

ASEAN における SDGs 達成に向けた インパクト投資の可能性

2021 年 9 月

問い合わせ先：日本アセアンセンター
(東南アジア諸国連合貿易投資観光促進センター)
〒105-0004 東京都港区新橋 6-17-19 新御成門ビル 1 階
貿易投資クラスター Tel:03-5402-8006 Fax:03-5402-8007
メールアドレス：info_ti@asean.or.jp

事務総長室・総務室 Tel:03-5402-8002 Fax:03-5402-8003
調査・政策分析クラスター Tel:03-5402-8004 Fax:03-5402-8005
キャンペーン・ビルディング・クラスター Tel:03-5402-8116 Fax:03-5402-8005
観光交流クラスター Tel:03-5402-8008 Fax:03-5402-8009
<https://www.asean.or.jp>

本報告書の記載内容の著作権は日本アセアンセンター（AJC）に帰属する。自由な引用・複製を認めるが、AJC および本報告書を出典元として明記すること。引用・複製を含む発行物の送付については、AJC 事務局 (toiawase_ga@asean.or.jp) で受け付ける。

ASEAN における SDGs 達成に向けた インパクト投資の可能性

目次

目次	4
図表一覧	5
謝辞	6
注記	6
本報告書について	7
略語一覧	8
要旨	9
1. 序論	10
1. 持続可能な開発目標と投資	12
2. 概要：インパクト投資の定義と手法	15
2.1 資本スペクトラムにおけるインパクト投資の定義と範囲	15
2.2 インパクト投資のアクター	19
2.3 インパクト投資の種類	23
2.4 インパクト投資を支える世界的取り組み	30
3. 世界、日本、ASEANにおけるインパクト投資	36
3.1 世界の概況	37
3.2 日本の概況	41
3.3 ASEANの概況	46
3.4 ASEANにおけるインパクト投資の成功事例	59
3.5 ASEAN事例からの課題	80
4. 課題と提言	82
5. 結論	100
補遺1	101
補遺2	103
参照先	108

図

図1：持続可能な開発に向けた民間資金の役割	12
図2：投資資本のスペクトラム	16
図3：インパクト投資のアクターが形成する エコシステム	19
図4：開発インパクト債の仕組み.....	25
図5：カンボジアにおける DIB 運営	27
図6：数値で見るインパクト投資の概要.....	36
図7：世界のインパクト投資規模（2016～2020年）	37
図8 インパクト投資で目標とする財務的リターン（n=294）	39
図9：財務的リターン の実績と期待の比較（n=282）	39
図10：インパクト評価における SDGs の利用	40
図11：日本のインパクト投資市場規模（2016～2020年）	41
図12：インパクト投資で目標とする財務的リターン（n=25）	43
図13：期待する財務的リターンに対する実績	43
図14：ASEAN 向けインパクト投資額（2017～2016年と2017～2019年の比較）	47
図15：インパクト投資の件数（2017～2019年）	48
図16：部門別に見た民間インパクト投資（2017～2019年）	49
図17：部門別に見た 開発金融機関のインパクト投資（2017～2019年）	49
図18：ベンチャー企業立ち上げからの資金調達サイクル	87
図19：オーストラリア EMIIF の構図	98

表

表1：持続可能な投資の活動と戦略（GSIA 2019）	18
表2：投資主体別に見たインパクト投資の金額と案件数（2017～2019年）.....	48
表3：領域別の課題と対応する提言	82
表4：OECD における社会的インパクト投資向け政策枠組みの分析	94

補論

補論1：インパクト投資と「ESG 投資」	18
補論2：教育の質に取り組むインド DIB	26
補論3：DIB に対する批判	29
補論4：ジェンダー投資（GLI）.....	50
補論5：世界発の社会的インパクト債：ピーターバラ SIB	105

謝辞

本報告書は、国際機関日本アセアンセンター（AJC）前事務総長藤田正孝の下、貿易投資クラスターのジュニアプログラムマネージャー小野綾が作成した。作成にあたり、同部署の事業統括長ラファエリータ・ララ・カストロやクラスター長石田靖、前クラスター長アニ・ズライニ・アジズをはじめとしたAJCの全職員から意見を受けた。本報告に記載した事例の紹介と専門的な知見をいただいた伊藤健氏や、インパクト投資の現状に関する実務的な見識を提供いただいた社会変革推進財団、ケイスリー株式会社、アジアン・ベンチャー・フィランソロピー・ネットワーク（AVPN）、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）に謝意を表したい。草稿はソフィア・ビルボローが編集し、Nomura Designが組版を行った。本書のすべての不備、誤りは筆者の責任であり、AJCの責に帰すものではない。

注記

本報告書で用いる「国」「経済」という用語は、適切な限りにおいて領土や地域にも言及する。題名や情報提示は、あらゆる国や領土、都市、地域、当局の法的地位、あるいは前線・境界線の画定に関し、日本アセアンセンターの見解を一切提示するものではない。

- ・ 表中で用いる記号の意味を以下に記す。
- ・ 2点（..）：データが入手できない、もしくは部分的なデータも報告されていない。
- ・ ダッシュ（-）：当該項目がゼロに等しいか、無視できる値である。
- ・ 2015-2016など年号の間のダッシュ（-）：開始と終了の各年を含む期間全体を示す。
- ・ ドル記号（\$）：特に明記しない限り米ドルを示す。

本報告書について

本報告書『ASEANにおけるSDGs達成に向けたインパクト投資の可能性』では、持続可能な開発目標（SDGs）に関連して勢いを増している投資手法、「インパクト投資」について、東南アジア諸国連合（ASEAN）での最重要点を取り上げる。また、世界と日本のインパクト投資市場の現状にも言及し、インパクト投資の可能性を提示する。SDGsの中で「複数の財源から〈中略〉追加的資金源を動員する¹」ことを定めている目標17は、各目標の達成に向けて資金を供給し、その恩恵を維持するうえで民間投資が担う中心的な役割を強調している。

ASEAN 包括的投資協定（ACIA）第25条は、「あらゆる形態の投資に必要な環境の創出」が不可欠であると明記している（Invest in ASEAN 2009）。また、自由貿易分野でASEAN最大の取り決めである地域的な包括的経済連携（RCEP）協定も、投資円滑化に関する第10・12条に同じ規定を設けている。本報告書では、SDGs実現に向けた、ASEANでの新しく、革新的な投資手法であるインパクト投資の潜在的可能性を提示する。

本報告書は、ASEANのインパクト投資市場の現状を俯瞰し、SDGs達成に向けた動きに拍車を掛けることにある。現在、包括的な市場データが入手できる体制が整備されていない中ではあるが、インパクト投資の定義や位置付け、世界における主要施策の概略、ASEAN域内における成功事例を提供し、課題を模索する。さらに、ASEANにおいてSDGsへ貢献しうるインパクト投資をより促進するための提言を行う。

インパクト投資の特徴は、リスクを軽減し、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関連する諸要素を取り込むことにとどまらず、財務的リターンと社会的インパクトを並行して創出する「意図」にある。その学術的、実務的議論は広範囲に及ぶが、いわゆる「ESG投資」とインパクト投資の差異は特に話題となっている。日本サステナブル投資フォーラム（JSIF 2021, 16-19）による最新の知見を踏まえ、世界と一貫した概念化を図るため、本報告書では、ESGは投資分析と意思決定プロセスに「組み込む」べき「要素」であり、ESG課題の「統合」は持続可能な投資の範疇に組み込まれた「戦略」であるとの見方をとる。

2021年現在、日本の対ASEAN外国直接投資（FDI）は世界第2位の規模である。ASEANが投資政策の戦略を再構築する中で、日本がSDGs投資を通じた地域貢献拡大を可能とすることは、必要不可欠である。ASEANはインパクト投資の高い効果が期待できる潜在的市場であり、そのASEANにおけるインパクト投資拡大に本報告書が寄与することが、筆者の願いである。

1 AJCはSDGsを全主体にとっての目標と認識し、本報告書では、ASEAN諸国を「開発途上国」と見なさない

2 本報告書ではSDGs投資不足額を明示することは意図していないが、入手可能なデータを用いてASEANにおけるインパクト投資活動の全体像を提示し、導ける提言を示す。

略語一覧

A-BAC	ASEAN ビジネス諮問評議会	Lao PDR	ラオス人民民主共和国
ACIA	ASEAN 包括的投資協定	LDC	後発開発途上国
ACGF	アセアン・カタリティック・グリーンファイナンス・ファシリティ	METI	経済産業省
ACSS	ASEAN 共同体統計システム	MFI	マイクロファイナンス機関
ADB	アジア開発銀行	MSME	中小零細企業
AIIF	アジア・インパクト投資ファンド	NAB	国内諮問委員会
AJC	日本アセアンセンター	ODA	政府開発援助
AMS	ASEAN 加盟国	ODF	野外排泄撲滅
AUM	運用資産残高	OECD	経済協力開発機構
ASEAN	東南アジア諸国連合	PII	民間インパクト投資機関
AVPN	アジア・ベンチャー・フィランソロピー・ネットワーク	PRI	責任投資原則
B-Corp	ベネフィット・コーポレーション	ROE	自己資本利益率
CDFI	コミュニティ開発金融機関	SDG	持続可能な開発目標
CLMV	カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム	SDGI	持続可能な開発目標投資
COVID-19	新型コロナウイルス感染症	SIB	社会的インパクト債
DFAT	Department of Foreign Affairs and Trade (オーストラリア外務貿易省)	SIIF	社会変革推進財団
DFI	開発金融機関	SLB	持続可能性連動債
DFID	イギリス国際開発省	SME	中小企業
DIB	開発インパクト債	SPV	社会目的型ベンチャー
EMIIF	新興市場インパクト投資ファンド	SRI	社会的責任投資
ESG	環境・社会・ガバナンス	SVX	社会的ベンチャー取引所
FDI	外国直接投資	UN	国際連合 (国連)
GIIN	グローバル・インパクト投資ネットワーク	UNCTAD	国連貿易開発会議
GLI	ジェンダー投資	UNDP	国連開発計画
GPIF	年金積立金管理運用独立行政法人	UNSIF	国連 SDG インパクト・ファイナンス、 SDG イノベティブ・ファイナンス
GSIA	世界持続可能投資連合	UOB	ユニテッド・オーバーシーズ銀行
GSG	グローバル社会的インパクト投資スティアリング・グループ	UOBVM	UOB Venture Management
G8	主要 8 カ国	USAID	アメリカ合衆国国際開発庁
HNWI	富裕層	US SIF	米国持続可能・責任投資フォーラム
IADB	米州開発銀行	WASH	水・トイレ・衛生習慣
IFC	国際金融公社	WGSDGI	SDGs 指標作業部会
IIAF	インスター・インパクト・アジア・ファンド		
IMP	インパクト・マネジメント・プロジェクト		
IRR	内部収益率		
JAWEF	日本 ASEAN 女性エンパワメント基金		
JBIC	国際協力銀行		
JICA	国際協力機構		
JSIF	日本サステナブル投資フォーラム		
KPI	重要業績評価指標		

要旨

本報告書『ASEANにおけるSDGs達成に向けたインパクト投資の可能性』では、インパクト投資の潜在的な可能性と要諦を取り上げる。インパクト投資は、ASEANでの持続可能な開発目標（SDGs）実現に向けて勢いを増す、革新的な投資手法である。その特徴は、リスクを軽減し、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関連する要素を取り込むことにとどまらず、財務的リターンと社会的インパクトを並行して創出・測定するという意図にある。

本報告書の目的は、SDGs実現を推進するための「行動の10年」の一環として、経済、社会両面の成果を創出し測定し得る資金源の動員を拡大することにある。

ASEANのインパクト投資では、市場構築の進度にばらつきが見られる。包括的なデータはないものの、地域全体に対する2017～2019年のインパクト投資額（累計）は、投資案件298件の合計で60億ドル余りであった。市場は著しいペースで成長を遂げている。加盟国別に見た金額は、民間投資と開発金融機関（DFI）による投資の両方でインドネシアへの投資がトップに立ち、2位にタイ、3位にベトナムが続いた。シンガポールにおいては唯一、民間からの投資額がDFIを上回っている。第3章のASEANにおける成功事例で、①ブルーオーチャード、②ガーデン・インパクト、③ADBベンチャーズ、④インスター・パートナーズ、⑤UOBベンチャー・マネジメントによって実施されているインパクト投資5件を取り上げた。一連の事例は、ASEANでのインパクト投資が経済と社会の両面で成果を上げ、SDGs達成に寄与する可能性が非常に高いことを示している。

ASEANではインパクト投資の「エコシステム」の形成が進んでいるが、取引参加者、仲介者、知的インフラ、政府機関という各方面の全アクターが、連携を深めなければならない。主な課題には、市場拡大、SDGsウォッシング、ならびにそれらへの対策として必要な「インパクト測定・マネジメント」のための技能と専門性を高め普及させることなどが挙げられる。SDGsウォッシングとは、SDGsの本質とねらいに相反して投資ポートフォリオの売り込みのために「取り組んでいるふりをする」、うわべだけのSDGsへの投資貢献を指す。これは、インパクト投資の営み全体の信用を損ないかねない行為であるが、インパクト測定・マネジメントで社会的インパクトの成果を提示すること、ならびにそのための能力向上は、SDGsウォッシングを避け、社会的なリスクの低減に寄与する。

「ASEAN経済共同体ブループリント2025」も強調しているように、SDGs達成に貢献するインパクト投資活動を育むには、投資先企業団体に向けた事業運営やインパクト測定・マネジメントなどのようなあらゆる能力開発の機会が不可欠である。それが「投資対応性（investment readiness）」を高め、投資パイプラインの形成につながるのである。これにより、国内外のインパクト投資先企業団体への信頼が高まり、SDGs資金の動員に向けたインパクト投資市場の拡大が可能となる。また、ASEANタクソミー（独自の仕組み、規則など）を実装・共有するために、証拠に基づく政策提言の分析などを含む学術的發展も欠かせない。最後に、ASEAN域内の後発開発途上国については、政府開発援助（ODA）を組み込んだインパクト投資施策を提案する。

インパクト投資は、経済と社会両面の成果を出すことを狙い、他の投資手法と一線を画す「ニューノーマル」を象徴する。インパクト投資という投資手法は持続可能な開発に不可欠であり、今後の成長が強く見込まれる。ASEANのインパクト投資市場とエコシステムの現状は未だ断片的にしか理解されていないため、本研究を補完する一層の調査・研究を歓迎する。

1. 序論

2021年は2030アジェンダ、あるいは持続可能な開発目標（SDGs）（UN 2020a）の達成に向けた「行動の10年」の幕開けであり、2030年までの全4期における第2期の初年である。新型コロナウイルス感染症（COVID-19）による危機が発生するまで、SDGsには年間3兆3000億～4兆5000億ドルの資金供給が求められていた（UNSDG 2018, 3）。SDGs関連投資は開発途上経済や移行経済において著しく減少され（UNCTAD 2021）、貧困削減への30年にわたる世界的な努力は、COVID-19がもたらすの保健と経済の脅威にむしばまれ続けている（Sumner, Chris Hoy, and Ortiz-Juarez 2020）。目下のASEAN経済の低迷はパンデミック（感染症の世界的流行）の影響を契機としてはいるが、過去のビジネスモデルが有効でも適切でもない可能性を示唆している。世界のバリューチェーンの強靱性（GVCs）は、ASEANにおいても、絶えず試練を突き付けられ、日ASEAN関係もまた、日ASEAN経済の再編・再構築がもためられている（Fujita 2020）。経済パラダイムの刷新を押し進め、ニューノーマルへの調整と適合を進めることが差し迫って重要である。これをASEANで実行することは、日ASEAN経済のさらなる成長を促し、利益をもたらすであろう。

本報告書は、勢いを増すインパクト投資という投資手法を、日ASEAN間にて促進を目指すものである。感染再拡大の脅威は根強いが、ASEANではCOVID-19による経済的打撃からの回復が始まっている。その一方で、SDGsに焦点を当てた事業や資金供給が減少していることは間違いない（UNCTAD 2021）。しかしアジア開発銀行（ADB）は、ワクチン接種の進展に差がある中でも、東南アジアは2021年に4.4%、2022年に5.1%の経済成長を遂げると予想しており（ADB 2021a）、実業界や投資界にとって見通しは前向きである。

COVID-19の打撃によって前向きな力が働き、パンデミック収束後の経済回復の戦略化が促されている。世界的なパンデミック対策の取り組みは、既に民間セクターで顕著であった。COVID-19を踏まえた2020年のソーシャル（社会貢献）債発行額は550億ドルとなり、前年を上回っている。証券取引所も上場手数料を免除し、ソーシャル債市場を積極的に支援してきた（UNCTAD 2020）。ASEANに限っても、インドネシア政府は2020年4月、50年物のCOVID-19債を発行した。これはドル建て国債のトランシェとして、同国史上最大であった（ADB 2021b）³。持続可能な開発に関する債券発行としては2020年末に、アジア開発銀行（ADB）とアセアン・カタリティック・グリーンファイナンス・ファシリティ（ACGF）が東南アジア・グリーンファイナンス戦略を発表した。同戦略は、環境に配慮した持続可能な「経済回復政策パッケージ」の一環として、ASEAN資本市場で債券を発行することを盛り込んでいる（ADB and ACGF 2020）。

3 アジアのソーシャル債市場に関する詳細は、アジア開発銀行（ADB 2021b）を参照のこと。

同様に、対 ASEAN の投資の多くが、環境・社会・ガバナンス (ESG) を考慮して決定されている (Korwatanasakul and Majoe 2019)。開発効果を創出し、維持し、社会志向のファンドと債券の成長に大きく貢献する投資を主流にする必要性は、COVID-19 危機によって明らかに高まっている (UNCTAD 2020)。次の行動の 10 年において、SDGs 志向の資金供給事業は徐々に成長していくといえる (UN 2020a)。

SDGs に資本を割り当てる上で、インパクト投資は金融面での次なるカンフル剤と見なすことができる。世界は既に、革新的な手法が必要な「変曲点」に達している。COVID-19 収束後の世界では公的機関による社会開発の増加が見込まれ、ここに民間セクターを組み込むための新たな手法が切望されている。これは、公共予算がパンデミック対策に振り向けられた分、資金不足が生じているためである。SDGs 達成に向けた取り組みにおいて、民間資金には影響力がある。特に「SDGs 向けに再編された投資配分を固定」し、「企業と消費者の行動変容を促進」し、市場の持続可能性を高めるよう「投資判断を導く」ことにおいて、力を及ぼすであろう (UNDP 2017, 3)。インパクト投資は、公共セクターやフィランソロピーの役割を代替するものではない。しかし、世界の資産総額は推定 399 兆ドルにも上ることから (Credit Suisse 2020, 8)、持続可能な開発に民間セクターを呼び込む余地は大きい。

本報告書で見ていく通り、世界においても ASEAN においても、インパクト投資は実践の場として成長を続けている。ロックフェラー財団が 2007 年に「インパクト投資」という言葉を考案してから、10 年余りが経過した。この概念が現れて以降、その制度化は著しく進んでいる。依然として断片的かつ複雑な領域ではあるが、国際政策や各国政策の立案者らによる協調や、投資界からの関心の高まりにより、インパクト投資は著しい成長と勢いを見せてきた (Ono 2020)。

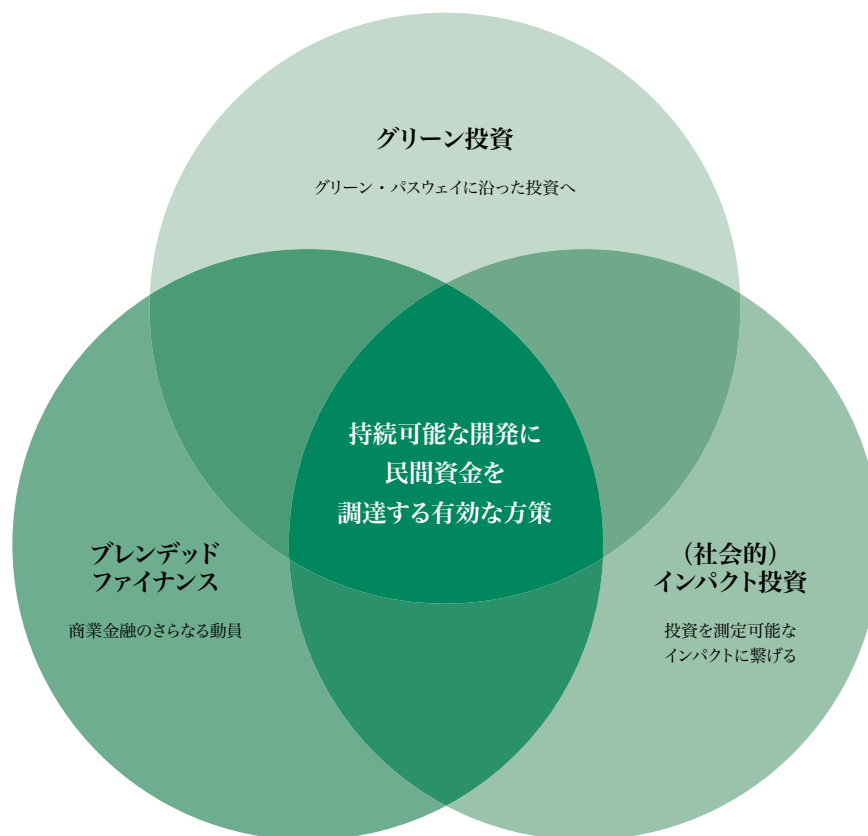
本報告書では、SDGs 達成に寄与するインパクト投資の動向について、ASEAN 諸国での概観を提示する。また、インパクト投資の諸類型や、インパクト投資を構成する世界のアクターについても説明する。本報告書の主眼は、ASEAN に深く関わる事例と提言を示すことにより、インパクト投資に携わるアクターの増加を後押しし、ASEAN における SDGs 向けの資金調達を促すことにある。

4 インパクト投資という用語は 2007 年、ロックフェラー財団により考案され (IFC 2020)、初めはフィランソロピー部門で知られるようになった。

1. 持続的な開発目標と投資

SDGsの達成目標まで10年を切った今、持続可能な開発に対する投資の拡大は死活的に重要であり、持続可能な投資をいかにSDGsに沿った投資機会へ仕向けるかも、極めて重要な論点である⁵。そこで、民間セクターによる投資役割の増加は欠かせない。図1は、持続可能な開発に対する「民間資金」の役割を図で表している(OECD 2019, 28)。SDGsでは一つの目標に向けた行動が他の諸目標の結果に影響を及ぼすため、持続可能性というテーマを全目標に組み込まなければならない。よって、大局的なSDGs戦略を設計することが必要である。

図1：持続可能な開発に向けた民間資金の役割



出典：OECD (2019, 28)

5 Walkate や Krosinsky (2018) のように既に膨大な資金が再生可能エネルギー部門で利用可能となっていることを認める研究者は、SDGsを投資戦略の単なるチェック事項として利用することに警鐘を鳴らしている。いわゆる「SDGsウォッシング」の概念は4章でも取り上げる。

6 2017年9月、国連開発計画(UNDP)は国連SDGインパクト・ファイナンス(UNSIF)を設立した。これは、さまざまな世界的基金や商業投資家、慈善財団に対し、SDGs達成への財源動員を奨励する基金である。しかし、UNSIFの役割は、世界の先進的な大学や学術研究機関と連携し、当初目標の達成を支える分析フレームワークや科学的証拠、政策環境などの改善へと変化しつつある(Ono 2020)。

本報告書では、持続可能な開発に必要な民間資金を調達する有効な方策の一つとしてインパクト投資を取り上げている。インパクト投資はSDGsの目標17「パートナーシップで目標を達成しよう」の要点と直接的関係があり、特に追加資金の動員に関して当てはまる（ブレンデッドファイナンスやグリーンファイナンスに関する詳細はOECD 2019を参照のこと）。インパクト投資を含め、民間投資の確約額を増やすことは2030アジェンダの実現に欠かせない。

実際、**持続可能な開発目標への投資 (SDGI)** に関心が高まっている。国連経済社会局 (DESA) の開発金融室と持続可能な開発部の委託で作成された2017年のディスカッション・ペーパー『Advancing A New Normal in Global Capital Markets (仮訳：グローバル資本市場のニューノーマルへの前進)』では、SDGIという言葉が初めて使われ再定義された。SDGIは「持続可能性とSDGsのいずれか、または両方が、投資判断において『実質的』な要因を形成するあらゆる投資戦略」と定義されている (C-Change 2017, 4)。SDGIは包括的な用語であり、インパクト投資のスペクトラム全体に該当し、持続可能な投資と責任投資にまで範囲が広がるため (図2参照)、SDGs⁷への膨大な資金源となる。2020年版『World Investment Report (邦題：世界投資報告書) (UNCTAD 2020, 182)』は2014年版での推計に基づき、SDGs投資の不足額と傾向を概説している。同報告書は、電力 (再生可能エネルギーを除く)⁸と気候変動緩和策を特に多くの資金が必要な分野とし、前者では開発途上国で3700億～6900億ドル、後者では先進国で3800億～6800億ドルの投資がそれぞれ不足していると推定した。2017年時点 (C-Change 2017) の世界のSDGIは推定23兆ドルで、内訳は責任投資が15兆ドル、持続可能な投資が8兆ドル、インパクト投資が1200億ドルだった。インパクト投資が少なく見えるかもしれないが、2020年時点では6倍近い成長を遂げ、7100億ドルに達している (3章参照)。次章では、SDGs実現に向けた資金調達において、世界とASEANのインパクト投資が大きな潜在力を持つことを明らかにする (1章参照)。

ASEANにおいては、ASEAN事務局が2020年11月に、『ASEAN Sustainable Development Goals Indicators Baseline Report (仮訳：ASEAN持続可能な開発目標〈SGDs〉指標ベースライン報告書)』を公表した。ASEAN共同体統計システム (ACSS⁹) のSDGs指標作業部会 (WGSDGI) は2019年、ASEANのSDGs指標を見直すとともに、63項目の主要指標と準指標の一覧を示し、計134項目の指標群を作成した。

7 全てのインパクト投資がSDGIに当てはまるわけではないことは、留意するべきである。SDGIをインパクト投資と見なし得るのは、SDGsの17目標のいずれかに沿った社会的インパクトの創出意図がある場合である

8 ここで挙げられている不足額 (3700億～6900億ドル、3800億～6800億ドル) は、国際連合でSDGsが採択される前の、2014年版の『World Investment Report』に基づく推定であり、ここでの説明はSDGsに直接言及したものではない

9 ACSSは2011年に、ASEAN加盟国 (AMS) それぞれの統計システムとASEAN共同体評議会、ASEAN事務局の連携体として設立された。政策決定 (証拠に基づく) と意思決定をサポートするASEAN統計情報を提供するとともに、加盟各国とASEAN事務局の統計能力強化を

268 ページからなる本ベースライン報告書は ASEAN 域内での SDGs¹⁰ 達成について、2016～2018 年の状況に関するベースライン評価と進捗測定結果を示すとともに、国・地域レベルの関連政策を提案している。なお、ASEAN のような新興経済の投資傾向に対する評価能力は、SDGs の全部門において、データの不足や質の低さが支障とされている（UNCTAD 2020）。SDGs 実現に向けた制度整備の強化と取り組みには、資金調達のための官民連携と並び、統計能力への投資の加速が必要であり、この点は差し迫って重要である（ASEAN Secretariat 2020）。



10 詳細は ASEAN 事務局（2020）を参照のこと。

2. 概要：インパクト投資の定義と手法

2.1 資本スペクトラムにおけるインパクト投資の定義と範囲

本報告書においてインパクト投資は、社会面、環境面での課題解決を図るとともに、経済的な利益を追求する投資行動・手法を指す（NAB, 2020; GIIN 2020; International Finance Corporation 2020）。投資先には、社会的インパクトを創出することを目的として、ビジネスを通して財・サービスという「成果物」を受け手に提供する企業、団体、ファンドが含まれる。インパクト投資は独立した新たな資産クラスというよりも、多様な資産クラスにわたる「投資手法」である。投資に用いられる投資媒体については本章後半で説明する。

インパクト投資の特徴として、以下の4点が挙げられる（GIIN 2019b）：

- ポジティブな社会的インパクトの創出を意図している。
- 社会的インパクトの裏付けを伴うよう設計されている。
- 社会的インパクトの実現状況を管理する。
- インパクト投資の成長に寄与する。

インパクト投資は投資スペクトラムに位置付けられる（図2参照）。経済的・社会的インパクトの創出度合いに応じて資本区分が左から右へと配置され、インパクト投資もその一つに位置付けられる。まず、左端に「従来型投資」が位置する。「従来型投資」とは、財務的リターンを志向する企業が、環境・社会・ガバナンス（ESG）の諸要素を考慮せずに行う投資である。

図2：投資資本のスペクトラム



出典：日本国内諮問委員会 (2020b)、Bridges Fund Management (2017)、C-Change (2017)¹¹

図2の左から2番目、「責任投資」という資本区分は「ネガティブ・スクリーニング」を実施しながら投資を行う手法である。たばこや兵器などの非倫理的で有害な商品や慣行への投資を回避する排除型の選別を意味する。この区分では、ESGの諸要素に近接する幅広い問題を緩和するよう投資判断が下される。責任投資の資金規模は非常に大きく、世界における投資総額は89兆6000億ドル (Principles for Responsible Investment 2018a, 6) と推定され、世界銀行が2019年に示した世界総生産87兆2700億ドルを上回っている。

持続可能な投資という資本区分は「ポジティブ・スクリーニング」を実施しながら投資を行う手法である。ESGの諸要素に近接する問題の緩和に取り組む企業に対して積極的に投資する選択を意味する。ロックフェラー財団、アジア・ベンチャー・フィランソロピー・ネットワーク (AVPN)、コンサルティング企業 FSG は2019年、金融の将来についてレポートした。それによると、持続可能性と企業業績に関する学術論文190本のうち88%が、持続可能な慣行が確かな企業ほど、業績が優れていると結論付けている (Thuard et al.2019)。ASEANでの「ESG投資」に関するAJCのレポート (Korwatanasakul and Majoe 2019) によると、ESGを実践している企業は実践していない企業よりも収益性が高いことがわかっている (補論1参照)。

本報告書が焦点を合わせているインパクト投資の区分は、社会の課題に取り組むことを明確に意図する投資である。図2に示すように、インパクト投資を他の投資手法と区別する特徴は、プ

11 他の投資手法の区分について、長い歴史のある社会的責任投資 (SRI) が現在は持続可能な投資と称されているというのが、筆者の認識である (JSIF 2021)。

ラスの社会的インパクトを創出するという意図にある。リスク軽減のみならず、企業の財務以外の実績についても評価し、ESGの要素やコンプライアンスを財務的リターンとともに投資判断に組み込むのである（Principles for Responsible Investment 2018b; JSIF 2021; National Advisory Board of Japan 2021）。インパクト投資の慣行には、投資先のビジネスモデルや商品・サービスが、経済的、社会的両面で利益創出に貢献することが強調される。このような側面から、インパクト投資の潜在力は絶大であると理解されている（NAB of Japan 2021）。

12 インパクト投資は、財務的リターンを第一とする区分と（社会的）効果を第一とする区分の両方を内包するため、インパクト投資家がどちらに重点を置くのかは様々である（詳細は Monitor Institute by Deloitte (2009, 31) を参照のこと）。

補論1：インパクト投資と「ESG投資」

この分野の知見は、学術的、実務的研究において急速に発達している。最近の重要な業績は、日本サステナブル投資フォーラムが2021年4月に「ESG投資」という用語の使い方に警鐘を鳴らしたことである（JSIF 2021）。「ESG投資」とインパクト投資の差異はしばしば議論となっているが、原因として、この言葉をめぐる混乱がある。責任投資原則（PRI）（補遺1参照）の6原則では実際のところ、その定義においてESGを「投資」と記載していない。世界持続可能投資連合の隔年報告書（GSIA 2019）もこの点について、ESGが投資手法ではなく、その諸要素を統合するための戦略であることを明示している（表1参照）。

表1：持続可能な投資の活動と戦略（GSIA 2019）

持続可能な投資活動と投資戦略	
1	ネガティブ・スクリーニング（排除型選別）
2	ポジティブ・スクリーニング（最善選択型選別）
3	規範に基づくスクリーニング
4	ESG統合
5	持続可能性をテーマとする投資
6	インパクト投資・コミュニティ投資
7	企業への働き掛けと株主の行動

