

## 社会的インパクト投資序論

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

特任研究員 三木隆二郎 (CFA)

### 目次

- 序 社会的インパクト投資と ESG 投資
- 1. 社会的インパクト投資とは何か
  - 1-1 海外における社会的インパクト投資の歴史的経緯
  - 1-2 わが国におけるこれまでの社会的インパクト投資
  - 1-3 社会的インパクト投資の第一生命保険の事例
  - 1-4 社会的インパクト投資の今後...評価について

尚、文中の意見に亘る部分は筆者の個人的意見であり当機構のものではない。

### 【要旨】

先日の G20 大阪サミットにおけるスピーチで、安倍首相が推進する決意を表明したことで注目を集めた社会的インパクト投資について、海外では既に取り組んでいる年金も出てきている一方で、受託者責任の概念についての法解釈が不明確な為、社会的インパクト投資に二の足を踏む年金も多く、年金運用の対象としてこれまで考えられることは少なかった。

そこでまず社会的インパクト投資と ESG 投資との概念整理をしたうえで、海外における社会的インパクト投資の歴史的経緯を振り返り、わが国におけるこれまでの社会的インパクト投資を概観する。

その上で、特に第一生命保険の取組に注目し、従来から実施してきた社会的インパクト投資案件だけでなく、これまでは社会貢献として行われてきた NPO への経済的支援を含め、全体を社会的インパクト投資として捉えるとするならば、それは社会的インパクト投資ポートフォリオ管理の「先進事例」となりうるのではないかと問題提起する。但しその為には、ミッションに照らし合わせて当該 NPO が果たして本当に社会的インパクトを生み出してきたのか、仮説を立てた上で社会的インパクト投資の効果を測定するロジックモデルを作成して仮説を検証することを推奨し、私的年金の運用対象としての社会的インパクト投資の可能性を探る。

## 序 社会的インパクト投資と ESG 投資

つい先日、幕を閉じた G20 大阪サミットの 6 月 29 日の首脳宣言において、革新的資金に関する言及があり、安倍総理のスピーチでは「地球規模課題の解決に必要な資金確保のため、社会的インパクト投資や、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達の内り方を検討し、国際的議論の先頭に立つ考えです」と社会的インパクト投資を推進する決意を表明した、と報道されている（注 1）。この社会的インパクト投資という言葉は ESG 投資と混同されやすいので整理しよう。

『社会的インパクト投資』とは Global Impact Investing Network（以下、GIIN（注 2）という）によれば「財務的リターンと並行して社会的および（もしくは）環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資」である（注 3）。つまり「社会的インパクト投資の場合、投資判断が、従来のリスク・リターンの二次元評価から、リスク・リターン・インパクトの三次元の評価になる。」（注 4）

『ESG 投資』とは、「ESG は環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の英語の頭文字を合わせた言葉で、投資するために企業の価値を測る材料として、これまではキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報が主に使われてきたがそれに加え、非財務情報である ESG 要素を考慮する投資」（GPIF ホームページより）と定義されている。

つまり ESG 投資は、社会課題解決を投資目的にしているわけではなく、社会性を一義的な目的とはしていないリスク・リターンの二次元である。

北米の年金基金の中にはたとえば NY 市教職退職システムやケベック州労働者基金のようにすでにいくつかの社会的インパクト投資に参画しているところもある一方で、受託者責任の概念についての法解釈は不明確な為、財団や年金基金が社会的インパクト投資に二の足を踏むところも多い。

### 1. 社会的インパクト投資とは何か

#### 1-1 海外における社会的インパクト投資の歴史的経緯

ESG 投資の歴史的経緯をたどると、社会的責任投資（SRI）になるがその源流はキリスト教になる。1920 年代の教会が運用していた余裕資金で酒やたばこ、ギャンブルに関わる企業に投資しない、という方針を保持していたことに遡る。今でも一般的なネガティブ・スクリーニングという運用手法となって残っており、この時期の SRI では倫理観に反する事業に関わらないという意味で、投資

