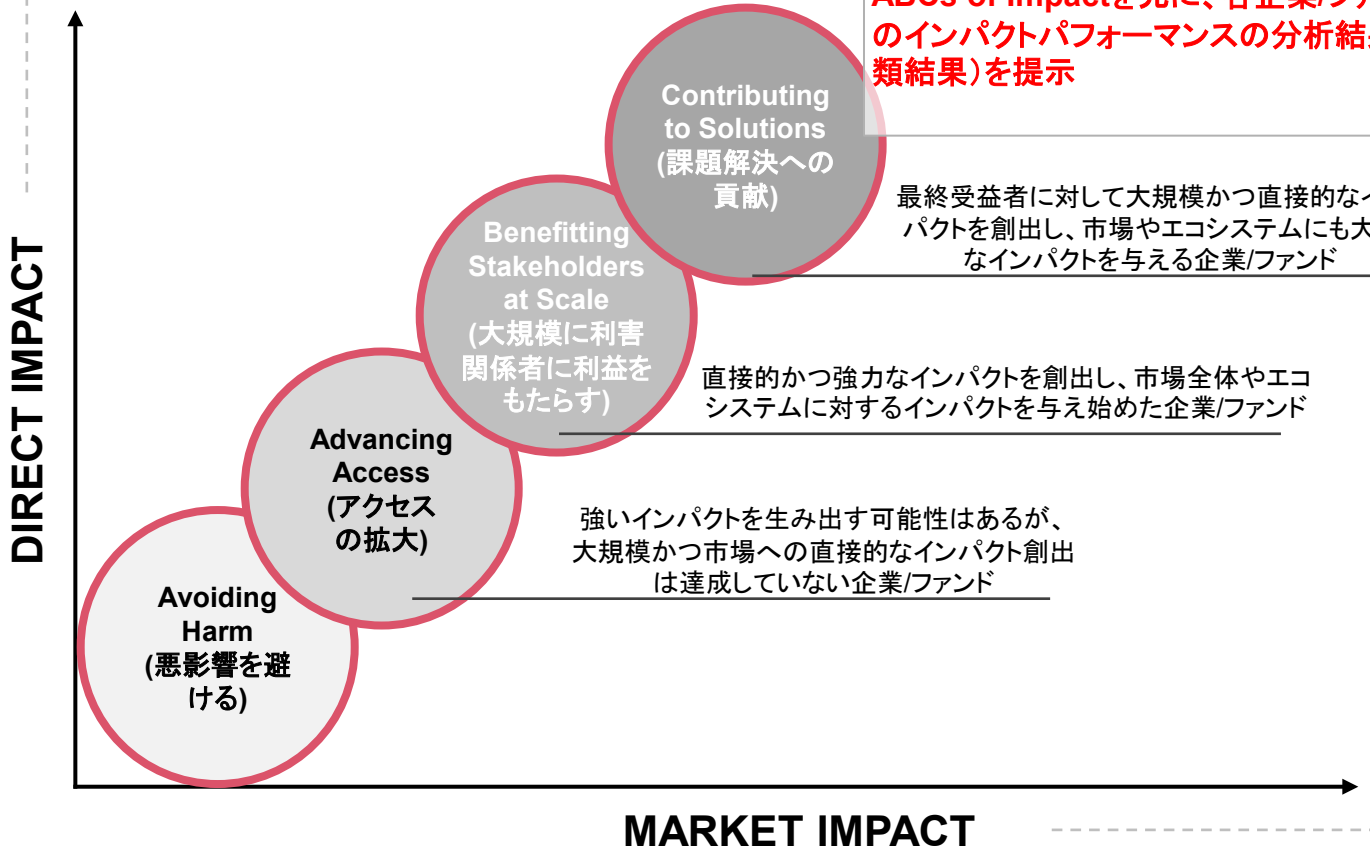
フレームワークの使用例：ABCs of Impact

当該団体は**「ABCs of Impact」の考えを基に**、「Direct Impact」と「Market Impact」の観点で投資先企業およびファンド全体のインパクトパフォーマンスの分析を実施している。

【Impact Performance Framework】

Point

ABCs of Impactを元に、各企業/ファンドのインパクトパフォーマンスの分析結果（分類結果）を提示



DIRECT IMPACT

ACCESS

これまで十分にサービスを受けていなかった人々に対し、金融サービスへのアクセスを拡大する

- 金融サービス拡大の規模
- サービスが行き届いていない層

QUALITY

金融サービスの質を、手頃な価格、製品の質、利便性、効率性の観点で改善する。

- 手頃な価格
- 金融製品/サービスの幅
- 利便性
- 製品の適合性

MARKET IMPACT

MARKET

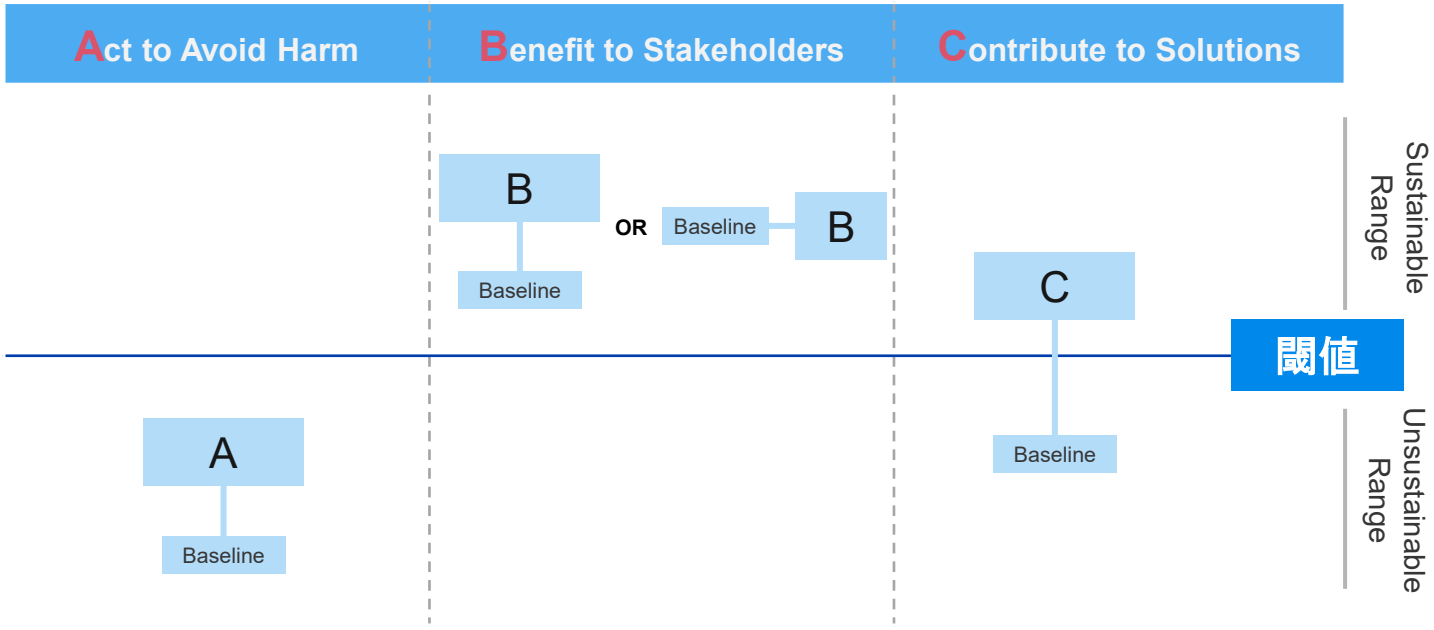
デモ効果を生み出し、イノベーションと投資に適したエコシステムを構築することで、包括的な金融市場に対してインパクトを与える

- エコシステムに対するインパクト
- 資本の集中
- 金融包括性

(再掲)Impact Management Norms:インパクトのABC分類

- 投資家や企業の意図は「リスクの軽減」「世界にポジティブなインパクトを残す」などその動機によって様々である。そこで、本Normでは、ビジネスや投資の「インパクトの意図」をA、B、Cに分類。
- これらABC分類は「アウトカム」「企業(投資先)」「ポートフォリオ」に適用可能である。

A	**Act to avoid Harm(悪影響を避ける)** ステークホルダーに対する悪影響を低減させる。閾値以下にある社会的・環境的な状態を向上させ閾値にまで近づけることで、ネガティブな状態を軽減させる。
B	**Benefit to stakeholders(ステークホルダーへの利益)** ステークホルダー(事業の従業員など)の害を避けるだけでなく、ステークホルダーに利益を与える。既に閾値を超える状態にある(「正」の状態にある)の社会的・環境的な状態を向上・維持させる。
C	**Contribute to Solutions(課題解決への貢献)** ステークホルダー(最終受益者など)に対する悪影響を低減させるだけでなく、閾値以下にある社会的・環境的な状態を閾値を超えるレベルにまで向上させる(社会/環境課題の解決)。
D	**Does causes harm(悪影響を及ぼす)** ステークホルダーのwell-beingや自然環境の状態が向上しない場合、悪影響をもたらすものとして分類される。



アウトカム、企業ビジネス、ポートフォリオをABCに分類することができる

OUTCOME ENTERPRISES PORTFOLIO

ToCの設定について

Quona Capitalでは、各ファンドレベルでToCを設定している。

【Quona Capital組織全体におけるToC例（一部抜粋）】

投資機会のある領域の特定	各領域におけるアウトプットを設定	アウトプットに対する指標を設定	アウトカムの設定	対応するSDGsを設定
• 中小企業金融（MSME Finance） • 消費者金融（Consumer Finance） 等	• 個人や企業が手頃な価格のクレジットやローン商品にアクセスする • 個人、企業、政府が低コストのデジタル決済および金融インフラソリューションを採用する 等	• サービスを受けた顧客数/中小企業数 • 貸付件数と貸付額 • 有効化された支払い取引の件数と取引額 等	• 低コストでのデジタル決済の取引量の増加 • 利便性とデジタル化の向上 等	

国外有識者

Theory of Changeについて

I think that the more important focus at the moment is on designing fund level theories of change.
（現時点でより重要な焦点は、ファンドレベルのTheory of Changeを設計することにあると考える）

144

より正確なインパクト測定に向けて- 6o Decibelsとの連携

Quona Capitalは2021年からリーンデータ（Lean Data）※1を提供する企業である60 Decibelsと提携し、投資先企業が提供するサービスを一部ピックアップし、エンドカスタマーの声やアウトカムの成果を収集することで、リーンデータをインパクト測定プロセスに組み込む取組を試験的に進めている。

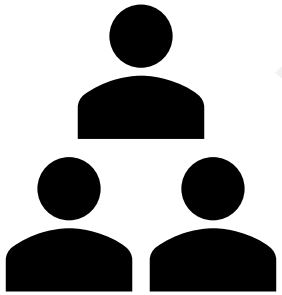
60 Decibelsによる調査結果の例（Khaznaの場合）

Khaznaのサービス概要	**エジプトで銀行口座を持たない人々に向けたアプリサービス。** 当アプリでは、業員が月の途中で給与の一部を前借りできるサービス等を提供することで、金融サービスへのアクセスを改善し、ユーザーの経済的な安定と金融リテラシーの向上を目指している。

【調査結果】

① **ACCESS CREATED**（提供されるサービスに初めてアクセスする顧客の割合）：**82%**
② **ALTERNATIVES**（競合他社のサービスを利用していない顧客の割合、製品の優位性）：**73%**
③ **QUALITY OF LIFE**（サービス利用によって生活の質が向上した顧客の割合）：**60%**
④ **顧客満足度（NPS※2）：43**
⑤ **顧客のストレスレベル**：62%のクライアントが、Khaznaのおかげでファイナンスに関するストレスレベルが減少したと報告
⑥ **サービスの特性**：女性に対して提供するサービスの数が少ない傾向にあるが、女性ユーザーは男性ユーザーよりも生活の質が向上する傾向にある

サービス利用を通じたQuona Capitalの感想



- 60 Decibelsを通じて得た**アウトカムレベルのインパクトデータはアウトプットKPIを検証するための有効な手段である。**
- Lean dataの取得は組織の戦略策定に対して価値がある一方で、**データ取得には費用が掛かってしまう。**

（※1）「リーンデータ（Lean Data）」というアプローチ方法では、インパクト測定に向けて、エンドカスタマーの声を直接聞き収集したデータを重視する。これにより投資家や企業は自社の社会的パフォーマンスを理解し、インパクトの結果に基づいた行動をとることが可能となる。
（※2）Net Promoter Score（ネット・プロモーター・スコア）の略。顧客ロイヤルティ、顧客の継続利用意向を知るための指標。

(参考)60 Decibels 概要

60 Decibelsは、テクノロジーを活用してリーンデータ(Lean Data)を収集するインパクト測定会社であり、アキュメンからスピンアウトして設立された。特定のサービスや製品に関する顧客、従業員、または受益者と直接対話を行い、リーンデータを収集することで、企業の成長やインパクトの最大化を支援する。

