

GPIF 委託調査研究
「インパクト投資に関する調査研究」
報告書

2026年3月

ニッセイアセットマネジメント株式会社



目次

1. 調査研究の背景・目的・手法.....	3
1.1 本報告書の背景・目的.....	3
1.2 調査手法.....	3
1.3 実施体制.....	4
2. インパクト投資の概念等.....	5
2.1 インパクトの概念.....	5
2.2 インパクト投資の概念.....	10
2.3 関連概念との関係.....	13
2.4 インパクト投資領域の分類例.....	29
2.5 投資家の貢献.....	38
2.6 インパクト投資の投資リターンに関する文献レビュー.....	44
3. インパクト投資の市場・業界団体・諸外国の政策・規制等.....	50
3.1 インパクト投資の市場規模等.....	50
3.2 インパクト投資に関する主要な業界団体等.....	60
3.3 インパクト投資に関する諸外国の政策・規制等.....	82
4. インパクトファンドの事例調査.....	104
4.1 調査対象の選出と調査項目.....	104
4.2 調査結果：全体像.....	105
5. 海外年金基金の取り組み事例調査.....	108
5.1 調査対象の選出とインタビュー調査.....	108
5.2 海外年金基金の取り組みの現状.....	111
6. 結びにかえて.....	129

※ 第4章に含まれる個別のファンドに関する情報は割愛しています

1. 調査研究の背景・目的・手法

1.1 本報告書の背景・目的

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、「第5期中期計画」や2025年3月31日付「サステナビリティ投資に関する取組みについて」において、新たな投資の方向性を掲げている。具体的には、「市場平均収益率を確保しながら、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る観点から、投資先企業の持続的な成長可能性等を評価する際の非財務的要素の一つとして、投資先企業の事業内容がもたらす社会・環境的効果（インパクト）を考慮して投資を行うことについて検討し、必要な取組を行う」こととしている。また、「令和7年度計画」等において、インパクトを考慮した投資に関して、「対象資産や投資手法等について検討を行う」ことが述べられている。

このような背景を踏まえ、本調査研究は、GPIFにおける具体的な検討に資するべく、大きく以下5点について調査研究を行うものである。

- インパクト投資やそれに関連する概念等（第2章）
- インパクト投資に関する市場や業界団体の動向（第3章）
- インパクト投資に関する諸外国の政策・規制等の動向（同上）
- 諸外国におけるインパクトファンドの事例（第4章）
- 諸外国の年金基金におけるインパクト投資等への取り組み事例（第5章）

日本におけるサステナブル投資の投資残高に占めるインパクト投資の割合は、本調査実施時点において、いまだ小さいと考えられるものの、直近にかけてインパクト投資の運用資産の拡大ペースはサステナブル投資全体を大きく上回っているとの報告もある¹。

本調査研究によって世界的に注目が高まっているインパクト投資の現状等を明らかにすることを通じて、GPIFにおける運用の高度化や多様化にも大きく資することが期待される。

1.2 調査手法

本調査研究は、主に文献調査により実施した。

¹ 日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）の調査によれば、日本のサステナブル投資の投資残高は2024年時点で626兆円・前年比+16.6%、GSG Impact JAPAN National Partnerの調査によれば、日本のインパクト投資残高は2024年時点で17.3兆円・前年比+149.9%となっている。

ただし、諸外国の年金基金におけるインパクト投資等への取り組み事例の調査（第5章）にあたっては、既存の文献が限定的であったことから、独自に一次情報を入手するため、諸外国の年金基金へのインタビュー調査を実施した。

1.3 実施体制

本調査研究は、ニッセイアセットマネジメント株式会社において受託し、同サステナブル投資推進部において調査研究を実施した。

ただし、インパクト投資等に関する業界団体の動向や諸外国の政策・規制等の動向の調査（第3章）、諸外国におけるインパクトファンドの事例の調査（第4章）、及び諸外国の年金基金におけるインパクト投資等への取り組み事例の調査（第5章）を中心に、調査研究業務の一部を株式会社日本総合研究所に再委託しており、同創発戦略センターの参画を得て調査研究を実施した。

2. インパクト投資の概念等

本章では、インパクト投資に関連する様々な用語や、その概念について解説する。

まず、2.1において、インパクト投資の文脈におけるインパクトの概念について確認した上で、2.2及び2.3において、インパクト投資の概念、さらにインパクト投資に関連する投資の概念との関係性について考察する。

さらに、2.4でインパクト投資におけるインパクト領域の代表的な分類例を挙げるとともに、2.5でインパクト投資において重要とされる投資家の貢献について述べる。最後に、2.6でインパクト投資の投資リターンに関する学術論文のレビューを行う。

2.1 インパクトの概念

2.1.1 Impact Management Project (IMP)によるインパクトの定義

インパクト投資におけるインパクト (Impact) の概念について、必ずしも国際的に統一された定義は存在しないが²、Impact Management Project (IMP、現 Impact Frontiers)³による定義 (図表 2-1) が、インパクト投資にかかわる実務家の間で比較的よく知られている。

図表 2-1 IMP によるインパクトの定義

- インパクトとは、ある組織によって引き起こされるアウトカムの変化として定義される
- インパクトは、ポジティブにもネガティブにもなり得、また意図されたもの、意図しないものがあり得る
- アウトカムとは、ある人々の集団が経験するウェルビーイングの水準、または自然環境の状態を指す

出所：Impact Frontiers (n.d.) “Impact Management Norms” <https://impactfrontiers.org/norms/> (2026年1月30日最終アクセス) をもとに作成

² 関正雄・塚本一郎 (2020) 『インパクト評価と社会イノベーション—SDGs 時代における社会的事業の成果をどう可視化するか』 第一法規は、インパクトという概念には多様なとらえ方があるとしたうえで、介入が存在しなければ生じなかったアウトカム、すなわち介入効果に焦点を当てるアプローチと、より長期的な効果・社会への広範な波及効果に焦点を当てるアプローチの大きく2通りがあると整理している。この枠組みに照らすと、IMPの定義は前者の介入効果に焦点を当てたとらえ方として位置づけられる。

³ IMPは、2016年から21年にかけて、インパクトの測定・管理・報告に関する世界的な合意形成に向けて活動した団体であり、開発された成果物の管理は現在、Impact Frontiersに移管されている。

この定義によれば、「インパクト」とは、「ある組織によって引き起こされるアウトカムの変化」である。さらに、ここでいう「アウトカム」(Outcome)については、「ある人々の集団が経験するウェルビーイングの水準、または自然環境の状態」と定義されている。したがって、インパクト投資の文脈における「ポジティブ・インパクトを創出する」とは、「ある企業や投資家が何らかの介入を通じて、ある人々の集団が経験するウェルビーイング⁴の水準や自然環境の状態を、より望ましい方向へと変化させること」ということになる。

これを図示したものが、図表 2-2 である。

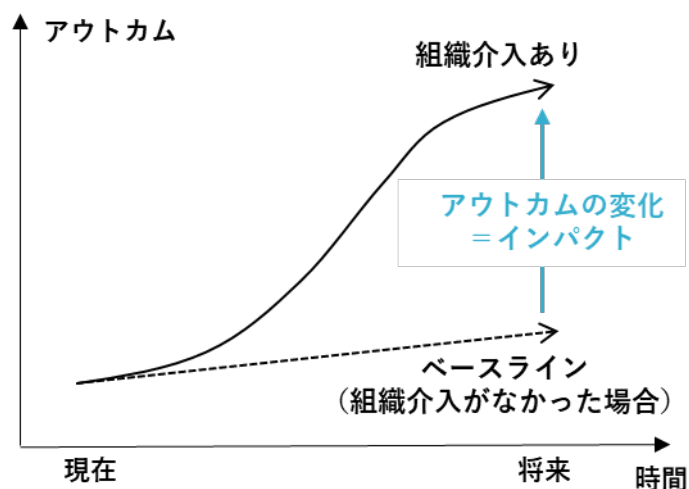
この図においては、ベースラインは緩やかに変化しているが、ある組織による介入がなかった場合でも、アウトカムの水準、すなわち人々のウェルビーイングの水準や自然環境の状態は、社会全体の変化とともに変化する可能性がある。インパクトは、この変化しうるベースラインと、組織介入後のアウトカムの水準との「差分」ということになる。ベースライン自体が大きく改善したとしても、組織介入の効果がなく差分がゼロであった場合、インパクトは生み出せなかったということになる。

生じたインパクトがポジティブであるか、ネガティブであるかは、ベースラインという基準値との比較により評価される。例えば、工場稼働に伴う環境汚染はネガティブなインパクトを一般的に想起させるが、あくまで評価の基準となるベースライン次第である。ここで仮に一定程度の汚染が既に存在する状態を基準とする場合には、その水準を相対的に低減させる取り組みはポジティブなインパクトということになる⁵。もちろん、環境汚染が全く存在しない状態を基準にとれば、いかなる汚染の発生もネガティブと評価されるであろう。

⁴ ウェルビーイング (Well-being) という言葉の訳語や定義については様々な提案がなされているが、「肉体的・精神的・社会的に良好な状態にあることを指す」という、1946 年の世界保健機関 (WHO) 憲章に由来する定義がよく知られている (ウェルビーイング学会 (2022)「ウェルビーイングレポート日本版 2022」)。なお、IMP 自体はウェルビーイングについての明確な定義を定めていない。

⁵ 関連する議論として Sun, L.G. & Daniels, B. (2014) “Mirrored Externalities” *Notre Dame Law Review*, 90(1), pp.135-186.

図表 2-2 IMP によるインパクトの定義のイメージ図

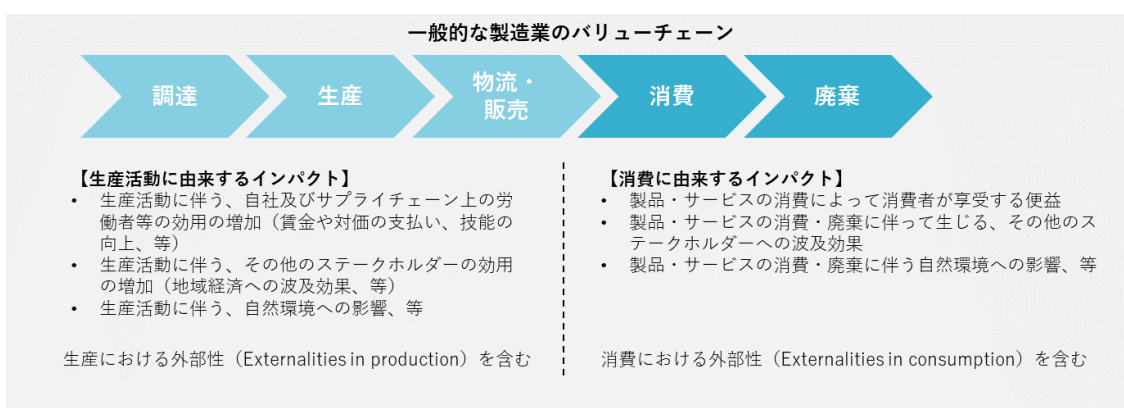


2.1.2 企業のバリューチェーンとインパクト

インパクト投資の文脈において、インパクトを生み出す主体は一義的には投資先の企業であり⁶、インパクトは企業活動のあらゆる側面から生じる可能性があるものである。

図表 2-3 は、一般的な製造業のバリューチェーン（製品・サービスの原材料調達から廃棄までの一連の流れ）を図示したものである。調達・生産物流・販売・消費・廃棄の各段階において、様々なインパクトが生じる可能性がある。

図表 2-3 一般的な製造業のバリューチェーンとインパクト



出所：林寿和・松山将之（2023）「インパクト創出と企業価値向上は両立するのか～事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証分析の両面から」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー DP2023-3

⁶ インパクト投資において投資家は、投資先の企業を通じてインパクト創出に貢献することが期待されている。投資家の貢献について、詳しくは 2.5。

こうしたインパクトは、大きく分けると、「生産活動に由来するインパクト」と「消費に由来するインパクト」に大別される⁷。

前者については、例えば、企業は原材料となる農産物の調達を通じて、農産物の生産者やその家族の生活等に影響を及ぼすことになる。また、企業は生産活動を通じて、そこで雇用されている労働者にも影響を及ぼすほか、工場の操業に伴い周辺の自然環境にも影響を及ぼす可能性がある。こうしたものが「生産活動に由来するインパクト」である。

後者については、例えば、企業が供給する医療・教育サービスが消費されることを通じて、消費者の健康状態が改善し、あるいは、知識・技能が向上するといった効果が生じるであろう。また、販売された製品が使用後に廃棄される段階で、環境負荷が生じることがある。こうしたものが「消費に由来するインパクト」である。

インパクトの概念には、企業介入に伴う直接的な影響だけでなく、その波及効果も含まれる。「風が吹けば桶屋が儲かる」というよく知られた格言があるが、例えば、企業が製造工場を新設すれば、そこで生まれる雇用のみならず、周辺地域に様々な経済的・社会的・環境的波及効果が生じる可能性がある。また、企業が供給する教育サービスを通じて、教育を受けた人々の知識や技能が向上すれば、周囲の人々にも知識や技能の向上が波及するほか、そこから生まれる新しいアイデアや技術革新の効果は社会全体へと波及していくであろう。こうした波及効果、すなわち経済学で言うところの「外部性」⁸とよばれるものもインパクトに含まれる。

このように、企業活動に伴うインパクトは、消費者や労働者といった企業の直接的なステークホルダーへの影響に限定されるものではなく、その先に存在する関係者や地域社会、自然環境への影響をも包含する、広い概念である。

⁷ Epstein, M.J. & Yuthas, K. (2014) *Measuring and Improving Social Impacts: A Guide for Nonprofits, Companies, and Impact Investors*, Berrett-Koehler Publishers (邦訳：鶴尾雅隆・鴨崎貴泰[監訳]、松本裕[訳] (2015) 『社会的インパクトとは何か：社会変革のための投資・評価・事業戦略ガイド』栄治出版)は、組織がインパクトを生み出す経路として「製品・サービス」「オペレーション(操業)」「投資」の3つを挙げており、前者2つが本稿における「消費に由来するインパクト」と「生産活動に由来するインパクト」にそれぞれ対応している。投資を通じたインパクト創出は2.5にて述べる。

⁸ 外部性について、詳しくは、例えば Hubbard, R. G. & O'Brien, A. P. (2008) *Microeconomic*, Pearson Education.

2.1.3 広義のインパクト概念と狭義のインパクト概念

インパクトは「人々のウェルビーイングの水準や自然環境の状態の変化」と定義されていることを述べたが、特に実務の場面では、「特定の環境問題や社会的課題の解決に向けた貢献のこと」をインパクトと呼ぶ場合が少なくない。環境問題の解決が進めば自然環境の状態が改善するであろうし、社会的課題の解決が進めば、当該課題を抱える人々のウェルビーイングは改善するであろう。その意味で、特定の環境問題や社会的課題の解決に向けた貢献はインパクトの一部であることは間違いないが、例えば Santos (2012)⁹が指摘するように、「何をもって社会的な課題とするか」を客観的に線引きすることは困難な場合が少なくない。

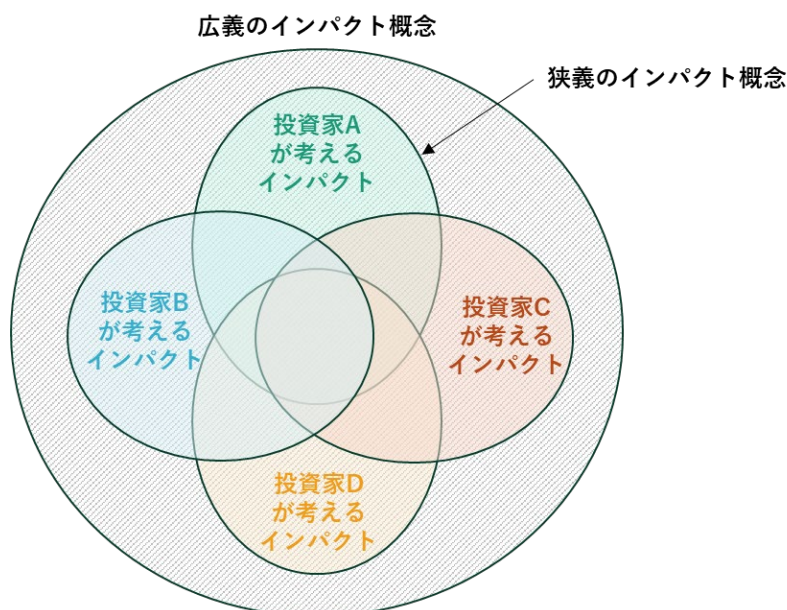
例えば、「貧困層に対する適切な支援」は社会的課題解決への貢献と捉える向きが強いであろうが、「富裕層の“お困りごと解決”」を社会的課題解決への貢献と捉えるか否かは、意見が分かれるところであろう。これは価値判断の問題でもあり、唯一の正解が存在するわけではない。したがって、世の中に数多ある環境問題・社会的課題の中で、どれを環境的にあるいは社会的に重要と捉えるかは、それを評価する主体が置かれている状況や価値観・考え方など、様々な要因（文脈的あるいは文化的側面）によって決まるものである。

すなわち、「人々のウェルビーイングの水準や自然環境の状態の変化」というインパクトの捉え方はあくまで「広義」の捉え方であり、インパクト投資にかかわる実務家の多くは、自らの考え方等に基づいて、特定の環境問題や社会的課題の解決への貢献（「狭義」のインパクト概念）を意図して活動している場合が多い。

このような広義のインパクト概念と、狭義のインパクト概念の関係を図示したものが図表 2-4 である。狭義のインパクト概念は、基本的に各主体の考え方次第であり、必ずしも統一的な定義等が存在するわけではない点には留意が必要である。

⁹ Santos, F.M. (2012) “A positive theory of social entrepreneurship” *Journal of Business Ethics*, 111(3), pp.335-351

図表 2-4 広義のインパクト概念と狭義のインパクト概念



2.2 インパクト投資の概念

次に、「インパクト投資」(Impact investing) の概念について確認する。

2.2.1 Global Impact Investing Network (GIIN) によるインパクト投資の定義

インパクト投資という言葉が初めて使われたのは2007年に遡り、米国ロックフェラー財団が当時イタリアで主催したカンファレンスで、この言葉を初めて用いたとされる¹⁰。その後、同財団が主導する形で2009年に設立されたグローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN: Global Impact Investing Network)が中心となり、インパクト投資の概念の普及と市場の形成が図られてきた。

GIINはインパクト投資を「経済的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的・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」と定義している(図表2-5)。さらに2019年、この定義を補足するものとして4つの中核的特徴を公表している(図表2-5)。

¹⁰ The Rockefeller Foundation (n.d.) “Global Impact Investing Network (GIIN)”
<https://www.rockefellerfoundation.org/bellagio-bulletin/from-the-archives/global-impact-investing-network-giin/> (2026年1月30日最終アクセス)

図表 2-5 GIIN によるインパクト投資の定義・中核的特徴

インパクト投資の定義	
【名詞】インパクト投資とは、金融的リターンを得ながら、社会的または環境的にポジティブで測定可能なインパクトを生み出す意図をもって行われる投資である	
中核的特徴	
意図	インパクト投資は、測定可能な社会的・環境的利益への貢献を意図的に目指す投資であることを特徴とする
投資設計におけるエビデンスとインパクトデータの活用	インパクト投資は、利用可能なエビデンスやデータを活用して、賢明な投資設計を推進する必要がある
インパクト・パフォーマンスの管理	インパクト投資には特定の意図が伴い、その意図に沿って投資を管理することが求められる
業界の成長への貢献	インパクト投資家は、可能な限り学びを共有し、自らの経験から他者が学べるように努める

出所：GIIN（2019）“Core Characteristics of Impact Investing”¹¹をもとに作成

また、GIIN は、一般的なインパクト投資のベストプラクティスの例として以下を挙げている¹²。

- ・ 社会的・環境的インパクト目標に到達するための道筋を明確にするため、変化の理論（セオリーオブチェンジ）を策定する
- ・ セオリーオブチェンジおよびインパクト目標の策定にあたり、関連するステークホルダーと協働する
- ・ 標準化された指標を用いて、これらの目標に関連するパフォーマンス目標を設定する
- ・ 投資先企業のパフォーマンスをこれらの目標に照らしてモニタリングし、管理する
- ・ 社会的・環境的パフォーマンスについて、関連するステークホルダーに報告する
- ・ 過去の投資から得られたデータや学びを活用し、将来のインパクトリターンを最適化する

さらに GIIN は 2023 年、上場株式投資におけるインパクト追求に関する追加ガイダンスを公表している。これは、GIIN の中に設けられた Listed Equities Working Group において検討が行われたものである。前掲の 4 つの中核的特徴を踏まえつつ、上場株式投資において期待される基本的事項を明確化する内容となっている。

¹¹ 日本語訳が一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（SIMI）により作成・公表されている（<https://simi.or.jp/grc/core-characteristics-of-impact-investing/>）。

¹² GIIN（2025）“What you need to know about impact investing”
<https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/>（2026 年 3 月 3 日最終アクセス）

図表 2-6 GIIN による上場株式投資におけるインパクト投資に期待される基本的事項

概念	期待される基本的事項
概念①： ファンドまたはポートフォリオ戦略の策定	<ul style="list-style-type: none"> ファンドまたはポートフォリオの目論見書（または各法域で必要とされる類似の文書）には、投資戦略がもたらす意図された実世界でのインパクトが明記されている。これは、ファンドまたはポートフォリオが投資先企業の目標とするインパクトの加速にどのように貢献するかを説明した、課題認識と変化の理論（セオリーオブチェンジ）を含む内部文書によって裏付けられる
概念②： ポートフォリオの設計と選定	<ul style="list-style-type: none"> ファンドまたはポートフォリオは、投資ユニバース、分散投資のアプローチ、および投資戦略が目指す特定の実世界のインパクトに整合した保有銘柄数を定義する ポートフォリオに組み入れられた各企業のビジネスモデルおよび中核事業は、そのファンドのインパクト戦略や投資のテーマと直接的に関連している必要がある。また、それらは特に事業規模が大きい、あるいは事業領域が多角化している企業においては、当該企業の事業全体において重要な割合を占めるべきである。さらに、ファンドマネージャーは、当該保有銘柄がインパクト戦略で狙う変化にどのように貢献する見込みかを明確に定義しなければならない ファンドは、ポートフォリオ内の株式の平均保有期間を、ファンドが掲げるインパクト目標を達成する能力に寄与する形で積極的に管理している
概念③： エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメントの優先事項は、ファンドまたはポートフォリオのセオリーオブチェンジに基づいて策定され、ファンドのインパクト目標に対する企業の貢献を加速させる行動に焦点を当てる エンゲージメントの有効性は、ファンドまたはポートフォリオの投資戦略が達成を目指すアウトカムに寄与する変化や改善に向けた進捗に照らして測定される エンゲージメントプロセスの目標達成に向けた進捗は、売却のタイミングを判断する際の重要な検討事項となる。ファンドまたはポートフォリオは、エスカレーションおよび売却のためのマイルストーンと基準を定めた社内ポリシーフレームワークに基づいて運用されるべきである
概念④： パフォーマンスデータの活用	<ul style="list-style-type: none"> ファンドまたはポートフォリオは、同業他社との相対比較を超えた形でインパクト・パフォーマンスを評価する手法を用いており、企業の活動およびアウトプットが、ファンドの目標およびセオリーオブチェンジと整合的な実世界の変化に寄与しているかどうかを考慮する

出所：GIIN（2023）“Guidance for Pursuing Impact in Listed Equities”¹³をもとに作成

2.2.2 金融庁によるインパクト投資の基本的要素

インパクト投資の定義に関連して、日本では、金融庁が2024年に「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」を策定・公表している。その中で、インパクト投資として実現が望まれる基本的要素が4つ示されている（図表2-7）。

これは、インパクト投資に該当するか否かの基準や要件を定めるものではないが、日本の市場関係者の間では、事実上の基準や要件に準ずるものと見る向きがある。

¹³ 日本語抄訳が一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（SIMI）により作成・公表されている（<https://simi.or.jp/grc/guidance-for-pursuing-impact-in-listed-equities/>）。

なお、同指針は「国際的なインパクト投資等の議論やガイダンス等と基本的に整合的に策定している」としているが、前述の GIIN によるインパクト投資の中核的特徴（図表 2-5）と比べて、投資家の貢献がより強調されている点（基本的要素 2）や、革新・変革・加速の支援が強調されている点（基本的要素 4）から、GIIN のインパクト投資の概念よりも、金融庁による概念のほうが狭いという見方が、一部の市場関係者等の間に存在する。

図表 2-7 金融庁による基本的指針

基本的要素 1	実現を「意図」する「社会・環境的效果」が明確であること (intention)
基本的要素 2	投資の実施により、効果の実現に貢献すること (contribution)
基本的要素 3	効果の「特定・測定・管理」を行うこと (identification / measurement / management)
基本的要素 4	市場や顧客に変革をもたらす又は加速し得るよう支援すること (innovation / transformation / acceleration)

出所：金融庁（2024）「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」をもとに作成

2.3 関連概念との関係

ここからは、前述の GIIN によるインパクト投資の定義や金融庁による考え方を踏まえつつ、インパクト投資と、インパクト投資に関連する各概念との関係性について考察する。

具体的には、まず、インパクト投資がサステナブル投資（ESG 投資・責任投資）のアプローチの一つと位置付けられることを確認する（2.3.1）。さらに、足許にかけて注目が高まっている以下の各概念について、それぞれ概要を述べたうえで（2.3.2、2.3.3 及び 2.3.4）、インパクト投資との関係性を整理する（2.3.5）。

- サステナビリティ・インパクトをもたらす投資（IFSI）
- ユニバーサル・オーナーシップ理論と β アクティビズム
- システム思考に基づく投資（システムレベルの投資・システムチェンジのための投資・システムミック投資）

さらに、GIIN のインパクト投資の中核的特徴や、金融庁の基本的指針においてインパクト投資の特徴の一つとされる「意図」に関して、インベストメントチェーン上のアセットオーナーにおける意図と、運用機関における意図との関係についても整理を行う（2.3.6）。

2.3.1 サステナブル投資（ESG 投資・責任投資）

まず、インパクト投資と「サステナブル投資」との関係性について整理する。

2023 年、CFA（Chartered Financial Analyst）協会、GSIA（Global Sustainable Investment Alliance）、責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）は連名で、サステナブル投資関連の用語の統一性を高めるためのガイダンスを発表している。これによれば、インパクト投資はサステナブル投資のアプローチの一つとして位置づけられており、ここでのインパクト投資の定義には、GIIN の定義が採用されている（図表 2-8）。

金融庁においても、「サステナブルファイナンス」という最も広い概念の中の一つの要素として「インパクト投資（インパクトファイナンス）」が位置付けられている¹⁴。

GPIF も、2025 年 3 月 31 日付「サステナビリティ投資方針」において、サステナビリティ投資を ESG やインパクトを考慮した投資などを包含するものとして位置付けている¹⁵。

なお、CFA 協会等によるガイダンス上では、サステナブル投資ではなく「責任投資」という言葉が用いられているが、同ガイダンスの共著機関の間では、これらの言葉がほぼ同じ概念を指す言葉として用いられている。具体的には、PRI は責任投資という言葉を用いている一方、GSIA はサステナブル投資という言葉を用いている。さらに、責任投資やサステナブル投資については、「ESG 投資」と呼ばれる場合もある¹⁶。これらを踏まえ、本調査研究においては、サステナブル投資・責任投資・ESG 投資という 3 つの言葉を相互互換的なものと捉え、原則としてサステナブル投資の表記で統一することとする¹⁷。

¹⁴ 例えば、金融庁（2024）「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」において、「「インパクト投資」は、…（中略）…、サステナブルファイナンスの 1 分野として全体として推進を図ることで、投資を通じた社会・環境課題の解決と事業性の改善を図り、経済基盤の強化・持続可能性の向上に資するものであり、推進の意義がある」との記述がある。

¹⁵ GPIF（2025）「サステナビリティ投資方針」

¹⁶ 例えば、サステナブル投資を ESG 投資と読み替えている日本経済新聞の報道例として「ESG 投資が初の減少 2022 年、成績低迷・基準厳格化で」（2023 年 11 月 29 日）
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB2843V0Y3A121C2000000/>。また、責任投資を ESG 投資と読み替えている同紙の報道例として「[社説] バランスのとれた質の高い ESG 投資を」（2023 年 10 月 6 日）
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQODK228UU0S3A920C2000000/>。

¹⁷ なお、インパクト投資に関わる一部の関係者等の中で、ESG 投資とインパクト投資は独立した別の概念であるとする言説も存在するが、本調査研究では、インパクト投資はあくまで ESG 投資（＝サステナブル投資）の部分集合と捉えている。

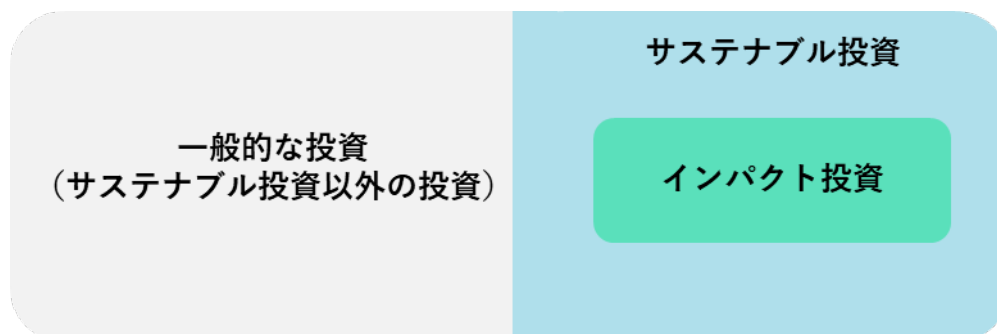
図表 2-8 CFA 協会・GSIA・PRI によるサステナブル投資のアプローチ毎の定義

アプローチ	定義
スクリーニング	定義された基準に基づきルールを適用し、投資が許容されるかどうかを判断すること
ESG インテグレーション	リスク調整後のリターンの向上を目指し、投資の分析・意思決定プロセスで ESG 要因を継続的に考慮すること
テーマ投資	特定のトレンドを捉えるよう資産を選択すること
スチュワードシップ	投資家の権利と影響力を生かして、顧客と受益者の利益に関わる共通した経済的、社会的、環境的資産などの中長期的な全般的価値を守り、向上させること
インパクト投資	ポジティブで測定可能な社会と環境の両方またはいずれか一方のインパクトを、財務的リターンと同時に生み出すことを意図する投資

注：原典で「責任投資」という表記が用いられているが、ここでは「サステナブル投資」と読み替えている

出所：CFA Institute, GSIA & PRI (2023) “Definitions for Responsible Investment Approaches”¹⁸をもとに作成

図表 2-9 本調査研究における一般的な投資・サステナブル投資・インパクト投資の関係



出所：CFA Institute, GSIA & PRI (2023) “Definitions for Responsible Investment Approaches”、その他各種資料をもとに作成

2.3.2 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資 (IFSI)

2021 年、PRI は、国連環境計画金融イニシアチブ (UNEP-FI) 及び Generation Foundation と共同で、フレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所の支援の下、報告書「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み」を公表し、「サステナビリティ・イ

¹⁸ 日本サステナブル投資フォーラムにより、日本語訳が作成・公表されている

(<https://japansif.com/wp-content/uploads/2024/08/Definitions-for-Responsible-Investment-Approaches.pdf>)。

ンパクトをもたらす投資」(IFSI: Investing for Sustainability Impact) という概念を新たに提唱した。

ここでの議論の特徴は、インパクト創出に関する意図の性質の違いにより、IFSI を「目的IFSI」と「手段IFSI」の2つに区別する点である。具体的には、目的IFSI においては、インパクト創出自体が投資の究極的な目標(ただし、投資リターン実現と並行した目標であってもよい。)であるのに対し、手段IFSI においては、インパクト創出はあくまで投資リターン実現の手段として位置づけられる。

これは、前述のGIINによるインパクト投資の中核的特徴(図表2-5)や、金融庁の基本的指針(図表2-7)で述べられている投資家の意図に関して、「目的的な意図」と「手段的な意図」という2種類の意図が存在することを指摘するものといえる。

図表 2-10 目的IFSI と手段IFSI



出所: PRI (2021) 「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み」をもとに作成

2.3.3 ユニバーサル・オーナーシップ理論とβアクティビズム

近年、アセットオーナーがインパクト投資に取り組む論拠の一つとして、「ユニバーサル・オーナーシップ理論」との関係性が指摘されている¹⁹。ユニバーサル・オーナーシップ理論

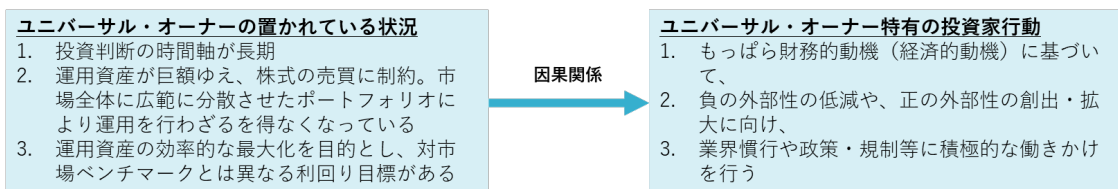
¹⁹ 例えば、Gosling, T. (2025) “Universal Owners and Climate Change” *Journal of Financial Regulation*, 11(1), 1-40 や、Gosling, T. (2024) “A Fiduciary Argument for Impact Investing?” <https://www.tom-gosling.com/blog/a-fiduciary-argument-for-impact-investing> (2026年1月30日最終アクセス)。

とは、ユニバーサル・オーナーと称される特有の状況下に置かれた投資家において、ユニバーサル・オーナー特有の投資家行動が誘発されることを説明する理論である（図表 2-11）。

ユニバーサル・オーナーシップ理論が提唱されたのは、インパクト投資の市場形成よりも過去に遡る。「ユニバーサル・オーナー」という言葉とともに、その特有の投資家行動が初めて紹介されたのは Robert A. G. Monks 氏²⁰と Nell Minow 氏による 1996 年の著作『Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century』とされる。

その後、米 Saint Mary's College of California 教授（当時）の James P. Hawley 氏と Andrew T. Williams 氏による一連の研究²¹で、帰納的なアプローチにより、ユニバーサル・オーナーシップ理論として理論化されていった²²。

図表 2-11 ユニバーサル・オーナーシップ理論の概要



例えば GPIF は、「保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります」と指摘したうえで、「このような環境や社会問題などサステナビリティに関する問題が資本市場に与える負の影響を

²⁰ 米国労働省にて年金・福利給付プログラム局管理者を務め、退任後に議決助言会社 ISS の設立に関与した人物である。

²¹ Hawley, J. P. & Williams, A. T. (1997) “The Emergence of Fiduciary Capitalism” *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), pp.206-213、Hawley, J. P. & Williams, A. T. (2000a) *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press、Hawley, J. P. & Williams, A. T. (2000b) “The Emergence of Universal Owners: Some Implications of Institutional Equity Ownership” *Challenge*, 43(4), pp.43-61、Hawley, J. P. & Williams, A. T. (2002) “The Universal Owner’s Role in Sustainable Economic Development” *Corporate Environmental Strategy*, 9(3), pp.284-291、Hawley, J. P. & Williams, A. T. (2007) “Universal Owners: Challenges and Opportunities” *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), pp.415-420 など。

²² 林寿和 (2017) 「ユニバーサル・オーナーシップ理論の展開と課題」『ガバナンス革命の新たなロードマップ』北川哲雄編著、東洋経済新報社、215-240 頁

抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのサステナビリティ投資の根幹にあるもの」と述べている²³。

このような形で、今日、運用資産規模が巨大な公的年金基金や保険会社等のアセットオーナーの間でユニバーサル・オーナーであることを自称する組織が多数存在している。同時に、ユニバーサル・オーナーシップ理論が、そうしたアセットオーナーにとって、ポートフォリオ全体の価値の維持・向上という財務的目的のために、環境問題や社会的課題への対応に積極的に取り組む論拠としても使われてきた。

ただし、少なくとも今日時点において、ユニバーサル・オーナーであることを自称するアセットオーナーが取り組む対象の中心は、気候変動問題を始めとする環境問題や貧困や格差の問題といった、いわゆる「負の外部性」の低減についてである。しかし、ユニバーサル・オーナーシップ理論そのものに立ち返れば、例えば、再生可能エネルギーや省エネルギー技術の普及による気候変動の緩和、予防医療や職場環境改善を通じた労働生産性の向上、教育・リスクリングによる人的資本の蓄積などに伴う「正の外部性」の創出・拡大という視点も、ユニバーサル・オーナーのポートフォリオ全体の価値向上の観点から重要となる可能性がある。

なお、より直近にかけて、ユニバーサル・オーナーがとるべき行動として「 β アクティビズム」という言葉が提唱されている。これは、Jon Lukomnik氏とJames P. Hawley氏による書籍『Moving Beyond Modern Portfolio Theory: Investing That Matters』（邦訳『「良い投資」と β アクティビズム：MPT現代ポートフォリオ理論を超えて』）を通じて、よく知られるところとなった。

同書籍によれば、 β アクティビズムとは、システムック・リスク²⁴の低減に向けて、その原因となる気候変動や社会的不平等などの課題の解決や改善に向けて働きかけようとする取り組みのことであり、すでに実践する投資家も現れているという。

さらに、同書籍では、 β アクティビズムの具体的方策として、後述の2.3.4で述べるTIIPによるシステムレベルの投資の10の応用的技法（図表2-14）が紹介されており、 β アクティビズムという言葉と、後述するシステムレベルの投資という言葉は、ほぼ同じ概念として存在している。

²³ GPIF（2025）「年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則についてのご説明」

²⁴ Jon Lukomnik氏とJames P. Hawley氏による書籍では、システムック・リスクに加えてシステムチック・リスクへの言及が一部見られるが、本調査研究では、投資家に取り組むべき対象は、あくまでシステムック・リスクであると解釈した。