利益より倫理観を優先していたと言える。

さらに米国における人種差別反対や南アのアパルトヘイトへの批判や反戦、消費者問題へと SRI の関心は広がるにつれて企業の雇用の平等や消費者への対応を評価して投資先を選別するポジティブ・スクリーニングや議決権行使に際して経営側に意思表示をする運用手法が広がった。

最近では、環境経営・人権経営という考えで利益を犠牲にすることなく、資源効率を改善し人権に配慮する企業を選ぶことで、環境・人権への配慮と株主利益の両立を目指す銘柄を選ぶ運用手法が一般的になってきた。社会変革を目指すわけではなく長期的な投資利益に貢献する企業への ESG 投資である。つまり社会にインパクトを与える投資をするのではなく、環境・社会・ガバナンスに配慮した企業への投資こそがより良い収益を生む、という合理的な行動とされるようになっていったわけである。

このような動きの中心地はそれまでは米国だったが EU で 2000 年以降、企業の社会的責任が頻繁に議論され始め、2006 年の PRI (責任投資原則) 制定と共に欧州公的年金がこぞって署名し始めたことで欧州にシフトしていった。また欧州の運用機関が運用商品を競って開発し始めたこともあり、主戦場が EU になっていったのである。

他方、社会的インパクト投資という概念の現代に直結する源流は 2000 年の英国の労働党政権における社会的投資推進政策で設立された社会的投資タスクフォースといえよう。その背景には、サッチャー長期政権によって生じた経済の格差拡大、失業率の激増に飽いた有権者から圧倒的な支持を得た労働党政権の 1997 年の誕生がある。労働党の福祉政策と就労支援は、「福祉から就労へ」というキャンペーンに集約される。つまり労働市場の外部にいる労働力人口を支援することで、家庭環境の相違による貧富格差や貧困の社会的相続の解消を試みたのである。労働党として、社会的包摂から排除された労働者を労働市場に取り込むためには政府介入が必要だという、党としての考え方が基盤となっている。

しかし政権を引き継いだ時点で既に失業率は極めて高く、また、財政上の厳しい制約条件下では政府が資金を十分提供することが出来ず、従って民間投資を活用しようということで誕生したのがこのタスクフォースであった。本タスクフォースは活動を 10 年間継続し、その間、社会的投資推進に向けて様々な政策提言を行った。米国に倣ったコミュニティ開発金融の充実、コミュニティ開発金

融機関への資金供給を通じた貧困コミュニティ再生などであり、その成果もあって、労働党史上初の三期にわたる政権下で貧困層の所得向上や相対的貧困率の低下を見ることが出来た。

2010年の政権交代に際して「大きな社会をつくろう...Build the Big Society」を掲げて当選した保守党のキャメロン首相は、それまでの労働党政権で行ってきた福祉や教育への積極的な財政出動を「大きな政府...Big Government」と批判した。その象徴的な施策が「ビッグ・ソサエティ・キャピタル設立」である。これは「15年以上資金移動がなく、かつイングランド内における資金の引き出しが可能な口座」に退蔵されている休眠口座の資金を、社会起業家たちが社会改革に役立つ投資の為に活用することが出来るようにするものである。

社会的投資タスクフォースは2010年の政権交代で保守・自由民主党連立政権誕生によって活動を終了したが、社会的投資政策自体はその後も継続された。ただその内容は労働党から保守・自由民主党への政権交代という振り子の振れを反映して、内実を少し変化させつつ継承した。第一の相違は、労働党政権下の「社会的投資」が「金銭的リターン」と「社会的目標」の達成を目指していたのに比し、保守党政権下での「社会的インパクト投資」では「金銭的リターンと社会的・環境的インパクト」へと対象が広がった。第二に、社会的インパクト投資では社会的・環境的インパクトの評価測定が重視された。第三に投資対象において「社会的投資」では低所得コミュニティの開発等が重視されたのに比し、「社会的インパクト投資」では環境分野（例：クリーンエネルギー）やITを活用するベンチャー投資が重視された。つまりキャメロンはそれまでの労働党政権の政策を継承しつつも差別化するために国際的により受け入れられやすい「社会的インパクト投資」に軸足を移していったのである。