所在地	アメリカ・ニューヨーク(本社) ※その他、バンガロール(インド)、ナイロビ(ケニア)、ロンドン(イギリス)にもオフィスを構える
設立年・組織形態	2019・株式会社
提供するサービス	• 60 Decibelsは、農業・金融包摂・エネルギー・ジェンダー・教育・医療/障害者支援等のトピックにおいて、60以上の国において顧客の声を基にしたデータを収集・分析を下記のプロセスで実施している: 1. **顧客の声を収集:** 電話インタビューを通じて、最終受益者からの生の声(リーンデータ)を収集し、顧客の満足度やインパクトを把握。 2. **データ分析:** 収集したデータを分析し、社会的インパクトのパフォーマンス評価を実施。これには、顧客プロファイル、満足度、インパクトの結果、サービスや製品の課題などが含まれる。 3. **行動可能なインサイトの提供:** 分析結果を基に、企業や組織が具体的な改善策を講じるためのインサイトを提供。

【IMMにおける活用方法】

- 60 Decibelsによって収集されたデータは、投資家や企業、VC/ファンドが正確なインパクトを把握する際に活用される。特に、VC/ファンドでは、インパクトデューデリジェンス(DD)やモニタリングのフェーズにおいて使用される傾向にある。
- 例えば、2023年のインパクトレポートによると、五常・アンド・カンパニーは60Decibelsと連携し、マイクロファイナンスサービスの受益者に対する調査を実施した。調査では、受益者がローンを受けたことによる生活スタイルの変化、QOLの変化、収入の変化などを評価し、生の声(リーンデータ)を収集した。結果、五常の受益者の生活スタイルなどは60 Decibelsが収集したデータに基づいて作成されたベンチマークを下回ることが判明し、より良いサービスを提供するための改善策に取り組む必要性が示された。

インパクトスコアシートの活用

Quona Capitalは、独自に開発したインパクトスコアシートを活用し、スクリーニングやデューデリジェンス、投資先のモニタリング等の各フェーズにおいて、既に投資している企業や候補企業の現在創出されているインパクトおよびインパクトポテンシャルを体系的に測定している。

インパクトスコアシートの解説

① Quona Capitalが設定するインパクト定義に基づき、考慮すべき事項（Considerations）を定義
例）Direct Impact >Access >Scale >How underserves is the target segment?

② **Current Rating**
①で定義されたconsiderationsごとに、現時点での状態を「1-4」ないしは「High(H)、Middle(M)、Low(L)」で評価を行う。

③ **Potential Rating（5 years）**
向こう5年間で、企業がどれくらい状況を向上させることができるのか（どのくらいインパクトを創出することができるのか）を記載。

④ **Rationale**
③の記載に対して根拠となるエビデンスを記載。

【実際のインパクトスコアシート】

IMPACT POTENTIAL SCORECARD

Company Name:			Quona Contribution Thesis:			
Impact Thesis:						
Title?		Category	Considerations	② Current Rating	③ Potential Rating (5 Years)	④ Rationale
① Direct Impact	ACCESS (Who)	Focus on underserved	How underserved is the target segment?	(H/M/L)		
		Scale	How underserved is the target segment?	(H/M/L)		
	QUALITY (How Much; What)	Product breadth	How comprehensively is the company serving the target customer?	(1-4)		
		Convenience/ experience	How convenient, accessible and understandable are the company's products/services vs. alternatives?	(1-4)		
		Affordability	How affordable are the products/services relative to alternatives?	(1-4)		
Indirect Impact	MARKETS (Contribution)	Ecosystem impact	How much of an impact will the company have on a broader market in terms of building enabling ecosystems conducive for innovation and investment?	(H/M/L)		
		Capital crowded in	What level of capital do we expect the company to attract to the region?	(H/M/L)		
		Inclusivity	How diverse is the leadership of the company?	(H/M/L)		
Client Protection (Risk)			What is the level of risk that the company is not fully aligned with the Client Protection Standards?	(H/M/L)		
Impact Milestones			Describe milestones/progress the company should make to be considered an impact "success" at the time of exit.			

Quona Capital－ヒアリングの質問事項

	トピック	質問事項
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• インパクト・ファーストファンドとして、どのようにインパクト目標を設定しているのか • インパクトゴールの達成度合いを測定するためのKPIや指標はどのように設定しているのか • どのような動機でIMMを実施しているのか • インパクトゴールを達成するために、IMMにおけるどの要素が一番重要であるのか • Quona Capitalは5 dimensions of Impactや「インパクトのABC分類」などのフレームワークをIMMで使用しているが、どのようにフレームワークを使い分けているのか • どれくらい正確にImpact Principlesで提示されているプロセスに沿ってIMMをすすめているのか
2	GP/LPとの関係	• GPやLPとの関係において、インパクト創出と財務的リターンのバランスをどのように説明しているのか • GPやLP以外のステークホルダーに対して、組織の活動やインパクトをどのように説明しているのか • 一部の投資家はシンプルな報告を好むかもしれないが、アセット・オーナー向けのインパクトレポートはどのように記載しているのか
3	各ファンドにおけるガバナンス	• ファンドレベルでインパクト目標やToCを設定しているのか • Quona Capitalは60 Decibelsと提携し、インパクト測定プロセスにLean Dataを取り入れているが、Lean Dataを使用する理由や、メリット/デメリットを教えていただきたい • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか
4	Investeeとの関係	• どのような基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的な把握をしているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

Quona Capital　ーヒアリング内容の要約　1/4

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクトゴールの設定＞** • Quonaのルーツはアクシオンという非営利組織であり、当初はマイクロファイナンスからスタートしたが、約15年前に当時新しい領域だったFintechにいち早く投資を始め金融包摂を目標とした。 • それゆえ、Quonaは金融市場のDX領域には強みを持っており、VCとして金融包摂による社会的インパクトだけでなく、財務的リターンも重視した投資を行っている。 • ファンド全体としては、定量目標はあえて設定しておらず、投資先が定性的に金融包摂や持続可能なエコシステムの形成に貢献できているかを判断軸に据えている。（ただし、進捗のモニタリングについては定量的な指標を用いている） **＜内発的動機＞** • Quonaで働いているスタッフはインパクトゴールの達成を目標にしており、それによって組織としての求心力を得ている。 • また、インパクトゴールの達成は組織としての年間目標だけでなく、チームパフォーマンスの評価にも組み込まれている。 **＜活用しているフレームワークや指標＞** • Fintech領域での投資を行っていることから、投資先の運用KPIを社会的インパクトの代替指標とし、投資先の融資や貸付の規模やターゲット市場などを把握している。このプロセスは、結果的にIRIS+のフレームと一致している。 • Quonaの設立当初である2010年時点では、標準化されたフレームワーク自体がほとんど存在しなかったが、約15年かけて独自のIMMフレームワークを構築し、むしろ私たちが国際的なフレームワークの形成に影響を及ぼしてきた。

Quona Capital　ーヒアリング内容の要約　2/4

トピック	得られた示唆
GP/LPとの関係	**＜GP/LPとのコミュニケーション＞** • 私たちのLPの約85%が社会的インパクトの創出を重要視しているが、財務的リターンも求めており、Quona自身もマーケットレート相当での財務的リターンを得ることを目標としている。 • マイクロファイナンスやFintechという領域において、インパクトの創出と財務的リターンの獲得のトレードオフは重要なトピックであった。それにより、市場の拡大や技術の進歩があった。 **＜資金提供者とのコミュニケーション＞** • わかりやすくシンプルなレポーティングを心掛けているが、それがどのようにインパクトゴールの達成に貢献しているかを明確にする必要がある。 • 四半期報告では、インパクトだけでなく財務的なパフォーマンス等も含め、各ファンドの包括的な活動報告を行っている。 • 年次報告では各ファンドのインパクトについて詳細な報告を行っており、例えばABC分類などのフレームワークを用いた分析を行っている。 • また、組織レベルでは一般向けのレポートを作成しており、それはファンドレベルでの投資ポートフォリオの詳細やインパクト創出のプロセス・考え方などを説明していることから、LP向けのレポートを補完する位置づけである。

Quona Capital　ーヒアリング内容の要約　3/4

トピック	得られた示唆
各ファンドにおけるガバナンス	**＜ToCの設定＞** • ファンドレベルでToCを作成し、投資先全てのインパクトパスを明確にしている。 • 先にToCを作成し、インパクトゴール達成に向けたロジックを明確にした上で、収集が必要な指標をセットしている。 **＜60 decibelsやLean Dataの活用＞** • 投資先が収集するデータは融資件数や融資額などといったアウトプット指標が多いことから、最終受益者の実際の声を収集するために第3者である60 decibelsの活用を始めた。具体的には、モニタリングの段階でデータを使用している。 • 投資先にとっても、最終受益者からのデータを収集することはプロダクトデザイン等の見直しにつながり、良いことだと考えている。 • 一方で、コストが高いので全ての投資で活用できるかどうかは今後検討が必要である。 • 60 decibelsはキックオフからデータの収集、結果の報告まで、約8週間とクイックに動くことができる。これはとても良い利点だと考えている。 **＜チーム編成＞** • TAは提供していないが、投資判断を行うチームとIMMを行うチームは分かれている。 • 投資判断チームもインパクトについて理解が深いことから、インパクトスコアカードやToCを活用しつつ投資先のインパクトKPIを設定した上で、ビジネスモデル分析やDDを行っている。また、投資実施後にも連携をして、インパクトスコアカードの更新を行っている。 • 人材育成については、個人的にはMBAの取得を通じてインパクトに関するナレッジを習得していた。もしトレーニングを受けたいのであれば、Duke大学が提供しているコースが有益だと思う。

Quona Capital　ーヒアリング内容の要約　4/4

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	**＜インパクト測定＞** • 投資先とはインパクトスコアカードを使って、進捗確認をしている。投資判断をする際に9つの指標で評価を行い、年次でパフォーマンスに基づき評価を更新している。 • 評価は定量的および定性的な要素を組み合わせて行い、ABC分類に基づいて各投資先の評価を行っている。 • また、年次だけでなく、四半期ごとのインパクトKPIの定期的なモニタリングも行っている。 • 投資前の段階でKPIをしっかりとセットしていることに加え、Quona側がイニシアティブを取ってモニタリングを行っていることから、指標の収集と追跡には困難はあまり生じない。 **＜Exit＞** • Exitのタイミングの判断は投資先によるものの、Quonaでは投資の初期段階からExitを意識しており、投資を行った後でも事業譲渡やIPOなど様々な可能性を継続的に検討している。

Save the Children Global Ventures

Save the Children Global Venturesの概要

Save the Children Global Ventures（SCGV）の組織及び投資の概要は以下の通り。

Save the Children Global Ventures		
組織概要	国	スイス（ジュネーブ）
	設立年月	2022年
	設立背景	インパクト投資やその他の革新的な金融手法を通じて民間セクターの投資を促進し、世界で最も脆弱な子どもたちの生活を変革することを目的として設立。
投資概要	投資領域	子ども支援（教育、医療、栄養、WASH、児童福祉、インフラ整備）
	投資先社数	9社以上 ※投資先の企業数を一部公表している可能性があるため、組織全体での投資社数を具体的に把握できない
	展開しているファンド	以下、3つのファンドを運営 ① **Fund I** （※2020年Save the Childrenによって設立され、その後SCGVが運営） ➢ 750万（AUD）を調達。当ファンドはインパクトを追い求めつつ、財務リターンも追い求めるスタンスで、計7社のベンチャー企業に投資を行う。 ② **Fund II** （2023年設立） ➢ アジア太平洋地域における子どもの問題にフォーカスして資金提供を行う。 ③ **The Children's Impact Multiplier Fund** （2023年設立） ➢ 子どもの課題解決に向けてpatient capital（我慢強い資本＝長期的な回収を容認している資本）を提供。 ➢ 慈善的な支援を行っており、Save the Childrenのメンバーからの寄付金を通じて資金調達を行っている。

Save the Children Global Ventures –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問事項
1	国際基準へのアラインとフレームワークの活用	• インパクト・ファーストファンドとして、どのようにインパクト目標を設定しているのか。また、社会インフラの状況を考慮した場合、インパクト目標は国ごとに異なるのか • 子どもに関する社会課題の解決に向けて、特に重要と考えるIMMの要素は何か • IMMに関する国際基準やフレームワークを使用しているのか
2	GP/LPとの関係	• GPやLPとの関係において、インパクト創出と財務的リターンのバランスをどのように説明しているのか • GPやLP以外のステークホルダーに対して、組織の活動やインパクトをどのように説明しているのか • 一部の投資家はシンプルな報告を好むかもしれないが、アセット・オーナー向けのインパクトレポートはどのように記載しているのか
3	各ファンドにおけるガバナンス	• ファンドレベルでインパクト目標やToCを設定しているのか • 投資判断を行うチーム、IMMを行うチーム、Technical Assistanceを行うチームはどのように連携しているのか • IMMを行うチームメンバーはどのようにしてIMMに係るケイパビリティを取得したのか
4	Investeeとの関係	• どのような基準で投資先企業のスクリーニングをしているのか • インパクトゴールへの進捗状況をどのように把握しているのか、定量的な把握をしているのか • Investeeが自立して事業を行うために、Catalytic Effectを意識した投資を行っているのか • Exitのタイミングをどのように見極めているのか