2.3.4 システム思考に基づく投資

近年、投資におけるインパクトの考慮にあたって「システム思考」と呼ばれる考え方への注目が高まっている。これを踏まえ、この節では、システム思考に基づく投資として、「システムレベルの投資」「システムチェンジのための投資」「システムミック投資」の3つの概念を概説するとともに、その関係性について考察する²⁵。

ここでいうシステム思考とは、物事を個別の要素別に捉えるのではなく、相互につながった全体（システム）として捉え、システムの構造や動態を理解することで、根本的な課題解決を図る考え方である。

システム思考は、古くは1950年代に遡る。マサチューセッツ工科大学のジェイ・フォスター氏によって、システムを主に定量的に分析する手法としてシステムダイナミクス（またはシステムダイナミック・モデリング）が開発された。これは、システムを構成する要素間の相互作用やフィードバックループ²⁶を明らかにすることで、複雑なシステムの挙動を理解し、時間とともにどのような変化が生じるのかを把握するとともに、解決を目指す課題の背後にある根本的な構造要因（Root Cause）を特定することに役立つことを企図したものである。

システムダイナミクスに関しては、その考え方を組織論や経営に応用し普及させたピーター・センゲ氏による著書『The Fifth Discipline: The Art & Practice of The Learning Organization』（邦訳『学習する組織：システム思考で未来を創造する』）や、「レバレッジ・ポイント」（システム全体に大きな変化をもたらし得る介入点）の概念を整理・体系化したドネラ・メドウズ氏による著書『Thinking in Systems』（邦訳『世界はシステムで動く：いま起きていることの本質をつかむ考え方』）等がよく知られている。

²⁵ 本調査報告書の実施にあたり、2025年7月4日に開催されたインパクト志向金融宣言主催の勉強会における木村武氏のプレゼンテーション動画（<https://www.youtube.com/watch?v=dCQH6GkaWzQ>）も参考にした。

²⁶ フィードバックループには、自己強化型（Reinforcing loop）とバランス型（Balancing loop）の2種類がある。自己強化型フィードバックループとは、ある変化の結果が、同じ方向のさらなる変化を引き起こすような構造を持つループであり、当初は小さな変化であっても、時間の経過とともに増幅されていく特徴を持つ。例えば、顧客満足度の向上が売上増加をもたらし、それによってサービス改善への投資が進み、さらに顧客満足度が高まるといった好循環が挙げられるが、逆に、品質低下や顧客不満の拡大が売上減少を招き、コスト削減によるサービス水準の低下を通じて、さらなる顧客離れを引き起こすといった悪循環としても現れ得る。一方、バランス型フィードバックループとは、室温が高くなれば冷房が作動し、低くなれば暖房が作動する空調システムのように、変化が生じた際に、それを打ち消す方向に作用し、システムを一定の目標状態へと戻そうとする構造を持つループである。

The Investment Integration Project (TIIP) によるシステムレベルの投資

2015年に Steve Lydenberg 氏と William Burckart 氏により立ち上げられた米国の非営利団体 TIIP (The Investment Integration Project) は、システムレベルの投資 (System-level investing) を提唱している。

TIIP は、システムレベルの投資をサステナブル投資の発展形として位置付けている (図表 2-12)。サステナブル投資が企業個社のレベルで ESG 要因を捉え、必要に応じて企業に働きかけてその改善を図ろうとするのに対し、システムレベルの投資では、企業によって立つ社会経済や、さらにその基盤となる地球環境を含めた全体をシステムと捉え、システムへのポジティブなインパクトの創出とネガティブなインパクトの低減を図ることを通じて、中長期的な投資リターンの維持・向上を図ろうとする。

近年、PRI も、TIIP が提唱するシステムレベルの投資を推進しており、2025年には投資家向けの手引き「Addressing System-Level Risks and Opportunities: A Guide for Investors」を公表している。

図表 2-12 TIIP による一般的な投資・サステナブル投資・システムレベルの投資の比較

一般的な投資	<ul style="list-style-type: none"> ESG 要因を証券評価において関連性や重要性のあるものとはみなさず、そうした要因を政治的なもの、または他の利益相反の対象と見なしている 主たる目的は、そのような要因を考慮することなく、できるだけ短期間でリターンを最大化することである
サステナブル投資	<ul style="list-style-type: none"> ESG 要因を、証券選択およびポートフォリオのリスク管理において、潜在的に関連性および重要性を持つものと見なす 特定の投資の市場価値に関して、その ESG パフォーマンスを理解し、適切な場合には改善を図ることを目指す (例: 財務的に重要な ESG 課題について、議決権行使や個別企業とのエンゲージメントを通じて) 主たる目的は、リターンをできるだけ短期間で最大化しながら、優れた ESG パフォーマーに投資を振り向けることである
システムレベルの投資	<ul style="list-style-type: none"> あらゆる資産クラスにわたる投資に対して安定的でレジリエントな基盤を提供する社会・金融・環境システムのリスクと見返り、ならびにそれらのシステムに対する投資のインパクトを意図的に管理すること これらのリスクと見返りを管理するために多様な手法を用い、システムに対するインパクトに関する明確な目標を設定し、その目標に向けた進捗を測定すること 短期的には競争力のあるリターンを達成しつつも、長期的には基盤となる社会・金融・環境システムを維持・強化することを目指す

出所: TIIP (2022) “Approaching the Tipping Point: Recommendations for Building the Marketplace for System-Level Investing”をもとに作成

TIIP はシステムレベルの投資に関して、一般的な投資技法における実践に加えて、10の応用的技法を、それぞれ明確化している。

図表 2-13 一般的な投資技法におけるシステムレベルの投資の実践

投資信念に関するステートメント	システムレベルの投資家は、あらゆる資産クラスにわたる自らの投資にとって脅威となり得る、または機会をもたらし得る社会・環境・金融システムの健全性に貢献することへのコミットメントを明示的に表明する
投資先選定とポートフォリオ構築	環境・社会・ガバナンス（ESG）要因を投資分析に取り入れるだけでなく、システム関連の投資家は、産業全体に対して社会的・環境的行動に関する基準や最低限の閾値を設定する場合もある
エンゲージメント	システムレベルの投資家は、個別の企業や法人だけでなく産業全体と対話を行い、社会的・環境的なシステム・リスクの財務的影響について議論し、根本にあるシステムに影響を与えることを目指す
運用者のデューデリジェンス	システムレベルの投資家は、運用者の投資証券レベルおよびポートフォリオレベルでの能力を評価するだけでなく、システム・リスクの管理やそれに関するスキルについても検証する

出所：TIIP (2024) “System-level Investing: Case Studies of Investors Leading the Way”をもとに作成

図表 2-14 システムレベルの投資における 10 の応用的技法

フィールド・ビルディング	自己組織化	システム的な課題に対応するための能力を業界全体で高めるべく、投資業界において協働型の組織構造を構築する
	相互関連性	同業者間、顧客、さらには一般社会と共有する形で、社会・金融・環境システムに関する情報の流れおよびコミュニケーションを増加させる
	政治	投資に関連する全体的なシステムにポジティブなインパクトを及ぼし得る政府のルールや規制に関する政策論議に参画する
投資の高度化	アプローチの多様性	複雑なシステム課題に対応するために、多様な投資手法を活用する
	基準設定	広く受け入れられている基準や規範に反する慣行を持つ産業や国への投資を抑制する基準を策定する、またはそのような基準の策定に貢献する
	解決策	最も差し迫ったシステムレベルの課題から利益を得つつ、それらを前向きに解決する投資を特定する
機会創出	追加性	サービスが行き届いていない人々に投資し、満たされていない社会的または環境的ニーズや市場に対応する
	地域性	特定の地理的地域（都市、州、地域、または国）における社会的または環境的システムを強化するために投資する
	評価	数量化可能な価格のみにとらわれず、投資機会を育むために必要な安定性と予測可能性を提供し得るシステムの潜在力を評価する
	効用	ポートフォリオの各資産クラス内における特定の投資と、それらの資産クラスが本来果たすべく設計された社会的または環境的機能との整合性を最大化する

出所：TIIP (2022) “Approaching the Tipping Point: Recommendations for Building the Marketplace for System-Level Investing”をもとに作成

Together We Invest for Systems Transformation (TWIST) によるシステムチェンジのための投資

2022年にノルウェーのカタパルト財団が主導して正式に発足した TWIST (Together We Invest for Systems Transformation) は、「システムチェンジのための投資」(Investing for Systems Change) を提唱・推進している。2025年12月時点で、世界の112の投資家や実務家がメンバーとして参画するコミュニティ (TWIST Community of Practice) が組織されており、理論の構築や実践の共有等が行われている。

システムチェンジのための投資は、個別の企業の事業活動によるインパクト創出にとどまらず、課題を生み出している社会システムそのものの構造的な変革を投資の目的としている。TWISTは、この投資アプローチを図表2-15のように定義している。

TWISTは2024年、世界各国の42の事例研究に基づき、システムチェンジのための投資に関する「10の中核的特徴」を明文化している(図表2-16)²⁷。

前述のコミュニティにはインパクト投資に関わってきた参加者が多く、またその定義や中核的特徴の内容から、システムチェンジのための投資は、インパクト投資の発展形と位置付けることができる。

図表 2-15 TWIST によるシステムチェンジのための投資の定義

システムチェンジのための投資とは、ポジティブなシステム変革に貢献する意図をもって、しばしば他の種類の資源や介入と連携しながら投じられる投資資本である

出所: Korijn, A. & Fort, A. (2024) "Emergence and Co-Creation: A Collective's Perspective on Investing for Systems Change"をもとに作成

²⁷ TWIST Community of Practice にも参画している一般社団法人社会変革推進財団 (SIIF) による解説記事が公開されている (SIIF (2025) 「TWIST が語る、システムチェンジ投資「10の特徴」(前編)」 https://note.com/siif_pr/n/n4a4d73e1ac50、SIIF (2025) 「TWIST が語る、システムチェンジ投資「10の特徴」(後編)」 https://note.com/siif_pr/n/n239b3e33c052)。

図表 2-16 システムチェンジのための投資に関する 10 の中核的特徴

(1) 意図	システムの状態をある段階から別の段階へと移行させることで、システムに前向きな変化をもたらすための意図。これには通常、システムの境界、方向性、そして「北極星」（すなわちシステムの望ましい将来像）の明確化が含まれる
(2) 問題の理解	その課題に取り組む、あるいはその影響を受ける主要なステークホルダー（市民社会、非営利組織、政府、ビジネスリーダー、投資家、起業家など）からの意見を踏まえて構築された課題に対する理解。課題に関する集団的な認識を形成する意図を有する。その成果物として、課題を視覚的に表現したシステムマップが作成される場合がある
(3) システムチェンジのための戦略	戦略は、当該課題によって影響を受ける主要なステークホルダーからの意見を反映して策定されており、変革に向けた共通の戦略（すなわち「変革の理論」（Theory of Transformation））を構築することを意図している。この戦略には、システムを動かすためのレバレッジポイントの特定や、それらのポイントに対する具体的な介入策の設計が含まれる場合がある
(4) 多様な資本の活用 (Polycapital)	資本の種類はシステムのニーズに合わせて設計されており、そこには投資資本やフィランソピー資本といった金融資本に限らず、知的資本・社会関係資本・物的資本・精神的資本・生物資本、文化資本・経験資本なども含まれることが多い。このように複数の形態の資本を活用する手法は「ポリキャピタル・アプローチ」と呼ばれる。これらの資本は、起業家を支援するためだけでなく、認知向上、データ収集と分析、関係者間の調整、政策への働きかけなどを支えるためにも投入されることがある
(5) 介入の統合	焦点は特定のシステム（例：食品システム）に置かれ、そのシステム全体にわたる介入策が積極的に連携・調整される。これには、関係者の集会や合意形成などが役割を果たす場合がある
(6) 権限の共有	権限と意思決定は、投資家が過度に独占するのではなく、システム内のステークホルダー間で分散している場合が多い
(7) 財務リターンへの期待	金融リターンは、主として投資家のリターン期待によって決まるのではなく、システムの文脈において公正かつ適切とみなされる水準によって決定されることが多い
(8) 動的評価	投資家は通常、システムが意図した方向へ進んでいるかどうかを確認するための、システムレベルの代理指標を特定する。また、現場からのリアルタイムの情報と組み合わせることで、動的な学習と適応を可能にする場合もある
(9) 長期の時間軸	変革的な変化には、複雑なシステムが移行するには通常長い時間を要することから、より長期的な（場合によっては世代を超える）時間軸が必要とされる
(10) マインドセットの変革	必要とされるマインドセットの転換は、投資家個人のレベルにとどまらず、チーム全体、システム変革に関与するステークホルダー、さらには集合的・文化的なレベルにも及ぶという認識が存在する

出所：Korijn, A. & Fort, A. (2024) “Emergence and Co-Creation: A Collective’s Perspective on Investing for Systems Change”をもとに作成

TransCap Initiative によるシステムミック投資

欧州を代表する気候イノベーション推進組織である Climate-KIC が主導して 2019 年に立ち上げられたイニシアチブである TransCap Initiative は、「システムミック投資」(Systemic Investing) を提唱・推進している。

システミック投資は図表 2-17 のように暫定的に定義されており、2024 年にはシステミック投資に関する「16 の特徴」が公表されている²⁸。前述のシステムチェンジのための投資と同様に、その定義や特徴の内容から、システミック投資はインパクト投資の発展形とみなすことができる。

図表 2-17 TransCap Initiative によるシステミック投資の暫定的定義

システミック投資とは、環境の持続可能性と社会的正義の促進を意図して、人間社会や自然というシステムそのものを変革するために、金融資本を投じることである

出所: TransCap Initiative (2024) “Definition and Hallmarks of Systemic Investing: Version 1.0 (before public consultation)” をもとに作成

図表 2-18 システミック投資の 16 の特徴

(1) システム志向	システム思考および複雑系科学に基づき、システミック投資家が社会課題をどのように捉え、解決しようとするかを方向づける根本的な姿勢・信念・思考様式
(2) 変革の意図	特定のシステムに対して描かれる高次の変革ビジョン
(3) システム分析	システミック投資プログラムにおける投資配分的意思決定を支える戦略的知見の創出
(4) システムマッピング	システム内の結節点、相互関係、動態を特定し可視化すること
(5) システムの境界	システムの範囲と限界を規定する概念的な境界設定
(6) レバレッジポイント	複雑なシステムの中で、比較的小さな変化がシステム全体に大きな影響を及ぼし得るポイント
(7) 変革の理論	変革の意図をいかに実現し得るかについての包括的な仮説
(8) 移行経路	経路依存性と現在の方向性を踏まえシステムがたどり得る「隣接可能性 (Adjacent possibles)」の連なりとして理解される進化の軌跡
(9) システムの資金ニーズ	特定の変革意図を実現するために必要となる資本要件に関する仮説
(10) 連携構築とオーケストレーション	共通の変革意図と変革理論を共有する投資家・資金提供者グループを形成し維持すること
(11) 投資アーキテクチャー	システミック投資プログラム全体の資本構造設計
(12) 戦略的投資ポートフォリオ	リターン追求型資本から資金調達された資金群が、投資アーキテクチャー全体の中に位置づけられている
(13) 投資ピークル設計	資産および未配分資本を収容するための器の形態、構成、および法的構造
(14) ネスティング	投資ポートフォリオと広範なシステム介入アプローチとの意図的な相乗的整合
(15) 組み合わせ効果	複数の介入が相互に戦略的な関係を持つことで生じる相乗効果
(16) 測定・学習・意味づけ	システミック投資プログラムにおいて、知見を創出し、説明責任の基盤を構築するための体系的アプローチ

出所: TransCap Initiative (2024) “Definition and Hallmarks of Systemic Investing: Version 1.0 (before public consultation)” をもとに作成

²⁸ 一般社団法人社会変革推進財団 (SIIF) による解説記事が公開されている (SIIF (2024) 「システムチェンジに金融の力を呼び込む「Transformation Capital」」
https://note.com/siif_pr/n/n97bac1751e0f)。

システム思考に基づく各投資の関係性

ここまでで述べた「システムレベルの投資」「システムチェンジのための投資」「システムミック投資」の3つの関係性を考察する。

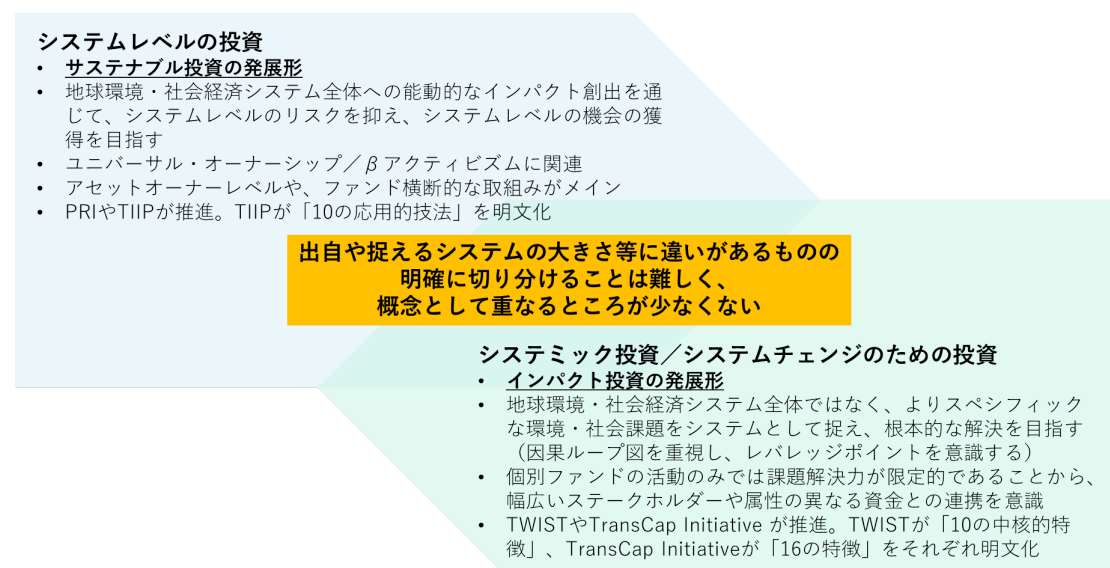
まず、サステナブル投資の発展形と位置付けられるシステムレベルの投資と、インパクト投資の発展形と位置付けられるシステムチェンジのための投資とシステムミック投資では、対象とするシステムの大きさ（社会経済・地球環境システムの全体か、それともよりスペシフィックなシステムか）に違いがみられる。

究極的な目的にも違いがある場合もある。システムレベルの投資は、ユニバーサル・オーナーシップや β アクティビズムと関連し、その究極的な目的は、ポートフォリオの価値の維持・向上である。これに対し、システムチェンジのための投資／システムミック投資は、究極的な目的がインパクト創出自体である場合もある。

システムレベルの投資は、ユニバーサル・オーナーシップや β アクティビズムと関連していることから示唆されるように、個別ファンドの取り組みというよりも、アセットオーナーレベルでの取り組みや、ファンド横断的な金融機関における取り組みが主となる。システムチェンジのための投資／システムミック投資の場合は、個別ファンド単独での取り組みには限界があることから、様々なステークホルダー等との連携が重要になることが少なくない。

以上をまとめたものが図表 2-19 である。なお、システムレベルの投資と、システムチェンジのための投資／システムミック投資は、出自や捉えるシステムの大きさ等に違いはあるものの、必ずしも明確に切り分けられるものではなく、概念としては重なるところが少なくないと考えられる。

図表 2-19 システム思考に基づく投資の関係性



2.3.5 各概念間の関係性

ここまで述べてきたすべての投資概念及び意図概念の関係性を整理したものが図表 2-20 である。

まず、意図概念については、「目的的意思図」と「手段的意思図」の 2 種類が存在している (2.3.2)。さらに、後者の「手段的意思図」は、「ユニバーサル・オーナー的意図」、すなわち、ユニバーサル・オーナーとしてポートフォリオの価値の維持・向上のためにインパクト創出に取り組むという考え方と、「それ以外の意図」、つまり、インパクト創出が企業価値向上の源泉となるような企業に着目する等の考え方に分けられる。こうした意図概念の関係性は、図表 2-20 の上段にて整理されている。

次に、投資概念に関して、GIIN の定義に基づくインパクト投資 (2.2.1) は、目的的意思図、ユニバーサル・オーナー的意図、それ以外の意図のいずれの下でも実行される可能性があるものである。

また、金融庁の基本的指針におけるインパクト投資の考え方は、GIIN の定義に基づくインパクト投資よりも狭い概念とする見方が存在することは 2.2.2 で述べたとおりである。

さらに、インパクト投資の発展形と位置付けられるシステムチェンジのための投資や、システムミック投資の概念は、これよりもさらに狭いものと考えられる。

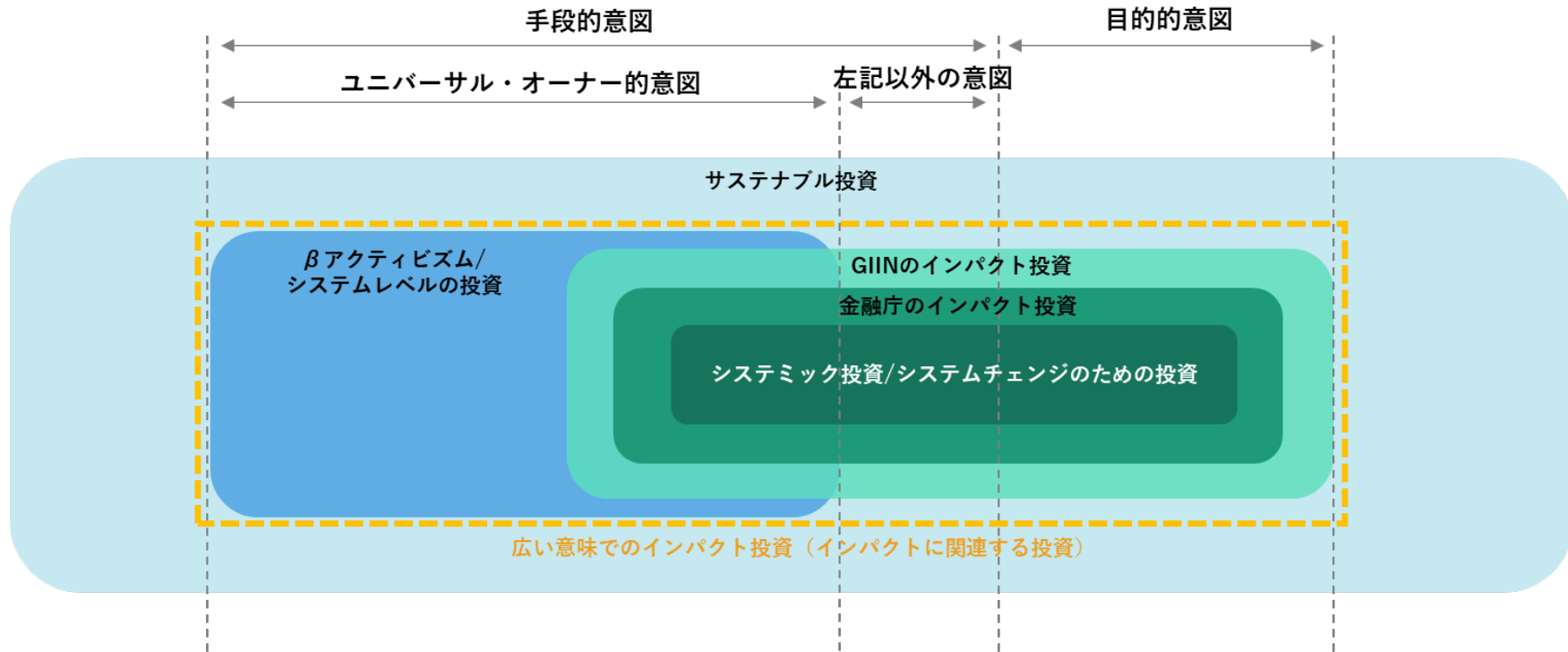
他方で、サステナブル投資の発展形と位置付けられるシステムレベルの投資は、ユニバーサル・オーナー的意図に対応し、かつ β アクティビズムとほぼ同じ概念であった (2.3.3 及び 2.3.4)。

以上をまとめると、各種投資概念は図表 2-20 の下段のように整理される。

なお、図表 2-20 において点線で囲まれている部分は、広い意味でのインパクト投資 (あるいは、インパクトに関連する投資とでも呼ぶべき部分) である。本調査研究は、この中でも、従前のサステナブル投資にはあまり見られなかった投資活動、すなわち、特に以下のいずれかに該当するものを、後述する第 4 章のインパクトファンドの事例調査や、第 5 章の海外年金基金の取り組み事例調査において取り上げている。

- 「インパクト投資」を銘打った投資活動 (システムミック投資・システムチェンジのための投資を含む)
- インパクト投資を銘打っていないわけではないが、 β アクティビズム/システムレベルの投資の概念に当てはまると考えられるもののうち、正の外部性の創出・拡大等のポジティブなインパクト創出に力点を置く投資活動

図表 2-20 各意図概念・投資概念の関係性の整理



2.3.6 アセットオーナーの意図と運用機関・ファンドの意図との関係

GIIN のインパクト投資の中核的特徴 (2.2.1) や、金融庁の基本的指針 (2.2.2) においては、インパクト創出への「意図」が重要な要素であった。

ところでこの意図については、インベストメントチェーンを考えたときに、アセットオーナーとしての意図と、運用機関・ファンドとしての意図がそれぞれ個別に存在している。アセットオーナーが外部の運用機関・ファンドを通じてインパクト投資を実施する場合の、アセットオーナー側の意図と、運用機関・ファンド側の意図の組み合わせを図示したものが図表 2-21 である。

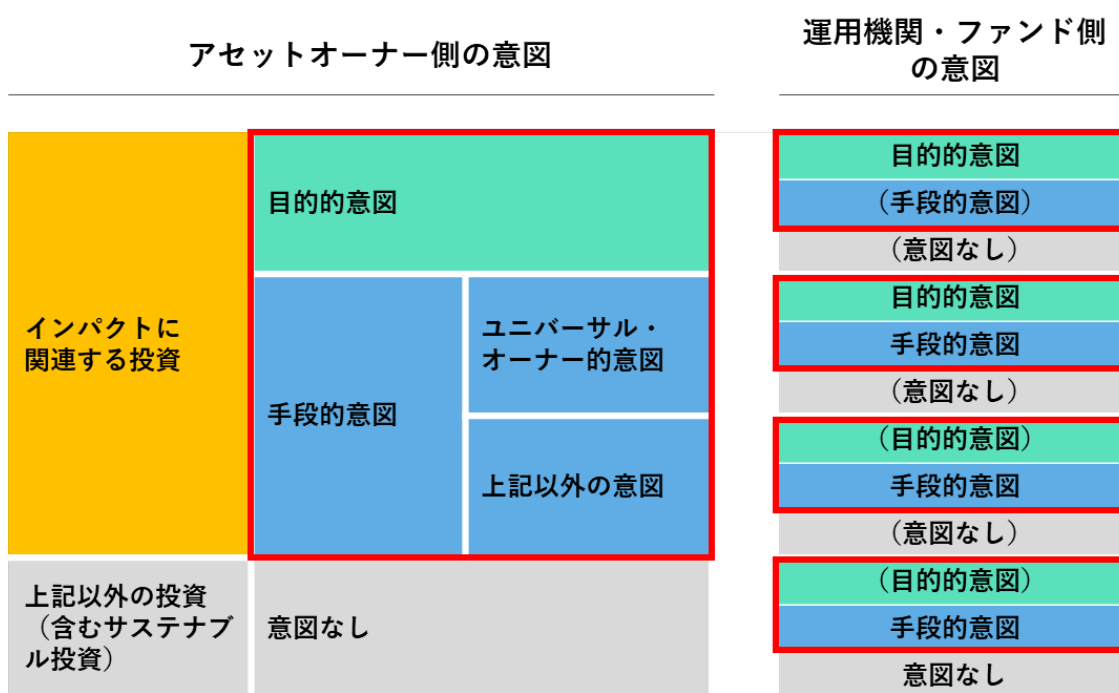
両者の意図は一致する場合が少なくないと予想されるものの、両者が一致しない場合も十分に想定される。

特にアセットオーナーは、ユニバーサル・オーナー的意図の下では、ユニバーサル・オーナーとしてポートフォリオの価値の維持・向上のための手段として、手段的意図をもつ運用機関・ファンドに加えて、目的的意図をもつ運用機関・ファンドを通じてインパクト投資を行う場合もあり得ると考えられる。たとえ運用機関・ファンドが目的的意図のもとで特定のインパクトを追求していたとしても、当該インパクトの追求が、ユニバーサル・オーナーのポートフォリオにとっては、その価値の維持・向上のための手段となる場合もあり得ると考えられるからである²⁹。

なお、リスク・リターン特性が優れている手段的意図をもったインパクトファンドが存在する場合、インパクト創出への意図を持たないアセットオーナーが当該ファンドに投資する場合もあり得ると考えられる。

²⁹ 関連する議論として、Gosling, T. (2025) “Universal Owners and Climate Change” *Journal of Financial Regulation*, 11(1), 1-40 や、Gosling, T. (2024) “A Fiduciary Argument for Impact Investing?” <https://www.tom-gosling.com/blog/a-fiduciary-argument-for-impact-investing> (2026 年 1 月 30 日最終アクセス)。

図表 2-21 アセットオーナーの意図と運用機関・ファンドの意図との関係



 : GIIN中核的特徴／金融庁基本指針における「意図」に相当

注：運用機関・ファンド側の意図の括弧は、組み合わせとしては考えられるものの、現実には稀だと考えられるものを指している

2.4 インパクト投資領域の分類例

2.1.3 では、インパクトは広義には「人々のウェルビーイングの水準や自然環境の状態の変化」と定義され、狭義には、インパクト投資に関わる実務家において、特定の環境問題や社会的課題の解決への貢献が志向されていることを述べた。この節では、多岐にわたるインパクト投資の領域の分類に活用可能と考えられる代表的なものを取り上げる。具体的には、国連・持続可能な開発目標（SDGs）、GIINのIRISにおける領域分類、蘭 Phenix Capital Group社のファンド分類を取り上げる。さらに、日本固有のものとして、GSG Impact JAPAN National Partnerの日本のインパクト投資残高調査における分類、環境省のグリーンリスト、経済産業省のトランジションテクノロジーリスト、金融庁の社会的課題・ソーシャルプロジェクトの例を取り上げる。

国連・持続可能な開発目標（SDGs）

「国連持続可能な開発目標」（SDGs：Sustainable Development Goals）は、2015年の国連総会において全会一致で採択された2030年までの世界目標であり、17の目標と169のターゲットから構成される（図表 2-22）。インパクト投資に関わる実務家の間でも投資領域の分類によく活用されているものの一つである。ただし、あくまで2030年までの世界目標である点には留意が必要であり、本調査研究の実施時点においては、2030年以降の「ポスト SDGs」がどのようなものになるかについては明らかになっていない。

図表 2-22 国連・持続可能な開発目標（SDGs）

1 貧困をなくそう	2 飢餓をゼロに	3 すべての人に健康と福祉を	4 質の高い教育をみんなに	5 ジェンダー平等を実現しよう	6 安全な水とトイレを世界中に	7 エネルギーをみんなにそしてクリーンに	8 働きがいも経済成長も	9 産業と技術革新の基盤をつくろう
10 人や国の不平等をなくそう	11 住み続けられるまちづくりを	12 つくる責任 つかう責任	13 気候変動に具体的な対策を	14 海の豊かさを守ろう	15 陸の豊かさも守ろう	16 平和と公正をすべての人に	17 パートナシップで目標を達成しよう	
目標（例）		ターゲット（例）						
Goal 3 すべての人に健康と福祉を		Target 3.6 2020年までに、世界の道路交通事故による死傷者を半減させる。						
Goal 12 つくる責任 つかう責任		Target 12.3 2030年までに小売・消費レベルにおける世界全体の一人当たりの食品の廃棄を半減させ、収穫後損失などの生産・サプライチェーンにおける食品ロスを減少させる。						
Goal 14 海の豊かさを守ろう		Target 14.1 2025年までに、海洋ごみや富栄養化を含む、特に陸上活動による汚染など、あらゆる種類の海洋汚染を防止し、大幅に削減する。						

出所：国際連合広報センター（n.d.）「2030 アジェンダ」

https://www.unic.or.jp/activities/economic_social_development/sustainable_development/2030agenda/（2026年1月30日最終アクセス）をもとに作成

GIINによる「IRISの指標カタログ」における領域分類

「IRISの指標カタログ」（IRIS Catalog of Metrics）は、企業が投資家に対してインパクトに関する状況を報告する際の指標の標準化を目指すプロジェクトとして、米ロックフェラー財団・アキュメン・B Labにより立ち上げられたものである。現在は、同じく米ロックフェラー財団が主導して2009年に設立されたGIINにより、同指標カタログの管理・改良が行われている。

IRIS の指標カタログは、インパクト投資に関する独自の領域分類を有しており（図表 2-23）、カタログ化されている指標の一つ一つに対して、インパクト領域分類との対応関係や、SDGs の 17 ゴール・169 ターゲットとの対応関係が示されている。

なお、GIIN は 2019 年、IRIS を単なる指標カタログの位置づけから、IRIS+と題したシステムへと発展させている。IRIS+では、投資家は自身に関連するインパクト領域分類を起点として、測定が推奨されるインパクト関連指標（Core Metrics Set）を調べることができるツールなど、様々なツールが提供されている。

図表 2-23 IRIS におけるインパクト領域の分類

インパクト領域	インパクトテーマ
農業	食糧安全保障、小規模農業、持続可能な農業
大気	清潔な空気
生物多様性と生態系	生物多様性と生態系の保全
気候	気候変動の緩和、気候の回復力と適応
多様性と包摂	ジェンダーレズ、人種間の公平性
教育	高品質な教育へのアクセス
雇用	質の高い仕事
エネルギー	クリーンエネルギー、エネルギーアクセス、エネルギー効率
金融サービス	金融包摂
健康	高品質な医療へのアクセス、栄養
インフラ	強靱なインフラ
土地	自然資源の保全、持続可能な土地管理、持続可能な森林管理
海洋と沿岸地域	海洋資源の保全と管理
汚染	汚染防止
不動産	手ごろな価格の質の高い住宅、グリーンビル
廃棄物	廃棄物管理
水	水と衛生、持続可能な水資源管理

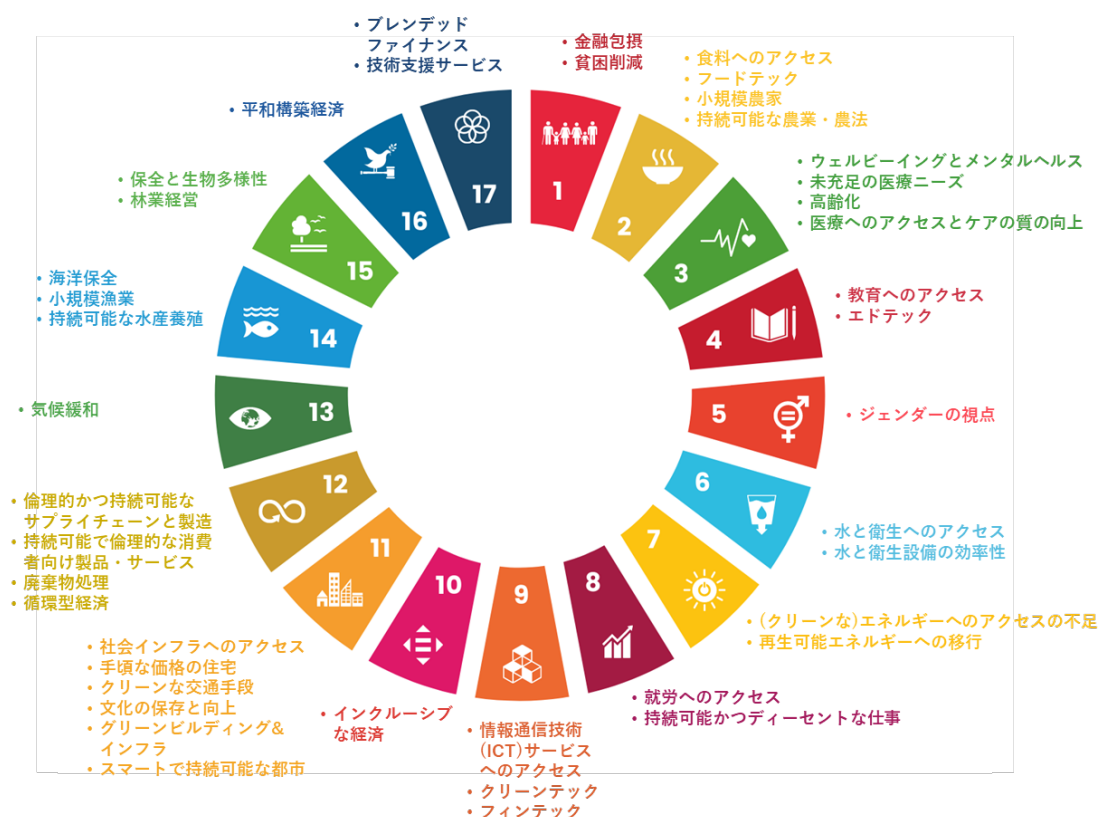
出所：GIIN（2025）“IRIS Version 5.3b Released June 2025” <https://iris.thegiin.org/catalog/download/>（2025 年 10 月 30 日最終アクセス）をもとに作成

蘭 Phenix Capital Group 社における分類

2,900 を超える世界のインパクトファンドを独自にデータベース化しているオランダの Phenix Capital Group 社は、SDGs の各ゴールに紐づける形で下図のような独自のインパクトテーマ分類を定めている（図表 2-24）。

同社のデータベースに登録されている各インパクトファンドは、そのインパクト目標と、Phenix Capital Group 社によるインパクトテーマ分類との紐づけが行われている。

図表 2-24 蘭 Phenix Capital Group 社のインパクトテーマの分類



出所：Phenix Capital Group (n.d.) “Sustainable Development Goals & Impact Investing themes”
<https://phenixcapitalgroup.com/sustainable-development-goals-impact-investing-themes> (2026年1月30日最終アクセス) より許諾を得て転載