その後も英国では社会的インパクト債を推進した。再犯予防、早期教育、予防医療、ホームレス支援などの分野で民間資金を導入するために投資を行い、成果目標の達成度合いに応じて地公体が成果報酬を投資家に支払うという手法である。原資は予防的介入で節約できた公的支出節減枠であり、この社会的インパクト債は保守・自由民主党連立政権下で多用された。

米国における「社会的インパクト投資」という用語は207年にロックフェラー財団によって打ち出された。その定義は「金銭的リターンと共に、測定可能でポジティブな社会的・環境的インパクトを生み出すことを企図して行われる投資」である。その直後、グローバル金融危機が2008年に起きたことによって、

健全な社会構築のための投資のあり方として民間富裕層の IT 起業家からの参入により、2000 年に設立されていたゲイツ財団による取組が拡大された。またロックフェラー財団を中心に 2009 年に GIIN が設立されてインパクト投資の業界団体として ネットワーク交流機会提供、インパクト評価指標の標準化、インパクト投資に関する調査研究等を行って 2011 年からはインパクト投資年次報告書を刊行している。また金融機関では 2012 年のモルガンスタンレーによるインパクト・インベストメント・サービス開始、2013 年のゴールドマンサックスによる社会的インパクトファンドの設立、2015 年にはフェイスブック創設者によりチャン・ザッカーバーグ・イニシアティブが社会的インパクト投資を行い始めた。

そのような中で社会的インパクト投資が国際的に注目されたのは、2013 年の G8 サミットで、その時の議長国だった英国キャメロン首相によって「社会的インパクト投資タスクフォース」が設立され、社会的インパクト投資をグローバルに推進することが決まったのが契機であった。その加盟国が中心となって 2015 年に GSG (Global Social Impact Investment Steering Group) が設立された。

この G8 社会的インパクト投資タスクフォースは G8 諸国の政府・金融・ビジネス及び財団などのリーダーが、「よりよい社会づくりのためのグローバルな社会的インパクト投資の促進について報告を行う」ことを目標として設立されたものである。英国の休眠預金を活用する基金、ビッグ・ソサエティ・キャピタル創設者であるロナルド・コーエン氏が議長に就任し、G8 各国から政府代表 1 名、民間代表 1 名が参加し、世界各地で会合が行われてきた。タスクフォースの下部組織として、インパクト投資に関連する課題別の作業部会と、各国ごとにインパクト投資の状況を議論・促進する国内諮問委員会が設置されている。

4 つの作業部会の課題は「インパクト評価、資産配分、社会的価値と経済的価値の両立、国際協力と社会的インパクト投資」(注 5) で、各国取組みの共有・協議を通して、インパクト投資における基本的なガイドライン策定を目標としており、日本からは、外務省が政府代表として、日本財団が民間代表として参加している。

## 1-2 わが国におけるこれまでの社会的インパクト投資

日本では社会的インパクト投資はどのように発展してきたのだろうか。現状を残高でみると、GSG 国内諮問委員会によると市場規模の推計値は 2016 年

には約 337 億円だったものが 2017 年には約 718 億円となった。「日本の社会的インパクト投資市場の形成には、ESG 投資の拡大、少子高齢化などの社会構造の変化、自然災害の影響が大きいといえる」(注 6)と解説された。

しかしその社会的インパクト投資残高を NPO 日本サステナブル投資フォーラム(以下、JSIF)の 2018 年度統計による ESG 投資残高 232 兆円(注 7)と比べると全く微々たるものである。ただこの ESG 投資残高の集計では運用手法 7 つの合計を算出する際に、たとえば ESG インテグレーションと議決権行使とエンゲージメントにチェックを付けた残高はすべて合算と言った形でダブルカウント、否トリプルカウントすらしているので、一概に比較しても意味はない。

むしろ理解に苦しむのは JSIF において 2017 年まで「インパクト・コミュニティ投資」残高として 3726 億円とあり、GSG 国内諮問委員会の同じ 2017 年の 718 億円の 5.2 倍も計上されている点である。また、JSIF では 2018 年からは「インパクト・コミュニティ投資」を「サステナブリティ・テーマ型投資」と統合してインパクト投資の内訳は見えなくなった。JSIF 事務局に問い合わせたところ、この両者のどちらに自社の投資残高を計上するかで問い合わせが多く、回答しやすいよう、両者を統合したとのことで、国内におけるインパクト投資残高の数字を実態上把握するのは困難を極めるのが実情である。

これは何も日本国内にとどまらず、海外のインパクト投資タスクフォース会合においても、「インパクト投資」の定義をめぐる議論は収束しておらず、何が「インパクト投資」を指すかは国や組織によって異なっているようである。

ただし少なくとも言えることは、社会的インパクト投資が ESG 投資の同系統の発展形だと考えるなら、ESG 投資残高に比し、社会的インパクト投資の残高は JSIF のデータで約 0.1%程度と微々たるものであることは確かである。

その中で特徴的なのは冒頭で安倍首相のメッセージを紹介したように社会的インパクト投資市場の形成に対して、政府や自治体が積極的に関わろうとしている点である。これは国際会議でたびたび社会的インパクト投資が取り上げられてきたことに呼応している。G20 以降も注視すべき外交日程として来月開催される主要国首脳会議、G7 ピアリッツ・サミットで議長国であるフランス・マクロン大統領がどのような発言をするかが注目されている。6 月の国際労働機関 (ILO) 年次総会の演説でも、「深刻な危機」局面にある世界は、格差拡大や気候変動から生まれる社会問題に対処しないといけないとして、インパクト投資に

ついて触れ、G7 における社会・環境インパクトのための基金創設を訴えたと仏ル・モンド紙が報道していたという（注8）。

英国で休眠預金を使った社会的インパクト投資が行われた例に倣い、我が国でも 2016 年に休眠預金制度法案が可決され 2019 年からは一般財団法人日本民間公益活動連携機構（JAPIA）が活動を開始する。また地方自治体でも 2017 年度に SIB（ソーシャルインパクトボンド）プロジェクトが八王子市、神戸市で初めて立ち上がった。SIB とは官民連携の社会的インパクト投資の手法であり、行政、インパクト投資家、NPO 等非営利組織、評価機関等が連携して、成果報酬による、合理的かつ質の高いサービス提供を実現することを目的とした投資手法である。

2018 年には広島県及び 6 市の広域連携による「大腸がん検診受診勧奨事業」に対して成果連動型委託契約を導入し、クラウドファンディングを通して個人からも資金調達をするために一般財団法人社会的投資推進財団、広島銀行、みずほ銀行、ミュージックセキュリティーズが関与した投資案件も出てきている。

### 1-3 社会的インパクト投資の第一生命保険の事例

G8 インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会のホームページには国内の事例として以下のような記述がある：

「日本におけるインパクト投資は、2000 年代に始まったとすることができます。市民出資による市民バンク（NPO バンク）の活動や、パナソニック株式会社による NPO サポートファンド、オンラインのインパクト投資プラットフォーム、ミュージックセキュリティーズ、一口 10 万円の出資によるメンバーシップによる NPO 支援を行う NPO 法人ソーシャルベンチャー・パートナーズ東京、途上国の社会的企業への融資を行う ARUN 合同会社などが挙げられます。

同時期に、発展途上国の貧困層を、ビジネスを通じて支援する BOP ビジネスが関心を集め、国際協力機構が BOP ビジネスとの連携促進を進めています。また、2011 年の東日本大震災を機に、三菱商事復興支援財団や東北共益投資基金のような被災地支援を行うものに限らず、日本国内で複数のインパクト投資を行う基金が生まれました。例えば社会的企業に対して中長期的支援を行うジャパン・ベンチャーフィランソロピーファンド、途上国における社会的企業への投資を行うベネッセ・ソーシャル・インベストメント・ファシリティーズ、アフリカにおける社会貢献型ベンチャー育成を目的とする豊田通商アフリカファンドなどがあります。」