Save the Children Global Ventures ーヒアリング内容の要約 1/3

トピック	得られた示唆
国際基準へのアラインとフレームワークの活用	**＜インパクトゴールの設定＞** • 社会インフラの整備状況などといった社会的文脈が各国に応じて異なることから、インパクトゴールは国ごとに調整をして設定している。 **＜活用しているフレームワークや指標＞** • IMMに関するフレームワークとして、Impact Principlesや5 Dimensions of Impactを活用している。 • 子どもの領域に特化したインパクト投資に関するフレームワークとして、UNICEFのChild-Lens Investing Frameworkを使用している。しかし、このフレームワークは内容が広すぎたり抽象度が高い場合があるため、必要に応じて投資領域によりフォーカスした独自のフレームワークを作成している。 • アウトカムやインパクト測定を実施する際には、UNICEFのChild-Lens Metrics BankやIRIS+の指標を活用している。しかし、Save the Childrenが取り組んでいる「子どもの学習成果」や「児童保護」に関するアウトカムを測定する指標は含まれていないため、各投資先の企業レベルで独自の指標を設定する場合もある。
GP/LPとの関係	**＜GP/LPとのコミュニケーション＞** • Save the Childrenは、当初から子ども領域に対するインパクト創出のために資金提供を行うと謳っている。そのため、GPやLPに対しては、子どもに対するインパクトに主眼を置いたコミュニケーション（レポーティング等）を行っている。 **＜資金提供者とのコミュニケーション＞** • 寄付者は長期的な資金運用を見越して資金提供を行っているが、機関投資家はインパクトよりも財務的リターンに重点を置いたレポートを求めている。実際には、定量的データを含む短期的なレポートや年次レポートを作成している。

Save the Children Global Ventures　ーヒアリング内容の要約　2/3

トピック	得られた示唆
各ファンドにおけるガバナンス	**＜ToCの設定＞** • 投資先企業（Investee）と密接に連携し、Save the Childrenに所属している専門的知識を持つ人材の意見も踏まえ、エビデンスに基づいた理論的枠組み（ToC）を策定している。ToCを前提に、インパクトゴールの達成に向けたモニタリング方法も検討している。 **＜チーム編成＞** • Save the Children Global Venturesは大規模な組織ではなく、チームが細分化されていないため、各スタッフが協力してIMMを進めている。一方で、Save the Childrenは国際的に大きな団体であり、世界各国にオフィスがあるため、専門的な知見を持つ人材が多く、ナレッジを共有し合うことができる。そのため、IMMにおいて大きな困難に直面することはあまりない。
Investeeとの関係	**＜投資先決定の基準＞** • 投資先を決定する際の基準の1つとして、Save the Childrenのミッションや対象投資領域をカバーしているかを確認する必要がある。そのために、Child-Lens Investing Frameworkをもとに、組織が子どもに対するインパクトを生み出す意志があるかどうかを調査し、アンダーサーブド（underserved）な子どもたちにフォーカスしているかも確認する。 ➢ ただし、アンダーサーブドの定義は社会的文脈に応じて変化することに注意が必要である。例えば、貧困家庭の子どもだけでなく、富裕層家庭でも障害を持つ子どもが教育にアクセスできない場合もある。そのため、子どもや社会的文脈を踏まえてアンダーサーブドの定義を設定している。 • 上記に加え、子どもにどれくらい深いインパクトを与えられるか（depth of impact）や予想されるアウトカムも基準に含まれている。また、ESGの観点からのスクリーニングも行っている。 **＜インパクト測定＞** • 社会的文脈の違いによってインパクト測定の方法や投資先企業の支援方法も調整している。また、使用する指標も社会的文脈によって変化するため、投資先企業と密にコミュニケーションを取っている。 • さらに、TAの内容も地域によって変化するが、その際に重要となるのは世界各国にあるカントリーオフィスの存在である。これらのオフィスと密に連携を取りながらTAを実施している。

Save the Children Global Ventures　ーヒアリング内容の要約　3/3

トピック	得られた示唆
Investeeとの関係	**＜Investeeとの連携＞** • 投資先企業が掲げるインパクト目標を達成するために、Save the Children全体からリソースと専門知識を投資先企業に提供するなどといったTAを実施し、非常に密接な連携を行っている。 • 投資期間中のインパクト測定は主に投資先企業が担っている。Save the Children Global Venturesは、製品やサービスの厳格なインパクト評価を実施するが、インパクト測定の大部分は投資先企業によって行われている。 ➢ ただ、投資先企業の負担を軽減するため、過度に厳格なインパクトマネジメント（IMM）は求めていない。 ➢ 投資先企業も子どもに対するインパクト創出にフォーカスしている（大きなインパクトゴール共有している）ため、投資先企業とのコミュニケーションにおいて特に課題は感じていない。

その他の組織等

その他リサーチを実施した組織

IMMに関して先進的な取組みを行ってはいるものの、ヒアリングは実施せず、デスクトップ調査のみを実施した組織は以下の通り。

#	組織名	テーマ	所在地	概要（特徴・属性など）
1	Acumen	貧困（エネルギー、農業、労働力開発、教育、ヘルスケア等）	アメリカ	• 貧困層の人々が自立し、生活の質を向上させるためには、単なる援助ではなく、ビジネスの力を活用することが重要だと考え、「忍耐強い資本（Patient Capital）」を用いて、長期的な視点で社会的企業を支援することを目的として設立。 • 貧困問題解決に向けて、エネルギー、農業、労働力開発、教育、ヘルスケアの観点からearly-stage企業を中心に資金提供を実施している。
2	Katapult Ocean	海洋環境	ノルウェー	• 持続可能な海洋ビジネスを促進を目指し、スタートアップ企業や新興の海洋関連ビジネスを支援することを目的としています。 • 当団体は、他団体と共同でブルーインパクト事業におけるインパクトKPIやインパクト測定、レポーティングの方法を簡素化したフレームワーク（The Ocean Impact Navigator）を作成している。
3	Norrsken Foundation	貧困、飢餓、メンタルヘルス、公害、気候変動　等	スウェーデン	• 社会貢献や持続可能性を重視したビジネスの発展を助け、影響を与える起業家のネットワークを構築することを目指して設立。 • 社会や環境に対するインパクトスタートアップ企業に対してメンターシップ、資金調達、ネットワーキングの機会を提供するプログラムを運営している。

Acumen

Acumenの概要

Acumenの組織及び投資の概要は以下の通り。

		Acumen
組織概要	国	アメリカ
	設立年月	2001年
	設立背景	設立者であるジャクリーン・ノヴォグラッツが、貧困層の人々が自立し、生活の質を向上させるためには、単なる援助ではなく、ビジネスの力を活用することが重要だと考え、「忍耐強い資本（Patient Capital）」を用いて、長期的な視点で社会的企業を支援することを目的として設立された。
	Vision	事業・リーダー・思想の普及への投資を通じて貧困問題への取り組みを変える
投資概要	投資領域	貧困問題解決に向けて、エネルギー、農業、労働力開発、教育、ヘルスケアの観点からearly-stage企業を中心に資金提供
	投資先社数	N/A（公開情報から得られず）
	展開しているファンド	超長期的な回収（忍耐強い投資）を前提とし、大きく2種類のファンドを運用。 ① **パイオニア投資**: 寄付を原資として運用を行うファンド。システムチェンジに取り組む企業に資金提供し、このファンドにより発生したリターンは全て同ファンドに再投資される。 ② **リターナブル・ファンド**: 社会的リターンと財務的リターンの両方を追い求めるファンド。市場の主要なニーズに対応する実証済みのビジネスモデルに成長資金を投資を行う。 運用中のファンド：KAWISAFI、ALIVE、ARAF

Acumenの対象領域

Acumenは貧困問題の解決に向けて、「教育」「労働」「ヘルスケア」「農業」「エネルギー」の5つの領域に焦点をおいて、資金提供を行っている。

【Acumenがフォーカスする5つの領域】

Education	Workforce	Healthcare	Agriculture	Energy
低所得コミュニティに対し、**質の高い教育へのアクセスを改善**することで、東アフリカにおける教育格差を縮小	労働者へのスキルアップに向けた支援や、労働条件の改善を通じて**尊厳のある労働を創出**	米国における低所得者層が受ける医療の質とアクセスを改善することで、**医療制度の格差を是正**	気候変動に強い農業手法の開発を支援し、公正な価格を確保するこで、収穫量と収入を増加させ、**小規模農家の生計を守る**	太陽光発電の家電を配布し、クリーンエネルギーのインフラを構築することで、**エネルギー貧困（Energy Poverty）を解消**

貧困問題の解決

インパクト定義と指標の設定

Acumenではインパクトを「Poverty Focus（貧困層にアプローチしているか）」、「Breath of Impact（インパクトの範囲）」、「Depth of Impact（インパクトの深さ）」の3つの観点で定義しており、各インパクト定義に対する指標も設定している。

【Acumenにおけるインパクト定義】

インパクト評価における3つの観点	インパクトに対する指標例
1. Poverty Focus 投資先/投資候補先の企業がどの程度の貧困層にリーチできているのか	• 世界銀行が設定する貧困ラインにいる人にどれくらいリーチしているか （1日あたり$2.15、$3.65、$6.85以下で生活している人たちにどれくらいリーチできているか）
2. Breadth of impact 企業、顧客、マーケットの3つの観点で企業が既に創出しているインパクト、および今後創出する可能性のあるンパクトの範囲を評価	• 投資先企業がインパクトを与えた人数 • 創出された職場の数・労働環境が改善された職場の数
3. Depth of impact 投資先企業が提供する製品・サービスによる個人の経験や生活の変化について評価	• 最終受益者のQOLがどれくらい向上したのか • どれくらいの人がその製品・サービスにアクセスしたのか • 製品やサービスを他の人に勧める可能性。顧客満足度。（NPS）※1

Point：インパクトに対する指標の設定

国内有識者

• ファンドとして成し遂げたい目標を達成するために、**指標作成やインパクト測定を実施すべきである。**

（※1）Net Promoter Score（ネット・プロモーター・スコア）の略。顧客ロイヤルティ、顧客の継続利用意向を知るための指標。

インパクト測定のプロセス

- 投資前と投資後のインパクト測定のプロセスを図示。なお、Acumenでは、投資前の段階において60 Decibelsと連携し、Lean Dataを活用したインパクト測定を実施している。
- インパクト目標に対する進捗状況のモニタリングについては、公開情報からは得ることができなかった。

Pre-Investment

企業のインパクトのポテンシャルとビジネスモデルの検証

- 前スライドで説明したAcumenが定めるインパクトの3つの観点から投資先候補となる企業のポテンシャルを測定

エンドユーザーの満足度や製品/サービスの質を調査

- **60 Decibels**によるLean Dataの収集を通じて、投資先候補企業が提供する製品やサービスを利用する顧客の満足度を測定

Post-Investment

ポートフォリオレベルでのインパクト測定

- ポートフォリオレベルでのインパクト評価を行い、成功理由や反省点を抽出

組織全体におけるインパクト測定

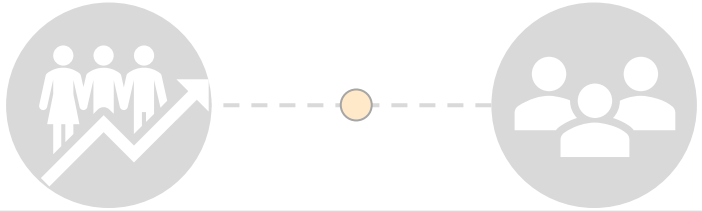
- 年に一度、活動を行った地域からデータを収集し、組織全体におけるインパクトと課題を測定

振返り

- インパクト評価を振返り、今後の投資戦略や伴走支援(TA)に関する改善を行う

Lean Dataの活用 - 60 Decibelsとの連携

Acumenは60 Decibelsと連携を行い、最終受益者の声(Lean Data)をインパクト評価に反映させる取り組みを実施している。



Pre-Investment

企業のインパクトのポテンシャルとビジネスモデルの検証

- インパクトの3つの観点から投資先候補となる企業のポテンシャルを測定。

エンドユーザーの満足度や製品/サービスの質を調査

- **60 Decibelsによる Lean Dataの収集**により、投資先候補となる企業が提供する製品/サービスを利用する顧客の満足度を測定

Pre-Investmentの段階で Lean Dataを活用

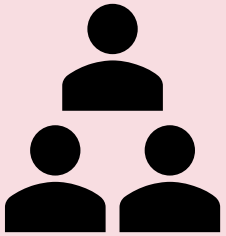
Lean Dataを活用する理由

① Acumenの投資によって、**最終受益者の満足度を満たせているかを確認**するため

② 投資によって、**最終受益者の生活を変化させることができているかを確認**するため

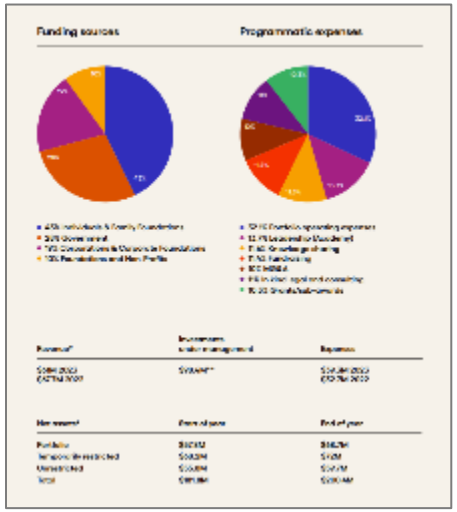
③ 投資に関する**説明責任を強化**するため

④ 投資先企業に対して、**最終受益者の声を基にした支援を行うため**



財務に関する情報開示

- Acumenは、収益や費用などの基本的な財務情報をインパクトレポート内で毎年公表している。
- ヒアリングでは財務情報を開示する理由や財務情報公開による呼び水効果について伺うことができる。