日本のインパクト投資残高調査における分類

GSG Impact JAPAN National Partner 等は毎年「インパクト投資に関するアンケート調査」の実施を通じて、日本のインパクト投資の市場調査を行い、「日本におけるインパクト投資の現状と課題」と題した年次レポートを作成・公表している。日本のインパクト投資の投資残高もこの調査の一環で毎年集計されている（日本のインパクト投資の市場規模等については後掲の3.1に記載している。）。

この調査において、インパクト投資の領域別の投資残高等を集計する際に用いられている分類は図表 2-25 のとおりである。

図表 2-25 日本のインパクト投資残高調査におけるインパクト領域の分類

インパクト領域	例示
気候変動の緩和	再生可能エネルギー等
気候変動への適応	大雨、洪水、高潮、高熱対策、災害対応など
環境保全	持続可能な海洋資源、森林管理、土地利用など
食糧の安定確保/持続可能な農業	栄養改善技術、農業生産性向上など
水資源管理/衛生	上下水道、水質浄化技術、衛生設備など
健康/医療	医療・介護関連サービス、ワクチン開発など
インフラ整備/都市開発	効率的なインフラ、スマートコミュニティなど
住宅供給	空き家問題、仮設住宅など
マイクロファイナンス	－
金融サービス	マイクロファイナンス以外
IT、先端技術	情報通信、新技術の開発など
中小企業支援	雇用創出、起業、生産性向上など
女性活躍推進	女性向けの医療や教育、家事サービスなど
質の高い教育・子育て	学校・教育サービスなど
文化芸術	コミュニティ支援、芸術活動支援、文化保全など
その他	－

注：2024年度版の調査では、領域分類の簡素化が行われているが、ここでは2023年度版の領域分類を掲載している
 出所：GSG 国内諮問委員会（2023）「日本における社会的インパクト投資の現状」をもとに作成

グリーンリスト（環境省）

環境省は、環境改善効果の高い事業（グリーンプロジェクト）への資金供給の促進等を目的として「グリーンボンドガイドライン及びグリーンローンガイドライン」を策定している。その付属書1別表には、グリーンボンドやグリーンローンの対象プロジェクトとなるグリーンプロジェクト等の例示リストである「グリーンリスト」が掲載されている（図表 2-26）。

グリーンリストは、グリーンボンドに関して国際的に認知されている国際資本市場協会（ICMA：International Capital Market Association）が策定した「グリーンボンド原則」において示されている資金使途の例示分類をもとに、日本国内の状況を踏まえ、グリーンプロジェクトとなり得るものを例示したものである。

あくまで例示ではあるが、グリーンボンドへの投資やグリーンローンの実行はインパクト投資にも関連しうるものであることから、インパクト投資における領域分類にも活用しうると考えられる。

図表 2-26 グリーンリストの大分類・小分類（環境省）

大分類	小分類
再生可能エネルギーに関する事業（発電、送電、機器を含む。）	太陽光、風力、水力、バイオマス、地熱、波力・潮力等の海洋再生可能エネルギー等の再生可能エネルギーにより発電を行う事業；再生可能エネルギーにより発電された電気を送電する送電線や貯蔵する蓄電池等を設置し、維持管理、需給調整、エネルギー貯蔵等を行う事業；太陽熱、地中熱等の再生可能エネルギー熱利用を行う事業；太陽光パネル、送電線、蓄電池等の再生可能エネルギーに関する事業にて使用される機器を製造する事業；事務所、工場、店舗、住宅等で使用する電力の一部又は全てに再生可能エネルギーを使用する事業；再生可能エネルギーに資する ICT ソリューションを提供する事業
省エネルギーに関する事業（省エネルギー性能の高い建築物の新築、建築物の省エネルギー改修、エネルギー貯蔵、地域冷暖房、スマートグリッド、機器を含む。）	事務所、工場、店舗、住宅等について、省エネルギー性能の高い建築物の新築又は改修を行う事業；事務所、工場、店舗、住宅等に省エネルギー性能の高い機器や設備を導入する事業；エネルギー貯蔵、地域冷暖房、スマートグリッド等のエネルギーの面的な有効活用に関する設備を導入する事業；省エネルギーに資する ICT ソリューションの提供や省エネルギー性能の高い通信技術の導入に関する事業
汚染の防止と管理に関する事業（排水処理、温室効果ガスの排出抑制、土壌汚染対策、廃棄物の 3R や熱回収、これらに関連する環境モニタリングを含む。）	循環経済の実現にあたって、資源確保段階、生産段階、流通段階、使用段階、廃棄段階の各段階において、ライフサイクル全体での最適化を図る事業；有害化学物質等の漏えい、揮発、浸透等の防止に係る先進的な設備・技術の導入や代替品の使用等を通じた有害化学物質等の環境への排出を抑制する事業；フロン類の排出抑制に資する製品の設計又は製造等を行う事業；工場等からの排水の高度な処理・再利用や、環境改善効果の高い下水道施設整備・合流式下水道の改善等に関する事業；汚染土壌を処理する事業；プラスチックごみによる汚染の防止に資する事業；水質汚濁物質・大気汚染物質・有害化学物質の排出防止と管理、廃棄物処理の管理等に資する ICT ソリューションを提供する事業
自然資源・土地利用の持続可能な管理に関する事業（持続可能な農業・漁業・水産養殖業・林業、総合的病害虫・雑草管理（IPM）、点滴灌漑を含む。）	持続可能な農業に関する事業；持続可能な漁業や水産養殖業に関する事業；持続可能な森林経営に関する事業；自然景観・都市の緑地・水辺や水・緑のネットワークの保全・創出及び再生に関する事業；自然資源への負荷削減に資する事業；自然資源・土地利用の持続可能な管理に資する ICT ソリューションを提供する事業
生物多様性保全に関する事業（沿岸・海洋・河川流域環境の保護を含む。）	保護地域や OECM 等における生態系の健全性の保全・再生を行う事業；絶滅危惧種の保全に関する事業；侵略的外来種による負の影響の防止・削減に資する事業；野生鳥獣との適切な距離が保たれ、鳥獣被害の緩和に貢献する事業；生物多様性保全に資する ICT ソリューションを提供する事業
クリーンな運輸に関する事業（電動車、公共交通機関、鉄道、自転車、複合輸送、クリーンエネルギーを利用する輸送手段や有害物質の発生抑制のためのインフラの整備を含む。）	電動車、鉄道、自転車、ゼロエミッション船、内航海運におけるハイブリッド船の製造・導入や、それらを利用するためのインフラの整備等を行う事業；計画的な物流拠点の整備、輸送網の集約、モーダルシフト、輸配送の共同化等を通じて物流システムを効率化する事業；エコドライブの支援のための機器や技術を導入する事業；パークアンドライド、カーシェアリング等のための施設を整備する事業；持続可能な海上輸送に関する事業
持続可能な水資源管理に関する事業（清浄な水や飲用水の確保のためのインフラ、都市排水システム、河川改修その他の洪水緩和対策を含む。）	水源かん養や雨水の土壌浸透等の水循環を保全する事業；水害の発生の防止のための施設の整備を行う事業；清浄な水や飲用水の確保のためのインフラに関する事業；都市排水システムに関する事業；サブライチェーン全体で水供給を削減する水効率技術・設備・水管理活動
気候変動に対する適応に関する事業（気候変動の観測や早期警報システム等の情報サポートシステムを含む。）	農業・林業・水産業：気候変動に対応する作物品種や技術の開発や導入、施設栽培における設備等の導入、生産地の移動、環境負荷の低い農業の導入に関する事業、気候変動に対応する養殖品種や技術の開発・導入、魚種の変化に対応した加工設備の導入、藻場の保全等の漁場整備に関する事業等；水環境・水資源：水資源の効率的な活用や渇水対策等の導入、水道水等の水質保全、水資源の保全に関する事業等；自然生態系：生態系に基づく適応や生態系を活用した防災・減災等のグリーンインフラに関する事業、気候変動影響のモニタリングに関する事業等；自然災害・沿岸域：物流、鉄道、港湾、空港、道路、河川、水道インフラ、廃棄物処理施設、交通安全施設、民間不動産における、自然環境や生物多様性保全等にも配慮した防災・減災機能を強化する事業等；健康：気象情報及び暑さ指数（WBGT）の提供や注意喚起、予防・対処

	法の普及啓発、発生状況等に係る情報提供、冷房・除湿器の導入、クールスポットの創出（日除け、ミスト等）やクーリングシェルターの整備、建物の高気密・高断熱化に関する事業等；産業・経済活動：事業所における気象災害対策や気候リスクの高いエリアからの移転、暑熱対策、原材料の安定確保に係る取組等、事業の持続可能性を確保するための事業等；国民生活・都市生活：内水氾濫等の防止に向けた下水道施設の整備、施設の損壊に伴う減断水が発生した場合における迅速で適切な応急措置及び復旧が行える体制の整備に関する事業等；気象観測や監視、早期警戒システムに関する事業や気候変動への適応に資するICTソリューションを提供する事業
循環経済に対応した製品、製造技術・プロセス、環境配慮製品に関する事業（環境配慮型製品やエコラベルや認証を取得した製品の開発及び導入、再生材や再生可能資源等の環境負荷低減効果のある素材による包装、循環経済に関するツールやサービスを含む。）	環境に配慮した製品を製造する事業；温室効果ガス削減に資する技術や製品の研究開発・実証等に関する事業
グリーンビルディングに関する事業	建築物の省エネルギー性能だけでなく、ライフサイクルでの温室効果ガス排出削減、環境負荷の低い資材の使用、水使用量、廃棄物管理、生物環境の保全・創出等の考慮事項に幅広く対応しているグリーンビルディングについて、国内基準に適合又はCASBEE、LEED等の国内外で幅広く認知されている環境認証制度において高い性能を示す環境認証を取得してその新築又は改修を行う事業

注：小分類はスペースの関係から、括弧書きが注釈などを省略している

出所：環境省（2025）「付属書1別表（グリーンリスト）2025年7月改訂版」をもとに作成

Non-Exhaustive トランジションテクノロジーリスト（経済産業省）

経済産業省は、2050年カーボンニュートラル・脱炭素社会の実現に向け、一足飛びに脱炭素化が困難な温室効果ガス（GHG）多排出産業を中心に、省エネ・燃料転換等を含む着実な脱炭素化に向けた移行（トランジション）への取組に対するファイナンスである「トランジション・ファイナンス」を推進している。

その一環として、「アジアでのトランジション・ファイナンス推進のあり方に関するサブワーキング」において、日本の知見をベースに、今後アジアのトランジションにおいて必要となり得る分野・技術を一覧化した「Non-Exhaustive（非限定的な）トランジションテクノロジーリスト」が示されている（図表 2-27）。このリストは、網羅性を担保するものではなく、個別のケースにおいてトランジションと言えるかどうかは文脈に応じた判断が必要という位置づけではあるが、クライメート・トランジションにかかるインパクト創出を企図するインパクト投資の領域分類にも活用し得ると考えられる。

図表 2-27 Non-Exhaustive トランジションテクノロジーリスト（経済産業省）

分野	技術
クリーンエネルギー	太陽光発電等 風力発電 地熱発電 バイオマス発電・バイオ燃料製造 水力発電 原子力発電 水素・燃料アンモニアの製造・輸送・供給・利用等 合成メタン（eメタン） 分散型電源 その他クリーンエネルギー（温度差エネルギー、海洋エネルギー等）
化石燃料	排出削減措置が講じられている石炭火力（CCUS 付石炭火力発電、アンモニア混焼、バイオマス混焼） ガス火力・コージェネ（CCGT、コージェネレーションシステム、水素混焼）、LNG 受入施設（FSRU 等）
送電網・電力システム	送配電・電力システム 蓄電池 燃料電池 変圧器
省エネ	廃棄物利用（廃棄物発電含む） 工業団地・エネマネ・省エネ機器（地域冷暖房システム、HEMS、BEMS、トップランナー機器等） その他省エネルギー発電・熱供給
産業別脱炭素	製鉄プロセスにおける脱炭素、省エネ技術の活用 化学・石油化学製品製造プロセスにおける脱炭素・省エネ技術の活用 紙パルプ製造プロセスにおける脱炭素・省エネ技術の活用 セメント製造プロセスにおける脱炭素・省エネ技術の活用 グリーンモビリティ 航空機分野における脱炭素、省エネ技術の活用 船舶分野における脱炭素、省エネ技術の活用 くらし分野における脱炭素、省エネ技術の活用 その他産業における脱炭素・省エネ技術の活用 燃料転換（石炭・石油系燃料から天然ガス等への転換等） 省資源、排熱・排ガスの有効利用 サーキュラーエコノミー
その他温室効果ガス削減	CCS・CCUS BECCS・DACCS・土壌炭素貯留 デジタル化・AI 活用 その他(農業関連含むメタンや、フロン、一酸化二窒素等排出削減など)

出所：経済産業省（2025）「アジアにおけるトランジション・ファイナンス推進のあり方について」をもとに作成

社会的課題・ソーシャルプロジェクトの例（金融庁）

金融庁は、社会課題の解決に向けた民間資金の導入を促進するため、「ソーシャルボンドガイドライン」を策定している。その付属書において、ICMA が定める「ソーシャルボンド原則」を参照しつつ、日本国内の状況も踏まえ、「社会的課題の例」及び「ソーシャルプロ

ジェクト（具体的な資金使途）の例」を列挙している（図表 2-28）。あくまで例示ではあるが、インパクト創出を企図するインパクト投資の領域分類にも活用し得ると考えられる。

図表 2-28 社会的課題・ソーシャルプロジェクトの例（金融庁）

社会的課題の例	ソーシャルプロジェクトの例
ダイバーシティの推進・女性の活躍推進	○（社会経済的に弱い立場にある人々を対象にした）教育/職業訓練プログラム、キャリアアップのためのプログラム、能力開発プログラム、事業支援プログラムの提供 ○（経営者が社会経済的に弱い立場にある）スタートアップ・起業家への投融資・支援事業 ○ジェンダー平等の向上（女性活躍）の実績等を示す企業への投融資 ○保育/子育て支援サービス/施設の提供 ○介護支援サービス/施設の提供
働き方改革とディーセントワークの実現	○より働きやすいオフィスの整備 ○テレワークのための ICT ツール（Web 会議ツール等）の導入 ○サテライトシェアオフィスの開発 ○保育/子育て支援サービス/施設の提供 ○介護支援サービス/施設の提供
バリアフリーの推進	○デジタル・ディバイドの解消（ウェブサイト等のアクセシビリティの向上等） ○バリアフリー/ジェンダーフリー施設・設備の整備 ○ユニバーサル対応の推進 ○障がい者を対象にしたスポーツ・レジャー機会の提供
子どもの貧困対策推進・あらゆる人々の教育機会の確保	○経済的に困窮する子どものための教育・福祉に係るプロジェクトの実施 ○奨学金、教育ローンの提供 ○子どもに安全かつ有用なオンライン環境の構築の支援 ○生徒・教師のためのオンライン学習システム・ICT 活用に関する研修プログラムの提供や学校施設のインフラ整備
責任ある企業行動の促進	○人権と企業責任（安全、賄賂・腐敗防止、公正な労働慣行、子どもの権利等）に関する研修プログラムの提供 ○ビジネスと人権に関する国際的な規範等を踏まえたフェアトレードのためのプログラムの実施 ○社会・環境面で一定の規準等を満たす小規模な生産者・サプライヤーへの支援
健康・長寿の達成	○健康増進や病気予防を目的としたプログラムの提供 ○高度な医療栄養素の研究開発 ○より健康的な商品の研究開発、販売・流通 ○食品の栄養価向上に向けた研究開発 ○最先端の医療研究施設の設立 ○革新的な医療技術の研究開発 ○健康・医療分野の ICT 活用（遠隔医療システムの導入等）に係るプロジェクトや投融資
高齢社会への対応	○高齢者福祉・介護サービスの提供 ○高齢者福祉施設（介護施設、医療施設、住宅施設、文化施設を含む）の提供 ○高齢者向けの介護予防（運動促進等）プログラムの提供
新型コロナウイルス感染症対策	○医療・検査機器（検査キット等）や医薬品等（ワクチン等）の研究開発、生産体制の整備 ○企業・施設・店舗等の感染症対策（検温 機器導入、事業継続支援、感染防止のための備品の取得等）
経済的影響への対応	○感染症拡大による経済的影響を受けた中小企業等への支援（事業・雇用継続のための投融資等）
地方創生・地域活性化	○地域企業の事業支援（人材採用、知財の共有を含む） ○地域の生活インフラ・サービスの向上（地理的条件不利地域における ICT 環境の整備等） ○地域の就労支援・雇用創出支援 ○地域の中小企業の成長促進・支援のための投融資
持続可能で強靱な国土（防災・減災対策、インフラ老朽化対策）	○防災・減災対策を施した施設の建築 ○災害時における物流施設の提供 ○災害時における避難場所・物資の提供 ○災害脆弱性・インフラ老朽化対策事業 ○災害復興支援事業 ○持続可能なまちづくりの推進事業
低所得者向けの住居支援	○低所得者等向けの質の高い手ごろな価格の住宅の建築・改築・改修 ○低所得者等向けの住宅ローンの提供
国際協力（ユニバーサル・ヘルスカバレッジの推進、アジア・アフリカ等の途上国支援、質の高いインフラの海外展開）	○（発展途上国における）サービスの行き届いていない地域における電力へのアクセスを可能とするための支援サービスの提供 ○（発展途上国における）低所得層のためのきれいな飲料水へのアクセス向上のための支援プログラムの提供 ○（発展途上国における）衛生下水処理システム、輸送、廃棄物管理、緑地・沿岸地の開発を含む、コミュニティの開発事業
持続可能な生産・消費の促進、食品廃棄物・食品ロスの削減と活用	○食料の生産から流通までの過程（サプライチェーン）での食品ロス・廃棄物問題への取組に係るプロジェクト ○持続可能な生産や農業慣行に関する指

／国際協力（発展途上国の食料安全保障と栄養改善の達成）	導/アドバイスや支援プログラムの提供 ○先端技術を活用した高い生産性の食料生産設備（植物工場等）の導入
-----------------------------	---

出所：金融庁（2021）「ソーシャルボンドガイドライン」をもとに作成

2.5 投資家の貢献

この節では、インパクト投資において重要視されている「投資家の貢献」に関して、国際的に参照されているレビュー論文 2 編を取り上げる。投資家の貢献は、特に金融庁の基本的指針（図表 2-7）において、インパクト投資として実現が望まれる基本的要素の 2 番目として強調されている。

この投資家の貢献は、投資の「追加性」（Additionality）とも呼ばれ、投資家による活動によって引き起こされた変化、言い換えれば、当該活動がなければ生じなかった変化のことを指す言葉である³⁰。

金融庁の基本的指針を検討するための会議体であった「インパクト投資等に関する検討会」においても、当初示された原案では追加性という言葉が用いられていたが³¹、意見募集を経て、「伝統的にこの分野で「additionality」と言った場合、いわゆるコンセッションなファイナンス³²を惹起する場合が多い」などの理由により、「貢献」という言葉に改められたという経緯がある³³。

この投資家の貢献については、一般に「企業の貢献」と区別される。

なぜなら、2.1.2 で述べたように、インパクトを生み出す主体は一義的には企業だからである。インパクト投資を行う投資家は、あくまで投資先企業を通じてインパクト創出に関わっているという点において、投資家の関与は間接的ともいえる。

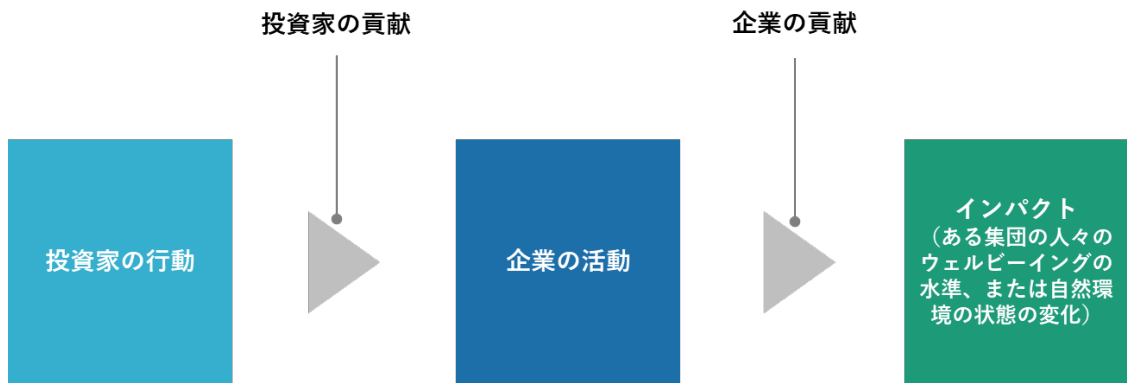
³⁰ 追加性に関して、より詳しくは Brest, P., & Born, K. (2013) “When Can Impact Investing Create Real Impact?” *Stanford Social Innovation Review*, 11(4), pp.22-31 などを参照。

³¹ 例えば、金融庁（2023）「インパクト投資等に関する検討会報告書（案）」（令和 5 年 5 月 29 日「インパクト投資等に関する検討会」（第 8 回）配布資料）。

³² 通常よりも金利や返済条件等の面で優遇したファイナンスのこと。譲許的ファイナンスともいう。

³³ 金融庁（2024）「インパクト投資等に関する検討会」（第 9 回）議事録
<https://www.fsa.go.jp/singi/impact/gijiroku/20240220.html>（2026 年 1 月 30 日最終アクセス）

図表 2-29 投資家の貢献と企業の貢献

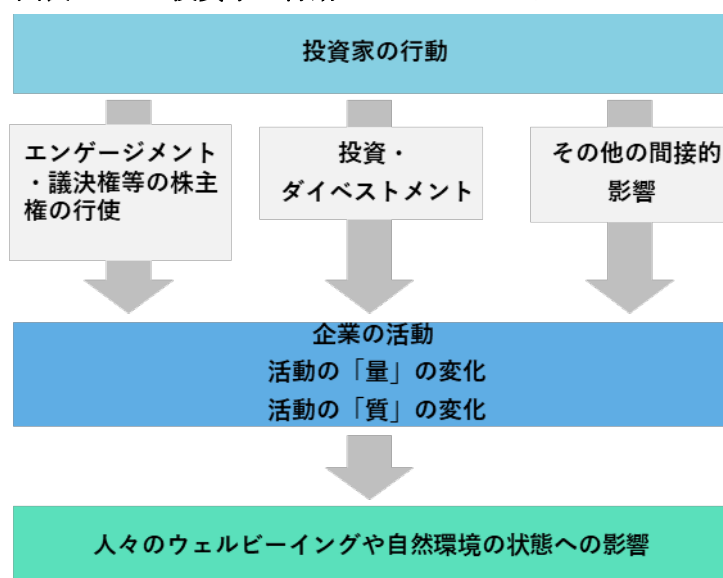


なお、企業の貢献については、IMP（現 Impact Frontiers）による ABC 分類が知られている（図表 2-30）。ABC 分類は、ベースライン及び閾値となるアウトカム水準によって分類され、例えば分類 C は、ベースラインが閾値を下回るようなアウトカム水準を、閾値を超える水準にまで改善・変化させる場合の分類となっている。

この点に関して、2020年に公表されたレビュー論文「Can Sustainable Investing Save The World? Reviewing The Mechanisms of Investor Impact」（サステナブル投資は世界を救えるか：投資家の貢献のメカニズムについてのレビュー）が市場関係者の間でよく知られている。

同レビュー論文では、投資家の行動がインパクトに至るメカニズムを「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」「特定の企業に対する投資やダイベストメント（キャピタルアロケーション）」「その他の間接的影響」の3つに区分（図表 2-31）したうえで、先行研究のレビューを通じて実証的あるいは理論的研究による成果の集約を行っている。なお、レビューされた論文の多くは、上場企業や株式投資を念頭に置いた文献となっている。

図表 2-31 投資家の行動がインパクトに至るメカニズム



注：投資家以外でも取りうる手段である政策当局への働きかけ（いわゆるポリシーエンゲージメント）は、レビュー対象からは外されている

出所：Kölbel, J. F. Heeb, F. Paetzold, F. & Busch, T. (2020) “Can Sustainable Investing Save The World?: Reviewing The Mechanisms of Investor Impact” *Organization & Environment*, 33(4), pp.554-574 をもとに作成

レビュー結果の概要は図表 2-32 のとおりである。投資家の貢献の実現に向けては、投資家エンゲージメントについてその効果を認めているほか、キャピタルアロケーションについても条件付きでその効果を認めている。

投資家エンゲージメントについては、先行研究において、株主エンゲージメントを通じた企業への要請の成功率が 18%から 60%と報告されており（図表 2-33）、上場株式投資や既に資金供給が比較的潤沢な領域においては、とりわけ重要性が高いことが示唆される。

キャピタルアロケーションについては、外部資金制約のある企業や未成熟な金融市場における資金動員の場合の重要性を示唆する結果となっており、例えば、成長資金が十分に行き届いていないアリーステージのスタートアップへの資金供給や、日本のグリーン・トランスフォーメーション（GX）実現に必要なとされる 2032 年までの民間資金 130 兆円超の動員³⁴などは、それ自体が投資家の貢献の実現に大きな役割を果たす可能性が示唆される。

なお、投資家エンゲージメントやキャピタルアロケーション以外のその他の間接的影響については、その有効性を示すエビデンスが乏しいことが報告されている。

図表 2-32 文献レビューの結果概要

メカニズム	エビデンス概要
エンゲージメント・議決権等の株主権の行使	<ul style="list-style-type: none"> 企業活動の質を向上させる改革を誘発する効果的なメカニズムであることを示唆する強いエビデンスが存在する
特定の企業に対する投資やダイベストメント（キャピタルアロケーション）	<ul style="list-style-type: none"> 特定の企業に対する投資やダイベストメントが、市場価格に影響を及ぼしうるとい証拠はあるが、その影響の大きさについては合意が得られておらず、その影響の重要性を評価することが難しい。また、市場価格の変化が投資先企業の ESG の実践の変化に結びついたという証拠は報告されていない 特定の企業に対する投資は、成熟した金融市場にある安定した大企業よりも、資金調達上の制約により成長が阻害されている、未成熟な市場の社歴が短い小規模企業の成長に影響を及ぼす可能性が高い
その他の間接的影響	<ul style="list-style-type: none"> 上記以外の間接的な影響（投資家の活動が企業以外の第三者に影響を与え、それが企業の活動に影響を及ぼすというメカニズム）は、その有効性を示すエビデンスが乏しく、ほとんど実証的な裏付けがない

出所：Kölbels, J. F. Heeb, F. Paetzold, F. & Busch, T. (2020) “Can Sustainable Investing Save The World?: Reviewing The Mechanisms of Investor Impact” *Organization & Environment*, 33(4), pp.554-574 をもとに作成

³⁴ これに関連し、日本の GX 実現に向けた 130 兆円超の民間資金動員の実現に向けて、一般社団法人資産運用フォーラムが 2025 年に提言「サステナブルファイナンスの観点から日本の更なる成長に繋がる民間資金の動員手段を模索する」を公表している（一般社団法人資産運用フォーラム（2025）「「資産運用立国実現のためのステートメント」公表について」<https://amforum.jp/statement2025>）。

図表 2-33 先行研究における株主エンゲージメントの成功率

文献	要請回数	サンプル期間	成功率
Dimson <i>et al.</i> (2015)	2,152	1999-2009	18%
Hoepner <i>et al.</i> (2016)	682	2005-2014	28%
Barko <i>et al.</i> (2017)	847	2005-2014	60%
Dimson <i>et al.</i> (2018)	1,671	2007-2017	42%
Dyck <i>et al.</i> (2019)	147	2004-2013	33%

出所：Kölbels, J. F. Heeb, F. Paetzold, F. & Busch, T. (2020) “Can Sustainable Investing Save The World?: Reviewing The Mechanisms of Investor Impact” *Organization & Environment*, 33(4), pp.554-574

先ほどのレビュー論文では、「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」及び「特定の企業に対する投資やダイベストメント」以外のメカニズムは、「その他の間接的影響」と一括りにされているが、2023年、この部分の解像度を高めることに貢献する新たなレビュー論文「The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review」（サステナブル投資のインパクト：学際的レビュー）が刊行された。この論文は前述のレビュー論文を拡張するもので、そのタイトルが示唆するとおり、ファイナンス関連の先行研究だけでなく、経営学・社会学・倫理／サステナビリティ学関連の先行研究も含めた学際的な文献レビューが行われている点が特徴である。

この新たなレビュー論文では、投資家エンゲージメントでも、キャピタルアロケーション（投資やダイベストメント）でもない第3の戦略である「フィールド・ビルディング」として、5つのメカニズムが具体的に特定されている³⁵（図表 2-34）。投資家の貢献の実現に向けては、投資家エンゲージメントやキャピタルアロケーションだけでなく、複数の投資家による協力や、政策・規制・ルール・規範形成への働きかけなども重要との指摘である。これらは、投資家の貢献を実現するためのメカニズムとして注目が高まっており、特に昨今のβアクティビズムやシステムレベルの投資を巡る議論にも通ずるところが少なくない。

³⁵ 同論文の著者による、より実務家向けの解説記事として Marti, E. Fuchs, M. DesJardine, M. R. Slager, R. & Gond, J. P. (2023) “A More Impactful Strategy for Sustainable Investing” *Harvard Business Review* <https://hbr.org/2023/09/a-more-impactful-strategy-for-sustainable-investing>.

図表 2-34 投資家の貢献に向けた第3の戦略「フィールド・ビルディング」

1. 環境・社会課題に対する他の投資家の見方に影響を及ぼす
2. 他の投資家に環境・社会課題に関する専門的知見を共有する
3. 環境・社会への負担を伴う特定のビジネス活動を問題視する旨の発信を行い、その正当性を低下させる
4. サステナビリティに関するボランタリーな基準を策定する
5. 政府による規制改革を支援する

出所：Marti, E. Fuchs, M. DesJardine, M. R. Slager, R. & Gond, J. P. (2023) “The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review” *Journal of Management Studies*, 61(5), pp.2181-2211 をもとに作成

2.6 インパクト投資の投資リターンに関する文献レビュー

この節では、インパクト投資の投資リターンに関する文献レビューを行う。

もっとも、インパクト投資については、今なお黎明期にあるとも言え、インパクトファンドの投資リターンに関する実証研究の蓄積は、サステナブル投資全体の投資リターンに関する実証研究が積みあがってきている³⁶のに比べると、極めて限定的である。2025年12月時点で論文検索サイト等を用いて実証研究（査読付き）を収集したところ、得られた論文はわずか4編であった。

これらの分析概要と結果概要は図表 2-35 のとおりである。

いずれも未上場株式におけるインパクトファンドが分析対象である。その背景には、インパクト投資市場がプライベートマーケットにおける投資から広がってきたという歴史的経緯から、研究のための情報やデータが相対的に得やすかったという要因が考えられる。

分析結果については、一般的な投資や市場利回りと比べて投資リターンは見劣りしない結果であったことを報告する論文もあれば、有意に下回っていたことを報告する論文もある。

いずれにせよ、得られた文献数が4編と限られることから、全体的な傾向等を考察することは現時点では困難であり、実証研究の今後の蓄積が期待される。

³⁶ GPIF (2024) 「「投資における ESG 及び SDGs の考慮に係る俯瞰研究」に関する報告書」みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社

図表 2-35 インパクトファンドの投資リターンに関する実証研究 (査読付き)

著者・タイトル等	分析概要	結果概要
Kovner, A. & Lerner, J. (2015) "Doing well by doing good? Community development venture capital" <i>Journal of Economics & Management Strategy</i> , 24(3), pp.643-663	<ul style="list-style-type: none"> 米国のコミュニティ開発ベンチャーキャピタル (CDVC) の1996~2009年10月までの米国における6万5千件の投資データを用いて、一般的なVCと比較 	<ul style="list-style-type: none"> CDVC投資は、一般的なVCの資金が流れにくい、より初期段階の案件・産業・地域に向かう傾向が強い 上記の違いを差し引いても、CDVC投資の成功確率 (IPOか買収によるエグジット確率で測定) は下回っている しかし、CDVCには、一般的なVCの資金が行き届いていない領域への呼び水効果を伴っている可能性
Barber, B.M. Morse, A. & Yasuda, A. (2021) "Impact investing" <i>Journal of Financial Economics</i> , 139(1), pp.162-185	<ul style="list-style-type: none"> 1995~2014年に4,659のファンドが行った24,000件のVC投資及びグロース・エクイティ投資のIRRを分析 (4,659のファンドのうち、159のファンドをインパクトファンドと特定) 	<ul style="list-style-type: none"> インパクトファンドのIRRは、一般的なVCファンドより4.7パーセンテージポイント下回る (業種、ビンテージ (設定年)、ファンドのシリーズ番号、地理の差異をコントロールした上で)
Jeffers, J. Lyu, T. & Posenau, K. (2024) "The risk and return of impact investing funds" <i>Journal of Financial Economics</i>	<ul style="list-style-type: none"> IFC (世界銀行グループ) が1961~2019年に行った全2,509件のエクイティ投資を分析 (内訳は直接投資2,029件、ファンド投資480件) Public Market Equivalent (PME) を算出し、S&P500指数のリターンと比較 	<ul style="list-style-type: none"> 全体についてPME=1.15、直接投資部分についてPME=0.97 (仮想的なフィー控除後)、ファンド投資部分についてPME=0.96であり、市場利回りと比べて遜色ない投資リターンとなっている 資本制約が緩和され、銀行セクターが発展するほど、リターンは低下する傾向
Cole, S. Melecky, M. Mölders, F. & Reed, T. (2025) "Long-run returns to private equity in emerging markets" <i>Management Science</i>	<ul style="list-style-type: none"> 94のインパクトファンド (1999~2015年のビンテージ) を分析。市場並みリターンを目指すファンドのみとし、Concessionary (譲許的) なファンドは除外 βの違いを調整した Generalized Public Market Equivalent (GPME) を用いて、一般的な米国VCと比較 	<ul style="list-style-type: none"> PME=0.74であり、投資リターンの絶対値では一般的な米国VCを下回るが、βの違いを調整したGPMEを用いて分析すると、一般的な米国VC全体と比べて見劣りしない投資リターンとなっている

なお、インパクト投資の投資リターンに関する参考として、GIINによる世界10か国、22のアセットオーナー (保険会社・年金基金、資産総額計約3.5兆米ドル) を対象としたインタビュー調査報告について付言しておきたい。この調査報告では、インパクト投資のリターンに関して、世界のアセットオーナーの見解・認識が取りまとめられている (図表2-36)。この調査においては、譲許的投資 (特定のインパクト創出のために市場利回り未満のリターンを許容する投資) との位置づけでインパクト投資を行っているアセットオーナーは限定的であり、多くの場合、インパクト投資以外の投資と比べて、リスク・リターンの同等性や、インパクト投資を行うことによる投資戦略の分散効果等が意識されていることがうかがえる。

図表 2-36 世界の 22 のアセットオーナーによる見解・認識のまとめ

- インパクト投資は、同一アセットクラス内のその他投資と同じ財務指標で評価され、リスク・リターンの同等性、あるいは、分散・流動性への貢献が期待されている
- 一部の AO は、インパクト投資を組み入れることによる分散効果を重視している
- 少数の AO は、インパクト投資が将来的に市場を大きく上回る投資リターンをもたらす可能性があると考えている
- 一部の AO は、インパクト投資に関する能力構築段階ではコスト増を経験している
- 一部の AO は、強いインパクト志向を持つファンドに対する初回投資を通じた支援では、やや高いリスクを許容する場合がある
- インパクトのために低い投資リターンを受け入れる譲許的投資を行っている AO は 1 機関のみであった

出所：GIIN (2025) “Navigating Uncertainty, Seizing Opportunity: Institutional Asset Owners and Impact Investing 2025”もとに作成

ここまで述べてきたように、インパクトファンドの投資リターンに関する実証研究の蓄積が限定的であることから、本調査研究では補足的に企業個社レベルに焦点をあてた実証研究についても調査を行った³⁷。

しかし、企業個社レベルの研究においても、企業毎のインパクトは個別性が高く共通指標に基づくデータが存在しないことに加えて、いわゆる ESG 格付けや ESG スコアのような共通尺度が企業毎のインパクトに関して存在しないことから、実証研究の蓄積はほとんど進んでいないことが明らかとなった。

本調査研究を通じて得られた、関連する主要な実証研究（査読付き）は、大きく 2 種類に大別される（図表 2-37）。

図表 2-37 インパクト投資のリスク・リターンに関連する実証研究（査読付き）

分析の視点	著者・タイトル等
個別企業のパーパスと財務パフォーマンスの関係に関する実証分析（インパクト志向経営において重要とされるパーパスに着目）	● Gartenberg, C. Prat, A. & Serafeim, G. (2019) “Corporate purpose and financial performance” <i>Organization Science</i> , 30(1), pp.1-18
マイクロファイナンス機関への投資の分散効果に関する実証分析	● Krauss, N. & Walter, I. (2009) “Can microfinance reduce portfolio volatility?” <i>Economic Development and Cultural Change</i> , 58(1), pp.85-110 ● Galema, R. Lensink, R. & Spierdijk, L. (2011) “International diversification and microfinance” <i>Journal of International Money and Finance</i> , 30(3), pp.507-515

³⁷ 本調査研究の実施にあたり、GSG Impact JAPAN National Partner (2025) 「2024 年度プレ・シグネチャープロジェクト：インパクトと企業価値の接続勉強会から得られた示唆」も参考にした。

個別企業のパーパスと財務パフォーマンスに関する実証研究

1つ目のグループは、インパクト創出を志向する企業経営において重要とされるパーパスに着目する実証研究である。具体的には、Gartenberg, Prat & Serafeim (2019)は、個別企業のパーパスと財務パフォーマンスの関係性についての実証分析を行っている。

同研究では、従業員へのアンケート調査に基づいて、企業におけるパーパスの強さを数値化し、財務パフォーマンス指標（ROA³⁸及びTobin's Q³⁹）との関係性が検証されている。その分析結果は、組織の構成員にとってパーパスが明瞭であること、さらに、組織の構成員の中でも中間管理職層や専門職・技術職の間にパーパスが浸透していることが、財務パフォーマンスに好影響を及ぼすことを示唆するものとなっている。