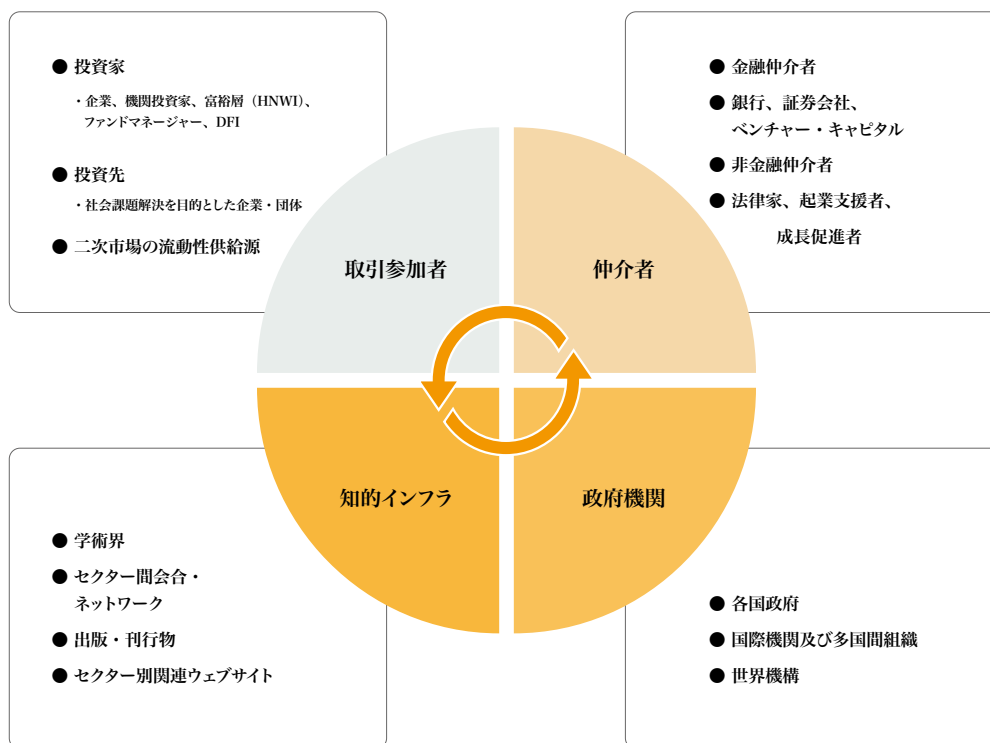
そのため、本報告書はこれと一貫した概念を持つこととし、ESGは「内面化」および「統合」すべき「要素」であるとの見解をとる。図2は「ESG投資」を資本スペクトラムの区分とせず、「ESG統合」を持続可能な投資の区分に組み込んでいる。インパクト投資は定義上、持続可能な投資の不可分の一部としてESGの諸要素を含んでいる。

2.2 インパクト投資のアクター

インパクト投資をはじめ、SDGs への投資には、投資家、投資先、仲介機関など、多様で幅広いアクターが求められる。いずれも、インパクト投資の構成に不可欠なアクターである。しかし、投資流入を促進し、円滑化するためには、より多岐にわたるアクターが必要となる。複数の勢力によって構成されるこのフレームワークはしばしばエコシステムと称される (Roundy 2019)。インパクト投資のエコシステムでは、セクターを横断した主体 (Schwartz, Jones や Nicholls 2015, 489) が活動している。これについては、経済協力開発機構 (OECD) の報告書『Social Impact Investment: The Impact Imperative For Sustainable Development (仮訳：社会的インパクト投資——持続可能な開発に向けたインパクトの必須条件)』も、一連の国内政策手段を推奨する中で広範に議論している (OECD 2019, p. 167)。

インパクト投資のエコシステムを構成するアクターは、取引参加者、仲介者、政府機関、知的インフラの4群に分類できる (Schwartz, Jones, and Nicholls 2015, 489; National Advisory Board of Japan 2020b, iii; OECD 2019)。図3は、各群に含まれる複数の要素が、他群に影響を及ぼす様子を示している。

図3：インパクト投資のアクターが形成するエコシステム



出典：日本アセアンセンター¹³

13 Schwartz, Jones, and Nicholls (2015) ; OECD (2019) ; National Advisory Board of Japan (2020b) に基づく。

取引参加者：

◆ インパクト投資家

投資家には多様な形態がある。企業、機関投資家、ファンドマネージャー、ファミリーオフィス、財団、銀行、年金基金、そしてクラウドファンディングや投資信託の小口利用者を含む個人投資家から、エンジェル投資家を含む富裕層（HNWI）、開発金融機関（DFI）まで幅広い¹⁴。

投資家の包摂性に関しては、DFIに関わるものをはじめとして異論があり得る。しかし、本報告書は大局的な立場から、インパクト投資の基準に沿った（社会的インパクトの創出を意図し、程度は違えど財務的リターンとインパクト測定・管理の確約を期待する）投資の実施主体は、誰であれインパクト投資家と見なし得ると考える。ASEANにおいて、DFIは政府系金融機関として民間セクターの中小零細企業に資金を供給し、開発効果を促進するために重要である（3章参照¹⁵）15。

◆ インパクト投資先

インパクト投資先には社会課題解決を目的とした企業・団体「Social Purpose Ventures」(SPV) (OECD 2019, 66) と見なされる事業体が全て含まれる。新たなビジネスモデルに基づき運営され、社会的課題に積極的に取り組んでいれば、営利か非営利かは問わない。営利では、中小零細企業から大企業まで、あらゆる規模の事業者が該当し得る。一部は社会的事業と呼ばれ、市場志向の企業が社会革新を強調しながら社会の発展を目指している¹⁶。非営利あるいは「目的志向」の事業体もインパクト投資先に該当する可能性がある。こうした事業体は、社会的インパクトを創出し、利益を上げて将来の効果創出活動に再投資する。急成長を遂げるべく創設された事業体、いわゆる「スタートアップ」企業もインパクト投資先に当てはまるかもしれない。ただし、社会的課題への取り組みを重視していることが要件となる¹⁷。SPVは社会的インパクトを創出し、2030アジェンダの達成に貢献する非常に重要なアクターである。

14 潜在的な社会インパクト投資家については、OECD (2019, 69-70) を参照のこと。以前は異なると考えられていた民間投資家およびDFIによる投資慣行の収斂は、IFC (2020) でも示されている。

15 ただし、DFIによる二国間・多国間支援が常にインパクト投資の範疇に入るわけではない。

16 社会革新とは、社会的課題の解決を意図した「長期的成果」の創出を動機や開発目標とする革新的な活動やサービスを指す (Voorberg, Bekkers, and Tummers 2014, 2)。社会起業家を含め、社会の利益を最重要視する組織や個人により実現されることが多い (Yunus 2006)

17 創業何年までの企業をスタートアップと呼ぶのか明確な数字が定まっていないため、どの時点で企業がスタートアップでなくなるのかは判断としない。参考として、日本経済産業省 (METI) と PwC アドバイザリー合同会社による 2020 年の報告書『東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資の現状と日本企業への提言』は調査の便宜上、創業 15 年以内の企業をスタートアップとしている。

◆ 二次市場の流動性供給源

二次市場の流動性供給源に該当し得るのは、証券取引所などの流動性供給者である。インパクト投資のエコシステムに二次市場流動性を提供するプラットフォームとしては、社会性を重視する証券取引所が挙げられる（本章で具体例を提示する）。こうしたプラットフォームはインパクト投資のエコシステムの発展を支え、円滑な取引と投資を促進する。

仲介者：

◆ 仲介者

仲介者には、金融と非金融の2通りの形態がある。

- **金融仲介者**は、金融取引の「仲立ち」となるベンチャー・キャピタルや銀行、証券会社、地方金融機関を指し、投資家向けにインパクト投資商品を生み出す役割を担う。日本やASEANのインパクト投資家とインパクト投資先の双方に不可欠な投資ディーラーであり、インパクト投資市場を活性化させる。また潜在的投資家に対し、経済的リスクやリターンについて専門的な助言を提供し、社会に対するリスクやリターンについても併せて助言する場合もある。
- **非金融仲介者**は、総合コンサルティング企業や専門コンサルティング企業、産業支援団体、法律家、会計士、デザイナー、エンジニア、評価機関、財団を指す。こうしたアクターはインパクト投資家とインパクト投資先を結ぶために（a）関係構築の機会提供や会合参加の仲介（b）投資対応能力を高める機会の提供を行う。まず（a）については、投資家と投資先の隔たりを埋めるため、セクター間会合やピッチイベント、事業マッチングの場を設ける。表彰や競争の場の提供により¹⁸、賞を獲得したSPVの知名度と名声が高まり、同時に投資対応能力の向上にも繋がる（Schwartz, Jones, and Nicholls 2015, 489; National Advisory Board of Japan 2020b, 7）。また（b）については、投資対応能力を高める施策として、技術支援、能力開発、起業支援、成長促進サービスが挙げられる。例えば、社会志向の活動を商業化する際のメンターによる支援が挙げられる。さらに、社会的インパクトをめぐるガバナンスやデューデリジェンスの方法、データの透明性や相互運用性を高めるための資金調達について助

18 社会的事業や社会的インパクトに関連する表彰やコンペティションは、世界で幅広く行われている。ASEAN関連では、ASEANインパクト・チャレンジ、ASEAN社会的起業イノベーション・チャレンジ、ASEANソーシャルインパクト・アワード、インパクト投資サミット・アジアパシフィックなどが挙げられる。日本国内の重要な例としては、日本経済新聞社が主催する日経ソーシャルビジネスコンテストがある。同コンテストは、SDGsで効果を創出する事業に参入し、ビジネスモデルを競い合うよう日本のSPVの背中を押している。ASEAN社会的起業イノベーション・チャレンジ・アナザーは、インドネシアのリサーチ・シナジー財団、社会的企業プロコンパス、教育ツアー事業者ウパッド・サイクリング・バイク（UCB）と、オーストラリアのマッコリー大学の学生らが開催している。

言をすることもある。このほか、広報・コミュニケーション活動について知恵を出すこともある。

政府機関：

まず、政府機関は各国政府や政府間組織からなり、政策や金融サービス法制を通じ、必要な規制環境を整備する公的権限を持つ。持続可能な開発のための「政策一貫性向上」につながる条件を整えるうえで、これらは極めて重要である（UN Department of Economic and Social Affairs 2015 Goals 17.13 and 17.14）。各国政府はインパクト投資を促進するため、有効な国家戦略・計画の正式決定を目指し、行動する。これは、投資減税などの財政上の優遇措置を含め、法規の執行を補助する第一歩である。また、「産業の相互補完を達成するため、可能な限り、投資に関する政策や措置を調和させる」ことも重要である（Invest in ASEAN 2009, Article 26）。世界の主要な統治機構は、協調的な政策ガイダンスにおいて役割を果たすことができている。SPVを対象とする認証制度の確立も（詳細は本章の「B コープ」の項を参照のこと）、その正当性や信用性の向上を後押し、資金源の拡大をもたらし得る（UN Department of Economic and Social Affairs 2017 Goal 17）。

知的インフラ：

知的インフラとは、学術機関や、セクター間の会合や情報網、出版・刊行物、セクター別関連ウェブサイトといった、調査・研究や論文、データ公開の拡大を通じ、インパクト投資のエコシステムの発展を加速させることを主眼とする組織や媒体を指す。セクターを横断して共有される知識や専門的知見・技術は、集合的なベストプラクティスや指針として用いられ、政策や慣行のさらなる改善へと変化する。事前の広報活動や外部関係者との対話によってインパクト投資という分野への認知を効果的に高め、より多くのアクターをインパクト投資に参入させることができる。そしてそれが、「知識や専門的知見、技術、資金源を動員・共有する複数利害関係者の連携によって補完される、持続可能な開発に向けた世界的連携の強化」につながる（UN Department of Economic and Social Affairs 2015 Goal 17.16）。最後に、当然ながら、こうした分類の外側には、インパクト投資のエコシステムによる直接・間接の受益者として「成果物の受け取り手」が存在する。

ここで挙げた取引参加者、仲介者、政府機関、知的インフラの各分類を構成するアクターに、成果物の受け取り手を加えることで、インパクト投資のエコシステムの全体が構成される。次節では、インパクト投資の類型を詳述し、現在および将来のインパクト投資家が利用可能で、ASEANの状況に合致する潜在的な投資媒体を紹介する。

2.3 インパクト投資の累計

この節では、世界で実践されているインパクト投資の類型に焦点を当てる。以下の一覧は完全に包括されたものではないが、ASEAN 地域にて有効に実践されている類型である（詳細は補遺 2 を参照のこと）。インパクト投資は、さまざまな資産クラスを横断して実施される。1 章で詳述したスペクトラムは各区分の資本投下範囲だけを示しているが、この節では、潜在的に検討・利用し得るインパクト投資媒体の類型を詳述する¹⁹。

インパクト投資 詳細 の類型	
融資	クラウドファンディングやクラウドレンディング、マイクロファイナンス機関（MFI）、コミュニティ開発金融機関（CDFI）などを仲介して実施されることが多い。
上場債務	上場債券または上場債務証券は、グリーン（環境）債、ソーシャル（社会貢献）債、サステナビリティ（持続可能性）債の形で多く見られる。グリーン債は気候変動対策に関するパリ協定が採択された 2015 年以降、特に認知度が高まった。
株式	株式投資には上場株式と非上場株式の両形態があり、インパクト投資家が最も頻繁に利用する手段の一つである。非上場企業への出資では、インパクト投資家はその企業の戦略ポートフォリオを形成し、直接的に協力しつつ、狙いとする効果の創出を後押しできる ²⁰ 。

19 本報告書は他の学術的報告書と同様、グラントをインパクト投資手段に含めない。グラントには返済の必要がない他、必ずしも期限が設定されず、資金の用途も事業実施に限られないためである。ただし、ベンチャー・フィランソロピーでは立ち上げ初期のシード出資や投資家の自主的な関与にグラントを用い、新たな社会目的事業体の始動を可能とする。この概念は、幅広いスペクトラムで考慮される追加的な仕組みである。ベンチャー・フィランソロピーで用いる資金はリスク受忍性が高い投資家が供給するため、しばしば「寛容資本」と呼ばれる。投資家は初期段階の活動を支えることを目的とし、短期での財務的リターンを期待しない。詳細は John (2015)、または Thuard et al (2019) を参照のこと。

20 インパクト投資家が、投資先と密接に連携し、効果創出プロセスを共創することを望む場合もある (IFC, 2020)。

インパクト投資 詳細 の類型	
デッド・エクイ ティ・スワップ (SDGs 向け 債務スワップ、 気候変動対策 向け債務スワ ップ)	デッド・エクイティ・スワップは1980年代以降、債務免除のための金融メカニズムの一種として、政府開発援助（ODA）による資金供与の一環で実施されてきた。債務と株式をSwap（交換）する「債務の株式化」を指す。借入国（被援助国）から貸出国への債務について、借入国での新規・既存援助事業に返済の一部を転用することで、開発資金を動員する仕組みである。言い換えれば、借金を開発プログラムの新たな財源に転換するのである。
インパクト債	インパクト債は、官、民、非営利の各セクターを連携させる。資金源である民間投資家と接点を持ち、事業が創出する社会的インパクトの度合いを鑑みながら財務的リターンを提供することにより、資金不足の解消を図るモデルである。一般的に「成功報酬型」とも呼ばれ、社会サービスの提供者がもたらした社会的インパクトの実績に基づき、財務的リターンを分配する ²¹ 。社会的インパクト債（補遺2を参照）や、開発インパクト債が有名である ²² 。ASEANでは、開発インパクト債の発行例が1件ある。

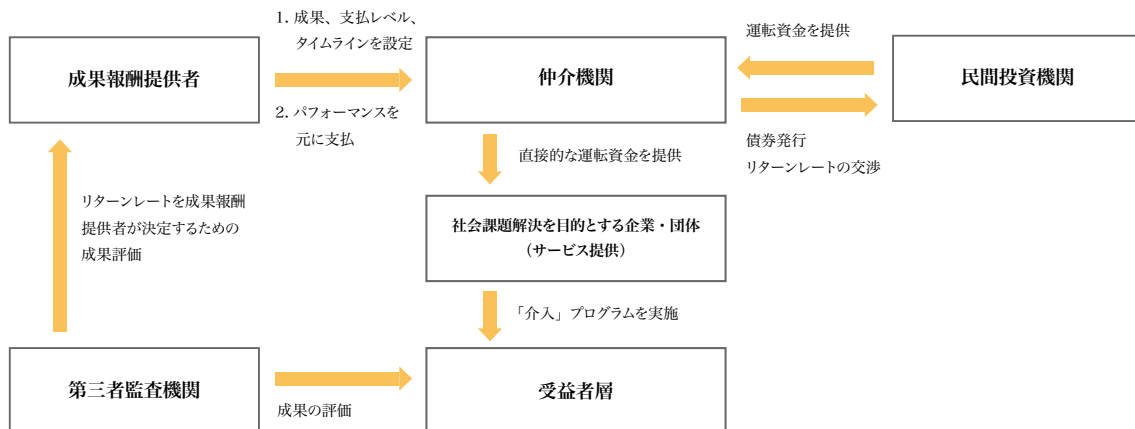
開発インパクト債：

開発インパクト債（DIB）は、開発に関する課題を「投資可能」な機会に変える成果基盤型の手法である。官、民および社会サービス提供者というアクターが、「セクター横断」的に連携し、測定可能で予防志向な目標と成果測定方式について合意し、一体となって活動する。DIBの機能モデルでは、インパクト志向の投資家、仲介者、社会サービス提供者、成果報酬提供者が総合的な多セクター連携を行う。仲介機関は投資家から運転資金を調達し、その資金をサービス提供団体に割り当てて開発成果の創出を図る。DIBの場合、通常は慈善団体が投資家となる。また、成果については、独立した評価機関が監査を実施する。監査によって介入が成功と見なされた場合、実際の開発成果の度合いに応じ、事前の取り決めに従って投資家に元利金が支払われる。元利金を支払う成果報酬提供者は、寄付者や慈善財団であることが多い（図4参照）。

21 シンガポールでも、世界初の「社会的インパクト保証（Social Impact Guarantee）」と銘打ち、同様の活動が始まった。失業や中途退学でリスク下に置かれた若者への支援強化計画に対し実施されている（Ang 2021）。このモデルでは、事前に設定し合意された目標が達成できなかった場合に備え、グラント供与者への「返金保証」を採用している。

22 社会的インパクト債については、補遺で説明する。開発インパクト債に関連した債権については、赤十字国際委員会（ICRC）が2017年に身体リハビリテーション事業において人道インパクト債を立ち上げた。詳細はICRCウェブサイトを参照のこと。

図4：開発インパクト債の仕組み



出典：日本アセアンセンター

このモデルは、教育（補論2）や母子保健の品質担保を対象とするインドでの事案など、既存のDIBで用いられてきた（International Network for Data on Impact and Government Outcomes 2021^{23,24}）。持続可能な開発に寄与する開発効果を収益化する手法として、このモデルへの関心が世界的に高まっており、DIBの発展に寄与している。

23 詳細は右を参照のこと。https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/case-studies/utkrisht-impact-bond/

24 イギリス国際開発省（DFID）は2014年4月に、ウガンダでのアフリカ睡眠病対策を目的とする世界初のDIB事業を立ち上げると発表した。また、米州開発銀行（IADB）は、中南米とアフリカで優先度の高い社会的課題に取り組むため、DIB市場の育成に530万ドルを供与することを確約した（Social Finance, 2014）。しかし、DFID公式ウェブサイト（DFID 2017）によると、ウガンダでの事業はDIBとして立ち上がったが、睡眠病対策の新たな手段を考案するための事業化調査（FS）プロジェクトであったことから、現在は社会的インパクト債（SIB）と定義されている。

補論2：教育の質に取り組むインドDIB

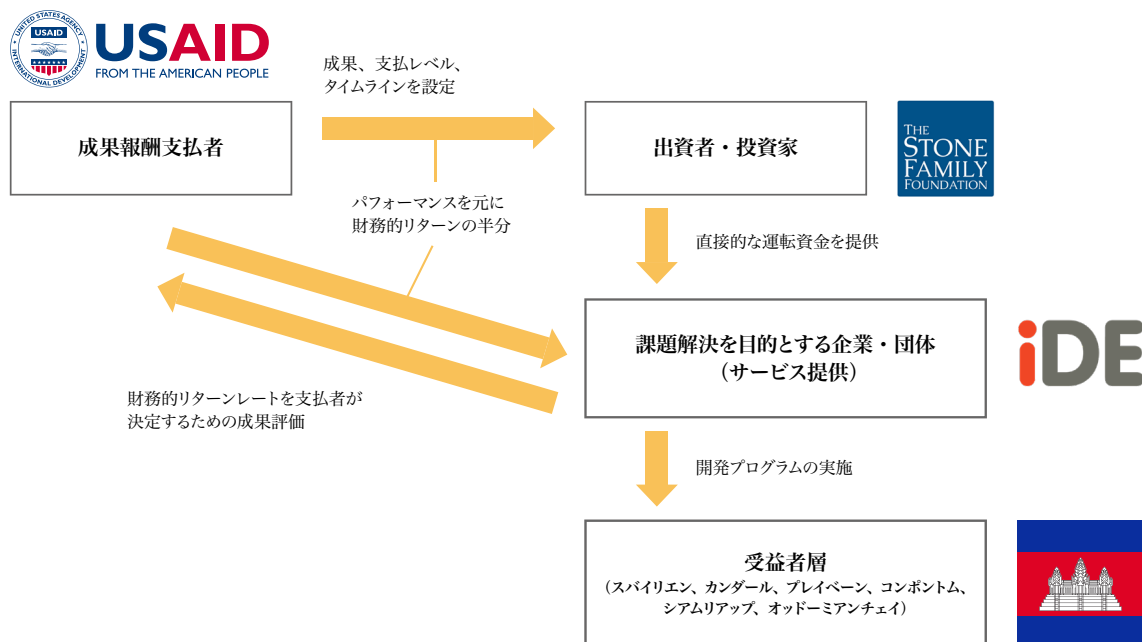
インドの中途退学率の高さと教育の質を課題とする3年間のパイロット的事業が実施された。国際金融機関UBSグループの顧客から調達した26万7000ドルを、同グループのUBS オプティマス財団が供給した。資金はラジャスタン州の公立学校で活動する非政府組織(NGO) エジュケート・ガールズが受け取った。同NGOは、150校の児童のうち特に成績が芳しくない生徒2万人を対象に、英語、ヒンディー語、数学の学習成果向上に取り組む団体である(Instiglio 2015, 5)。ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド財団(CIFF)は、修学維持率と学習成績に応じて7~13%程度のリターンと元金を投資家に対し支払う。本パイロットプロジェクトでは、外部の成果評価者として国際シンクタンクであるIDインサイトが、事業管理者は米ボストンを本拠とする非営利仲介機関インスティグリオがそれぞれ務める。

2015年の開始以降、本プロジェクトは力強い成果を示し、「成果報酬」として投資家に財務的リターンが支払われた。UBS オプティマス財団の報告によれば(2018, 5)、サービス提供者であるエジュケート・ガールズは最終年、就学率目標で116%、学習成績目標で160%の成果を上げた。子どもを中心に据えた教育課程と、地域社会の教育意識の変革を目指す対外活動の改善が成功の要因である。当初目標が超過達成されたことを受け、成果報酬支払者のCIFFはUBSに対し、内部収益率(IRR)で15%に相当する14万4085ドルの利益を元金とともに支払った(Saldinger 2018, 5)。UBSは報告で、回収した資金はさらなる開発計画に再投資すると表明。総額のうち32%をエジュケート・ガールズに投資し、残りをUBS オプティマス財団の取り組みに充てる方針を示している(UBS Optimus Foundation 2018, 5)。

インドでは2017年にも、同じくラジャスタン州で新たなインパクト債が発行された。さらに2018年11月には、国際コンサルティング企業であるPalladiumが世界初の医療発展インパクト債ウツクリシュトを発行した。妊産婦・新生児死亡率の低減を目指し、ラジャスタン州の妊産婦ケア提供者の質を高めることが目標である。UBS オプティマス財団との連携による3年プロジェクトとして進行し、UBSが投資家として当初資金を提供する一方、Palladiumは仲介機関として事業を管理した。また、サービス提供者は同国の非営利団体ヒンドウスタン・ラテックス家族計画促進トラスト(HLFPPT)が務め、成果報酬支払者はアメリカ合衆国国際開発庁(USAID)と米製薬企業MSDが運営するMSDフォー・マザーズのインド部門が担っている。州政府も決定権のない立会人として参加し、今後の成果報酬提供に向けた素地を整えている。

2021年4月現在、ASEANで進行しているDIB事業はカンボジアでの1件のみである。その概要を図5に示した。これは水・トイレ・衛生習慣（WASH）分野において世界初のDIBであり、SDGsの目標6「安全な水とトイレを世界中に」に対応する。2023年末までに²⁵指定6州（スバイリエン、カンダール、プレイベーン、コンポントム、シムリアップ、オッドーミアンチェイ）の1600村で野外排泄撲滅（ODF）を達成できるよう、1000万ドルを投じて構築された市場ベースの資金調達フレームワークである。カンボジア政府は地方水供給・トイレ・衛生習慣（RWSSH）国家戦略計画において（2014～2025年）、現在は高割合である野外排泄率を2025年までにゼロにすると公約しており、このDIB事業は大きな推進力となっている（World Bank 2015）。

図5：カンボジアにおけるDIB運営



出典：日本アセアンセンター

図4のDIBモデルと異なり、この事業はストーン・ファミリー財団、国際開発団体iDE、USAIDの3者のみの連携で実施されている。ストーン・ファミリー財団はカンボジアなどの国々のWASHを専門に10年余りの実績がある団体で、インパクト投資家として前払いで資金を提供する。一方、iDEは市場ベース・モデルによる開発課題への取り組みを推進する非営利団体で、サービス提供を担う。iDEにも、2006年からカンボジアのトイレ市場構築で有効性を示してきた既存の事業モデルがある。販売員を教育して地域の家庭にトイレを売り、セメントなどの資材を扱う企業と密接に協力しながら、トイレ事業を拡大するのである（International

25 カンボジア農村部の水に関する衛生事情については、ストーン・ファミリー財団ウェブサイトの次のページを参照のこと。
<https://www.thesff.com/system/wp-content/uploads/2021/03/Development-Impact-Bond-lessons-learnt-March-2021.pdf>

Development Enterprise 2021)。最後に、USAIDは、成果報酬提供者として、iDEが実現した開発成果に応じて経済的なリターンを支払う。

このDIBのモデルが革新的である理由は、世界初のWASHインパクト債であるだけでなく、仲介機関と独立した監査機関が運営に加わっていないことにある。インパクト債とインパクト投資を専門とする仲介機関ソーシャル・ファイナンスの綿密な事業化調査に基づき、このDIB事業に関しては、以下2点を理由として3者のみによる運営が適切との判断がなされた（Social Finance 2021）。1点目は、成果報酬支払者であるUSAID内部の前例を土台として、比較的単純なDIBモデルが作成できたことである。2点目は、カンボジアを含む国々でのWASHの実務において、ストーン・ファミリー財団とiDEが長年にわたり連携していたことである。独立した監査役が不要な理由は「過去実績と費用に関する長年のデータの蓄積〈中略〉により、参加主体の成果がほぼ確実と推測されていたから。結果は今日まで予想と一致している」と説明されている（The Stone Family Foundation 2021, 8）。さらに、カンボジア政府が野外排泄撲滅を宣言するための手続きを活用し、iDEのデータを使って成果を立証した。iDEのデータは成果を明確に示し、費用を含め、随時更新されている（The Stone Family Foundation 2021）。以上により、独立した監査機関や仲介機関を加える必要がないために、このDIBモデルでは成果の基準に関する交渉が遅滞なく合意に至り、管理体制が簡素化され、資金のやりとりによるコストを大幅に削減することができた。

2021年3月現在、全1600村の31%に相当する500村で野外排泄撲滅を達成する効果が出ている。このうち500村に暮らす8万8738世帯全てにおいて、カンボジア政府による野外排泄撲滅の指針の通り、安全にトイレを利用できることが確認されている（The Stone Family Foundation 2021）。目標が全体の31%まで達成されたということは、事前に合意した成果報酬総額の31%すなわち310万ドルがUSAIDから既に支払われたことを意味する（The Stone Family Foundation 2021）。成果報酬を分け合うことで合意している点も革新的であり、半分の155万ドルがストーン・ファミリー財団とiDEのそれぞれに分配されている（Social Finance 2021）。カンボジアでは新型コロナウイルス感染の診断数が極めて少なかったため、COVID-19の影響による中断は最小限にとどまった。プロジェクトは2023年終了を予定しており、計算上は残り1100村の野外排泄撲滅も実現可能である。その場合、ストーンファミリー財団とiDEに対し、計1000万ドルが改めて支払われる。

このDIB事業は、ASEANにおける事例として、SDGs向け資金調達を可能とする革新的手法を示していると解釈できる。

補論3：DIB に対する批判

SIBと同様、DBIのモデルもまた、幾つかの課題を抱えている。まず、複数セクターにまたがるアクターが複雑に機能するために、グラント供与と投資の境界が曖昧になる。John、Chia、そしてItoが主張する通り（2017, 53）、DIBは「国際開発における成果ベースのグラント供与」の一例にすぎない可能性もある。SIBのモデルでは、当事国の政府からサービス提供者に対し、事前に合意した社会的成果をもたらすよう委託がなされる。しかし、開発途上国の場合は政府の能力を考慮する必要がある。例えばUBS オプティマス財団のような「慈善資金の投資家」がDIBモデルの構成要素となる可能性がある（John, Chia, and Ito 2017, 53）。さらに、開発途上国政府の関与がなければ、DIBが官民連携の拡大につながらない可能性もある（Gustafsson-Wright, Gardiner, and Putchá 2015）。資金調達メカニズムとしてのインパクト債には、セクター横断型の連携を惹起する潜在力があるが、DIBモデルでは官民連携が低調となるかもしれない。

福祉サービス提供への市場原理の導入により、公共政策の民営化が促進され、サービス提供者・利用者間の関係を根本的なところで変化させている。複雑な社会的課題に取り組む恩恵を収益化する手法は、投資環境を根本的に変化させている。インパクト債のモデルでは、市民は「支払いのトリガー」として「商品」化させられるばかりでなく、公共投資を民間投資家のニーズに合わせて調整させ、その理念をも変容させかねない（Roy, McHugh, and Sinclair 2018）。市場ベースのモデルが優位に立つことで市民と社会投資の関係が変化し、民間による社会投資が「成果に基づく委託の誠実さ」を損ねることもあり得るのである（Edmiston and Nicholls 2017）。債券モデルは、資金調達の革新を後押しするよりも、確かな記録を用いた証拠に基づく介入を目指しているように見えるかもしれない（Corry 2016）。総じて言えば、インパクト債のモデルを採用し、SDGsへの資金調達手段を戦略化する際は、一連の批判について十分な検討を行うことが重要である。

2.4 インパクト投資を支える世界的取り組み

インパクト投資には以下のような世界的グループや機関が積極的に取り組んでおり、インパクト投資の持つ潜在力に注目を集めている。



グローバル社会的インパクト投資 Steering Group (GSG)

グローバル社会的インパクト投資 Steering Group (GSG) は政府機関の一端を担うアクターであり、各国の政策立案への協力や、インパクト投資市場の世界的発展の促進を目指している。GSGは新たな法律や規制、許認可などを通して企業団体の正当性向上を支援するプラットフォームともなりえる。イギリスの社会的投資タスクフォース(2010年設立)のモデルを基に、主要8カ国(G8²⁶)が2014年に設立した「G8社会的インパクト投資タスクフォース」がGSGの前身となっている。G8社会的インパクト投資タスクフォースは、世界の先進・新興経済の施策が進化を続ける中、そうした取り組みを包摂するため、同年中にGSGへと改組した。

2021年4月現在、次の33カ国と地域がグローバル運営グループに参加している:アルゼンチン、オーストラリア、バングラデシュ、ブラジル、カナダ、中米5カ国、チリ、コロンビア、欧州連合(EU)、フィンランド、フランス、ドイツ、ガーナ、インド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、メキシコ、ニュージーランド、ポルトガル、スペイン、南アフリカ、スウェーデン、イギリス、ウルグアイ、アメリカ、ザンビア(Global Steering Group for Social Impact Investing 2021)。アルゼンチンとウルグアイは2カ国、中米諸国は5カ国で、それぞれ一つの諮問委員会(NAB)を形成している。ASEAN加盟国はGSGに参加していないが、持続可能な開発への資金調達手段としてASEANにおけるインパクト投資の可能性は注目に値する。

26 G8社会的インパクト投資タスクフォースは、アメリカ、イギリス、フランス、カナダ、イタリア、ドイツ、日本、オーストラリアで構成していた。ロシアは2014年以降のG8参加停止措置に基づき除外され、代わりにオーストラリアがタスクフォースに加わった。オーストラリアを加えた理由は、社会的インパクト投資市場の発展への積極的な姿勢が顕著にみられたためである。