Annual Reportでの財務情報の公開

当該団体が公開しているインパクトレポートでは

- **収益**
- **費用(何にどのくらいの費用を使用したのか)**
- **運用資産額**
- **純資産額**

について情報公開している

国内有識者

<u>呼び水効果(財務情報)について</u>

- 社会課題(特に地域課題)の解決に向けて、信用金庫や地方銀行のファンドからの参入を促進する必要がある
- そのために**今後はインパクト投資の文脈でも財務に関するリテラシーの向上させることは重要である**

Katapult Ocean

Katapult Oceanの概要

Katapult Oceanの組織及び投資の概要は以下の通り。

Katapult Ocean		
組織概要	国	ノルウェー
	設立年月	2019
	設立背景	ブルーインパクト(海洋環境へのインパクト)に貢献するスタートアップビジネスのスケーリングを図ることを目的として設立。
	Vision	A world where a thriving ocean is in harmony with economic development.
投資概要	投資領域	ブルーインパクトの中でも以下の領域にフォーカスして投資を実施。 ①食料、②交通、③エネルギー、④自然資産、⑤インフラ、⑥ニューフロンティア
	投資ステージ	N/A
	投資先社数	現在投資中企業:52社
	展開しているファンドの特徴	• 3つのファンドを運営し、3つのファンドで共通して海洋環境にポジティブなインパクトを生み出すocean impact techへの投資を実施。 ※各ファンドの期待収益率やファンサイズ等については記載なし。

組織の特徴

Katapult Oceanは他団体と共同でブルーインパクト事業におけるインパクトKPIやインパクト測定、レポーティングの方法を簡素化したフレームワーク(The Ocean Impact Navigator)を作成。

The Ocean Impact Navigatorの作成プロセス

① Survey	• 1000 Ocean startups(海洋へのインパクト・イノベーションを加速させるための連合体)に加盟しているスタートアップ企業に対し、**KPIに関するアンケート調査を実施**
② Interview	• 同連合体のメンバーに**インパクト測定における課題に関するインタビュー**を実施
③ Impact 'Universe' analysis	• 現存するIMMフレームワークを整理し、**各フレームワークのPros＆Consを整理**
④ Working Group collaboration	• 1000 Ocean Startupsのワーキンググループ(Katapult Oceanはメンバーの一部)が①～③の**調査結果を踏まえThe Ocean Impact Navigatorを作成**
⑤ Case studies & stress testing	• 実際のスタートアップ企業にてThe Ocean Impact Navigatorを使用してもらい、フレームワークが実用的かテストを実施

組織の特徴

Ocean Impact Navigatorはブルーインパクトの領域を6つに分類し、各領域における計30の指標を提示。

Impact Area	Indicator
Sustainably managed ocean resources （持続可能な海洋資源に向けて）	A1 Volume of biomass preserved or restored
	A2 Volume of seafood waste reduced
	A3 Welfare of marine life
	A4 Tonnes of ocean-based seaweed and bivalves produced
A clean ocean （海の環境美化）	B1 Volume of primary micro-plastics diverted from nature (or landfill)
	B2 Volume of macro-plastic diverted from nature (or landfill)
	B3 Nitrogen/Phosphorous pollution mitigated (i.e. reduced, avoided or bioremediated)
	B4 Volume of contaminated waste water from land-based sources diverted from waterways
	B5 Invasive species reduced or avoided
	B6 Reduction in [other] pollution (e.g. heavy metals, chemicals, sound etc.)
Thriving and restored marine Habitats （海洋生息環境の繁栄と回復）	C1 Area of coral reefs protected or restored
	C2 Area of mangroves protected or restored
	C3 Area of seagrasses protected or restored
	C4 Area of salt marshes protected or restored
	C5 Area of kelp forest protected or restored
	C6 Area of [other habitat] protected or restored
Towards 1.5C （1.5℃目標に向けて）	D1 GHG emissions reduced or avoided
	D2 GHG emissions generated
	D3 Carbon sequestered
	D4 NOx emissions mitigated
	D5 SOx emissions mitigated
Climate-resilient coastal communities （気候変動に強靭な海岸地域にむけて）	E1 Length of coastline protected
	E2 Use of ocean information products/services in decision-making to support climate adaptation & resilience
	E3 Number of people supported to adapt to climate change
	E4 Enhanced food security
Positive socioeconomic outcomes （ポジティブな社会経済的アウトカムにむけて）	F1 Number of jobs created
	F2 People completing education / training programmes
	F3 Share of employees that are women
	F4 Ratios of average entry level wage compared to local minimum wage at significant locations of operation
	F5 Particulate emissions mitigated

Norrsken Foundation

Norrsken Foundationの概要

それぞれの組織及び投資の概要は以下の通り。

Norrsken Foundation		
組織概要	国	スウェーデン
	設立年月	2016
	設立背景	起業家精神と新しいテクノロジー技術が世の中にポジティブな変化をもたらすという考えから、世界最大の課題を解決する起業家を支援することに特化した非営利、非宗教、無党派の財団を設立
	Vision	Building an impact ecosystem connecting founders with the capital, knowledge and network they need to make saving the world their business
投資概要	投資領域	貧困、飢餓、メンタルヘルス、公害、気候変動など国際レベルで問題となっている社会課題について幅広く資金提供を行う

組織の特徴

Norrsken Foundationは、インパクトスタートアップを支援するNorrsken Acceleratorプログラムを展開。
本プログラムではインパクトスタートアップ企業20社を選出し、資金提供と8週間の集中プログラムを提供。
プログラムの終了時には、投資家等が参加するピッチコンテストに出場する機会が与えられる。

Norrsken Acceleratorの概要

①プログラム参加者の選出

- 毎年、2000以上の応募から、pre-seedもしくはearly-seedのインパクトスタートアップ20社を選出。（過去の選出企業）
- 選出された企業はNorrskenより$125k（約1900万円）の投資を受ける。※1

※1：選出企業とは将来株式取得略式契約（Simple Agreement for Future Equity：SAFE）を結び7%のリターンが求められる。

②プログラムの提供

- 選出企業にはNorrskenのオフィスにて、8週間のプログラムが提供される。
- プログラムでは事業とインパクト拡大のスケールに向けて企業の特性に応じたテイラーメイドのプログラムが提供される。
- 当プログラムではNorrskenの職員や事業トピックに関連する専門家の協力も得られる。

③ピッチコンテストへの参加

- 複数の投資家や潜在的な顧客が参加するピッチコンテストに参加し、プログラムを通じてブラッシュアップした事業計画についてプレゼンテーションを行う。

4　本調査のまとめと示唆

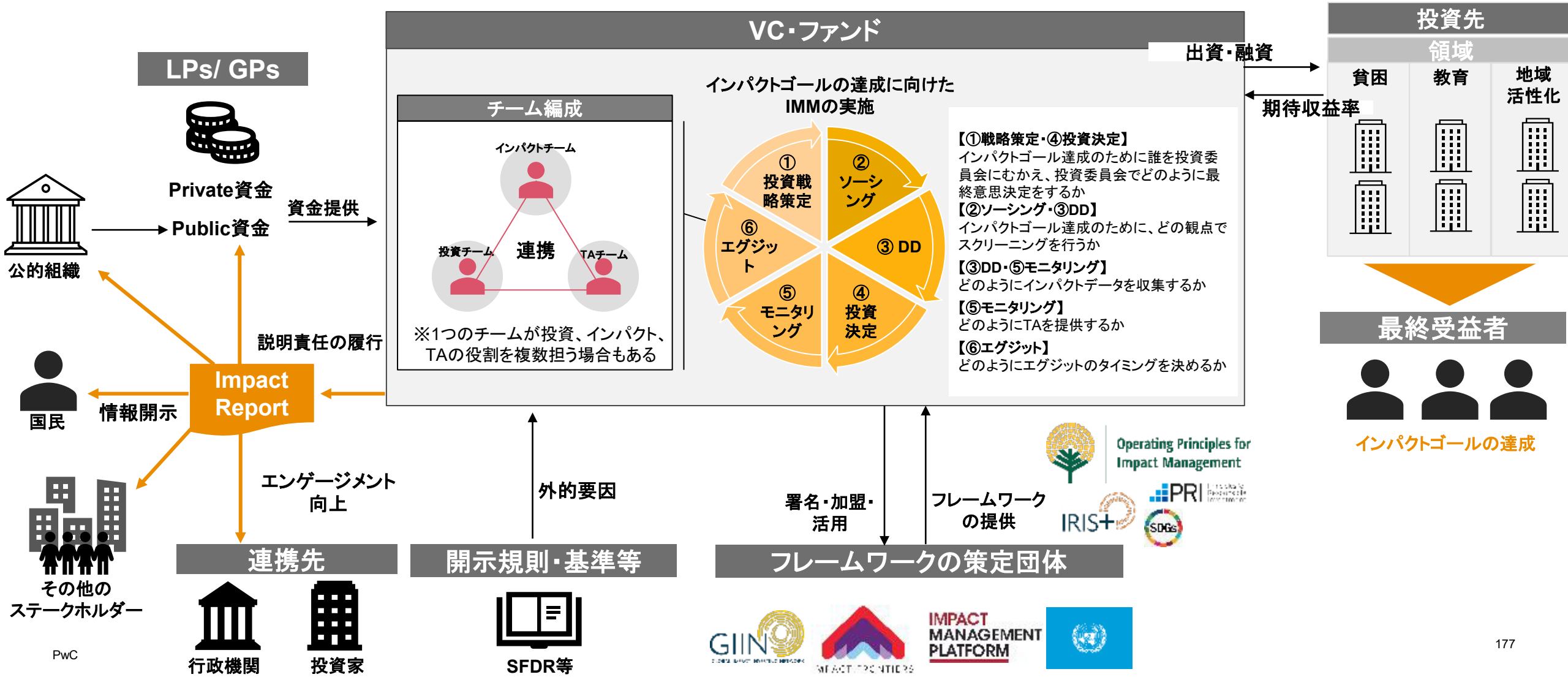
取りまとめと示唆導出のサマリ・全体像

本調査では、事後ヒアリングにおける有識者からの意見も踏まえ、IMMを巡る国際動向・マクロトレンドと、個別ファンド等によるIMMの好事例の両面について把握した。

国際動向の中で開発されたフレームワークを活用しつつ、自組織のインパクトゴールの達成に向けてIMMをアレンジすることが重要であることが示唆された。

まとめと示唆の導出プロセス	① デスクトップリサーチによるIMMに関する国際動向・マクロトレンドの把握を行い、ステークホルダーマップを作成。 ② 好事例としてピックアップした個別ファンドのIMMに関するデスクトップリサーチ及びヒアリングを通じて得られた内容を、Why/What/How/Whoの観点から考察・検討。 ③ 事後ヒアリングを通じて、考察・分析の妥当性や内容を検証し、ブラッシュアップ。
導出されたまとめと示唆	• **Whyの観点を重要視するファンドが多く、IMMはインパクトゴールの達成に向けた手段**であり、ステークホルダーのエンゲージメント向上にも役立っていた。 • Whatの観点では、好事例としてピックアップされたファンドは、**国際的なフレームワークを活用しつつ、独自に開発・設定した指標やToCを加えてアレンジを行うことで、効果的なIMMを実施していた。** • Howの観点でも同様に、好事例としてピックアップされたファンドでは、**国際的なフレームワークを活用しつつ、ファンドの規模などに応じてアレンジを行うことで、効果的なIMMを実施していた。** • Whoの観点では、**インパクトと財務の両方の知見を持つ人材の確保や育成は課題となっているケースが多く**、ファンドの規模によってチーム編成は異なっていた。

インパクトファーストファンドのステークホルダー分析



分析結果のサマリと示唆

Impact Lens

	Why	What	How	Who
国際動向（デスクトップ）	• インパクトに関する国際的な関心の高まり等を背景に、国際フレームワークではIMMの必要性を前提にして、WhatやHowに関する概説がなされている。	• IRIS+ や Impact Management Norm 、5 Dimensionsなどといった国際的なフレームワークが普及しており、その認知度は高まっている。	• Impact Principles の9 Principlesなど、プロセスの標準化が進められている。また、その署名機関であれば、プロセスの信頼性・適切性への期待が高まる。	• レポーティング先などに関する記載はあるものの、ファンド内部の人材に関する記載は見当たらなかった。
好事例（デスクトップ&ヒアリング）	• 内的要因としての**インパクトゴールの達成**が最も重要であり、IMMはその手段/プロセスである。一方で、説明責任の履行から、レポーティングを行う必要がある。	• 国際的なフレームワークで紹介されている指標を活用しつつも、**独自に開発・設定した指標やToC (Theory of Change)**を加えているのが実態。	• 標準プロセスに沿いつつも、ファンド独自の進め方を取っているケースもある。 • 投資戦略とToC、指標設定などを連動させることが重要。	• **インパクトと財務の両方の知見を持つ人材の確保や育成**は課題となっている。また、TAを実施している場合には、チーム編成・連携も重要である。
示唆	• 適切なIMMはインパクトゴールの達成のプロセスであり、ステークホルダーを巻き込む手段でもあるという位置づけ。	• 国際的動向は踏まえつつも、インパクトゴールに沿った独自指標の開発や設定が重要。	• 標準プロセスを踏まえつつ、インパクトゴールの達成に向けたアレンジも重要。	• 国際機関の研修などを土台に、今後人材の育成や確保は社会として推進していく必要がある。