営利企業のパーパスについては、必ずしも統一的な定義は存在しないものの、George *et al.* (2023)⁴⁰は先行研究のレビューに基づいて、「営利企業におけるパーパスは、組織がステークホルダーのために、どのような価値を創造しようとしているかを説明することによって、組織の存在の本質を捉えるもの」という定義を提案している。「組織がステークホルダーに提供する価値」とは、言い換えれば「インパクト」である。したがって、パーパスとは「組織がどのようなインパクトを創出しようとしているかを説明するもの」と読み替えることができよう。

これらを総合すると、パーパスを起点にインパクト創出を志向する企業経営は、財務パフォーマンスにおいても優れる傾向にある可能性がある⁴¹。ひいては、こうした企業を投資対象とするインパクト投資についても、その投資リターンが必ずしも一般的な投資に劣後するわけではない可能性が浮かび上がる。

なお、近年、日本の上場会社の間には、パーパスを銘打ったステートメントを有する企業が増えてきていることが報告されており（図表 2-38）、日本企業における、いわゆるパーパス経営の財務パフォーマンスに関しても、今後の検証の蓄積が期待される⁴²。

³⁸ Return on Assets. 総資本利益率と呼ばれ、企業が保有しているすべての資産をつかって、どれだけ効率的に利益を生み出しているかを表す指標。ROAが高いと、少ない資産で多くの利益を生んでいると評価される。

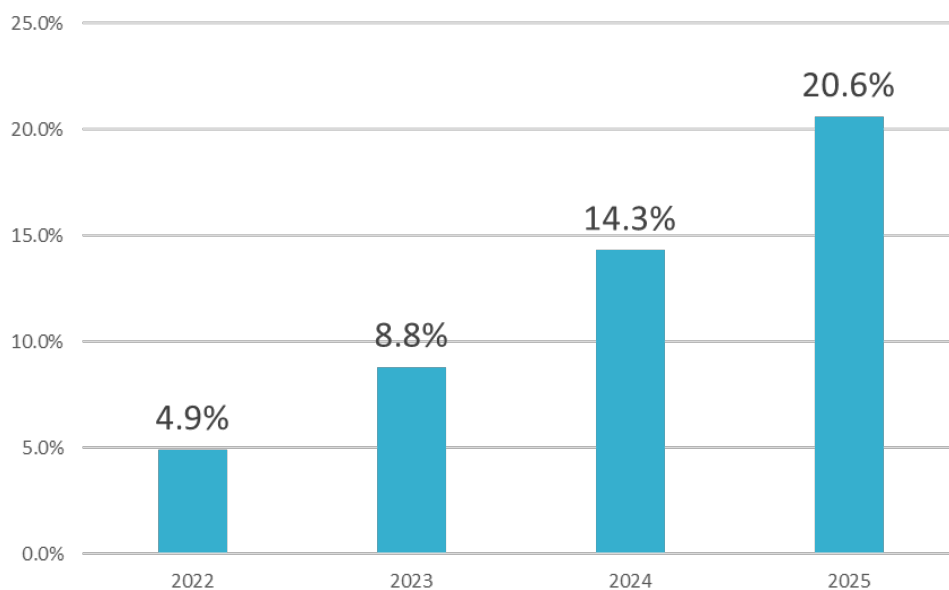
³⁹ 企業の市場価値と資産の再調達コストの比率を表す指標。Tobin's Qが1を上回っているとき、市場価格は資産価値以上の時価がついていることを示している。

⁴⁰ George, G. Haas, M. R. McGahan, A. M. Schillebeeckx, S. J. & Tracey, P. (2023) "Purpose in The For-Profit Firm: A Review and Framework for Management Research" *Journal of Management*, 49(6), pp.1841-1869

⁴¹ この点に関して Serafeim, G. (2022) *Purpose and Profit: How Business Can Lift Up The World*, HarperCollins Leadership (邦訳：倉田幸信[翻訳] (2023) 『PURPOSE+PROFIT：パーパス+利益のマネジメント』ダイヤモンド社)も参照。

⁴² 日本企業のパーパスと財務パフォーマンスの関係性に関する実証分析として、林寿和・松山将之 (2023) 「インパクト創出と企業価値向上は両立するのか—事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証

図表 2-38 東証プライム上場企業に占めるパーパス（もしくは英語で Purpose）を公式に掲げている企業の割合



出所：エスエムオー株式会社（2022-2025）による「PURPOSE STATEMENT LIST」各年次調査をもとに作成

マイクロファイナンス機関への投資の分散効果に関する実証研究

2つ目のグループは、古くからインパクト投資における主要な投資領域の一つとみなされてきたマイクロファイナンス機関⁴³への投資が、ポートフォリオの分散効果に与える影響についての実証研究である。本調査研究でレビューした2編の論文はいずれも一定の条件の下で、グローバル市場に投資する投資家のポートフォリオにマイクロファイナンス機関への投資を含めることで、分散効果を高めることに貢献することを示唆する結果を報告している（図表 2-39）。

分析の両面から」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP 2023-3 や、林寿和（2025）「企業のパーパスが財務パフォーマンスに及ぼす影響についての実証分析」『日本価値創造 ERM 学会 2025 年度第 19 回年次研究発表大会 予稿集』C8-C15 頁などの試みがあり、企業のパーパスと財務パフォーマンスとの間にプラスの関係性が報告されている。

⁴³ マイクロファイナンス機関の果たす役割や歴史的経緯等については慎泰俊（2025）『世界の貧困に挑む：マイクロファイナンスの可能性』岩波書店に詳しい。

図表 2-39 マイクロファイナンス機関への投資の分散効果に関する実証研究の概要

著者・タイトル等	分析対象	主な手法	主な結果と示唆
Krauss, N. & Walter, I. (2009) “Can microfinance reduce portfolio volatility?” <i>Economic Development and Cultural Change</i> , 58(1), pp.85-110	1998～2006年のマイクロファイナンス機関 (MFI) 325社 (MicroBanking Bulletin のデータ)	MFIの財務指標 (ROE、利益率、資産成長率等) と、世界市場指数 (S&P500、MSCI World 等) および国内GDPとの相関を分析	<ul style="list-style-type: none"> MFIは資本市場の動きと統計的に有意な相関を持たず、新興国商業銀行と比較しても感応度が低い 国内GDPについては、多くの財務指標で有意な相関があり、国内経済と完全に独立しているわけではないが、相関は相対的に小さく、国内リスクエクスポージャーは新興国企業や新興国商業銀行より小さい <p>ポートフォリオへの含意：</p> <ul style="list-style-type: none"> 国際的に投資する投資家にとっては分散効果 (ボラティリティ低減効果) が大きい、当該国の国内投資家にとっては分散効果は限定的である
Galema, R. Lensink, R. & Spierdijk, L. (2011) “International diversification and microfinance” <i>Journal of International Money and Finance</i> , 30(3), pp.507-515	1997～2007年のマイクロファイナンス機関 (MFI) データ (MixMarket より取得)	平均-分散スパンニング (Mean-Variance Spanning) 検定 (空売り制約付き) を用い、国際的な資産からなるポートフォリオにMFIを加えることで効率的フロンティアが改善するかを検証	<p>ポートフォリオ効率の改善：</p> <ul style="list-style-type: none"> MFIをポートフォリオに組み込むことでリスク・リターン特性が改善する。特にグローバル債券ポートフォリオに追加する場合に分散効果が高い <p>地域・形態による差：</p> <ul style="list-style-type: none"> ラテンアメリカのMFI、商業銀行・地方銀行形態のMFIは分散効果が高い アフリカのMFIや非営利形態のMFIは投資家にとって分散効果のメリットが低い

ただし、これらの研究は10年以上前に報告されたものであり、こうした傾向が今日時点においても生じているのかといった点や、マイクロファイナンス機関以外のインパクト投資の投資領域についても同様の傾向がみられるのか等については、さらなる検証が必要であろう。

なお、前掲のGIINによるアセットオーナーに対するインタビュー調査報告 (図表 2-36) において、一部のアセットオーナーから、インパクト投資が投資ポートフォリオの分散効果を高めるといった認識が示されていることが報告されている⁴⁴。アセットオーナーにとって、ポートフォリオの分散効果や投資戦略の分散化といった観点からのインパクト投資の果たす役割についても、今後の知見の深化が期待される。

⁴⁴ GIIN (2025) “Navigating Uncertainty, Seizing Opportunity: Institutional Asset Owners and Impact Investing 2025”

3. インパクト投資の市場・業界団体・諸外国の政策・規制等

本章では、インパクト投資の市場規模や関連する業界団体、諸外国における政策・規制等について概観する。

3.1 インパクト投資の市場規模等

今日のインパクト投資の市場には多様なプレイヤーが存在している。

前述のとおり、インパクト投資という言葉は米ロックフェラー財団によって2007年に提唱され、初期のインパクト投資市場の形成は、寄付や助成金といった手段によって特定のインパクト創出を企図していた財団や慈善組織、開発金融機関等が中心的な役割を果たした。

図表3-1は、横軸（X軸）がインパクトの目標、縦軸（Y軸）が投資リターンの目標を示したものである。当初はX軸上に位置していた慈善組織等の間で、特定のインパクト創出の手段として投資に着目し、寄付や助成金の提供に加えて、インパクト投資を実践するようになってきたという歴史的経緯がある。こうした投資家の中には、特定のインパクト創出のために市場利回り未満のリターンを許容する譲許的な投資家も存在する。必ずしも統一的な定義は存在しないものの「インパクトファーストな投資家」⁴⁵と称されることもある。

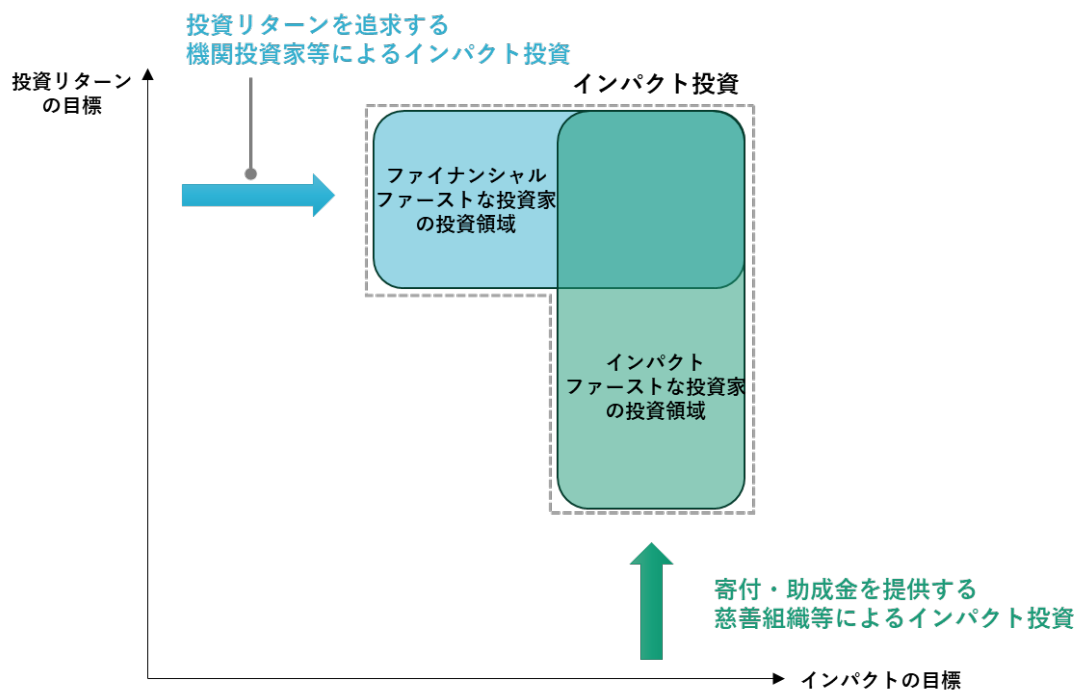
他方で、近年では、従来は図表3-1のY軸上に存在していた伝統的な機関投資家の間で、投資リターンの追求と並行してインパクト創出も志向する形でインパクト投資市場に参入する動きが広がっている⁴⁶。

今日のインパクト投資市場は、このように異なる出自を持つ多様なプレイヤーにより構成されていると考えられる。

⁴⁵ インパクトファーストの概念が意味するところに関する考察の例として林寿和（2025）「インパクトファーストなファンドとは何か？その特徴を考える」JANPIA 出資事業部 note | インパクト投資の世界を広げる <https://investment-note.janpia.or.jp/n/ne49d55bee2a8>。

⁴⁶ 金融庁（2020）「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書」ニッセイアセットマネジメント株式会社

図表 3-1 インパクト投資家の投資リターン目標・インパクト目標

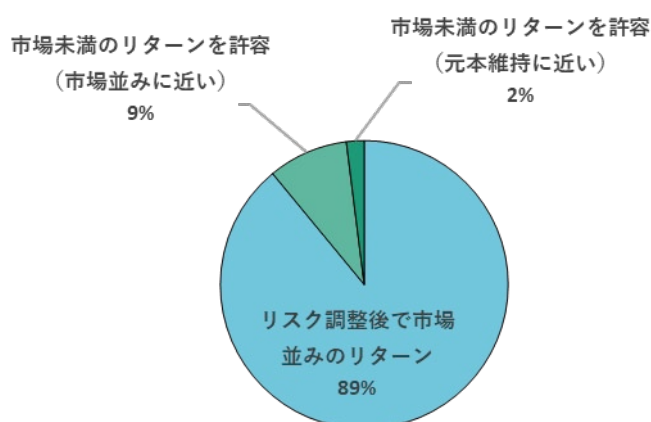


注：図はあくまでイメージ図である

出所：Monitor Institute (2009) “Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry”をもとに作成

GIIN の調査によれば、2024 年時点で、リスク調整後で市場並みの投資リターンを追求しているインパクト投資の投資残高が全体の 9 割近くを占めているのに対し、市場利回り未満の投資リターンを許容する投資残高は全体の 1 割程度と限定的である（図表 3-2）。

図表 3-2 目標とする投資リターン別の投資残高割合（世界・2024 年）



注：N=264, AUM=USD 189 billion

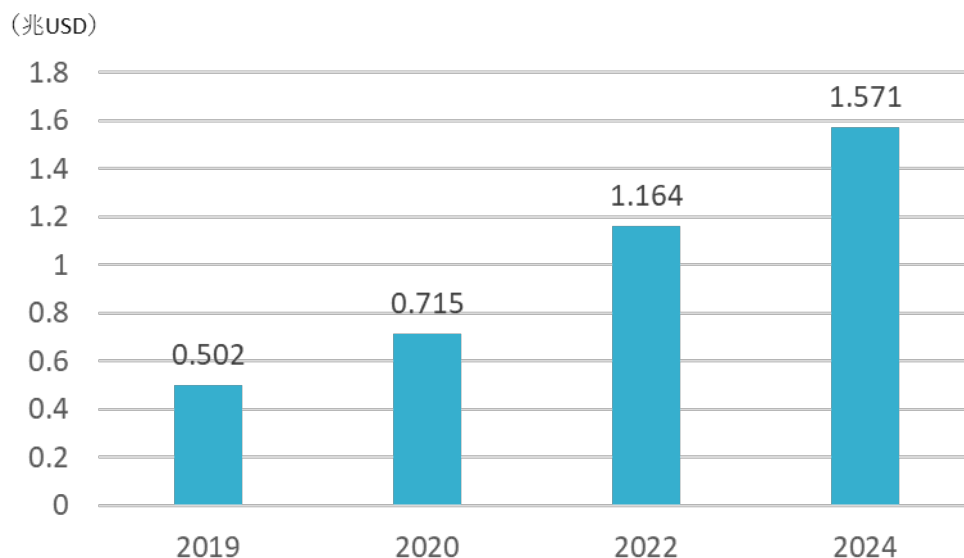
出所：GIIN (2025) "State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations"をもとに作成

さて、このインパクト投資市場であるが、その市場規模は世界全体で右肩上がりに成長している。特に日本については、直近数年の市場拡大が著しい。

GIIN の推計によれば、世界のインパクト投資の投資残高は 1.571 兆ドルとなっている（2024 年報告）。日本については、GSG Impact JAPAN National Partner の調査によれば、2024 年時点で 17.3 兆円となっている。これらの調査におけるインパクト投資の定義は、基本的に GIIN による定義が参照されているものの、必ずしも調査方法が同一ではないため⁴⁷、必ずしも直接比較に適さない点には留意が必要である。

⁴⁷ 例えば、世界の 1.571 兆ドルには GIIN による推計値が含まれているのに対し、日本の 17.3 兆円はアンケート調査の回答データのみ積み上げにより算出されている。アンケート回答のデータは基本的に自己申告に基づくものであり、回答者の考え方や解釈等の影響を受ける可能性がある。

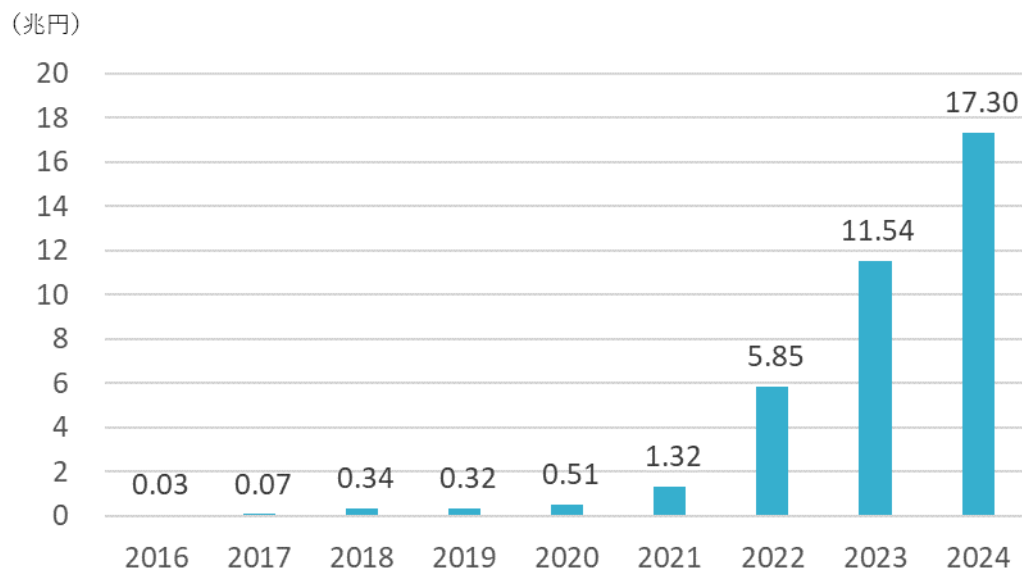
図表 3-3 インパクト投資の投資残高の推移（世界）



注：GIIN による推計値。年は調査レポートが発表された年（報告年）

出所：GIIN (2019, 2022, 2024)による“Sizing the Impact Investing Market”各年調査、GIIN (2020) “Annual Impact Investor Survey 2020”をもとに作成

図表 3-4 インパクト投資の投資残高の推移（日本）



注1：ここでの集計対象は、必ずしも GIIN によるそれと完全には一致していない可能性があり、かつ金融庁の基本的指針の考え方も一致していない可能性がある

注2：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=22 (2016)、N=24 (2017)、N=20 (2018)、N=16 (2019)、N=26 (2020)、N=31 (2021)、N=46 (2022)、N=58 (2023)、N=59 (2024)

出所：G8 社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会 (2016)、GSG 国内諮問委員会 (2017-2024) 及び GSG Impact JAPAN National Partner (2025) による「日本における社会的インパクト投資の現状」各年次調査をもとに作成

次に、世界のインパクト投資の投資残高を投資家の本拠地別でみると、GIIN の調査によれば、欧州が 53%と最もシェアが高い。米国・カナダがそれに続き 35%（2024 年報告）を占めている。

日本を含む東アジアは、2022 年報告では 1%であったが、2024 年報告にかけて 6%に上昇していることは特筆すべき点である。

図表 3-5 インパクト投資の投資残高の本拠地別割合（世界）

本拠地	投資残高割合	
	2022年報告	2024年報告
西欧・北欧・南欧	55%	53%
米国・カナダ	37%	35%
東アジア	1%	6%
サハラ以南のアフリカ	2%	2%
中東・北アフリカ	1%	2%
中南米・カリブ海地域（メキシコを含む）	1%	1%
東南アジア	1%	1%
オセアニア	2%	1%
南アジア	0.5%	<1%
東欧・中央アジア	0.1%	<1%

注：年は調査レポートが発表された年（報告年）。N=1,013 (2022)、N=1,475 (2024)

出所：GIIN (2022, 2024)による“Sizing the Impact Investing Market”各年調査をもとに作成

インパクト投資の投資資金の供給源に関して、GIIN の調査によれば、2024 年の 1 年間でインパクト投資に最も資金を拠出したのは年金基金となっており、全体の 35%を占めている。その他、銀行や保険会社、政府・国際機関による資金供給の比重が相対的に大きい。初期のインパクト投資市場の形成において中心的役割を果たしてきた財団等は 1 桁%台にとどまっている。

図表 3-6 インパクト投資の投資残高の本拠地別割合（世界）

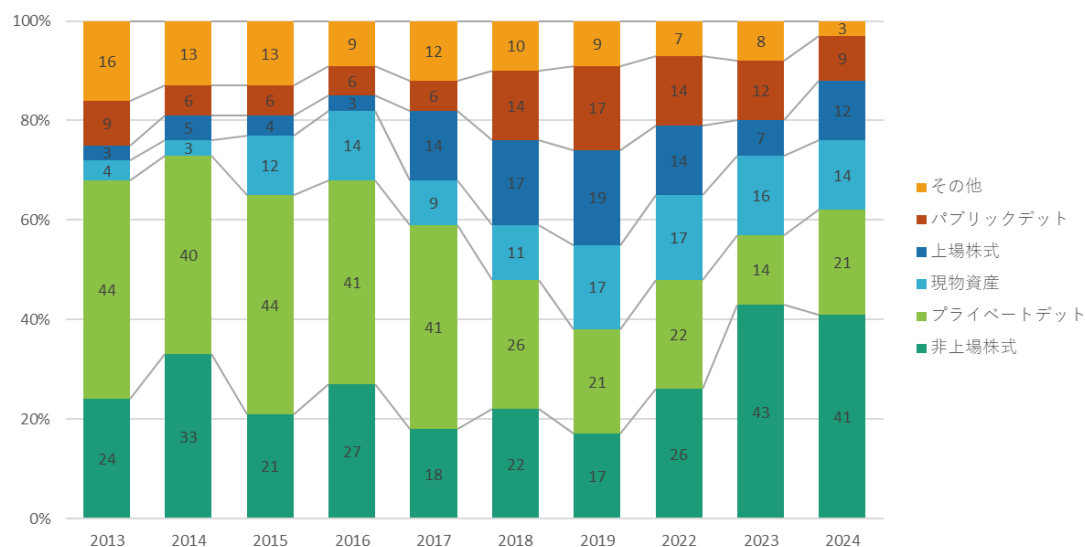
組織種別	供給資金の比率 (2024年)
年金基金	35%
銀行	14%
保険会社	12%
政府・国際機関	11%
ファミリーオフィス	8%
財団	3%
富裕層個人	2%
ソブリン・ウェルス・ファンド	2%
企業（自社バランスシート）	1%
エンダウメント	1%
その他	12%

注：N=136

出所：GIIN (2025) “State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations”をもとに作成

資産クラス別では、GIIN の調査によれば、世界のインパクト投資の市場は非上場株式やプライベートデット（プライベートマーケット）のシェアが伝統的に高い傾向にある。2019年頃にパブリックマーケットのシェアが高まった時期があったものの、直近にかけてプライベートマーケットの比率が再び高まっており、6割程度を占めている。なお、これらの数字はあくまで各年のアンケート調査に基づくものであり、アンケート回答機関数の変化の影響を受けることから、必ずしも時系列比較に適していない点には留意が必要である。

図表 3-7 インパクト投資の資産クラス別投資残高割合の推移（世界）



注：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=124, AUM=USD 46 billion (2013) ; N=145, AUM=USD 60 billion (2014) ; N=153, AUM=USD 50 billion (2015) ; N=203, AUM=USD 64 billion (2016) ; N=224, AUM=USD 141 billion (2017) ; N=259, AUM=USD 131 billion (2018) ; N=289, AUM=USD 221 billion (2019) ; N=303, AUM=USD 198 billion (2022) ; N=293, AUM=USD 290 billion (2023) ; N=359, AUM=USD 218 billion (2024)

出所：J.P. Morgan & GIIN (2014) “Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey”、J.P. Morgan & GIIN (2015) “Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey”、GIIN (2016-2020)による“Annual Impact Investor Survey”各年次調査、GIIN (2023) “2023 GIINSights” <https://thegiin.org/publication/research/2023-giinsight-series/> (2026年1月30日最終アクセス)、GIIN (2024-2025)による“State of the Market: Trends, Performance and Allocations”各年次調査をもとに作成

世界のインパクト投資の領域について、GIINの調査によれば領域は幅広く分散しているが、特にマイクロファイナンスを含む金融サービスと、エネルギー関係のシェアが高い傾向にある（図表 3-8）。

図表 3-8 インパクト投資の領域別投資残高割合の推移（世界）

領域	2015	2016	2017	2018	2019	2022	2023	2024
金融サービス	10%	10%	19%	11%	12%	13%	14%	21%
マイクロファイナンス	21%	21%	9%	13%	8%	8%	—注1	—注1
エネルギー	14%	13%	14%	15%	16%	17%	21%	20%
農業・食料	7%	6%	6%	10%	9%	7%	5%	11%注2
医療	6%	7%	5%	6%	7%	9%	12%	11%
住宅 / 建設	12%	11%	8%	7%	8%	6%	14%	8%注3
ICT	2%	2%	3%	2%	3%	5%	4%	5%
製造業	2%	2%	3%	2%	3%	4%	3%	5%
教育	4%	4%	4%	4%	3%	2%	5%	3%
インフラ / 交通	1%	2%	5%	4%	4%	7%	4%	2%注4
上下水・衛生	1%	1%	4%	7%	6%	2%	1%	2%
その他	20%	21%	19%	20%	21%	19%	16%	12%

注1：2023年以降マイクロファイナンスは金融サービスに含まれている

注2：2023年までは Food & agriculture についての数字、2024年は Agriculture & forestry についての数字を表示

注3：2023年までは Housing についての数字、2024年は Construction についての数字を表示

注4：2023年までは Infrastructure についての数字、2024年は Transportation についての数字を表示

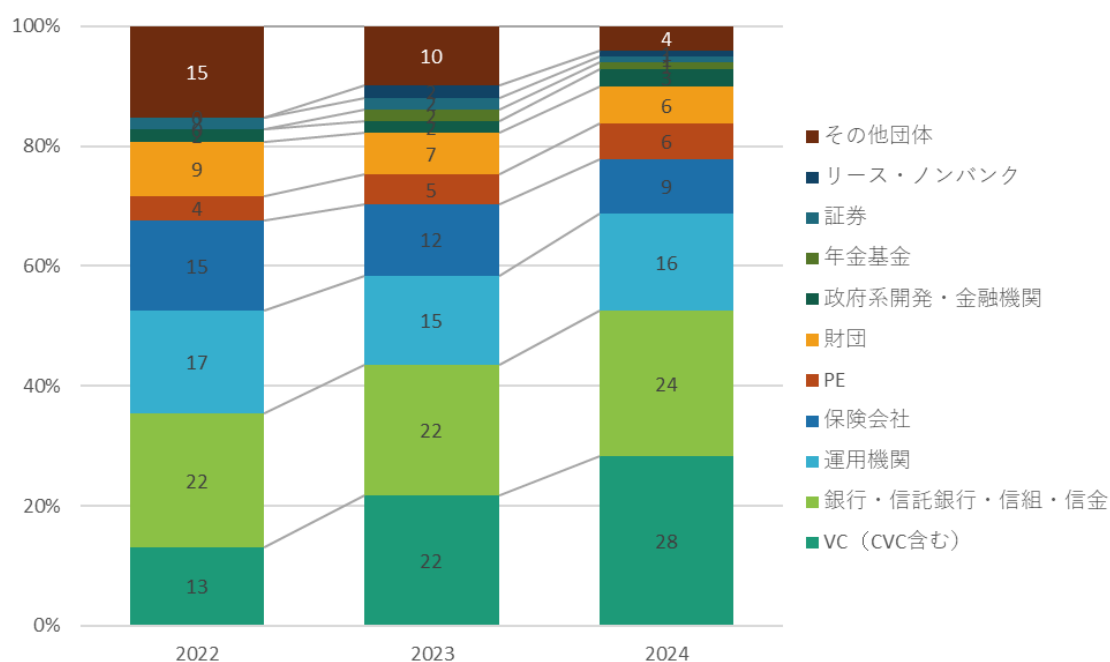
注5：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=153, AUM=USD 50 billion (2015) ; N=203, AUM=USD 64 billion (2016) ; N=226, AUM=USD 228 billion (2017) ; N=259, AUM=USD 131 billion (2018) ; N=289, AUM=USD 221 billion (2019) ; N=303, AUM=USD 198 billion (2022) ; N=293, AUM=USD 289 billion (2023) ; N=359, AUM=USD 218 billion (2024)

出所：GIIN (2016-2020) による“Annual Impact Investor Survey”各年次調査、GIIN (2023) “2023 GIINsights” <https://thegiin.org/publication/research/2023-giinsight-series/> (2026年1月30日最終アクセス)、GIIN (2024-2025)による“State of the Market: Trends, Performance and Allocations”各年次調査をもとに作成

日本のインパクト投資の投資残高が直近にかけて急速に増加していることは図表 3-4 で既に述べたとおりである。GSG Impact JAPAN National Partner によれば、プレイヤー種類の数ベースでは、VC (CVC 含む) や銀行・信託銀行・信組・信金の占める割合が大きく、年金基金の割合は1%と小さい(図表 3-9)。資産クラス別の投資残高割合では、2024年時点で融資と債券が8割以上を占めている(図表 3-10)。融資には、サステナビリティ・リンク・ローンやポジティブ・インパクト・ファイナンスと呼ばれるものも含まれていると考えられる。

調査方法が同一ではないため、必ずしも前掲の GIIN による世界全体の調査との直接比較には適さないものの、日本のインパクト投資市場は世界のそれと比べて、年金基金の存在感が弱く、銀行等の存在感が強いことや、融資や債券(私募債を含む)の割合が高く、非上場株式の割合が低い点などが特徴と言える。

図表 3-9 インパクト投資のプレイヤー種類別割合の推移（日本・数ベース）

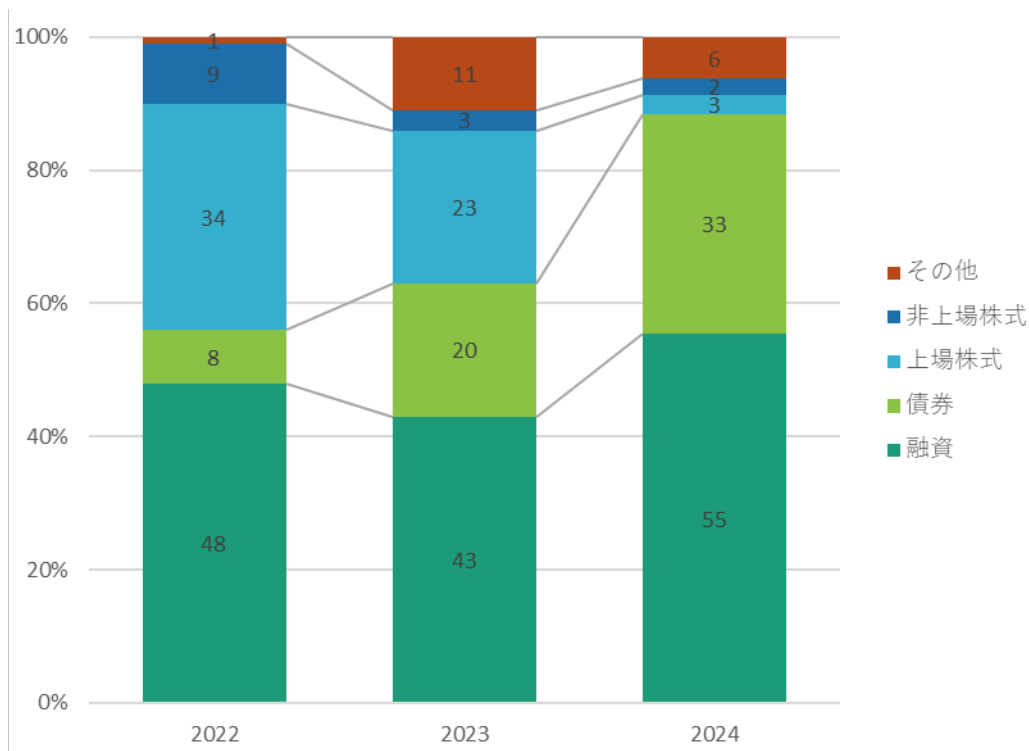


注1：ここでの集計対象は、必ずしも GIIN によるそれと完全には一致していない可能性があり、かつ金融庁の基本的指針の考え方も一致していない可能性がある

注2：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=46 (2022)、N=59 (2023)、N=68 (2024)

出所：GSG 国内諮問委員会 (2023-2024) 及び GSG Impact JAPAN National Partner (2025) による「日本における社会的インパクト投資の現状」各年次調査をもとに作成

図表 3-10 インパクト投資の資産クラス別投資残高割合の推移（日本）



注1：ここでの集計対象は、必ずしも GIIN によるそれと完全には一致していない可能性があり、かつ金融庁の基本的指針の考え方も一致していない可能性がある

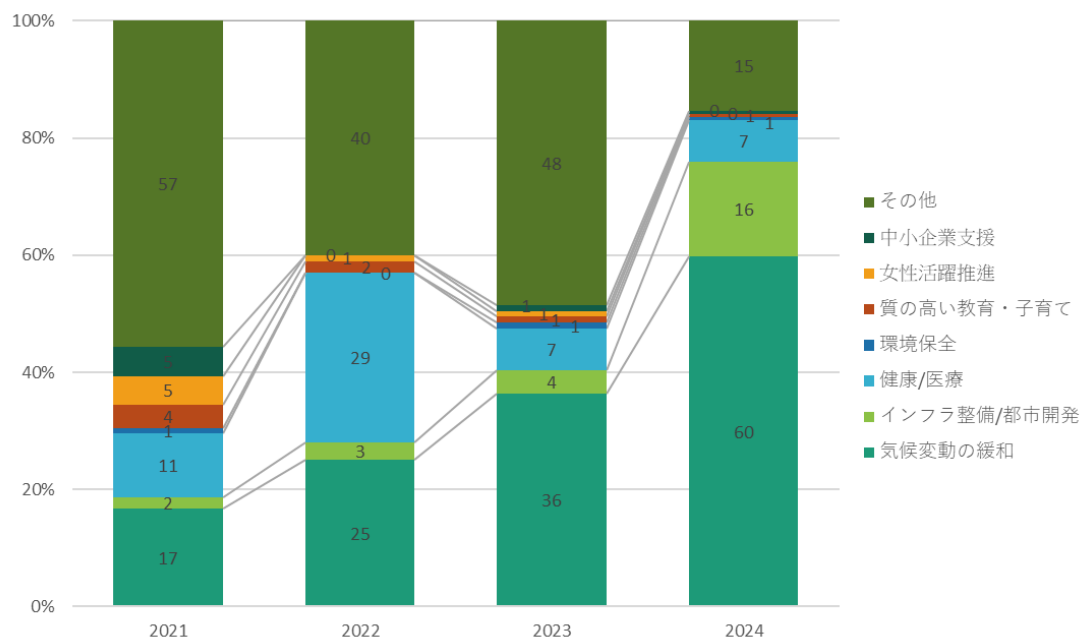
注2：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=39、AUM=2,854,952 百万円（2022）、N=50、AUM=4,389,716 百万円（2023）、N=67、AUM=7,205,017 百万円（2024）

出所：GSG 国内諮問委員会（2023-2024）及び GSG Impact JAPAN National Partner（2025）による「日本における社会的インパクト投資の現状」各年次調査をもとに作成

日本のインパクト投資は領域別で見ると GSG Impact JAPAN National Partner によれば、60%を気候変動の緩和関連が占めている（図表 3-11）。

なお、投資資金の割合が年により大きく変動しているのは、主にアンケート回答機関数の増加によるものと考えられ、必ずしも時系列比較に適さない点には留意が必要である。

図表 3-11 インパクト投資の領域別投資残高割合の推移（日本）



注1：2021年の「気候変動の緩和」の数値には適応を含む

注2：ここでの集計対象は、必ずしもGIINによるそれと完全には一致していない可能性があり、かつ金融庁の基本的指針の考え方も一致していない可能性がある

注3：アンケート調査に基づいており、必ずしも時系列比較に適さない。N=25、AUM=94,212百万円（2021）、N=36、AUM=1,887,029百万円（2022）、N=46、AUM=3,567,892百万円（2023）、N=51、AUM=3,042,197百万円（2024）

出所：GSG国内諮問委員会（2022-2024）及びGSG Impact JAPAN National Partner（2025）による「日本における社会的インパクト投資の現状」各年次調査をもとに作成

3.2 インパクト投資に関する主要な業界団体等

本節では、日本を含む世界のインパクト投資市場の形成や発展に一定の影響力を有していると考えられる業界団体や原則・イニシアチブとして以下9団体を選出し、その設立経緯や活動内容、他団体との関係性等に関する調査を行った⁴⁸。これらの団体は一部を除き、すべて署名制ないし会員制の組織であり、署名機関・会員機関はグローバルに広がっている。

- ① Global Impact Investing Network (GIIN)
- ② Operating Principles for Impact Management (OPIM)
- ③ Principles for Responsible Investment (PRI)
- ④ GSG Impact
- ⑤ Impact Europe

⁴⁸ 本節における外貨建て金額の円換算は、日本銀行が2025年12月に公表した基準外国為替相場の為替レート（1米ドル=155円、1ユーロ=180円、1豪ドル=101円、1ポンド=203円）に基づく。