社会志向の証券取引所

南アフリカやイギリス、カナダ、ケニア、シンガポールでは、二次市場流動性のプラットフォームとして社会志向の企業に焦点を当てた証券取引所が開設された。インパクト投資家の成長を支えることを目的としている。必ずしも活発ではないのが現状であるが、インパクト投資市場を活性化させ得る構想として周知されている。南アフリカ社会投資取引所は2006年に創設された。また、イギリスには同様の証券取引所が2013年に、民間のファンドマネージャーらによって開設された（Social Stock Exchange 2015）。カナダでは同年、ファンドマネージャーの集団がソーシャル・ベンチャー・コネクション（SVX）を立ち上げた。SVXは社会的インパクトを最重要視して社会起業家やファンド、投資家をつなぐプラットフォームとして、社会面、環境面で実証可能な効果のある国内ベンチャー事業への新規債券・株式投資を促進している（Social Venture Exchange 2021）。続いて、シンガポールのファンドマネージャーらがインパクト投資取引所（IIX）を設立した。IIXは唯一の公共の社会志向の証券取引所であり、アジア、アフリカ各地の社会志向企業が発行した証券の上場、取引、精算、決済を扱っている。また、これは、社会志向企業による「投資対応能力」向上への支援としても考えられる（Logue and Hollerer 2015 para 9）。

国連貿易開発会議（UNCTAD）が創設した持続可能な証券取引所イニシアチブ（SSE）は、持続可能な投資慣行モデルの普及に寄与するべく知識の共有を推進している。SSEは「投資家、規制当局、企業」に「相互学習プラットフォーム」を提供し、交流することで「ESG課題に関する企業透明性・業績の向上および持続可能な投資促進の可能性」を探ることができると主張している（Sustainable Stock Exchanges Initiative 2021 para 1）。新興的な「開発」アクターは民間による社会志向の証券取引所を支持し、その中心を占める民間のファンドマネージャーらは、インパクト投資に潜在的な価値を見いだしている。これらのプラットフォームではインパクト投資家が自らの投資効果を登録・公表し、社会面・環境面における適格性の裏付けとして活用できるよう明示している（Global Impact Investing Network 2016）。

次に挙げる二次市場流動性プラットフォームは、流動性や透明性、効率の向上を促し、インパクト投資の間口を個人投資家へと広げ、主流投資家にとってインパクト投資の魅力を高めるものである。



B コーポレーション認証

フェアトレード認証と同様、B コーポレーション認証は「公正な仲裁のシンボル」として、セクターの垣根を越えた正当性を創り出す。これは、インパクト投資という新興分野のアクターが自らの正当性について評価を受け、その結果をまとめた評定を公開できるようにする制度である²⁷。認証を取得する企業は「従業員、顧客、地域社会、環境に及ぼす効果について厳格な評価を受け、その結果を透明性の高いB インパクト・レポートとして**bcorporation.net**で開示する」(B Corporation 2021)。フェアトレード認証のロゴマークが社会の利益向上のために商品に掲示されるのと同様、B コーポレーション認証のロゴマークは、企業が社会志向で経営されていることを証明する。それにより、商品の潜在的な購入客や事業拡大資金の潜在的投資家からの信認を、取得企業にもたらすのである (B Corporation 2021)。B コーポレーション認証を取得するには、「B インパクト審査」で100点中80点を獲得し、かつ、環境影響やガバナンスに加え、従業員、顧客、地域社会、政府といった利害関係者との関わりについて詳しく説明しなければならない。



グローバル・インパクト投資ネットワーク

グローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN) は、2009年設立のアメリカの非営利団体である。インパクト投資のインフラ構築、規模拡大、有効性向上に資する活動、指導、調査に関する支援を中核的なミッションとしている。GIINによる『Annual Impact Investor Survey (仮訳：年次インパクト投資家調査報告書)』は、世界中の学識者や実務家に引用されている。

27 B コーポレーション認証制度は、社会善のためにビジネスを利用する目的志向の起業家を後押しするため、2010年設立のアメリカの非営利団体B ラボが創設した。



IRIS プラス (インパクト評価システム)

IRIS プラスは、インパクト投資の効果創出を測定、管理、最適化するためのリソースを提供する仕組みであり、GIIN が運営している。インパクト投資のインパクト測定・マネジメントに必要な透明性、信頼性、説明性を高めるため、関係者の間で広く採用、公開されている。IRIS プラスは、関連データの明瞭性と比較可能性を高める中核的な測定基準や、テーマ分類体系を示す。測定基準は頻繁に更新され、SDGsの目標やターゲットに沿うようになっている。また、同じ測定基準を採用している外部のデータプラットフォームやシステムとの間で、相互運用を可能にする。IRIS プラスによってデータを用いた報告が後押しされ、投資ポートフォリオにおける社会的インパクトへの投資進捗を投資家自身が確認できるようになり、資本動員が促される。また、投資家向けの事業報告書において、投資先は IRIS プラスのインパクト評価基準を幅広く活用し、投資効果の報告ができる。インパクト投資の定義上、測定可能な社会的インパクトの報告を受けることは投資運営において必須であるため、この点は特に重要である。

IMPACT MANAGEMENT PROJECT

インパクト・マネジメント・プロジェクト

インパクト・マネジメント・プロジェクト (IMP) は、持続可能性に対する効果の測定・管理を普及させようとする世界的ネットワークであり、参加する主要組織による対話の場である GSG、UNDP、国際金融公社 (IFC)、GIIN、PRI や、大手企業、主要投資家が、ESG 統合とインパクト投資活動のため参加している。IMP は、インパクト測定・マネジメントを継続的に改善するためのベストプラクティスを共有する 2000 余りの主要な実務家を集め、世界的な共通認識の構築と、再編や標準化の対象とする領域の特定を目標としている。IRIS プラスが何を測定すべきかを示しているのに対し、IMP は効果をどのように測定すべきかを規定する 5 つの側面を示している²⁸。IMP は

²⁸ IMP は、成果、成果の受益者、成果の程度、投資先による成果への寄与、予期せぬ影響によるリスクの 5 次元で効果を測定できると定めている。詳細は以下を参照のこと。

世界規模の公益事業であり、資金は欧米やアジアなどからの国際的な寄付から拠出されている。



OECD 社会的インパクト投資イニシアチブ

前述のG8社会的インパクト投資タスクフォースが発足に向かっていた2013年、経済協力開発機構（OECD）は社会的インパクト投資イニシアチブを開始した。その結果、OECDは2015年、『Social Impact Investment: Building the Evidence Base（仮訳：社会的インパクト投資——証拠に基づく構築）』と題する画期的な報告書を発表した。社会的インパクト投資の定義やデータ収集、インパクト評価、政策づくりについて、世界的基準の策定を目的とする報告書である。同報告書の2019年版『Social Impact Investment: The Impact Imperative For Sustainable Development（仮訳：社会的インパクト投資——持続可能な開発に向けたインパクトの必須条件）』は、持続可能な開発に対する資金調達の「必須条件」を満たすため、金融、イノベーション、政策、データの4領域について強調して提案を行っている。

次の章では、世界、日本、ASEANにおけるインパクト投資の概要を取り上げる。

<https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/>

3. 世界、日本、ASEANにおけるインパクト投資

本章では、世界、日本、ASEANにおけるインパクト投資の概況を示す。引用元の各報告書が用いたインパクト投資の中核的特徴を満たす運用資産残高（AUM）を合計し、それに基づき資産供給額を算出した（US SIF 2020; GIIN 2020; Responsible Investment Association Australasia 2020; National Advisory Board of Japan 2020a; Big Society Capital 2020）。

図6：数値で見るインパクト投資の概要



出典：US SIF (2020) ; GIIN (2020) ; Responsible Investment Association Australasia (2020) ; Big Society Capital (2020) ; Prasad, Gokhale, Agarwal (2020) ; National Advisory Board of Japan (2021)²⁹

29 ASEANではインパクト投資の数値データが極めて限られているため、累計額しか入手できていない。

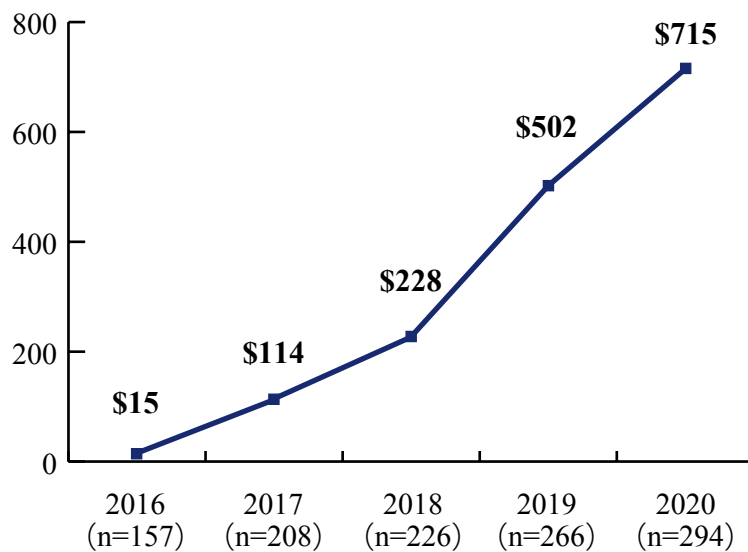
30 イギリスは50億ポンド、日本は5126億円、オーストラリアは199億オーストラリア・ドルを、米調査会社モーニングスターが示した2021年3月28日時点の為替レートをを用い、それぞれドルに換算した。

3.1 世界の概況

世界のインパクト投資市場に集まっている資金の総額については、現状を正確に示す統計データが限られている。2章では、持続可能な開発目標投資（SDGI）に占めるインパクト投資の金額を1200億ドルと紹介した。しかし、市場規模については、多方面からさまざまな数字が示されている。その原因は多くの政府機関や研究所が認めているように（International Finance Corporation 2019, iii）、調査の対象や規模のばらつきに帰す。そして、おそらく最も重要な要因は、インパクト投資に対する理解や定義、範囲に一貫性がないことである³¹。

しかし、実務家や学術研究者の報告書に多数引用されるGIINの年次報告書『Annual Impact Investor Survey』によると、インパクト投資の市場規模は1728機関の資産運用残高の合計で7150億ドルと推定される（n=294）（GIIN 2020）³²。インパクト投資市場が「着実に成長している（GIIN 2020, iii）」ことは明白であり、2020年6月に同報告書で発表された調査結果では、COVID-19危機のさなかでもインパクト投資が減っているとの回答はなかった。

図7：世界のインパクト投資規模（2016～2020年）



出典：GIIN (2016, 2017, 2018, 2019a, 2020)

31 例えば、OECD (2019) やグローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN 2020)、国際金融公社といった権威ある機関の間でも、定義における重点がわずかに異なっている。

32 集計は (1) 運用中のインパクト投資資産が1000万ドル以上 (2) インパクト投資の実績が5件以上——という条件の少なくとも片方を満たし、「意味のある投資 (meaningful investment)」に関わっている機関のみを対象に行った (GIIN 2020)。

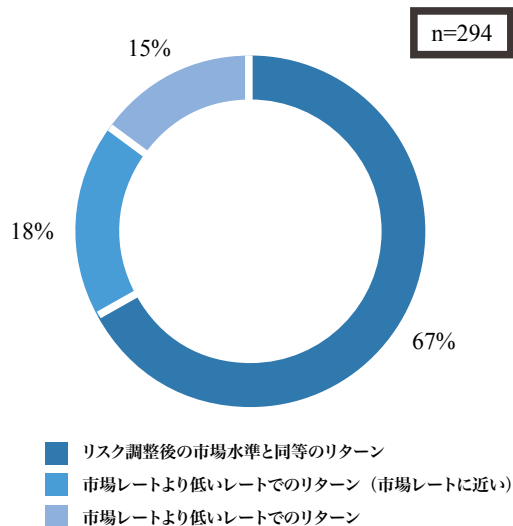
GIINの年次報告書によると、7150億ドルの45%に相当する、3210億ドルが、サブサハラ・アフリカ、中南米・カリブ海、南アジア、東南アジアといった新興市場に対する資産運用残高の75%以上に割り当てられていることが確認されている（GIIN 2020）。294機関のうち、東南アジアに投資しているとの回答は1.7%にとどまったが、今後5年で同地域への割り当てを増やす計画があるとの回答は52%と、過半数に達している（GIIN 2020, xvi）。

前述の通り、インパクト投資は一つの独立した資産クラスに対するものではなく、インパクト投資の資産クラスは多岐にわたる。世界的に見ると、資産運用残高に占める割合は融資・非上場債券が最大だが、回答した機関の比率は未公開株が最も高い（GIIN 2020 p. 36）。回答機関の内訳を見ると、営利の資産運用者（ファンド・投資マネージャーを含む）が51%で最大の割合を占め、非営利の資産運用者（ファンド・投資マネージャーを含む）、財団、開発金融機関（DFI）と続いた（GIIN 2020 p. 36）。また、インパクト投資専門の機関が過半数（61%）を占め、インパクト投資と従来型投資の両方を手掛ける機関が9%だった点は、注目すべき点だ。

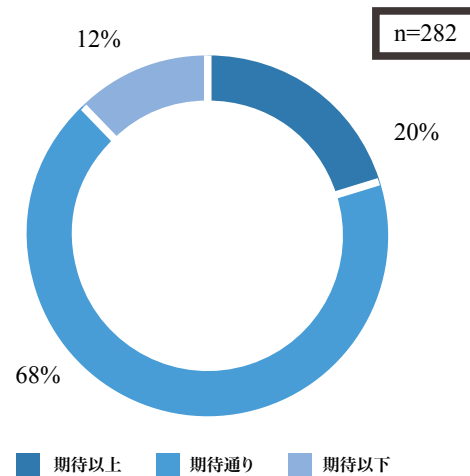
部門別に見た世界のインパクト投資先は多岐にわたる。2020年のインパクト投資総額に占める割合はエネルギーが最大で、マイクロファイナンスを除く金融サービス、森林、食品・農業が続いた。また、回答した機関の比率では、食品・農業が最大で、健康・医療、エネルギー、教育（GIIN 2020 p. 33）、その他が続いた³³。

投資選択の決定要因としては、社会的インパクトに加え、財務的リターンの度合いが特に重要である。インパクト投資の慣行はもはや萌芽期ではないかもしれないが、経済面、社会面のどちらにおいても、投資リターンの増加に課題が残っている。

33 その他には、不動産、観光、コミュニティ開発、小売り、部門横断的投資が含まれる。

図8：インパクト投資で目標とする
財務的リターン (n=294)

出典: GIIN (2020)

図9：財務的リターンの実績と
期待の比較 (n=282)

出典: GIIN (2020)

図8、9は、財務的リターンの目標と、目標に比べた実績を示している。リスク調整後の市場水準と同等のリターンを求める機関は67%と、回答した世界294機関のうち大半を占めた (GIIN 2020)³⁴。一方、期待と実績の比較では、回答のあった284機関の68%が期待通りとした。この結果は、世界のインパクト投資が経済面で実績を残していることを裏付けている。

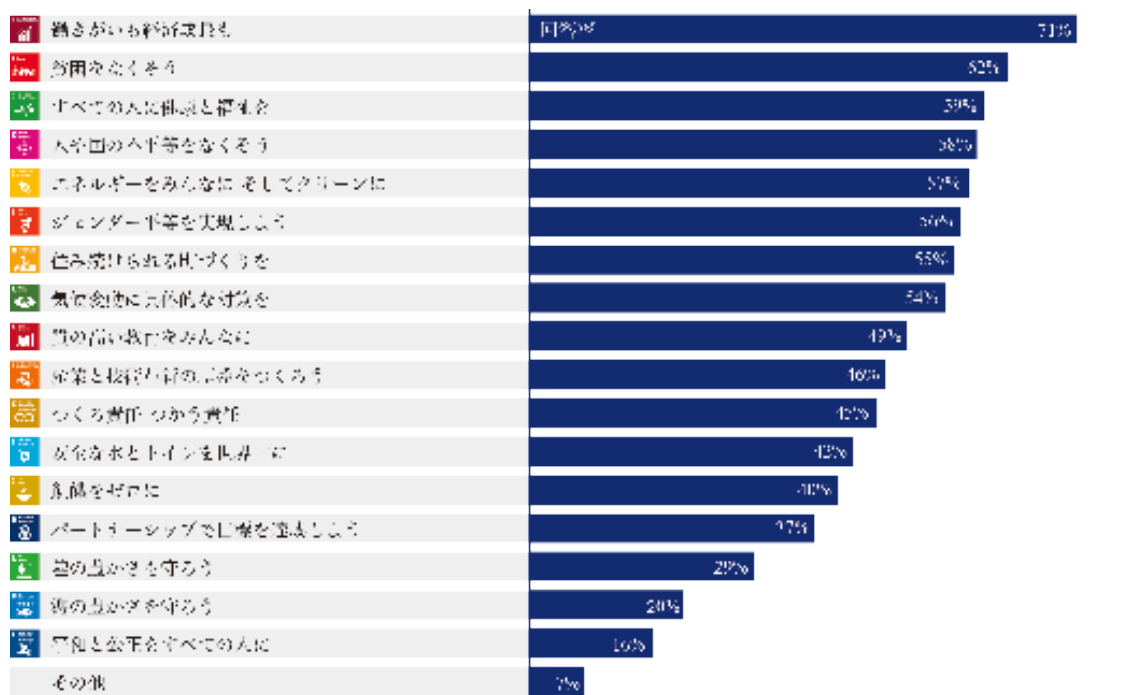
興味深いことに、世界のインパクト投資家は経済面での実績を主要な課題に挙げず、効果創出の実績、測定、管理をより大きな懸案としている (GIIN 2020 p. 10)。

2章で示した通り、インパクト投資の四つの中核的特徴には、創出される社会的インパクトの管理と測定が含まれ、財務的リターンと並んで投資の成果を決定する。回答した機関のうち、社会と環境の両面で効果を創出しようとする機関は過半数を占め、目標を社会面のみで定めている機関は34%、環境面だけの機関は6%にとどまった (GIIN 2020, 44)。ASEANを含む新興市場に焦点を当てている機関のうち、社会、環境両面を目標とする機関は半数強の57%を占め、社会面のみは47%、環境面のみはわずか2%だった。

34 財務的リターンの水準は、資産クラスや組織の規模・種類によって異なる。例えば、市場水準と同等のリターンを目標とするとの回答率は、未公開株に重点を置く投資機関で80%を超える一方、融資・非上場債券に重点を置く投資機関ではわずか48%である。また、資本を保全する投資家は、前者の間で6%にとどまる一方、後者では25%である。

SDGs はしばしば、インパクト投資の効果測定に用いられる。SDGs を測定対象の少なくとも1項目に用いている回答機関は、約70%だった (GIIN 2020)³⁵。

図10：インパクト評価におけるSDGsの利用



出典：GIIN (2020)

特に、SDGs の目標 8「働きがいも経済成長も」を投資目標とする機関は回答した全体の4分の3に迫った。さらに、SDGs に沿った効果目標を設定した機関は平均で8項目を設定している (GIIN 2020)。先進市場に注力する投資家はSDGs の目標 11「住み続けられるまちづくりを」の達成を目指す傾向があり、ASEAN を含む新興市場に注力する投資家の間では目標 5「ジェンダー平等を実現しよう」と目標 1「貧困をなくそう」を目指す割合が大きかった。さらに、インパクト投資の資産運用残高が5億ドルを超える大型投資家の70%が目標 13「気候変動に具体的な対策を」と、目標 7「エネルギーをみんなに、そしてクリーンに」を選好し、中小規模の投資家を上回った³⁶。図10が裏付けるように、インパクト投資家の間では、インパクト評価のフレームワークをSDGs に頼る姿勢が強まっている。目標と指標は、インパクト投資という分野のさらなる制度化を可能とする重要な基準点である。

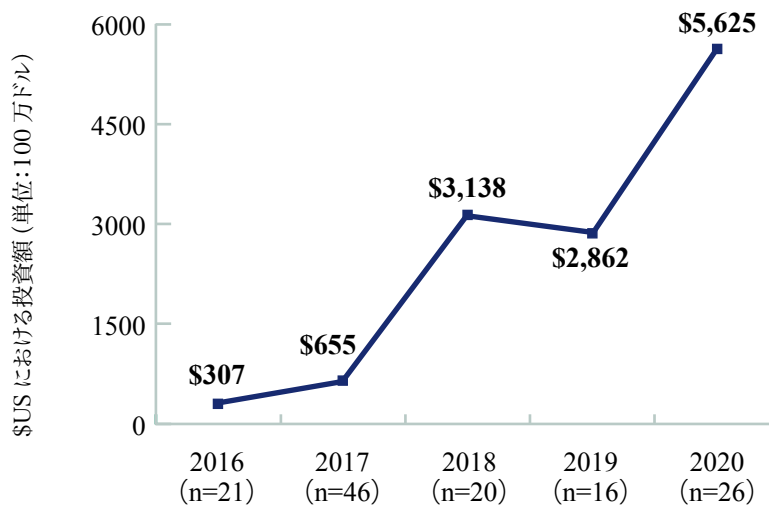
35 SDGs は、測定方法ではなく測定項目を明示するために利用されている

36 ここでの小規模投資とは、インパクト投資における資産運用残高が1億ドル以下を想定している。中規模投資家は、資産運用残高が1億ドル以上、5億ドル以下を想定している (GIIN 2020, x)。

3.2 日本の概況

日本はインパクト投資の領域において前例のないペースで成長を遂げ、世界から注目されている。グローバル社会的インパクト投資 Steering Group (GSG) の日本国内諮問委員会 (NAB) によると、日本のインパクト投資の「市場規模」は2021年4月時点で56億ドル(約5126億円)となっている(National Advisory Board of Japan 2021)。2016年から2017年までのわずか1年で3億700万ドルから6億5500万ドルへと倍増した後、2018年までの1年で5倍増の31億ドルを達成し、劇的な拡大を見せた³⁷。2019年には減少したものの、2020年には再び倍増し、56億ドルを記録している³⁸。

図 11：日本のインパクト投資市場規模 (2016～2020年)



出典：Japan NAB (2016, 2018, 2019, 2020, 2021)³⁹

National Advisory Board of Japan (2021, 65) によると、日本による地域別インパクト投資は、投資残高ベースで国内向けが半分余り(52%)を占め、欧州(32%)、北米(9%)、日本以外のアジア(6%)と続いている⁴⁰。一方、回答した機関の数ベースで集計すると国内向け

37 NABの報告書にも言及がある通り(2021 p. 39)、金額算出方法の制約により、この値は包括的な市場の様相を示しているわけではない。これを現在の「インパクト投資市場規模」と結論付けることは難しい。詳細は右を参照のこと。<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2020.pdf>

38 日本ではSIB市場も著しい発展を遂げている。2019年時点のSIB事業は20件ほどで、資金の総額は9億円であった(SIIF 2020)。計画段階の事業もあり、20件という数字は「現在のSIB件数」としては大まかな値である。2章で説明したように、SIBはセクター横断の連携と共通認識を必要とし、実現が難しい。日本のSIBは、健康・医療、教育、高齢者介護の分野での予防施策を中心に行われている(詳細はNAB 2020を参照のこと)。

39 日本円に換算すると、2016年が337億円、2017年が718億円、2018年が3440億円、2019年が3179億円となる。換算には、米調査会社モーニングスターが示した2021年3月28日時点の為替レートを使用した。

40 調査用紙を配布した投資機関591社のうち、回答した機関は75社にとどまった。世界インパクト投資家調査(GIIN 2020)で定めるインパクト投資家の要件を満たしたのは、このうち26社であった

が83%と大きく、日本以外のアジア、北米、欧州、中南米、アフリカが続いている。また、日本からのインパクト投資を資産クラス別に見ると、回答した機関の数ベースでは非上場株式(40%)への投資傾向が強く、上場株式(28%)が後に続いている。一方、投資残高ベースでは、融資や公社債以外の債券(52%)が最も多く、2位には上場株式(33%)が続いている。投資先の組織類型別で見ると、回答機関数ベースでは非上場企業が56%と多い。投資残高ベースでは、上場企業(80%)への信頼が最も厚く、2位には非上場企業(13%)が続いている。

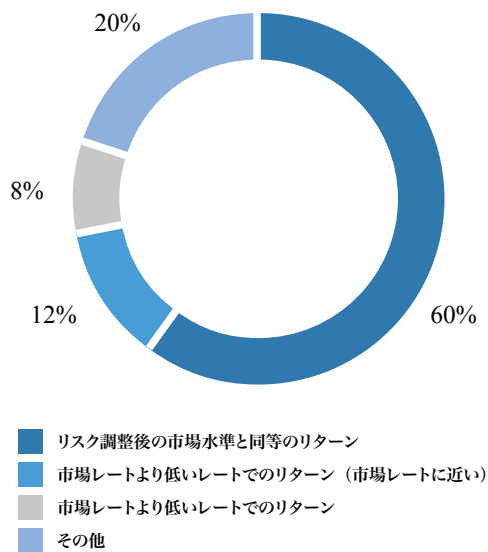
テーマ別に見ると、投資残高ベースでは気候変動への適応・緩和(28%)が多く、再生可能エネルギーと健康・医療(13%)が続いている。一方、回答した機関の数ベースでは、質の高い教育・子育て(70%)、健康・医療(65%)、女性のエンパワーメント⁴¹(61%)と続き、喫緊の課題となっている様子が見られる。これらのテーマは、日本の社会的インパクト債(SIB)においても重点が置かれている(脚注38参照)。

世界の年次インパクト投資家調査の結果と比べると、日本のインパクト投資家は全体的に財務的リターンの度合いに関するリスク許容度が高いと考えられる。図12に示す通り、リスク調整後の市場水準と同等のリターンを期待するインパクト投資家は、世界調査では67%に対し、日本では60%である⁴²。また、日本では、期待するリターンが市場水準を下回る(ただし市場水準寄り)と感じている投資家は12%、市場水準を下回ると感じている投資家(ただし元本保全寄り)は8%となっている。世界調査と同様、日本のインパクト投資家の期待リターンも、リスク調整後の市場水準に近づいてゆくであろう。

41 実際の項目名は「女性活躍推進」とされている。

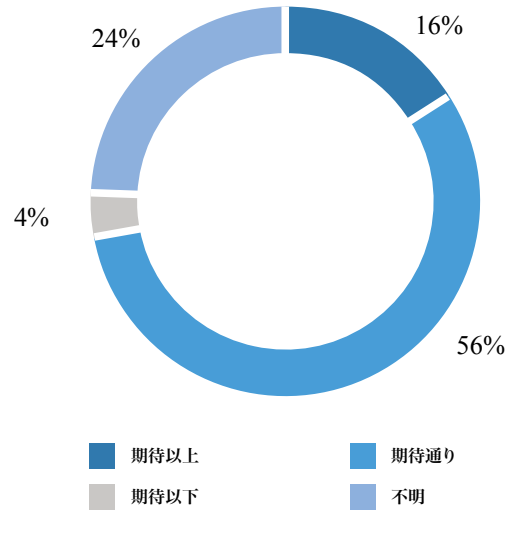
42 特に、株式に重点を置く投資家のうち、リスク調整後の市場水準と同等のリターンを求める割合は59%と、半数を超える程度である。世界のインパクト投資家全体では、この割合は80%となっている。

図 12：インパクト投資で目標とする財務的リターン (n=25)



出典:Japan NAB (2021)

図 13：期待する財務的リターンに対する実績



出典:Japan NAB (2021)

次に、図 13 は財務的リターンの日本における実績を示している。これは市場水準との比較ではなく、「財務的な期待値が満たされた」かどうかの申告に基づく割合である。回答率は「期待通り」が 56%に上り、日本でも世界レベルの調査と同様の傾向が示された。2 位には「不明」の 24%が続き、「期待以上」は 16%だった。

最後に、2021 年報告書では、インパクト投資に SDGs を関連付ける投資家の劇的な増加が示された (Japan NAB, 2021)。インパクト評価に SDGs のフレームワークを用いることについては、世界レベルの調査でも同様の傾向が見られる。全ての社会的インパクトの評価指標を SDGs と関連付けている回答機関の割合は、2018 年の 23%に対し、2020 年には 39%へと増加した (Japan NAB, 2021)。第 1 の要因は、SDGs のフレームワークが世界的に採用され、評価対象となる社会的インパクトを示す指標が認識されたことである。第 2 の要因としては、回答機関が自らの投資を国際開発の領域と密接に結び付ける重要性を認識したことが挙げられる。投資先から見れば、SDGs のフレームワークによる投資ポートフォリオの多様化を期待する投資家からの資金が増大する可能性が考えられる⁴³。

43 GSG 日本国内諮問委員会の 2021 年報告書 (pp.70-76) は、インパクト評価の方法を日本語で詳しく説明している。

日本では他方面でも、国連SDGsのアジェンダへの同調を示す動きが見られる⁴⁴。まず、日本政府は2015年の国連SDGsの宣言採択に際し、2015年末までに年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を責任投資原則（PRI）に署名させると公約した（GPIF 2015）。GPIFは、1兆5000億ドルの資産を運用する世界最大の年金基金である。また、そのGPIFの最高投資責任者を務めた水野弘道氏が2020年12月、アントニオ・グテレス国連事務総長により革新的ファイナンス・持続可能投資担当特使に任命されたことも、日本が世界の舞台で主導的役割を担うことを印象付けた（UN 2020b）。水野特使は今後、持続可能な資金調達のみならず、さまざまな手段がSDGs達成に向けて蓄積されるよう、世界レベルでの官民対話の取り組み強化に従事する。

2016年、長く使われていない銀行口座の預金を利用できるようにする休眠預金等活用法が国会を通過すると（Japan Times 2016）、年間7億2700万ドル余りが創出され、日本のインパクト投資市場は前例のないペースで拡大した。同法は公益活動への資金供給に活用されている（Cabinet Office of Japan 2020）。2021年度には40億円未満という制限の下、公益拡大に取り組むNPOや公共機関、目的志向企業への資金供給に休眠預金を充てることになっている。当初は投融資への活用を想定していたが、現在は36億円が助成金として利用されるにとどまっている（Cabinet Office of Japan 2021）。今後、さらなる議論を通じ、SDGs投資の潜在的な資金源としての可能性が判断されるであろう。

日本の社会変革推進財団が実施した調査では（SIIF 2020）、調査対象者3098人のうち、社会的インパクト投資の意味を知っている人は6.8%にとどまった。また、インパクト投資商品を買うことに興味のある人は20.7%で、20～30代のミレニアル世代、高所得層、投資経験者が中心であった⁴⁵。また、日本におけるインパクト投資に対する関心が増大を続け、投資行動をSDGsのフレームワークに合わせる投資家が増えていることも示された。

日本のインパクト投資家は主な課題として、以下4点を回答に挙げた（SIIF 2020）。

1. インパクト測定・マネジメント手法の断片性
2. インパクト投資先の利益最大化と、投資回収の成功を支える人材の不足
3. インパクト投資「商品」または商品情報の不足
4. インパクト投資先の定義に合う投資先の不足

44 当時の菅義偉首相は、COVID-19危機を受けた経済への刺激策の一環として、2兆円のグリーンイノベーション基金の創設を発表した（Cabinet Office, 2020）。日本の投資政策の方向性を反映した動きである。

45 同調査によると、初めてのインパクト投資にかけてもよいと考える金額は、50万円が最も一般的だった（SIIF 2020）。

インパクト測定・マネジメントの体系化が不十分であることは、特に大きな障害とみられる⁴⁶。インパクト投資では、経済面の成果のみならず、社会的インパクトについてもデューデリジェンスと評価が求められる。インパクト測定の手法は多様で一貫性がない。日本のインパクト投資市場の断片性が反映されており、政府や地方自治体による一層の調整や支援策が必要とされている⁴⁷。そうした支援策は制度的な力として働き、インパクト投資の慣行を合理化するとともに、インパクト投資という手法の認知度を高め、SDGs 達成を加速する環境整備につながる。これにより、インパクト投資商品や情報開示の増加が促進され、インパクト投資商品づくりを念頭に置いた SDGs 事業の商業化も増進される。

とはいえ、あらゆる事業を投資商品化できるわけではないことは、忘れてはならない。インパクト投資を通じて事業規模の拡大が可能な開発課題もあるが、開発の収益化では必ずしも対処しきれない課題もある。インパクト投資はフィランソロピーの代わりにはなりえないのだ (Ono 2020)。この点については、4 章でさらに議論するが、インパクト投資を一つの手法として意識するのであれば、市場の発展がもたらす社会的リスクについて慎重に検討しなければならない。

一方で明るい話題もある。調査では、現時点でインパクト投資を行っている日本の投資機関の 75%が COVID-19 危機の下でも投資を増やす意向を示し、投資の引き揚げや削減を表明する機関はなかった (National Advisory Board of Japan 2021, 68)⁴⁸。この調査結果は、日 ASEAN におけるインパクト投資のさらなる拡大や、入念な計画と調整による SDGs 実現の加速についての、大きな可能性を示すものである。次節では 5 件の事例と課題を示しながらこの可能性にふれ、ASEAN におけるインパクト投資の概観を取り上げる。

46 この課題は「インパクト・ウォッシング」リスクとして世界中で提起された。根拠のない主張について、誤解を招く説明や「選択的情報開示」を行うことを指す。そうした主張を利用することで、企業の社会的評価を高めようとする行為である (Steinberg 2015, 81)。詳細は 4 章で議論する。

47 GSG 日本国内諮問委員会の調査によると、日本のインパクト投資機関は、インパクト投資促進に対する政策的支援 (減税制度など) を最も重要と考えている (Japan NAB 2021, p.57)。このほかに挙げた市場発展の課題については、同調査報告書を参照のこと。

48 この調査は、GSG 日本国内諮問委員会によって 2020 年 9～12 月に実施された。

3.3 ASEANの概況

世界の概況で述べたように、インパクト投資市場には包括的なデータがなく、ASEAN地域では特にそれが当てはまる。ASEANのように多様かつ急成長中の地域では、市場規模を適切に測ったデータの収集が難しい。それでもなお、2020年に公表された最も適切かつ最新の報告書『The Advance of Impact Investing in South East Asia（仮訳：東南アジアにおけるインパクト投資の進歩）』（Prasad, Gokhale, and Agarwal 2020⁴⁹）によると、急成長の軌跡が明示されている。本節では、主として同報告書とGIIN and Intellectap（2018）⁵⁰のデータに基づき、ASEANにおけるインパクト投資活動の概観を示していく。

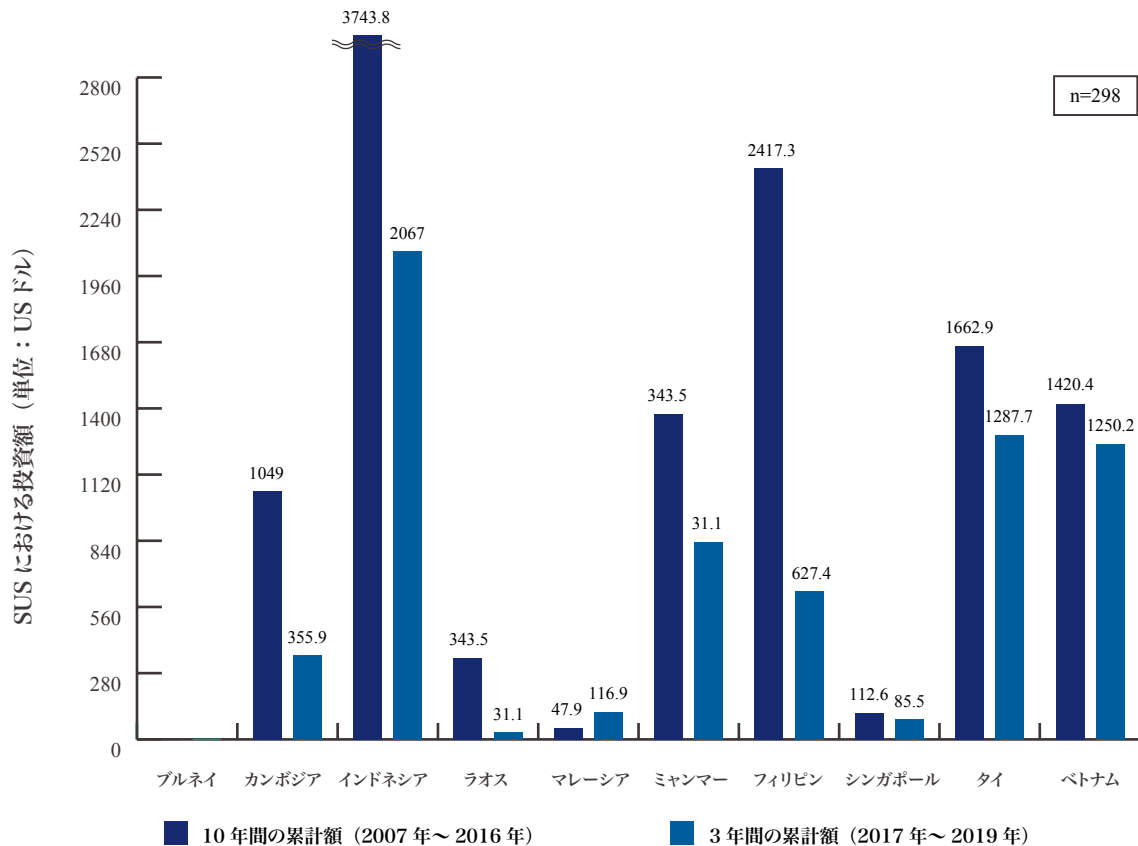
東南アジア向けのインパクト投資は、総額と件数の両面で増加傾向にある。2017年から2019年までの投資額は298件の合計で67億ドルに達し⁵¹、ほんの3年間の累計額が2007年から10年間の累計である449件・113億ドルの5割に迫った（GIIN and Intellectap 2018）。図14は、ASEANにおける全てのインパクト投資活動を2007～2016年の1年間と2017～2019年の3年間に分けて比較した結果である。投資額と件数の比較は入手できたデータのみに基づいている。ブルネイのデータはPrasad et al.（2020）では非公開であった。

49 この報告書は、オーストラリア政府による取り組み「Investing in Women」によって作成された。

50 この報告書では、2017～2019年に11カ国（ASEANと東ティモール）で実施されたインパクト投資とジェンダー投資からの知見を提示し、特にインドネシアとフィリピン、ベトナムを重点的に取り上げている。

51 さらに7億3600万ドル（総額の10%強）相当が、インパクト投資を行っていない機関との共同投資として実施された。

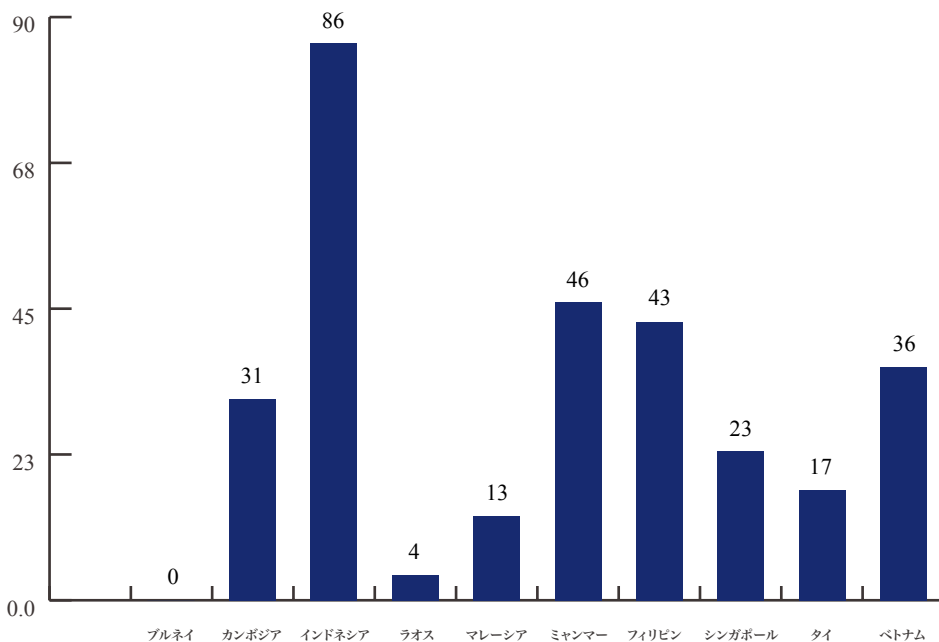
図14：ASEAN 向けインパクト投資額（2017～2016年と2017～2019年の比較）



出典：Prasad et al. (2020) ; GIIN and Intellecip (2018)

図14を見ると、2016年までの10年間と比べ、2017年からの直近3年間のインパクト投資活動に大きく弾みがついていることが分かる。ASEANにおいてインパクト投資の慣行が勢いを増し、一部の国で比較的確立されてきていることに疑いの余地はない。また、図15はASEANにおけるインパクト投資の件数を示している。

図15：インパクト投資の件数（2017～2019年）



出典：Prasad et al. (2020)

表2は、インパクト投資活動を投資主体別に（民間インパクト投資機関（PII）と開発金融機関（DFI））分けたものである。

表2：投資主体別に見たインパクト投資の金額と案件数（2017～2019年）

国	民間インパクト投資機関		開発金融機関 (n=141)		投資総額 (100万ドル)	総件数
	投資額 (100万ドル)	件数	投資額 (100万ドル)	件数		
カンボジア	\$54.9	11	\$301.1	20	\$355.9	31
インドネシア	\$138.5	61	\$1,928.9	25	\$2,067.4	86
ラオス	\$10	1	\$21.1	3	\$31.1	4
マレーシア	\$45.5	10	\$71.2	3	\$116.7	13
ミャンマー	\$18.6	15	\$816.3	31	\$834.9	46
フィリピン	\$105.4	28	\$522.3	16	\$627.4	43
シンガポール	\$45.1	19	\$40.4	4	\$85.5	23
タイ	\$5.2	3	\$1,282.5	14	\$1,287.7	17
ベトナム	\$7.7	11	\$1,242.5	25	\$1,250.2	36
合計	\$430.9	159	\$6,226.3	141	\$6,657.2	298

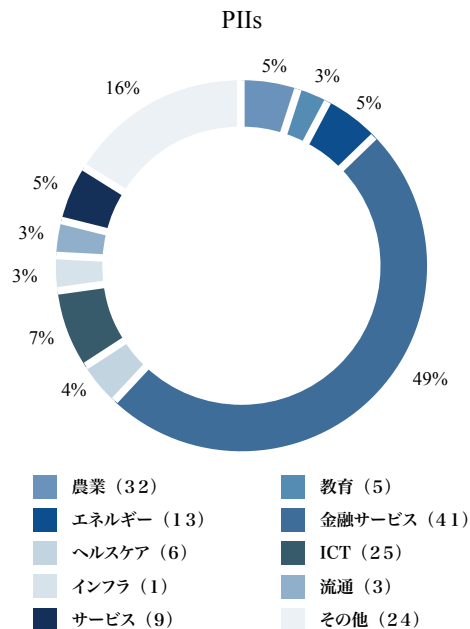
出典：Prasad et al. (2020)

投資額を見ると、PII と DFI の両方でインドネシアが ASEAN 最大のインパクト投資対象国となっており、総額は 20 億ドルを超える。2 位のタイと 3 位のベトナムは、どちらも総額に占める DFI の比率が 99% を超え、PII との間に不均衡がある。投資主体別の最小額では、PII にタイ、DFI にラオスが見受けられる。また、PII の比率が DFI を上回るのはシンガポールのみで、次に、PII の比率が高いマレーシアでも DFI を下回っている。

各国への投資や資金供給に対する関心度を反映するもう一つの要素が、インパクト投資件数である。表 2 は、投資額の面で DFI が主な役割を担っていることを顕著に示しているが、件数は民間が DFI を上回っている。DFI による投資件数のトップはミャンマーで、インドネシア、ベトナムが続く。一方、PII による投資件数のトップはインドネシアで、フィリピン、シンガポール、ミャンマーが続く。ラオスは PII が 1 件にとどまるものの、その 1 件の投資額が 1000 万ドルに上り、タイにおける 3 件の合計額の倍に迫っている。最後に、PII が投資総額で DFI を下回りながらも、総件数で DFI を上回っていることは、民間投資家による関心の高まりを示す心強い事実である。

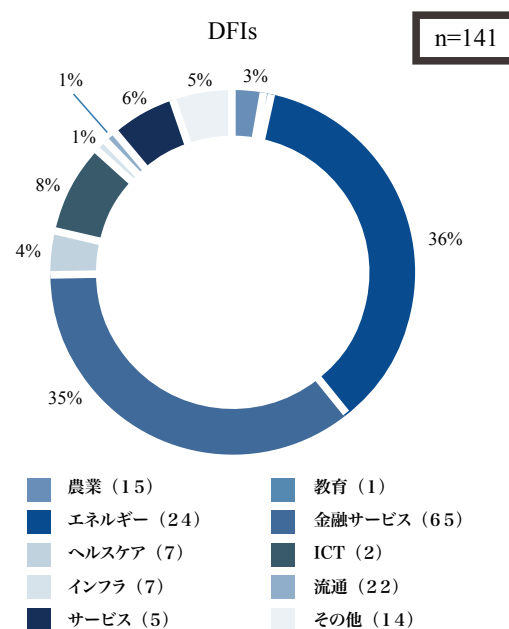
部門別に投資先を見ると、PII と DFI の特徴の差は明らかである。

図 16：部門別に見た民間インパクト投資（2017～2019年）



出典:Prasad et al.(2020)

図 17：部門別に見た開発金融機関のインパクト投資（2017～2019年）



出典:Prasad et al.(2020)

図 16、17 が示すように、PII の投資の半分近くが金融サービスに向けられ、最多の投資件数であり、最大の投資額を生んでいる。Prasad, Gokhale, Agarwal (2020) によると、金融サービスへの投資はフィンテックに集中している。オンライン金融・保険市場のほか、クラウドファンディ

ングやP2Pレンディングのプラットフォーム、デジタル決済、信用スコアサービスを含む領域である。2番目に割合が大きい「その他」には、林業、商業、物流、製造、上下水道が含まれる。最近では、女性のエンパワーメントなど、SDGsにおけるジェンダーの側面に対するインパクト投資も行われている（補論4を参照）。

資産クラスの比率を投資件数ベースで見ると、DFIでは70%近く、PIIでは85%余りが融資・債券だった。株式投資は2015年から着実に増加し始めたが、DFIによる資金の大部分は、銀行やマイクロファイナンス機関のような融資機関や、大規模エネルギー事業、そして融資のほうに適切とみられている従来型農業に充てられている。

補論4：ジェンダー投資（GLI）

ジェンダー投資（GLI）とは、社会面、事業面の成果を高めるため、「ジェンダーの要素を投資の分析と判断に意図的に組み込む」投資のことである（Australian Aid, Investing in Women, and Value for Women 2021）。ESGの諸要素を投資判断に組み込むと同様、GLIではジェンダー関連の要素を明確に重視する。

ASEANでは、とりわけ金融サービス、続いて農業部門においてGLIの金額の伸びが大きい。域内における過去3年のGLIは39件の合計で3億5000万ドルを超えている。投資主体別に見ると、金額はDFIが圧倒的に多い一方、件数はPIIが上回る。国別に見ると、金額ではタイ、件数ではインドネシアがそれぞれトップである。インパクト投資に占めるGLIの割合では、インドネシアが22%（86件中19件）でトップに立っている。

経営者の過半数を女性が占める中小企業市場において、インドネシア、フィリピン、ベトナムの女性は特に重要な役割を担っている。ASEANのGLIに占める割合は、金額ベースではタイとカンボジアが多いものの、件数ベースではインドネシア、フィリピン、ベトナムの合計で80%を超える。このように、「ジェンダー投資」はSDGsの潜在的な資金源となり得るのである。

3.3.1 ASEAN 加盟国におけるインパクト投資関連活動の概要⁵²



ブルネイは人口の少ない高所得国であり、インパクト投資活動は ASEAN 加盟国の中でも特に活発さを欠いている。他の加盟国に比べてインパクト投資への認知度が低く、データを見つけることも難しい⁵³。投資を通じた SDGs 施策への政府の取り組みは明確になっていないが、民間セクターは社会的責任投資 (SRI) に対してより積極的に見える。シェルやブルネイ・ガス・キャリアズは、環境保護、教育、コミュニティ開発に対する企業の社会的責任 (CSR) の一環として社会的投資を行っている。ESG のような責任投資への取り組みが国として限定的であること (Korwatanasakul and Majoe 2019) は、グリーン経済の発展を国として中・長期的な優先事項にしか位置付けていないことを示唆する。社会分野、環境分野でのスクーク (イスラム債、マレーシアの項を参照のこと) をはじめ、イスラム金融に対する関心が出発点になるかもしれない。ザカート (喜捨) に基づくマイクロファイナンスは、コミュニティ開発の領域で支持を集めており (Nurhayati, Safei, and Ono 2020)、SDGs の進展を後押しする上で一層の探究が求められる潜在的領域である。



カンボジアでは、インパクト投資が急成長を見せている。財団やインパクト投資ファンド (日本の ARUN 合同会社や、インシター・パートナーズなど多数)、社会課題解決を目的とした企業や団体が積極的に活動し、カンボジアのインパクト投資のエコシステムを急速に発展してきた。PII による投資額は ASEAN3 位となっている。国内で米ドルが広く通用することも一因であろう。さらに、国家経済に援助が流入してきた歴史により、資金構造と資金調達ルートの多様化を追求する NGO が全国に 3500 団体もある (AVPN 2019a)。インパクト投資における主要アクターは、マイクロファイナンスと融資に資金を集中させているとみられる (AVPN 2019a)。しかし、ASEAN 初の開発インパクト債 (DIB) 事業が実施されている事実は (2 章参照)、カンボジアが次なるインパクト投資中心地となる可能性が大きいことを示している。

52 本節では、各国での活動や入手できたデータに応じて詳細レベルに幅がある。

53 財務・経済省が制定した持続可能性基金法は、国家経済を持続的に機能させることにより「石油収入不足を軽減」することを主目的とし、収入基盤の拡充に貢献している (Ministry of Finance and Economy 2021)。現実として、これはあらゆる国にとって重要な開発課題であり、SDGs の目標 8「働きがいも経済成長も」に対応する。



インドネシアは金額と件数の両面で ASEAN 最大のインパクト投資市場である。豊富な天然資源や、ユニコーン企業の存在、中小零細企業を主とする労働力は、国内資本を最大限に活用するとともに、金融資本と持続可能な開発上の効果を国内にもたらす素地を示している⁵⁴。また、パーム油や天然ガスのような天然資源は、再生可能エネルギー部門での大きな潜在力を示すものである。

さらに、インドネシアはアメリカのテクノロジー大手各社の「次なるフロンティア」とみられる (Tani 2020)。配車アプリのゴジェックや、電子商取引 (EC) プラットフォームのトコペディアとブカラパックのようなユニコーン企業には、マイクロソフトやグーグル、シンガポール政府系投資会社テマセクから巨額の投資が行われる予定である (Tani 2020)。こうした投資により、世界の投資家の間でインドネシアのユニコーン企業に対する評価が高まるとともに、インドネシア国内でのデジタル移行が推進される。その一方、SDGs に沿った投資を行うという意図については、一層の探求が必要である。

インドネシアのインパクト投資では 1000 万ドル未満の事案が全件数の 72% を占め、大半がシード期かアーリー期、グロース期にかけて行われている (Prasad, Gokhale, and Agarwal 2020)。部門別では、エネルギー、金融サービス、健康・医療に投資が行われている。資産クラスを件数ベースで見ると、PII による投資の 60% を株式、DFI による投資の 34% を融資・債券が占めている。中小零細企業が労働力の大半であるという特徴は、課題と好機の両方を反映している⁵⁵。調査によると、インドネシアの既存企業全体に占める中小零細企業の割合は、100% に近い (Seno-Alday 2017; Tambunan 2019)。しかし、テクノロジーの欠如や⁵⁶、信用融資や市場にアクセスできないこと、事業拡大や能力向上に向かう際のいわゆる資金不足が存在することが原因となり、国内総生産 (GDP) への貢献度は約 60% にとどまる (Tambunan 2019)。同国で SDGs に沿った活動を行う中小零細企業には、540 億ドルの資金不足が存在する (Thuard et al. 2019)^{57,58}。インパクト投資などの革新的かつ持続可能な資金供給モデルを通じ、中小零細企業向けに投資資本を解き放つことは、イン

54 社会的・環境的目的を意図的に追求する金融取引において、イスラム金融は特に歴史の古い仕組みである。イスラム金融を活用したインパクト投資については、今後の研究により探究を進めることが推奨される。

55 インドネシア協同組合・中小企業省は、中小企業法 (2008 年 20 号) の定めに従い、中小零細企業を資産と収益の観点から定義している。

56 大半の銀行は、信用状況や融資の管理・返済能力を評価するために取引の記録とデータを求めるが、テクノロジーの不足はそうした記録やデータにも影響する。

57 中小零細企業の恒常的な資金不足における主な問題には、形式を踏まえず、整理が不十分な事業計画のあり方が反映されている (Tambunan 2019)。中小零細企業は全般的に、事業計画が整っていないことが多い。

58 中小零細企業に対しては、信頼の置ける事業情報がしっかり用意されていないために、リスクの高い融資先との評価が下される。あるいは、融資の管理・返済能力が疑問視されることもある。この「失われた中間」 (Oliver Wyman 2016) と呼ばれる層は、インドネシアの GDP を推定で 1300 億ドル押し下げている。COVID-19 危機前の規模ではあるが、ここは GDP に大きく貢献する重要な層であり、改善すべき分野である。

ドネシアが持続可能な開発における効果を拡大し、創出する上で重要な推進力を生み出すだろう。



ラオス人民民主共和国もカンボジアと同じく、DFI に比べて PII の投資額が少なく、他の CLMV 国⁵⁹と同様である。GIIN and Intelicap (2018) によると、2018 年時点の民間インパクト投資は、金額と件数の両面で大半がクリーンエネルギーに向けられていた。これは、ラオスの第 8 次国家社会経済開発計画 (NSEDP) に沿った傾向である。同様に、DFI の投資もエネルギー部門に対して行われ、金融サービスと製造がそれに続いている。社会志向の投資や SDGs 関連投資の活動を推進、企画する政策は存在しないが、第 9 次 NSEDP の始動を迎えた現在、NSEDP や SDGs などの目標達成を主眼とするインパクト投資の促進、拡大において、政府が積極的な役割を果たすよう働き掛けることも可能である。第 8 次 NSEDP から第 9 次 NSEDP への移行はこの好機をもたらしている。



マレーシアはアジアの社会的責任投資 (SRI) 市場をけん引する重要国である。同国はシャリア (イスラム法) を順守した債券であるスクークを世界で初めてグリーン債として発行した。5800 万ドル相当のグリーン・スクークである⁶⁰。また、国内企業による社会的インパクト創出の取り組みも注目に値する (AVPN 2019b)。マレーシアは依然として、東南アジアにおけるイスラム金融の最前線に立ち続けている。2021 年 4 月には、持続可能性をテーマとするドル建てスクークを世界で初めて発行した (Flynn and Suhartono 2021)。インパクト投資の情勢に目を向けるとマレーシアはわずかに後れをとっている。金額ベースでは、ASEAN7 位に位置しているが、マレーシア市場は著しい進歩と発展を遂げている。PII の投資は全 13 件中 10 件を占めるものの、金額は計 4550 万ドルで、DFI による 3 件・7120 万ドルが上回る (Prasad, Gokhale, and Agarwal 2020)。インパクト投資の対象部門については、情報が開示されていない。マレーシアは 2019 年、社会的企業認証についての制度を創設した⁶¹。社会的企業となるべく国内企業を導き、有効期限が 3 年である認証を授与する制度である。マレーシアにおける社会的企業は「総収入の 50% 以上を自社の事業を

59 ASEAN のうち、比較的開発が遅れているといわれる 4 カ国 (カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム) を指す。

60 調達した資金の多くは、サバ州での大規模太陽光発電事業に充てられる (The ASEAN Post 2020)。なお、マレーシアは東南アジアのスクーク残高全体の 82% を占める。

61 これに先立ち、「マレーシアの社会的企業ブループリント 2015-2018」と銘打った 3 年計画が実施された。この計画では、社会的起業のための人的資本構築や、国内での社会的起業の発展を推進するための広範な政策措置について概略が示された (UNESCAP 2017; Kadir et al. 2019)。

通じて稼ぐことができ、かつ、社会的インパクトを創出する事業体」と定義されている (Malaysian Global Innovation and Creativity Centre 2015)。認証取得の主な利点は、1967年制定の所得税法第44条11C項の規定に従い、財務省に税控除を申請する資格が得られることである。

インパクト投資先となる事業体については2019年時点で法的フレームワークがなく、非営利と営利のどちらの可能性もある (AVPN 2019b)。マレーシアの社会的企業122社を対象とした2018年の調査では、回答企業の経営者には若年層が多く(40歳未満が55%)、性別は女性が過半(54%)を占めた (British Council 2018)。多くのSPVが投資獲得機会に困難を抱え、事業を運営、継続、拡大するために直接の経済的支援や補助的支援を必要としている。



ミャンマーは2020年、COVID-19による打撃を受けながらも経済成長を記録した。これはベトナムと並んでASEANで2カ国のみである (World Bank 2021)。衣料品製造をはじめとする工業の力強い伸びが、国内経済の安定的な成長の支えとなった (AVPN 2019c)。インパクト投資市場に関しては、件数ベースでインドネシアに次ぐASEAN第2位につけ、成長の兆しを見せた。DFIが全46件の3分の2を占め、8億ドル余りを動員する一方、PIIは14件の合計で1860万ドルを動員した。金額ベースで見ても、ミャンマーはインドネシア、タイ、ベトナムに次ぐASEAN4位につけている。インパクト投資先に対する起業支援や成長促進の事業は増加傾向にあり、国内の大企業も地域社会の必要要件に沿った、より戦略性を持つ社会的投資へと向かう動きを見せた (AVPN 2019c)。中央政府による支援や調整が拡大する中、ミャンマーにおけるインパクト投資市場の活用は大きな可能性を秘めている。その一方、2021年2月以降の政治的混乱は、従来型の投資はもとより、インパクト投資の成長にも影を落としている。



フィリピンのインパクト投資市場は、ASEANの中でも特に活発である (AVPN 2019d)。ただし、件数ベースで上位に入る一方、金額ベースでは中位にとどまっている。2018年の調査では市場規模で2位につけたが、インドネシアやタイのような加盟国に資金が流入して後れをとった。Prasad, Gokhale, Agarwal (2020)によると、投資対象となっている部門は主に金融サービス (特にマイクロファイナンス機関や中小企業向け融資機関、フィンテック企業) とエネルギー (太陽光などの再生可能エネルギー) で、合計の投資額は全体の84%を占める。外国からのインパクト投資は、ベルギーやフランス、デンマーク、オランダといっ

た欧州諸国やアメリカからの資金が株式として流入した。DFIによる投資はオランダの開発銀行 FMO と IFC が中心で、全体の 90%を融資が占める。1 件当たりの金額は 2700 万ドルとなっている。

フィリピンでは GLI（補論 4 参照）への支持が高まり、SDGs 投資を促進する巨大な資金源となる兆しが見えている。2017～2019 年のインパクト投資 43 件のうち 8 件（18.6%）が GLI であった⁶²。国内の中小企業における女性社長の割合は男性社長を上回るが、女性社長はより多くの構造的な障壁に直面する。家庭の事情に縛られることもあれば、金融やテクノロジーを限定的にししか利用できないこと、関連技能の訓練に制約を受けること、安全上の問題も抱えている（Australian Aid, Investing in Women, and Value for Women 2021）。一方、関連技能の訓練は、インパクト投資のパイプラインを構築し、事業体の投資対応能力を築くために不可欠である。補助的支援を支えに SPV の力は生かされなければならない。そうすることが、エコシステム全体の能力開発につながるのである。



シンガポールはエコシステムの成熟に向けた力強いリーダーシップを示しており、市場を活性化させるための制度的、人的、技術的能力の向上をけん引している。同国は世界屈指の革新性を備えた経済体と評されている。シンガポールは 2020 年の国際知的財産権指数（International Property Rights Index 2020）⁶³で世界 3 位、世界イノベーション指数（GII）で同 8 位（World Intellectual Property Organisation 2021）に入っている。また、イノベーションでの強みと並び、ベンチャー・キャピタルの浸透度も最高水準にある（World Intellectual Property Organisation 2021）。2018 年時点で、東南アジアのスタートアップに対する資金供給契約の 75% が同国向けであった（AVPN 2019e）。パンデミックによる試練が続く中、投資家が投資対象国にプレゼンスを維持できるかどうか重要性を増しているが、金融において中心都市であるシンガポールは、インパクト投資を手掛ける民間ファンドの本社が多い。シンガポールに事務所を構える主要なインパクト投資ベンチャーには、アービシュカール（インドのインパクト投資ファンド）やアスペン開発起業家ネットワーク（ANDE）、AVPN、ブルーオーチャード、バンブー・ファイナンス、インパクト投資取引所（IIX）、オミディア・ネットワークが名を連ねる。これらは、世界のインパクト投資においてエコシステム形成する、極めて重要なアクターばかりである。さらに、

62 GLI 契約を締結したのは、パタマル・キャピタル、キャピタル・フォー・デベロップメント・パートナーズ、SEAF、キャルバート・インパクト・キャピタルの 4 機関である。

63 国際知的財産権指数（IPRI）は、知的財産権と物的財産権の両方を含む財産権体制の強さを国別に測定する。

シンガポール国内の銀行は2015年以降、責任金融ガイドラインに従い、一定のESG基準を融資判断に組み込むことを義務付けられている。ESGの要素には、温室効果ガス排出抑制や森林破壊の防止、企業倫理・誠実性などが含まれる（Associations of Banks in Singapore, 2018）。強固な制度的インフラが整備されているシンガポールはASEANのインパクト投資市場への実質的な玄関口の地位を維持する可能性がある。政府、企業、市民社会の間でセクターを越えた協調がさらに進めば、開発効果を持続させる社会革新の原動力となり得る。



タイでは、インパクト投資のエコシステムを強化する環境が比較的整っている。政府は2016年、有効な社会的インパクト投資市場の発展を促すため、グローバル社会的インパクト投資Steering Group (GSG)と連携して国内に社会的インパクト投資国家タスクフォースを2016年に設立した(UNESCAP 2017)⁶⁴。また、3年後の2019年2月には社会的事業促進法を制定した。これは、インパクト投資のパイプラインとなる投資先事業体を構築し、市場を活性化させる上で、極めて重要な法律であった。同法によって(1)政策の計画・立案を担う社会的事業促進委員会(2)登録機関として事業体の適格性評価を担う社会的事業促進事務局(3)登録済みの事業体に融資や助成を行う社会的事業促進基金——が新たに設立された(British Council 2020)。事務局は対象が営利か非営利かにかかわらず、社会的事業体としての適格性を審査する⁶⁵。2020年の社会的事業の状況に関する報告書によると、社会的事業体の登録数は141件となっている(British Council 2020)。

しかし、制度の整備など国による努力にもかかわらず、資金調達やネットワーク、インパクト投資に対する国民的理解の不足は解消していない(Joffre 2021)。図14で示したように、タイにおけるインパクト投資は、DFIによるものが14件・18億ドル、PIIによるものが3件・520万ドルと、民間が大きく後れをとっている。それでもなお、タイはインパクト投資額でインドネシアに次ぐASEAN2位につけている^{66 67}。

タイ政府はCOVID-19からの回復フレームワークと、SDGsや2015年パリ協定との監視スキームに沿って、SDGsを達成することを公約している。1章で説

64 ただし、タイはGSG(Global Steering Group for Social Impact Investing 2021)に参加していない。

65 社会的事業体を運営する企業への減税や、インパクト投資への税制優遇に関する補助も行う。

66 主な投資対象部門の情報は開示されていないが、タイの社会的企業は、農業、漁業・畜産業、教育、健康・医療の各部門を中心に活動している(British Council 2020)。

67 また、タイではESG統合の取り組みも主流となっている。同国最大の機関投資家である政府年金基金はESG重視のポートフォリオを立ち上げ、この流れに加わるよう他のファンドを後押ししている(AVPN 2019f)。

明したように、こうした取り組みはアセアン・カタリティック・グリーンファイナンス・ファシリティ（ACGF）の一環である（ADB 2020）。総じて言えば、諸活動の方向をSDGsと社会的インパクトに合わせることに於いて、タイの制度は比較的確立されている。これにより、インパクト投資のパイプラインとなる投資先事業体の補助や形成が継続され、国内のエコシステム拡大につながっていくであろう。



ベトナムはパンデミックによる危機の下でも経済の堅調と安定を維持し、ミャンマーと並んで成長を続けた（World Bank 2021）。自国経済を社会的経済に転換する大きな潜在力があり、エコシステムを整えることにより金融仲介者や仲介者を担うアクターを一層後押しする。インパクト投資市場の規模は、金額ベースでASEAN3位につけている。しかも、2015年施行の改正企業法により、社会的企業が法的に認定された。公益のため社会的問題に取り組むとともに、利益の51%以上を社会面、環境面のニーズを満たす企業行動に再投資する企業が対象となっている（AVPN 2019g）⁶⁸。

一方、インパクト投資の件数はPIIがDFIを上回るものの、投資額はDFIが圧倒的に大きい。部門別では金融サービスやエネルギーが多く、全体の約80%に上る。また、両部門へのインパクト投資件数の大部分はDFIによるもので、IFCやADBの融資が用いられている。総件数の20%（36件中7件）がGLI（補論4）で、農業と金融サービスを中心としている⁶⁹。GLIはベトナムで徐々に勢いを増しており、SDGsへの極めて重要な資金供給源になろうとしている。



総論として、ASEANではインパクト投資のエコシステムの形成が進んでいるが、取引参加者、仲介者、知的インフラ、政府機関という各方面のアクター全てにおいて、制度面での支援の連携を進める必要がある。また、タイとベトナムにはSPVの法的定義とフレームワークがあり、支援制度が比較的体系化されている。一方、CLMV内では進捗にばらつきがみられる。カンボジアは金額ベースで4カ国中3位のインパクト投資を受け、唯一のDIB事業も実施されている。ラオスは金額と件数のどちらも最下位だが、新たなNSEDPとSDGsの関連性を強

68 しかし、登録手続きの冗長さが解消されないために、あえて正式な認定を受けない企業が多い。ベトナムの社会的企業の大半は、農業、教育・技能訓練、非農業的生業、事業支援・コンサルティング、手工芸の各部門で活動している。

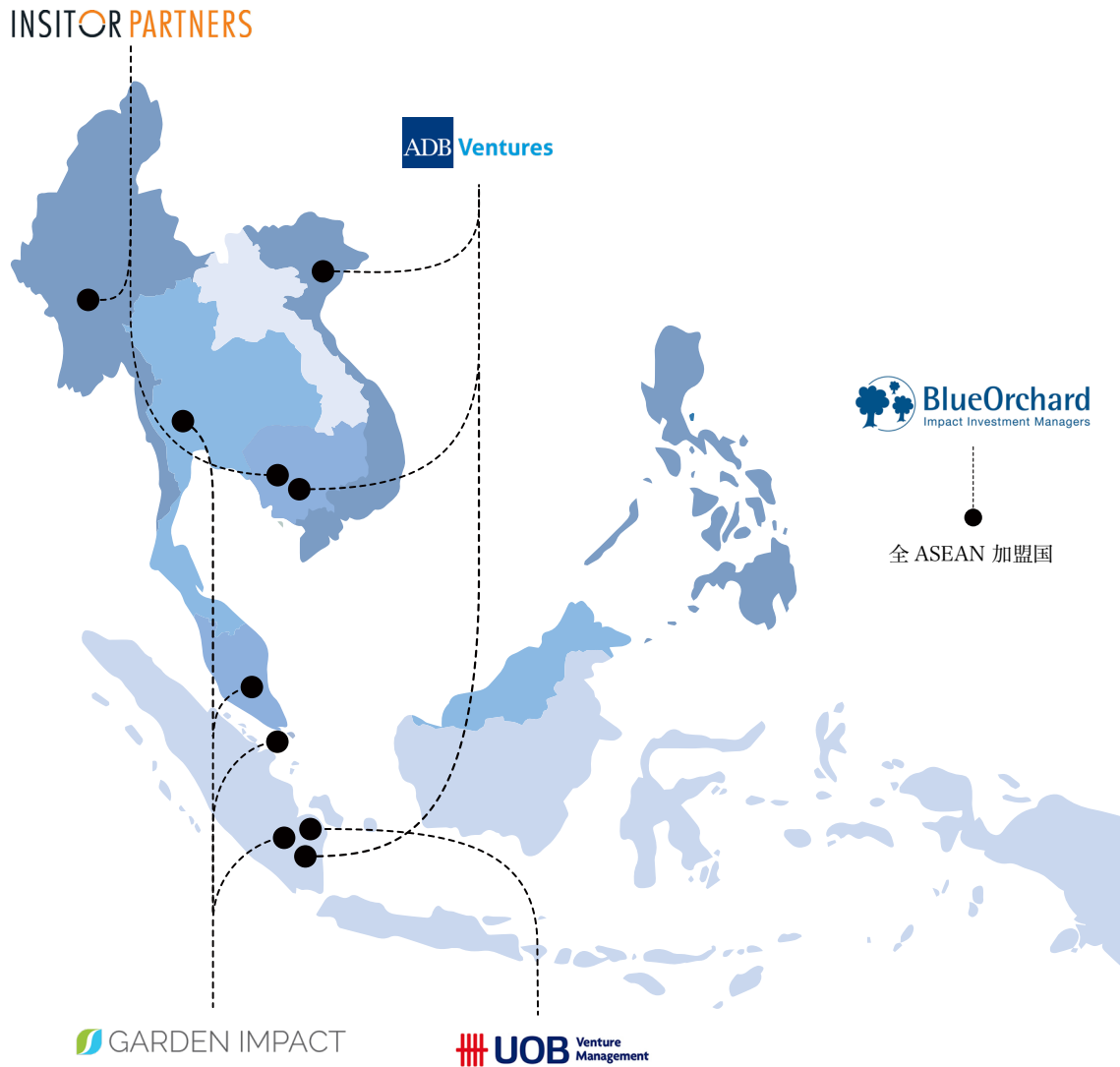
69 フィリピンと同様、ベトナムでGLIに携わる民間インパクト投資機関は、パタマール・キャピタル、SEAF、スライブである。

める可能性もある。ミャンマーは件数ベースでASEAN2位のインパクト投資を受けており、起業支援や成長促進の施策も増加している。

とりわけ、仲介的支援はASEANにおけるインパクト投資のキーワードであり、インパクト投資先の投資対応能力を多面的に向上させ、投資パイプライン形成につなげるうえで欠かせない。こうした支援により、取引参加者である国内外のインパクト投資家からの信頼が高まり、市場の強化を促進する。そして、知的インフラと政府機関における取り組みを拡大することは、ASEANのインパクト投資のエコシステム全体の制度化および形成において極めて重要である。

次節では、ASEANにおけるインパクト投資の実践例を5件紹介し、ASEANのインパクト投資最新実情を検証する。

3.4 ASEAN におけるインパクト投資の成功例





1. ブルーオーチャード（投資先国：ASEAN）

1. ファンドの概要

日本 ASEAN 女性エンパワーメント基金 (JAWEF) はブレンデッドファイナンス・ファンドであり、ASEAN 内外の女性起業家を顧客とするマイクロファイナンス機関 (MFI) に融資・債券投資を行う。日本政府の支援を受け、ブルーオーチャードが2016年に立ち上げた。資本は劣後、メザニン、優先の3層で構成し、劣後部分とメザニン部分への出資を活用して、優先部分に対する機関投資家の出資を促している。

JAWEF は2016年、日本国際協力銀行 (JBIC) と国際協力機構 (JICA)、機関投資家から1億2,050万ドルを調達して最初の出資者募集を完了した。2019年の2回目の出資者募集では、JBIC や JICA、住友生命保険といった投資家から再度の出資確約を受けるとともに、新たに笹川平和財団と提携し、合計の資金規模を2億4100万ドルとした。

2. テーマ・部門とSDGsの関連目標

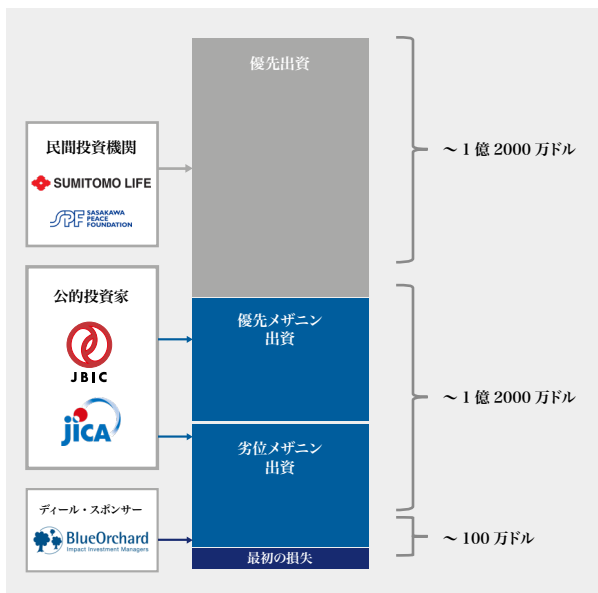


JAWEF の目標は、金融サービスの利用拡大を通じた女性のエンパワーメントである。その手段として、主に ASEAN 加盟国の女性起業家を対象とするマイクロファイナンス機関 (MFI) に投資する。所得創出、住宅確保、教育、健康・医療、水・衛生、エネルギー効率に寄与するよう、割賦・リース、預金、保険、決済・送金、年金サービス、モバイルバンキングといった商品をそろえることを MFI に求めている。SDGs の目標 5「ジェンダー平等を実現しよう」を優先課題としている。

3. 投資の規模と類型

JAWEF は MFI に対して融資・債券投資を行う。3層の資本構成を特徴とし、ブルーオーチャードとサミット・フィナンシャルズによる100万ドルの劣後出資と、JBIC と JICA による1億2,050万ドルのメザニン出資、さらに住友生命保険、企業年金連合会、笹川平和財団による1億2000万ドルの優先出資を受けている。

以下の図は、2020年第4四半期時点におけるJAWEFの資本構成を示している。



図：Convergence

4. 財務的リターン

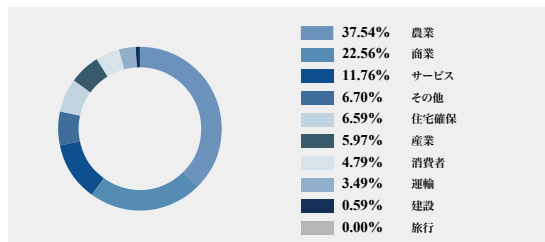
情報未公開

5. 社会的インパクトの測定

最終的な借り手の総数と、それに占める女性と地方事業者の割合を基準に測定される。2020年12月時点で、**零細起業家43万2597人**に融資が行われ、このうち**地方事業者は77%**、**女性は92%**に上っている。ブルーオーチャードは、JAWEF融資前後の貸付先の実績を社会・環境両面で評価するため、独自のBインパクト・フレームワークを用いている。これは国際金融公社（IFC）が提唱するインパクト投資の運用原則に沿ったフレームワークである。

6. 投資先企業の事例

JAWEFは発足から2020年第4四半期までに**77件の融資**を行い、投資先MFIは**29機関**となっている。融資の**ほぼ全て（98%）**を優先ローンが占め、残りは劣後ローンかメザニン・ローンである。融資先の大半は農業で、その次に商業が続く。



図：Convergence

7. 受益者層

ASEAN 諸国における女性起業家の金融アクセス向上を目指している。MFI への融資においては、貸し付け先として女性に比重を置く（60%以上）、もしくは、女性のエンパワーメントを目的とする具体的な商品があるか、そうした商品の開発意図があることを要件としている。

8. 成果

主に以下の実績により、膨大な成果を挙げている。

- 迅速な拡大（発足時の出資確約額を1年未満で全て投資した）
- JBIC と JICA による出資を活用した民間商業資本の動員の成功（商業資本が資本構成の50%を超え、ブレンデッドファイナンスの最善例となっている）

効果目標を実現した実績（2020年第4四半期時点までに、約40万人の女性零細起業家に直接資金を提供した）

9. 利害関係者の見解（投資家、投資先、仲介者、受益者）

利害関係者それぞれの直接の証言は公開されていないが、JAWEF の出資者はインパクト志向の投資家であり、開発途上国の取り残された共同体に社会的インパクトをもたらすという念願をブルーオーチャードと共有している（女性に限らない）。



写真：笹川平和財団

GARDEN IMPACT

2. ガーデン・インパクト（投資先国:シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ）

1. ファンドの概要

ガーデン・インパクトは2013年、シンガポールのメイソン・タン氏率いる社会的インパクト投資家らが創設した。規模拡大が見込めるインパクト志向の企業に対し、触媒的資金を供給することが設立目的である。投資ポートフォリオには、低所得コミュニティや不利な状況で暮らす人々に持続可能で前向きな社会の変化をもたらす、生活の質を高める企業を組み込んでいる。ASEANのうち、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイに投資している。

2. テーマ・部門とSDGsの関連目標

特定の部門に絞らず、持続可能な社会的インパクトを創出する企業を投資対象とする。



3. 投資の規模と類型

創業間もないインパクト志向のベンチャー企業に対し、株式投資か転換社債の形で平均50万ドルを投資する。

4. 財務的リターン

投資回収が完了している投資実績は1件で、財務的リターンに関する情報は開示されていない。ファンド出資者へのリターンは年率5%を目標としている。

5. 社会的インパクトの測定

生計機会を増やすことや、生活必需品の入手アクセスを向上することでの貧困緩和を重視している。主な測定基準として、雇用創出数、手頃な住宅費で暮らす人の数、高等教育の修了者数、遠隔地コミュニティの教育アクセスを用いている。

6. 投資先

2020年12月までに、以下を含む11社に投資を行った。

- ・ アガペ・コネクティング・ピープル(シンガポール)
- ・ ダナディディク (インドネシア)
- ・ マホニ・エドゥカシ・デジタル (インドネシア)
- ・ グリーンホープ (インドネシア)
- ・ アフォーダブル・アボーズ (マレーシア)
- ・ ケストレル・バイオサイエンス (タイ)



写真：ガーデン・インパクト

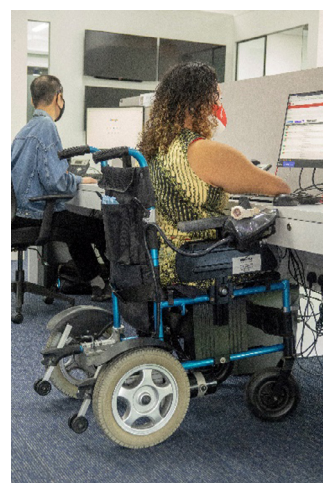
7. 受益者層

低所得コミュニティや、障害を持つ人や刑務所出所者など不利な状況で暮らす人々

8. 課題と成果

聞き取り調査で以下に言及があった。

- ・ 東南アジアの社会的インパクト投資の先駆者として、実績がないことや、懐疑的な視線を向けられること、取引コストが比較的高いこと（平均投資額の低さによる）、人材が足りないことなど、多くの障害を乗り越えなければならなかった。
- ・ 投資における思考様式を、利益志向から目的志向へと抜本的に変化させる必要があった。
- ・ 社会的企業はどれも赤字を出していて、持続可能ではないとの烙印を押されていた。
- ・ 慈善活動や社会貢献事業だけが脆弱なコミュニティを助ける手段だと思われていたため、業績の良さ（利益を出す）と行いの良さ（他者を助ける）を統合することに対し、市場の準備が整っていなかった。



写真：ガーデン・インパクト

9. 利害関係者の見解（投資家、投資先、仲介者、受益者）

- ・ 投資家：アニタ・ファム氏「こうした組織が見る間にたくましくなっていく様子は、何よりも誇らしく感じました。例えば、コールセンターのアガペは、脆弱な状況で暮らしてきた人々を実際に雇用し事業運営しています」



写真：ガーデン・インパクト

- **投資家**：ソン・トア氏「ビジネスを利用して貧困と闘うところに共感しました。間違いなく持続可能なモデルをもたらすからです。人が尊厳を保つためには仕事が必要なのだと私たちは考えています」
- **投資先**：ジョセフ・シー氏（アガペ・コネクティング・ピープル最高経営責任者〔CEO〕）「本当に助けを必要としていた時に、ガーデン・インパクトがやってきました。自分たちが効果を及ぼした人々の暮らしぶりを見ていると、大きな喜びを感じます」
- **受益者（雇用者）**：ヌール氏（アガペ・コネクティング・ピープル）「採用されたことを大変有難く思っています。私たちのような人には、成長して家族を支えお金を稼ぐ機会が必要なのです。アガペは私にとって、家族のような職場です」

10. 教訓

ガーデンインパクトへの聞き取り調査で以下に言及があった。

- 市場水準を上回る利益の最大化は、効果の最大化と両立できない。
- 多くの社会的企業が失敗している原因は、ビジネスモデルではなく資金不足である。その理由は、信用力が足りないために、従来の資金調達手段が利用できないことにある。
- 非上場債券への社会的インパクト投資は満期が長い（10年）ため、損切りの実行タイミングには賢明な判断を下す必要がある（失敗は早く手を打ち、小規模に）。
- インパクト投資は、**純粋なプラスの財務的リターン**を求めるだけのものではない。投資ポートフォリオの企業を通じ、**プラスの社会的インパクト**というリターンと次世代に受け継ぐ財産をもたらす。だからこそ、ポートフォリオ管理では社会的インパクトという結果について真剣に考慮する必要がある。



写真：ガーデン・インパクト

ADB Ventures

3. ADB ベンチャーズ（投資先国：カンボジア、インドネシア）

1. ファンドの概要

ADB ベンチャーズは、アジア開発銀行（ADB）が設立したベンチャー投資機関である。10億ドルを超えるインパクト投資を行うことを目標としている。テクノロジー駆動型で、2030年までのSDG達成に寄与する商品・サービスを、アジア太平洋地域の発展途上市場に提供する企業を対象とする。効果創出に優れたテクノロジー企業によるアジア太平洋地域の主要新興市場への参入を促すため、幅広い手段（株式、融資・債券投資、グラント）で資金を供給する。また、技術支援を提供するとともに、ADBのネットワークやパートナーシップを利用させる。発足時に組成したADBベンチャーズ・インベストメント・ファンド1（以下、ファンド1）を通じた株式投資に加え、ADBベンチャーズ・シード（以下、シード）、ADBベンチャーズ・ラボ（以下、ラボ）の両事業を通じて1200万ドル相当の技術支援を実施している。シード事業では、アジア太平洋の発展途上市場への参入にあたり、市場と商品の見極めを迅速化できるようグラントを供与する。シード事業でのグラント供与を通じ、追加的な投資資金調達機会を得る「権利」が投資先企業に与えられる。これは、成功した投資の規模を拡大する可能性を高めるもので、ファンド1段階での潜在的リターンも増大させる。一方、ラボは効果を創出するテクノロジーと需要のマッチングにおいて重要な役割を担い、シードを補完する事業である。ファンド1やシード事業での投資機会を供給するほか、潜在的な投資先を付加価値のある技術的支援や収益化に向けた協力先につなぐ役割も果たす。

ADBベンチャーズは、フィンランド外務省、クリーン・テクノロジー・ファンド、ノルディック開発基金や、韓国企画財政省と韓国ベンチャー投資公社、Eアジア・アンド・ナレッジ・パートナーシップ基金が支援している。

2. テーマ・部門とSDGsの関連目標

ADBベンチャーズは、クリーンテック、アグリテック、フィンテック、ヘルステックなどのテクノロジー駆動型ベンチャー企業に重点を置いている。当面は、東南アジアと南アジアにおいて気候、ジェンダーの2部門における効果創出に注力し、新たな地域やSDGsテーマへと徐々に活



動を広げることが想定している。SDGs における目下の焦点は、目標 1、3、4、7、8、9、13 である。

3. 投資の規模と類型

さまざまなレベルの投資先に対し、**グラント供与、株式投資、融資・債券投資**という多層的な**資金供給**を行っている。シード事業の資金規模は 500 万ドルで、プレ・シリーズ A 段階のベンチャー企業に焦点を当て、1 件当たり最高 20 万ドルのグラントを供与する。これらにより、アジア太平洋地域の新興市場において、創業初期の企業が製品・サービスの見極めや収益化を実行できるようにする。株式投資を行うファンド 1 は 6000 万ドル規模で、プレ・シリーズ A からシリーズ A の段階にあるベンチャー企業約 20 社に対し、1 社当たり最高 400 万ドルの出資を計画している。また、ADB ベンチャーズは 2021 年 2 月、シリーズ B 以降のベンチャー企業を投資対象とする 1 億ドルの債券・債務証券ファンド、ADB ベンチャーズ・インベストメント・ファンド 2 (ファンド 2) の組成に向けた資金調達を開始した。ファンド 2 では、債券・債務証券を通じて 1 件当たり最高 800 万ドルを投資する。

投資媒体	シード事業	株式投資	債券ファンド
市場ギャップ	* 多様で断片的な小規模市場。 市場参入コストは高い。	* 成長しているが有限な「寛容資本」 * 長期・リスク回避的開発サイクル を用いる既存ファンド	* 資金志向ビジネス * 貸出に消極的な銀行 * 萌芽期ベンチャーの債券市場
目的	市場評価	商業化	展開規模を測る
手段	株取得権は 20 万ドルまで	エクイティ調達 は 400 万ドルまで	直接的な債券調達は 800 万ドルまで
ファンド規模	500 万ドル (2020 年～2022 年)	6000 万ドル (約 20 件の投資)	最低 1 億ドル
適応ステージ	* シード期からプレ・シリーズ A * 製品開発のプロトタイプ期 及び完成期 * 利益の牽引	* プレ・シリーズ A 期から シリーズ A * 事業商品の市場確保 * 顧客人あたりのプラス経済性	* シリーズ B、それ以上 * 市場浸透 * 損益分岐点
適応セクター	クリーンテック、アグリテック、フィンテック、ヘルステック		クリーンテック、アグリテック
適応地域	東南アジア、南アジア		
適応インパクト	気候変動への緩和、強靭性、適応 (ジェンダー投資)		
適応	技術志向型ビジネスモデル、商業的な実現性があり、測定可能		

図：ADB ベンチャーズ

4. 財務的リターン

ADB ベンチャーズの特徴は他のインパクト投資と比較して、企業のライフサイクルの全段階に対して資金供給の選択肢があることである。目標リターンは公に明示されていないが、各ファンドの運用期間は17年と長期に設定しており、他の既存商業ファンドやインパクト投資ファンドよりも長期的な視点に立っている。他の大半のファンドをリスク・リターン比率で上回りながら、「戦略的忍耐」を必要とする投資となっている。

5. 社会的インパクトの測定

ファンド組成から問もないため、投資先に対する評価は現在進行中である。現時点では具体的なインパクト評価基準は公表していない。



写真：ADB ベンチャーズ

6. 投資先一覧と事例：スマート・ジュールズ

シード事業における投資先は、ASEAN ではオタゴ（カンボジア）やドゥイタペ（インドネシア）がある。域外では、キャプテン・フレッシュ（インド）、スリー・ウィールズ・ユナイテッド（インド）、ザローア（インド）、ピナテックスを製造するアナナス・アナム（イギリス）、キウ（香港、アメリカ、管理業務はベトナム事務所）、グッド・ブリックスの普及を進めるイノCSR（韓国）がある。

ADB ベンチャーズは2021年3月、ファンド1の投資先第1号を発表した。出資を受けたのはスマート・ジュールズという比較的若いインド企業（2015年創業）で、スマート技術を用いた設備管理・改良を通じ、商業・工業施設のエネルギー効率を高めている⁷⁰。商業・工業施設において、エネルギー消費の多い老朽化機材を設備投資費をかけずに改良し、設計・設備改善によってスマートシステム化する。システムはさまざまな測定機器を使い、個々の設備の稼働状況と施設全体の稼働状況をリアルタイムで記録、管理する。スマート・ジュールズはこの技術により、エネルギー消費量を15%削減を顧客に保証している。

7. 受益者層

当面は投資対象とする地域とSDGs目標を絞っているが、特に重点を置く受益者層は定めていない。

70 スマート・ジュールズはASEAN企業ではないが、ASEAN諸国の手本になる。ADBによると、同社にはアジア太平洋全域の市場に規模を拡大する潜在力がある（BW Online Bureau 2021）。概要で示した通り、ADB ベンチャーズは（1）グラントと（2）株式投資の形態で資金を供給する。他のグラント供与先は、次段階で株式を通じた投資資金を受ける「権利」を獲得する。

8. 成果と課題

ADB ベンチャーズの主な成果は、開発金融における ADB の資源を活用して二国間、多国間の出資者から支援を取りつけ、多層的な資金供給スキームを構築したことである。聞き取り調査によると、ADB は大規模投資への適応度の方が高い多国間開発銀行であり、専門性や文化の違いから、ベンチャー投資機関を内部に設立することが困難であった。

9. 利害関係者の見解（投資家、投資先、仲介者、受益者層）

第 1 群の投資先に対する評価が進行中であり、各利害関係者の証言は公表されていない。

10. 教訓

ADB ベンチャーによると、グラント・技術援助と株式・債券投資の間に、強力な相乗効果があることが分かった。グラント事業は投資パイプライン形成の助けになり、技術マッチング事業はその過程において、収益化や規模拡大に向けた投資先企業の投資対応能力を確認できる。これにより、社会面と経済面のリターンという 2 本立ての最終利益、いわゆるダブル・ボトムラインを、投資ポートフォリオに備えることができる。

INSITOR PARTNERS

4. インシター・パートナーズ（投資先国：カンボジア、ミャンマー）

1. ファンドの概要

インシター・パートナーズ（以下、インシター）は、シンガポールに本社を置くインパクトファンド運用会社である。ミカエラ・ラティニとニコラス・ラズスが2009年に設立した。2020年時点で、カンボジア、ミャンマー、インド、パキスタンに投資している。2021年1月現在、インシター・シード・パイロット（1500万ドル）、インシター・インパクト・アジア・ファンド（IIAF1、3320万ドル）という2本のファンドで出資者募集を終了し、インシター・インパクト・アジア・ファンド2（IIAF2）設立のため7000万ドルの調達を進めている。

INSITOR IMPACT ASIA FUND

2. テーマ・部門とSDGsの関連目標



低所得層に必須な商品・サービスを直接供給する企業に投資することを統一のテーマとし、セクターを超えて活動する。インパクトファンドとしての位置付けを確たるものとするため、IFCによるインパクト投資の運用原則に準拠する。

3. 投資の規模と類型

創業初期のインパクト・ベンチャーに対し、株式や転換社債を通じて資金を供給する。ガバナンスや財務管理、ESG、資金調達、戦略策定の分野で、経営能力強化に向けた資金以外の援助も行う。こうした取り組みにより、2020年時点の外部投資家による追加的な資金供給は8500万ドルとなり、インシター・インパクト・アジア・ファンドによる投資額1600万ドルの5倍余りに上っている。

4. 財務的リターン

2020年3月時点のインシター・インパクト・アジア・ファンドの内部収益率（IRR）は、確定分と未確定分を合わせて21%となっている。投資回収を通じ、出資者に総額800万ドルのリターンが支払われた。

5. 社会的インパクトの測定

投資先企業が効果を創出する分野に応じて、異なる測定基準を定めている。例として、雇用創出数、従業員に占める女性の割合、教育企業の生徒数、健康・医療企業の患者数、金融サービスにおける借り手の数が挙げられる。インシター・パートナーズの報告によると、投資先企業のサービスの受益者数は 3800 万人で、投資先企業の活動を通じた新規雇用は 2019 年 12 月までに 1 万 3500 人に上った。

6. 投資先

投資対象には、低所得者向け住宅開発、教育、健康、病気診断、小規模水インフラ整備といった事業で基礎的サービスを満たす企業が含まれる。金融包摂の分野では、住宅向けマイクロファイナンス、教育融資、農業資機材の割賦サービス、マイクロインシュランス（小口保険）などで専門性のある金融企業に重点を置き、ポートフォリオを組んでいる。

投資先企業の一覧

- ・ クメール・ウォーター・サプライ・ホールディング(カンボジア)
- ・ ブースト・キャピタル (カンボジア)
- ・ ソーラーホーム (ミャンマー)
- ・ アライアンス MFI (ミャンマー)
- ・ ドリシュティ (インド)
- ・ エドゥブリッジ・ラーニング (インド)
- ・ アボイム・インドア・ハウジング・ファイナンス (インド)
- ・ ウィズクラブ (インド)



写真：インシター・パートナーズ

7. 受益者層

必須な製品・サービスや金融商品などといった低所得層顧客の広範な需要に応じる。

8. 成果と課題

2020 年 3 月現在、南・東南アジア地域の企業に対する投資額は 4800 万ドルと順調で、IRR は 21%を達成している。困難については、聞き取りで以下の回答が挙げられた。

- ・ ファンド新設のための資金調達が必要な懸案である。新興市場を対象とするインパクトファンドの資金源は、依然として DFI と少数の進歩的なファミリーオフィスに集中している。そのため、新たな出資を得ることが極めて難しく、時間をとられる。

一方、資本を必要とする新たなスタートアップは多く、供給が不足している。

- ・ 投資回収に時間がかかり、何年も前から計画しなければならない。投資対象とされる企業の株式について、まだ流通市場が発達していない。そのため、戦略的な買い手に企業全体を売却する形がメインとなる。
- ・ 強力な人的資本の構築も課題である。一部の部門や国では、ポートフォリオ構成企業の専門職や技術職に強力な人的資本が欠けている。外注か外部人材の招聘で対応可能だが、理想的な方法ではない。

9. 利害関係者の見解

投資先：ジョセフィン・プライス氏（アンセム・アジア取締役社長、ミャンマー）

「インシターは長年にわたってこの部門に携わり、インパクト投資が広まる前から、本当の社会的インパクトを生み出す持続可能な企業を支援してきました。経営陣には営利ビジネス界での経験があり、事業運営の理解も非常に深いのです。効果測定のみで終わらず、規模拡大に際して真の価値の創出を支援してくれます。」

投資先：ラビ・バール氏（クリスカピタル元金融サービス部長、インド）

「アジアの各市場はそれぞれに込み入っており、インシターはその複数に参入している数少ないベンチャー・キャピタル・ファンドです。真の先駆者であり〈中略〉情熱的で献身的なチームと経営陣、最高水準のガバナンス、投資家とポートフォリオ構成企業の利益のバランスをとる長期的視野など、多くの特性を備えています。」

投資先：カーラム・ザファル氏（47ベンチャーズ取締役、パキスタン）

「卓越した企業の要諦は卓越した人であり、それこそがインシターを他と分かるところです。経営陣は社会的インパクトの創出に心血を注ぐ一方、その取り組みとファンド出資者に対する財務上の責任との繊細なバランスを維持するすべを心得ています。この会社では、誰もが効果創出を念頭に置き、他者に共感する心を持ち、信託という明確な重責を背負い、そして何よりも、その歩みにおいて堅実です。」

10. 教訓

インシターの投資戦略は、二つの価値ある教訓をもたらした。

一つ目は、フォローオン（後続）投資の実施による投資の伸びと回収の加速である。インシター・インパクト・アジア・ファンドでは既に後続投資の有効性を確認しており、最初の投資で順調に実績を上げた企業に投資を追加している。IIAF 1の投資先12社には、最初の投資の70%を後続投資した。この手法は情報の非対称性を軽減するため、投資家は満期がより近く、より流

動性の高い資産に、より大規模な資金を割り当てられるようになる。二つ目は、投資戦略によって出口戦略の潜在力を高められるということである。流動性オプションに関するシナリオ分析を行い、利害関係者と率直に意見を交わし、投資先企業を投資銀行や未公開株投資家の視界に入れるなど、早い時期から出口戦略の作成に取りかかることが重要である。投資規模が大きい方が、投資回収は成功しやすい。通常、売却価値が1500万ドル相当を超える場合に潜在的な買い手が増加する。



5. UOB ベンチャー・マネジメント（投資先国：インドネシア）

1. ファンドの概要

UOB ベンチャー・マネジメント（UOBVM）は、シンガポールに本社を置くユナイテッド・オーバーシーズ銀行（UOB）グループの完全子会社である。UOBVMは、東南アジアや中国語圏の非上場企業に株式投資を行う未公開株ファンドとベンチャー・キャピタル・ファンドを運用する。2004年から責任投資に取り組み、ESGを投資評価に統合してきた。2015年には初のインパクト投資ファンドであるアジア・インパクト投資ファンド1（AIIF 1）を立ち上げ、プラスの社会的インパクトの向上を意図する投資へと歩みを進めた。AIIF 1は、経済ピラミッドの最下層である低所得コミュニティの福祉と生活水準の向上を目指す東南アジアと中国の企業に対し、投資を行うことを目的とした。

このファンドは財務的リターンと社会的インパクトの両方に価値を置き、ダブル・ボトムラインを重視する。UOBVMは、インパクト志向のビジネスモデルで持続可能な成長を遂げる企業をファンドを通じて支えるため、機関投資家や富裕投資家にパワフルな価値を提案する。責任投資に取り組む姿勢も示しており、2020年9月にはインパクト投資の運用原則⁷¹の外部審査と情報開示を完了して東南アジア初の署名機関となった。さらに、UOBVMは国連責任投資原則（PRI）にも署名している。AIIF 1のポートフォリオを構成する企業は、1600万人を超える低所得者に製品・サービスを届けた⁷²。同社は初のインパクトファンドの成功と経験を土台とし、2本目のインパクトファンドであるAIIF 2を立ち上げた。信託内容はAIIF 1と同様である。

2. テーマ・部門とSDGsの関連目標

AIIF 1および2は信託履行にあたり、SDGs目標1、2、3、4、6、7、8、10、11の達成への貢献を図る。UOBVMは東南アジアと中国の未公開企業への資金投入により、社会的インパクトと魅力的な財務的リターンが同時に生み出されると確信している。そのため両ファンドは、農業、教育、健康・医療、低価格・低賃料住宅、衛生・水管理、物流、クリーンエネルギー、金融包摂など、低所得層にプラスの効果を生み出す可能性が最も高い部門への投資を目指す。

71 インパクト投資の運用原則を作成する取り組みは、主要なインパクト資産の運用機関や所有者との対話に基づき、国際金融公社（IFC）が主導した。詳細は右を参照のこと。<https://www.impactprinciples.org/>

72 AIIF 1が投資先企業をポートフォリオに組み込んでから、2020年12月31日までの集計した。

3. 投資の規模と類型

AIIF は、おおむね 200 万～ 1500 万ドルの株式投資を通じ、中小企業にグロースキャピタルを提供する。

4. 財務的リターン

2020 年 12 月 31 日時点で、AIIF 1 のグロス IRR は 30% 超となっている⁷³。



5. 社会的インパクトの測定

AIIF 1 の投資先企業は 2020 年 12 月までに、低所得者 1600 万人超に対し、製品・サービスの提供を実践している。教育分野では、各社の努力により、低所得世帯の青少年 1100 万人以上が質の高い教育資源を利用できるようになり、個人の学習成果や国の教育成果が向上した。AIIF 1 では社会的インパクトの測定も実施し、農業従事者のような受益者の所得向上や、マイクロ融資・金融教育を利用した女性の借り手の数など、投資先企業における有意な指標を追跡調査している。

6. 投資先企業の事例

AIIF 1 では、多岐にわたる効果創出部門において 5 カ国の 10 社余りに投資を行っている。ここではインドネシアでの事例 2 件を取り上げる。

1. ハロドク（インドネシア）

急成長中の開発途上国の多くがそうであるように、インドネシアは 2 億 7400 万人の人口を抱え、安価で十分な質の健康・医療サービスを大規模に提供することが依然大きな課題である。世界銀行の統計によると、人口 1 万人当たりの医師数は OECD 平均では 34 人だが、インドネシアは 4 人ととどまっている。医療人材の配置に偏りがあり、大都市から外れたコミュニティをはじめとして、医師の診察は必ずしも受けやすい。ハロドクのプラットフォームを利用すると遠隔で診察を受けることができ、ジャカルタやスラバヤ以外に住む患者の利用者は 80% を超える。その中には、遠隔でしか専門医の診察を受けることができない人もいる。ハロドクの目標は、健康・医療エコシステムのオンライン部分とオフライン部分を統合し、健康・医療サービスを簡単に利用できるようにすることである。インドネシアの患者は今、テクノロジーを活用したハロドクのアプリアやウェブサイトにより、オンライン診察を通じて 1 分以内に専門医を含む医師の診察を受け、1 時間以内に宅配で薬を受け取ることができる。これにより、患者の診療体験は大きく改善される。

73 フェアバリューに基づく、確定、未確定の投資ポートフォリオ総額から算出した。

また、ハロドクによる一連のサービスや製品を通じて、都市郊外や農村部に住む助産師が産前ケアの質を高めることもできる。

2. ルアングル（インドネシア）

インドネシアの教育テクノロジー企業であるルアングルは、全国的な教育の質の格差解消に取り組むため、同国の若者2人が2014年に共同創業した。OECDで行われている学習到達度調査（PISA）において、インドネシアの成績は世界全体で最下位近いことが多い。教師や教育リソースの質の差は、インドネシア列島全体で大幅にばらつきがある。ルアングルは教育学とテクノロジーを結び付け、手頃な価格のデジタル学習素材を1年生から12年生までの全学年に提供することに焦点を当てている。月に数ドルという低所得世帯でも支払える料金で、各自の到達度に合った教材を1学年分、全主要科目で利用できる。

UOBVMはルアングルのモデルについて、安価で質の高い教育へのアクセスを実現する過程で商業的に規模を拡大する潜在力があると判断し、2017年のシリーズBの資金調達においては筆頭出資者となった。それ以降、ルアングルは収益を200倍余りに伸ばし、インドネシアの教育テクノロジー・プラットフォーム大手としての地位を強固なものにした。2020年にはベトナムやタイといった新市場に進出し、安価で規模拡大可能な学習サービスを投入した。大衆の幅広い教育ニーズに応じ、12年生を超えた学生以外にも、大人向けの短期講座や語学講座へとラインナップが拡大している。パンデミックによる学校閉鎖で教育が混乱する中、ルアングルは1年生から12年生までの学習課程を扱う無料のオンライン授業を毎日配信し、児童・生徒が学習を続けられるようにした。また、経済的な問題で学習プラットフォームを利用できなくならないよう、国内の大手通信企業と協力してアクセス時のデータ通信を無料化した。オンライン授業を利用した児童・生徒はわずか5カ月で1000万人を超えている。さらに、パンデミックのさなかに教員向け講座を無料公開すると、全国の教員20万人余りが利用した。中核となる学習プラットフォームは安価ながらも有料だが、ルアングルを使ってから成績が上がったという利用者は有料登録者の85%を超え、有効性が示されている⁷⁴。

ルアングルの「スキル・アカデミー」は比較的新しい事業部だが、インドネシア政府による就労前研修プログラムで筆頭格の講座提供元となった。コロナ禍の2020年に立ち上がり、労働者の熟練度向上というビジョンの実現を目指している。利用者調査では、35%余りが講座修了後に所得向上や就職に成功したと回答した。

7. 受益者層

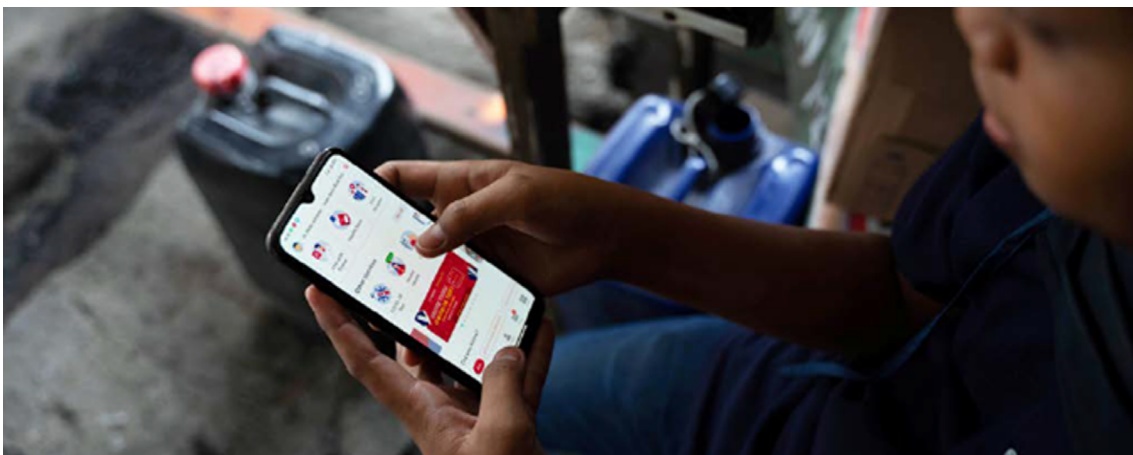
東南アジアと中国における経済ピラミッドの最下層にあたる人々の生活水準と福祉の向上を支援できる企業に投資する。

74 2020年前半の登録者から合計3万人超の児童・生徒を対象に、調査を実施した。

8. 課題と成果

課題については、聞き取りで以下の回答が挙がった。

- **適切なチーム、すなわちミッションに前向きな団体を発見し、支えること。**インパクト投資契約における絶対条件は、投資者と投資先の経営陣が会社のミッションとビジョンに正面から向き合い、商業的に実現可能な方法で社会的課題を解決することである。そのため、ミッションから外れぬよう、本物の情熱と意欲のある起業家を見いだすことが重要となる。創業者を知り、デューデリジェンスを実施するため、投資を確約するまでの時間が長期にわたるのは常である。投資運営手順として、早いうちに起業家のことを知り、できれば時間をかけて、その歩みを追う。
- **社会的インパクトを測定すること。**広範な部門がかかわり、個々のビジネスモデルはそれぞれ異なるため、効果測定には一般的な測定基準が使えるような単純なものではない。そのため AIIF は、IRIS プラス（2章参照）のような業界水準の測定基準を組み合わせながら、投資先企業との議論を元に、追跡的に記録すべき有効な測定基準や指標の作成を試みている。また、AIIF は投資先企業の取り組みを通じて想定受益者にどれだけの恩恵を提供できたのか、ファンド出資者がより明確に把握できるよう、定性的手法と定量的手法を組み合わせている。



ハロドクのアプリを使うインドネシアの子ども

出典：UOB ベンチャー・マネジメント

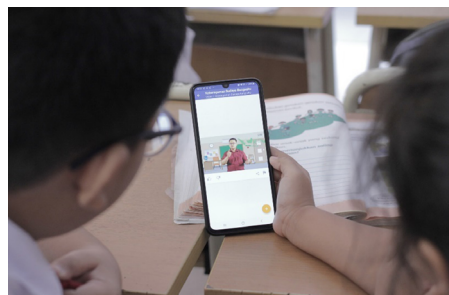
9. 利害関係者の見解

投資先：ジョナタン・スダルタ氏（ハロドク創業者兼最高経営責任者〔CEO〕）

「UOBVM が仲間に加わったことをうれしく思っています。私たちは彼らのインパクト投資における持続可能な DNA を高く評価し、共感を覚えています。ハロドクはインドネシアにおける医療へのアクセス簡素化と改善に取り組んでおり、理念を共有する協力者と投資家の支援を重視しています。」

受益者：イブ・ジュネンシー氏（インドネシア・ボゴール州）

「以前はきれいな水をくむために3キロも歩いていました。融資を受けてから〈中略〉農業での収入が増え始めました。増えた収入で家にトイレと井戸をつくったんです。」



ルアングルの学習プラットフォームで動画教材を見ながら話し合う小学生
出典：UOB ベンチャー・マネジメント

10. 教訓

AIIFは、企業による社会的インパクト創出の持続可能性を注視しつつ、財務的リターンとプラスの社会的インパクトの創出という二つの目標を掲げている。AIIFによって、**商業的な規模拡大が可能なモデルと強力な経営陣の融合が成功につながる**ことが分かった。UOBVMは、大きな効果があったとしても、比較的小規模な受益者層に向けたサービスを提供するモデルの社会的事業は、優先すべき投資対象ではないと強調している。

* * *

ASEAN のインパクト投資実情：実績を伴った投資機会は存在する！

ここまで5件の事例で示したように、ASEANには投資に値するファンド機会がある。インパクト投資は多様な市場である。しかし、各ファンドの正当性を判断するには、インパクト投資に積極的に参加し、本報告書にあるような最新情報を入手することが欠かせない。本報告書では、財務的リターンにおいて高い実績を達成したファンドを例示した。カンボジアとミャンマーで活動するインシター・パートナーズ（4例目を参照）は、21%のグロスIRRを生み出すとともに、1万3500人の新規雇用を創出し、投資先企業を通じて受益者3800万人に恩恵をもたらした。同社は4800万ドル余りに相当するファンド2本の出資者募集を成功させており、11年のインパクトファンド運用経験が最近の実績に確かに反映されている。また、インドネシアで活動するUOBベンチャー・マネジメント（5例目を参照）は、グロスIRRが30%を超えている。同社のアジア・インパクト投資ファンド（AIIF）は低所得者1600万人余りに製品・サービスを提供し、1100万人を超える青少年が十分な品質の学習素材を利用できるようにした。

別の事例では、高い正当性が認められる投資ファンドが、比較的小口の資金を多層的な構造を持つファンドを通じて提供していた。ブルーオーチャードの日本ASEAN女性エンパワーメント基金（JAWEF、1例目を参照）は零細起業家43万人に効果を及ぼした。このうち92%は女性であり、地方拠点の起業家の割合は77%に上った。財務的リターンの利回りは明かされていないが、計2億4000万ドル余りを出資したJBIC、JICA、住友生命保険との提携実績は、顕著な正当性を提示している。一方、ガーデン・インパクト（2例目を参照）は比較的小口の資金提供によって、またADBベンチャーズ（3例目を参照）はグラント供与、株式投資、債券投資からなる多層的な資金供給構造によって、より多くの社会的ベンチャーの参入と、資金面、社会面における効果増大を可能としている。いずれも投資商品の設計において重要な役割を担う金融仲介者（2章参照）の好例である。

一連のファンドはASEANのインパクト投資市場で今も運用が続いており、財務的リターンで力強い実績のある十分な投資機会の存在を確かに裏付けている。

3.5 ASEAN 事例からの課題

本節では、ASEANで進行中のインパクト投資活動における事例5件を提示した。経済・社会発展やエコシステムにおけるASEANの多様性は、インパクト投資のさまざまな課題を反映するが、同時に好機をもたらすこともあり得る。本節で取り上げた事例5件で現在生じている課題の概要を以下に挙げる。ASEANのインパクト投資におけるエコシステムという観点も反映している。

1. 金銭面：

- ・ 財務的リターンにおける「力強い」実績の増加
- ・ 市場全般における資金の安定供給
- ・ 為替変動リスク
- ・ 比較的小口での資金供給にかかる潜在的な取引コスト
- ・ 往々にしてリターンでの譲歩を嫌いながら、リスク回避を志向する投資家

2. 仲介者：

取引における時差など事業ロジスティクス面の留意事項がある。以下の点については、人材と組織の能力に一層の専門性が求められる。

- ・ 商業的に規模拡大が可能なビジネスモデルの設計
- ・ インパクト測定手法の体系化
- ・ 大規模なインフラ投資プロジェクト
- ・ 投資回収の成功に向けた支援
- ・ ミッションの方向性について十分な共通認識の形成
- ・ 取引における時差など事業ロジスティクス

3. 知的インフラ：

- ・ 経済面での成果を社会面での成果に統合することは不可能だという既成概念による、インパクト投資への懐疑的な見方。

4. 政府機関と知的インフラ：

- ・ ASEANの進歩をより適切に把握するためのデータや事例の強化
- ・ 新たな投資家による効果拡大を可能とするインパクト投資政策の不足

一連の課題を見る限り、ASEANにおけるインパクト投資は初期段階にあり、市場全体として経済的資本の集約を必要としている。懐疑論とリスク回避姿勢は、インパクト投資をめぐる

ASEAN 共通の懸案である。しかし、**経済面、社会面の両方で良好な実績を上げるファンドは ASEAN 内に実在する**。4 章では、ASEAN における一連の課題に基づいて考察し、主な検討課題と対応する提言を示す。

4. 課題と提言

企業は経済的利益の最大化に専念せよ、と長らく伝えられてきたが、インパクト投資はこの観念を否定するニューノーマルな投資手法である。インパクト投資に関し、「リターン」という言葉は財務的リターンのみならず、社会的インパクトやその先を示す⁷⁵。しかし、SDGs実現のため世界の投資家がインパクト投資に全面的に関与するには、さまざまな課題が残っている。本報告書は、戦略的なリスク管理ならびに、経済的・社会的成果を上げるための方法を紹介することはしないが、代わりに、ASEANで浮き彫りになっている主要課題の一部を詳細に取り上げ、実行可能な提言を行う⁷⁶。

以下の表3に、各アクター領域で見つかった課題とそれらに対する提言を、提言の対象となる利害関係者別にまとめた。本章にて各課題と提言の詳細を説明する。

表3：領域別の課題と対応する提言

アクター領域	課題	提言	利害関係者
取引参加者	1.1 インパクト投資の対象となる商品の不足	<ul style="list-style-type: none"> ● アーリーアダプターやイノベーターから学び、情報や戦略を積極的に獲得する ● AVPN やトニック (Toniic) などで最新情報を得る 	投資家
	1.2 財務的リターンに関する実績の不足	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資先における投資対応能力の差異の理解・受容 ● それぞれの投資先企業団体が担うべき役割と「段階」の再確認。(プレシード、シード、アーリー、レイターの各期から新規株式公開〔IPO〕まで) →エンジェル投資家 ● グラントと投資を資金調達的手段として結び付ける 	

75 先行研究によれば、リターンの形は、経済的・社会的な側面にとどまらない。一定の満足感や投資家としての自身の評判、知識、経験、新たに構築される人脈など、他者と共に効果創出を目指す過程で得られる無形の財産は、人的側面にも及ぶ。これを個人的リターンと呼べる (Ono 2021; Epstein and Yuthas 2014)。

76 提言の番号と課題の番号は必ずしも一致しない。

アクター領域	課題	提言	利害関係者
仲介者	2.1 インパクト測定・マネジメント手法の体系化と啓発	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資先事業団体のインパクト測定・マネジメント能力の向上を支援する非金融仲介者の確保（起業支援・成長促進事業を中心に） ● 資金とメンタリング（教育と指導）制度の利用機会の改善 	投資先
	2.2 人的リソースにおける能力や専門知識の不足	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資先に対する様々な機会の増加と取組の促進 	仲介者
		<ul style="list-style-type: none"> ● ビジネスコンテストやピッチイベントに積極的に参加、事業としての正当性向上 	投資先
	2.3 インパクト投資が及ぼす社会的リスク	<ul style="list-style-type: none"> ● 認証制度の活用促進による団体企業の正当性向上 	政策当局
知的インフラ	3.1 SDGs ウォッシング	<ul style="list-style-type: none"> ● 効果創出の意図を示す証拠と取組みの情報開示 	全アクター
	3.2 ASEAN 内外におけるインパクト投資に関する研究（理解）の不足	<ul style="list-style-type: none"> ● 研究開発活動の成果に基づくグラント資金の確保（「社会的インパクト保証」など） ● 社会的インパクトの測定方法をビジネススクールの教育に統合 	知的インフラのアクター

アクター領域	課題	提言	利害関係者
政府機関	4.1 断片的な政策と策定スピードの格差	<ul style="list-style-type: none"> ● 需要、供給、仲介を後押しする専門的な公共政策を策定する（減税、認証、休眠預金、証券取引所など） 	ASEAN 政府関係機関
		<ul style="list-style-type: none"> ● 世界的取り組み（GSG など）への参加検討 ● GSG 傘下の国内諮問委員会（NAB）を各国で設立 ● ASEAN 各国と地域全体における政策・法規的枠組み（認証制度）へ向けた調整 	ASEAN 全体
		<ul style="list-style-type: none"> ● ASEAN インパクト投資ハブ（仮称）の創設 ● SEAN 地域連携とエコシステム構築の促進 	ASEAN 全体
		<ul style="list-style-type: none"> ● ODA 提供国と連携し、官民連携の取り組みを拡大（例：オーストラリア新興市場インパクト投資ファンド p.98 参照） ● 開発インパクト債（DIB）の活用についての議論 	ASEAN の後発開発途上国

出典：日本アセアンセンター

取引参加者：

課題 1.1 インパクト投資の対象となる商品の不足

インパクト投資を実践したい投資家は、投資対象となる商品が身近にないことを課題として認識している。この点は日本のインパクト投資家が挙げる3番目の主要課題であり、世界でも4分の1近いインパクト投資家がそれを課題と見なしている。では、これはインパクト投資商品の普及度と投資可能性、どちらの不備を指すのであろうか。前者であれば⁷⁷、市場のアクター数と活動の数が適切でないか、インパクト投資商品の認定基準に問題がある。後者であれば、投資商品の評価に用いる関連情報が適切でないか、しかるべき財務的リターン、社会的インパクトの実績を備えた「質の高い」投資先が足りないということである。課題 1.2 「財務的リターンに関する実績の不足」と同様、投資可能性は世界のインパクト投資家にとって大きな課題として認識されている (International Finance Corporation 2019)。

課題 1.2 財務的リターンに関する実績の不足

資金調達の手段においては、主に経済的な取引実績と財務的リターンが重視される。当然ながら、この条件はインパクト投資にも当てはまる。日本のインパクト投資家は財務的リターンの実績不足を大きな問題と捉えない姿勢を示しているが (Japan NAB 2021)、アフリカやアジアのような新興市場に着目するインパクト投資家にとって、適切な財務的リターンの実績が少ないことは大きな欠点と捉えられている (GIIN 2020)。財務的リターンの実績不足は、新興市場全般において将来的な投資資金不足につながりかねない。ひいては、それがSDGsの資金調達ギャップを長期化させる可能性もある。SDGs達成に向けた資金流入を持続させるには、財務的リターンの「実績」が必要であるが、ASEANに現在投資しているインパクト投資家ならびに潜在的投資家には、市場自体が比較的初期段階にあり、このような課題解決が急務であるという共通認識があるべきだ。

77 為替リスクや小口商品の不足、小口商品にかかる取引コストの高さについても、検討が求められる。

提言 1.1 交流機会や関連団体を通じ、情報を積極的に仕入れ戦略化する

投資機会を見いだし、インパクト投資に全面的に関与するには、投資家として活発なインパクト投資コミュニティに参加し、投資機会の最新情報を入手する必要がある。どのような場合であれ、投資に乗り出す際には判断材料として豊富な情報が非常に重要である。実用的なプラットフォームは現時点で少なくとも2つ存在する。1つ目は現役インパクト投資家による世界的な会員制コミュニティ、トニック (Tonic) ⁷⁸である。関連する教育の提供や、ファンド・投資を直接提供し、インパクト測定を支援する有益なプラットフォームである。2つ目は同じく会員制のアジアン・ベンチャー・フィランソロピー・ネットワーク (AVPN) ⁷⁹である。社会的投資のエコシステムに属する全アクターをつなぎ、「ディール・シェア」と銘打ったプラットフォーム・サービスを通じて出資や連携の機会を提供する。

どちらもインパクト創出市場の最前線に立ち、SDGs達成の前進に拍車を掛けるため精力的に活動している。インパクト投資エコシステムを形成するこれまでの道のりで、困難な局面を乗り越えてきたアーリーアダプターやイノベーターたちから情報収集することは、インパクト投資という比較的新しい領域での投資実践に向けた判断材料を増やす一つの方法である。

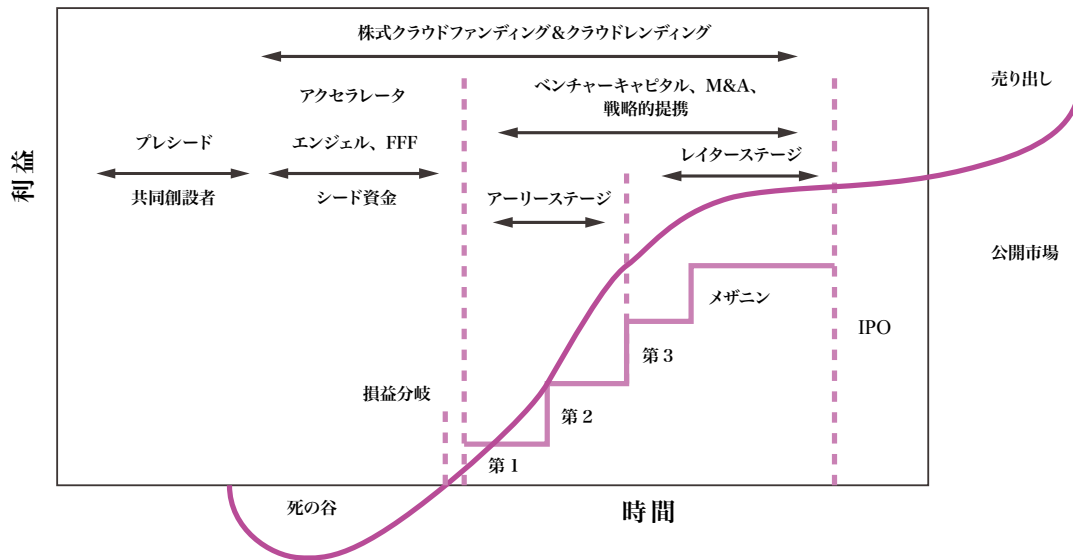
提言 1.2 インパクト投資対応能力の差異を理解・受容し、担うべき役割・段階を見い出す

ASEAN 地域に投資可能な機会があることは確かだが、実情として、SDGs志向の企業全てに投資対応性が備わっているわけではない。SDGs志向のプロジェクトを収益化が見込まれる事業として投資商品に変えることは、難題である。市場は通常、低所得である非主流層を過小評価する傾向があるため (International Finance Corporation 2020)、インパクト投資にはよりリスク許容度の高い寛容資本が必要となる。ADB ベンチャーズの事例 (3章参照) のように、グラント供与からフォローオン (後続) 投資へとつなげる二段階の資金提供は一つの方法として推奨される。総合的エコシステム構築に向けた一層の努力が、ASEAN 全体に求められる。また、投資先企業団体が資金調達サイクルのどの段階に属するのかを特定することで、アクターが担うべき役割が分かる。従来のベンチャー企業の5段階からなる資金調達モデル (プレシード、シード、アーリー、レイター、新規株式公開 (IPO)) は、ASEAN におけるインパクト投資にも適用できる (図 18)。

78 <https://tonic.com/>

79 <https://avpn.asia/>

図18：ベンチャー企業立ち上げからの資金調達サイクル



出典：日本アセアンセンター⁸⁰

シード期には、インパクト投資に利益を見いだすエンジェル投資家が潜在的な資金源となり、「死の谷」を埋めることができる（図18）。財務的リターンを期待するエンジェル投資家は、自身も起業家として成功した人物であることが多い。一部に富裕層を含み、リスク許容度が高く、ベンチャー企業の創業期を乗り切った経験も積んでいる（John 2015）⁸¹。グラント供与はインパクト投資の範疇から外れるが、資金供給ツールとして段階的にパイプラインの形成を後押しし、より投資可能な機会を導くことができる⁸²。エンジェル投資家と開発金融機関（DFI）の参加は、投資先がSDGs達成を目指しながら経済的に成功できることを証明する一助となるであろう。インパクト投資が従来の投資と異なる一番の特徴は、リターン面での譲歩を受け入れるとともに、経済面だけでなく社会面の両方の成果に価値を置く姿勢にある。市場の発達に伴い、そうした投資家の増加が求められている。

80 図中の「FFF」は、友人 (friends)、家族 (family)、愚か者 (fools) の頭文字である。https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital

81 企業の商業的価値を高めるため、株式以外によるシード資金調達を目指す場合、ベンチャー・キャピタルの慣行を取り入れたフィランソロピー、すなわちベンチャー・フィランソロピーが有効な可能性がある。この概念については、John (2007) が説明している。ベンチャー・フィランソロピーでは、成果から逆算した開発資金の供給と、専門的サービスの無償提供が行われる。

82 これについては AVPN (2020) を参照のこと。

仲介者：

課題 2.1 インパクト測定・マネジメント手法の体系化と啓発

社会的インパクトの測定、マネジメントならびに報告の能力向上は、インパクト投資先企業団体における重要課題の一つといえる⁸³。日本のインパクト投資家が認識している最大の課題は、インパクト測定・マネジメント手法が断片的に用いられている点にある（Japan NAB 2021）。世界のインパクト投資家はインパクト測定・マネジメントの啓発に一層の関心を示しており、これは日本での課題認識にも共通している。投資先企業団体が、事業成果を他事業団体と比較してもらえるように「社会的インパクトを報告・提示」することで（GIIN 2020）、インパクト投資家からの信頼を得て投資可能性を印象付けることに繋がる。インパクト投資における「投資可能性」とは、経済と社会の両面で成果を上げられる企業団体であるかの判断であり、その両面に関するデータが投資の呼びかけに不可欠となる（OECD 2019; IFC 2020）。インパクト測定・マネジメント慣行のさらなる改善が急務である。

課題 2.2 人的リソースに求められる専門性

インパクト投資を受ける事業団体には、SDGsに関連する課題を「機会」ととらえて事業化し、規模拡大できるようなビジネスモデルを設計できる力量が求められる。投資先企業団体が事業を成功させ、財務的リターンと社会的インパクトを創出するには、事業分野の専門性や高度な技術、ならびに事業運営・拡大への道のりを乗り切る器量をも兼ね備えた人材が事業の鍵となる。さらに、投資先だけでなくファンドマネージャーやアドバイザーも、社会と経済の両立を鑑みた投資回収を適切に対処できる技量が求められる（GIIN 2020, NAB 2021）。

課題 2.3 インパクト投資が及ぼす「社会的リスク」

3章で前述した通り、世界中のあらゆる社会貢献活動が「事業化」できるわけではない。社会貢献活動を投資対象として事業化する必要性を優先すれば、経済的に不利な立場である受益者層の真のニーズや声が見過ごされ、矮小化されかねない。この場合、社会的インパクトを創出するための事業対象者であり協業相手でもある受益者層に対する、「社会的リスク」を高める

83 断片的なインパクト測定・マネジメントを問題とするならば、その解決策は「世界的な共通認識」でもあるかもしれない。インパクト測定基準の標準化は、基準の透明性とデータ分析、相互作用を向上させ、SDGsへの資金動員を促すと考えられる（OECD 2019）。とはいえ、インパクト投資はまだ、「標準化された基準と会計規則が存在する段階には至っていない」（IFC, 2020, 70）ことが現状であり、さらにいうと、インパクト測定手法の開発や、評価対象の多様性を踏まえれば、標準化が必ずしも答えになるわけではない。インパクト投資エコシステムの発展には、この難問に対するさらなる議論やリソースが求められるている。

ことになりかねない。社会的リスクが高いということは、インパクト投資の定義通りにプラスの「インパクト」を意図しながらも、それが創出されないリスクということである。よかれと欲している、アクター全員が忌憚なく意見を交わさなければ、意図せぬ悪影響を回避できないこともある（IFC 2020）。SDGs 関連事業において社会的弱者とされているコミュニティとの協働が重要視される場合は、このような社会的リスクは特に配慮すべき留意点であることを忘れてはならない。

インパクト投資市場はその性質上、財務的尺度と地球環境や人々の福祉向上といった、一見相容れない要素が交差する場である（Ono 2020; Nicholls and Huybrechts 2016）。ASEAN におけるインパクト投資市場では民間投資機関（PII）と DFI の両方が重要な役割を担う。インパクト投資はグラントによる資金を受けているフィランソロピーの代わりにはならない（Kobayashi 2016）。各アクターの優先事項を議論し調整し合い、共通のミッションへ向けて活動するには、全アクターによる真の協働が必要だ。インパクト投資という新領域において、社会課題を事業化する過程で生じる社会的リスクを慎重に検討することは喫緊の課題である。

提言 2.1 投資先企業団体の能力開発へむけた非金融仲介者の後押し

地域レベルのアクターのニーズを理解して適切に対応し、資金を提供するためには、既存の仲介者の活動促進や、新しい仲介者を生み出すことが重要である（OECD, 2019）。仲介者の役割は、あらゆる段階における投資先の能力開発支援にあり、投資先の能力開発が ASEAN のインパクト投資のパイプライン形成につながる。経営はただでさえ難しいが、SDGs に沿った経営はさらに難しい。インパクト投資先が社会的インパクトの実績を測定、管理し、報告する能力向上の支援も非金融仲介者が果たすべき役割である。インパクト・マネジメント・プロジェクト（IMP、2章参照）や、ソーシャル・バリュー・インターナショナル（SVI）のような団体のインパクト測定・マネジメント講習などに投資先企業団体が参加することで社会的リターンの実績報告が可能になり、投資可能性を高めることができる。SVI は世界 20 カ国余りに支部のある地球規模の会員制ネットワークであり、社会的インパクトの測定・マネジメントに役立つ講習や、知識共有ネットワークの形成などの支援を行っている。日本、インドネシア、タイにも支部があり、それぞれソーシャル・バリュー・ジャパン⁸⁴、ソーシャル・バリュー・インドネシア⁸⁵、ソーシャル・バリュー・タイ⁸⁶と称している。投資先企業団体の投資可能性を向上するために、そうした仲介者を ASEAN 全体で増やすことが推奨される。

さらに、企業団体は起業支援プログラム（インキュベーター）・成長促進プログラム（アクセラレーター）に参加し、有望な投資先として投資可能性を高めることもできる。創業間もない企業団体

84 <http://socialvaluejp.org/>

85 <https://socialvalue.id/>

86 <https://socialvaluethailand.org/>

は、事業の運営やガバナンスを戦略化するため、こうした施策を通じて有意義な教育講座やメンタリングなどを受けることができる。「ダブル・ボトムライン」を達成するため、資本の一部として人材育成に取り組むことが重要である。

成長促進プログラムに参加した場合は事業拡大資金が得られるが、全ての起業支援プログラムが資金提供をしているとは限らない。成長促進プログラムは世界中で無数に実施されており、各プログラムの有効性を調べるには、グローバル・アクセラレーター・ラーニング・イニシアチブ (GALI)⁸⁷ のようなプラットフォームが有益であろう。

提言 2.2 既存のビジネスコンテストや新規のピッチイベントを増やす

ASEANにおいてSDGsの効果を巡る既存のビジネスコンテストや新規の投資ピッチなどのイベントを増やすことは、インパクト投資エコシステムに優秀な人材を増やし、投資先企業団体の投資可能性を高めることにつながるであろう。投資可能性とは、正当性と密接に関係する。正当性はビジネスコンテストやピッチイベントを勝ち抜くことで高められ、投資先企業団体が社会的信任に応える力を認証したり、格付けしたりする手段としても使われる。そうした裏付けを得ることで、事業を推進するための資金確保が可能となる。

ASEANでは、マレーシアのインパクト・ハブが運営するASEANインパクト・チャレンジと、マレーシアとオーストラリアの団体が運営するソーシャル・アントレプレナーシップ・バーチャル・イノベーション・チャレンジなどあり、どちらもSDGs達成への貢献を主眼としている。このようなイベントとして日本で最初に行われたのが、ソーシャル・ベンチャー・コンペティション(2002年～)であり、他には日経ソーシャルビジネスコンテスト(2018年～)、U-25 TOHOKU ソーシャルビジネスコンテスト(2017年～)といった例がある。社会的ベンチャーに焦点を当てた催しは2018年だけでも43件開催された⁸⁸。件数が重要なわけではないが、インパクト投資先はそうした催しによって人目に触れる機会を増やし、事業の構想を世に語り、投資可能性を高めていくのである。

提言 2.3 認証制度の活用促進による正当性の向上

社会的リスクを軽減するには、セクターを越えた事業関係者全員が責任をもって連携を取り経済的、社会的な優先事項を議論し調整しなければならない。そのため、認証制度を活用して各々のコミットメントを社会に向けて明示することが推奨される。SDGsの各目標のアイコンをHPや自社報告書に掲載する例はその典型であり、多くの企業や施策において、目標達成へのコミット

87 <https://www.galidata.org/>

88 ただし、事業の真の価値は実行に移されて初めて、その目で確かめられるということを忘れてはならない。こうした催しで支持を獲得することは、正当性を獲得し、投資を受ける機会を得るための通過点と考えられる。

メントや適格性を明示するために利用されている。例を挙げると、タイでは社会的企業認証の慣行（ASEAN 外では韓国やイギリスの例がある）によって、ダブル・ボトムラインの達成が原則とされるようなセクター横断的な活動が促進されている。

B コープや世界インパクト投資格付けシステム（GIIRS）などの認証（2 章参照）は、諸機関・セクターの垣根を越え、一見相容れない社会性と経済性のアジェンダ調整を担い、正当性を明示するアイコンとして機能する。認証アイコンは、全アクターからの信頼の裏付けの一つとして、多セクターの不揃いなアジェンダやミッションの統一化を可能にする。それによって定め事や慣行を共同策定し、部門横断的な連携を推し進め、リソースや資金調達の円滑化を図ることができる（Ono 2019; Nicholls and Huybrechts 2016）。

知的インフラ：

課題 3.1 SDGs ウォッシング

財務的リターンを増加させたとしても、社会的インパクトを生み出す意図のない投資は、インパクト投資には当てはまらない。そのため、インパクト・ウォッシング、もしくは「SDGs ウォッシング」リスクへの対策が必要となる。どちらも、類似の意味を持つグリーン・ウォッシングに由来する用語とされている。グリーン・ウォッシングは、根拠に欠けた主張について誤解を招く表現や「選択的情報開示」を行い、効果のない環境活動を宣伝して世間の評価を得ようとする情報の非対称性を指す（Steinberg 2015, 81）。SDGs ウォッシングも同様に、SDGs 達成に貢献していると主張するための「企業のブランド構築の基盤作りと広報部の手頃なネタ」といえる（Chakravorti 2017 para 1）。

インパクト・ウォッシングと SDGs ウォッシングでは、投資ポートフォリオに関して誤解を招く表現がなされる。社会的インパクトを投資家に報告する意図や能力が投資先に不足しているにもかかわらず、SDGs に沿った社会的インパクトが上がった実績があるかのように外向けに発信することが一つの例だ。このように、単なるマーケティング行為として実践されれば、インパクト投資の取り組み全体の信頼を損ないかねない。OECD（2019）が指摘する通り、財務的リターンと並行して社会的インパクトを創出する「意図」がインパクト投資の本質であることから、ウォッシング・リスクを低減し、適切なインパクト評価をすることが重要である。

課題 3.2 ASEAN 域内外のインパクト投資に関する研究の不足

インパクト投資は、SDGs 達成に向けた万人のための資金供給を支援する。インパクト投資市場の発展には、新規参加者が市場の全体像と進展具合を見極め、確証を得た上で、参加の可否

を判断できるようにしなければならない。実務家による調査レポートなどはエコシステムに不可欠な、組織の垣根を越えた実践的提言が多く、重要な役割を担う。しかし、インパクト投資のような慣行は、政府、民間、市民セクターをまたぎ、部門横断型のアクターを生む。多様なアクターが協力し合う場では、経済面と社会面における優先事項の一致が、ASEAN域内外に限らず依然大きな課題である。インパクト投資に関する包摂的な思考や、発想、政策の促進を目指す調査・研究を一層深化させることは、より総合的で調和のとれたエコシステムの構築を後押しすると考えられる。

知識の向上・共有を図る事業自体は無形であり、商業的な拡大を見込みにくいことから、このような事業への投資は動機付けが難しいが、これは、インパクト投資のエコシステムを活性化させ、リソース環境を整備する働きをする。ASEANのような多様性に富む地域においては、特に様々な事例を見つめながらさらなる調査・研究を推し進めていく必要がある。

提言 3.1 エコシステムを形成する研究・開発事業に対し、成果に基づくグラント資金を動員

研究・開発事業については、シンガポールで採用されている成果対応型のグラント供与「社会的インパクト保証」型の研究助成金の増加が考えられる（脚注 21 参照）。これは、インパクト投資関連の学際的探究を行う研究機関や、大学所属の研究所、公的機関を対象とし、研究の成果である社会的インパクトを保証させる方法である。事前設定の目標値として、研究の成果レベルの設定や、世界大学インパクトランキングで用いられる既存の指標を適宜応用することが挙げられる。ASEANに特化したデータ、成功事例、事業の成功・失敗の経緯などを学術的、実務的に研究・調査することは、ASEAN地域におけるインパクト投資活動への学際的理解を深めるうえで、極めて重要である。

また、政策当局との知識・情報共有を図るため、セクター間における会合や対話、ネットワーク構築（既存と新規含む）にも資金を投じなければならない。こうした活動を通じて共有されるASEAN特有の知識・情報は、ASEANにおいて証拠に基づく提言を反映した政策策定への一助となる。それに加え、インパクト・SDGsウォッシングのリスクを低減するためにも、学術研究者はインパクト投資先と連携し、インパクト測定・マネジメント能力の向上させる役割を果たすことができる（NAB of Japan 2020）。官民学連携の成功事例を増やすことで、市場の発展とエコシステムの構築をさらに加速させることができるであろう。

提言 3.2 ビジネススクールでのインパクト測定教育

商業部などのビジネススクールを抱える大学が、社会的インパクトの測定・マネジメントのトピックを積極的に教育課程に組み込むことは知的インフラ形成の提言として挙げられる。学界がイ

インパクト投資のエコシステムに貢献するには、将来のアクターによる事業経営において社会的インパクトを創出、拡大、測定する「意識」をまず芽生えさせなければならない。一般的なビジネススクールでは、必ずしもインパクト投資や関連分野について教え、議論するような授業を組んでいるわけではなく、インパクト重視の起業家を増やすことを目的としたカリキュラム設計は、まだ広く普及していない。

しかし、米ペンシルベニア大学ウォートン校のオンライン短期講座「社会的インパクトのためのビジネス戦略」のような事例は近年散見される。イギリスとインドには、ソーシャル・アントレプナー・スクール (SSE) という学校があり、社会的志向の企業設立・経営を意図して集まる学生に対し、起業支援と成長促進の役割を果たしている。ビジネススクールを抱える大学が、事業を存続させるための経済的利益の創出に加えて、社会的インパクトという新たな利益の概念もカリキュラムの焦点とし、ビジネスの文脈に統合することが重要である。

政府機関：

課題 4.1 断片的な政策と策定スピードの格差

ASEAN のインパクト投資市場は多様で、同時に断片的であることが特徴で、今以上のインパクト投資政策とエコシステムの体系化を後押しすることが必要である。ASEAN には 2021 年現在、グローバル社会的インパクト投資 Steering Group (GSG) の参加国がない。一方で、インパクト投資や、その対象となり得る社会的な企業団体に関する政策づくりは行われている。(マレーシア、タイ、ベトナムなど、2 章参照) インパクト投資家やインパクト投資事業に対する社会的な信頼を向上させるためには、表彰や認証、減税 (2 章参照) などの政策的な財政優遇措置が不可欠だが、そのような措置が全般的に欠けているのが現状である。3 章で説明したように、特に日本のインパクト投資家は、新たなインパクト投資家を招き入れ、投資活動と投資効果を拡大させる政策の拡充を望んでいる。

エコシステムの全アクター (2 章参照) が抱えるニーズや活動課題を割り出すことが、包括的な連携に寄与する。政策手段の策定、インパクト投資の促進、正当性を確立するための認証制度の拡充などが SDGs に対する資金動員につながるであろう。

提言 4.1 ASEAN 各国・地域全体の政策・法規的枠組みへ向けた制度作り

政府は、市場の規制を図るだけでなく、市場に参加し、補助的役割も担う (OECD 2019)。インパクト投資の育成には、ASEAN 各国による個別の取り組みだけでなく、ASEAN 全体のインパクト投資政策に向けた一層の協働が重要である。これに対し、直ちに実施できる行動を二つ

提案する。

まず、GSGのようなインパクト投資の国際的枠組みへの積極的な参加や参加に伴う利益を享受することである。GSGへの参加により、インパクト投資に関する世界の知見を吸収することは、国際比較分析の基盤構築や、ASEAN各国の政策形成にも貢献するであろう。

次に、GSG下の「国内諮問委員会」の設置である。インパクト投資活動の国内窓口としても、また国内において関連する全アクターを動員する政策立案やSDGs実現の推進を図る上でも、国内諮問委員会は極めて重要な役割を果たす。さらに、インパクト投資戦略の定義について国全体の合意を形成することや、各主要アクターの機能を明確化すること、そして利害関係者間の連携の可能性を見いだすことなどができる。政策当局は、財政的な優遇措置や休眠資産（使われていない預金口座など）に関する法律、年金に関する規定、報告基準を策定する一方で、インパクト債や投資対応能力向上のための助成基金、社会的インパクトに関する優遇措置などといったさまざまな施策を打ち出し、インパクト投資のエコシステム形成に寄与することができる。

表4：OECDにおける社会的インパクト投資向け政策枠組みの分析

政策的側面	
対象枠	需要、供給、仲介、環境整備
政府の役割	市場の規制、参加、補助的支援
政策の種類	政策手段
指導： 政府機構・能力の活用または再編	<ul style="list-style-type: none"> ● インパクト投資に関する国家戦略の定義づけ ● 正式な機能の特定 ● 政府内部での協議 ● 利害関係者との対等な連携 ● その他
規則： 規則の制定と執行	<ul style="list-style-type: none"> ● 認証制度 ● 財政的優遇措置：投資減税 ● 法整備：信託責任、社会的企業、休眠資産 ● 社会的証券取引所 ● その他
財務： 課税と資金提供	<ul style="list-style-type: none"> ● 表彰・ビジネスコンテスト ● 基金：投資対応能力 (Investment readiness) ファンド、成果ベースファンド、ベンチャー・キャピタルファンド ● 成果報酬型：社会、開発、人道インパクト債、社会的インパクト保証、成果に対する委託 ● 技術支援と能力開発 ● 卸売り、起業支援、成長促進、ファンド・オブ・ファンズ ● その他（グラント、融資・債券、株式、メザニン、保証）

情報提供： 情報の提供と共有	<ul style="list-style-type: none"> ● 意見交換キャンペーン ● 外部利害関係者との対話 ● 調査、研究、データ公開 ● その他
--------------------------	---

出典：OECD (2019, 28)

このような国際的枠組み (OECD 2019, 158) が、ASEAN 加盟各国におけるインパクト投資推進となることは間違いない。しかし、ASEAN 各国の事情に沿った政策や慣行を打ち立てることが重要である。将来的にインパクト投資の拡大を実現するべく、関連手続きの円滑化を進め、各国政府が国内状況に合った十分な行政的基盤を提供する必要がある。

提言 4.2 ASEAN 地域の協調的エコシステム形成

上記を踏まえて、「ASEAN インパクト投資ハブ（仮称）」の構築に向けた、ASEAN 各国の協調的連携が提言の一つとして挙げられる。このハブを、ASEAN 経済共同体ブループリント 2025 の一部とすることも（あるいは ASEAN Centres and Facilities⁸⁹の一部とすることも）、GSG の下に設置することも可能である。ハブは ASEAN 各国の国内諮問委員会で構成され、ASEAN 版 GSG として機能するように構成することが一つ考えられる。ASEAN タクソミーとして ASEAN 独自の仕組みを形成し、知識や調査、域内のベストプラクティスを共有し、ASEAN 地域全体の政策目標を設定することで、インパクト投資の必要性を ASEAN の共通認識として醸成できる。それにより、SDGs 達成に向けた活動を推進できる。また、ASEAN がインパクト投資における ASEAN タクソミーで合意できれば、インパクト・SDGs ウォッシングの防止策ともなるであろう (ADB 2021a, 138)。

実際、ASEAN 経済共同体ブループリント 2025 (ASEAN Secretariat 2016) も、第 40、41 条⁹⁰で持続可能な経済開発を強調している。さらに、ASEAN 包括的投資協定 (ACIA) 第 26 条では、域内の最重要事項を 4 点全て取り上げ、加盟各国に以下のような努力を義務付けている。

- ・ 産業の相互補完を達成するため、投資の政策と手段を可能な限り調和させる。
- ・ 投資誘致を目的とした投資政策の策定・改善において、人材開発など、加盟国の能力の構築・強化を図る。
- ・ 促進活動や促進産業、投資政策やベストプラクティスに関する情報を共有する。
- ・ 互いの利益のため、加盟国間の投資促進努力を支援する。

89 現在、各々のテーマや産業に特化した 15 のセンターとファシリティがある。以下を参照のこと。 <https://asean.org/asean/asean-centres-facilities/>

90 41 条では 8 件の措置が列挙され、その中で、再生可能エネルギー、低炭素技術、運輸用バイオ燃料、エネルギー接続性、農業、食品安全、環境、健康・医療、森林管理などのテーマが取り上げられている。

第26条は政策策定に直接携わる人々にとって、持続可能な経済開発に向けたインパクト投資活動の育成に直接関係のあるものでもあり、インパクト投資エコシステム構築にも不可欠な規定となる。更なる考慮点としては、ハブとASEANビジネス諮問委員会（ABAC）の違いを明確にし、ハブの機能に「効果創出の意図」というインパクト投資の本質を反映することにある。一方で、既存のビジネスの枠組みをASEANの実情に沿って応用する際の土台とするため、ABACから得られる教訓も、忘れてはならない。26条に沿ってASEANインパクト投資ハブがToniic、AVPN、IMP、SVIなどの活発なネットワークと連携すれば、実務家によるリアルタイムの情報更新や、知識応用のためのフィードバックも可能となる。

ASEANインパクト投資ハブの設立により、ASEANは潜在的なインパクト投資先であり、エコシステムの構築を加速させ、それによってSDGs実現も同時に推進できる、という力強いシグナルが世界に発信されるであろう。

提言 4.3 後発開発途上国への支援の拡大

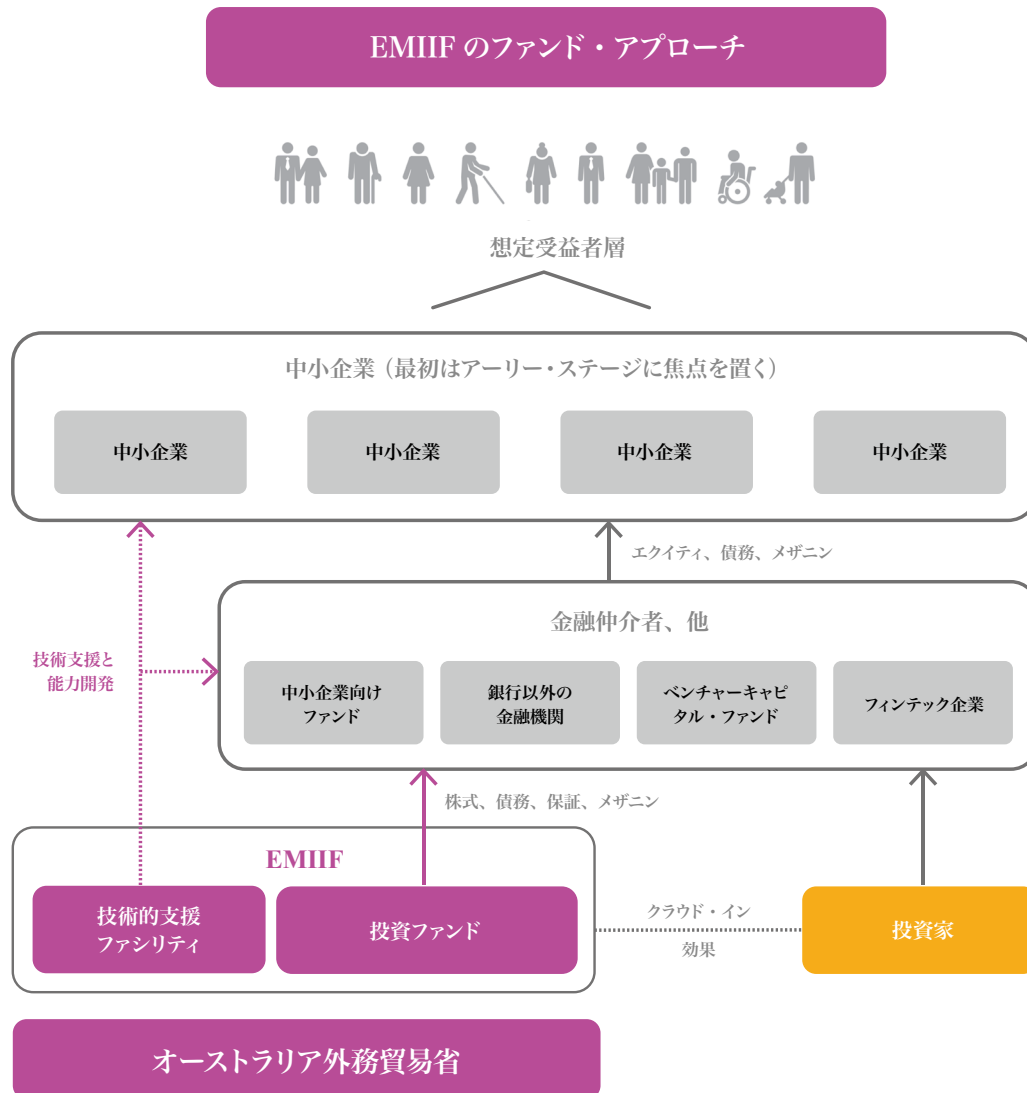
活力や豊かさで劣る国々に対しては、インパクト投資市場形成に向けた追加的な支援が求められる。まず、ASEANの後発開発途上国（LDC）におけるSDGs推進のため、デッド・エクイティ・スワップ方式によるSDGs資金の供給（2章参照）などが提言として挙げられる。債務の一部を削減してSDGsの財源に転用し、残った債務の価値を高めることで、SDGsに貢献する仕組みである。この方法により、長期的な分配が可能な信託基金の設立を促進することができる（UNDP 2020）。ただし、機能の複雑さが原因となり、高い取引コストや、交渉に時間がかかるという留意点がある。限定的な債務削減の交渉だけでも、数年かかる可能性もある⁹¹。

次に、外国政府による官民連携政策をODAの一環として、ASEANの後発開発途上国に対して実施することも可能だ。例えばオーストラリア外務貿易省（Department of Foreign Affairs and Trade）は、4000万豪ドル規模の新興市場インパクト投資ファンド（EMIIF）を創設した。このモデルは、資金不足の解消や、中小企業支援、投資家へのパイプライン提供を担うファンドである（図19参照）。ベンチャーキャピタル・ファンドやアーリーステージ・キャピタル・ファンド、未公開債券ファンド、非銀行中小企業ファンドに対して、融資、出資、債務保証と技術支援の提供を行い、戦略的開発パートナーである南・東南アジア、太平洋地域での中小企業の成長を支援する（Department of Foreign Affairs and Trade 2020）。EMIIFは、中小企業ファンドおよび中小企業に対する技術支援を通じて、事業的価値の向上と、インパクト投資およびジェンダー投資の主流化を目標としている。また、カンボジア、インドネシア、ラオス、ミャンマー、フィリピン、ベトナムと、インド太平洋地域の数カ国を中心に、パンデミックによる経済的打撃からの地域の回復を支援することも目指す（MEDA 2020）。資産運用会社であるサノラ・アセット・マネジメントによる投資運用と並行し、国際経済開発団体MEDAが農業、健康・医

91 さらなるリスク因子は、SDGsファイナンスに関するUNDP公式ウェブサイトにも挙げられている（UNDP）。

療、教育、金融包摂、クリーンエネルギーの各部門で中小企業への技術支援を提供する。さらに、中小企業ファンドや金融仲介者に対する技術支援は、金融サービス企業 VOLTA が提供する。効果創出の監査は、コンサルティング企業ホワイトラム・グループが担当する (Department of Foreign Affairs and Trade 2020)。

図 19：オーストラリア EMIIF の構図



出典：オーストラリア外務貿易省 (2020)

EMIIF は、ODA を通じた官民連携のインパクト投資のアジア太平洋における実例であり、ASEAN の後発開発途上国にとって参考になる事例だ。CLMV 国々でアーリーステージ (図 18 参照) の中小企業を見つけることは困難かもしれないが、CLMV 国々ではインパクト投資市場の急速な発展が見られる (3 章参照) 。EMIIF のような ODA と結び付いた投資機会の増加は、後発開発途上国におけるインパクト投資エコシステム構築に一助するであろう。

SDGs の実現に向けたインパクト投資の受け入れと円滑化のため、投資の分野検討を行い、「必要な環境を整備する」ことが、ASEAN 加盟国全てにとって急務である (Invest in ASEAN 2009, 30) 。

5. 結論

インパクト投資は一つの金融媒体として、SDGs実現に向けた資金を動員するという有効な役割を担う。本報告書でさまざまな課題を取り上げたが、インパクト投資は持続可能な開発に不可欠であり、今後も成長を続けるであろう。主流化するには時間がかかるかもしれないが、経済面と社会面、両方のリターンをもたらす投資手法への移行は、間違いなく「ニューノーマル」を象徴している。

2017～2019年のインパクト投資市場におけるASEAN10カ国への投資額は60億ドルを超えた(表2参照)。日本のインパクト投資家が投資を拡大する意向であることは、日・ASEAN間における投資促進の好機を示しており、社会的インパクトの拡大が期待される。実際のところ、インパクト投資市場の展望はCOVID-19の今後の影響次第である。SDGs関連の投資は、先進国よりも新興経済で大きく落ち込んだ。それでもなお、国によって速度や進度は異なるものの、東南アジア経済は2021年に4.4%、2022年に5.1%の成長が見込まれている。地域的な包括的経済連携(RCEP)協定で、26兆2000億ドルの経済圏が生まれたことも重要な点だ。

本報告書に収録したASEANでの事例は、インパクト投資がASEAN域内で活発に行われていることを示し、またインパクト投資が、ASEANにおけるSDGsへの資金調達手段として非常に有望であることも明らかにした。本報告書では、インパクト投資の定義や位置付け、世界における主要施策の概略、さらには世界、日本、ASEANのインパクト投資市場の概要について情報を提供した。また、ASEANにおけるインパクト投資領域の現在の課題に対し、日・ASEAN間に焦点を絞った提言を、取引参加者、仲介者、知的インフラ、政府機関のアクター別に取り上げた。

本報告書では、ASEANにおけるインパクト投資活動について、入手できたデータ範囲内で概観を示すことにとどまった。それでも、ASEANのインパクト投資市場とエコシステムについて、現状が断片的にしか理解されていない事実を明るみに出すことに寄与した。ASEANのインパクト投資領域の現状把握ならびにエコシステム形成のため、さらなる研究調査が求められる。

インパクト投資のような進化が続く分野では、頻繁な変化が伴う。萌芽期は既に過ぎているかもしれないが、地球をより良い場所にするという普遍的な思いが、絶えない進化の主な原動力となっている。インパクト投資のエコシステムにおいては、変化と失敗に対する高い寛容性こそが、ダブル・ボトムラインの達成に重要である。

日本ASEANセンターは、ASEANに高い効果をもたらすインパクト投資市場を、新たに開拓し、革新し、形づくるという心躍る旅に、読者諸氏をお招きしたい。

補遺 1

国連が定める責任投資における6原則

原則 1 :	
「私たちは、投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます」に対する実行可能な対応	
1	投資方針書に ESG 課題を記載する。
2	ESG 関連のツール、測定基準、分析手法の開発を支援する。
3	社内の投資運用担当者の ESG 課題を業務に組み込む能力を評価する。
4	社外の投資運用担当者の、ESG 課題を業務に組み込む能力を評価する。
5	投資サービス提供者（証券アナリストやコンサルタント、ブローカー、調査会社、格付け会社等）に対し、進化する調査・分析に ESG 要素を組み込むよう働き掛ける。
6	このテーマに関する学術研究等を促す。
7	投資専門家を対象とした ESG 関連研修を提唱する。
原則 2 :	
「私たちは、活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣に ESG 課題を組み入れます」に対する実行可能な対応	
1	6 原則に沿って積極的なオーナーシップ方針を策定し、それを開示する。
2	議決権を行使する。または、(外部委託の場合) 議決権行使方針の順守状況を監視する。
3	投資先企業へ（直接あるいは外部委託を通して）働き掛ける能力を開発する。
4	方針、規制の策定や標準設定（株主権利の促進・保護等）に参加する。
5	ESG に対し長期的かつ配慮のある株主決議案を提起する。
6	ESG 課題を、企業とともに対処する。
7	投資先企業との協働施策に参加する。
8	ESG に関して投資先企業への働き掛けを実施し、その報告を行うよう投資運用担当者に求める。
原則 3 :	
「私たちは、投資対象の主体に対して ESG 課題について適切な開示を求めます」に対する実行可能な対応	
1	ESG 課題について（グローバル・レポート・イニシアティブなどのツールによって）標準化された報告を求める。
2	年次会計報告書に ESG 課題を組み込むよう求める。
3	関連する基準、標準、行動規範または（国連グローバル・コンパクトなどの）国際的取り組みの採用または順守に関する情報を企業に求める。
4	ESG 情報開示を促進する株主の取り組みや決議を支援する。

原則 4：	
「私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います」に対する実行可能な対応	
1	提案依頼書（RFP）に本原則に関連する要件を含める。
2	投資委任先への指示や、監視手順、成果指標、成果報酬制度を適宜調整する（例：可能な場合は、長期的な目標期限を投資運用手続きに反映させる）
3	ESG 課題に関する期待事項を投資サービス提供者に伝える。
4	ESG 課題に関する期待事項を満たさないサービス提供者との関係を見直す。
5	ESG 統合度をベンチマークする比較ツールの開発を支援する。
6	本原則の履行を可能にする規制または政策の策定を支援する。
原則 5：	
「私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します」に対する実行可能な対応	
1	ツールの共有や、リソースの集約、投資家による報告書の学習への活用を目的とするネットワークや情報プラットフォームについて、支援を行うか、自ら参加する。
2	新たに発生する問題に団結して対処する。
3	適切な協働施策を策定または支援する。
原則 6：	
「私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します」に対する実行可能な対応	
1	ESG 課題がどのように投資慣行に統合されているかについて情報を開示する。
2	アクティブ・オーナーシップ活動（議決権行使、投資先企業への働き掛け、投資方針に関する対話）の情報を開示する。
3	本原則に関してサービス提供者から何を求められているかについて、情報を開示する。
4	ESG 課題や本原則について受益者と意見交換をする。
5	コンプライ・オア・エクスプレイン（順守を求め、不順守の場合はその理由の説明を求める）アプローチにより、本原則に関する進捗・達成を報告する。
6	本原則の影響の見極めに努める。
7	より広範な利害関係者集団による認識向上のために報告書を活用する。

補遺 2.

インパクト投資の類型に関する追加説明

融資

リスクを加味した適切な利払いを伴いながら、長期での返済が認められる。アジア開発銀行（ADB）のような開発金融機関（DFI）は資金供給メカニズムの構築に向け、民間セクターと連携して積極的に貸し付けスキームを実行してきた（OECD 2018）。

上場債務

ADB とアセアン・カタリティック・グリーンファイナンス・ファシリティ（ACGF）は 2020 年、東南アジア・グリーンファイナンス戦略を発表した。環境に配慮した持続可能な「経済回復政策パッケージ」のため、ASEAN 資本市場で債券を発行する戦略である（ADB and ACGF 2020）。

最近の関連動向として、2020 年のサステナビリティ連動債（SLB）の立ち上げは注目に値する。既存の債券との違いは二つある。まず第一に、持続可能性か ESG に関わる目標を事前に設定し、その達成に資する「さまざまな金融的・構造的特徴を持ち得る、あらゆる種類の債券」が SLB に当てはまることである（International Capital Market Association 2020, 2）。第二に、発行体が達成を約束しなければならない重要業績評価指標（KPI）として、持続可能性に連動した成果を明示的に組み込んでいることである。この特徴があるため、インパクト投資に活用することもできる。SLB は、そうした債券市場を通じて持続可能性に具体的に貢献するよう、企業に促すモデルなのである。

株式

非上場の企業やファンドへの投資は、（取引所に公開されていない）株式の持ち分という形で実施される。メザニン出資⁹²や最劣後債など、貸し付けと出資の間に位置する資本性債券という手段もある。転換社債やワラント債（新株引受権付き社債）、ロイヤルティ債券、エクイティキッカー（新株予約権、普通株転換権）付き社債など、潜在的利益の分配を伴うものも多い。

92 メザニン出資は劣後債と株式の中間に位置するハイブリッドな投資手段である。銀行以外の投資家が資本利益率（ROC）を求めて利用することが多い。劣後的な債権であり、より多くの資金を求めて利用され、より多くのリターンが求められる（Silbernagel and Vaitkunas 2012）。

デッド・エクイティ・スワップ（SDGs向け債務スワップ、気候変動対策向け債務スワップ）

持続可能な開発に向けた2030アジェンダのための資金調達を担当するマハムード・モヒルディン国連特使は、SDGs向け債務スワップについて、持続可能かつ包摂的な経済回復措置に含まれる可能性があることを強調する（International Institute for Sustainable Development 2020）⁹³。SDGs向け債務スワップは時間がかかり、貸出国と数年に及ぶ複雑な交渉が必要となる特徴があるが、一方で、交渉において、既存債務をSDGs関連投資に転換する選択肢を貸出国側に提示することが可能である。デッド・エクイティ・スワップにおけるASEANの経験を総括することで、将来のインパクト投資拡大への道が開ける可能性がある。

「インパクト」債

インパクト債の大半は商業的に発行されたものではなく、実質的には売買が不可能である点には留意しなければならない。

社会的インパクト債

世界初の社会的インパクト債（SIB）は、イギリスのピーターバラ刑務所から釈放された短期受刑者の再犯を減らすため、2010年9月に発行された（補論5参照）。成果報酬型のSIBモデルは本質的な効果を志向し、政府と非営利団体（NPO）を新たな資金源とするため、発行以来、投資家から多大な関心を得ている。

93 SDGs関連投資に含まれるスキームとして、気候変動対策向け債務スワップがある。借入国が気候関連事業の実施を確約する代わりに、債務残高を削減するという合意である。環境保全事業への投資を交換条件とする債務削減には、自然（環境）向け債務スワップというものもある。

補論5：世界初の社会的インパクト債：ピーターバラ SIB

刑務所出所者は、釈放時の支援がないために再犯の可能性が比較的高かった。戻った先の家庭や職場が原因で、薬物を乱用したり、心の健康を悪化させたりした結果である。一方、投資コンサルタント事業を手掛ける非営利団体(NPO)ソーシャル・ファイナンス UK は、市民社会セクターが抱える資金不足を解消するため 2007 年に設立された。

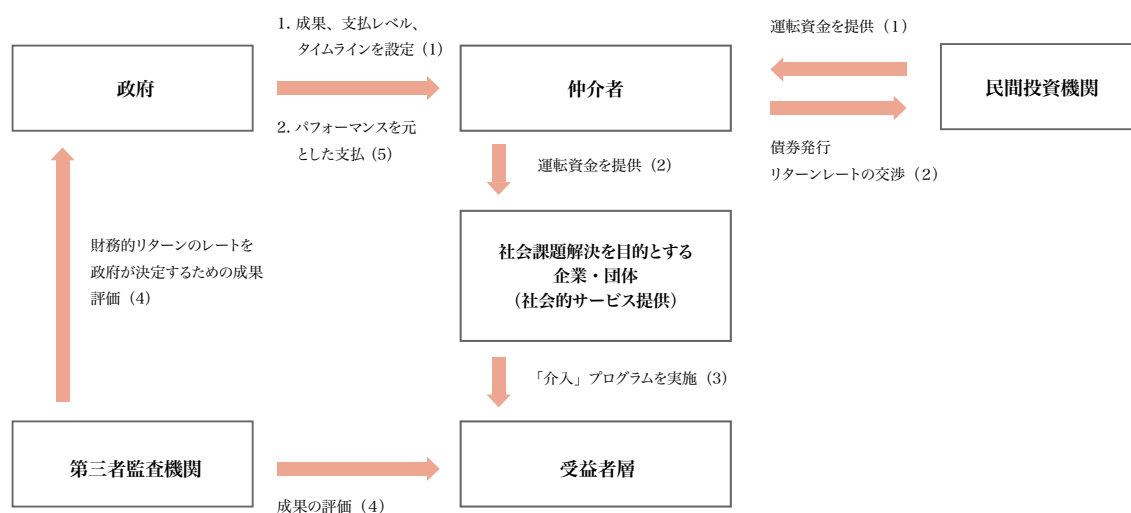
ロックフェラー財団やビッグ宝くじ基金、ビル・アンド・メリンダゲイツ財団といった財団や基金は、これまで資金面で SIB 発行をけん引してきた。ソーシャル・ファイナンス UK への出資額は 17 機関の合計で 500 万ポンドに及び、再犯削減事業のサービス提供者に選定されたワン・サービスという統括団体に対し、6 年間に渡り供給された (Social Finance 2014)。ワン・サービス傘下のセント・ガイルズ、ソーバ、YMCA といった団体は、ピーターバラ刑務所から釈放された男性 3000 人に対する早期介入や即時支援に注力し、住居や医療サービス、雇用・職業訓練、給付金と資金繰りに関する助言を提供した。いずれも、生活の安全を保障するための措置であった (Social Finance, 2014)。投資家として SIB に資金を拠出したのは、キャドバリー・トラストやロックフェラー財団など、幅広い慈善財団であった。主要目標について実際の効果測定が行われ、ソーシャル・ファイナンスは司法省やビッグ宝くじ基金と連携して、最高 13% のリターンを投資家に分配した (Social Finance 2014)。司法省は 2017 年、短期受刑者による再犯の減少幅が 9% となり、当初目標の 7.5% を超過達成したことを確認している (Social Finance UK 2018)。これは、ピーターバラ SIB に投資した 17 機関に対し、投資期間 1 年につき 3% の金利が元本と一括で支払われたことを意味する (Social Finance UK 2018)。

世界初の SIB となったイギリスのピーターバラ SIB だが、第 3 弾の発行が中止されたことにより、同種の債券に付随する規制的・政策的リスクを示している。保守党と自由民主党の連立政権の下、新政策「トランスフォーミング・リハビリテーション」が導入されたことが、中止の理由であった (Government of UK 2013; Tomkinson 2014)。新政策の支援対象者数はピーターバラ SIB の 50 倍に上り、SIB が埋めようとしていた不足を代わりに埋めることができた。これにより、SIB の利益と価値が最小化されることとなったのである (Tomkinson 2014)。

2021年3月現在、世界には200を超えるインパクト債が存在する。イギリス、アメリカ、ドイツ、オーストラリア、カメルーン、南アフリカなど33カ国で、4億5000万ドル余りが動員されている (International Network for Data on Impact and Government Outcomes 2021)。日本初のSIBは2015年4月に、養子縁組をめぐる社会的課題の急増に対応する目的で立ち上がった (Social Impact Bond Japan 2015)。2020年12月時点の日本のSIB事業は、約20件であった⁹⁴。

早期介入、予防、資金繰りの持続可能性構築を基礎とする社会福祉計画の資金調達に対し、SIBモデルによって民間投資家が直接運転資金を提供する仕組みが円滑化された。以下の図が示すように、SIBの運営モデルには、政府、企業、非営利団体を横断した総合的な多セクターが協働・連携している。

補遺 図1：社会的インパクト債運営モデル



出典：日本アセアンセンター

このモデルでは、(1) 従来は政府予算で賄われていた社会開発事業の運転資金を、民間の「インパクト志向」投資家が注入する。一方、政府は、狙いとする成果の範囲と、社会的サービス提供の実績に応じたリターン水準を定める。(2) 「仲立ち」となる補助的仲介機関は、主に専門コンサルティング企業か総合的サービス専門企業が務め、投資目標と経済的、社会的優先事項のバランスを取るため、諸条件を「整える」。仲介機関は成果の供給と資金の安全を確保するため、活動効果の高い実績があり社会課題解決を目的とする企業や団体 (SPV) を探し出す。(3) SPV は仲介機関を通じて民間投資家から資金を調達し、初めに約束した社会的インパクト

94 日本のSIBに関する詳細は、以下を参照のこと the Recommendation report of National Advisory Board of Japan (2020b, p4)。SIBの世界的分布については、以下を参照のこと the Impact Bond Dataset, <https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/>。

トを生み出すため、社会サービスの提供に資金を費やす。(4) その後、独立した第三者監査機関が SPV の活動を審査し、社会サービスの実績を評定する。(5) 社会サービスによる介入で社会的成果が向上し、政府が設定した目標が達成されたことを監査機関が確認した後、最後に政府が予算を放出し、投資家に「財務的リターン」を一括で支払う。これには、当初は政府が社会サービス提供に使う予定だった予算を充てる。

補遺図 1 が示す通り、理論上、SIB の組成には政府、企業、非営利のアクターを取り込んだ、総合的、協働的、セクター横断的な手法が用いられている⁹⁵。構造的な成果指標に基づく社会事業の継続的改善や、受益者層への大きな効果、投資家へのリターン、政府の社会福祉予算の節減を通じ、全ての利害関係者に利益をもたらすというのが、SIB モデルの理屈である。その運営フレームワークは証拠に基づく介入を拡大させ、投資家、金融部門、社会サービス提供者、政府の間において、前例のない持続可能なキャッシュフロー循環を促進する。このモデルによって予防的サービスへの資金供給のリスクが民間資本に移転され、政府は納税者への説明責任を果たしやすくなる。なぜなら政府は、協力先との事前合意に基づき、独立の監査機関の評価を受けた成果実績の水準に連動する金額だけを、リターンとして支払うからである。インパクト債のデータベースによると、2021 年 3 月現在、ASEAN で運用中の SIB の事例はない (International Network for Data on Impact and Government Outcomes 2021)。

批判はあるが、SIB モデルに対する世界的な関心は、SDGs の目標 17 「パートナーシップで目標を達成しよう」と、新たな層のリソース動員に対する注目の高まりを示している。SIB の仕組みを国際開発に応用するため、このモデルがもたらす理論上の利益に基づき、「開発インパクト債」が創設されている。

95 SIB はその複雑性により、監督範囲の拡大などによる技術的な問題、管理負担、取引コスト、成果測定に関する柔軟性の不足という四つの面で批判も受けている (Roy, McHugh, and Sinclair 2018)。事業の遂行は、公共政策の変更に対してかなり脆弱な可能性がある。これは、変更によって予定していた計画が中止され、SIB の価値の最小化につながりかねないためである (Rizzello et al. 2016)。SIB 投資家や仲介機関の動機や特徴における多様性は、一貫性のない期待やぶれをもたらし、政府機関の責任者 Edmiston and Nicholls による監視の厳格化につながる (2017)。Edmiston and Nicholls (2017) の指摘によると、民間の社会的投資資本の存在によって、リソース配分や業務実施におけるサービス提供者の柔軟性や裁量が制約を受けた。サービス提供の過程において、リアルタイムの成果測定と承認を過剰に求められたためである。

参照先

- ADB.2020.“ADB Supports Thailand’s Green, Social, and Sustainability Bonds for COVID-19 Recovery.” accessed March 25, 2021.
<https://www.adb.org/news/adb-supports-thailand-green-social-and-sustainability-bonds-covid-19-recovery>
- ADB.2021a.“Developing Asia’s Economic Outlook.” accessed April 30, 2021.
<https://www.adb.org/outlook>
- ADB.2021b.“Primer on Social Bonds and Recent Developments in Asia.” accessed 3 April, 2021.
<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/677671/social-bonds-recent-developments-asia.pdf>
- ADB, and ACGF.2020.“Green Finance Strategies For Post-Covid-19 Economic Recovery in Southeast Asia:Greening Recoveries for People and Planet.”
<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/639141/green-finance-post-covid-19-southeast-asia.pdf>
- Ang, Vivien.2021.“Charity offers money back guarantee for youth intervention programme.” accessed March 27, 2021.
<https://www.businesstimes.com.sg/life-culture/charity-offers-money-back-guarantee-for-youth-intervention-programme>
- ASEAN Secretariat.2016.“ASEAN Economic Community Blueprint 2025.” accessed November 5 2020.
<https://aseandse.org/wp-content/uploads/2021/02/AEC-Blueprint-2025-FINAL.pdf>
- ASEAN Secretariat.2020.“ASEAN Sustainable Development Goals Indicators Baseline Report.”
<https://www.aseanstats.org/wp-content/uploads/2020/11/ASEAN-Sustainable-Development-Goals-Indicators-Baseline-Report-2020-web.pdf>
- Australian Aid, Investing in Women, and Value for Women.2021.“Gender Lens Investing in Southeast Asia:A Snapshot of Progress in Indonesia, the Philippines & Vietnam.” accessed April 24, 2021.
<https://v4w.org/wp-content/uploads/2021/03/Gender-Lens-Investing-in-Southeast-Asia-Brief-MARCH-26-2021-1-1.pdf>
- AVPN.2019a.“Cambodia:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 27 April, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47222/>
- AVPN.2019b.“Malaysia:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 27 April, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47250/>
- AVPN.2019c.“Myanmar:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 27 April, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47252/>
- AVPN.2019d.“Philippines:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 25 April, 2021.
<https://avpn.asia/si-landscape/country/philippines/>
- AVPN.2019e.“Singapore:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 27 April, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47256/>

- AVPN.2019f.“Thailand:Social Investment Landscape in Asia.” accessed 28 April, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47263/>
- AVPN.2019g.“Vietnam:Social Investment Landscape in Asia.” accessed April 27, 2021.
<https://avpn.asia/download-file/download-id/47266/>
- AVPN.2020.“The Emergence of Angel Investment Networks in Southeast Asia.” accessed 20 October, 2020.
<https://avpn.asia/wp-content/uploads/2020/06/The-Emergence-of-Angel-Investment-Networks-in-Southeast-Asia-Report-I-A-Good-Practice-Guide-to-Effective-Angel-Investing-.pdf>
- B Corporation.2021.“About B Corps.” accessed 15 December, 2021.
<https://bcorporation.net/about-b-corps>
- Big Society Capital.2020.“UK Social Impact Investment Market Now Worth More than £5 billion.”
<https://bigsocietycapital.com/latest/uk-social-impact-investment-market-now-worth-more-than-5-billion/>
- Bridges Fund Management.2017.“The Bridges Spectrum of Capital.” accessed March 27, 2018.
<https://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/08/Bridges-Spectrum-of-Capital-screen.pdf>
- British Council.2018.“The State of Social Enterprise in Malaysia.” accessed 27 April, 2021.
https://www.britishcouncil.org/sites/default/files/the_state_of_social_enterprise_in_malaysia_british_council_low_res.pdf
- British Council.2020.“The State of Social Enterprise in Thailand.” accessed 27 April, 2021.
https://www.britishcouncil.org/sites/default/files/state_of_social_enterprise_in_thailand_2020_final_web.pdf?_ga=2.17691261.537810402.1619612686-1305436948.1619612686
- BW Online Bureau.2021.“Smart Joules Raises \$4.1 Million Series A From Sangam.”
<http://bwdisrupt.businessworld.in/article/Smart-Joules-Raises-4-1-Million-Series-A-From-Sangam/18-03-2021-384177/>
- C-Change.2017.“SDG Investing:Advancing A New Normal in Global Capital Markets.” accessed 9 October, 2019.
https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2017/03/SDG-Investing-Report_170306.pdf
- Cabinet Office of Japan.2020.“Information on Utilization of Funds Related to Dormant Deposits to Promote Public Interest Activities by the Private Sector.”
https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/english/index-en.html
- Cabinet Office of Japan.2021.“Project Proposal of FY2021.” accessed May 4, 2021.
https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/janpia/2021zigyokeikaku.pdf
- Chakravorti, Bhaskar.2017.“How data promotes transparency and helps clean up “SDG- washing”.” accessed February 7, 2019.
<https://www.businesscalltoaction.org/news/how-data-promotes-transparency-and-helps-clean-sdg-washing>
- Corry, Dan.2016.Some ifs and buts around social impact bonds.In New Philanthropy Capital blog.
- Credit Suisse.2020.“Global Wealth Report 2020.” accessed September 6, 2020.
<https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>

- DFAT.2020.“DFAT establishes the Emerging Markets Impact Investment Fund (EMIIF).” accessed January 20, 2021.
<https://www.dfat.gov.au/news/news/dfat-establishes-emerging-markets-impact-investment-fund-emiif>
- Edmiston, Daniel, and Alex Nicholls.2017.“Social Impact Bonds:The Role of Private Capital in Outcome-Based Commissioning.”Journal of Social Policy 47 (1):57-76. doi:10.1017/S0047279417000125.
- Epstein, Marc J., and Kristi Yuthas.2014.Measuring and Improving Social Impacts.San Francisco:Berrett-Koehler Publishers, Inc.
- Flynn, Finbarr, and Harry Suhartono.2021.“Malaysia Sells World’s 1st Sovereign Dollar Sustainability Sukuk.” accessed April 28, 2021.
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-21/malaysia-starts-marketing-its-first-ever-sustainability-sukuk>
- Fujita, Masataka.2020.“Resilient Global Value Chains for ASEAN and Its Relationshi with Partner Countries:.” accessed 20 December, 2020.
https://www.asean.or.jp/en/wp-content/uploads/sites/3/Resilient_GVCs_-web.pdf
- GIIN.2016.“Annual Impact Investor Survey 2016.”The Global Impact Investing Network,, a ccessed September 29, 2016.
<https://thegiin.org/knowledge/publication/annualsurvey2016>
- GIIN.2017.“Annual Impact Investor Survey 2017.”
<https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2017>
- GIIN.2018.“2018 Annual Impact Investor Survey.” accessed September 18, 2018.
https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf
- GIIN.2019a.“Annual Impact Investor Survey 2019.”
<https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2019>
- GIIN.2019b.“Core characteristics of Impact Investing.”
<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- GIIN.2020.“Annual Impact Investor Survey 2020.” accessed 12 June 2020.
<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>
- GIIN, and Intelicap.2018.“The Landscape for Impact Investing in Southeast Asia.”
https://thegiin.org/assets/GIIN_SEAL_full_digital_webfile.pdf
- Global Impact Investing Network.2016.“Achieving the Sustainable Development Goals:The Role of Impact Investing.” accessed December 5, 2016.
https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingSDGs_Finalprofiles_webfile.pdf
- Global Steering Group for Social Impact Investing.2021.“NAB Countries.” accessed 3 April 2021.
<https://gsgii.org/nab-countries/>
- Government of UK.2013.“Transforming Rehabilitation - less crime, fewer victims, safer communities.” accessed 23 January, 2020.
<https://www.gov.uk/government/news/transforming-rehabilitation-less-crime-fewer-victims-safer->

[communities](#)

GSIA.2019.“Global Sustainable Investment Review 2018.” accessed May 10, 2019.

http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf

Gustafsson-Wright, Emily, Sophie Gardiner, and Vidya Putcha.2015.“The Potential and Limitations of Impact Bonds:Lessons from the First Five Years of Experience Worldwide.”Brookings Institute, accessed May 15, 2019.

<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/Impact-Bondsweb.pdf>

Instiglio.2015.“The Educate Girls Development Impact Bond.” accessed March 1, 2016.

<http://instiglio.org/educategirlsdib/wp-content/uploads/2015/09/Educate-Girls-DIB-Sept-2015.pdf>

International Capital Market Association.2020.“Sustainability-Linked Bond Principles.” accessed 1 March 2021.

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>

International Development Enterprise.2021.“Poor people can, and do, pay for toilets.” accessed 27 April, 2021.

<https://www.ideglobal.org/key-project/building-momentum-in-sanitation-coverage-in-cambodia>

International Finance Corporation.2019.“Creating Impact:The Promise of Impact Investing.” accessed September 13, 2019.

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/66e30dce-0cdd-4490-93e4-d5f895c5e3fc/The-Promise-of-Impact-Investing.pdf?MOD=AJPERES>

International Finance Corporation.2020.“Growing Impact:New Insights into the Practice of Impact Investing.” accessed 12 June, 2020.

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/8b8a0e92-6a8d-4df5-9db4-c888888b464e/2020-Growing+Impact_FIN_Web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=navn4gw

International Institute for Sustainable Development.2020.“Ministers Consider Policy Menu for Financial Recovery, SDG Achievement.” accessed 5 January, 2021.

<https://sdg.iisd.org/news/ministers-consider-policy-menu-for-financial-recovery-sdg-achievement/>

International Network for Data on Impact and Government Outcomes.2021.“Impact Bond Dataset.”

<https://golab.bsg.ox.ac.uk/knowledge-bank/indigo/impact-bond-dataset-v2/>

International Property Rights Index.2020.“International Property Rights Index 2020.” accessed April 28, 2020.

<https://www.internationalpropertyrightsindex.org/>

Invest in ASEAN.2009.“ASEAN Comprehensive Investment Agreement.”

<http://investasean.asean.org/files/upload/Doc%2005%20-%20ACIA.pdf>

Japan Times.2017.“Making use of dormant accounts.” Japan Times, February 2, 2017.

<https://www.japantimes.co.jp/opinion/2017/01/28/editorials/making-use-dormant-accounts/>

Joffre, Laura.2021.“Thai Social Enterprises Face Obstacles Funding Despite Government Support, New Study Reveals.” accessed 27 April, 2021.

<https://www.pioneerspost.com/news-views/20210121/thai-social-enterprises-face-obstacles-funding-despite-government-support-new>

- John, Rob.2007.Beyond the Cheque:How Venture Philanthropists Add Value. edited by Alex Nicholls.Oxford:Skoll Centre for Social Entrepreneurship, Saïd Business School.
- John, Rob.2015.Asia’s Impact Angels: how business angel investing in support social enterprise in Asia.Singapore:The Asia Centre for Social Entrepreneurship and Philanthropy, National University of Singapore.
- John, Rob, Audrey Chia, and Ken Ito.2017.Corporate Philanthropy in Asia.Singapore:National University of Singapore.
- JSIF.2021.“Japan Sustainable Investment Whitepaper 2020.” accessed April 30, 2021.
<https://japansif.com/wp2020free.pdf>
- Kadir, Mohd Ali Bahari Abdul, Ainul Hafiza Zainudin, Umi Syukriah Harun, Nur Aisyah Mohamad, and Nur Haslyna Atyra Che Harun.2019.“Malaysian Social Enterprise Blueprint 2015-2018:What’s Next?”ASEAN Entrepreneurship Journal 5 (2):1-7.
- Kobayashi, Tatsuaki.2016.Reading the Philosophy of Social Finance.Tokyo:Social Finance Studies.
- Korwatanasakul, Upalat, and Adam Majoe.2019.“ESG Investment towards Sustainable Development in ASEAN and Japan.” accessed 5 October, 2020.
https://www.asean.or.jp/en/wp-content/uploads/sites/3/ESG_web.pdf
- Logue, Danielle, and Markus A. Hollerer.2015.“Social stock exchanges - do we need them?”, Last Modified 2015/01/10, accessed January 10, 2015.
<http://theconversation.com/social-stock-exchanges-do-we-need-them-35898>
- Malaysian Global Innovation and Creativity Centre.2015.“Unleashing the Power of Social Entrepreneurship.” accessed 29 April, 2021.
<https://atasbe.mymagic.my/multimedia/pdf/MSEB%20FINAL%20-%20web.pdf>
- MEDA.2020.“DFAT Establishes the Emerging Markets Impact Investment Fund (EMIIF).”
<https://www.meda.org/news/dfat-establishes-the-emerging-markets-impact-investment-fund-emiif/>
- METI, and PwC.2020. “東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資の現状と日本企業への提言.” accessed 1 April, 2021.
https://www.meti.go.jp/policy/external_economy/toshi/kaigaima/image/20200525_01.pdf
- Ministry of Finance and Economy.2021.“Summary of Sustainability Fund Act.” accessed April 27, 2021.
<https://www.mofe.gov.bn/divisions/sf-summary.aspx>
- Monitor Institute by Deloitte.2009.“Investing for Social and Environmental Impact.” accessed September 20, 2015.
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-fsi-monitor-Investing-for-Social-and-Environmental-Impact-2009.pdf>
- National Advisory Board of Japan.2020a.“The Current State of Impact Investing in Japan 2019.” accessed 5 June, 2020.

<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2019-E.pdf>

National Advisory Board of Japan.2020b.“Recommendations for Impact Investment Market Development.”

http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/impact_investment_report_2019_key.pdf

National Advisory Board of Japan.2021.“The Current State and Challenges of Impact Investment in Japan.” accessed 27 April, 2021.

<http://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/gsg-2020.pdf>

Nicholls, Alex, and Benjamin Huybrechts.2016.“Sustaining Inter-organizational Relationships Across Institutional Logics and Power Asymmetries:The Case of Fair Trade.”Journal of Business Ethics 135 (4):699-714. doi:10.1007/s10551-014-2495-y.

Nurhayati, Ela, Agus Ahmad Safei, and Aya Ono.2020.“Community development through Islamic microfinance approach:The experience of Daarut Tauhid Peduli Bandung, Indonesia.”Jurnal Ilmiah Agama dan Sosial Budaya 5 (2):108-122.

OECD.2018.“Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2019.” accessed 3 March 2019.

<https://www.oecd.org/development/global-outlook-on-financing-for-sustainable-development-2019-9789264307995-en.htm>

OECD.2019.“Social Impact Investment 2019:The Impact Imperative for Sustainable Development.”OECD Publishing, accessed February 6, 2019.

<http://www.oecd.org/development/social-impact-investment-2019-9789264311299-en.htm>

Oliver Wyman.2016.“Time for Marketplace Lending:Addressing Indonesia’s Missing Middle.” accessed March 3, 2021.

https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2016/apr/Time_For_Marketplace_Lending.pdf

Ono, Aya.2019.“New Horizons in International Development Finance:Japanese and Australian Perspectives on Social Impact Investment “ Doctor of Philosophy, School of Global, Urban and Social Studies, RMIT University.

Ono, Aya.2020.“Social Impact Investment for Sustainable Development.”In Partnerships for the Goals, Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals, edited by Walter Leal Filho, Anabela Marisa Azul, Luciana Brandli, Amanda Lange Salvia and Tony Wall, 1-13. Cham:Springer International Publishing.

Ono, Aya.2021.“Personal Return: A New Form of Social Impact Investment”, Journal of Economics and Business Administration, 224 (1):17-32.

Prasad, Mukund, Amar Gokhale, and Niharika Agarwal.2020.“The Advance of Impact Investing in South East Asia:

https://investinginwomen.asia/wp-content/uploads/2021/03/20201028-IW_SEA-Deal-Database-Update.pdf

Principles for Responsible Investment.2018a.“Annual Report.” accessed May 10, 2019.

https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/g/f/c/priannualreport_605237.pdf

Principles for Responsible Investment.2018b.“Impact Investing Market Map.” accessed November 5, 2021.

<https://www.unpri.org/download?ac=5426>

Responsible Investment Association Australasia.2020.“Benchmarking Impact:Australian Impact Investor Insights, Activity and Performance Report 2020.” accessed 2 June 2020.

<https://responsibleinvestment.org/wp-content/uploads/2020/06/Benchmarking-Impact-2020-full-report.pdf>

Roundy, Philip.2019.“Regional Differences in Impact Investment:A Theory of Impact Investing Ecosystems.”Social Responsibility Journal ahead-of-print (ahead-of-print).

Roy, Michael J., Neil McHugh, and Stephen Sinclair.2018.“A Critical Reflection on Social Impact Bonds.”Stanford Social Innovation Review.

Saldinger, Adva.2018.“The Educate Girls DIB Exceeded Its Goals:How Did They Do It and What Does It Mean?”, accessed November 13, 2018.

<https://www.devex.com/news/the-educate-girls-dib-exceeded-its-goals-how-did-they-do-it-and-what-does-it-mean-93112>

Schwartz, Rodney, Clare Jones, and Alex Nicholls.2015.“Building the Social Finance Infrastructure.”In Social Finance, edited by Alex Nicholls, Rob Paton and Jed Emerson, 488-517.Oxford:Oxford University Press.

Seno-Alday, Sandra.2017.“Women and Entrepreneurship - Indonesia.” accessed March 1, 2021.

https://investinginwomen.asia/wp-content/uploads/2018/01/FS_WSMES-Indonesia-1.pdf

SIIF.2020.“Results of Survey into Consumer Awareness of Impact Investing (Level of Recognition and Interest).” accessed February 5, 2021.

https://siif.or.jp/en/case_study/impact/

Silbernagel, Corry, and Davis Vaitkunas.2012.“Mezzanine Finance White Paper.” accessed December 6, 2020.

<https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/2016-bond-capital-mezzanine-finance-white-paper.pdf>

Social Finance.2014.“Peterborough Social Impact Bond Reduces Reoffending by 8.4%; Investors on Course for Payment in 2016.”Social Finance, accessed August 7, 2016.

<https://www.socialfinance.org.uk/resources/news/peterborough-social-impact-bond-reduces-reoffending-84-investors-course-payment-2016>

Social Finance.2021.“Cambodia Rural Sanitation.” accessed April 27, 2021.

<https://www.socialfinance.org.uk/projects/cambodia-rural-sanitation>

Social Finance UK.2018.“Peterborough.” accessed February 7, 2019.

<https://www.socialfinance.org.uk/peterborough-social-impact-bond>

Social Stock Exchange.2015.“About SSX.” accessed June 7, 2015.

<http://socialstockexchange.com/history/>

Social Venture Exchange.2021.“About Us.” accessed 10 January, 2021.

<https://www.svx.ca/about>

- Steinberg, Richard.2015.“What Should Social Finance Invest in and With Whom?”In Social Finance, edited by Alex Nicholls, Rob Paton and Jed Emerson, 64-95.Oxford:Oxford University Press.
- Sumner, Andy, Chris Hoy, and Eduardo Ortiz-Juarez.2020.Estimates of the impact of COVID-19 on global poverty.In WIDER Working Paper:United Nations University World Institute for Development Economics Research.
- Sustainable Stock Exchanges Initiative.2021.“About the SSE Initiative.” accessed 5 March 2021.
<https://sseinitiative.org/about/>
- Tambunan, Tulus.2019.“Recent evidence of the development of micro, small and medium enterprises in Indonesia.”Journal of Global Entrepreneurship Research 9 (1):18. doi:10.1186/s40497-018-0140-4.
- Tani, Shotaro.2020.“Indonesia’s Unicorns Lure US Tech Giants from Google to Facebook.” accessed April 1, 2021.
<https://asia.nikkei.com/Business/Business-Spotlight/Indonesia-s-unicorns-lure-US-tech-giants-from-Google-to-Facebook>
- The ASEAN Post.2020.“Islamic Finance in Southeast Asia.” accessed 27 April, 2021.
<https://theaseanpost.com/article/islamic-finance-southeast-asia-0>
- The Stone Family Foundation.2021.“The Cambodia Rural Sanitation DIB:Lessons learnt from the first year.” accessed 27 April, 2021.
- Thuard, Johan, Harvey Koh, Anand Agarwal, and Riya Garg.2019.“Financing the Future of Asia:Innovations in Sustainable Finance.” accessed 18 October 2020.
https://www.rockefellerfoundation.org/wp-content/uploads/FSG_Financing-the-Future-of-Asia_Report.pdf
- Tomkinson, Emma.2014.The Peterborough Social Impact Bond (SIB) conspiracy.In A Stream of Social Consciousness.
- UBS Optimus Foundation.2018.“Knowledge is Power.” accessed November 13, 2018.
<https://www.ubs.com/microsites/optimus-foundation/en/development-impact-bond.html>
- UN.2020a.“Decade of Action.” accessed August 28, 2020. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/decade-of-action/>
- UN.2020b.“Mr. Hiro Mizuno of Japan - Special Envoy on Innovative Finance and Sustainable Investments.” accessed January 2, 2021.
<https://www.un.org/sg/en/content/sg/personnel-appointments/2020-12-30/mr-hiro-mizuno-of-japan-special-envoy-innovative-finance-and-sustainable-investments>
- UN Department of Economic and Social Affairs.2015.“Sustainable Development Goals.” accessed April 25, 2015.
<https://sustainabledevelopment.un.org/topics/sustainabledevelopmentgoals>
- UNCTAD.2020.“World Investment Report 2020.” accessed 15 November 2020.
<https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2020>
- UNCTAD.2021.“SDG Investment Trends Monitor.”
https://unctad.org/system/files/official-document/diaemisc2021d3_en.pdf

- UNDP.2017.“Mobilizing Private Finance for Sustainable Development.” accessed April 2, 2018
<http://www.undp.org/content/undp/en/home/librarypage/poverty-reduction/mobilizing-private-finance-for-sustainable-development.html>
- UNDP.2020.“Debt for Nature Swaps.” accessed February 3, 2021.
<https://www.sdfinance.undp.org/content/sdfinance/en/home/solutions/debt-for-nature-swaps.html>
- UNESCAP.2017.“Policy approaches to scaling social enterprise and impact investment in Asia and the Pacific.” accessed 29 April, 2021.
<https://www.unescap.org/sites/default/d8files/event-documents/EESCAPFSD%284%29INF5.pdf>
- UNSDG.2018.“Unlocking SDG Financing:Good practices from Early Adopters.” accessed 5 June 2020.
<https://unsdg.un.org/sites/default/files/Unlocking-SDG-Financing-Good-Practices-Early-Adopters.pdf>
- US SIF.2020.“Report on US Sustainable and Impact Investing Trends.” accessed November28, 2020. <https://www.ussif.org/files/US%20SIF%20Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>
- Voorberg, William, Victor Bekkers, and Lars Tummels.2014.“A Systematic Review of Co-Creation and Co-Production:Embarking on the social innovation journey.”Public Management Review 17 (5):1-25.
- Walkate, Harald, and Cary Krosinsky.2018.“A More Enlightened Approach to SDG Investing.” accessed 14 September 2020.
https://ssir.org/articles/entry/a_more_enlightened_approach_to_sdg_investing
- World Bank.2015.“Water Supply and Sanitation in Cambodia:Turning Finance into Services for the Future.” accessed 26 April, 2021.
<http://documents1.worldbank.org/curated/en/545311468178454239/pdf/100889-WSP-P131116-AUTHOR-Susanna-Smets-Box393244B-PUBLIC-WSP-SERIES-Cambodia-WSS-Turning-Finance-into-Service-for-the-Future.pdf>
- World Bank.2021.“Global Economic Prospects.” accessed February 16, 2021.
<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
- World Intellectual Property Organisation.2021.“Global Innovation Index 2020.” accessed 28 April, 2021.
https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2020.pdf
- Yunus, Muhammad.2006.“Social Business Entrepreneurs Are the Solution.”In Social Entrepreneurship:New Models of Sustainable Social Change, edited by Alex Nicholls, 39-44. Oxford:Oxford University Press.



ASEAN-JAPAN CENTRE

ASEAN Promotion Centre on Trade, Investment and Tourism



SINCE 1981