Finance Lens

※インパクトに影響を与える要素のみ調査

期待収益率

- 投資領域や投資期間に応じて、期待収益率は異なる。例えば、Tech系のプロダクトを通じてインパクトゴールを達成する場合には収益率が結果的に高くなるケースもある。

資金提供者 (Blended Finance)

- 公的資金の活用度合いや、GP/LP、アセットオーナーの違いに応じて、投資先の選定や領域、財務的リターンの重視度合いが異なる。
- 加えて、インパクトや財務的リターンのレポーティングの力点の置き方も異なる。

Financeの観点から見たExit

- 将来的なExitとして、IPOや大企業へのM&Aを見据える場合には、投資先の選定や領域に影響を及ぼす。また、呼び水効果の観点から、民業圧迫にならないような領域を選択することも重要。

- インパクトに関心のある資金提供者を見つける、あるいは育てることを通じて、より中長期的なリターンを求める文化やBlended Financeを定着させるための動きが官民ともに求められる。

付録1　引用文献リスト

引用・参考文献リスト 1/2

- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2021).「はたらくFUNDインパクトレポート」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2021).「日本におけるインパクト投資の現状と課題」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2022).「はらくFUND2022インパクトレポート」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2022).「日本におけるインパクト投資の現状と課題」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2023).「Impact Review2023」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2023).「SIIF Impact Review 2023」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2023).「はたらくFUND 2023 Impact Report」
- 一般財団法人社会変革推進財団(SIIF). (2023).「日本におけるインパクト投資の現状と課題」
- 環境省. (n.d.).「グリーンファイナンスポータル「英国政府によるサステナブル投資に関するロードマップの公表」」
- 農林水産省. (n.d.). SDGsの概要. https://www.maff.go.jp/j/shokusan/sdgs/about_sdgs.html
- SIIF（Social Innovation Initiative Foundation）. (2024, 8月31日).「社会的投資の影響を可視化する新しいツールの紹介」. ノート. https://note.com/siif_pr/n/ne9fe633722a2
- SIIF. (n.d.). インパクトマネジメントの戦略. Social Innovation Initiative Foundation. https://www.siif.or.jp/strategy/impact_management/
- 日本証券業協会. (n.d.). SDGsインパクト評価ツール. https://www.jsda.or.jp/sdgs/impactmmtool/5doi/

- Acumen. (n.d.). Acumen. Acumen. https://acumen.org/
- Ascension. (n.d.). Fair By Design Fund. Ascension. https://www.ascension.vc/our-funds/fair-by-design-fund/
- Better Society Capital. (n.d.). https://bettersocietycapital.com/
- Calvert Impact. (n.d.). https://calvertimpact.org/
- Finance in Motion. (n.d.). https://www.finance-in-motion.com/
- GAWA Capital. (n.d.). https://www.gawacapital.com/
- Global Impact Investing Network. (2020, June). IRIS five dimensions. Global Impact Investing Network. https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions_June-2020

引用・参考文献リスト 2/2

- Global Impact Investing Network. (2023). GIIN Insight – Impact measurement and management practice. Global Impact Investing Network. https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/research/2023-giinsight-%E2%80%93-impact-measurement-and-management-practice.pdf

- Global Impact Investing Network. (2023). GIIN Insight – Impact measurement and management practice. Global Impact Investing Network. https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/research/2023-giinsight-%E2%80%93-impact-measurement-and-management-practice.pdf

- Hand, D., Ringel, B., & Danel, A. (2022). GIINsight 2022: Sizing the Impact Investing Market.
- Impact Frontiers. (n.d.). Impact performance reporting norms. Impact Frontiers. https://impactfrontiers.org/work/impact-performance-reporting
- Impact Frontiers. (2022). Impact and financial integration. Impact Frontiers. https://impactfrontiers.org/wp-content/uploads/2022/05/Impact-financial-Integration-Japanese.pdf
- Impact Investment Japan. (n.d.). Guidebook for impact measurement and management. https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/Guidebook_for_Impact_Measurement_and_Management.pdf
- IRIS+. (2019). IRIS+ AND THE FIVE DIMENSIONS OF IMPACT. https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS_IMPalignment_20190510.pdf
- Katapult Ocean. (n.d.). https://katapult.vc/ocean/
- King Philanthropies. (n.d.). https://kingphilanthropies.org/
- Norrsken. (n.d.). https://www.norrsken.org/
- Operating Principles for Impact Management. (n.d.). 9 principles. https://www.impactprinciples.org/9-principles
- Pangaea Ventures. (n.d.). https://www.pangaeaventures.com/
- Quona Capital. (n.d.). https://quona.com/
- Save the Children Global Ventures. (n.d.). https://scgv.org/
- Sustainable Investment Management Institute. (2021). Investor contribution: Summary. https://simi.or.jp/grc/wp-content/uploads/2021/03/006.-Investor-Contribution-JPN-summary.pdf
- Sustainable Investment Management Institute. (2022). IMP: Investors‘ perspective - Summary. https://simi.or.jp/grc/wp-content/uploads/2022/02/031.-IMP-Investors-Perspective-JPN-summary.pdf

付録2　議事概要・議事録

事前ヒアリング　ー質問事項・要約

国内有識者ヒアリング（再掲）

国内有識者のヒアリングリストは以下のとおり。

	#	氏名	所属	目的	主な質問事項	実施時期
STEP1	1	小崎亜依子	JANPIA	本事業に関するニーズの把握	• 説明責任や呼び水効果として、具体的に想定しているものは何か？ • 足元での困りごとは何か？	9/12
	2	菅野文美	SIIF	国際動向の把握 海外有識者の紹介	• 国際動向として着目すべきものは何か？ • 好事例として、どのようなものがあるか？ • 海外有識者として誰が適任か？	9/26
	3	林寿和	ニッセイアセットマネジメント株式会社	国際動向の把握 海外有識者の紹介	• 国際動向として着目すべきものは何か？ • 好事例として、どのようなものがあるか？ • 海外有識者として誰が適任か？	9/18
STEP2	4	須藤奈応	Impact Frontiers	実際の投融資基準 日本の特徴	• 国際動向として着目すべきものは何か？ • 好事例として、どのようなものがあるか？ • 海外有識者として誰が適任か？	11/15

海外有識者ヒアリング（再掲）

海外有識者のヒアリングリストは以下のとおり。

#	氏名	所属	役職	主な質問事項	実施時期
1	Sean Gilbert/ Naoko Kimura	GIIN	Chief Investor Network Officer/ Director, Membership	• IMMの重点ポイント • Impact Principles 9原則の作成背景と今後の展望 • ファンドがIMMを実施する際の課題 • 好事例	9/17
2	Joohee Rand	GIIN	Director, Impact Principles	• Impact Principles 9原則の今後の展望 • IMMフレームワークの普及プラン など	10/8

Sean氏・Kimura氏（GIIN） －ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	IMMの重点ポイント（目的・プロセス）	A) デスクトップ調査の結果、Impact Principlesの9principlesは各原則によって重視するFor what（目的）が違ってくると理解しているが、日本の休眠預金制度のように、公益性の高い投資（インパクトファーストのファンド）で重視されるポイントは何か。（WHY IMM） B) インパクト・ファーストファンドが説明責任を効果的に果たすためにどのステップにフォーカスを置くべきか。（HOW IMM）
2	Impact Principles 9原則の作成背景・今後の展望	A) Impact Principlesの9原則が作成され始めた2018年は、インパクトウォッシュの事例が多発していた、国際標準としてのIMMに関する原則がなかったことが背景と理解しているが、その他に作成に至った背景はあるか。 B) インパクト投資市場の発展に伴ってImpact Principlesは今後のどのようなアップデートが必要だと考えているのか。
3	日本における ファンドの課題	A) USやUKと比較して、日本のインパクト・ファーストファンドの課題は何か。 B) 日本でIMMを実施する際のポイントはあるか。
4	インパクト・ファースト ファンドの好事例	**＜説明責任・呼び水効果について＞** A) シード/アーリーステージの企業に数億円から100億円規模の投資を行うインパクト・ファーストファンドの中で、IMMを上手く活用し、説明責任を果たしている事例はあるのか。 B) シード/アーリーステージの企業に数億円から100億円規模の投資を行うインパクト・ファーストファンドの中で、IMMを上手く活用し、民間投資を呼び込んだ事例はあるのか。 ➢ 事例がある場合、IMMのFor Whatの中でどこに重きを置いていたのか。（WHY IMM） ➢ どのようなIMMのプロセスを経て、民間投資を呼び込むことができたのか。（HOW IMM） **＜エグジットについて＞** C) インパクト・ファーストのファンドが投資先の事業者を上手く自立させるなど、エグジットの好事例はあるか **＜具体的な好事例＞** D) インパクト・ファーストファンドの中で、「説明責任の履行」「呼び水効果の促進」の観点からIMMを効果的に活用している、またはインパクトの持続性を考慮してエグジット戦略を実施しているファンドがあれば教えていただきたい。

Sean氏　－ヒアリング内容の要約　1/2

以下にSean氏ヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
IMMの重点ポイント	Impact Principlesの意図	• **Impact Principlesの9原則は包括的なパッケージとして設計されており、一貫して適用できる全体的なプロセスを意図したもの**であることから、**選択的に採用するものではなく、重要性の濃淡もつけられない**。そのため、効果的なIMMのためには9原則すべてを遵守することが重要である。 • 「ファンドが、投資プロセスを通じて有意義なインパクトを創出し、意図してポジティブな結果をもたらすような、基本的な慣行や方針を備えているだろうか」と問う場合、**9原則すべてが整備されていることを確認する必要がある。** • IMMは、ファンドレイジングの際のブランディングにも用いることができる。また、パブリックファンドであれば、その目的は問題の解決であるため、**ステークホルダーとのエンゲージメントよりは問題分析の方に重点を置くべき**だと考える。
Impact Principlesの作成背景・今後の展望	作成背景	• インパクトウォッシュへの対応というよりも、共通言語を作りたいという意図が強かったのではないか。 • インパクト投資の初期段階では、インパクト投資が何かという定義だけあれば良かったが、**注目が集まり、ステークホルダーが増えるにつれ、ファンドが自分たちの活動や機能を説明する必要性が高まっていった**という背景があった。 • 9原則の作成を主に担当した2人のうちの1人である**Christian Rosenholm**が回答できると思うので、必要に応じて紹介することができる。
	今後の展望	• 「生きている文章(Living Document)」なので、今後の更新もあり得ると思う。その点は**Joohee Rand**が詳しいので、紹介できる。
ファンドの課題	一般的な課題	• 最大の課題は、**インパクト・ファーストに賛同してくれるアセット・オーナーを見つけること**である。一般的に、インパクト・ファーストのファンドは、可能な限り最高の財務的リターンを追求するのではなく、可能な限り最高のインパクト・リターンを追求することを明示したファンドを快く受け入れてくれるアセット・オーナーが必要である。 • 一方で、**アセット・オーナーは複雑で詳細なインパクトレポートを求めておらず、分かりやすくシンプルなレポートを求めている**。
	日本における課題	• **インパクト投資に対する一般的な認知度がまだ高まっていないことは課題になり得る**。ヨーロッパを例にとれば、その市場の経験年数と成熟度は、日本市場よりもかなり進んでいる。

Sean氏　–ヒアリング内容の要約　2/2

カテゴリー		得られた示唆
インパクト・ファーストファンドの好事例	好事例について	• **Pangaea Ventures**はインパクトレポートに関する好事例の1つである。その中では例えば、2030年というタイムラインを設定し、達成したい目標を定め、それに対する進捗状況を定量的に報告している。 • 最も影響力のある1号ファンドは、時間をかけて他の投資家を引き付けるのに役立ち、投資を可能にするために投資ルールやポリシーの一部を変更するケースがある。あるいは、非常にリスクが高く、誰も投資しない技術やビジネスに資金を提供する最初の投資家になることもある。**その初期段階を通過できれば、他の後続のインパクトキャピタルを引き付ける可能性が高くなる。**