- ⑥ Asian Venture Philanthropy Network (AVPN)
- ⑦ Impact Capital Managers (ICM)
- ⑧ Toniic
- ⑨ インパクト志向金融宣言

① Global Impact Investing Network (GIIN)

名称	Global Impact Investing Network (GIIN)
設立年	2009年
本拠地	米国・ニューヨーク
会員の状況等	会員組織総数：456（2025年11月時点）
URL	https://thegiin.org/

A 設立経緯等

GIINの設立には、米国のロックフェラー財団が深く関わっている。2007年にロックフェラー財団が主導して開催された国際会議で、初めて「インパクト投資」という言葉が用いられたとされる。

その後、同財団が中心となってインパクト投資を推進するためのイニシアチブが立ち上げられ、その他の財団や運用機関、金融機関等が参画する形で、2009年、独立した非営利団体としてGIINが設立された⁴⁹。世界最大規模の国際的なインパクト投資家のネットワーク組織である。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

GIINが掲げるビジョン⁵⁰によると、より多くの投資家が環境・社会的課題の解決に資金を提供できるようにするため、インパクト投資の実践を促し、実践者にとってのナレッジハブとして機能することを目的としている。

【主な活動内容】

インパクト投資の普及拡大に向け、年次総会開催を通じてネットワーキングの場を提供するほか、インパクト投資の定義の明確化、市場調査・研究、インパクト測定・管理 (IMM)

⁴⁹ GIIN (2009) “GIIN Launch (official press release)”, The Rockefeller Foundation (n.d.) “Global Impact Investing Network (GIIN)” <https://www.rockefellerfoundation.org/bellagio-bulletin/from-the-archives/global-impact-investing-network-giin/> (2026年1月9日最終アクセス)

⁵⁰ GIIN (n.d) “About the GIIN” <https://thegiin.org/about/> (2026年1月9日最終アクセス)

のためのガイダンス、インパクト評価のための指標カタログ、マネジメントツール等を提供している。インパクト投資の定義に関しては、2019年、「4つの中核的特徴」を明文化している（詳しくは前掲2.2.1参照）。

市場調査・研究については、毎年、全世界の投資家に対してアンケート調査を行い、年次の市場調査レポートをとりまとめている。世界のインパクト投資市場の規模やトレンド等に関する代表的な調査であり、多方面から参照・引用されている（代表的なデータは前掲3.1に掲載）。

IMMについては、IMMの実践を促進するため、インパクト指標の設定を支援するツールとして「IRIS+」を2019年に公表している（詳しくは前掲2.4参照）。

さらにGIINは、特定の投資テーマや投資家セグメントにおけるインパクト投資を促進するため、個別にイニシアチブやワーキンググループを立ち上げ、フレームワークやガイダンスを策定するなど、実務的な視点で情報を発信している。

✓ 気候ソリューション投資イニシアチブ

2025年6月に「The GIIN Climate Solutions Investing Framework」を策定し、アセットオーナーが、国際的な気候目標や脱炭素化にポートフォリオを整合させるためのフレームワークとして提示

✓ 上場株式インパクト投資ワーキンググループ

2023年に「Guidance for Pursuing Impact in Listed Equities」を策定し、上場株式投資を行う運用機関向けに、インパクトファンドの設計・運用において考慮すべき概念等を整理（詳しくは前掲図表2-6）

✓ ブレンデッドファイナンス・ワーキンググループ

2018年に「A Resource for Structuring Blended Finance Vehicles」を公表し、ブレンデッドファイナンスの構造化における課題等について取りまとめを実施

その他、日本におけるインパクト投資市場の拡大等に向けて、2025年5月、GIIN日本会合が発足した。主にGIINの日本会員を対象に、日本とグローバルネットワーク間でのアイデアやプラクティスの共有等を促進するとしている⁵¹。

C 会員の状況等

会員組織数は、2025年11月時点で456である⁵²。会員は約60カ国にまたがり、その地域分布は北米・欧州中心だが、近年ではアジア・アフリカにも拡大している⁵³。

⁵¹ GIIN (2025) 「日本会合の発足により、成長著しい日本のインパクト投資市場へのコミットメントを強化」

⁵² GIIN (n.d.) “Members” <https://thegiin.org/members/asset-managers> (2026年1月9日最終アクセス)

⁵³ GIIN (n.d.) “State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations”

- ✓ アセットオーナー：121（うち、日本 6）
- ✓ 運用機関：253（うち、日本 4）
- ✓ サービスプロバイダー：82（うち、日本 2）

D 他団体との関係等

2022 年より、OPIM（インパクト・マネジメント運用原則）の事務局が、国際金融公社（IFC）から GIIN に移管されている。

② Operating Principles for Impact Management (OPIM)

名称	Operating Principles for Impact Management (OPIM：インパクト・マネジメント運用原則)
設立年	2019 年
本拠地	米国・ニューヨーク
会員の状況等	署名機関総数：182（2025 年 11 月時点）
URL	https://www.impactprinciples.org/

A 設立経緯等

GIIN が 2018 年に公表したインパクト投資のロードマップ「Roadmap for the Future of Impact Investing」等において、インパクト投資家向けの原則を策定する必要性が示されたことを背景に、国際金融公社（IFC）が主導する形でインパクト投資の実践に向けた運用原則の作成に着手した⁵⁴。その後、主要なアセットオーナー、運用機関、金融機関等と連携し、3 カ月間のステークホルダーとの一般協議を経て 2019 年、投資家が IMM を適切に行うための運用原則として OPIM が公表された。

なお、2022 年以降は、OPIM 事務局の運営は IFC から GIIN に移管されている⁵⁵。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

OPIM のホームページによると、本原則は、投資家がインパクト投資の設計や実施、継続的改善まで一貫して活用できる実践的な枠組みを提供することで、投資のライフサイクル

⁵⁴ GSG Impact JAPAN National Partner (2021) 「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック第 1 版」

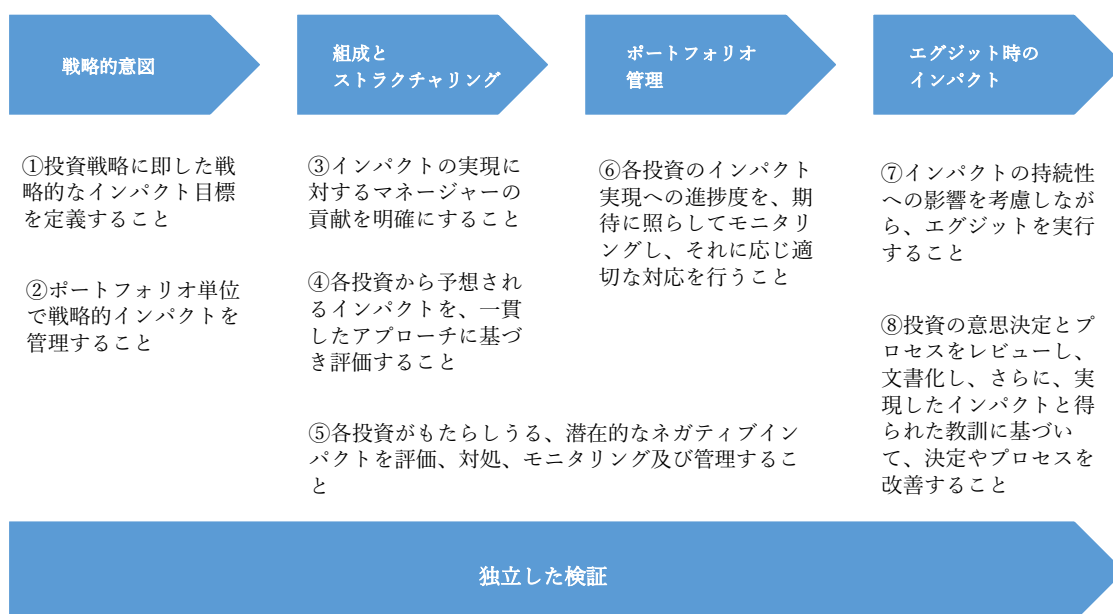
⁵⁵ OPIM (n.d.) “Governance” <https://www.impactprinciples.org/governance/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

全体を通じてインパクトを考慮することを目的としている⁵⁶。インパクト投資の透明性、信頼性を高めることにより、民間セクターからのインパクト投資市場への資金動員を促進したいという狙いがある。

【主な活動内容】

OPIM は、投資のライフサイクルを戦略的意図、組成とストラクチャリング、ポートフォリオ管理、エグジット時のインパクト及び独立した検証の 5 段階に分け、各段階で適用すべき 9 つの原則を示している（図表 3-12）。インパクト投資の客観性・信頼性の確保を重視しており、9 番目の原則で「独立した検証」を求めている点も特徴の一つである。

図表 3-12 OPIM の 9 原則



⑨本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実施すること

出所：GIIN (2025) “Operating Principles for Impact Management”, February 2019 (updated April 2025)をもとに作成

OPIM の署名機関となるためには、上述の 9 つの原則に沿って組織内で IMM を行うための運用体制を確立する必要がある。署名機関は、自社のインパクトマネジメントシステムと

⁵⁶ OPIM (n.d.) “The 9 Principles” <https://www.impactprinciples.org/9-principles/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

OPIM の原則との整合性について説明したステートメントを OPIM 事務局に提出し、その審査を経て毎年公表することが義務付けられている。

C 会員の状況等

OPIM の署名機関数は、2025 年 11 月時点で 182 機関（うち、日本 8 機関）であり、組織タイプ別の内訳（内訳は 2024 年 5 月時点）は以下のとおり。

- ✓ アセットオーナー、開発金融機関及び多国間開発銀行：42
- ✓ 運用機関：141

署名機関の運用資産総額は、6,191 億米ドル（95 兆 9,605 億円）となっている。署名機関は 40 カ国にまたがっている。

地域としてはヨーロッパが最も多く 48%、次いで米国・カナダ 22%、アジア・オセアニア 17% の順である（2025 年 11 月時点）。

資産クラス別では、プライベートエクイティ及びプライベートデットが多い（2024 年 5 月時点）。

D 他団体との関係等

2024 年、IFC、オランダ開発金融公庫(FMO)、英国国際投資(BII)等と共に、「Inclusive Business への投資ガイド」(Inclusive Business Investment Guidelines)を公表するなど、他団体と連携してインパクト投資の実践を促進している。

2025 年、インパクトの概念や共通理解を促進する米国の非営利団体 Impact Frontiers 及び英国年金基金のインパクト投資を推進する団体 Pensions for Purpose と共に、レポート「年金基金におけるインパクトレポートイングとマネジメントの推進」(Impact Integration – Advancing Reporting & Management Practices in Pension Funds)を公表している。

③ Principles for Responsible Investment (PRI)

名称	Principles for Responsible Investment (PRI：責任投資原則)
設立年	2006 年
本拠地	英国・ロンドン
会員の状況等	署名機関数：5,000 以上（2025 年 11 月時点）
URL	https://www.unpri.org/

A 設立経緯等

2006年、当時の国連事務総長だったコフィ・アナン氏の呼びかけにより、国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP FI）と国連グローバル・コンパクト（UNGC）が中心となってPRI（責任投資原則）が策定・公表された⁵⁷。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

PRIはミッションとして、「長期的な責任投資と、環境・社会全体に利益をもたらす持続可能なグローバル金融システムの実現」を掲げている。このようなミッションのもと、ESG（環境・社会・ガバナンス）要素を投資戦略に取り入れることで、「投資家の財務リターンを高め、社会的インパクトを推進することを目指す」としている。

【主な活動内容】

機関投資家は受益者のために長期的視点に立ち、最大限の利益を追求する義務があるという考えに基づき、投資家がESG要素を投資の実践に組み込むための指針として、6つの原則⁵⁸を提示している。また、年次総会「PRI in Person」を開催し、責任投資に関するグローバルな議論やネットワーキングを実施している。

PRIは設立当初から、メインストリームの機関投資家の参画を促すため、ESG要素が投資のリスク・リターンにとって重要な役割を果たすことを主張してきた。一方で、2017年に「A blueprint for responsible investment」を公表し、その頃から署名機関に対し、「Real-World Impact（実世界へのインパクト）」との関係性をより意識した投資活動の実践を促すようになってきている。

2020年には、SDGsに関するアウトカムを志向する投資家向けのガイダンスとして、5つのポイントを中心とするフレームワーク「Investing with SDG Outcomes: A Five-Part Framework」を策定・公表した⁵⁹。

2021年の報告書「A Legal Framework for Impact」では、IFSI（サステナビリティ・インパクトをもたらす投資）という新たな概念を提示している。IFSIでは、「手段的IFSI」と「目的的IFSI」という2種類が区別され、概念化されている（詳しくは前掲2.3.2参照）。

⁵⁷ PRI (n.d.) “About the PRI” <https://www.unpri.org/about-PRI> (2026年1月9日最終アクセス)

⁵⁸ PRI (n.d.) “What are the Principles for Responsible Investment?” <https://www.unpri.org/about-PRI/what-principles-for-responsible-investment> (2026年1月9日最終アクセス)

⁵⁹ PRI (2020) “Investing with SDG outcomes: a five-part framework” <https://public.unpri.org/sustainable-development-goals/investing-with-sdg-outcomes-a-five-part-framework/5895.article> (2026年1月9日最終アクセス)

日本でも PRI に署名する金融機関は増えており、責任投資やインパクトの概念に対する認知が広がりつつある。なお、現在、PRI 理事の一人として、日本から日本生命保険相互会社の木村氏が就任している⁶⁰。

C 会員の状況等

PRI の署名機関数は、2025 年 11 月時点で 5,000 機関以上であり、組織タイプ別の内訳は以下のとおり。

- ✓ アセットオーナー：743（うち、日本 39）
- ✓ 運用機関：3,862（うち、日本 96）
- ✓ サービスプロバイダー：441（うち、日本 11）
- ✓ ネットワークサポーター：87（うち、日本 2）

署名機関の運用資産総額は 139.6 兆米ドル（2 京 1,638 兆円）に上る（2025 年 11 月時点）。

D 他団体との関係等

OPIIM 署名機関のうち、160 機関超が PRI 署名機関（2025 年 5 月時点）であり、近年、実務・人材面での連携・協力が進んでいる。

④ GSG Impact

名称	GSG Impact (旧称：The Global Steering Group for Impact Investment (GSG))
設立年	2013 年
本拠地	英国・ロンドン
会員の状況等	National Partners：43 カ国（途上国を含む全世界）
URL	https://www.gsgimpact.org/

A 設立経緯等

2013 年の G8 議長国英国のキャメロン元首相の呼びかけにより、「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」が創設された。その後、2015 年 8 月に「The Global Steering Group for Impact Investment (GSG)」に名称が変更され、さらに 2024 年 5 月には「GSG Impact」に名称が変更されている。

⁶⁰ PRI (n.d.) "Board members" <https://www.unpri.org/about-PRI/how-we-are-governed/board-members> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

GSG Impact JAPAN National Partner は、GSG Impact ネットワークの一員として、また日本におけるインパクト投資／インパクトエコノミー推進のハブ組織として、2014年7月に設置された。GSG Impact JAPAN National Partner の事務局は、一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）が担っている⁶¹。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

GSG Impact は、あらゆる投資・ビジネス・公的支出に関する意思決定においてインパクトが中核的要素になることをビジョンに掲げ、世界中にインパクトエコノミーを構築し、SDGs と気候目標に向けた資本の流れを生み出す基盤とインセンティブを創出することをミッションとしている⁶²。

【主な活動内容】

・ GSG Impact

本拠地を英国・ロンドンに置き、5大陸10カ国を代表する12名の評議員によるGSG Impact 理事会を設置している⁶³。

理事会は、各国においてインパクト投資を推進する最初の組織や、インパクト分野における国家的な基準となるような団体をNational Partner として承認・認定する。承認までのプロセスにおいて、National Partner の候補となる団体はGSG Impact の専門家による支援を受けることができる⁶⁴。各国のNational Partner は、それぞれが独立した活動を行いながら連携していくネットワーク型組織を形成している。

GSG Impact の主要な活動は、図表3-13に示すとおり、新たなNational Partner の創出や、National Partner に対する包括的及び課題別の支援・能力強化である。

また、パートナーシップ全体にわたる連携の改善や、政策の透明性、SME（中小企業）金融において、National Partner の役割を高めるためにノウハウの共有を行っている。

⁶¹ SIIF (n.d.) “GSG IMPACT” https://www.siif.or.jp/approach_theme/gsg_impact/ (2026年1月9日最終アクセス)

⁶² GSG Impact (n.d.) “Collective action advancing impact around the world.” <https://www.gsgimpact.org/about/about-us/> (2026年1月9日最終アクセス)

⁶³ GSG Impact (n.d.) “Trustees and Ambassadors” <https://www.gsgimpact.org/about/trustees-and-ambassadors/> (2026年1月9日最終アクセス)

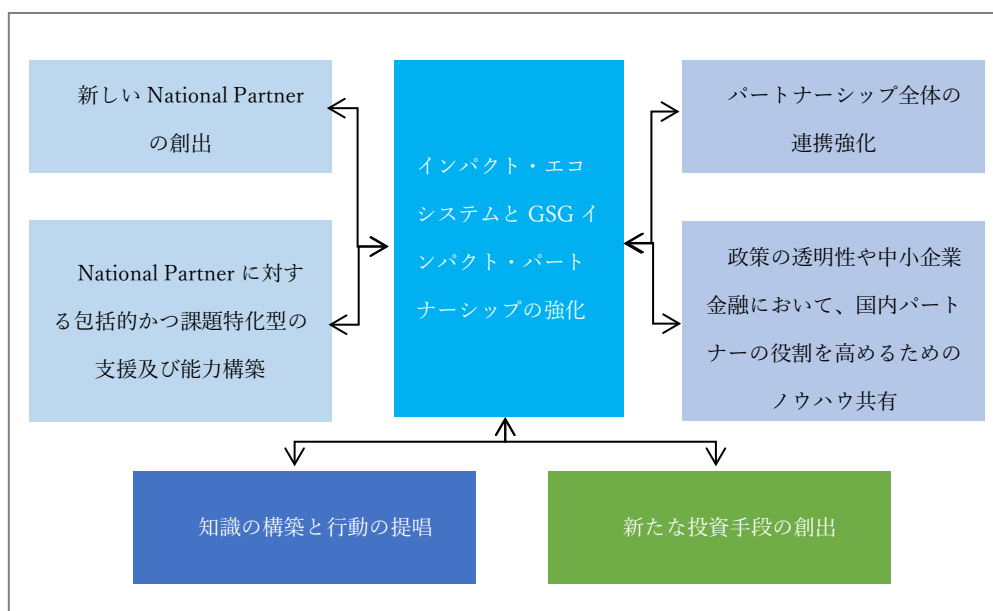
⁶⁴ GSG Impact (n.d.) “What we do and why” <https://www.gsgimpact.org/media/coalnwhd/gsg-impact-what-we-do-and-why.pdf> (2026年1月9日最終アクセス)

これらの活動によってインパクト・エコシステムと GSG Impact パートナーシップを強化し、新たな投資ビークルの創出の推進や、知見の発展及び実践に向けた提言活動を行っている⁶⁵。

・ GSG Impact JAPAN National Partner

日本国内のインパクト投資市場の規模や実態を調査した「日本におけるインパクト投資の現状」レポートを毎年発行（代表的なデータは前掲 3.1 に掲載）している。また、国内における調査研究・普及啓発・ネットワーキングの促進を行っている。

図表 3-13 GSG インパクト・パートナーシップの目指す姿



出所：GSG Impact (2025) “Annual report 2024”をもとに作成

C 会員の状況等

- ✓ National Partners：43 カ国（途上国を含む全世界）⁶⁶
- ✓ Strategic Partners：13 機関（AVPN、IFVI、GIIN、UNDP、財団、ファンド等）⁶⁷

⁶⁵ GSG Impact (2025) “Annual report 2024”

⁶⁶ GSG Impact (n.d.) “National Partners” <https://www.gsgimpact.org/partners/national-partners/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁶⁷ GSG Impact (n.d.) “Strategic Partners” <https://www.gsgimpact.org/partners/strategic-partners/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

- ✓ Strategic Affiliations : 9 機関 (ISSB、OECD PF4SD 等) ⁶⁸
(2025 年 12 月時点)

D 他団体との関係等

以下の政府機関や世界の基準設定団体が、Strategic Affiliations として GSG Impact と協力している。

- G20 サステナブルファイナンスワーキンググループ：ナレッジパートナー
- Impact Management Platform (2021 年に Impact Management Project が発展的に解消して設立されたプラットフォーム)：創設メンバー
- IFRS 財団の国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)：持続可能性諮問委員会 (SCC) の初代メンバー及び ISSB キャパシティビルディングのためのパートナーシップフレームワークのメンバー
- 国際公会計基準審議会 (IPSASB)：サステナビリティリファレンスグループのメンバー

⑤ Impact Europe

名称	Impact Europe
設立年	2004 年(前身の EVPA の設立年)
本拠地	ベルギー・ブリュッセル
会員の状況等	約 350 の資本提供者、企業 ⁶⁹ (2025 年 12 月時点)
URL	https://www.impacteurope.net/

A 設立経緯等

2004 年に設立された European Venture Philanthropy Association (EVPA) を前身とする。2022 年にインパクト投資市場の成長を受けて、活動の軸足を「手法 (ベンチャー・フィランソロピーのアプローチ)」から「目的 (人々と地球のためのポジティブな変化の加速)」へ転換するミッションを掲げ、2023 年に Impact Europe として再スタートした ⁷⁰。

⁶⁸ GSG Impact (n.d.) “Strategic Affiliations” <https://www.gsgimpact.org/partners/strategic-affiliations/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁶⁹ Impact Europe (n.d.) “About” <https://www.impacteurope.net/about> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁷⁰ Impact Europe (n.d.) “The Age of Impact” <https://www.impacteurope.net/insights/age-impact> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

ベルギー・ブリュッセルに拠点を置いている⁷¹。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

インパクトを創出するための資金提供者（財団、インパクトファンド、銀行・金融機関、企業インパクトアクター、公的資金提供者）のネットワーク組織であり、すべての人々の繁栄と社会の進歩を促進し、不平等と不公正を正し、地球環境を保護することを目指している。

【主な活動内容】

インパクト分野の独自のデータハブを構築し、数千人のインパクト専門家の育成や、IMMに関する基準設定と水準向上のためのガイドラインを策定。「A Practical Guide to Venture Philanthropy and Social Impact Investment」の初版を前身のEVPAが2008年に公表し、2010年、2016年、2018年、2020年に更新している。この出版物に基づき、更新ごとに「Investing for Impact Toolkit」を作成している。このツールキットは新規参加者や初期段階の投資家がインパクト投資に取り組むための支援を目的とした実践的なガイドであり、IMMの具体的な手順等を解説している。2020年版では、インパクト投資家憲章の10原則が示されている。

⁷¹ Impact Europe (n.d.) “Impact Europe” <https://www.impacteurope.net/members/impact-europe> (2026年1月9日最終アクセス)

図表 3-14 EVPA 憲章に示された 10 の原則



出所：EVPA (2020) “Investing for Impact Toolkit”をもとに作成

2013年に初版を公表、2015年に一部改訂を行った「A Practical Guide to Measuring and Managing Impact」はIMMに関するガイドラインの嚆矢とされる。このガイドラインがEUにおけるガイドラインの基となるなど⁷²、Impact EuropeはEUの政策分野においてプレゼンスを確立している⁷³。

インパクト・エコシステムの構築に向けて、東ヨーロッパ、中東、北アフリカを中心とした地域でプロジェクトを展開。EUからの資金援助を受け、2020年に東ヨーロッパにて5年間の市場構築プロジェクトを開始した。アルメニア、ウクライナ、ジョージア、アゼルバイジャン、モルドバにおける意識啓発、社会的イノベーションの促進、政策及び意思決定関係者との対話を行っている。2023年には、中東・北アフリカ地域で市場構築プロジェクトを開始。モロッコ、チュニジア、アルジェリア、エジプト、パレスチナ、レバノン、ヨルダンにおけるインパクト投資を促進している。

⁷² 内閣府 (2016) 「社会的インパクト評価の推進に向けて－社会的課題解決に向けた社会的インパクト評価の基本的概念と今後の対応策について－」社会的インパクト評価検討ワーキング・グループ

⁷³ Impact Europe (n.d.) “We are the investing for impact network”
<https://www.impacteurope.net/about> (2026年1月9日最終アクセス)

2024年、オランダやスペインの GSG National Partner 等と連携して「Impact Manifesto」を公表⁷⁴。EU に対して、EU のすべての公的資金を意図的にインパクトのあるものにする
こと、公共調達を含む EU の公的資金の活用によってもたらされるインパクトを評価する
仕組み（impact scoreboard）を作ること等を求める提言を行った。

2025 年からは、5 年計画で西バルカン地域における社会的起業エコシステムの構築を
目指し、北マケドニア、セルビア、コソボ、モンテネグロ、アルバニア、ボスニアにおける
政策を推進している⁷⁵。

C 会員の状況等

350 以上の会員（財団、インパクトファンド、銀行・金融機関、企業インパクトアクター、
公的資金提供者、企業などあらゆる種類の社会的イノベーター）を擁する。

2024 年には新たに 54 の組織が加盟。組織タイプ別のうち、72%が資金提供者であり、革
新的な投資戦略に注力し、同業他社との学び合いを重視している。28%はマーケット&キャ
パシティビルダーで、市場の開拓やインフラの構築、専門能力の向上といった知見を通じて、
エコシステムを豊かにするために活動している⁷⁶(2024年12月時点)。

D 他団体との関係等

AVPN（Asian Venture Philanthropy Network）や、AVPA（African Venture Philanthropy
Alliance）といった、各地域のネットワークがメンバーの一員として Impact Europe に参加
している⁷⁷。

2022 年には、EVPA（現 Impact Europe）と GSG Impact が合同で報告書「Accelerating
Impact」を発行し、欧州 18 カ国、512 のインパクト投資ビークルを代表する 285 の組織の
調査を行った⁷⁸。

2025 年 3 月には、EU の改訂版サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）にインパク
ト投資を明示的に位置づけることを提案した欧州委員会に対し、GSG Impact 等の他の団体

⁷⁴ Impact Europe (2024) “The Investing for Impact Manifesto”

⁷⁵ Impact Europe (n.d.) “Market Building” <https://www.impacteurope.net/stream/market-building>
(2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁷⁶ Impact Europe (2025) “Annual Report 2024”

⁷⁷ Impact Europe (n.d.) “Members” <https://www.impacteurope.net/members> (2026 年 1 月 9 日最終
アクセス)

⁷⁸ EVPA (2022) “Accelerating Impact”

と共同で歓迎の声明を発表する⁷⁹など、他団体とともに EU の政策に対して、インパクト投資に関する提言活動を行っている。

⑥ Asian Venture Philanthropy Network (AVPN)

名称	Asian Venture Philanthropy Network (AVPN)
設立年	2011 年
本拠地	シンガポール
会員の状況等	メンバー数：700 以上（2025 年 12 月時点）
URL	https://avpn.asia/

A 設立経緯等

EVPA を設立したダグ・ミラー氏が、アジアに同様のネットワークを構築するため、AVPN を創設。社会課題解決を目指す投資家が集まるアジア最大級のネットワークである。インパクト志向の資金循環の拡大及びフィランソロピーとインパクト投資の融合を推進している。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

加盟組織に対するキャパシティビルディングの機会と、多様なセクターの組織・企業が連携協働するプラットフォームを提供することを通じて、アジアにおける社会的投資や戦略的フィランソロピーの活性化と、創出インパクトの最大化を目的としている。

メンバーシップは以下の 3 つに区分され、それぞれ異なる目的を持つ⁸⁰。

「Vision」：CEO や取締役による意見交換の場や、影響力のあるオピニオンリーダーとの交流機会を提供する

「Catalyst」：知識の共有、コミュニティの開発、アジア全域での資金循環に向けて、エコシステム構築の最前線にいる人々の支援を行う

「Knowledge」：地域の情報を調査している人々に対して、フィランソロピーやインパクト投資分野の知識を取得する機会を提供する

⁷⁹ Impact Europe (2025) “A Joint Welcome to the New SFDR Proposal”

<https://www.impacteurope.net/insights/joint-welcome-new-sfdr-proposal> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁸⁰ 日本ファンドレイジング協会 (n.d.) 「多様な資本でインパクトを生み出す Moving Capital Towards Impact」 <https://jfra.jp/avpn> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)、AVPN (n.d.) “Annual Review 2024-2025” <https://avpn.asia/annual-review/2024-25/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

【主な活動内容】

国際カンファレンスの開催、アジア各国でのセミナーやワークショップの開催、メンバー間での協働プロジェクトの推進、フィランソロピーやインパクト投資についての研究事業等を実施している。

C 会員の状況等

メンバー数：700 以上（うち、日本を含む北東アジア：138 機関）⁸¹

組織タイプ別の内訳は以下のとおり。

- ✓ 企業/金融機関：92（うち、日本を含む北東アジア：16）
- ✓ ファミリーオフィス：10（うち、日本を含む北東アジア：5）
- ✓ 財団/信託：166（うち、日本を含む北東アジア：35）
- ✓ 政府関連機関：30（うち、日本を含む北東アジア：8）
- ✓ インパクトファンド：42（うち、日本を含む北東アジア：7）
- ✓ インキュベーター/アクセラレーター：28（うち、日本を含む北東アジア：8）
- ✓ 中間支援組織：49（うち、日本を含む北東アジア：9）
- ✓ 国際非政府組織（国際 NGO）：108（うち、日本を含む北東アジア：14）
- ✓ ネットワーク組織：50（うち、日本を含む北東アジア：9）
- ✓ プライベートエクイティ/ベンチャーキャピタル：19（うち、日本を含む北東アジア：5）
- ✓ サービス提供事業者：64（うち、日本を含む北東アジア：10）
- ✓ 大学/研究機関：37（うち、日本を含む北東アジア：11）
- ✓ その他

地域カバレッジ：アジアを中心に、全世界 43 以上の市場をカバー
（2025 年 12 月時点）

D 他団体との関係等

認定特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会が AVPN の日本代表パートナーとして、アジアにおいてインパクトを生み出すための資金循環のエコシステム構築に取り組んでいる⁸²。

⁸¹ AVPN (n.d.) “Together, we change the world” <https://avpn.asia/members/list-of-members/>
(2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁸² 日本ファンドレイジング協会 (n.d.) 「多様な資本でインパクトを生み出す Moving Capital Towards Impact」 <https://jfra.jp/avpn> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⑦ Impact Capital Managers (ICM)

名称	Impact Capital Managers (ICM)
設立年	2018 年
本拠地	米国・ニューヨーク
会員の状況等	メンバーのファンド数：140 以上（2025 年 12 月時点）
URL	https://www.impactcapitalmanagers.com/

A 設立経緯等

2018 年に米国とカナダの主要なインパクトファンドが、運用機関同士のネットワーク構築と IMM の実践、ファンドにおける人材育成等を行うために設立された。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

ファンドを運営するジェネラル・パートナー（GP）に特化した会員組織であり、競争力ある市場利回りの投資リターンとインパクト創出を目指している。会員企業の業績向上を加速させ、誠実さと信頼性をもってプライベートキャピタルによるインパクト投資市場を拡大することを使命としている。

【主な活動内容】

会員同士のネットワーキングや、インパクト管理などパフォーマンスに関連する分野でのベストプラクティスの特定・共有を行う。また、ICM 研究所と提携し、インパクト投資分野の研究と教育を実施。人材育成プログラムや専門能力開発プログラム、パートナーシップを通じて、インパクト投資家の育成を行っている⁸³。

2018 年、ICM はインパクト投資ファンドに関する調査レポート「The Alpha in Impact」をインパクト投資専門コンサルティング会社 Tideline と連名で公表。その中で、インパクト目標を掲げたファンド運営が財務パフォーマンスを高める方法（インパクトアルファ）を推進する 10 の要因（ドライバー）を特定し（図表 3-15）、どのように財務パフォーマンス向上に寄与するかを分析した。

⁸³ ICM (n.d.) “ABOUT” <https://www.impactcapitalmanagers.com/about-icm>（2026 年 1 月 9 日最終アクセス）

図表 3-15 インパクトアルファの10のドライバー

分類	ドライバー	
確保する 投資機会を	1	ミッションに沿ったネットワークを通じて投資機会を見つける
	2	市場に関する深い専門知識を通じて投資機会を発掘する
	3	投資先企業と価値観を一致させる
バリューを創造する	4	インパクトの専門知識を活用してより効果的なビジネスを開発する
	5	投資先企業のブランディングとストーリーテリングを強化する
	6	マネージャーと投資先の人材を惹きつけ、定着させる
	7	公的資金やフィランソロピー資金を活用する
強化する アウトカムを	8	インパクトの説明責任を通じて、事業運営における規律と効率性を促進する
	9	インパクトを重視するステークホルダーとの信頼関係を確立する
	10	社会・環境・レピュテーションリスクの管理を最適化する

出所：Tideline & ICM (2018) “The Alpha in Impact: How operating with an impact objective can add financial value for investors”をもとに作成

2020年にICMネットワークのリーダーらによって、「ICM Fundamentals of IMM (Impact Measurement & Management)」が策定された。これは運用機関向けのIMMのガイダンスとして活用されている。

C 会員の状況等

運用資産が 2,500 万米ドル (38 億 7,500 万円) 以上のファンド (一部例外あり) に対し、選考制のメンバーシップを用意している。日本からは株式会社環境エネルギー投資、GLIN Impact Capital 合同会社がメンバーシップに登録されている⁸⁴。

- ✓ メンバーのファンド数：140 以上
 - ✓ 運用規模：世界 6,000 社以上の企業に対し、資産総額 800 億米ドル (12 兆 4,000 億円) 以上のインパクト重視の資本を投入
 - ✓ 地域カバレッジ：北米中心
- (2025 年 12 月時点)

D 他団体との関係等

ICM は Impact Frontiers のパートナーシップによって、インパクトと財務パフォーマンスの両立に向けた投資意思決定を支援するためのオンラインカリキュラムを提供している⁸⁵。このカリキュラムは、上述の「ICM Fundamentals of IMM」等をもとに作成されている。

⑧ Toniic

名称	Toniic
設立年	2010 年
本拠地	米国・サンフランシスコ
会員の状況等	富裕層個人、ファミリーオフィス、財団のアセットオーナー：約 500 の投資家 (2025 年 12 月時点)
URL	https://toniic.com/

A 設立経緯等

インパクト投資家のためのグローバルなアクションネットワークとして 2010 年に設立された。創業者は 2000 年に KL フェリシタス財団を設立し、社会的企業の育成に取り組んできた。当財団の基本財産のポートフォリオにインパクト投資を組み込み、運用を通じた社

⁸⁴ ICM (n.d.) “MEMBERS”

<https://www.impactcapitalmanagers.com/members-icm> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

⁸⁵ ICM (n.d.) “IMPACT MEASUREMENT & MANAGEMENT (IMM)”

<https://www.impactcapitalmanagers.com/im-icm> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

会・環境インパクトの実現を図ってきた経験を踏まえ、富裕層の持つ資産の100%を社会・環境インパクトの創出に活用することを提唱し、Toniicを創設したとされる⁸⁶。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

インパクト創出を目指す富裕層個人やファミリーオフィス等に特化した会員組織である点の特徴である。積極的なインパクト投資家のグローバルコミュニティを形成し、資本のあるあらゆる分野において、よりプラスのネットインパクトを追求することを目的としている。

【活動内容】

「T100」プロジェクトでは、保有資産の100%を社会・環境インパクトの達成に活用する投資ポートフォリオに関する長期研究を行っている。投資家に対し、あらゆる資産クラスにおいて大きなインパクト創出が期待できるポートフォリオの構築を促すこと、仲介業者を活性化しより影響力のある製品やサービスを促すこと、必要な投資家データを研究コミュニティに提供することを通して、インパクト投資市場の構築を支援している⁸⁷。

「ToniicEd」プログラムは、インパクト投資家としてのスキルを強化するために設計された、業界をリードする教育カリキュラムである。Toniic グローバルメンバーはこの教育プログラムを使用することができ、インパクト投資の基礎から、インパクトポートフォリオの構築について学ぶことができる。初学者だけでなく、すでにインパクト投資を実践し始めた投資家に向けた中級コースも用意している⁸⁸。

また、起業家、投資家、インパクトプロフェッショナル向けにハウツーガイド「Impact Terms」を提供している⁸⁹。

C 会員の状況等

世界25カ国以上から約500の富裕層個人、ファミリーオフィス、財団が参加している(2025年12月時点)⁹⁰。

D 他団体との関係等

⁸⁶ SIF (2020) 「新しいフィランソロピーを発展させるエコシステムに関する調査—富裕層の意思ある資産を社会に生かす—」

⁸⁷ Toniic (n.d.) “T100” <https://toniic.com/t100/> (2026年1月9日最終アクセス)

⁸⁸ Toniic (n.d.) “Education” <https://toniic.com/toniiced/> (2026年1月9日最終アクセス)

⁸⁹ Toniic (n.d.) “Impact Terms” <https://toniic.com/itp/> (2026年1月9日最終アクセス)

⁹⁰ Toniic (n.d.) “Top page” <https://toniic.com/> (2026年1月9日最終アクセス)

2019年に、アジアにおけるインパクト投資の取り組みを支援することを目的として、Toniic AVPN メンバーシップが構築された。AVPN のメンバーに対し、Toniic のインパクト投資家コミュニティとのつながりや、教育コンテンツを提供する⁹¹。

また、2025年10月には、Impact Europe や GIIN と提携し、ロンドンにおいて「戦略的資本のための協働」に関する集会を実施し、多種多様な投資家間の協働をテーマに事例の共有などが行われた⁹²。

⑨ インパクト志向金融宣言

名称	インパクト志向金融宣言
設立年	2021年
本拠地	日本
会員の状況等	署名金融機関数：66社、署名協力機関：8社（2025年10月時点）
URL	https://www.impact-driven-finance-initiative.com/

A 設立経緯等

日本国内の複数の金融機関が協働し、インパクト志向の投融資の実践を進めるイニシアチブとして、金融機関21社の経営トップの署名により2021年から活動を開始⁹³。一般財団法人社会変革推進財団（SIIF）が設立・運営の事務局として関わってきたが、2025年以降はSIIFから独立し、新組織で展開している。

B 活動目的・主な活動内容

【活動目的】

個別の投融資におけるIMMの実践や、金融機関の業務全体にインパクト志向の金融を拡大させる取り組みを推進。深刻化する国内外の環境・社会課題に対し、公的資金による対応だけでなく、民間資金による投融資が不可欠であるとの考えから、図表3-16に示す宣言文を制定した。宣言文には、金融機関の経営においてインパクト志向を持つことの重要性への理解や、インパクト創出に向けた各金融機関同士の協調などが盛り込まれている。署名機関は自らの組織において宣言文を意識した活動を行うだけでなく、複数の金融機関でアセッ

⁹¹ Toniic AVPN (2019) “Toniic AVPN”

⁹² Impact Europe (2026) “Trust and Courage: Unlocking Collaboration for Catalytic Capital”
<https://www.impacteurope.net/insights/trust-and-courage-unlocking-collaboration-catalytic-capital>
 (2026年3月13日最終アクセス)

⁹³ インパクト志向金融宣言事務局（2025）「インパクト志向金融宣言プログレスレポート2024」

トクラス横断的に協働を推進していくことで、金融機関が扱う資金の流れをインパクト志向へと変革させていくことを目指すとしている。

図表 3-16 インパクト志向金融宣言の宣言文

1	金融機関が社会から期待されている役割を果たすためには、その経営においてインパクト志向を持つことの重要性を理解しており、インパクト志向の投融資を各参加金融機関において実践するように取り組んでいく。
2	金融機関がその投融資活動を通じて生み出すインパクトを可視化し、投資戦略や投資判断に活用しインパクト創出に向けた努力を継続することが必要であると考えており、IMM を伴う投融資活動や金融商品の提供を推進する。
3	以上の取り組みに関して、それぞれの組織の状況に応じて自らの計画を策定したうえで、実践されたベストプラクティスや推進上の課題を署名者間で共有・議論することを通じて、この活動が持続的に発展できるように運営していく。
4	IMM の質の向上やインパクト志向の投融資の量的拡大に向けて、署名金融機関のワーキングレベルで、意見・情報交換及び必要な調査研究など、協調的な活動を行っていく。
5	本宣言に参加していない金融機関を含む我が国の金融業界全般にインパクト志向の金融機関経営の在り方や IMM の取り組みが波及していくように協調して活動を行う。
6	海外で取り組まれているインパクト志向の投融資や IMM の推進にかかるイニシアティブに意欲的に参加し、国際的なインパクト志向の投融資の推進に貢献するとともに、我が国からの発信を積極的に行っていく。
7	この活動を、我が国金融業界が、自律的にインパクト志向の投融資を持続的に発展させることができるようになるまで継続する。

出所：インパクト志向金融宣言(2025)「インパクト志向金融宣言」<https://www.impact-driven-finance-initiative.com/> (2026年1月9日最終アクセス)をもとに作成

【主な活動内容】

6つの分科会（「融資・債券」「インパクト志向企業価値向上アライアンス」「ソーシャル指標」「アセットオーナー・アセットマネジメント」「地域金融」「ベンチャーキャピタル」）を定期的に開催し、参加機関による情報共有や事例研究等を実施している。

2025年8月に策定された中期計画においては、インパクト志向の浸透が限定的である点や、インパクト投資の定義の曖昧さ・多様化によるウォッシュの懸念、個社レベルのインパクト投資の限界が課題として挙げられ、これらの課題に対応するアプローチとして、①インパクト志向へ変革することへの納得感の醸成、②インパクトファイナンスの定義の拡大と

質の引き上げ、③社会・環境課題を軸としたアセットクラス横断の連携強化の3点が掲げられた⁹⁴。

C 会員の状況等

署名金融機関数：66

署名協力機関数：8

賛同機関数：10

特別賛同機関数：1

特別協賛機関数：1

(2025年10月時点)

D 他団体との関係等

賛同機関には、GIIN、GSG Impact、Impact Frontiers、PRI等が含まれる⁹⁵。

3.3 インパクト投資に関する諸外国の政策・規制等

本節では、下記の国・地域におけるインパクト投資に関連する政策・規制等の現状について調査を行った⁹⁶。なお、これらの国・地域は、後掲の海外年金基金の取り組み事例調査(第5章)において調査対象とする基金の本拠地所在国を勘案したものとなっている。

- ① 米国
- ② オーストラリア
- ③ EU
- ④ オランダ
- ⑤ 英国
- ⑥ フランス
- ⑦ スウェーデン
- ⑧ 日本

⁹⁴ インパクト志向金融宣言事務局(2025)「インパクト志向金融宣言 Theory of change/中期計画」

⁹⁵ インパクト志向金融宣言事務局(n.d.)「インパクト志向金融宣言」<https://www.impact-driven-finance-initiative.com/>(2026年1月9日最終アクセス)

⁹⁶ 本節における外貨建て金額の円換算は、日本銀行が2025年12月に公表した基準外国為替相場公表の為替レート(1米ドル=155円、1ユーロ=180円、1豪ドル=101円、1ポンド=203円)に基づく。

① 米国

A 市場規模・特徴

米国におけるサステナブル投資の業界団体 US SIF が公表したレポートによると、サステナブル投資／ESG 投資を標ぼうする資産残高は、2025 年末で 6.6 兆米ドル（1,023 兆円）である。当該レポートによると、サステナブル投資が今後 1 年間で中程度または力強い成長をすると予想した割合は回答者全体の 53%となり、前年の回答である 73%から減少した⁹⁷。

GSG Impact による米国のインパクト投資市場の規模は 2024 年時点で 5,500 億米ドル（85 兆 2,500 億円）とされている⁹⁸。インパクト投資市場は過去 15 年間で大きく成長し、資産クラス、リスク・リターン特性、インパクト投資領域において、幅広い形態をとっている。国内にはインパクト投資家、インパクト投資ファンド、コミュニティ投資、その他の非営利金融仲介機関、インパクト志向のビジネスからなる活発なエコシステムが存在している。

B 関連政策・規制

米国の政策・規制環境は 2025 年の政権交代により方向性が大きく変化しつつある。バイデン政権下では、住宅供給、気候変動対策、グリーン産業投資など、インパクト投資にとっても追い風となる施策が積極的に推進された一方、トランプ政権下では、脱炭素減税の縮小など、インパクト投資の拡大にとっては向かい風となりうる措置が取られている。

【バイデン政権下の政策】

2022 年 5 月に発表された「住宅供給アクションプラン」⁹⁹は住宅の供給不足解消を目的としている。このプランは、今後 3 年間で数十万戸のアフォーダブル住宅を創出、保全し、5 年間で住宅供給不足を解消するための住宅供給への投資や、立法措置、行政措置を含んでいる。

2022 年 8 月に成立したグリーン産業への投資を促す「インフレ削減法（IRA）」は、米国史上最大規模の気候関連法であり、グリーン産業への投資を促進することを目的としている。この法律は、再生可能エネルギーやクリーン技術に対する税制優遇を提供し、企業や投資家が脱炭素化に向けた取り組みを加速するための強力なインセンティブを設けた。

⁹⁷ US/SIF (2025) “US Sustainable Investing Trends 2025/2026 - Executive Summary”

⁹⁸ GSG Impact (2025) “Impact Economies Traction & Trends: Insights from 34 GSG National Partners”

⁹⁹ The White House (2022) “President Biden Announces New Actions to Ease the Burden of Housing Costs” <https://bidenwhitehouse.archives.gov/briefing-room/statements-releases/2022/05/16/president-biden-announces-new-actions-to-ease-the-burden-of-housing-costs/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

同時期にバイデン政権は、「自然をベースにした解決策 (NbS)」で気候変動対策を担う NbS ロードマップ (分野例: 山火事防止、森林・草原の保全と再生、都市緑化、生態系の保護) を制定した¹⁰⁰。

2024 年 4 月には、環境保護庁 (EPA) が「温室効果ガス削減基金 (GGRF)」を通じて総額 200 億米ドル (3.1 兆円) の助成金の選定結果を発表した。この基金は、クリーンエネルギー生産と温室効果ガス排出削減を支援し、国家的な気候変動ファイナンス仲介ネットワークを構築することを目的としている。このうち 140 億米ドル (2 兆 1,700 億円) は、低所得層や不利な立場にあるコミュニティにおける分散型エネルギー発電や蓄電設備、ネットゼロビル建設、ゼロエミッション車インフラの整備に割り当てられた¹⁰¹。

【第二次トランプ政権下の政策】

一方、第二次トランプ政権下において、2025 年 3 月、EPA のリー・ゼルディン長官は、バイデン政権の GGRF プログラムの 200 億米ドルの補助金実行を停止する措置をとった。そして EPA の優先事項との不整合に関する重大な懸念に基づき、国家クリーン投資基金及びクリーンコミュニティ投資アクセラレーターの助成受給者に対し、契約の終了を通達した¹⁰²。

2025 年 7 月に成立した「1 つの大きく美しい法 (One, Big, Beautiful Bill Act)」では、IRA による脱炭素減税の削減が盛り込まれた。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

2009 年、ロックフェラー財団を中心とした財団や運用機関、金融機関等によって米国で GIIN が設立された。GIIN は、インパクト投資に関する年次レポートを発行しているほか、世界中のインパクト投資の拡大と質の確保を目的として活動している。GIIN は現在、OPIM の事務局を担っており、OPIM の署名機関を地域別に見ると、欧州に次いで米国の組織が多い。

米国及びカナダを拠点とするファンドを対象に、運用機関同士のネットワーク構築と IMM の実践を支援する組織としては、Impact Capital Managers (ICM) がある。また、富裕層の資産を活用してインパクト創出を目指す Toniic は、2010 年に米国・サンフランシス

¹⁰⁰ Nicholas Institute for Energy, Environment & Sustainability (2023) “Nature-Based Solutions Roadmap”

¹⁰¹ GSG Impact (2025) “Impact Economies Traction & Trends: Insights from 34 GSG National Partners”

¹⁰² U.S. Environmental Protection Agency (2025) “Administrator Zeldin Terminates Biden-Harris \$20B 'Gold Bar' Grants” <https://www.epa.gov/newsreleases/administrator-zeldin-terminates-biden-harris-20b-gold-bar-grants> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

コで創設され、グローバルなコミュニティとして全世界の富裕層、ファミリーオフィス、財団などが参加している（詳しくは前掲 3.2 参照）。

② オーストラリア

A 市場規模・特徴

オーストラリアのインパクト投資市場は 2020 年の 200 億米ドルから 2025 年には 1,570 億米ドル（24 兆 3,350 億円）へと成長している¹⁰³。その内訳としては GSS 債（グリーン・ソーシャル・サステナビリティ債券）が 1,450 億米ドル（22 兆 4,750 億円）と、最大シェアを占める。投資対象は再生可能エネルギー、アフォーダブル住宅、ヘルスケア等が多い。

前述の GSS 債への投資は主に機関投資家によるものと考えられるが、オーストラリアにおけるインパクト投資家は、伝統的にはフィランソロピー財団やファミリーオフィスの存在感が強いと指摘されている。今後、インパクト志向の企業への助言や資金調達ニーズに応える専門的な仲介機関がさらに増えれば、民間資本の市場参入が拡大し、機関投資家による資金拠出も増えることが見込まれる¹⁰⁴。

B 関連政策・規制

2023 年、オーストラリア外務貿易省は「新興市場インパクト投資基金 (Emerging Markets Impact Investment Fund: EMIIF)」パイロット事業の実績を踏まえ、2.5 億豪ドル（252.5 億円）規模のインパクト投資ファンド「オーストラリア開発投資 (Australian Development Investments: ADI)」を設立した。ADI はインド太平洋地域（ベトナム・インドネシア・フィリピン・バングラデシュ等）で有望なインパクトファンドに対し、初期段階の譲許的資金を提供する。投資対象となるこれらのファンドは、持続可能な開発や気候変動へのインパクトを重視し、世界の気候とジェンダー平等の成果をもたらす中小企業に資金を提供する¹⁰⁵。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

オーストラリアを代表する 6 つの信託・財団は、「インパクト・チャレンジ基金 (Endowments for Impact Challenge: EFIC)」を立ち上げた。これは総額 1.7 億米ドル（263.5

¹⁰³ Impact Investing Australia (2025) “Impact investing surges eightfold + COP30 and COP31 + \$6 billion in new impact commitments” <https://impactinvestingaustralia.com/impact-investing-surges-eightfold-cop30-and-cop31-6-billion-in-new-impact-commitments/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

¹⁰⁴ GSG Impact (2025) “Impact Economies Traction & Trends: Insights from 34 GSG National Partners”

¹⁰⁵ Australian Government (n.d.) “Australian Development Investment” <https://adi.fund/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

億円)の公開入札型のコンペティションで、信託や財団に対して投資実務家による質の高い考察を提供することを目的としている¹⁰⁶。

2023年には、英国の慈善団体の業界団体である Association of Charitable Foundations (ACF) が設置している Social Impact Investors Group をモデルとして、非営利団体の業界団体である Philanthropy Australia が、インパクト投資財団グループ (Foundations Group for Impact Investing : FGII) を設置した。2024年時点で50以上の会員を擁しており、合計で100億米ドル(1兆5,500億円)以上の資金が投資されている。これはオーストラリアで投資されている基金総額500億米ドル(7兆7,500億円)の約20%に相当する¹⁰⁷。

③ EU

A 市場規模・特徴

EUは2018年に「サステナブルファイナンス・アクションプラン」を採択し、サステナブルファイナンスにおける基準整備や情報開示の強化など、サステナブルファイナンス分野の法制度整備において世界的なリーダーシップを発揮してきた。その一方で、過度なサステナビリティ開示対応が実務やコスト面で負担となり、EU域内企業の競争力低下につながることを懸念する声等が挙がり、近年は情報開示規制を簡素化する動きも出ている。

インパクト投資はEUにおいて2000年代後半から拡がり始め、近年は北米を上回る勢いで市場を拡大させている。GIINの調査レポートによると、2024年における西欧・北欧・南欧のインパクト投資運用残高は全世界の53%を占めており、約8,326億米ドル(129兆530億円)である¹⁰⁸。また、過去6年(2019-2025年)における残高の年平均成長率の地域別内訳では、西欧・北欧・南欧が最も大きく(38%)、次いで北米(34%)となっている¹⁰⁹。

B 関連政策・規制

EUでは、環境・社会課題への関心の高まりを背景に、企業に対して早くから、環境問題への対応や人権への配慮、腐敗防止などに関する非財務情報の開示を強化してきた。2021年には、法的枠組みとして、「企業サステナビリティ報告指令」(Corporate Sustainability Reporting Directive : CSRD)を施行し、大企業を中心にサステナビリティ情報開示の義務

¹⁰⁶ Philanthropy Australia (2024) “The Endowments for Impact Challenge: aligning investments with mission” <https://www.philanthropy.org.au/news-and-stories/the-endowments-for-impact-challenge-aligning-investments-with-mission/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹⁰⁷ Philanthropy Australia (2024) “The Endowments for Impact Challenge: aligning investments with mission” <https://www.philanthropy.org.au/news-and-stories/the-endowments-for-impact-challenge-aligning-investments-with-mission/> (2026年1月9日最終アクセス)

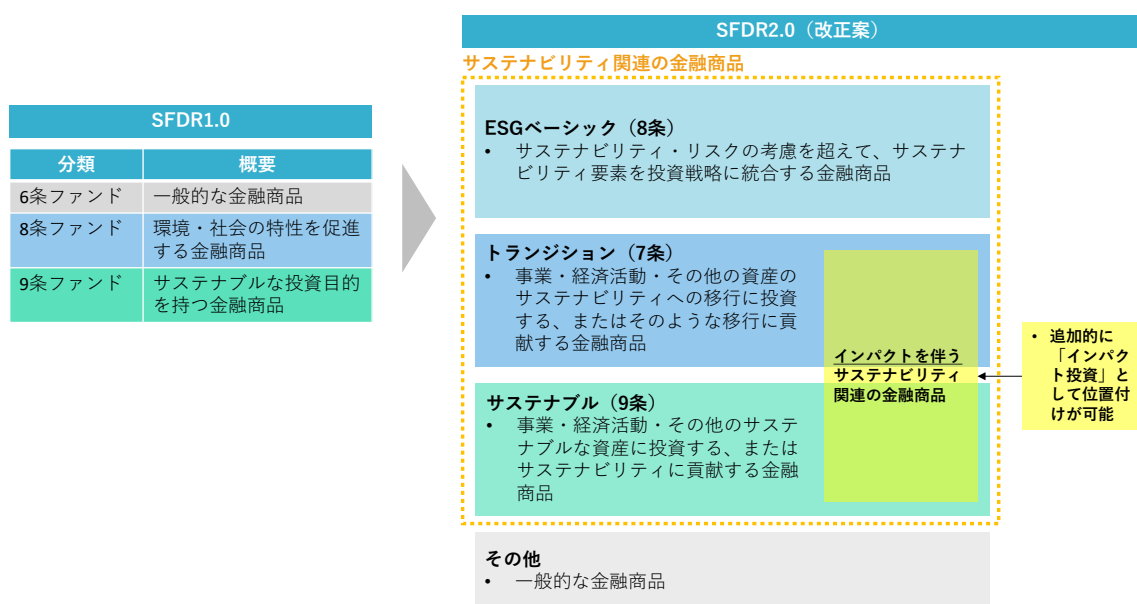
¹⁰⁸ GIIN (2024) “Sizing the Impact Investing Market 2024”

¹⁰⁹ GIIN (2025) “State of the Market 2025: Trends, Performance and Allocations”

化が進められている。また、「サステナブルファイナンス・アクションプラン」において、経済活動が環境的に持続可能かどうかを定義する「分類法」として、EU タクソノミーの検討を開始した。グリーンウォッシュ（見せかけの環境配慮）を防ぎ、真に持続可能な活動への投資を促進するための仕組みとして、EU タクソノミーに沿った事業活動に占める割合等の情報開示が義務付けられている。

金融市場参加者に対しても 2021 年、ウォッシング防止と透明性向上を目的に、欧州委員会は「サステナブルファイナンス開示規則（Sustainable Finance Disclosure Regulation：SFDR）」を施行し、金融商品における開示規則を示した。しかし運用を開始すると、サステナビリティに関する定義が曖昧であることに加え、SFDR が本来意図されていた開示枠組みとしてではなく、金融商品のラベリングの枠組みとして利用されていたことから、かえってウォッシュの懸念につながるなどの批判もあり、見直しが行われている。2025 年に改正案（通称「SFDR2.0」）が公表され、旧来の「SFDR1.0」における分類（8 条ファンド、9 条ファンド）から、「SFDR2.0」では 3 つの新しいカテゴリ（ESG ベーシック、トランジション、サステナブル）に再編されている。

図表 3-17 サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改正案



出所：European Commission (2025) “Legislative proposal to review the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)”、その他各種資料をもとに作成

➤ **トランジション(第7条)** - 事業・経済活動・その他の資産のサステナビリティへの移行に投資する、またはそのような移行に貢献する金融商品

- **ESG ベーシック(第 8 条)** - サステナビリティ・リスクの考慮を超えて、サステナビリティ要素を投資戦略に統合する金融商品
- **サステナブル(第 9 条)** - 事業・経済活動・その他のサステナブルな資産に投資する、またはサステナビリティに貢献する金融商品

「SFDR2.0」の 3 カテゴリーには共通して、以下の要件が示されている。

- 70%ルール：ポートフォリオの 70%以上が、カテゴリに沿ったサステナビリティ関連目標に整合すること
- 除外基準を設けること（例：武器、タバコ、石炭関連産業等）

さらに、「SFDR2.0」では初めて「インパクト投資」が明示され、第 7 条、9 条に関しては、以下の内容を追加的に開示すれば、「インパクト投資」として位置付けることが可能となっている。

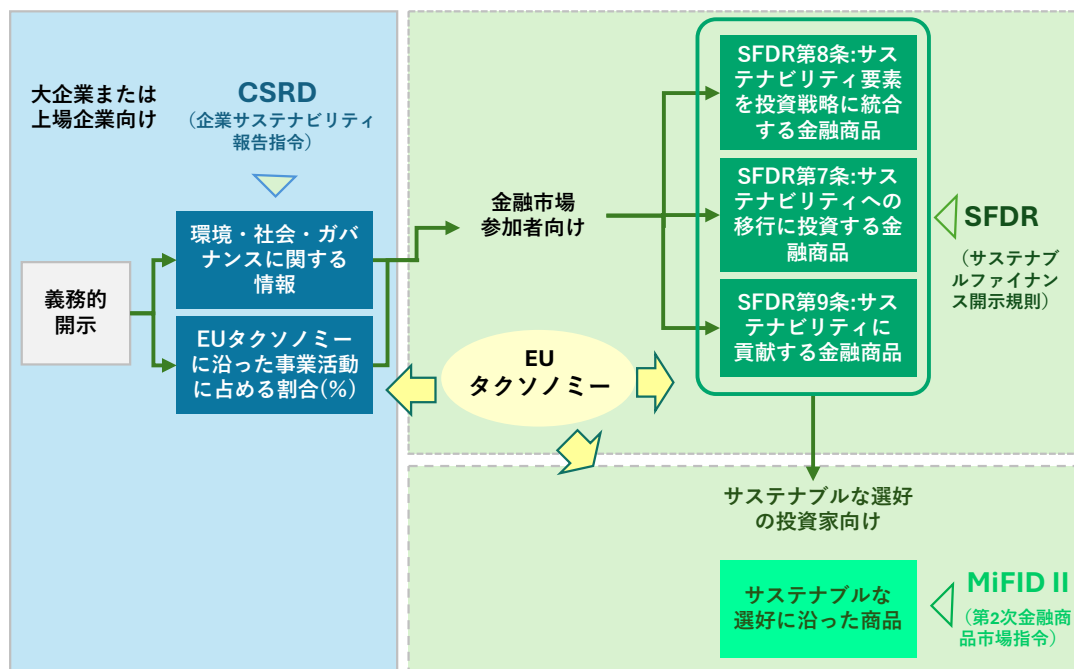
- (a) あらかじめ設定したインパクト理論に基づき、具体的な環境・社会側面の目標に対して期待する成果（インパクト）
- (b) 金融商品の投資内容や投資家の貢献という観点を踏まえ、(a)で期待するインパクトの測定・管理・報告のための仕組み

欧州委員会は、第 7 条、第 9 条ファンドに対して「意図性 (Intentionality)」「測定可能性 (Measurability)」等を求めており、各カテゴリ及びインパクト投資の目的を追求する者に対しても、具体的な開示を義務付ける見込みである。「SFDR2.0」は、インパクト投資を「制度的に認知し、測定義務を強化する」方向に進んでおり、欧州のインパクト投資市場は透明性と信頼性を高める一方、運用機関には厳格な基準とデータ対応力が求められることになる。

また、EU では金融市場における透明性の向上や投資家保護の強化のための包括的な規制として、第 2 次金融商品市場指令 (MiFID II) の改正を行った。MiFID II では、金融商品の販売会社が投資家に対して Sustainability preferences (サステナブルな選好) をヒアリングすることを義務付けており、投資家の選好が EU タクソノミーに適合した投資や SFDR におけるサステナブル投資に該当する場合は、それらの投資がポートフォリオに占める最低割合を投資家に決めさせること等が求められる¹¹⁰。

¹¹⁰ European Union (2021) “Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms”

図表 3-18 サステナビリティ開示規制の全体像



出所：各種資料をもとに作成

これらの規制を通じて、「顧客のサステナブル・インパクト志向を投資の核に据える」枠組みを法制化し、インパクト投資を政策的にも実務的にも支援する制度を設計している。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

欧州におけるインパクト投資の推進と発展を目的とした業界団体として、「Impact Europe (旧 European Venture Philanthropy Association : EVPA)」がある。主な活動は、インパクト投資に関する知見やベストプラクティスの共有、ネットワーキング、政策提言、研究・調査、能力開発プログラムの提供等である。Impact Europe は、EU 各国の政策当局や金融機関、国際機関と連携し、インパクト投資の基準策定やエコシステム強化に取り組んでいる (Impact Europe について詳しくは前掲 3.2 参照)。

④ オランダ

A 市場規模・特徴

オランダは「インパクトエコノミー」の先進国の一つとして位置づけられ、インパクト投資のエコシステムが発展している。2022年3月に発行されたNABとKPMGのレポートに

よると、オランダのインパクト投資市場の規模は 1,500~1,800 億ユーロ（27.0~32.4 兆円）とされており、オランダの運用資産総額の 4~6%を占める¹¹¹。

同国のインパクト投資市場は機関投資家主導で成長しており、GSG Impact のレポート¹¹²によると、エネルギー転換、アフォードブル住宅の提供、サーキュラーエコノミー、生物多様性が主要分野とされている。

前述の NAB と KPMG のレポートでは、オランダにおいてインパクト投資を行っている 38 の投資家（内訳：年金基金(3)、運用機関(23)、公的投資家(4)、保険会社(1)、慈善信託または財団(3)、ファミリーオフィス(2)、その他(2)) に調査を行った結果、インパクト投資の総額は 1,160 億ユーロ（20 兆 8,800 億円）に相当することを確認した。そのうち、年金基金が 760 億ユーロ（13 兆 6,800 億円）を運用し、インパクト投資の大部分を占め、次いで運用機関が 250 億ユーロ（4 兆 5,000 億円）、公的投資家（国または地域のファンド、開発金融機関）が 120 億ユーロ（2 兆 1,600 億円）を運用しているという。

この調査ではこれらの 38 の投資家においては総資産の平均 10%をインパクト投資に割り当てていることも明らかにしている。また、本レポートにおいて、38 の投資家を運用資産残高の大きい機関投資家 8 機関と、運用資産残高が小さく、専門性の高い非機関投資家 30 機関に分けて分析を行った結果、非機関投資家は、運用資産残高のうち 44%をインパクト投資に使用しているのに対し、機関投資家は資産のおよそ 4~6%しかインパクト投資に使用していないことを報告している。これらの結果を踏まえ、インパクト投資に関する今後の拡大が望まれているという。非機関投資家、機関投資家ともに、インパクト投資において SDGs のターゲットのうち、目標 13「気候変動に具体的な対策を」、目標 8「働きがいも、経済成長も」、目標 7「エネルギーをみんなに そしてクリーンに」に対して注目している割合が多い¹¹³。

B 関連政策・規制

2023 年に施行された「Future Pensions Act（将来年金法）」は、オランダの年金制度改革法で、2028 年までに新制度への移行が予定されている。具体的には確定拠出型へと移行することにより、年金加入者による年金運用のあり方への関心が高まり、ひいてはインパクト投資を含むサステナブル投資の拡大に作用する可能性が指摘されている。

¹¹¹ NAB & KPMG (2022) “ARE WE PUNCHING BELOW OUR WEIGHT? Impact investing in the Netherlands: status quo, barriers and ways to unleash further growth”

¹¹² GSG Impact (2025) “Impact Economies Traction & Trends: Insights from 34 GSG National Partners”

¹¹³ Netherlands Advisory Board on Impact Investing (NAB) (n.d.) “State of the Dutch impact investing sector” <https://www.nabimpactinvesting.nl/post/state-of-the-dutch-impact-investing-sector> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

2024年、オランダ税務当局が「Algemeen Nut Investeren (公益目的投資)に関する決定」を発効¹¹⁴。ANBIと呼ばれる公益目的を追求する法人に付与されるステータスの法人において、これまで資産の過剰保有や投資が制約されていたが、公益目的達成のための投資が認められるようになった。この新しい枠組みにより、ANBIは税制優遇を維持しながらインパクト投資を実施できる環境が整備された。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

NAB (Netherlands Advisory Board on Impact Investing)はオランダにおけるインパクト投資の意識向上や調査・提言による障壁への対処を行っている。エコシステム内のすべてのステークホルダーを集め、対話を促進している。また、金融セクター全体の意識向上と能力構築を推進し、より多くの個人投資家や機関投資家がインパクト投資に資本を投入するよう促している。

2024年からは、オランダのピアツーピアのインパクト投資コミュニティである CoFoF (Co-Financing our Future)と提携し、オランダを代表するインパクト投資プラットフォームを構築している¹¹⁵。なお、NABは2021年にANBIステータスを獲得し、2024年の「公益目的投資に関する決定」の発効に関する政策対話や、国内のANBIによるインパクト投資促進にむけた環境整備を進めている¹¹⁶。

⑤ 英国

A 市場規模・特徴

英国でインパクト投資分野の市場形成に取り組む中間支援組織 Impact Investing Instituteの調査によると、国内のインパクト投資市場は2020年の576億ポンド(11兆6,928億円)から2023年には768億ポンド(15兆5,904億円)へと成長している¹¹⁷。投資家や一般市民の社会・環境問題への高い意識や、規制面での前向きな進展(投資商品に対する「サステナビリティ開示要件及び投資ラベル」の最終規則の公表)が成長を後押ししている。

インパクト投資推進において英国は世界を先導しており、2013年に開催された先進国首脳会議 G8 サミットのサイドイベントのフォーラムで、議長国であった英国のキャメロン元

¹¹⁴ Staatssecretaris van Financiën (2024) “Besluit algemeen nut investeringen”

<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2024-8860.html> (2026年1月9日最終アクセス)

¹¹⁵ Netherlands Advisory Board on Impact Investing (NAB) (n.d.) “Who we are”

<https://www.nabimpactinvesting.nl/who-we-are> (2026年1月9日最終アクセス)

¹¹⁶ Netherlands Advisory Board on Impact Investing (NAB) (n.d.) “ANBI”

<https://www.nabimpactinvesting.nl/anbi> (2026年1月9日最終アクセス)

¹¹⁷ Impact investing institute (2024) “The UK impact investing market: Size, scope, and potential”

首相の呼びかけにより「社会的インパクト投資タスクフォース」が創設された¹¹⁸。このタスクフォースが「The Global Steering Group for Impact Investment(GSG Impact)」の前身となり、インパクト投資の国際的な拡大に寄与している（GSG Impact について詳しくは前掲 3.2 参照）。

昨今はインパクト投資の担い手として、年金基金の存在感が高まっている。英国では地方自治体の公務員年金制度（Local Government Pension Scheme：LGPS）の下に多数の年金基金が存在しており、その一部が、地域に根差したインパクト投資（Place-Based Impact Investing）を推進している。また、ブレンデッドファイナンスの拡大や、「公正な移行の基準（Just Transition Criteria）」を導入したファンドの開発等が進められている。

B 関連政策・規制

2021 年、G7 サミットの議長国英国の支援を受けて「インパクト・タスクフォース」が設立され、インパクト投資市場の拡大に向けた提言として、インパクト創出のための義務的な会計基準を策定すること、また、IFRS-ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）による、企業価値に関連するインパクトの報告基準の開発に協力すること等が示された¹¹⁹。

英国は EU 離脱後、独自にサステナビリティ情報開示規制を進めており、2023 年、金融行為規制機構（FCA）が「サステナビリティ開示要件（SDR）及び投資ラベル」の最終規則を公表した。EU で SFDR の課題が浮き彫りになったことから、英国はその教訓を踏まえ、SFDR とは対照的に、SDR を当初からファンドのラベリング制度として導入した。SDR は投資商品の信頼性及び透明性向上を目的として、異なるサステナビリティ目標を持つ投資ファンドを識別するための 4 種類のラベルを設定し（図表 3-19）、その一つとして「Sustainability Impact（サステナビリティ・インパクト）」ラベルを設けた。このラベルは、事前に定義された環境・社会的インパクトの達成を目的とするファンドに付与される¹²⁰。また、ラベルを付与するための条件（ファンドとしてのサステナビリティ目標を明確化すること等）を厳格に定めている¹²¹。このラベルは 2024 年に一部の個人向けファンドで採用されているほか、複数の英国の運用機関で採用され始めている。

¹¹⁸ GOV.UK (n.d.) “Social Impact Investment Taskforce”

<https://www.gov.uk/government/groups/social-impact-investment-taskforce>（2026 年 1 月 9 日最終アクセス）

¹¹⁹ Impact Taskforce (n.d.) “Impact Taskforce” <https://www.impact-taskforce.com>（2026 年 1 月 9 日最終アクセス）

¹²⁰ FCA (2023) “Policy Statement PS23/16 Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels”

¹²¹ FCA (2025) “Sustainable investment labels and anti-greenwashing” <https://www.fca.org.uk/consumers/sustainable-investment-labels-greenwashing>（2026 年 1 月 9 日最終アクセス）

図表 3-19 FCA によるファンドのラベル

ラベル	概要
Sustainability Focus	これらのファンドは主に、人や地球のサステナビリティに焦点を当てた資産に投資する。 例) 太陽光、風力、水素等のエネルギーの生産を支援する活動
Sustainability Improvers	これらのファンドは主に、現状はサステナブルではないが、サステナビリティの向上を目指す資産に投資する。 例) 2050 年までにネットゼロに向けた信頼できるパスを歩む企業や、人権等の社会的基準の向上に取り組む企業への投資
Sustainability Impact	これらのファンドは主に、人や地球に良い影響をもたらすことを目指すサステナビリティ課題の解決策に投資する。 例) 再エネ発電や社会的住宅 (social housing)
Sustainability Mixed Goals	これらのファンドは主に、サステナビリティに焦点を当てた資産、サステナビリティの向上を目指す資産、または人や地球に良い影響をもたらすことを目指す資産の組み合わせに投資する。 例) 上記のラベル(Focus、Improvers、Impact)の投資の組み合わせ

出所：FCA (2025) “Sustainable investment labels and anti-greenwashing”

<https://www.fca.org.uk/consumers/sustainable-investment-labels-greenwashing> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス) をもとに作成

インパクト投資のさらなる推進に向けて、英国政府も体制を強化している。2025 年 2 月、国内の社会課題解決と経済再生に向けて、英国の財務省長官と文化・メディア・スポーツ担当国務長官が主導し、「The Social Impact Investment Advisory Group (SIAG)」を設立した。2025 年 11 月に公表された SIAG の最終報告書において、政府の中枢に専門部署を設置することが推奨され、これを受けて同月、日本の内閣府にあたる行政機関に「Office for the Impact Economy」という部署が新設された。政府がインパクトエコノミーとより戦略的かつ効果的に連携し、インパクト志向のビジネスを成長させ国の再生を支援することを部署設立の目的としている¹²²。

2025 年 3 月、職域年金 (Workplace pensions) を提供する Natwest Cushon 等が、受託者責任に関する新たな法的解釈の必要性について指摘した¹²³。例えば、医療の水準、社会福

¹²² GOV.UK (n.d.) “Office for the Impact Economy” <https://www.gov.uk/government/groups/office-for-the-impact-economy> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

¹²³ PENSIONS Age (2025) “‘Groundbreaking’ legal opinion provides further clarity on fiduciary duty rules” <https://www.pensionsage.com/pa/legal-opinion-provides-further-clarity-on-fiduciary-duty-rules.php> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

社、クリーンエネルギーへのアクセス、インフラの水準は、年金受給者の退職後の生活水準に影響を与えることから、受託者が投資判断時に考慮すべきであるとした。また、気候変動といったより広範な問題についても将来の経済や社会に影響するため、どのように考慮すべきかについて明確化を図る必要があると言及した。こうした動きを受け、2025年12月、英国政府は、受託者義務の考慮事項を明確にする法定ガイドラインを政府が策定するための法案を提出する意向を表明した。信託型の民間年金部門に向けたガイドラインとして、気候リスク等のシステミック・リスクや生活水準等について、投資判断時にどのように考慮すべきかを明確にし、実務的な支援に役立てることを目的としている¹²⁴。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

英国は、2010年に世界で初めて官民連携によるソーシャルインパクトボンドを採用し、2013年には首相の呼びかけでインパクト投資拡大に向けたタスクフォースを設置するなど、政府主導でインパクト投資を推進してきたほか、シティ・オブ・ロンドンも、英国がインパクト投資のハブ（中核拠点）になるべきという考えを示している¹²⁵。シティ・オブ・ロンドンは、2025年3月、British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA)、Impact Investing Institute、Better Society Capital (BSC) と共同でホワイトペーパーを発行し、英国がインパクト投資において中核的な地位を築くことで、国内のヘルスケア、クリーンエネルギー、格差等の課題に対処できると言及した¹²⁶。

インパクト投資の普及を促進する国際ネットワーク組織である GSG Impact は、上述のタスクフォースを起点としており、本拠地をロンドンに置く。世界各国のインパクト投資の推進団体（National Partner）を支援するハブとして、インパクト投資の世界的な普及を主導している。PRI の事務局もロンドンに本拠を置く（詳しくは前掲 3.2 参照）。英国政府は PRI 発足当初から PRI への支持を表明し、その理念を政策面からも後押ししている。

英国のインパクト投資市場形成を担ってきた非営利組織としては、Impact Investing Institute がある。IMM の改善やインパクト投資の拡大・深化に向けた政策提言等を行い、2017年からは GSG National Partner UK の代表を務めている。「地域に根差したインパクト

¹²⁴ GOV.UK (2025) “Trust-based pension schemes: Trustees and governance, building a stronger future” <https://www.gov.uk/government/consultations/trust-based-pension-schemes-trustees-and-governance-building-a-stronger-future/trust-based-pension-schemes-trustees-and-governance-building-a-stronger-future> (2026年1月9日最終アクセス)

¹²⁵ City of London Corporation (2024) “Make UK specialised impact investing hub to unlock private capital for social and environmental challenges, City of London Corporation urges” <https://news.cityoflondon.gov.uk/make-uk-specialised-impact-investing-hub-to-unlock-private-capital-for-social-and-environmental-challenges-city-of-london-corporation-urges> (2026年1月9日最終アクセス)

¹²⁶ City of London Corporation (2025) “Delivering Government missions using impact-led venture capital and private equity”

ト投資」(Place-Based Impact Investing: PBII)という概念を打ち出し、2025年12月には、PBIIの実践的ガイドライン「Place-Based Impact Investing: Ambition to Action¹²⁷」を公表した。また、「Just Transition(公正な移行)」に関する基準を設け、実際のファンドで導入するパイロットプログラムを実施している。

英国でインパクト投資市場の拡大を牽引するもう一つの機関が、Better Society Capital(BSC)である。英国では2008年に休眠預金に関する法律が制定され、2012年に、インパクト投資を担う民間のファンドに対し、休眠預金を由来とする資金を提供するホールセールセラーとして、Big Society Capital(現在のBetter Society Capital: BSC)が設立された。BSCは、これまでに110億ポンド(2兆2,330億円)を超える資金を貧困や格差是正に取り組む組織に提供し、インパクト投資市場の拡大に寄与している¹²⁸。BSCは設立当初からブレンデッドファイナンスの拡大に取り組み、これまでに33のブレンデッドファイナンスファンドに1億4,800万ポンド(300億円)以上をコミットした¹²⁹。

また、Pensions for Purposeは、インパクト投資に関する課題等の調査研究、情報発信、研修、イベント等を通じて、年金基金におけるインパクト投資を推進している。The Good Economy、Impact Investing Instituteと共にPBIIの調査プロジェクトを実施し、2021年に「Scaling Up Institutional Investment for Place-Based Impact」を公表した¹³⁰。

⑥ フランス

A 市場規模・特徴

GSG France for Impact Finance(GSG France)の年次調査によると、2023年のフランスのインパクト投資の運用残高は346億ユーロ(6兆2,280億円)であり¹³¹、前年比2倍以上に増えている¹³²。フランス政府は国家投資計画「France 2030」を2021年に公表し、540億ユーロ(9兆7,200億円)の予算のうち半分を脱炭素化、残りの半分を環境負荷低減に資

¹²⁷ Impact investing Institute (2025) “Place-Based Impact Investing: Ambition to Action”

<https://www.impactinvest.org.uk/resources/publications/place-based-impact-investing-ambition-to-action/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹²⁸ Better Society Capital (n.d.) “About us” <https://bettersocietycapital.com/about-us/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹²⁹ Better Society Capital (n.d.) “Our approach to blended finance” <https://bettersocietycapital.com/our-approach/social-lending/our-approach-to-blended-finance/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹³⁰ The Good Economy (n.d.) “Place-Based Impact Investing Project” <https://thegoodeconomy.co.uk/collaborations/pbii-project/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹³¹ GSG France for Impact Finance (2025) “Impact Finance Overview 2024”

¹³² NAB France (2023) “Overview of the French Impact Investment Market 2023”

するイノベーションやスタートアップ企業に投資する計画を立てた¹³³。GSG France の年次調査によると、国内におけるインパクト投資の対象は環境分野が最も多い。年次調査においてインパクト投資で期待する財務リターンに関するアンケートを実施したところ、未上場資産に投資する 86 社のうち、35 社は従来型市場と同等の財務リターンを目指す、29 社は低いリターンを受け入れる、12 社は従来型市場を上回るリターンの達成を目指すという回答だった。

B 関連政策・規制

フランス政府は 2014 年に、利益追求型の経済活動とは一線を画す「社会的連帯経済 (Economie Sociale et Solidaire : ESS)」のための法律 (ESS 法) を制定した。ESS とは利益の最大化ではなく、社会課題解決や人々の暮らしの質向上を目指す経済活動を示す概念である。ESS を担う事業者は従来、非営利団体や協同組合、共済組合、基金とされてきたが、ESS 法の制定により、営利企業も社会貢献性が認められれば ESS の事業者としてみなされるようになり、それを「社会的企業」として認定する制度 (ESUS) を導入した¹³⁴。この ESUS 認定を活用し、社会的企業への投資を促す様々な仕組みが構築されている。例えばフランス政府は 2001 年、企業貯蓄制度の一環としてファビウス法という年金規則を定めており、この法律に準拠して設立される「90/10 連帯投資ファンド」は、調達資金のうち 85~95% を伝統的な投資に、残りの 5~15% を社会的企業に長期投資することが義務付けられている。その他、政府が運営する非課税の貯蓄口座は、その資金の 5% を ESUS 認定団体に資金提供することが求められる。民間の投資家に対しては、ESUS 認定企業に投資した場合の減税措置も導入されている。

金融商品に関しては、環境・社会課題解決に具体的な成果をもたらす投資ファンドの認証制度として、フランス政府は SRI (Socially Responsible Investment : 社会的責任投資) ラベルを 2016 年から導入している。運用開始後、気候変動への対応をさらに強化するため、また、グリーンウォッシュの懸念に対応するため改定を重ね、2025 年から新たに第 3 版 SRI ラベルの適用を開始。第 3 版では、より厳格なスクリーニング基準 (石油・石炭・ガス開発企業の排除) が導入されているほか、実効性や成果を重視し、ESG 戦略の成果の開示や投資先企業との継続的な ESG エンゲージメントの実施が強化された。認証要件として、ファンドの ESG 目標に関連する測定可能なインパクト指標を設定のうえ、指標の進捗状況についてモニタリングを行うこと、ESG 戦略の実施成果を開示すること等を求めている (図表

¹³³ GOUV.FR (n.d.) “Qu'est-ce que France 2030 ? – France 2030” <https://www.info.gouv.fr/grand-dossier/france-2030/comprendre-france-2030> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

¹³⁴ ESS France (n.d.) “Qui sommes-nous ?” <https://www.ess-france.org/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

3-20)。政府が指定した第三者機関による独立した監査を経て、ファンドレベルでの認証が付与される¹³⁵。

図表 3-20 SRI ラベルの認証要件

項目	認証要件
ピラー I : 期待する目標の 定義	投資方針において、ESG 基準を考慮した一般的、財務的、具体的な ESG 目標を設定し、投資家向けの規制文書及び商業文書に明確に記載する
ピラー II : 分析及びスコア リング手法の導 入	ESG 評価の手法を明確に説明し、ファンド運用機関はこれらの基準を投資方針に反映させる能力を示す。ファンド運用機関は、信頼できる手段を用いて分析を行い、利用可能な情報を分析・理解しようとする努力を示す
ピラー III : ポートフォリオ の構築と管理	ESG 戦略を明示的に定義し、実行した成果を測定する。投資決定、銘柄選択、運用プロセスにおいて ESG 分析の結果をどのように考慮するかを明記する
ピラー IV : ステークホルダ ーとのエンゲ ージメント	投資先企業の株主総会において議決権行使方針を提示し、ウェブサイトにて ESG エンゲージメント方針と共に掲載する。エンゲージメントの実施手段を明確にし、実施件数等を記載したレポートを公表する
ピラー V : 投資家と預金者 への情報提供	ファンドの ESG 戦略とその実施成果について少なくとも年に 1 回、投資家及び預金者向けにレポートを公表し、ESG コミットメントの遵守を監視するための適切なメカニズムを構築する
ピラー VI : アプローチに対 するインパクト 評価	投資先企業の ESG パフォーマンス指標の進捗状況をモニタリングし報告する。実施された戦略によるポジティブ・インパクトを評価するための測定・モニタリングシステムを構築する

出所：Label ISR (n.d.) “Les critères d’attribution du label ISR” <https://www.lelabelisr.fr/label-isr/criteres-attribution/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス) をもとに作成

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

フランスの金融機関は早くからサステナブル投資を進めてきたが、グリーンウォッシュ規制を強化する動きを受け、環境・社会課題解決への具体的な成果（インパクト）を重視する動きが広がっている。

¹³⁵ Label ISR (n.d.) “Label ISR - Pour des placements durables et responsables” <https://www.lelabelisr.fr/> (2026 年 1 月 9 日最終アクセス)

公的機関ではフランス預金供託公庫（Caisse des Dépôts : CDC）が、フランス政府による生態学的移行（エネルギー転換・生物多様性保全）の国家行動計画「France Nation Verte」構想¹³⁶のもと、脱炭素・レジリエント経済への移行を支援するため、2024~2028年で1,000億ユーロ（18兆円）を環境・社会課題解決型プロジェクトに配分する目標を掲げた¹³⁷。

民間金融機関もインパクト投資を拡大している。複数の運用機関が数億ユーロ規模でインパクト投資を実行するほか、銀行や保険会社においてもトランジション・ファイナンスやポジティブ・インパクト融資、プライベートデット型のインパクトファンドの運用など、インパクト創出を意図した金融スキームの導入を進めている。

社会的企業を支援する動きとして、Impact Franceがインパクトスタートアップや支援組織のネットワークを構築している¹³⁸。インパクト投資市場形成に向けた動きとしては、サステナブルファイナンスに関する調査研究、政策提言、ネットワーキング活動を展開するInstitut de la Finance Durableが、2021年にインパクトファイナンスを推進するための委員会を立ち上げ、インパクト投資家憲章（インパクトファンドを標榜するうえでの原則）の策定や、インパクト測定手法の開発を行っている¹³⁹。

⑦ スウェーデン

A 市場規模・特徴

スウェーデン単独のインパクト投資規模に関する公式調査や業界団体による推計値は公表されていないが、特にインパクトスタートアップへの資金拠出が多いという特徴がある。2023年にスウェーデン国内で実施されたVC投資のうち、約5割がインパクトスタートアップに流入したと言われており¹⁴⁰、気候変動問題の解決に資する技術を有する気候テック企業に大規模な資金が供給されている。北欧全体でのインパクトスタートアップへのVC投

¹³⁶ GOUV.FR (n.d.) “La planification écologique” <https://www.info.gouv.fr/grand-dossier/france-nation-verte> (2026年1月9日最終アクセス)

¹³⁷ CDC (2025) “Green, Social, or Sustainable Financing Framework”

¹³⁸ Impact France (n.d.) “Qui sommes-nous ?” <https://www.impactfrance.eco/qui-sommes-nous> (2026年1月9日最終アクセス)

¹³⁹ Institut de la Finance Durable (n.d.) “Impact Commission” <https://institutdelafinancedurable.com/en/groupe-travail/impact-commission/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹⁴⁰ Impact Europe (2025) “Executive Primer: Nordic Impact 2025” https://www.impacteurope.net/insights/executive-primer-nordic-impact-2025?utm_source=chatgpt.com (2026年1月9日最終アクセス)

資は、2024年で約6億5,000万ユーロ（1,170億円）であり、そのうちスウェーデン企業が約4億5,500万ユーロ（819億円）を調達したとの報告もある¹⁴¹。

国や Kommuninvest（地方自治体向け貸付機関）、SEB（最大手商業銀行）は、グリーンボンドを活用して再生可能エネルギーの導入を積極的に推進しており、同国の最終エネルギー消費に占める再エネ比率は約66%（2023年時点）とEUの中でも高い。政府系開発金融機関 Swedfund は、約9~10億ドル（1,395~1,550億円）規模で再エネ領域に資金を投じている。

B 関連政策・規制

スウェーデンは、公的年金基金を The Swedish National Pension Funds Act（AP 基金法）に基づき運用しており、2019年に運用方針を変更する改正法が施行され、責任投資の考えが採用された¹⁴²。AP 基金が（他の機関投資家の）「模範となる方法で（in an exemplary manner）」基金の運用を行うことで、持続可能な開発を支援することが新たな目的として加わり、この目的は責任投資及びレスポンシブル・オーナーシップを通じて達成されるべきとされている。

2020年には未上場株式の議決権保有等が認められるようになり、プライベートエクイティ等への投資のウェイトが高まった。

AP 基金共通の倫理委員会が設置されており、人権、労働問題、環境問題、腐敗等の社会規範に違反した企業は投資対象から除外される。

各 AP 基金に対しては、スウェーデン政府が掲げる 2045 年までのカーボンニュートラル目標に整合する投資を行うよう求めている。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

スウェーデンの GSG National Partner である Swedish National Advisory Board for Impact Investing は、スウェーデンのインパクト投資市場の発展を支える組織であり、インパクトの定義の策定やインパクト測定のためのガイドラインの制定、会員間でのベストプラクティスの共有等を行っている¹⁴³。

¹⁴¹ Impact Loop (n.d.) “Nordic impact startups draw record investment despite market cooling” https://www.impactloop.com/artikel/nordic-impact-startups-draw-record-investment-despite-market-cooling?utm_source=chatgpt.com（2026年1月9日最終アクセス）

¹⁴² Council on Ethics for the Swedish National Pension Funds (n.d.) “About the AP Funds” <https://etikradet.se/en/about-the-council-on-ethics/the-ap-funds/>（2026年1月9日最終アクセス）

¹⁴³ The Swedish National Advisory Board for Impact Investing (n.d.) “We work to grow the impact economy” <https://www.swedishnab.se/>（2026年1月9日最終アクセス）

インパクト投資市場の代表的なプレイヤーとして、Norrskan Foundation がある。社会貢献や持続可能性を重視したビジネスを支援し、社会起業家のネットワークを構築することを目的として設立され、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¹⁴⁴。Norrskan Foundation が、2017年に設立した Norrskan VC は欧州でも最大規模のインパクト特化型 VC として活動しており、2024年に設置した Fund II では AP1 基金や、EIF（欧州投資基金）が LP 出資したという¹⁴⁵。Norrskan Foundation と協力して同国のインパクト投資エコシステムの構築に貢献している。

⑧ 日本

A 市場規模・特徴

GSG Impact JAPAN National Partner（GSG Japan）がまとめた年次レポート「日本におけるインパクト投資の現状と課題」によると、2024年度の日本のインパクト投資残高は17兆3,016億円（前年度比1.5倍）となった¹⁴⁶。2020年の残高は5,126億円であったことから、過去4年間で約34倍に急成長している（詳しくは前掲3.1参照）。なお、日本のサステナブル投資残高は2024年3月末で約625兆円であり¹⁴⁷、サステナブル投資と比べるとインパクト投資市場の規模は小さい。

日本は海外と比較して、融資を中心とした間接金融の比重が大きく、直接金融、特にスタートアップ投資の市場規模が小さいという特徴がある。

GSG Japan の年次レポートによると、日本のインパクト投資のアセットクラスを投資残高ベースで見ると、債券・融資の占める比率が高い。日本では大手銀行や生命保険会社が社会課題解決を指向する上場企業への融資をインパクト投資として位置づけていることが、債券・融資比率の高さの要因の一つとされている。また、日本では、UNEP FI（国連環境計画・金融イニシアチブ）のポジティブ・インパクト金融原則に基づく融資や、サステナビリティ目標を予め設定し、目標達成状況と融資条件を連動させるサステナビリティ・リンク・ローンが地域金融機関に広がっていることも特徴として挙げられる。

¹⁴⁴ Norrskan (n.d.) “Be part of the solution” <https://www.norrskan.org/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹⁴⁵ TFN (2024) “Norrskan VC closes Fund II at €320M to back impact entrepreneurs in Europe” <https://techfundingnews.com/norrskan-vc-closes-fund-ii-at-e320m-to-back-impact-entrepreneurs-in-europe/> (2026年1月9日最終アクセス)

¹⁴⁶ GSG Impact JAPAN National Partner (2025) 「日本におけるインパクト投資の現状と課題 -2024年度調査-」

¹⁴⁷ 日本サステナブル投資フォーラム (2025) 「サステナブル投資白書 2024」

B 関連政策・規制

日本では環境省が、2017年に「グリーンボンドガイドライン」を策定し、特にグリーン（環境）に関する取り組みをファイナンスにより促進する役割を果たしてきた。さらに、環境省は2020年、金融機関/投資家向けに、インパクトファイナンス実践に向けた考え方や取り組む意義、個別の投融資における基本的な流れをまとめた「インパクトファイナンスの基本的考え方」を公表した¹⁴⁸。2021年には「グリーンからはじめるインパクト評価ガイド」を公表し、国際的なイニシアチブやツールを参考に、多様なアセットクラスに適用可能なインパクトファイナンスの具体的な手順を解説している¹⁴⁹。

2021年の岸田総理（当時）の施政方針演説でインパクト投資への言及がなされたのを皮切りに、インパクト投資の推進が政府の政策アジェンダの一つとなった。2022年6月、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」と「経済財政運営と改革の基本方針2022（骨太方針2022）」が閣議決定し、政府方針としてインパクト投資の推進が明記され、首相官邸を含む政府横断的な推進が始まった。

同年10月には金融庁が、サステナブルファイナンス有識者会議の傘下に「インパクト投資等に関する検討会」を設置し、資金提供者・調達者を含む関係者がインパクト投資案件を進めるにあたって参考となるようインパクト投資の基本的な考え方やプロセスを取りまとめ、2024年に「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」を公表した。この中で、インパクト投資を「一定の『投資収益』確保を図りつつ、『社会・環境的効果』の実現を企図する投資」と定義し、インパクト投資として実現が望まれる4つの基本的要素を定義した（詳しくは2.2.2参照）¹⁵⁰。

また、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改定版」においては「GPIF・共済組合連合会等が、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、『他事考慮』に当たらない」と明記された¹⁵¹。

インパクト投資に関連する法制度としては、2016年に施行した「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（休眠預金等活用法）」が2023年に改正され、ファンド等の資金分配団体への出資が可能となった。年間10億円規模（上限15億円）で社会的インパクト創出を目指すファンド等への出資が行われている。また、社会課題解決の担い手を育成するための支援団体への助成等を通じて、社会的インパクト評価等の支援が行われている。これらの取り組みを通じて、行政では対応困難な社会課題（子どもや

¹⁴⁸ 環境省（2020）「インパクトファイナンスの基本的考え方」

¹⁴⁹ 環境省（2021）「グリーンからはじめるインパクト評価ガイド」

¹⁵⁰ 金融庁（2024）「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」

¹⁵¹ 内閣官房（2024）「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」

若者への支援、生活を営む上で困難を有する者への支援、地域活性化への支援)の解決に向けて休眠預金の活用を進めている¹⁵²。

C 主なプレイヤー・イニシアチブ等

2014年、日本におけるインパクト投資推進のハブ組織として、日本財団を事務局とする「GSG 国内諮問委員会（現在の GSG Impact JAPAN National Partner）」が設立され、調査研究や普及啓発、ネットワーキング活動が進められてきた。2021年に「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック」を公表し、投資プロセスにおいてインパクト測定・マネジメントを実践するうえでのポイントや直面しうる課題・対応策について整理している¹⁵³。

2016年、社会的インパクト・マネジメントを国内に普及させるためのイニシアチブとして「社会的インパクト評価イニシアチブ（後に社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（Social Impact Management Initiative：SIMI）へと改組）が発足し、行政や事業者、資金提供者等の多様なメンバー間の連携が進められている。

2017年には、社会的インパクトファイナンスの市場構築に向けた取り組みを本格化させ、具体的な案件を組成するために「社会的投資推進財団（現在の社会変革推進財団：SIIF）」が日本財団から独立して設立された。インパクト投資の推進と知見の蓄積を目的に情報共有や政策提言を行っている。

その後、民間の複数の金融機関が協同してインパクト志向の投融資の実践を進めるイニシアチブとして「インパクト志向金融宣言」が2021年に発足した。アセットクラス別やテーマ別で有志のメンバーが集まる「分科会」を設置し、事例の共有や勉強会、指針やガイダンスの作成が民間主導で行われている（詳細は前掲3.2参照）。

さらに、投資家・金融機関のみならず、企業、自治体、業界団体等の幅広い関係者が横断的に議論し、国内外のネットワーク形成、対話や情報発信を行う場として、金融庁主導による「インパクトコンソーシアム」が2023年に発足した。テーマ毎に分科会（データ・指標分科会、市場調査・形成分科会、地域・実践分科会、官民連携促進分科会）を設け、事例の共有やガイダンスの策定が行われている。例えばデータ・指標分科会では、インパクト指標や目標値の設定に関して、企業や投資家から、参照できるデータベースが散在しており活用が困難であるとの指摘を受け、企業・投資家が参照可能な指標リストを、国内、海外、気候変動、水資源・地球環境・都市環境、健康・医療、Well-being・DE&I・人権（児童労働）、

¹⁵² 内閣府（n.d.）「休眠預金等活用制度について」

https://www8.cao.go.jp/kyumin_yokin/seido/seido.html#shien（2026年1月9日最終アクセス）

¹⁵³ GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループ（2021）「インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック第1版（2021年5月）」

少子化・貧困といったカテゴリ別に、インパクトデータベースの案内板（試行版）として整理し 2025 年に公表した¹⁵⁴。

日本におけるインパクト投資市場のさらなる拡大等に向けて、2025 年 5 月には、GIIN の日本会合が発足している（GIIN について詳しくは前掲 3.2 参照）。

¹⁵⁴ インパクトコンソーシアム（n.d.）「インパクトデータベース案内板（試行版）」<https://impact-consortium.fsa.go.jp/impact-database-navigation-guide>（2026 年 1 月 9 日最終アクセス）

4. インパクトファンドの事例調査¹⁵⁵

本章では、伝統的資産（上場株式、債券）及びオルタナティブ資産（プライベートエクイティ、不動産、インフラストラクチャー）の各資産クラスにおいて、諸外国で運用されているインパクトファンドの事例を調査する。具体的には、各ファンドについて、インパクト目標・戦略の設定、インパクト関連指標の設定・測定や活用フレームワーク、設定来の投資リターンとインパクト追求との関係等についての調査結果を報告する。

4.1 調査対象の選出と調査項目

事例調査の対象選出にあたっては、PCG Impact 社（オランダ Phenix Capital Group 傘下）のインパクトファンドに関するデータベースや、その他各種資料を参照し、先進国市場またはグローバル市場を投資対象とし、インパクトレポート等の情報開示が充実していると考えられるファンドの中から、図表 4-1 に挙げるファンドを選出した。

なお、本調査における調査対象の選定は、定性判断に基づいて行っており、調査対象としなかったファンドと比較して、対象としたファンドの取組や実績等が相対的に優れていることを示すものではない。また、本調査の調査対象は、インパクト投資市場全体を代表するサンプリングになっているとは限らない点にも留意が必要である。

図表 4-1 調査対象とするインパクトファンドの一覧

資産クラス		ファンド名/運用機関名（本拠地）
伝統的資産 （パブリック マーケット）	上場株式	※ 個別のファンドに関する情報は割愛しています
	債券	
オルタナティブ資産 （プライベート マーケット）	プライベート エクイティ	
	不動産	
	インフラ ストラクチャー	

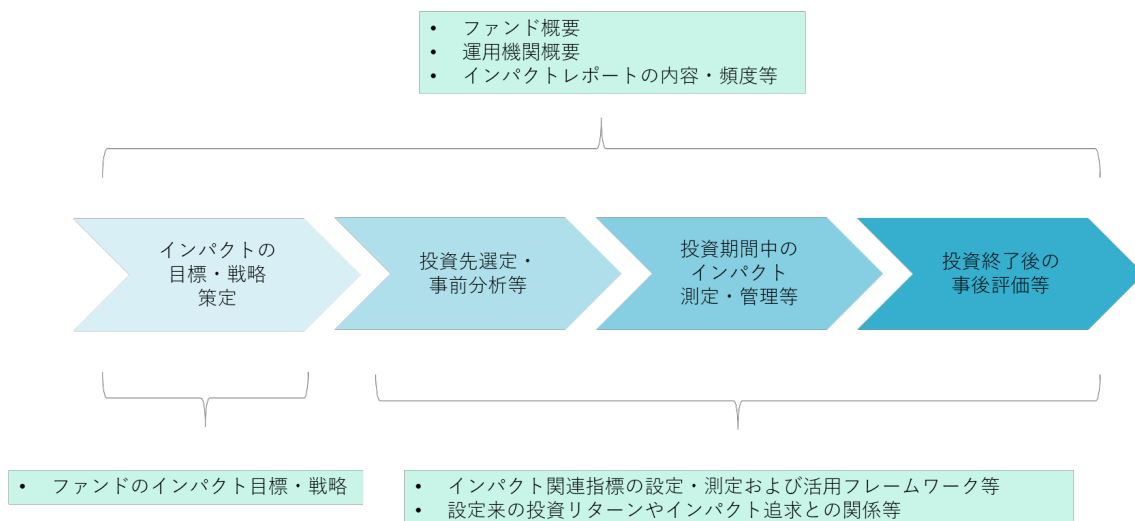
注：ファンドの順序は順不同

事例調査における調査項目を、一般的なインパクト投資のフローに沿って図示したものが図表 4-2 である。

¹⁵⁵ 第 4 章に含まれる個別のファンドに関する情報は割愛しています。

調査は、各ファンドが公開しているインパクトレポート等の一次資料を中心とする文献調査により実施した。調査結果は次節以降で述べる。

図表 4-2 一般的なインパクト投資のフローと調査項目



4.2 調査結果：全体像

はじめに、各ファンドの調査結果を俯瞰した全体的な傾向等について述べる。

投資リターンとインパクト追求の関係

調査を行ったすべてのファンドが、インパクト創出が期待されるソリューションを投資機会と捉えるなど、投資リターンとインパクトを同時追求することを謳うファンドであり、インパクトのために投資リターンの犠牲を厭わないとする譲許的なファンドは確認されなかった。

なお、パブリックマーケットを投資対象とするファンドにおいて、投資リターンのベンチマークには、MSCI AC World Index や Bloomberg Global Aggregate Bond Index といった、インパクトファンド以外のファンドも活用する一般的な指数が参照されていた。

ファンドレベルのインパクト目標・戦略の設定

さらに、調査を行ったすべてのファンドが、ファンドレベルでは定性的なインパクト目標を掲げており、ファンドレベルでの定量的なインパクト目標を設定しているものは確認さ

れなかった（ただし、後述のとおり、個別の投資先レベルで数値目標が設定されているファンドは存在した。）。

上記目標を踏まえたファンドとしての戦略や投資先選定の考え方は、様々な用語（セオリーオブチェンジ等）や方法により表現されていた。

ファンドレベルでのインパクト関連指標の設定・測定

ファンドとしての目標は、前述のとおり定性的なものであったが、当該目標や戦略を踏まえて、ファンドレベルでのポートフォリオ横断的なインパクト関連指標が設定され、経年変化が追跡されている場合が多いことが明らかとなった。

ただし、すべてのファンドにおいて、ポートフォリオ横断的なインパクト関連指標が設定されているとは限らず、その背景には、後述するようにファンドとして掲げる目標の性質の違いも影響している可能性がある。

個別の投資先レベルでのインパクト関連指標の設定・測定

また、上記のとおり、ファンドレベルの目標は定性的であるが、当該目標や戦略を踏まえて選定された投資先レベルでは、上記のポートフォリオ横断的なインパクト関連指標に加えて、個別にインパクト関連指標が設定され、経年変化が追跡されている場合が多いことが明らかとなった。

一部のファンドでは、投資先レベルでは個別に数値目標も設定されている。ただし、投資先レベルで個別に設定されたインパクト関連指標は、当該投資先に固有である場合が多く、ファンドとしてのポートフォリオ横断的な合算等にはなじまない場合も少なくないと考えられる。

パブリックマーケットとプライベートマーケットとの違い

パブリックマーケットを投資対象とするファンドと、プライベートマーケットを投資対象とするファンドを比較すると、前者では投資の条件として、投資先の事業全体に占めるファンドのインパクト目標に適合する事業の割合について、一定の閾値を設ける傾向がみられた。パブリックマーケットの場合、投資先の事業の多角化が進んでいる傾向にあることが、その背景にある可能性がある。

債券を投資対象とするインパクトファンドでは、資金用途が限定される GSS 債がポートフォリオに占める割合が高い傾向がみられた。GSS 債のほうが、インパクト目標との適合がより明確であり、選好されている可能性が考えられる。

プライベートマーケットを投資対象とするファンドのほうが、インパクト関連指標の設定・測定がより緻密な傾向がみられた。インパクト創出に関する実績の物量単位での測定に加えて、インパクト創出に関する将来予想値の計算や、インパクトの金銭価値換算など、多様な取り組みも存在している。背景として、プライベートマーケットへの投資のほうが、投資家による投資先への影響が大きく、投資先から情報を直接得やすいことがある可能性がある。逆に、パブリックマーケットへの投資の場合、インパクト測定にあたり、投資先企業から直接情報を得るのが難しい場合が多く、必然的に企業の公開情報への依存度が高くなり、結果として、緻密な指標の設定・測定の難易度が高まる可能性が考えられる。

スペシフィックなインパクト目標と多岐にわたるインパクト目標の違い

スペシフィックなインパクト目標を掲げるファンドと、多岐にわたるインパクト目標を掲げるファンドを比較すると、前者のほうが、比較的少数の共通のインパクト関連指標による、ファンドレベルでのポートフォリオ横断的な測定が行われている傾向がみられた。

特に不動産・インフラストラクチャーを投資対象とする場合、例えば、アフォーダブル住宅の促進を目標とする不動産ファンドのように資産クラス自体の特性として、ファンドが掲げるインパクト目標がスペシフィックになりやすい傾向にある可能性が考えられる。

他方で、掲げるインパクト目標が多岐にわたるファンドは、投資先毎のインパクト関連指標も多岐にわたり、その比較や合算が難しいため、結果として、ファンドレベルでのポートフォリオ横断的なインパクト測定がより難しい可能性が浮かび上がった。

5. 海外年金基金の取り組み事例調査

本章では、諸外国における資産規模の大きい年金基金を中心に、インパクト投資等に関する取り組み等の事例を調査した。具体的には、各年金基金における、インパクト投資等への取り組みの内容やその背景にある考え方、受託者責任やユニバーサル・オーナーシップの考え方との関係、受託運用機関の選定・評価方法、これまでの投資リターンの認識等についての調査結果を報告する。

5.1 調査対象の選出とインタビュー調査

本調査における調査対象の選定方法は次のとおりである。

まず、Thinking Ahead Institute による調査レポートに基づいて、運用資産残高が世界の上位 30 位までのすべて年金基金、および運用資産残高が世界の上位 31 位から 300 位までの年金基金のうちソブリン年金基金に分類されている 12 基金を合わせた計 42 基金を対象に、公開情報に基づき以下 4 点について確認を行った。確認の結果は図表 5-1 のとおりである。

- PRI への署名
- GIIN への加入
- インパクト投資を銘打った投資活動
- ユニバーサル・オーナーを自称しているか

PRI への署名が確認できたのは 25 基金（全体の 60%）、GIIN への加入が確認できたのは 2 基金（全体の 5%）¹⁵⁶、インパクト投資を銘打った投資活動に関する情報が確認できたのは 4 基金（全体の 10%）、ユニバーサル・オーナーを自称していることが確認できたのは 14 基金（全体の 33%）であった。

¹⁵⁶ オランダ公務員年金基金（ABP）及びオランダ厚生福祉年金基金（PFZW）については、運用実務を担っている APG 及び PGGM が GIIN に加入していることをもって、加入しているとみなした。

図表 5-1 諸外国における資産規模が大きい年金基金の現状

運用資産残高 ランキング	名称	国	運用資産残高 (単位：百万米ドル)	ソブリン 年金基金	PRI署名	GIIN会員	インパクト投資を 銘打った活動の実施	ユニバーサル・ オーナーを自称
1	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	日本	1,593,141	○	○	-	-	○
2	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	1,584,524	○	○	-	-	○
3	韓国国民年金基金	韓国	801,864	○	○	-	-	-
4	米連邦政府職員退職年金基金	米国	782,835	-	-	-	-	-
5	オランダ公務員年金基金 (ABP)	オランダ	552,376	-	○	○ (APG)	○	○
6	カナダ年金基金 (CPPIB)	カナダ	477,676	○	○	-	-	-
7	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	米国	452,453	-	○	-	-	○
8	中央積立基金	シンガポール	432,509	○	-	-	-	-
9	中国国家社会保障基金	中国	364,351	-	-	-	-	-
10	カリフォルニア州教員退職年金基金 (CalSTRS)	米国	309,931	-	○	-	-	○
11	オランダ厚生福祉年金基金 (PFZW)	オランダ	262,261	-	○	○ (PGGM)	○	○
12	ニューヨーク市公務員年金基金 (NYCERS)	米国	247,999	-	○	-	-	○
13	従業員積立基金	マレーシア	247,268	○	○	-	-	○
14	ニューヨーク州教員退職年金基金 (NYSCRF)	米国	246,307	-	○	-	-	○
15	地方公務員共済組合連合会	日本	226,803	-	○	-	-	○
16	オーストラリアンスーパー	オーストラリア	204,631	-	○	-	-	○
17	フロリダ州職員退職年金基金	米国	194,659	-	-	-	-	-
18	オンタリオ州教員年金基金 (OTPP)	カナダ	186,897	-	○	-	-	-
19	テキサス州教員退職年金基金	米国	181,656	-	-	-	-	-
20	労働基金	台湾	176,267	○	-	-	-	-
21	従業員積立基金	インド	176,246	○	-	-	-	-
22	オーストラリア退職年金基金	オーストラリア	173,844	-	○	-	○	-
23	ワシントン州投資委員会	米国	167,033	-	-	-	-	-
24	社会保障機構	クウェート	144,911	○	-	-	-	-
25	未来基金	オーストラリア	144,312	○	-	-	-	-
26	公務員退職年金制度	カナダ	134,566	-	○	-	-	-
27	ウィスコンシン州投資委員会	米国	130,932	-	-	-	-	-
28	ニューヨーク州教員退職年金基金 (NYSTRS)	米国	130,783	-	-	-	-	○
29	アレクタ	スウェーデン	126,614	-	○	-	-	-
30	ノースカロライナ州	米国	126,472	-	-	-	-	-
41	AP7基金	スウェーデン	106,015	○	○	-	-	○
42	従業員年金基金	インド	102,968	○	-	-	-	-
90	社会保険基金	ベトナム	56,057	○	-	-	-	-
106	AP3基金	スウェーデン	49,877	○	○	-	-	○
109	AP4基金	スウェーデン	48,792	○	○	-	-	-
124	AP1基金	スウェーデン	44,748	○	○	-	-	-
132	AP2基金	スウェーデン	41,824	○	○	-	-	○
139	ニュージーランド退職年金基金	ニュージーランド	40,274	○	○	-	-	-
171	社会保障金融安定基金	ポルトガル	32,930	○	-	-	-	-
211	補償基金	ルクセンブルク	26,709	○	-	-	-	-
225	国家年金	フィンランド	25,172	○	○	-	-	-
243	フランス公的積立年金基金 (FRR)	フランス	23,403	○	○	-	○	-

注1：2025年11月時点

注2：各年金基金のホームページ情報は日本語または英語で書かれている情報のみを参照した

注3：ここでのソブリン年金基金 (Sovereign pension funds) とは、年金債務の履行を目的として国家当局により設立された基金を指す

注4：日本の2基金は事例調査の対象候補ではないが比較のため掲載

出所：Thinking Ahead Institute (2024) “The world’s largest pension funds – 2024”、PRI ホームページ、GIIN ホームページ、各基金のホームページ、その他各種資料をもとに作成

上記の確認結果を踏まえて、日本の2基金を除いたうえで、PRIへの署名またはGIINへの加入が確認され、かつ「インパクト投資を銘打った活動の実施」あるいは「ユニバーサル・オーナーの自称」のいずれかが認められる基金を抽出した。これに、公開情報からインパクト投資への取り組みが確認された英国の2基金およびオーストラリアの1基金を追加した。その上で、各基金の本拠地の地理的な分散等を加味して、最終的に図表5-2に挙げる10基金を、本調査の調査対象として選出した。

図表 5-2 調査対象とする年金基金の一覧

国	組織名	PRI 署名	GIIN 加入	インパクト投資を銘打った活動の実施	ユニバーサル・オーナーを自称
米国	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	○	-	-	○
	カリフォルニア州教員退職年金基金 (CalSTRS)	○	-	-	○
	ニューヨーク州職員退職年金基金 (NYSCRF)	○	-	-	○
英国	ブルネル・ペンション・パートナーシップ (BPP)	○	-	○	-
	グレーターマンチェスター州職員退職年金基金 (GMPF)	○	-	○	-
オランダ	オランダ公務員年金基金 (ABP)	○	○ (APG)	○	○
	オランダ厚生福祉年金基金 (PFZW)	○	○ (PGGM)	○	○
フランス	フランス公的積立年金基金 (FRR)	○	-	○	-
スウェーデン	AP2 基金	○	-	-	○
オーストラリア	レスト・スーパー (Rest Super)	○	-	○	○

注1：2025年11月時点

注2：各基金のホームページ情報は日本語または英語で書かれている情報のみを参照した

出所：PRI ホームページ、GIIN ホームページ、各基金ホームページ、その他各種資料をもとに作成

調査方法は、各基金が開示している一次資料を中心とする文献調査とインタビュー調査を併用した。

インタビュー調査は2026年1月から同年2月にかけて実施した。インタビュー調査への協力者は図表5-3のとおりである。この場を借りて謝意を表したい。

図表 5-3 インタビュー調査への協力者一覧（アルファベット順）

Jaime Alvarez 氏	Portfolio Manager, Sustainable Infrastructure & Private Equity, Brunel Pension Partnership (BPP)
Travis Antoniono 氏	Investment Director, Sustainable Investments, CalPERS
Rajveer Dhanoa 氏	Investment Officer, Sustainable Investment & Stewardship Strategies, CalSTRS
Sophie Haas 氏	Head of Responsible Investing Strategy, FRR
Alex Jones 氏	Investment Manager, Greater Manchester Pension Fund (GMPF)
Piet Klop 氏	Director Strategic Relations, PGGM Investments
Claudia Kruse 氏	Chief Sustainability and Strategy Officer, APG Asset Management
Åsa Norman 氏	Head of Communication and Sustainability, AP2
Michael Weston 氏	Public Engagement Manager, CalSTRS

注1：所属・役職はインタビュー実施時点（2026年1月から2月）のものである

注2：インタビュー調査にご協力いただいた方のうち、氏名等の掲載の許可をいただいた方について掲載している

5.2 海外年金基金の取り組みの現状

5.2.1 インパクト投資等への取り組み

調査対象とした各年金基金におけるインパクト投資等（ここでは、前掲2.3.5で述べたとおり、インパクト投資を銘打って行われている投資活動に加えて、必ずしもインパクト投資を銘打っていないわけではないが、ポジティブなインパクト創出に力点を置いていると考えられる投資活動を調査対象としている）への取り組みは多様である。その実施内容は大きく次の3つに類型化することができる（図表5-4）。

なお、下記の種類の如何にかかわらず、調査対象としたすべての年金基金において、いわゆるインパクトファンドへの投資事例が存在している点は共通している。

図表 5-4 各年金基金のインパクト投資等への取り組みの類型化

<p>類型① インパクト投資を銘打って投資を推進</p>	<p>BPP、GMPF、ABP (APG)、FRR、Rest Super</p>
<p>類型② ポートフォリオ全体にインパクト考慮を組み入れ</p>	<p>PFZW (PGGM)</p>
<p>類型③ ソリューションへの投資を銘打って投資を推進 (必ずしもインパクト投資を銘打っていない)</p>	<p>CalPERS、CalSTRS、NYSCRF、AP2</p>

注1：2026年2月時点の情報に基づく

注2：ここでの分類は、あくまで投資行動に基づくものであり、その背後にある目的や考え方等の違いは加味していない

出所：各年金基金のホームページ、その他各種資料をもとに作成

類型① インパクト投資を銘打って投資を推進

1つ目の類型は、インパクトを銘打って投資を推進している場合である。調査対象の中ではBPP、GMPF、ABP、FRR、Rest Superがこれに該当する。

注目する領域は、地域へのインパクト創出に特化するGMPFから、必ずしも領域を明示していないRest Superまで、年金基金によって様々である。

インパクト投資等への投資額の目標・目安を明示している年金基金も存在する。規模として特に大きいのがABPであり、インパクト投資に300億ユーロ振り向けることを明示している。これは、ABPの総資産5,422億ユーロ(2024年末時点)¹⁵⁷の5.5%に相当する。GMPFも総資産の最大5%をインパクト投資に振り向けることを明示している¹⁵⁸。

¹⁵⁷ ABP (2025) “Annual Report 2025”

¹⁵⁸ The Good Economy (2025) “Greater Manchester Pension Fund: Annual Assessment of The Place-Based Impact of GMPF’s Local Investment”

図表 5-5 注目領域・投資目標額・実施資産クラス（類型①の年金基金について）

名称	注目する領域	投資額の目標・ 目安の開示	実施資産クラス
BPP	気候変動 生物多様性・自然 人権・社会課題	(明示なし)	(明示なし)
GMPF	地域 ✓ 場所 ✓ 雇用 ✓ 経済発展	AUM の 5%	中小企業金融、不動産、住宅、インフラ
ABP (APG)	気候トランジション 自然・生物多様性の保全 自国（オランダ）	300 億ユーロ (うち、100 億ユーロを気候トランジション、10 億ユーロを自然・生物多様性の保全、10 億ユーロを自国)	PE、不動産、インフラ、オルタナティブ・クレジット、現物資産 (「インパクト投資方針」(2024 年 1 月)において明示)
FRR	エネルギー・生態学的トランジション 社会的公正の保護 生物多様性の保護	(明示なし)	パブリックマーケット、プライベートマーケット (「Responsible Investment Strategy 2024-2028」において明示)
Rest Super	(明示なし)	AUM の 1%	例示として、上場株式、PE、インフラ、不動産

注 1：2026 年 2 月時点の情報に基づく

注 2：「注目する領域」欄は、インパクト投資を銘打って行われている投資活動に加えて、必ずしもインパクト投資を銘打っていないわけではないが、ポジティブなインパクト創出に力点を置いていると考えられる投資活動を含む

出所：各年金基金のホームページ、その他各種資料をもとに作成

類型② ポートフォリオ全体にインパクト考慮を組み入れ

2 つ目の類型は、年金基金のポートフォリオ全体にインパクト考慮を組み入れる場合である。PFZW がこれに該当し、後述するように、「3D 投資」（3D はリスク・リターン・インパクトを意味している。）を標ぼうし、全資産クラス・ポートフォリオを横断する形でポジティブなインパクト創出に関する指標と数値目標を設定し、取り組んでいる。

図表 5-6 注目領域・投資目標額・実施資産クラス（類型②の年金基金について）

名称	注目する領域	投資額の目標・目安の開示	実施資産クラス
PFZW (PGGM)	気候トランジション 人・健康 自然・生物多様性	AUM のすべて	全資産クラス

注 1：2026 年 2 月時点の情報に基づく

注 2：「注目する領域」欄は、インパクト投資を銘打って行われている投資活動に加えて、必ずしもインパクト投資を銘打っているわけではないが、ポジティブなインパクト創出に力点を置いていると考えられる投資活動を含む

出所：各年金基金のホームページ、その他各種資料をもとに作成

類型③ ソリューションへの投資を銘打って投資を推進（必ずしもインパクト投資を銘打っていない）

3 つ目の類型は、インパクト投資を必ずしも銘打っていないものの、ソリューションへの投資を銘打って投資を推進しており、ポジティブなインパクト創出に力点を置いていると考えられる場合である。CalPERS、CalSTRS、NYSCRF、AP2 がこれに該当する。

なお、ここでは、例えばポートフォリオのファイナンスド・エミッションの削減に向けた取り組みのような、一般的にネガティブなインパクトの低減を想起されるものは含んでいない。

注目する領域としては、気候ソリューションへの投資が最も多いが、生物多様性に関するソリューションへの投資や、健康・ウェルビーイング、アフォーダブル住宅への投資なども含まれる。

投資額の目標・目安としては、CalPERS の 1,000 億米ドル（2025 年 6 月末時点の総資産 5,562 億米ドル¹⁵⁹の約 18.0%に相当）が最も多く、NYSCRF は 400 億米ドル（2025 年 9 月末時点の総資産 2,914 億米ドル¹⁶⁰の約 13.7%に相当）、CalSTRS は総資産の 1%となっている。

¹⁵⁹ CalPERS (2025) “CalPERS Announces Preliminary 11.6% Return for 2024-25 Fiscal Year” <https://www.calpers.ca.gov/newsroom/calpers-news/2025/calpers-announces-preliminary-11-6-return-for-2024-25-fiscal-year>（2026 年 2 月 21 日最終アクセス）

¹⁶⁰ NYSCRF (2025) “DiNapoli: State Pension Fund Valued at \$291.4 Billion at End of Second Quarter” <https://www.osc.ny.gov/press/releases/2025/11/dinapoli-state-pension-fund-valued-291-point-4-billion-end-second-quarter>（2026 年 2 月 21 日最終アクセス）

図表 5-7 注目領域・投資目標額・実施資産クラス（類型③の年金基金について）

名称	注目する領域	投資額の目標・ 目安の開示	実施資産クラス
CalPERS	気候ソリューション <ul style="list-style-type: none"> ✓ 緩和策 ✓ 適応策 ✓ トランジション 	1,000 億米ドル	上場株式、債券、PE、不動産、インフラ、プライベートデット
CalSTRS	気候ソリューション等	AUM の 1%	PE、不動産、インフラ （「Sustainable Investment and Stewardship Strategies (SISS) Portfolio Policy」 （2024 年 5 月）において明示）
NYSCRF	気候ソリューション等 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 資源・環境（気候・環境、資源効率、汚染・廃棄物管理） ✓ 人権・社会包摂（教育、マイノリティのエンパワーメント、健康・ウェルビーイング） ✓ 経済発展（金融包摂、持続可能なインフラ、アフォードブル住宅） 	400 億米ドル	（明示なし）
AP2	気候ソリューション 生物多様性ソリューション	（明示なし）	PE、グリーンボンド、森林資産、インフラ

注 1：2026 年 2 月時点の情報に基づく

注 2：「注目する領域」欄は、インパクト投資を銘打って行われている投資活動に加えて、必ずしもインパクト投資を銘打っていないわけではないが、ポジティブなインパクト創出に力点を置いていると考えられる投資活動を含む

出所：各年金基金のホームページ、その他各種資料をもとに作成

資産クラスについては、類型①、③のいずれにおいても、プライベートマーケット（プライベートエクイティ、不動産、インフラストラクチャー等）への投資の比重が相対的に高いと考えられるものの、必ずしもそこに限定されているわけではなく、パブリックマーケット（上場株式、債券）への投資も対象となっている場合がある。

インタビュー調査においては、現時点では、パブリックマーケットへの投資を通じたインパクト投資等が行われていない場合であっても、必ずしも、パブリックマーケットを排除しているわけではない、将来的には投資を検討する可能性があるといった意見があった。

また、投資家（運用機関）の貢献が相対的に見えにくいとされるパブリックマーケットへの投資に関して、重要なのは創出されるインパクトそのものであって、そこに投資家（運用機関）の貢献がどの程度伴っているかは、必ずしも重要ではない、という意見もあった。

5.2.2 取り組みの背後にある考え方

こうしたインパクト投資等への取り組みの背後にある考え方について、インタビュー調査を行った。

インパクト投資等の実施の背後にある考え方

年金基金によるインパクト投資等への取り組みの背後にある考え方は様々であるが、インタビュー調査を通じて、「手段的考え方」、その内部類型である「ユニバーサル・オーナー的考え方」、そして「目的的思考」という、大きく3通りの考え方が存在することが明らかとなった（図表 5-8）。なお、これらは必ずしも択一的（相互排他的）なものではなく、年金基金によっては複数の考え方を意識して、インパクト投資等に取り組んでいる場合がある。

図表 5-8 年金基金におけるインパクト投資等の取り組みの背後にある考え方の類型化

手段的考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 新たな投資機会・収益機会の獲得への期待 ✓ アセットオーナーとして投資戦略の分散効果への期待
UO 的考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ システミック・リスクの低減のためにポジティブなインパクト創出が重要との考え（例：気候変動リスクの低減には、気候ソリューションの促進が重要）
目的的思考	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 受益者にとっては投資リターンに加えて、住みよい地域・社会・地球環境も重要との考え（一部基金では、注目するインパクト領域の明示に際し、受益者へのアンケート調査を実施・結果を加味）

注：UO=ユニバーサル・オーナー

なお、本調査実施時点において、英国で進められている地方公務員年金（LGPS）改革では、英国や地域（地元）への投資を重視する方向性が示されており¹⁶¹、GMPFを含むLGPSにおける地域へのインパクト投資等が広がる可能性がある。

投資額の目標・目安の明示の背後にある考え方

年金基金がインパクト投資等への投資額の目標・目安を明示する背景として、インタビュー調査では主に以下の意見があった。

- 基金内の投資担当者等への意識付けに有効との意見（ただし、投資額の充足ありきではなく、あくまで有望な投資機会があれば実行するものであるとの意見）
- 今後、生じ得る投資機会を着実に捉えるためとの意見
- 対外的に明示することで、運用機関やその他のステークホルダーからのアプローチを得る機会が拡大するとの意見

なお、インタビュー調査では、投資額の目標・目安は、必ずしも新規投資でゼロから充当するとは限らず、既存の投資案件についても、適格性を判断したうえで、妥当と判断されるものを投資額に計上しているとの指摘があった。

5.2.3 数値目標の設定

年金基金としてのポジティブなインパクト創出に関する数値目標の設定状況についても調査を行った。目標設定に関しては、総じて、方向性の提示や定性的な目標の設定が多く、年金基金として定量的な数値目標を設定している例は、次の例を除き、限定的であった。

PFZWでは、「3D投資」を標榜し、全資産クラス・ポートフォリオ横断的な、インパクト創出に関する指標を設定するとともに、2030年までの数値目標を設定している（図表5-9）。

¹⁶¹ UK Ministry of Housing, Communities & Local Government (2025) “Consultation outcome Local Government Pension Scheme (England and Wales): Fit for the future”
<https://www.gov.uk/government/consultations/local-government-pension-scheme-england-and-wales-fit-for-the-future/local-government-pension-scheme-england-and-wales-fit-for-the-future>
(2026年2月21日最終アクセス)

図表 5-9 PFZW におけるインパクト創出に関する指標と 2030 年までの数値目標

気候	<ul style="list-style-type: none"> 15MtのCO₂排出削減に貢献
人・健康	<ul style="list-style-type: none"> 6,000~10,000人のフルタイム雇用の自動化 オランダにおける患者一人当たり0.27年の質調整生存年（QALY）の向上 高齢者向け住宅または急性・緊急の医療ニーズがある人々に適した住宅の1,000戸追加
自然・生物多様性	(検討中)

出所：PFZW (2025) “Jaarverslag 2024”及び GIIN (2024) “Pursuing Impact Within a Portfolio: Insights From Institutional Asset Owners”をもとに作成

ABP では、2024 年 1 月付けの「インパクト投資方針」において、2030 年までの数値目標を設定する計画である旨が表明されている（図表 5-10）。ただし、本調査研究時点で、その数値目標に関する具体的情報は公開情報には掲載されていない。

図表 5-10 ABP によるインパクト創出に関する数値目標の設定の表明

<p>ABP のインパクト投資方針（2024 年 1 月）（抄）</p> <p>3. インパクト投資の目的</p> <p>（略）</p> <p>ABP は、遅くとも 2025 年までに、社会的・環境的パフォーマンスの観点から、インパクト投資によるプラスの効果を明確に把握することを目指している。2025 年には、ABP は 2030 年までの社会的・環境的パフォーマンスについて、必要に応じてさらに補足的な目標を設定する。例えば、CO₂ 排出回避量、自然保護区の保護面積（ヘクタール）、アフォーダブル住宅にアクセスできるようになった人々の数などが考えられる。</p>
--

出所：ABP (2024) “Impact Investing Policy”をもとに作成

5.2.4 戦略の策定

インパクト目標（定量・定性を問わず）の達成に向けた年金基金による戦略の策定状況についても調査を行った。

GMPPF は、地域へのインパクト創出に向けた数値目標は設定していないものの、その戦略としてセオリーオブチェンジを策定・明示している（図表 5-11）。

ただし、セオリーオブチェンジという言葉を用いてインパクト戦略を明示している例は、調査を行った年金基金の間では限定的であった。

ABP は、「インパクト投資方針」において、個別の投資毎にセオリーオブチェンジを設定する旨を表明している（図表 5-12）。

図表 5-11 GMPF が掲げるセオリーオブチェンジ



出所：The Good Economy (2025) “Greater Manchester Pension Fund: Annual Assessment of The Place-Based Impact of GMPF’s Local Investment”

図表 5-12 ABP によるセオリーオブチェンジ設定の表明

ABP のインパクト投資方針（2024 年 1 月）（抄）

5. インパクト投資のガバナンス

（略）

インパクト投資を行う際には、信頼できるセオリーオブチェンジを策定しなければならない。その一部は、ABP がどのように社会的および/または環境的インパクトの向上に貢献できるかに関わる。

出所：ABP (2024) “Impact Investing Policy”をもとに作成

5.2.5 指標の測定・開示

年金基金としてのインパクト指標の測定・開示の取り組みについても調査を行ったところ、次の例を除き、取り組みは限定的であった。

GMPF は、外部の専門機関と協業し、地域へのインパクト創出状況に関する測定・開示を行っている（図表 5-13）。

ABP の運用実務を担う APG は、内部で独自にインパクト投資の際に用いる指標等を設定している旨を開示している¹⁶²。ただし、具体的な測定値等は公開情報には掲載されていない。

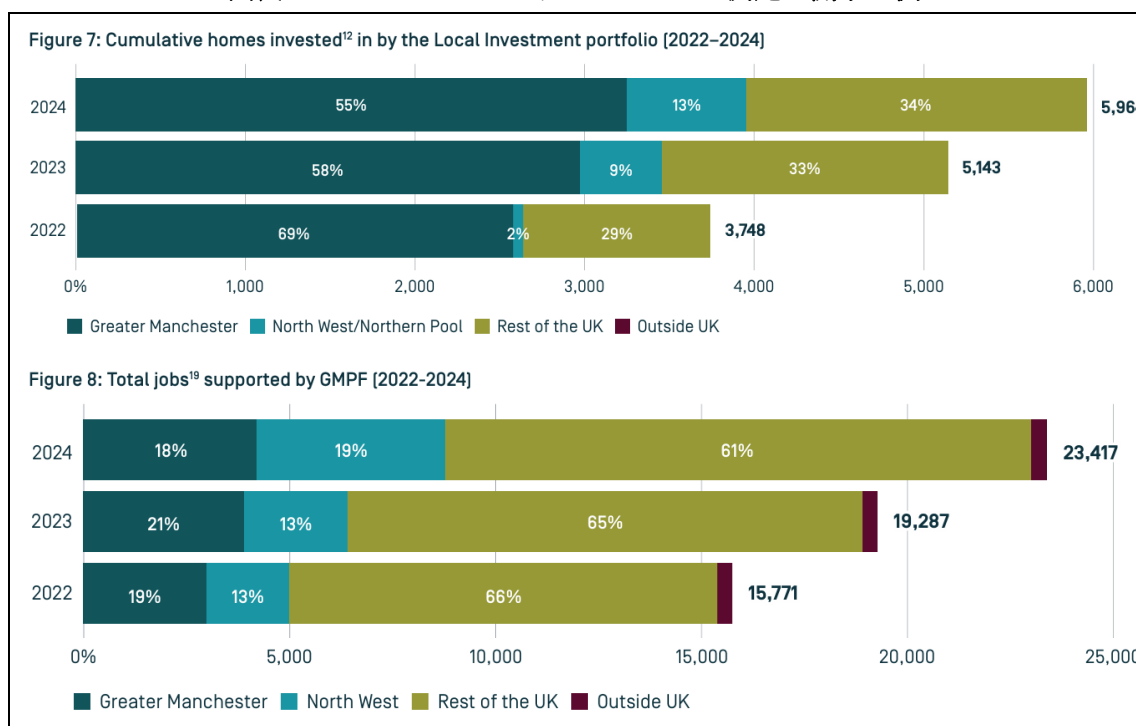
なお、インタビュー調査では、年金基金としてのインパクト測定に関し、インパクトを直接測定することが難しい場合でも、アウトプットやアウトカムに関する指標を捕捉し、その変化を確認することが重要との指摘があった。

その他、文献調査を通じて、年金基金が投資するファンドについての事例開示は一定程度確認された（例えば図表 5-14）。

なお、インタビュー調査において、年金基金が投資する各ファンドから、インパクト測定に関する報告は受けており、それ自体は意義があるものの、ファンド毎に指標が異なり、あるいは重複計上の懸念がある等の理由から、年金基金としてファンド横断的な指標の合算には課題があるとの指摘が複数あった。

¹⁶² APG (2025) “Stewardship Overview 2024”

図表 5-13 GMPF におけるインパクト測定・開示の例



出所：The Good Economy (2025) “Greater Manchester Pension Fund: Annual Assessment of The Place-Based Impact of GMPF’s Local Investment”

図表 5-14 AP2 における事例開示の例

Examples of investments made by AP2 in sustainable infrastructure

Sandbrook Capital is a leading fund in sustainable infrastructure that has so far invested in five platforms, where they add capital and help companies scale up:

- NeXtWind** is a green independent power generation company focused on acquiring and renewing older wind farms in Europe. The company aims to build a portfolio of over 1 gigawatt (GW) of renewable energy assets by working with local communities and partners to improve the performance and extend the life of existing wind turbines, primarily in Germany.
- Cloverleaf Infrastructure** develops sustainable solutions for large electricity customers by offering ready-to-build sites with access to green energy and storage. The company focuses on property acquisition, grid connection, storage and on-site energy production. The aim is to deliver scalable clean electricity through strategic investments in power transmission, grid connection, land, on-site power generation and energy storage.
- rPlus Energies** is a diversified renewable energy development company focusing on solar, wind, battery and hydro power in the US. The company’s goal is to supply renewable electricity to help governments, utilities and large industries meet the demands of the modern energy transition. Their portfolio has a total capacity of over 15 GW.
- Havfram** is a Norwegian company specialising in the development of offshore wind power. They offer transport and installation solutions for the wind power sector and own and operate ships for the installation of future wind turbines (WTIVs). They are currently developing two vessels, the first of which is expected to be ready in 2025.
- Voltwise** develops, builds and operates large-scale battery storage systems for the electricity grid. The company operates in Europe, with a focus on the UK and Germany. Their goal is to accelerate the transition to net zero emissions by providing intelligent, safe and reliable energy storage solutions. The Voltwise portfolio has a total capacity of over 10 GW.

出所：AP2 (2025) “Sustainability Report 2024”

5.2.6 地域（自国）への貢献の可視化の取り組み

地域へのインパクト創出を目標に掲げる GMPF が、その貢献の可視化に取り組んでいることはすでに述べたとおりであるが、本調査研究を通じて、地域（自国）へのインパクト創出を特段目標に掲げていないそれ以外の年金基金の間にも、地域（自国）への投資額や貢献に関する情報開示を行う基金が複数存在していることが明らかとなった。その具体例が図表 5-15 である。

こうした取り組みの背景として、インタビュー調査では、加入者などステークホルダーからの要請に応えるためである、といった指摘があった。

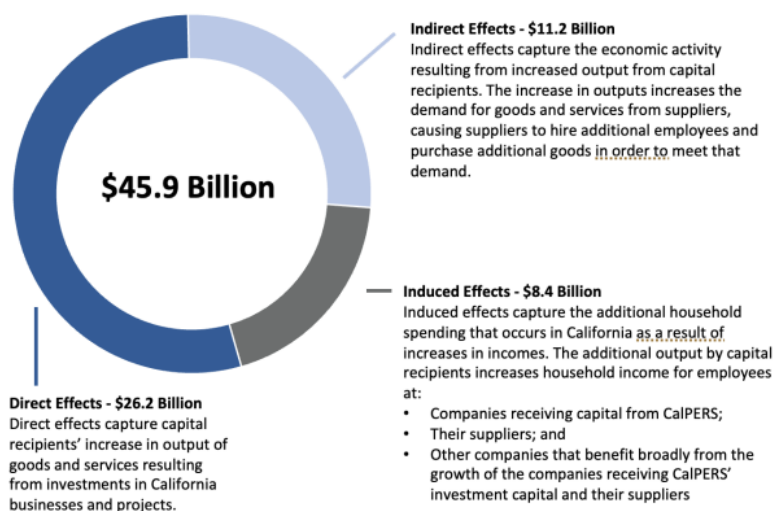
図表 5-15 年金基金における地域への貢献の可視化の例

- CalPERS は、プライベートマーケットへの投資を通じたカリフォルニア州への経済効果などを測定・開示している。

Total Economic Impact of CalPERS Private Markets Investments in California

CalPERS' private markets investments in California generate an estimated \$45.9 billion in economic activity across the state through the multiplier effect —the direct effects, indirect effects, and induced effects within the California economy are described in the chart below. A more detailed explanation of the methodology employed by Tideline to estimate total economic impact is included in the Research Methodology and Analytical Assumptions appendix.

Breakout of Total Economic Impact in California³⁶



出所：CalPERS (2024) "CalPERS for California 2024"

- NYSCRF は、ニューヨーク州のスタートアップや企業等に資金供給するプライベートエクイティファンドへの投資を通じた雇用への効果などを測定・開示している。

Investing in New York

Whenever possible, the Comptroller guides the Fund to invest in New York-based business ventures, companies and other programs that spur economic growth and create and retain jobs.

In-State Private Equity Investment Program

This program invests in private equity funds that target technology-based startups and established businesses in the State seeking expansion capital, spurring private sector investments and jobs across the state.

Program Highlights

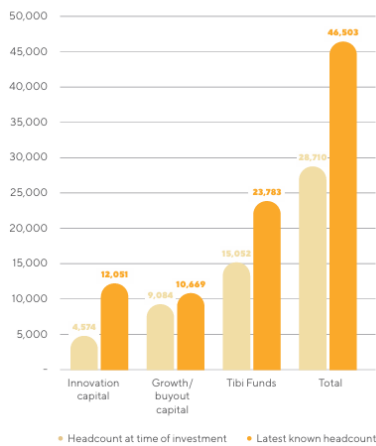
- \$2.64 billion committed to the program (as of March 31, 2025)
- \$1.9 billion invested in 600 New York State companies (as of March 31, 2025)
- Over \$650 million available to invest (as of March 31, 2025)
- Employees increased from approximately 29,500 to over 46,000 (as of March 31, 2025, or when the Fund exited the investment)
- Over 300 completed investments, returning \$1.7 billion for the Fund on \$910 million invested (as of March 31, 2025)
- Approximately 10% internal rate of return (as of March 31, 2025)

出所：NYSCRF (2025) “Investing in New York” <https://www.osc.ny.gov/common-retirement-fund/investing-new-york> (2026年2月17日最終アクセス)

- FRR は、フランスへの投資を通じた雇用への効果などを測定・開示している。

These programmes have helped to create jobs, as quantified below since the date of investment in the vehicles and at the end of 2023:

Change in headcount since capital investment

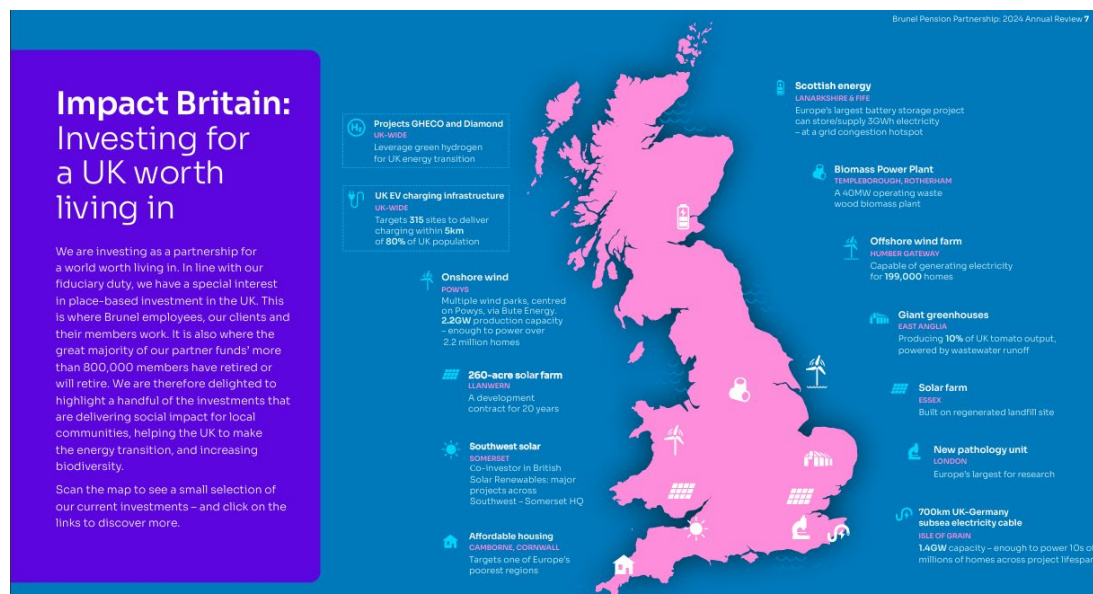


Change in FRR share of headcount since capital investment



出所：FRR (2025) “Annual Report 2024”

- BPP は、投資を通じたイギリスへの様々なインパクトを測定・開示している。



出所：BPP (2025) “Review 2024-25”

- GMPF は、グレーター・マンチェスター及びノース・ウェスト・イングランドへの投資を通じた様々なインパクトを測定・開示している。

How our investments support the Region



Supporting jobs through SME finance

- 15,303 jobs supported, 38% by businesses in the North West
- A further 2,033 jobs supported in infrastructure assets
- 3,923 jobs created, 43% by businesses in the North West
- 73% of businesses that have received funding demonstrate job growth.



Property-led economic development

- 22 commercial real estate assets, supporting 8,555 jobs, 84% in the North West.



Supporting place-based priority development needs

- 3,752 homes completed, in development or planned, of which 76% in the North West
- 7 nurseries with 646 childcare spaces
- 1 SEN school with capacity for 60 children
- 1 primary healthcare facility in Greater Manchester with capacity to serve a population of 13,500 people
- 4 digital infrastructure assets, 2 of which operate in the North West serving 233,000 customers.

出所：The Good Economy (2025) “Greater Manchester Pension Fund: Annual Assessment of The Place-Based Impact of GMPF’s Local Investment”

5.2.7 受託者責任・ユニバーサルオーナーシップの考え方との関係

インタビュー調査では、年金基金におけるインパクト投資等の取り組みと受託者責任との関係、及びユニバーサル・オーナーシップの考え方との関係についても、それぞれ調査を行った。

受託者責任との関係

インタビュー調査の結果、インパクト投資等であっても、投資のリスク・リターンにおいて妥協はしないという意見は、概ねすべての年金基金で共通していた。

そのうえで、受託者責任との関係に関して、主に以下の意見があった。

- インパクト自体が目的ではなく、新たな投資機会の発掘・獲得や、投資戦略の分散、システミック・リスクの低減の手段であるとの意見
- インパクト投資という言葉は譲許的な投資であることを惹起させる場合があるため、敢えてこの言葉を用いていないとの意見
- 投資妙味（新たな投資機会やリスク抑制等）のあるインパクト領域の見極めが重要との意見。また、どの領域に投資妙味があるかは外部環境等によっても変化するとの意見
- 受益者にとっては、投資リターンと同時に、インパクト（住みよい地域・社会や地球環境等）も重要であり、投資リターンとインパクト創出の両方を追求しているとの意見（なお、ABP、PFZW など一部は、こうした考え方を開示資料にも明記している¹⁶³⁾

その他、インパクト投資等への投資額は年金基金の運用資産全体と比べてごくわずかであり、基金全体の投資リターンへの影響は僅少との意見もあった。

なお、地域へのインパクト創出を目指す GMPF は、年金基金全体の目標リターンを CPI（消費者物価指数）+2~2.5%に設定しているところ、地域への投資については RPI（小売物価指数）+4%を基準としていることを開示している¹⁶⁴。RPI のほうが高い値になる傾向があることも踏まえると、同基金は地域への投資を譲許的な投資とは位置付けていないことがうかがえる。

¹⁶³ ABP (2024) “Impact Investing Policy”及び PFZW (2025) “Jaarverslag 2024”

¹⁶⁴ The Good Economy (2025) “Greater Manchester Pension Fund: Annual Assessment of The Place-Based Impact of GMPF’s Local Investment”

ユニバーサル・オーナーシップの考え方との関係

ユニバーサル・オーナーシップの考え方との関係については、インタビュー調査を行った年金基金の一部において、基金としてインパクト投資等を実施する論拠の一つとして、ユニバーサル・オーナーシップの考え方を関連付けているところがあった。

また、インタビュー調査では、ユニバーサル・オーナーシップの考え方の下で取り組んでいるシステミック・リスク（気候変動など）の低減に向けて、ポジティブなインパクトの創出（気候ソリューションの促進など）が重要との意見があった。

5.2.8 受託運用機関の選定・評価方法と投資リターン

さらに、インタビュー調査では、年金基金におけるインパクト投資等にかかる受託運用機関の選定・評価方法や、これまでの投資リターンの認識等についても調査を行った。

受託運用機関の選定・評価方法

インパクト投資等にかかる受託運用機関の選定・評価方法に関して、主に以下の意見・指摘があった。

- 運用機関・ファンドがインパクト投資を銘打っているか否かではなく、インパクトの考慮にかかる実際の投資行動や内容で判断することが重要との意見（同様に、グリーンボンド等への投資についても、ラベルの有無ではなく、内容で判断することが重要との意見）
- 通常の受託運用機関の評価プロセスに加えて、インパクトの考慮にかかる評価プロセスを二重に設けているとの指摘
- 運用機関・ファンドのインパクト創出に関する目標・戦略・測定指標・投資プロセス・体制・ケーパビリティ・経験・過去の実績等を評価
- インパクト・マネジメント運用原則（OPIM）の9原則の内容を参考に、運用機関・ファンドを評価（ただし、受託運用機関に OPIM への署名を要求しているわけではない）

なお、PFZW の運用実務を担う PGGM は、Philosophy・People・Process・Performance・Planet・Platform/Organization・Price/Cost の7つの観点から受託運用機関を評価している旨を開示している¹⁶⁵。

¹⁶⁵ PGGM (2021) “Responsible Investment in External Management”

体制面では、インパクトに関するスペシャリストやチームが、資産クラス毎の投資部隊とは別に、インパクトの観点からファンド投資の妥当性を精査していることが、インタビュー調査を通じて明らかとなった。投資の拒否権も持っている場合もあるという。

これまでの投資リターンの認識等

これまでのインパクト投資等の投資リターンの認識に関してインタビュー調査を行ったところ、インパクト投資であるがゆえに、その他の投資と比べて長期的に劣後しているとの意見はなかった。

インタビュー先の一部からは、アフォーダブル住宅等にかかるインパクト投資は、投資リターンは一般的な不動産投資ほど収益性は高くないものの、リスクも相対的に低く、リスク当たりのリターンは良好との指摘があった。

インパクト投資の投資リターンが短期的に下振れした場合の取り扱いは、基本的にその他の投資と同じで、それが一過性の下振れか、受託運用機関が適切な是正措置を行っているかを長期的視点から判断するとの指摘があった。

5.2.9 小括

前述のとおり、調査対象とした10の年金基金においては、いわゆるインパクトファンドへの投資事例が存在している。この点は、第3章で述べたインパクト投資市場の拡大の傾向や、そこでの資金供給源としての年金基金の存在感の大きさを示唆する既存の市場調査結果とも符号しているといえる。また、第4章で述べた、運用機関によるインパクトファンドに関する様々な取り組みの広がりには照らせば、インパクトファンドに投資する年金基金が多数存在すること自体は極めて自然なことといえよう。

他方で、本節で明らかになったように、年金基金としてインパクト投資の実施を標ぼうするか否かは、基金によってスタンスは様々である。年金基金としてインパクト投資という言葉が公式に用いられることなく、いわゆるインパクトファンドに投資している年金基金も一定程度存在しているということになる。

こうした取り組みの背後にある年金基金の考え方については、インタビュー調査を通じて、「手段的考え方」、その内部類型である「ユニバーサル・オーナー的考え方」、そして「目的的考え方」の大きく3通りが存在することが明らかとなった。この結果も、第2章で整理した内容と符号する結果といえる。なお、いずれの考え方を持つ年金基金であっても、受託者責任を果たす観点から、投資のリスク・リターンにおいて、インパクト投資であるからといって妥協はしないという意見でおおむね一致していた。

また、本節で明らかになったように、年金基金としてのセオリーオブチェンジ等のインパクト創出に向けた戦略の設定や、ポジティブなインパクト創出に関する数値目標の設定、ポートフォリオ横断的な指標の設定・測定、インパクトレポート等の発行といった取り組みは、一定程度見られるものの、限定的であった。ただし、地域や自国への投資を通じた貢献を可視化しようとする試みは、調査した年金基金の間に一定程度広がっていることも明らかとなった。年金基金としてのこうした取り組みが一層広がっていくかどうかについては、今後の注目点といえる。

6. 結びにかえて

本調査研究は、近年急速に市場関係者の関心が高まり、かつ発展の真ただ中にあるインパクト投資やそれに関連する投資に焦点を当て、その直近時点の「スナップショット」を、多角的な観点から取りまとめたものである。特に、海外の主要な年金基金に対するインタビュー調査では、各基金の考え方、実際の取り組み内容等の多様な実態が明らかとなった。

インパクト投資の概念については、GIINによる定義や、金融庁による基本的指針等を通じて、市場関係者の間で一定の共通見解が形成されつつあるが、他方で、より直近にかけて、システム思考に基づく投資といった新たな概念への展開もみられるなど、足元で極めて動的な状況にある。第2章では、こうした各種概念の最新の状況と関係性について取りまとめた。

第3章では、インパクト投資市場の動向、各種業界団体等の取り組み、ならびに諸外国における政策・規制等の最新状況を概観した。市場規模は拡大基調にあり、資金供給源としての年金基金の存在感も大きいことが明らかとなった。また、各種業界団体等においても様々な取り組みが展開されており、かつ、諸外国の規制・政策等の状況も多様であることが浮かび上がった。

第4章では、諸外国における代表的なインパクトファンドの事例調査を行った。各ファンドの取り組みは多様であり、投資リターンとインパクト創出の同時実現に向けて、試行錯誤を重ねながら独自の工夫に取り組んでいる様子が浮かび上がった。

第5章では、海外の主要な年金基金によるインパクト投資等への取り組み状況を調査した。調査対象とした年金基金では、主にインタビュー調査を通じて、インパクト投資という言葉を経営として公式に用いているかはさておき、受託者責任の下で投資のリスク・リターンを妥協することなく、実際にインパクトファンドへの投資が行われており、その背景には、「手段的考え方」、その内部類型である「ユニバーサル・オーナー的考え方」、そして「目的的考え方」といった考え方が存在していることが明らかとなった。

インパクト投資の最大の特徴は、人々のウェルビーイングの水準の向上や自然環境の状態の改善という意味でのインパクト創出への期待である。インパクト創出が投資の究極的な目的であれ、投資リターンの実現のための手段的な目的であれ、インパクト投資以外の投資との大きな違いは、そこにあると考えられる。

本調査研究は、インパクト投資のあるべき姿について特定の提言や結論を提示することを目的とするものではない。あくまで、直近時点におけるインパクト投資の現状を、約6か月間という期間を費やして集中的に調査し、多角的な観点から取りまとめた基礎的資料である。本調査報告書が、委託元である GPIF をはじめとするアセットオーナーや、さらには幅広い市場関係者、政策担当者、エコシステム関係者における今後のインパクト投資の検討や実践等の一助となり、ひいては、インパクトの創出に間接的に寄与することを期待し、本稿の結びとする。

- 当報告書は、GPIF より委託された調査研究として、ニッセイアセットマネジメントにおいて執筆されました。ニッセイアセットマネジメントは、関東財務局長（金商）第 369 号金融商品取引業者であり、一般社団法人資産運用業協会会員です。
- 当報告書に記載されている調査結果は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。また、必ずしも GPIF の見解を反映しているとは限りません。
- 当報告書は、2026 年 3 月末現在で作成しております。
- 当報告書に関わる権利は引用部分を除き GPIF に帰属します。
- 当報告書に掲載した各スタンダード、フレームワーク、ガイドライン及びメソドロジーに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、それぞれの公表元またはその許諾者に帰属しますのでご注意ください。
- 当報告書に関する各種照会（ご意見・ご質問等）は、GPIF 企画部（Tel：03-3502-2486）までご連絡ください。商用目的で転載・複製を行う場合は、予め GPIF 企画部までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

GPIF 委託調査研究

「インパクト投資に関する調査研究」

制作：

ニッセイアセットマネジメント株式会社

〒100-8219 東京都千代田区丸の内 1-6-6 日本生命丸の内ビル

電話 03-5533-4000（代表）

URL <https://www.nam.co.jp>