これらの中には NPO への支援の事例がいくつか含まれており、一般的な意味での経済的リターンは生み出しようがないように思われる。リスク・リターン・インパクトの三次元の評価とされる社会的インパクト投資において、経済的リターンがゼロの投資が含まれてよいのだろうかという疑問がわく。何故なら NPO 法人は特定非営利活動促進法という法律にて利益の分配を行うことが禁じられている組織体だからである。しかしおそらく NPO への、その支援が単なる寄付ではなく、社会的インパクトを生み出すための再投資に使われているという意味で、事例として取り扱われていると考えられる。

第一生命保険は生保の中で脱相互保険会社、つまり株式会社化した唯一の大手であり、社会的インパクト投資に熱心な大手機関投資家として数少ない一社である。2017 年 10 月より開始し、これまでに合計 25 億円を 8 社に出資している。インパクト投資を行った投資先の企業については、企業の取組みや社会的インパクトの進捗状況を経済的にモニタリングしていくこととしている。

五常・アンド・カンパニー（株）	4 億円
Spiber（株）	10 億円
（株）キュア・アップ	2 億円
クラウドクレジット（株）	1 億円
サスメド（株）	1 億円
（株）メルティン MMI	3 億円
（株）MOLCURE	1 億円
（株）QD レーザ	3 億円（注 9）

同社は 2015 年に PRI 署名をして以降、ESG 投資に熱心に取り組み、体系的な体制整備をしてきた。その流れで 2017 年から ESG 投資の「ESG テーマ型投資」枠として社会的インパクト投資を開始したという。その背景にはリスク・リターン・インパクトの三次元に加えて本業の生命保険事業へのイノベーションをも期待している。ただそうは言ってもこれら 8 つの案件については経済的リターンの期待値の設定のみならず、インパクト評価のためにアウトカムや指標設定を投資先と細かく詰めて投資している。

同社はその一方で、2001 年より晴海に第一生命ホールを再興したが、地域住民が主体となって運営される NPO トリトン・アーツ・ネットワーク (TAN) の設立に積極的に関わり、現在に至るまで社会貢献予算から多大なる支援をしてきた。



湾岸地域の街づくりに寄与する NPO の運営を支えることによって、中央区晴海の高層住宅街と古くからの月島界隈は新旧住民が一体化し、中央区の小中学校全てに音楽家が訪問演奏するアウトリーチ（注 10）という活動を行って小さいころから一流演奏家による本物の生演奏を聴くことで音楽のすばらしさを体験する子どもを数多く育てることに貢献してきた。街に第一生命ホールを核とした芸術文化の拠点を作ったことにより、そのホールで出演する一流音楽家が街の小学校や幼稚園のような教育施設だけでなく、福祉・医療施設にもアウトリーチ訪問演奏することで、「住みやすい街」を作ることに貢献してきたといえる。「第一生命ホールを拠点とした NPO トリトン・アーツ・ネットワークの音楽活動への支援」により第一生命保険はメセナ大賞を受賞（2009）している。受賞理由にもアウトリーチ演奏の街づくりへの効用が挙げられた。

これは長期的に見てポジティブな社会的インパクトを生み出す社会的インパクト投資の一種と言えないであろうか。そもそも社会的インパクト投資の評価には長期のタイムホライズンが必要である。その意味では TAN という NPO 支援をしつつ、街づくりの仕組みを考え、経済的に支援してきた第一生命保険にとっては、普段、事情があってホールに来られない方のもとに音楽家が出向いて生活拠点で演奏することで一流の芸術をお届けする活動によって、いわゆる社会的弱者の QOL 向上に貢献するというのは壮大な社会的インパクト投資と考えられるのではないだろうか。

従来、TAN への資金援助は第一生命保険の社会貢献予算から拠出されてきた。しかし 2010 年に株式会社化したことで、契約者だけでなく株主にも向合うことになる、社会貢献への視線が厳しくなることが予想される。実際にメセナとして行ってきた他の事業についても見直しをすべきという社内議論もあると聞く。

今後、そのような議論が TAN 支援の社会貢献予算への削減圧力になる可能性も十分、考えられる。他方、社会的インパクト投資をポートフォリオとして管理して、第一生命保険が経済的利益の大きく出るインパクト投資だけでなく、社会的インパクトの大きい投資も全体として社会的インパクト投資と捉えんとするならば、それは社会的インパクト投資ポートフォリオ管理の「先進事例」として評価されるのではないか。「財務的リターンと並行して社会的および(もしくは)環境的インパクトを同時に生み出すことを意図」しているのは第一生命保険であるわけで、同じ投資主体が社会的インパクトのある案件全体をポートフォリオとして管理しているならば、それは全体として社会的インパクト投資といえよう。

但しそのためには、TAN のミッションに照らし合わせて TAN が果たして本当に社会的インパクトを生み出してきたのか、2002 年度からの評価報告書を出しているのをそれらを素材に、評価委員会の先生や学生と研究プロジェクトを作り、社会的インパクト投資の効果を測定するロジックモデルを作成して仮説を検証しないとイケない。

仮説の例：第一生命ホールが 2001 年に建設され TAN が設立されたことで、街の住みやすさ(QOL)が向上したかどうか検証する： 晴海では新旧住民の交流機会やボランティア活躍機会が増えたか、子育てしやすい住みやすい街になったか、音楽を好きになる子供が増えたか、アウトリーチをする若手音楽家が育ったか、 TAN 会員を外部者に広めることで TAN モデルの普及に努めたか

継続的に受益者に効果を生み出す仕組みを実現できているか、目的を達成する事業の継続的な見直しをしてどう改善してきたか、TAN 設立前と設立後を比較したいところだがそれは容易でないので、区内や湾岸の他地域との比較するのが現実的であろう。

このような研究を、外部資金を導入した社会的インパクト投資の研究プロジェクト化して、大量にデータを集めて仮説検証すると良いのではないだろうか。

#### 1-4 社会的インパクト投資の今後...評価について

先に「インパクト投資」の定義をめぐる議論は収束していないと記したが、その一つの要因は、社会的インパクト投資の評価手法についてコンセンサスがなからだからではないだろうか。つまり社会的インパクトをどのように評価するかという重要な点につき、コンセンサスが成立していないからだと思われる。私的年金の運用対象として社会的インパクト投資を含めるためには、社会的インパクト評価を更に洗練させることにより、社会的インパクト投資の三次元、即ち、リスク、経済的リターンと合わせた社会的インパクトを論理的に示すことによって受託者責任を果たし得ることを証明することが前提になろう。

政府も内閣府社会的インパクト評価検討ワーキング・グループを立上げ「社会的インパクト評価の推進に向けて」という報告書を出している（注 11）。また GIIN では IRIS という指標で評価手法の統合化を進める動きもある。今回の序論では評価が課題だということまでにして、今後はさらに社会的インパクト投資の評価について研究を進めたい。

- 注1 内閣官房内閣広報室「G20大阪サミット 第3セッション 安倍総理スピーチ」(2019.6.29)
- 注2 Global Impact Investing Network(GIIN)とは社会的インパクト投資のグローバルネットワーク。ロックフェラー財団を中心に2009年に設立された。
- 注3 GSG 国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状」p6 (2019.3.31)
- 注4 GSG 国内諮問委員会 ホームページ「社会的インパクト投資とは」  
<http://impactinvestment.jp/impactinvestment/>
- 注5 社会的インパクト投資タスクフォース報告書「社会的インパクト投資 市場の見えざる心」裏表紙(2014.9.15)
- 注6 GSG 国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状」p11 (2019.3.31)
- 注7 NPO 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2018」p7(2019.3.31)
- 注8 SIIF(社会的投資推進財団)小柴優子「G20大阪以降も加速していくインパクト投資を巡るグローバルな動き」(2019.7.3)
- 注9 GSG 国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状」p6 (2019.3.31) p33
- 注10 アウトリーチとは「普段、事情があってホールに来られない方のもとに音楽家が出向いて生活拠点で演奏することで一流の芸術をお届けする活動」
- 注11 内閣府社会的インパクト評価検討ワーキング・グループ「社会的インパクト評価の推進に向けて」(2016.3)

#### 参考文献

小林立明「英国における社会的投資政策の展開と社会的投資市場の発展」季刊個人金融 2019 冬