Joohee氏（GIIN） －ヒアリングの質問事項

※Sean氏のご紹介により追加でヒアリングを実施

	トピック	質問内容
1	Impact Principlesの現状と課題	• どのようなファンドやアセット・オーナーがImpact Principlesに署名する傾向にあるのか。 ➢ 署名機関には金融機関のような財務的リターンを重視するファンドが多いのか、それとも、パブリックファンド（財務的リターンよりも社会的/環境的なインパクトを重視し、catalytic capital的な資金提供を行うファンド）が署名する傾向がつよいのか。 ➢ 署名するアセットオーナーの傾向に変化はあったか。（財務的リターンを求めるアセット・オーナーの署名が増加した等）また、アセットオーナーがImpact Principlesに署名する意図に変化あれば伺いたい。 • Impact Principlesの署名機関とコミュニケーションを取る中で、Impact Principlesを活用する際に直面する課題に関する意見があれば、どのような課題が挙げられるのか伺いたい。
2	Impact Principlesの今後の展望	• インパクト投資市場の発展に伴ってImpact Principlesは今後のどのようなアップデートが必要だと考えているのか。 • Impact Principlesのアップデートを計画されている場合、どのようなステークホルダー（研究者、ファンドマネージャー、ソーシャル企業職員など）の意見を取り入れて、どのようなプロセスを経てアップデートを実施するのか。
3	IMMの課題	• Impact Principlesの署名機関と密にコミュニケーションを取る中で、パブリック・ファンド、インパクトVCが共通して抱えるIMMの課題はあるか。 • 日本のパブリックファンドの課題や日本でIMMを実施する際のポイントがあれば教えていただきたい。
4	パブリックファンドの好事例	**＜説明責任・呼び水効果について＞** • シードやアーリーステージの企業に対して数億円から100億円規模の投資を行うパブリックファンドの中で、IMMを効果的に活用し、呼び水効果の促進や説明責任を果たしているファンドはあるか。 **＜エグジットについて＞** • パブリックファンドが投資先の事業者を上手く自立させるなど、エグジットの好事例をご存じでしたらご紹介いただきたい。

Joohee氏　–ヒアリング内容の要約　1/2

以下にJoohee氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
Impact Principles	署名機関について	**＜署名機関の傾向＞** • Impact Principlesの署名機関は185機関、40か国に渡っており、570Billion USD以上の投資額となっている。**マーケットレート相当での投資を行っている署名機関がほとんど**であり、利益のみを追求する投資家（commercial investor）という訳ではない。 • **マーケットレート相当のリターンを求めつつ、インパクトも追及する"impact and finance first" と主張するファンドも存在している。** • 署名機関の中には、国際金融公社（IFC:International Finance Corporation）のような**国際開発金融機関（DFI:Development Finance Institution、MDB:Multilateral Development Bank）**も存在しており、これらの組織はインパクトの創出や開発途上国へ民間資金が流れるために投資を行う、いわゆるimpact-orientedの組織である。 ➢ DFIとMDBはCapacity Buildingに関するTechnical Assistanceを持った助成を行っており、**IMMの観点からTechnical Assistanceは重要な意味を持つ。** • 数は少ないが、マーケットレート以下を追求するファンドも署名機関の中に存在している。 **＜署名しているアセットオーナー＞** • 署名機関のうち、23%がアセットオーナーだが、投資額ベースでは70%を占めている。 • DFIやMDBのようなPublic Fundがアセットオーナーとして**インパクトとファイナンスを近づける役割を担う必要がある。** • インパクトファーストのアセットオーナーにとってポートフォリオマネジメントが重要である。
	アップデートについて	**＜Impact Principlesのアップデートの予定＞** • Impact Principlesのアップデートは可能であるが、インパクト投資市場は未だ発展期であることに加え、**Impact Principlesは「原則」であることから、頻繁に変更すると混乱をきたす恐れがある。** **＜どのようなプロセスでアップデートするのか＞** • Impact Principlesの事務局がホストとなり、顧問委員会を設置し、署名機関等を招待する。委員会で修正案について投票を行い、可決されれば修正を行うというプロセスで進めることが考えられる。

Joohee氏　–ヒアリング内容の要約　2/2

以下にJoohee氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
IMMの課題	インパクト・ファーストファンドの課題	• インパクト・ファーストファンドの場合、意思決定に関する厳密性と透明性を欠いているケースが多い。 ➢ ただし、**DFIの場合は、ファイナンスとインパクトの両立を目指しており、厳密性を担保しつつIMMを実施している。** • ファイナンスファーストの機関投資家は標準のない不安定なマーケットを回避するため、インパクト投資市場のスケーラビリティのためには、**長期的な視点でマーケットのインフラ整備と標準化を実施する必要がある。** ➢ そのためにも、インパクト・ファーストファンドはグローバルスタンダードに沿って、インパクトをスケールさせていく必要がある。
IMMの動機	外的要因	• マーケットの変化などが背景にあり、IMMの実施に対して、ガイドラインやツールを活用する必要性は高まっている。 • Impact Principlesの署名機関であれば、**IMMを実施することに対するマーケットからの期待が外的要因となっている。** • 一方で、IMMに対する**マーケットのコンセンサスが得られているかどうかが重要**であり、ドイツやカナダではインパクトに関する考え方が形成されつつある。 ➢ カナダではアセットオーナーのワーキンググループがあり、その中ではImpact Principlesに沿った投資を行うことが推奨されている。また、ドイツではImpact PrinciplesがDDに組み込まれている。 • 各ファンドがIMMに対して異なるアプローチを実施していると、ファンドマネージャーはどの基準に準拠すべきか分からなくなる。したがって、**厳密なIMMを実施するImpact Principlesの署名機関には、何らかのアドバンテージが与えられるような仕組みを構築すべきであると考える。**
好事例	好事例について	• **Frankfurt School Finance Services**はインパクト・ファーストファンドの組織であり、助成や融資、投資、Technical Assistanceなど様々な手法を組み合わせてファイナンスを行っている好事例である。

小崎氏（JANPIA） –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	出資事業の想定	• 出資事業の概要を教えて頂きたい ➢ 資金分配団体としてはどういった主体が想定されるか ➢ 実行団体としてはどういった主体が想定されるか ➢ 本事業を通じて、資金分配や実行団体にどのような変化（成長）が期待されるか
2	IMMにおける課題	• 出資事業におけるインパクト・マネジメントに関する課題はなにか ➢ 助成事業におけるIMMと比較し、出資事業におけるIMMの位置づけや重要性、求められる精度などが変わると想定されるか ➢ 資金分配団体等がIMMを実施する際の課題は何と想定されるか ➢ GIINなどの国際機関が公表しているフレームワークで、活用したいと考えているものはあるか
3	「説明責任」と「呼び水効果」に係る現状と課題	• 本調査では、IMMを行うことによる訴求効果として、「説明責任」と「呼び水効果」に焦点を当てる予定である。 それぞれの現状と課題感を教えて頂きたい ➢ 誰に対する説明責任にどういった課題認識があるか ➢ 出資事業における呼び水効果としてどういった内容を想定しているか（地域金融機関からの融資、インパクトファンドからの出資、資金分配団体による2号ファンドの自立的な立ち上げ 等）
4	本事業に求める事	• その他、本調査で特にリサーチを深めてほしいこと、話を聞いてほしい有識者・ファンドはあるか

小崎氏　–ヒアリング内容の要約　1/2

以下に小崎氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
出資事業の概要	想定される資金分配団体・実行団体	• JANPIAはインパクト・ファーストファンドの領域拡張を目指しており、インパクトの最大化を重視する組織を選定する方針である。したがって、ファンド出資型と法人出資型の両方のスキームにおいて、**社会課題解決に焦点を当てた組織の選定を想定している**。 • 実行団体については、休眠預金等活用法によって定められている3領域における社会課題の解決を目指す**日本の株式会社に限定して選出を行っている。**
	資金分配団体に対する期待	• IMMに関するフレームワークは充実しているため、**資金分配団体は、自らIMMを実行できるよう**努めていただきたい。 • リソースが限られる中で、投資先のインパクトと事業の成長を促進するために**ファンドが何を優先すべきかを考える必要がある。** ➢ 例えば、最終的な社会課題解決にリソースを割くべきである。**IMMはツールに過ぎず、最終目的は社会課題の解決であることを忘れてはならない**。
IMMに関する課題	投資事業におけるIMM	• 投資事業においては、インパクトを持続的に生み出しても、事業が潰れてしまえば意味がない。また、外部環境の変化によって急に事業がうまくいかなくなる可能性もある。したがって、**投資事業では不確実性が高い中で、IMMの実施方法に柔軟性が求められる。** ➢ 例えば、投資先の事業ステージを踏まえてエグジットのタイミングを考慮するなど**投資先組織の状況に応じてIMMのポイントを調整することが重要である**。
	エグジット戦略について	• 「どのような事業に投資を行うのか」「どのような最終形態を目指すのか」によってエグジット戦略は変化する。 • エグジットの方法について、JANPIAは**M&Aだけでなく、他の形態も重要であると考えている。**例えば、最終的なゴールを達成するまでに20年かかる場合、JANPIAが支援したファンドが最初の10年間をサポートし、その後別のファンドに引き継ぐ形でスケールを図るエグジット方法も考えられる。
	ファンドに今後求められること	• 金融機関やVCでの経験を持つ人々がインパクト投資に興味を持つようになっているが、**社会課題に対する解像度が浅いケースが多い**。今後は、より特定のテーマに焦点を当てたファンドが必要であり、「どの特定領域に投資を行うのか」や「その領域の資金ニーズがどれくらいあるか」を明確に答えられるファンドマネージャーが必要である。

小崎氏　–ヒアリング内容の要約　2/2

カテゴリー		得られた示唆
「呼び水効果」と「説明責任」の現状と課題	呼び水効果とは	• **JANPIAが選出したファンドがGeneral Partner（GP）としての役割を果たしリスクを負担することで、Limited Partner（LP）は出資した金額以上のリスクを負う必要がなくなる。また、JANPIAが1倍のリターンを求める場合、出資先企業が1倍以上に出したリターンはJANPIA以外の投資家で分配されるため、相対的にリターンが高くなる。**その結果、LP投資に参加したいと考えるプレイヤーが増える可能性があり、この促進効果を「呼び水効果」であると考える。 ➢ 例えば、イギリスのBig Issue Investは、Bank of AmericaやThe Access FoundationなどのFirst-Loss Layerと連携し、リターンを求めない助成の形でLP投資に参加しコストを負担することで、他の投資家の参加を促進しており、「呼び水効果」の一例と言える。
	「呼び水効果」の現状と課題	• 他のプレイヤーの参加を促進するためには、低いファイナンスリターンというリスクを受け入れることが重要である。しかし、実際にはリスクを取れない場合もある。そのため、イギリスのThe Access Foundationのように、**LPとして参加し初期資金を提供してリスクを負うことで、他のプレイヤーの参加障壁が下がると考えられる。** • 日本におけるインパクト投資は今後、特定の社会課題領域に焦点を当てた多様な事例が豊富に存在するべきと考える。近年のESGファンドの投資先の傾向として、大手企業に偏って投資する傾向があるので、JANPIAの資金を活用し**多様な社会課題に対するインパクト投資の事例を生み出していきたい。**
	「説明責任」の現状と課題	• 内閣府の休眠預金等活用審議会において、説明責任に関する明確な基準は明確に示されていないが、**JANPIAには呼び水効果の促進という役割が強く求められており、どれくらいの資金を集められたかを定量的に計測する必要がある。** • 説明責任の履行における課題として、最終的にはJANPIAがフォーカスする3つの領域におけるインパクトに係る説明責任があり、**出資団体ごとにインパクトKPIの指標が異なる。**したがって、JANPIAの説明責任の履行に向けたKPIを別途設定する必要があると考えている。
その他	本事業に求める事	• VCだけでなく、Better Society Capital（BSC）やコンサル的な立ち位置でインパクトVCに支援を行っている支援者も対象としてもよいのではないか。
	資金提供の多様性	• 特定の社会課題領域では、過度な経済成長を追求すると、最も困難な状況にある人々が取り残される恐れがあるため、**社会課題の特性を踏まえて資金提供や支援の方法を調整するのも一案である。** ➢ 例えば、助成により事業が独り立ちできた場合には、資金提供の方法を出資や融資に変更し、伴走支援を実施するパターンも考えられる。また、貧困のテーマには助成を行い、ビジネスとして成り立つことが予想される社会課題領域には出資を行うなど、**社会課題や領域の特性に最適なアプローチを選ぶことが重要である。**

林氏（ニッセイアセットマネジメント） –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	インパクトマネジメントへのニーズ	• ご知見に基づき、日本のインパクト・ファーストファンドにおける課題やIMMの実践に向けたご意見を伺いたい。 ➢ ファンドがIMMを実施する場合の外的要因になりうる主要なものは何か（SFDR等） ➢ 内的要因に基づいてIMMを行っているファンドはあったか。またその場合はどのような動機や効果が見られたか。 ➢ ヒアリングをした中での、アセットオーナーのインパクト創出に向けての意志が感じられたファンドはあったか。 ➢ GIINより、Impact Principlesはインパクトエコシステムの共通言語とするために策定されたと聞いたが、これまでにヒアリングをされたファンドにおいて、Impact Principlesの認知度をどう感じておられるか。
2	IMMの重点ポイント	• インパクト・ファーストファンドのマネジメントにおいて、多くのファンドが苦戦している課題は何と捉えているか。 • インパクト・ファーストファンドが説明責任を効果的に果たすためにどのステップ（投資戦略策定・ソーシング・DD・投資決定・投資期間中・エグジット）にフォーカスすべきか。
3	インパクト・ファーストファンドの好事例	**＜説明責任・呼び水効果について＞** • シードやアーリーステージの企業に対して数億円から100億円規模の投資を行うインパクト・ファーストファンドの中で、IMMを効果的に活用し、説明責任を果たしている事例や民間投資を呼び込んだ事例があるのか。 ➢ 事例がある場合、IMMのどの目的に重きを置いているのか。 ➢ どのようなIMMのプロセスを経て、民間投資を呼び込むことができたのか。 **＜エグジットについて＞** • インパクト・ファーストのファンドが投資先の事業者を上手く自立させるなど、エグジットの好事例はあるか。 **＜具体的なファンドの紹介＞** • インパクト・ファーストファンドの中で、「説明責任の履行」「呼び水効果の促進」の観点からIMMを効果的に活用している、またはインパクトの持続性を考慮してエグジット戦略を実施している国内外の事例があれば教えていただきたい。
4	休眠預金事業におけるIMMの活用	• 休眠預金事業の推進に向けた課題は何だと考えるか、また、そのためにIMMはどう寄与できると考えるか。 （休眠預金事業の推進を、ソーシャルビジネスへの触媒資産の提供、と読み替えて頂いても問題ございません。）

林氏　–ヒアリング内容の要約

以下に林氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
インパクトマネジメントへのニーズ	IMMを実施する理由	• 金融庁の研究プロジェクトを通じて、IMMを実施する理由として、**外部へのレポーティングを目的としてIMMを実施しているファンドが多い**印象がある。 ➢ 近年、European Investment Fundのようなアセットオーナーが IMMの実施を要請しているため、その要請に応える形でIMMを実施しているケースも見られる。 • 内的要因に基づいてIMMを実施しているファンドは、**ファンド自身がKPIの設定やインパクトの測定、報告を行うことで、各投資先企業にも同様のIMMを実践させることを目指しているファンドが多いように感じる。**
	欧州で使用されているフレームワーク	• 研究を実施している欧州の国々（英国、オランダ、北欧4カ国）では、**Impact PrinciplesよりもUNPRIに準拠している機関が多い印象である。** • **Impact PrinciplesはIMMの一般的事項を記載しており、具体的な技術や手法等にまでは踏み込まれていない。**
IMMの重点ポイント	ファンドが抱えるIMMの課題	• レポーティングのためにどのような指標を作成し測定するかに注力しているファンドが多いが、**ファンドとして成し遂げたい目標を達成するために、指標作成やインパクト測定を実施すべきである。** • **ファンドとしての目標や戦略が不明確であると、レポーティングのための指標作成やインパクト測定となってしまう。指標作成、インパクト測定、レポーティングはあくまでファンドが掲げる目標を達成するための手段であることを忘れてはいけない。**
好事例について	具体的な好事例の紹介	• Poverty Premium（※貧しい人ほど割増金を支払い、中高所得層は恩恵を得るという逆説）にフォーカスをしている**Fair by Design**というイギリスのファンドはインパクト目標を明確に持っており、好事例として参考になる。 • **King Philanthropies**という、気候変動と貧困を組み合わせたインパクト・ファーストファンドが存在する。IMMがどのように進められているか具体的には知らないが、何らか有益な情報が得られるかもしれない。 • 支援プログラムとセットで資金提供を行う組織について、**スウェーデンのVCの事例としてNorrskenやKatapult Oceanが挙げられる。** • Better Society Capital（BSC）の出資先からインパクト・ファーストの好事例を探すことも一つの有効な手段である。

菅野氏（SIIF） –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	IMMへのニーズ	• ご知見に基づき、日本のインパクト・ファーストファンドにおける課題やIMMの実践に向けたご意見を伺いたい。 ➢ ファンドがIMMを実施する際に外的要因（欧州におけるSFDR、CSRD等の情報開示規制等）も動機付けの一因となり得ると考えているが、IMMを実施する動機となる外的要因の主要なものは何が挙げられるのか。 ➢ ファンドが内的要因に基づいてIMMを行っている場合、その動機や成果として顕著なものはどういったものが挙げられるか。 ➢ GIINより、Impact Principlesはインパクトエコシステムの共通言語とするために策定されたと聞いたが、これまでにヒアリングをされたファンドにおいて、Impact Principlesの認知度をどう感じておられるか。
2	IMMの重点ポイント	• インパクト・ファーストファンドでIMMを実施する際に、多くのファンドが抱える課題はどんなものが考えられるのか。 • インパクト・ファーストファンドにとって、IMMを行うための特に重要なステップは何と考えられるのか。（投資戦略策定・ソーシング・DD・投資決定・投資期間中・エグジット等）
3	インパクト・ファーストファンドの好事例	**＜説明責任・呼び水効果について＞** • シードやアーリーステージの企業に対して数億円から100億円規模の投資を行うインパクト・ファーストファンドの中で、IMMを効果的に活用し、説明責任を果たしているファンドを紹介いただきたい。 **＜エグジットについて＞** • インパクト・ファーストのファンドが投資先の事業者を上手く自立させるなど、エグジットの好事例を紹介いただきたい。
4	休眠預金事業におけるIMMの活用	• 休眠預金事業の推進に向けた課題は何だと考えるか、また、そのためにIMMはどう寄与できると考えるか。 （なお、休眠預金事業の推進を、ソーシャルビジネスへの触媒資産の提供、と読み替えて頂いても問題ない）

菅野氏　–ヒアリング内容の要約　1/2

以下に菅野氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
IMMの動機	外的要因	• 資金提供者への説明責任が一番の外的要因と考える一方、誰が寄付者か出資者かによってIMMの方向性が変化する。 ➢ 例えば、出資者が個人や地域住民であれば、機関投資家と比較してシステマティックなIMMやレポーティングが求められていない場合もある。 ➢ また、Better Society Capitalやアメリカのコミュニティ開発金融機関（Community Development Financial Institution 以下、CDFI）によってレポートの提示が制度化されている場合は外的要因が存在するケースであると考えられる。 • アセット・オーナーが機関投資家の場合、詳細なレポーティングが求められるのに対し、個人の寄付者や出資者にはそれほどレポーティングが求められない理由として、インパクトレポートに記載されているデータや情報を評価するための基準や標準を有しておらず、結果を理解しきれないという「尺度の問題」が背景にあるかもしれない。 • また、地域課題においては、当事者は客観的かつ定量的なレポーティングを求めていないように感じる。むしろ、当事者にとってはIMMを実施する過程での組織との関係構築やオーナーシップビルディングが重要である。当事者と組織が同じビジョンを共有し、関係を構築することの方が重要と考えられる。
	内的要因	• 外的要因よりも内的要因の方が重要である。JANPIAから求められてIMMを実施するのは本質的ではない。インパクトゴールを実現するためのアプローチとしてIMMがあることを忘れてはいけない。 ➢ インパクトゴールの実現に向けたHowとして、進捗・成果を把握し、どこに課題があるのかを踏まえ事業改善に生かしていくことが重要である。したがって、ファンドがインパクトゴールやインパクト戦略を明確化することでIMMの意義が増す。 • 他の内的要因として、組織メンバーがIMMを実施するドライブになると考える。 ➢ 例えば、ビジネスセクター出身でインパクトに高い関心を持っている人材が組織内に在籍していると、IMMを実施する傾向にあるように感じる。 ➢ 一方で、ファンド内にソーシャルセクターでの経験を持つ人材がいると、最終受益者の具体的な姿を思い描きながらインパクト戦略や事業改善を進めることが可能である。これにより、内的要因の持続性が高まり、社会課題の解決に向けた進展が促進されると考えられる。
フレームワーク	Impact Principlesの認知度	• マーケットレートの収益率を求めるファンドやそのアセットオーナーの間ではImpact Principlesは認知されている。 だた、インパクト・ファーストファンドではImpact Principlesの認知度はあまり高くない印象である。

菅野氏 –ヒアリング内容の要約 2/2

以下に菅野氏へのヒアリングの概要を提示。

カテゴリー		得られた示唆
好事例	内的要因でIMMを進める好事例	• 日本ベンチャー・フィランソロピー基金（JVPF）や一般財団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ（SIP）は内的要因からIMMを実施している。また、これらの団体は株式会社風とつばさの代表である水谷衣里氏などの第2者に評価を実施してもらい、学びを抽出しているので、ベンチマークとして調査するとよい。
好事例	エグジットの好事例	• Exit to Communityの事例として、Better Society Capitalの一番の出資先であるResonanceが挙げられる。当該ファンドは、不動産やハウジング、エネルギー領域に投資を行い、最終的にコミュニティにオーナーシップを引き渡すことを実施している。
好事例	出資者側からの好事例	• 出資者側からファンドの好事例を探るのも一案である。 ➢ 具体的例として、Better Society CapitalやBuilders Vision GroupのようなHigh Net Worth（個人富裕層）のファミリーオフィスが挙げられる。
好事例	その他	• 国外のパブリックファンドの事例として、Acumenが挙げられる。 • 財務的な観点からも分析・レポーティングを行っているという視点でもCDFI関連の団体は参考になる。 • アメリカのコミュニティ投資におけるインパクト・ファーストファンドが日本の休眠預金におけるファンドと形態が近いような気がする。
その他	呼び水効果について	• 社会課題（特に地域課題）の解決に向けて、信用金庫や地方銀行のファンドからの参入を促進していくべきである。 ➢ これらの金融機関はインパクト・ファーストファンドと比較した際、財務的観点も踏まえたレポーティングを行うことができることが特徴である。 ➢ 今後はインパクト投資の文脈においても財務に関するリテラシーを挙げていくことは重要である。
その他	JANPIAへの期待	• 地域課題の文脈では、表層的な課題の裏にある複雑なシステムを捉えてアプローチを行うマクロな視点が必要であるが、個人レベルでは中々難しい。したがって、JANPIAが客観的な視点から課題の分析を行い、レバレッジポイントを見つけ出し、それに対して出資することが期待される。 • 現在では営利団体も社会課題解決に取り組んでいるので、今後はJANPIAが課題の構造分析を行い、先導して情報共有できると、ビジネスセクターや金融セクターの参加促進を図れるのではないかと考える。

須藤氏（Impact Frontiers） –ヒアリングの質問事項

	トピック	質問内容
1	IMMへのニーズ	• ファンドがIMMを実施する際に外的要因（欧州におけるSFDR、CSRD等の情報開示規制等）も動機付けの一因となり得ると考えているが、IMMを実施する動機となる外的要因の主要なものは何が挙げられるか。 • ファンドが内的要因に基づいてIMMを行っている場合、その動機や成果として顕著なものはどういったものが挙げられるか。 • ファンド資金の中に公的資金が含まれてれば厳密なIMMが求められるなど、提供資金の特性によってIMMの手法は変化するのか。 ➢ GIINより、Impact Principlesはインパクトエコシステムの共通言語とするために策定されたと聞いたが、これまでにヒアリングをされたファンドにおいて、Impact Principlesの認知度をどう感じておられるか。 • Impact Principles以外に、インパクト・ファーストファンドで頻繁に使用されるフレームワークや指標はあるのか。 • これまでのデスクトップ調査を踏まえると、SDGsのカテゴリーを基盤として投資戦略や目標を設定しているファンドが多いように見受けられる。SDGsは、IMMにおける戦略策定など上流段階で使用されることが多いフレームワークなのか。
2	IMMの 重点ポイント	• インパクト・ファーストファンドでIMMを実施する際に、多くのファンドが抱える課題はどんなものが考えられるのか。 • インパクト・ファーストファンドにとって、インパクトゴールの達成に向けてIMMを行うための特に重要なステップは何と考えられるのか。（投資戦略策定・ソーシング・DD・投資決定・モニタリング・エグジット等）
3	インパクト・ファーストファンドの好事例	**＜説明責任・呼び水効果について＞** • シードやアーリーステージの企業に対して数億円から100億円規模の投資を行うインパクト・ファーストファンドの中で、IMMを効果的に活用し、説明責任を果たしているファンドを紹介いただきたい。 **＜エグジットについて＞** • インパクト・ファーストのファンドが投資先の事業者を上手く自立させるなど、エグジットの好事例を紹介いただきたい。
4	休眠預金事業におけるIMMの活用	• 休眠預金事業の推進に向けた課題は何だと考えるか、また、そのためにIMMはどう寄与できると考えるか。 （なお、休眠預金事業の推進を、ソーシャルビジネスへの触媒資産の提供、と読み替えて頂いても問題ない）

須藤氏　–ヒアリング内容の要約　1/3

以下に須藤氏へのヒアリングの概要を提示。

トピック	得られた示唆
IMMへのニーズ	**＜IMMを実施する要因＞** • インパクトの創出を目的として設立されているインパクト・ファーストファンドは、**外的要因ではなく、内的要因でIMMを実施しているケースがほとんど**であり、誰かに言われてIMMを実施しているという訳ではない。 ➢ 内的要因としてIMMを進める場合の動機は、「インパクト・ファーストファンドとしてインパクト創出を目的としているから」「LPへの説明責任の履行」「IMMを実施することで採用を進めやすくなるから」など多岐に渡る。 **＜ファンド資金の中に公的資金が含まれる場合のIMM＞** • 開発金融公社のように政府の政策と連携している場合は、**IMMの実施方法と政府の方針が一致していることを求められる場合もある。** • ファンド資金に公的資金が含まれる場合、国民への説明責任が発生することは当然であるが、**国民への説明責任を見据えたIMMの進め方については、様々な議論が行われている。** **＜IMMの厳密性について＞** • 取組む課題によってIMMに求められる内容が異なるため、**何をもって厳密なIMMとするか、その判断が難しい。** • **インパクト・ファーストファンドは、取組む課題のレバレッジポイントを明確化する所まで課題の構造化を行うこと求められる。** したがって、インパクトの創出を標榜する**JANPIAに対しても同様に、社会課題の解決に向けた具体的な方法に関する説明が強く求められる。**

須藤氏　–ヒアリング内容の要約　2/3

以下に須藤氏へのヒアリングの概要を提示。

トピック	得られた示唆
IMMの ニーズ	**＜Impact Principlesの認知度＞** • **インパクトを追求している投資家にとって、Impact PrinciplesはIMMのプロセスに関する共通言語になっている認識である。** • インパクト指標の観点では、IRIS+が共通言語であり、5 Dimensions of Impactも誰に聞いても知っているフレームワークなので、共通言語であると言える。 **＜SDGsの活用方法＞** • **ファンドが取り上げている環境的・社会的課題が人々の資金を預かってまで取り組む価値があるか、その妥当性を説明するために、SDGsが使用されている**印象である。
IMMの 重点ポイント	**＜インパクト・ファーストファンドの課題＞** • **社会的/環境的課題の構造化や、今後成長が期待できる市場を見つけ出すこと**に苦労しているファンドが多い。 • IMMのテクニカルな観点では、インパクト・ファーストファンドに限らず、IMM業界全体において**特定の課題に対するベースラインの設定方法や目標値の定め方に多くのファンドが苦労している。** • IMMの担当者や投資委員会においても、**財務DDとインパクトDDの両方を理解している人材が圧倒的に不足している。** 　➢ インパクトマネジメントや財務DDの経験が既にある人材や、特定の社会/環境課題に対する専門知識を有する人材に対し、**上乗せする形でナレッジを提供する方法が効率的な対応策として考えられる。** **＜IMMで特に重要なステップ＞** • 社会的/環境的課題の解決に資するアプローチを取るためには、**インパクト戦略が特に重要なステップである。** • **GPがインパクトゴールを達成したかどうかを客観的に判断するステップは重要である**と同時に難しいステップである。 　➢ GHG削減のような目標はインパクトゴールの達成判断が容易であるが、そうでない場合の方が圧倒的に多い。

須藤氏　–ヒアリング内容の要約　3/3

以下に須藤氏へのヒアリングの概要を提示。

トピック	得られた示唆
インパクト・ファーストファンドの好事例	• **McConnell FoundationとBuilders Vision**のインパクトレポートは詳細に記載されており、参考になる。 • エグジットの好事例については、**ceniarth**がエグジットした企業の一覧を掲載している。
休眠預金事業におけるIMMの活用	**＜休眠預金事業の推進に向けた課題＞** • **人材不足が一番の課題である。** 　➢ IMM人材の不足は構造的な課題であり、金融機関や事業会社のサステイナビリティの担当者に学ぶ機会を与えることが必要。 • 日本では**インパクト・ファーストファンドが少ないことも深刻な問題である。** 　➢ 欧州や欧米ではリスク選好の多様性があり、市場悪化時も他のプレイヤーが活動を続けられるが、**日本では財務的リターンを求めるプレイヤーばかり存在し、インパクト投資が一時の流行りで終わる可能性がある。このため、JANPIAやSIIF以外にもインパクト・ファーストファンドを日本で育てていく必要がある。**
その他	**＜ステークホルダー図について＞** • VC・ファンドにおけるチーム編成について、インパクトチーム・投資チーム・TAチームが別に存在しているケースがマジョリティという訳ではない。1つのチームが3つの役割を担っている場合もある。 • VC・ファンド内に投資委員会も追記していただきたい。 　➢ 投資チームとインパクトチームがそれぞれ独立している場合、各チームの情報が投資委員会に提出される。投資委員会はこれらの情報を総合的に判断し、投資の決定を行う場合もあるため、投資チーム、インパクトチーム、投資委員会との関係性も図示できるとよい。

事後ヒアリング　－要約

小崎氏　－事後ヒアリング内容の要約

トピック	得られた示唆
インパクトゴールの重要性	• IMMを目的とするのではなく、インパクトゴールを達成するための手段として、IMMは重要である。 • 日本の場合、投資の選択肢が狭まることを懸念し、曖昧な（ぼんやりとした）インパクトゴールを設定しているケースをよく見かける。
Blended Financeの活用	• 休眠預金は民間資金であり、JANPIAも経団連バックグラウンドで設立された組織であるため、JANPIAでBlended Financeを行う際は、官民ブレンデッドファイナンスではなく、民民ブレンデッドファイナンスとなる。 • JANPIAは、財務的リターンを1倍以上求めない方針で出資を行い、それを超える収益は他に分配することで、民間資金の呼び水効果を促進できると考える。
人材育成と協業	• 日本の場合、ファイナンスに強みを持つ人とインパクトに強い人が協業する必要がある。一人の人が両方をこなすのは難しいため、異なる専門性を持つ人同士が協力する仕組みが必要である。 • インンパクト投資のプレイヤーが社会課題に関する深い知識を持つことが重要であり、教育や交流の場が必要である。

林氏　－事後ヒアリング内容の要約

トピック	得られた示唆
Why IMM	• IMMは重要である。IMMを実施することが目的化してはいけないが、日本の場合、「Why」や「What」の観点を徹底しているケースが少ない印象である。 • 取り組む問題の種類によってIMMの重要性が変化すると考える。例えば、環境問題であれば課題解決までのロジックが見えやすいが、社会問題の場合は原因が複雑であることが多く、問題解決までの道のりが長い場合はIMMの重要性が高まると考える。
How IMM	• ファンドの存在意義や目標を明確にすることがインパクトファーストファンドにおいて重要であり、具体的にどのような課題の解決を目指して、どのように進めていくのか解像度の高いToCを設定することが重要である。 • ToCはファンドの目標達成に向けたプロセスを示すものであり、適切なチーム編成と連携が成功の鍵である。
Who	• 日本においてはIMM人材が少ない印象である。 • 財務を担当する人材とインパクトを担当する人材が協業すべきであると主張する人もいれば、1人の職員が財務とインパクト両方の役割を担うべきであると主張する人もいる。 • 企業の文脈においてIMM人材というと、事業改善や経営管理を担うイメージであるが、ファンドの場合、システムチェンジのようなマクロの視点をもって社会/環境問題を構造的にとらえる役割が求められる印象であり、システムチェンジや構造的な問題解決に関するスキルが求められる。
インパクトファーストファンドについて	• インパクトファーストファンドは、特定の課題に対する強いコミットメントを持っていることが重要であるが、インパクトファーストかどうかの境目が明確ではなく、インパクトファーストの定義は曖昧である。 • 国際的な議論の方向性として、ファンドのToCが重要視されている。特にイギリスの規制では、明確な目標や戦略が求められており、これらがインパクトファーストファンドの重要な要素となっている。
Ascension について	• Ascensionの場合、ブリストル大学の研究やイギリスの研究者の蓄積が土台となって貧困プレミアムに関する課題設定が行われている。

須藤氏　－事後ヒアリング内容の要約

トピック	得られた示唆
What	• 好事例調査の部分で指標について言及されているため、p12「分析結果のサマリと示唆」にある国際動向のWhatの欄にIRIS+を追記すべきである。
Who	• Impact Frontiersでは1年間の実践プログラムを提供しており、インパクト投資の出資戦略から評価軸の策定、最終的にはインパクトと財務評価を並べて投資の意思決定に活かす方法を学ぶカリキュラムとなっている。 • ただし、IMMに関する研修内容を実務に落とし込むには相当な労力が必要である。実際に海外においても、国際機関が提供するプログラムをベースに基本的な部分を学びつつ、細かい部分は実践しながら学んでいく形が多い。
How	• 投資銀行や大手金融機関の出身者と開発銀行や非営利法人の方との間には、IMMの厳密さについて違いがある印象である。金融機関出身者は財務的観点で厳密なIMMを実施する一方、非営利団体の出身者はインパクト的観点で厳密なIMMを実施する傾向があると考える。
エグジットについて	• 非上場企業の場合、欧米であれば資金を提供できるインパクト投資家が多くいるためExit後にM&A等が成り立つケースが多いが、日本の場合インパクト投資家が少ないため、深い問題を抱えることになるだろう。 • JANPIAが投資を行う場合、Exit to Communityとの親和性が高いと考える。 • エグジット後もインパクトを創出していくために、インパクト投資家と企業数を増やし、リスク選考が多様なプレイヤーを増加させることが必要である。また、企業側も投資家側もインパクトに関する情報を継続して発信していくことも重要であると考える。 • これまで多様な金融機関と会話してきたが、うまくIMMを進めている機関は取り組む社会/環境課題に対する理解の深さが全く違う印象である。先日出会ったEdTecc教育関連のインパクト投資ファンドは、10－20年特定の教育エリアにフォーカスして資金提供を行っており、構造的に社会課題を把握していた。一方、金融機関は社会/環境課題に詳しくないため、非営利セクターと連携しながら取り組む課題に対する理解を深めていくべきである。

五十嵐氏　－事後ヒアリング内容の要約　1/2

トピック	得られた示唆
Why	• ファンドにおいて、内部利用と外部利用の2つの観点からIMMは重要な役割を果たす。内部利用は、ファンド内の意思決定や学習、事業改善を目的とし、外部利用については外部への報告を目的としてIMMを実施するべきである。
What	• 海外のフレームワークは、途上国開発を背景に作成されたフレームワークが多いため、先進国である日本国内の社会問題や対しては使用しづらい場合がある。社会制度などの前提が変わってしまうと、国際的なフレームワークでも使用しづらいため、日本の社会的背景を踏まえた独自のフレームワークが指標が必要である。 • Impact Principlesについても、エクイティを前提にしているため、ローンの投資家には違和感がある内容である。例えば、エクイティに関連する用語が多く使われており、エグジット（Exit）という用語はローンの投資家にとっては馴染みがない。 • Impact Principlesの原則9についても、Impact Principlesの準拠を検証できる日本独自の機関が存在しないことは課題である。
Who	• 日本では、ファイナンスの経験がある人がインパクトを学ぶことが多いが、ファイナンスの経験がある人がインパクトを学ぶだけでは不十分であり、深い社会課題の理解や分析能力、法律やガバナンス、会計などの基本的なビジネススキルも必要である • Big Society Capitalが示している通り、インパクト投資家に求められるスキルセットは非常に多岐にわたり、ソーシャル、ビジネス、パブリックのすべてのスキルが必要である。これらのスキルをすべて兼ね備えた人はほとんどいないため、チームで補完することが重要である。 • インパクト投資ファンドは閉鎖的な業界であり、信頼関係や紹介がないと入りにくい。日本のVC業界も同様で、インパクト投資の経験がない人は働きにくい。また、VC業界では、投資先の経営支援を行うため、実績がないと転職が難しい。特にエグジット実績が重要であり、新しいファンドを作る際にもトラックレコードが求められる。 • 今後インパクト人材を育成するためにも、大学や大学院でのインパクト投資の教育プログラムが必要であり、特にVC型のインパクト投資では、インパクトとファイナンスの両方を理解する人材が求められている。 • 海外では、オックスフォード大学がOxford Impact Investing Programを提供している。日本でも日本ベンチャーキャピタル協会のような業界団体が初任者向けや中級者向けの研修を提供しているが、インパクト投資の専門研修はない。 • 最近では、東大や上智大学など13大学が連携して、社会課題解決に特化した人材育成プログラム「SOLVE!」を立ち上げ、インパクトスタートアップでのインターンシップや社会的インパクト評価の教育を行っている。

五十嵐氏　－事後ヒアリング内容の要約　2/2

トピック	得られた示唆
How	• 休眠預金の場合、インパクト投資に詳しくない国民への説明責任が強く求められるため、インパクトレポートに詳細な数字や難しい表現を記載せず、定性的かつストーリ調で記載すべきである。
Exit	• 日本のインパクト投資において、エグジットは大きな課題であり、特に売却先が見つからない問題がある。投資時点でエグジットの方針を持っていないと、後で問題が発生する可能性が高い。 • 日本では、エグジットの方法としてIPOが主流であり、M&Aの市場が小さい。ただ、インパクト投資において、パブリックなマーケットにエグジットすることがインパクトの維持・発展に繋がるかどうかは疑問が残るため、M&Aの方が現実的で望ましい。

Thank you

www.pwc.com/jp

© 2025 PricewaterhouseCoopers Aarata LLC, PricewaterhouseCoopers Kyoto, PwC Consulting LLC, PwC Advisory LLC, PwC Tax Japan. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors