

コモンズ・
インパクトファンド

共創

2024-2025
アニュアルレポート

Commons
Impact
Fund
Annual Report

Commons Impact Fund
— Co-creation —

外部不経済の 内部化

構造的、循環的、再生産的な現代の
社会課題の解決に取り組む
新たな金融の仕組みへの挑戦



Contents

| | |
|----|-----------------------------|
| 3 | 3社の代表・事業責任者のメッセージ |
| 7 | 第一章：コモンズ・インパクトファンドとは |
| 9 | コモンズ・インパクトファンドの3年間の歩み |
| 11 | コモンズ・インパクトファンドのToC |
| 13 | コモンズ・インパクトファンドの特徴 |
| 15 | 先駆者からのメッセージ |
| 19 | 第二章：インパクト測定・マネジメント |
| 23 | 投資先企業の現場視察（東レ・カーボンマジック株式会社） |
| 27 | 第三章：投資先企業のインパクトレポート |
| 45 | 投資先企業との対話（株式会社ユカリア） |
| 51 | 寄付プログラム“コモれび” |
| 53 | 運用実績報告 |
| 55 | ファンドに携わる3社の概要・編集後記 |



株式会社かんぼ生命保険
専務執行役

春名貴之

Takayuki Haruna

資本市場に新しい価値観を提供する 道筋が示されつつあることに、 大きな期待と手応えを感じております。

10年先、20年先、上場企業が当たり前のように社会課題解決と企業価値向上に挑む時代、
その原点・契機が本ファンドであった
—そう思える日が来ることを、心から願ってやみません。

このたびは、「コモンズ・インパクトファンド」アニュアルレポート2025年度版のご発行、心よりお祝い申し上げます。さらに、日本のインパクト投資の新たな領域を果敢に切り開き、金融の力を社会課題の解決へと力強く結びつける取り組みに、共に挑戦させていただけたことに、深い感謝と敬意を申し上げます。

インパクト投資は、1社だけの努力で達成できるものではありません。異なる立場や背景をもつ関係者が強い志を共有し、それぞれの役割を全うしながら、**熱意ある対話と実践を積み重ねてこそ、初めて社会に具体的に持続的な変化をもたらすことができますと、私は確信しております。**そして今、その想いはよりいっそう大きく、揺るぎないものとなっています。

かんぼ生命は、生命保険会社の使命としてお客さまへの保険金等を確実にお支払いする責任を担っております。しかし、60兆円規模の資金を運用するアセットオーナーとしての責任は、単なる経済的側面を超え、社会全体を見据えたものであるべきと考えています。短期的な利益の追求ではなく、長期的観点から「真にお客さまと社会のために

なる」という投資判断と投資活動こそ、私たちの存在意義であると確信しています。1916年、旧逓信省による簡易生命保険事業の創業以来、かんぼ生命は100年以上にわたり地方公共団体への投融資を通じ、学校や公民館などの公共施設整備、地域社会の発展に力を注いでまいりました。投融資を通じて、地域・社会への貢献を果たす精神は、民営化後も脈々と受け継がれ、今やインパクト投資という新たなかたちで実を結びつつあります。

この「コモンズ・インパクトファンド～共創～」は、アセットマネージャーであるコモンズ投信様、社会課題の専門知見を持つ株式会社Ridilover（リディラバ）様、そしてアセットオーナーとしてのかんぼ生命が熱い想いで力を結集し、“共創”によって生まれた成果です。立ち上げに際しては、伊井社長をはじめとする皆さまと「どのようなインパクトを実現したいのか」というテーマで、1年以上にわたり真摯な議論を積み重ねてきました。従来のインパクト投資は未上場企業やスタートアップが中心でしたが、私たちは国内上場企業の持つ影響力に注目し、上場株式市場を起点として経営と投資家双方にインパクト投資の視点を浸透させることで、**企業によるインパクト創出のさらなる**

拡大、市場によるその価値の適正な評価、インパクト創出企業への投資の活性化という好循環を生み出し、日本の資本市場に新しい価値観を提供する道筋が示されつつあることに、大きな期待と手応えを感じております。

本レポートからは、多様な社会課題・産業に関するロジックモデル、「ヘルスケアの産業化」を目指す経営者自らが語る意図やIMMの実態など、顕著な成果を見ることが出来ます。投資家と企業の双方が、長期的な視点で対話を重ねながら、社会課題に関する解像度を深め、KPIやインパクト・アウトカムの可視化、開示の質・頻度向上に共に取り組む中で、企業内に「インパクトの創出が企業価値の一部として認識される」「社会的インパクト＝事業競争力・資本効率の源泉」という認識が芽生えつつある様子が伺え、かんぼ生命がお客さまからお預かりした大切な資金が確実に社会価値へと転換されていることを実感しています。

また、本ファンドの特徴のひとつである「コモレび」により、市場のメカニズムだけでは手が届きにくい領域への寄付を「未来への投資」と捉えながら、投資と寄付を補完的に組み合わせることは、

金融市場の担い手として画期的で非常に意義深い試みだと確信しています。

近年、インパクト投資は資産運用業界のみならず、あらゆる分野で注目を集め、ここ3年で日本の市場規模は実に約3倍ものスピードで拡大しました。その一方で、日本社会が抱える解決すべき課題もより多様化・複雑化しています。それら課題の解決に機関投資家が果たす役割として、「未上場から上場期にかけ社会課題解決型企業を継続的に支援し、成長の“谷間”を埋めるクロスオーバー投資」の重要性がこれまで以上に増えています。一方、この領域における機関投資家の関与や流動性の供給不足は依然として解消すべき課題であり、長期的な視座を持ち、価値を見極めた上で、**資金面・対話双方で成長に寄り添える投資家が不可欠**

です。コモンズ投信様はまさにコーナーストーン投資家、クロスオーバー分野のリーダーであり、かんぼ生命もアセットオーナーとして、今後も共に「インパクト志向の分断」を乗り越え、上場・未上場を横断したシームレスな評価基盤を育み、より多様な企業・事業の価値向上に貢献してまいります。

インパクトの創出に投資家と企業が熱く共鳴しあい、市場全体にインパクト投資の価値観が根付き、持続可能な社会の実現と企業価値の向上という好循環が日本に広がることを、心より願っています。コモンズ投信様には、上場株式市場におけるインパクト投資のフロントランナーとして、そして投資家と共に未来を創るアセットマネージャーとして、これからもご活躍いただくことを強く期待しております。

10年先、20年先、上場企業が当たり前のように社会課題解決と企業価値向上に挑む時代、その原点・契機が本ファンドであった——そう振り返ることができる日が来ることを、心から願ってやみません。



コモンズ投信株式会社
代表取締役社長
兼 最高運用責任者
伊井哲朗
Tetsuro Ii

インベストメントチェーンの
高度化が、
「インパクト」を
共通言語として
実現し始めています。

この度、『コモンズ・インパクトファンド～共創～』の第3期の決算を迎えることができました。改めて、心から感謝申し上げます。

当ファンドは、コロナ禍の2021年にアセットオーナーであるかんぼ生命さまの「全運用資産でESGインテグレーションを導入」という方針からはじまりました。当社側からの「上場会社を対象としたインパクト投資」の提案は、まだ世界的にも希少なケースでした。勉強会を重ね、約1年半かけて具体的な形が出来上がり、かんぼ生命さまにおいては、インパクト志向の投資を推進する「インパクト“K”プロジェクト」が2022年から開始され、当ファンドがその1号案件となりました。

インベストメントチェーンの起点となるアセットオーナーが目指すポジティブインパクトの実現に向けた当インパクトファンドは、国内外を問わず反響をいただきました。

社会課題の調査と分析、及びその課題解決を実践するソーシャルセクターのリディラバさんが、企業とのエンゲージメントの場に加わるスタイルは、企業側に好評でした。投資先企業には、①意図 (Intentionality) : 事業を通じて、どんなポジ

ティブインパクトを出すことを目指しているのか。
②開示姿勢: IMM (インパクト測定・マネジメント) の開示に対するコミットメントをいただきます。そして通常のIRミーティングが60分程度であるのに対し、インパクトミーティングは90分の設定をお願いしています。IRミーティングに比べて、経営層、経営企画部、人事部、サステナビリティ推進部など多数の部署の方が参加されることも特色です。

こうして経過した3年間の成果として、投資先企業の発行する統合報告書にて、社長とインパクト投資家としての対談という形でUACJ様とセイノーHD様に掲載いただきました。私たちが提案したロジックモデルや、構造化マップも取り上げていただきました。

このように、明確な意図を持ったアセットオーナーを起点として、アセットマネジャー、投資先企業とつながるインベストメントチェーンの高度化が、「インパクト」を共通言語として実現し始めていると強い手ごたえを感じた3年間でした。これからも、この取り組みを厚く、熱くしていきたいと思っています。



株式会社Ridilover(リディラバ)
代表
安部敏樹
Toshiki Abe

私たちが市場の
変革に向けた
ロールモデルに
なっています。

「企業が生み出す社会的価値をどう資本市場につなぐか。」「外部不経済を内部化する新たな市場の仕組みをどのようにつくっていくか。」

ここ数年リディラバはこのような問いに向き合って事業を展開してきました。そして、コモンズ・インパクトファンドへ参画し、その問いに対する歩みをさらに進めることができた3年間でした。

対話を通じたエンゲージメントに参加し、投資先企業のIR活動の進化やインパクト開示を通じた株価の上昇という形で、少しずつ変化を生み出すことができています。この変化は、400種類以上の社会課題の現場とつながり、日々の事業で社会課題の現場を往来しながらリアルタイムで情報を把握、そして「社会課題の構造化」という独自の統合的な分析手法を確立してきたリディラバが関わっているからこそ実現できていることだと実感しています。

16年前に学生団体として立ち上げた際、ソーシャルセクターに属するリディラバがこのように形で上場株式の運用に携わり、機関投資家と共に市場の変革に取り組むことは誰も想像していな

かったと思います。それが現在では、類似の座組でのファンドが他にも組成される等、私たちが市場の変革に向けたロールモデルになっています。

資金の拠出・運用を行うアセットオーナーやアセットマネジャーが理想の社会を構想し、その実現に資する変化を生み出しうる企業に期待して資金を提供する。そして**社会課題領域における非財務情報を分析し、事業活動やサプライチェーンを通じた取組の本質的な価値を可視化・モニタリングする**。このような座組は、新たなスタンダードになっていくと考えています。

この3年間の歩みをもとに、かんぼ生命さん、コモンズ投信さんとさらに取組を進化させ、社会課題を「生む」資本主義を「解決する」資本主義へ変えていく挑戦を続けてまいります。

第一章

コモンズ・インパクトファンドとは

What is the Commons Impact Fund?

コモンズ・インパクトファンドについて

企業と投資家の社会課題解決への「意図」を重ね合わせ、外部不経済の内部化を実現する投資手法

コモンズ・インパクトファンド～共創～（以下、当ファンド）は、国内上場株式を対象としたインパクト投資ファンドです。2022年の運用開始以降、「外部不経済の内部化」を掲げ、インパクトの創出を目指した投資活動・エンゲージメントを一貫して行っています。

「インパクト投資」とは、財務的リターンと並行して、社会的・環境的にポジティブかつ測定可能な変化や効果の創出を意図する投資行動を指します。従来の「リスク」と「リターン」に加え、投資により生じた社会的・環境的な変化や効果を意味する「インパクト」を第3の軸とした投資決定・エンゲージメントを行います。

インパクト投資と混同されやすい投資手法に「ESG投資」があります。ESG投資は環境（Environment）や社会（Society）、ガバナンス（Governance）の非財務情報を加味した投資行動であり、国内外の基準に沿って企業が開示したデータを第三者評価機関が採点し、投資家はそれに基づいて投資判断を行うのが一般的です。

一方、インパクト投資では企業が自社のパーパスや企業理念をもとに取り組む社会的・環境的課題を設定し、事業活動による貢献や将来的な変化の見通しを開示します。また、投資家も理想の社会や実現したい課題を定義し、その実現に資する企業へ投資します。企業と投資家の両者が課題解決に向けた「予見的」なコミットメントをした上で、対話を通じて互いの「意図」が重なる点を整理し、課題解決に向けた共創を目指していくのが特徴です。

インパクト投資もESG投資も、従来は外部不経済として見過ごされてきた社会・環境課題を資本市場に内部化することで解決を目指す投資手法です。その中でもインパクト投資は、インベストメントチェーン全体でインパクトを志向し、より踏み込んだ課題解決に取り組む手法として「ポストESG」と呼ばれることもあります。

※外部不経済：企業や消費者の経済活動が、市場取引によらずに第三者に不利益・損害を与えることを指す。

ファンドの定量実績

のべ投資先
企業数



32社

当ファンドが
インパクトレポートを
制作した企業数



27社

投資先企業との
インパクト対話
累計実施回数

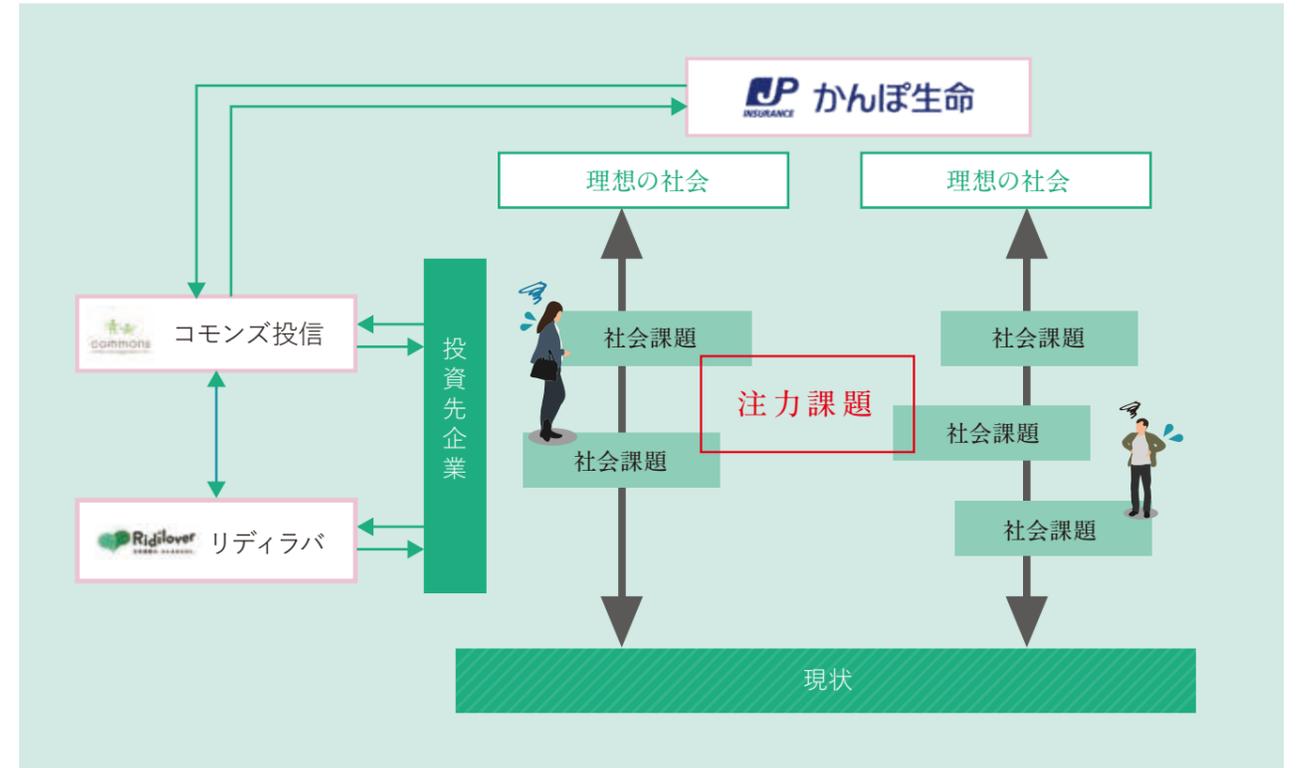


38回

コモンズ・インパクトファンドの3年間の歩み

上場株式を対象としたインパクト投資ファンドという挑戦によって新たな価値を生み出してきた3年間

| | | |
|-------|-----|---|
| 運用開始前 | | <ul style="list-style-type: none"> ・ かんぽ生命幹部向け勉強会の実施 |
| 2022年 | 7月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ セオリー・オブ・チェンジの策定 |
| 2023年 | 2月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドの運用開始、計28社への投資実行 |
| | 9月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ Social Impact Day2023でのセッション実施 ・ 第1回「コモレび」寄付プログラムにて「認定NPO法人3Keys」を寄付先に選定。70万円の寄付を実施 ・ 初のアニュアルレポートを発行、記者説明会を実施 |
| 2024年 | 7月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ かんぽ生命、金融庁「インパクト・コンソーシアム」の市場調査・形成分科会分科会ディスカッションメンバーに参画 |
| | 8月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ かんぽ生命、インパクト志向企業価値向上アライアンスに発足メンバーとして参画 |
| | 9月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 第2回「コモレび」寄付プログラムにて「一般社団法人チョイふる」を寄付先に選定。70万円の寄付を実施 |
| | 12月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 2期目のアニュアルレポートを発行 ・ 株式会社ユカリアのインパクトIPOにコーナーストーン投資家として参加 |
| 2025年 | 3月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 株式会社トヨコーのインパクトIPOにコーナーストーン投資家として参加 |
| | 9月 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 第3回「コモレび」寄付プログラムにて「一般社団法人エル・システムジャパン」を寄付先に選定。71万2,000円の寄付を実施 ・ 株式会社UACJの統合報告書に当ファンドが作成したロジックモデルが掲載 |



コモンズ・インパクトファンドの座組

ファンド運営に関わる3社と投資先企業を合わせた4者一体で社会課題解決に取り組む新たな金融の仕組み

当ファンドの座組は、インベストメントチェーン全体でインパクトを志向し、取りこぼされてきた企業の社会的価値を資本市場につなぐためのものです。従来のリスクとリターンのみで価値判断される投資活動では、アセットオーナーが理想の社会を掲げても、その実現度合いを測る仕組みがなく、運用パフォーマンス以外の観点からファンドの取組を評価することはできませんでした。

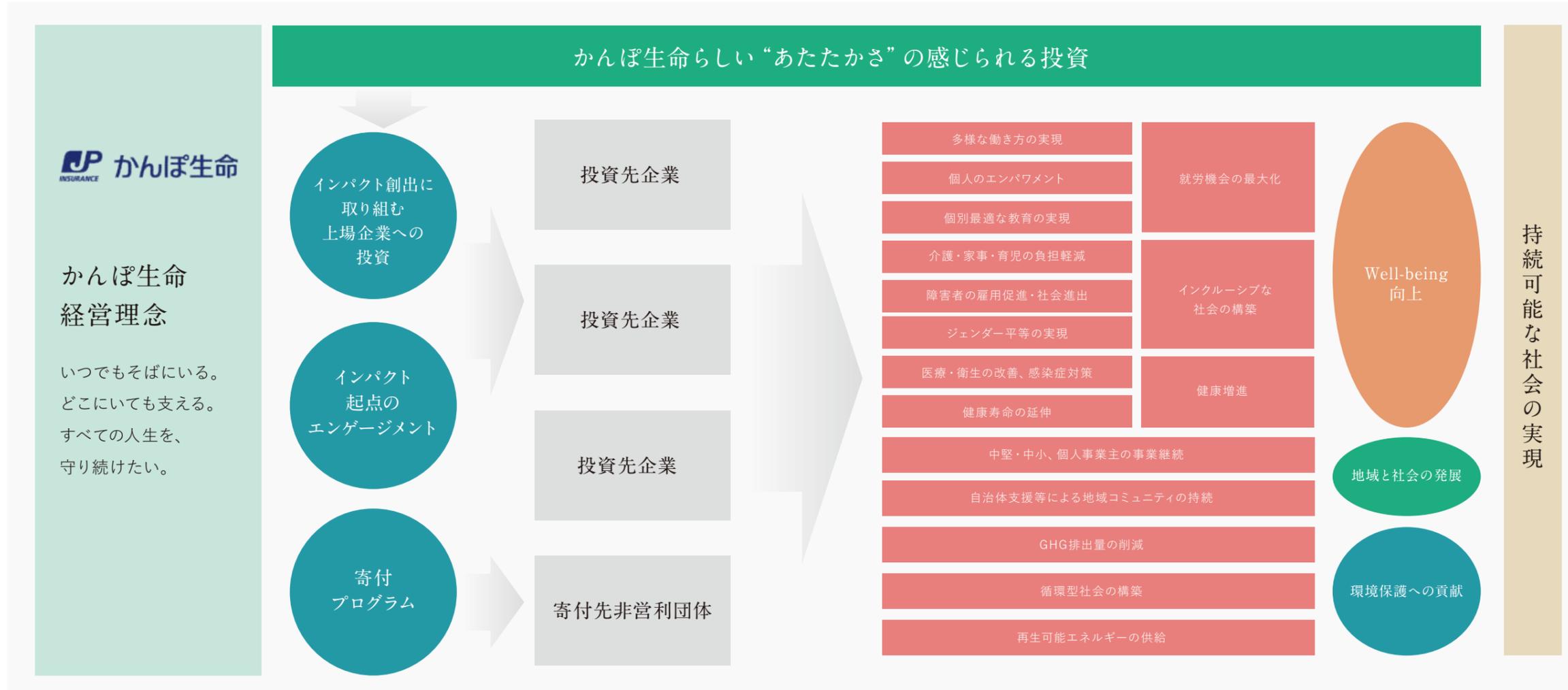
しかし、非財務情報を加味した長期投資のパイオニアであるコモンズ投信と、400種類以上の社会課題解決への取組実績を持ち、それらを構造的に分析したデータベースを構築するリディラバが連携

することで、投資活動による理想の社会への到達度合いの変化を捉える適切な仕組みが設計されています。

さらに、IMMの一環として行う対話によるエンゲージメントには、コモンズ投信とリディラバに加え、アセットオーナーであるかんぽ生命も参加しています。ToCの実現に向けた投資先企業各社への期待や意義を伝え、投資先企業も含めた4者一体となって課題解決に向けた取組を拡大・加速させています。

かんぽ生命の経営理念からなる
理想の社会の実現への道筋

コモنز・インパクト
ファンドのTOC



当ファンドは、アセットオーナーのかんぽ生命が重視する「かんぽ生命らしいあたたかさの感じられる投資」の実現を目指し、「Well-being 向上」「地域と社会の発展」「環境保護への貢献」という3つのテーマをもとにToCを策定しています。

かんぽ生命は、1916年に前身である旧逓信省が簡易生命保険事業を創業して以来、保険サービスの提供や資産運用など、お客さまサービスの向上に向けた取り組みを実施してきました。

「いつでもそばにいる。どこにいても支える。すべての人生を、守り続けたい。」という経営理念を掲げ、お客さまに安心をお届けし続ける活動

の展開に注力しています。現在では日本の全人口の約14%、およそ1,700万人という日本最大級のお客さま基盤を有し、総資産は約60兆円にのびります。

お客さまからお預かりした大切な保険料を原資とした資産運用においては、短期的な利益のみを追求するのではなく、お客さまの将来にわたる安心な暮らしと持続可能な社会の実現を目指すことが重要です。健康をはじめとする

「Well-beingの向上」は最優先課題です。現在の日本では平均寿命や健康寿命が延伸する一方で、生活習慣病の罹患率増加やメンタルヘルス等の新たな健康問題が表出しています。医療・介護・福祉体制の維持が困難となる中、予

防的アプローチの推進や早期発見・改善の促進が重要です。また、社会制度や慣習の変化により人々の価値観が多様化する中、個別最適な教育・就労の提供やインクルーシブな社会の構築も欠かせません。

全国約2万局の郵便局を通じて、地域に深く根ざしたビジネスを行ってきた存在として、「地域と社会の発展」も重要な課題です。地域の人口減により中小企業の経営困難や自治体の財政悪化、住民のつながりの喪失等が起きており、これらの課題解決はかんぽ生命自身の事業にとっても重要な要素となります。

かんぽ生命は業界最大級の資産を有し、資本市場全体に幅広く分散して投資するユニバーサルオーナーです。地球温暖化による気候変動や災害の影響が拡大する中、お客さまをはじめとする全ステークホルダーの生活を守るため「環境保護への貢献」への取組が必要です。脱炭素社会の構築や循環型社会の構築、自然環境の保全や生物多様性の維持への取組が、将来的な健康被害リスクの低減につながります。

ToCでは3つのテーマに基づく13の注力課題を設定し、その課題解決に取り組む投資先企業に対して投資やエンゲージメントを行うことで、インパクト創出を促進します。



コモンズ インパクト ファンドの 特徴

01 アセットオーナーの掲げるToC実現に コミットするためのファンドの座組

アセットオーナーであるかんぼ生命が重視する「Well-being向上」「地域と社会の発展」「環境保護への貢献」の3つのテーマに基づいて設定した注力課題の解決に寄与する企業へ投資を行います。投資後のIMMでは、理想実現に向けた進捗度合いを確認するための中間指標を60個程度用意しています。その中から各投資先企業が解決を意図する課題と合致する指標を3~5つ程度設定し、ロジックモデルでその進捗をモニタリングします。

02 インパクトエコシステム拡大の ボトルネックとなりうる上場市場における投資

現在のインパクト投資の中心は、インパクト・スタートアップ（以下、ISU）等の非上場企業を対象としたものですが、ISUが成長の出口として目指す上場市場ではインパクト投資の規模は小さく、株価にプレミアムがつかない状況です。そのため非上場市場のインパクト投資家が投資先企業の上場に際して売却時の株価が、取得時と比較して高くつきにくいという構図が生じています。

一方、上場株式を対象としたインパクト投資には、情報開示のハードルの高さや多角化した事業のインパクト測定の難しさ等の課題があります。このような状況下で、かんぼ生命、コモンズ投信、リディラバの3社が持つ知見を結集し、より実効性のあるインパクト投資に取り組んでいます。

03 より難易度が高い課題の解決に 取り組むための寄付プログラムの実施

インパクト投資は社会課題の解決と収益獲得を両立させ外部不経済の内部化を実現する投資手法ですが、解決の難易度が高く経済性との両立が困難な課題も存在します。そこで当ファンドでは、継続的な寄付による解決促進の仕組みを設けています。具体的には、コモンズ投信が得る信託報酬の約1%を毎年非営利団体に寄付します。寄付先は、コモンズ投信とかんぼ生命の社員投票や外部有識者等からなる選考委員会を経て決定されます。

日本におけるインパクト投資の
黎明期から普及に貢献してきた立場から見る
コモンズ・インパクトファンドの意義



先駆者からの メッセージ

Message



渋澤健氏

国際関係の財団法人から米国でMBAを得て金融業界へ転身。外資系金融機関で日本国債や為替オプションのディーリング、株式デリバティブのセールズ業務に携わり、米大手ヘッジファンドの日本代表を務める。2001年に独立。2007年にコモンズ(株)を設立し、2008年にコモンズ投信会長に着任。渋沢栄一の玄孫(5代目の孫)にあたる。

インパクトという概念を
経済社会全体へ
浸透させたい

現在から17年前、コモンズ投信の創業時に「Share the Vision」というバナーを掲げました。次世代へ「今日よりもよい明日」を築こうという想いを抱く同志が集う、Common Groundのイメージです。

その実現のために、一步一步ずつ着実に歩みを進める長期投資と、社会的課題の解決に挑む起業家を支援するプログラム「コモンズSEEDCap」を、両輪として設けました。

ちょうど同じ時期、米ロックフェラー財団が「インパクト投資」という言葉を造語したと言われています。社会的課題の解決を意図する事業(スタートアップ)の持続可能性を促すには、支援だけでな

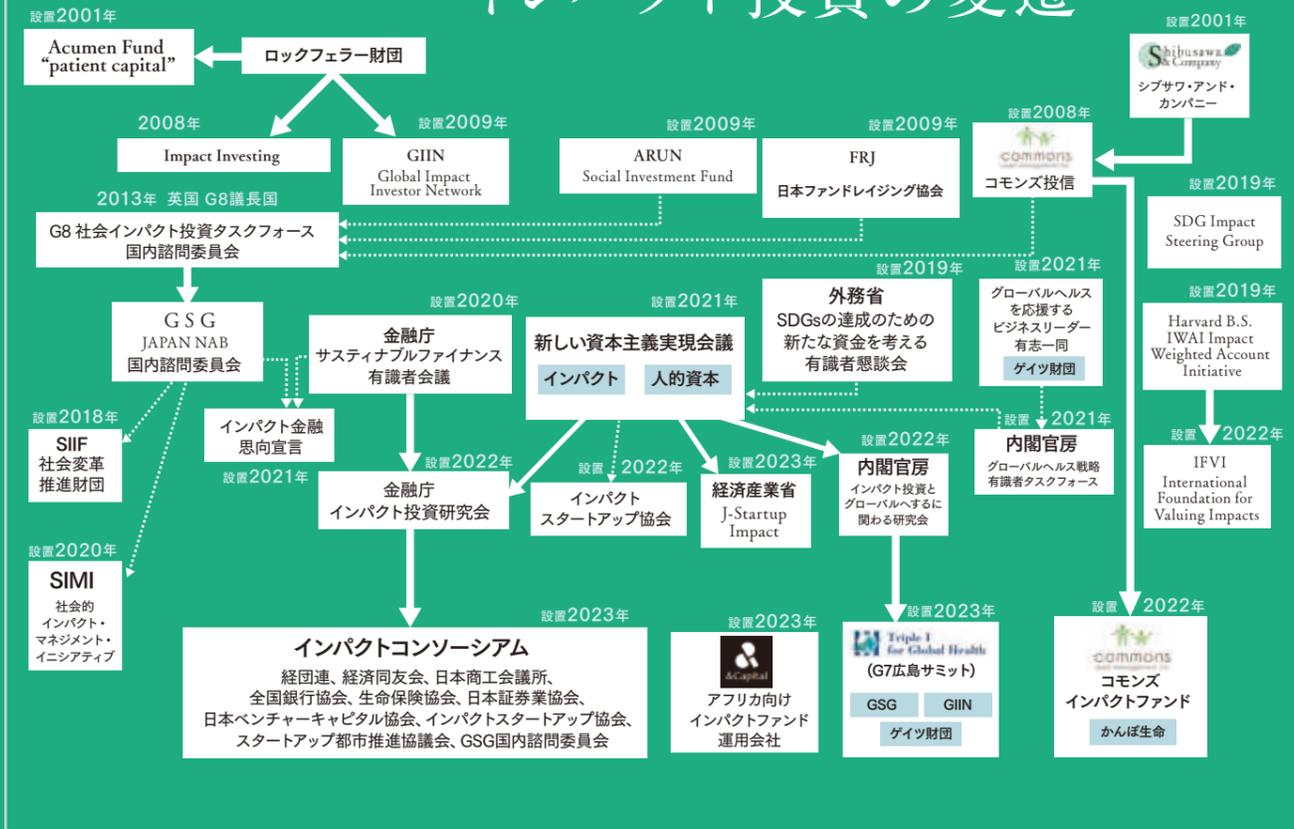
く、金銭的な利益も期待できる投資が重要であるという視点に立ったのです。

それまで同財団が提供していたのは、忍耐強い「Patient Capital」でしたが、単に辛抱するだけでなく、課題解決の可視化を促す方向へと進化しました。

この問題意識に基づき、IMM (Impact Measurement Management) という、課題解決の測定および目標設定の手法が確立され、Theory of Change (あるいはLogic Model) を通じて、インパクトの可視化の取り組みが展開されるようになりました。

一方、コモンズ投信は設立当初から「企業の価

インパクト投資の変遷



格(株価)に投資するのではなく、価値に投資する」と宣言してきました。企業には、財務的に可視化されている「見える価値」と、非財務的な「見えない価値」があり、特に後者こそが持続可能な企業価値の創造において重要な要素であると提唱してきました。

このように、コモンズ投信とインパクト投資は、同じ時代に異なる「親」から生まれながらも、類似した価値観を抱きつつ、並行して展開されてきたのです。

私は共同創業者・会長としてコモンズ投信の長期投資に携わる一方で、インパクト投資にも黎明期から注目してきました。2013年、G8議長国であった英国の主導により、各国でインパクト投資の現状分析と推進のために設立された国内諮問委員会に、2014年の発足時から関わっています。

現在では「GSG Impact Japan Partner」とい

う名称のもと、2年前から委員長を務めています。日本国内での設立から10年を経て、我々が次の10年に掲げる目標は「インパクト投資からインパクト・エコノミーへ」です。つまり、インパクトという概念をスタートアップにとどめることなく、経済社会全体へ浸透させたいという想いです。

この「インパクト・エコノミー」構想の前段として、2020年秋には、ハーバード大学が研究していた「インパクト加重会計」に着目しました。企業の課題解決の可視化を財務諸表に反映させることで、スタートアップのみならず、大企業の関心も高まる可能性があると考えたからです。

コモンズ投信の基幹ファンド「コモンズ30ファンド」の設定以来、組み入れ企業としてお付き合いのあるエーザイの(当時)CFO・柳良平さんは、「インパクト加重会計」はご自身が提唱していた非財務的なKPI(重要業績評価指標)と企業価値の相関性も

設立以来
コモンズ投信が
重視してきたのは
「対話」です。

デルを理論的に増強すると強い関心を示され、同社の統合報告書において、非財務的価値の可視化の一環として展開されました。

また、2021年秋に岸田前総理が設置した「新しい資本主義実現会議」の構成員として任命された私は、「新しい資本主義」の本質は、ご本人が年明けに『文藝春秋』へ寄稿されたエッセーに示された「外部不経済」——すなわち、環境や社会など、これまで取り残されていた課題——を資本主義に取り込むという意味表明にあると捉えました。これはまさに、課題解決を意図するインパクト投資であり、同会議においてその推進を促しました。

2022年の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」にインパクト投資という概念が明記され、政府の包括的な経済政策に「インパクト」という視点が組み込まれたことは、国内のインパクト・コミュニティを大いに盛り上げ、その情熱は海外からも注目されるようになりました。

こうした時代背景を経て、かんぼ生命の資産運用戦略の一環として設けられた新領域に定めるかたちで、コモンズ投信が設立したのが「コモンズ・インパクトファンド」です。

ただ、長年にわたり日本国内でインパクト投資を推進してきた私としては、当初はやや冷めた見方をしていました。その理由は、「課題解決の意図」にあります。

課題解決を目的として創業されたスタートアップ

の「意図」はわかりやすいです。ただ、上場している大手企業の経営者や従業員が、果たしてそのような「意図」を抱きながら日々の業務に携わっているのかという疑問が拭えなかったのです。「インパクト」という言葉がかっこよく響くがゆえに、ウォッシング——つまり、表面的な化粧——に終わってしまうのではないかという懸念もありました。

しかし、3年を経て、かんぼ生命のご意向のおかげで、コモンズ投信は資産運用業界における課題解決型スタートアップとして、着実に実証を積み重ね始めていると実感しています。

コモンズ投信が設立以来重視してきたのは「対話」です。一方的に「モノ申す」のではなく、時には企業の価値創造の叩き台となるのが、長期投資家として重要な役割だと考えています。

インパクトという課題解決の「意図」について企業と対話を重ねることで、その企業の持続的な価値創造に対する投資判断を高めることができる——この考えこそが、「インパクト投資からインパクト・エコノミー」への実現に向けた極めて重要な展開だと捉えています。

これまでの3年のみならず、これからの10年、20年、30年と、企業の価値創造と課題解決のインパクトがどのように融合し、展開していくのか——この長い旅路を、皆さまとともに歩めることに、心からワクワクしています。

第二章

インパクト測定・ マネジメント

Impact Measurement and Management

インパクト投資の“意図”を 実現する IMM

ある投資活動をインパクト投資と定義するためには、いくつかの要素を満たす必要があります。その要素には「実現を『意図』する『社会・環境的効果』が明確であること」と「効果の『特定・測定・管理』を行うこと」が含まれます（金融庁「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」より）。

インパクト投資では、生み出す効果を結果論で評価するのではなく、投資家・企業間の対話によって予め具体化することが重要です。そしてお互いの意図がきちんと実現できているかを確認するためには、実際の投資活動の成果を定量的又は定性的に「特定・測定・管理」することが必要です。

このように、各投資先企業が事業活動によって創出する社会・環境の変化を捉え、その変化をもとに投資ポートフォリオ全体の改善に取り組むことを、インパクト測定・マネジメント（IMM）と呼びます。

インパクト投資では、インパクトを創出する主体は企業であり、その効果を確認して改善策を講じることを後押しするのが投資家の基本的な役割です。一方で、より効果的なインパクト投資を実行するためには、投資家も自身やファンドが目指す社会やToCを定義し、その意図を満たすポートフォリオを構築できているかを絶えず見直すことが欠かせません。

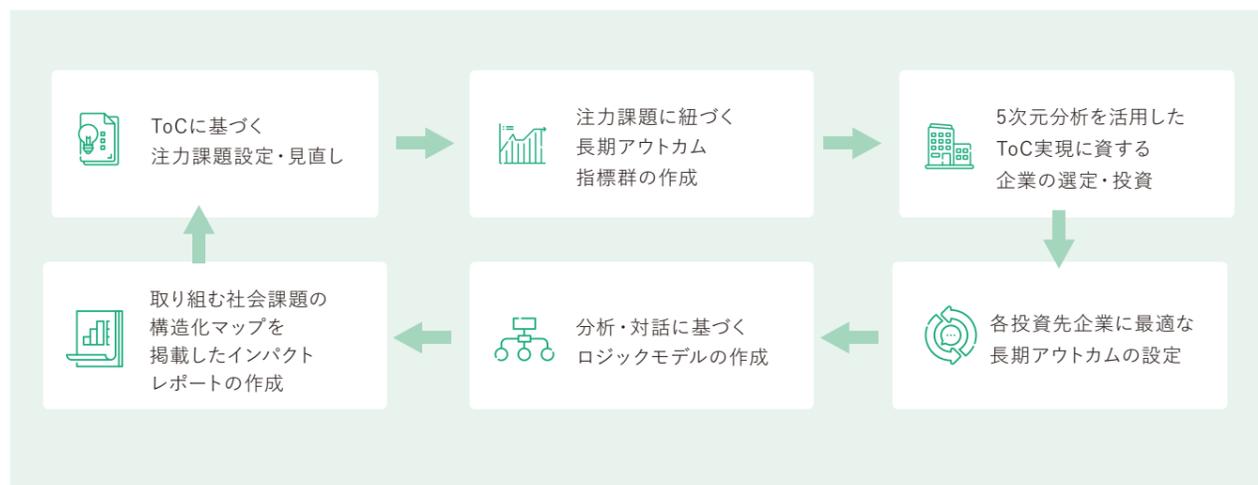
「社会課題の構造化」と「質と量を追求する対話」で成り立つ コモンズ・インパクトファンドのIMM

当ファンドでは、以下のプロセス繰り返し、投資先企業の創出するインパクト測定やファンドのポートフォリオ改善等につなげます。

具体的には、一般的にIMMで用いられる「ロジックモデル」というツールに加えて「社会課題の構造化」という手法を活用します。構造化とはリディラバが長年培ってきた社会課題の分析手法であり、課題の複雑な要因を紐解きボトルネックを特定するのに役立ちます。この分析手法を活用することで、各投資先企業の事業活動が真に課題解決に資するかや、事業成長とイン

パクト創出がどのように連動（アラインメント）するかが整理でき、単なる指標の開示や測定に留まらない深いエンゲージメントを実現します。

また、投資先企業とロジックモデルや構造化マップを議論する対話にはコモンズ投信・リディラバに加えてアセットオーナーであるかんぼ生命も参加し、意見を述べます。理想の社会実現に向けた期待や事業活動へのフィードバックをアセットオーナーからもお伝えし、4者一体となってIMMに取り組みます。



非財務情報を企業価値につなぎ、 “外部不経済の内部化”を実現するIMMの仕組み

IMMでは、単にロジックモデルで設定したアウトカム指標の数値変化を捕捉するだけでなく、投資先企業の社会課題領域における”非財務情報”を分析して企業価値につなぐことが重要です。

社会課題領域における非財務情報とは「社会の変化を予測し、それに対応するケイパビリティ」を表しています。具体的には「外部環境を予測する力」や「外部環境に働きかける力」等から構成されます。課題解決によるインパクト創出には、その要因となる背景を理解して適切に課題を設定することが重要です。適切な課題設定には、消費者の声や世論等をもとに外部環境を予測し、自社の取り組む課題や取り巻く環境がどのように変化するかを予測することが必要です。

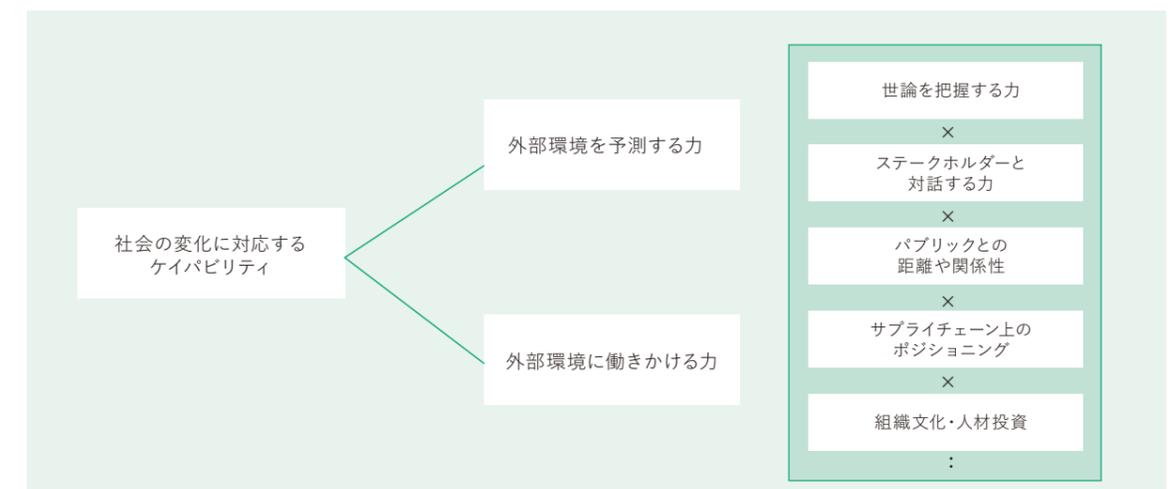
そして、設定した課題を解決するためには優れたビジネスモデルを構築するだけでなく、社内外の多くのステークホルダーを巻き込んでいく必要があります。経営者やIR・サステナビリティ担当者の対話力、サプライチェーン全体に影響を与えられるポジショニング、政策意思決定への関与有無も欠かせない要素です。

これらの観点による企業分析は一般的な投資活動でも行われる場合もあります。一方で当

ファンドは、複数の社会課題を横串で比較しながら、これらの観点を統合的に分析して評価ができることが特徴です。このような評価は、先述した「社会課題の構造化」手法をもとに仕組みが設計されています。

非財務情報を企業価値につなぐ上で構造化が重要となるのは、社会課題の定義やその最適な解決手法は常に変動するからです。そもそも社会課題とは、第三者がラベリングした「対象物」ではなく、ある個人の困りごとの解決を社会という集団で担うコンセンサスを形成し、実際に解決に向けた資源を投入していく一連の「プロセス」と言えます。そのため、個人の困りごとの原因を自己責任にせず、どの領域に経済的インセンティブを働かせることが重要か、どのステークホルダーとの合意形成が重要かを可視化することができる構造化の手法は、投資先企業やその事業活動が課題のボトルネックに対してきちんと働きかけていくことができるかを予見的に評価することにつながるのです。

そしてその評価をもとに、投資先企業の情報開示や事業活動、経営計画等にフィードバックすることで、企業価値向上に貢献することができます。





- ①水処理膜技術による水資源不足問題の解決
- ②CFRPによる輸送分野のCO2排出削減
- ③CFRPによる再生可能エネルギー普及への貢献

炭素繊維技術とソリューション構築で社会や環境への インパクトを実現する

当ファンドは、「Innovation by Chemistry」をコーポレートスローガンに掲げる東レ株式会社（以下、東レ）に投資しています。東レは1926年に東洋レーヨンとして創業して以来、ナイロン、ポリエステル、アクリルの3大合成繊維をベースに原糸・原綿、加工糸、紡績糸等の様々な形態で素材開発から製品販売まで一貫して行い、繊維事業、機能化成品事業、炭素繊維複合材料（以下、CFRP）事業等を展開しています。その技術力はグローバルに評価されており、代表例としてユニクロとのパートナーシップによる「ヒートテック」「エアリズム」「ウルトラライトダウン」等の高機能・高品質商品開発があります。これらは長期的な技術開発の結果として生まれた製品です。

当ファンドでは、東レの創出するインパクトについて以下の3つの観点から評価しています。まず水処理膜技術による水資源不足問題の解決では、東レは世界シェア約60%のRO膜技術で海水淡水化や水再生を実現し、RO膜以外の各種水処理膜も合わせた年間水処理量は2013年度の2,723万トンから2024

年度は2.9倍まで増加しており、水不足により日常生活に不便を強いられている人々がいる中で、水資源の乏しい国や地域の水自給率向上に貢献しています。

次にCFRPによる輸送分野のCO2排出削減では、CFRPや樹脂等の軽量化素材により飛行機や自動車等の燃費改善を実現しています。特にCO2排出が課題視される一方で代替燃料の使用ハードルが高い航空分野では、従来航空機と比較して1機あたりライフサイクル全体で約7%のCO2を削減しています。

そして、CFRPによる再生可能エネルギー普及への貢献では、高強度かつ軽量という炭素繊維の特徴を活かし、発電効率向上とコスト低減により再生可能エネルギー普及を促進しています。気候変動対策として再生可能エネルギーの更なる普及が必要な中、東レのCFRPは風力発電ブレードの大型化に貢献しています。さらに高圧水素タンクの基幹素材としても使用されており、水素エネルギーのサプライチェーン構築にも貢献しています。



東レ・カーボンマジックについて

今回の現場視察では、東レグループのCFRP事業中核を担う「東レ・カーボンマジック株式会社」の米原本社を訪問しました。同社は2001年に童夢カーボンマジック株式会社として設立され、2013年4月に現在の社名へ変更されました。炭素繊維複合材料を使ったカーボンコンポジット製品の試作・製造を手がけ、顧客ニーズに応じた企画・設計から試作、製品化、品質保証体制確立まで一貫通貫で担っています。米原工場では材料・技術の調査研究から量産工程のセットアップまでを行い、実際の量産はタイの工場で行われています。

グローバルトップの技術力と設計提案力

同社は童夢カーボンマジック時代から長年のレーシングカー開発で培った軽量化設計技術と成形加工技術を有しています。

その技術力を示す代表例が、自転車競技用バイク開発です。日本代表チームからの「世界最速を目指す革新的トラックバイクを開発してほしい」という要望を受け、公益財団法人JKA（Japan Keirin Autorace foundation）と共同開発を実施しました。車体の軽量化、選手が跨った際の空気抵抗低減、ペダル踏み込み時の頑丈さ向上等の複数要素を追求し、何度も試作を重ねました。完成品は2024年パリオリンピックで日本代表チームが使用し、その後に開催された世界大会では優勝に貢献しています。

他国代表チームでもCFRP製バイクは標準仕様ですが、繊維メーカーグループがダイレクトに関わることは稀だといいます。このように、素材提供だけでなくクライアントの意向に即した製品設計開発まで高

いクオリティで行うことが同社の特徴です。

同社には多数の開発案件が持ち込まれ、企画から設計、試作、納品まで進行中のプロジェクトが約100件同時並行で行われていると言います。案件を受託しながら、ノウハウが蓄積され、既存製品や繊維素材そのものの設計にフィードバックされる事業設計となっているのがポイントです。



ネットワークと人材が生む競争優位

東レ・カーボンマジックの高度な技術力の源泉は、東レグループ全体のグローバルネットワークと高度な設計提案力を持つ人材にあります。

クライアントからの開発案件は、要望、仕様に合わせて材料選定することから始まります。その際、グループのグローバルネットワークを活用することで、部品単体の提供にとどまらず、トータルソリューションとしての提案が可能となっています。他にも、例えば高級車をつくる際には、シート素材としてグループ内で製造される高級人工皮革「ウルTRASウェード」を調達しやすい環境にある等、製品化においてクライアントのニーズに妥協なく応えることができます。また、米原本社には研究開発から製造・生産技

術に関わるエンジニア等、総勢約220名が所属しています。レーシングカー開発思想で培った経験とものづくりへの強い関心を持つ人材が揃っており、試作開発や初期設計から製品化まで質と早さを同時に追求して実現できています。具体的には、高度な技術力を持ちながら製品設計から量産化までのプロセス全体を見渡し、クライアントが抱える潜在的な課題やニーズを引き出しながら、共にゴールを目指し、共創する体制が構築されています。このような人材が新たなクライアントや案件を呼び込み、それが同社の人材の成長スピードをさらに加速させるという好循環を生み出しています。



工場には東レ・カーボンマジックがこれまで開発・製造に携わってきた製品が展示されており、その技術力の高さが伺えました。



CFRPから形成されたフレームを手にし、その頑丈さと軽さに参加した一同が驚きを隠せませんでした。



CFRPはレーシングカーだけでなく、高性能・高級自動車市場にも適用されています。またCFRP化によって統合設計が可能になるため、部品点数や組立工数の削減も期待できるようです。

インパクト拡大に向けた展望と課題

前述のように、当ファンドはCFRPによる輸送分野のCO2排出削減や再生可能エネルギー普及への貢献という観点から東レを評価していますが、現時点ではCFRPを用いた製品への置き換えは限定的と言えます。

例えば自動車の場合、車体の軽量化による燃費向上を目指す際に最も使用されているのはアルミニウムやマグネシウム等の金属であり、CFRPの使用は高級車に限られています。現状、すでに高性能な車両において、部品の一部をCFRP化しても、製造から成形に係る設備投資コストと重量や強度の性能効果のバランスが取れず、さらに量産規模にも課題があります。

次に、CFRPは炭素繊維とプラスチック樹脂の複合素材であるため、リサイクル時には両者に分解する必要がありますが、この分解が困難で多くが埋め立て処分されています。そのため、製品の原料調達から廃棄までのライフサイクル全体で見たCO2排出量が大きくなってしまいます。

このような課題解決に向けて、東レ・カーボンマジックではCFRPのリサイクル技術の進化に取り組んでいますが、現状では価格がバージン素材と比較して高く、強度も低下してしまいます。これらの課題解決には、技術開発だけでなくCFRPの用途多様化や市場そのものの拡大への取組が今後重要になります。

第三章

投資先企業の インパクトレポート

Investee Company Impact Reports

インパクトレポートによる 対話の促進とインパクト拡大

当ファンドではToC実現への貢献が期待できる28社（2025年6月現在）を厳選して投資しています。

それぞれの企業に対して、単に社会にとって「良いこと」をしているかだけでなく、社会課題解決と事業成長が強固に連動するビジネスモデルか、政策や市場の流れ等の外部環境の変化の流れの中で様々なステークホルダーへ持続的な価値提供ができるか等を日々対話を繰り返しながら確認します。

また、対話によって合意した目標は、一度定めて終わりではなく繰り返し進捗を確認します。そして、インパクトレポートという形で相互にフィードバックしながら、創出するインパクトの質と量を高めることができるよう努めます。

東レ株式会社



企業理念

わたしたちは新しい価値の創造を通じて社会に貢献します

アウトカム創出の観点から注目する取り組み

水処理膜技術による水資源不足問題の解決

国連の「世界開発報告書2023」によれば、世界人口の約10%が、水不足により日常生活に不便を強いられる状態である「水ストレス」の高い国や危機的状況にある国に住んでいるとされている。都市部における水ストレス人口は、気候変動の影響で2050年までに現在の約2倍に増加すると予測されている。同時に、人口増加と経済発展により世界全体の水需要は2050年までに20~30%増加する見込みである。この水資源の不足という危機に対し、東レは水処理膜技術で解決策を提供している。

東レの逆浸透（RO）膜技術は海水淡水化分野で高い世界シェアを確立している。RO膜法を使用した場合、

海水を加熱して水蒸気を発生させてその水蒸気を冷却・凝縮して淡水を取り出す方法と比較して、CO2の排出量を80%以上削減できる。水処理プロセスのCO2排出量削減と運用コスト低減を同時に達成できる同社のRO膜技術は、現在世界各地のプロジェクトで採用されている。

また、下廃水再生の分野でも膜技術が高度浄化・再利用を可能にしている。水資源の乏しい国の水循環の高度化や水供給の安定化に寄与した事例もあり、世界各地で安全な水へのアクセス改善と公衆衛生向上に貢献している。2030年までに水処理膜による水再利用・造水量を2013年度の1日あたり2,723万トンという実績から3.5倍へと拡大させる目標を掲げている。

炭素繊維複合材料による航空機のCO2排出削減

国土交通省によると、日本におけるCO2排出量のうち約17%を運輸部門が占めており、うち2.8%を航空分野が占めている。2050年までの世界の航空輸送は、国際民間航空機関（ICAO）によると現在の3倍以上に増加するとされており、それに従いCO2排出量も増加すると予測されている。CO2排出量を削減するために、航空業界では植物などバイオマス由来の原料や廃油等から製造される持続可能な航空燃料（SAF）が注目されている。一方で、SAFは製造コストが高く、供給量も限られているため、短期的には既存の化石由来燃料の使用を続ける必要が発生している。そこで、化石由来燃料を使用した場合でもCO2の排出量を削減できるよう、機体軽量化への取組が進んでいる。

この機体軽量化に関して、東レは炭素繊維複合材料（CFRP）による革新的ソリューションを提供してい

る。CFRPは一般的に従来のアルミニウム合金より約40%軽量とされており、疲労強度や耐食性にも優れてい



▲東レIR環境セミナー2022より

るため、機体の軽量化と長寿命化を同時に実現する理想的素材である。

同社が開発したCFRPが採用されている機体としてボーイング787がある。この機体では機体構造重量の約50%をCFRPが占め、従来航空機と比較して燃費が約

20%向上している。今後国際的な枠組み等により、機体の軽量化によるCO2排出量の削減に各航空会社が取り組んでいく中で、東レの高強度炭素繊維は他社と比較しても品質等において優位性があり、事業とインパクトの拡大が期待できる。

炭素繊維技術による再生可能エネルギー普及への貢献

国際エネルギー機関（IEA）のデータによれば、世界の再生可能エネルギー発電容量は2020年から2026年までに60%以上増加すると予測されている。しかし、気候変動対策としては依然不十分であり、産業革命以前と比較した平均気温上昇を1.5℃に抑えるパリ協定の目標達成には、さらなる再生可能エネルギー発電の普及が必要である。

普及において不可欠となるのが、発電効率の向上とコスト低減である。例えば、風力発電においては、発電効率と経済性を高めるために風車の大型化が進んでいる。特に洋上風力発電では、風車1基あたりの発電量を最大化するため、100メートルを超える長さのブレード（風車の羽根）が広まり始めている。一方で、大型化すると風の影響を受けてブレードのたわみが出やすくなり発電効率が低下する可能性があるため、強度を維持しながら軽量化を実現する高性能素材の必要性が高まっている。

また、水素エネルギーの普及にも課題がある。水素は発電、輸送、産業など幅広い分野で化石燃料の代替とな

り得るクリーンエネルギーであるが、安全かつ効率的な貯蔵・運搬には、超高压に耐える軽量で堅牢なタンクが不可欠となっている。

東レはこれらの課題に対し、風力発電の分野では、CFRPの提供により従来のガラス繊維では実現困難だった直径80mを超えるブレードの実用化に成功し、風車1基あたりの発電効率を大幅に向上させている。同社グループのZoltek社が提供する風力発電翼用途の炭素繊維はCFRP風力発電翼の業界標準となっており、世界シェアの大半を占めている。

水素エネルギー分野では東レのCFRPが燃料電池自動車や水素ステーション用の高圧水素タンクの基幹素材として採用されている。FCVに搭載される水素タンクでは超高压に耐えながらも軽量化を可能にし、航続距離延長と普及促進に寄与している。さらに、水素タンク用CFRPの低コスト化技術の開発を進め、水素社会実現の経済的障壁を下げる取組も推進している。

社会的・環境的インパクトに繋がる実績(2025年3月期)

CO₂ 433 百万トン CO2削減
貢献量

売上収益 13,689 億円 サステナビリティ
イノベーション
事業

7,900 万t/日 水処理貢献量

事業活動によって取り組む社会課題の構造

東レは、「再生可能エネルギーの製造と普及における障壁による化石由来燃料の利用継続」という社会課題の解決に取り組んでいる。脱炭素社会への移行が進む中で、再生可能エネルギーへの転換には複数の障壁が存在する。例えば、風力発電では強度や重量の制約から大型化に限界があり、水素エネルギーでは効率的な貯蔵・輸送が困難である。これらの技術的制約が、結果として化石燃料への依存継続という状態を生み出している。

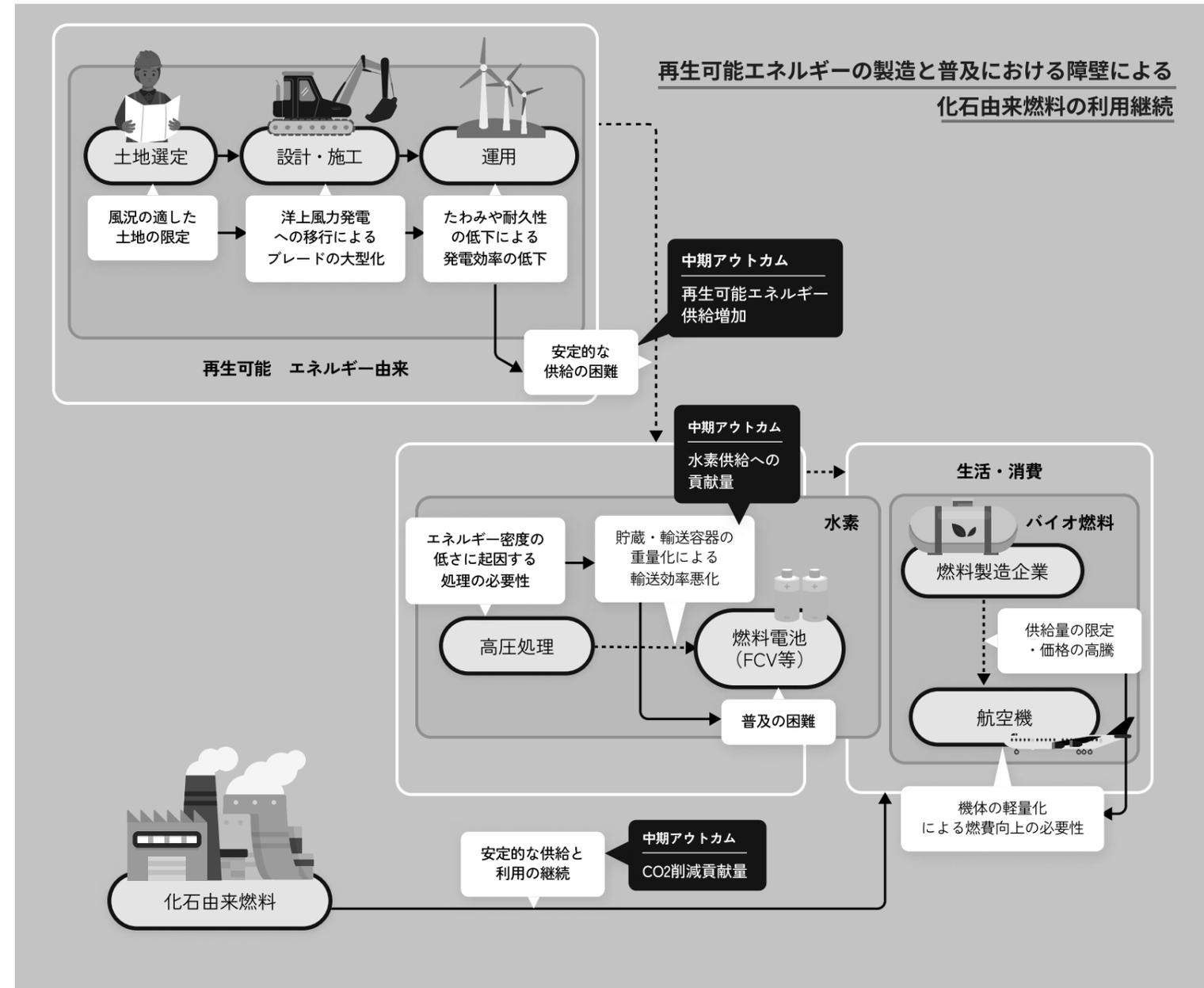
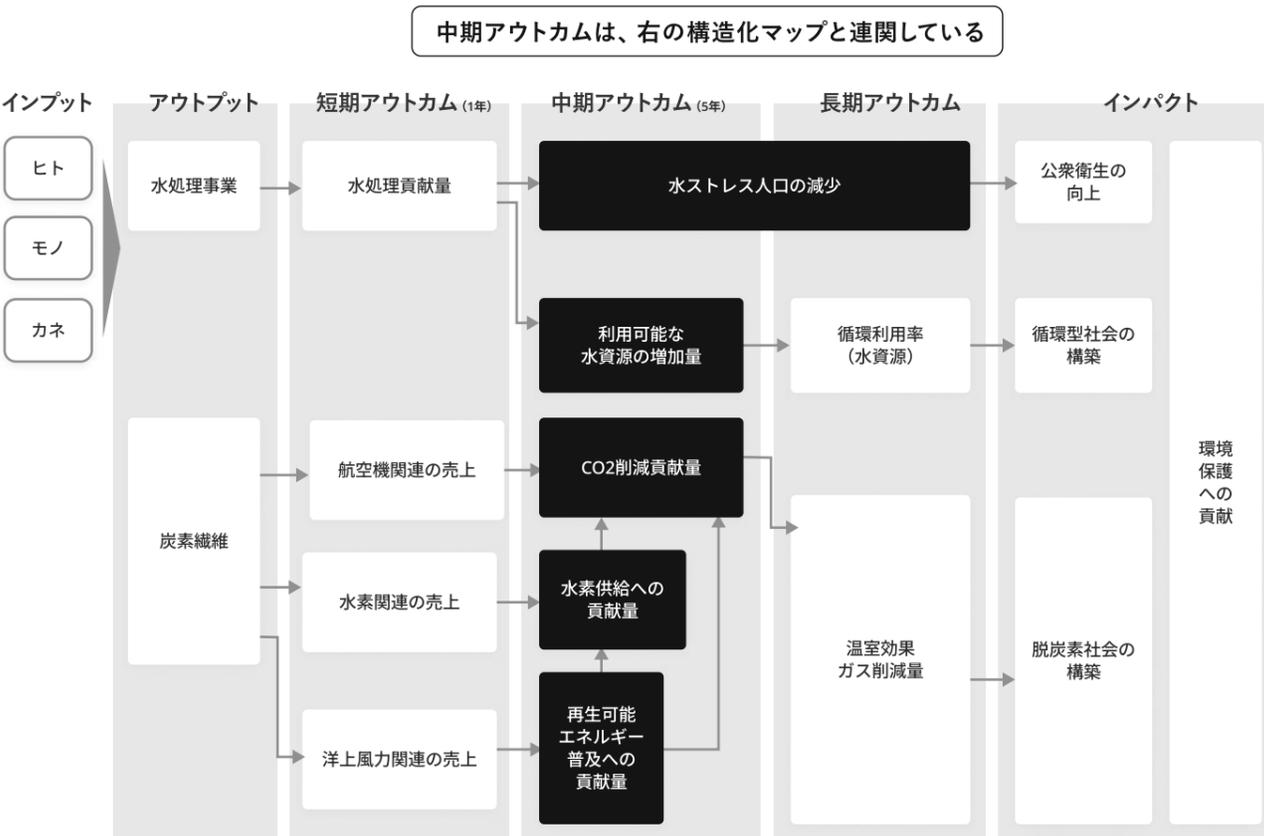
再生可能エネルギーの普及には、生産量の拡大とサプライチェーンの構築という二つの要素が不可欠であるが、双方に技術的・経済的な障壁が存在している。風力発電の生産量拡大においては、風況の適した土地が限定される中で1基あたりの発電効率向上が求められる。そのためには大型の風車ブレードが必要だが、重量増加に伴う強度不足や設置コストの上昇が課題となる。この結果、安定供給や生産コスト低減が妨げられている。

またサプライチェーン構築においては、特に水素エネルギーで課題がある。水素はエネルギー密度が低いため、高圧条件または大型タンクでの貯蔵・輸送が必要となる。従来の金属タンクでは高圧化に材料強度の限界があり、大型化は輸送効率の低下を招いてしまう。

他の再生可能エネルギーでも同様の構造的な課題がある中で、短期的には化石燃料の使用を前提としながらも、その使用量の段階的な低減が必要である。例えば、航空分野においても持続可能な航空燃料（SAF）の供給量が限られているため、機体の燃費改善による化石由来燃料の使用量低減が急務となっている。しかし、安全性を確保しながら機体重量を削減することは従来素材では技術的に困難である。

これらの課題に対して、東レは高性能炭素繊維複合材料を核としたソリューションを提供している。風力発電では、軽量かつ高強度の炭素繊維強化プラスチックを用いた大型風車ブレードにより、1基あたりの発電量を従来比で約2倍に向上させることに貢献している。水素エネルギーの分野では、高圧水素ガス用の複合材料タンクを開発し、軽量化と高い安全性を両立させている。これにより水素の輸送効率が向上し、サプライチェーンの効率化に貢献している。

航空分野においては、機体構造部材を炭素繊維複合素材に置き換えることで軽量化を実現し、燃料消費量とCO2排出量の削減に寄与している。



インパクト創出を意図したロジックモデル

東レの創出するインパクトを整理するために、左記のようなロジックモデルを作成した。水処理事業では、同社の素材に関する強みを活かした水処理膜による海水淡水化等のインパクトを評価する。水処理貢献量の増加による水ストレス人口の減少度合いや、水資源の循環利用率を測定していく。

また、炭素繊維の提供による脱炭素化への貢献では、取り組む問題の構造パートでも記載した3つの取組を評価していく。1つ目は風車の大型化への貢献である。ブレードの大型化による発電効率の向上が、発電量の増加にどれくらい貢献し、化石由来エネルギーからのエネル

ギー源の置き換えによるCO2排出量削減にどれくらい寄与したかをモニタリングする。

水素に関しては、タンクの製造による輸送・貯蔵効率化の取組が、水素エネルギーの流通にどれくらい寄与し、同じく化石由来エネルギーからのエネルギー源の置き換えによるCO2排出量削減にどれくらい寄与したかをモニタリングする。

最後に航空分野では、機体の軽量化による燃費の向上がCO2排出量削減にどれくらい寄与したかをモニタリングしていく。詳細な数値の開示は生産量等の特定につながるため、開示範囲は継続して議論予定である。

東京エレクトロン株式会社



企業理念

基本理念：最先端の技術と確かなサービスで、夢のある社会の発展に貢献します
 Vision：半導体の技術革新に貢献する夢と活力のある会社

アウトカム創出の観点から注目する取組

製造プロセス革新による産業全体の環境負荷改善

半導体製造では、シリコンウエーハ上に数百層の薄膜を積層してナノメートル単位の微細な回路パターンを形成するため、極めて高温・高圧・高真空の環境下での精密な化学反応が必要となる。このプロセスには大量のエネルギーとガスが消費される。さらに、半導体の微細化の進展により、環境負荷が深刻化している。回路線幅が細くなるほど、より高精度な加工条件が要求され、より複雑な製造工程が必要となる。加工精度を上げるためにはより多くのエネルギーとガスが必要であり、高性能化と環境負荷低減は相反する関係にあった。

このような課題に対して、TELは環境性能を組み込んだ製品設計に取り組んでいる。従来のプラズマ生成条件や化学反応パラメータを見直し、反応効率を高めることで同等以上の加工品質を維持しながら投入エネルギー・材料使用量の削減を図る技術開発を進めている。この取り組みを可能にしているのは、半導体製造の中核4工程（成膜、塗布・現像、エッチング、洗浄）すべてに装置を提供する同社の包括的な体制である。各工程を個別に最適化するのではなく、エッチング工程で発生する反応副生成物を後段の洗浄工程で効率的に除去するという工程間の連携を考慮した設計により、システム全体での環境負荷削減を追求している。

同社の技術の重要な柱の1つが、ガスの使用効率を改善する反応制御技術である。最新のプラズマエッチング装置では、独自開発の低温プラズマ技術により、従来と

同等の加工精度を維持しながらガス使用量の削減が進んでいる。また、半導体製造では高価な特殊ガスが大量に使用されるが、そのすべてが化学反応で消費されるわけではなく、一部は未反応のまま排出される。同社では、この未反応ガスを回収・精製して再利用するシステムを導入することで、ガスの利用効率向上とコスト削減を実現している。

成膜装置においても、新開発の高効率加熱システムにより、ウエーハ加熱に必要な電力を削減しながら、膜質の均一性を改善する成果が報告されている。さらに、AI技術を活用した予知保全システムの開発により、装置の稼働効率を最大化し、機械学習アルゴリズムによる部品劣化予測により計画外停止の削減が進んでいる。

これらの技術革新により、同社の顧客である半導体メーカーでは、製造ライン全体でのエネルギー効率改善と生産効率向上の両立が図られている。こうした環境性能と経済性を同時に追求する取り組み事例は、半導体産業における持続可能な製造の実現に寄与している。



▲東京エレクトロンHPより作成

サプライチェーン脱炭素化による産業構造の再編

TELの事業において、CO2排出量の約70%は部材調達、加工、輸送といったサプライチェーン上流での排出（Scope3）が占めている。同社の製造装置は、精密機械加工部品、特殊材料、高純度化学薬品など、極めて高度な技術を要する数万点の部材から構成されており、中小規模の専門企業が製造を担っている部分もある。半導体サプライチェーンではナノメートル級の精度要求により、部材メーカーとの長期的な技術協力関係が不可欠であるが、これらの中小企業では省エネ設備導入や再生可能エネルギー転換に必要な資金・技術が不足している。

また、半導体を大量使用するテック企業からの脱炭素要求の厳格化がある。データセンター事業者やスマートフォンメーカーが自社のカーボンニュートラル目標達成のため、調達先である半導体メーカーに対して厳しい環境基準を設定し、その要求が製造装置メーカーにまで波及している。従来のコストと品質中心の調達基準に、環境性能という新たな競争軸が加わったことで、環境基準を満たせない企業の市場参入機会が狭まり、技術力を持つ企業への集約が進む動きが見られている。

TELは、2021年に業界初のサプライチェーン環境イニシアティブ「E-COMPASS」を立ち上げ、この複合的な課題に戦略的に取り組んでいる。従来のサプライヤー管

理が環境基準の一時的な要求に留まっていたのに対し、E-COMPASSは取引先企業との協働による価値創造を核としている。具体的には、取引先企業との協働による環境技術の共有と協働開発の促進を図っており、年次開催の「TEL E-COMPASS Day」では、2024年3月に約900名の取引先が参加している。2024年度からは取引先企業向けに環境に関する方針や目標についての教育プログラムを展開しており、「東京エレクトロンの環境方針」「中長期環境目標」「環境・気候変動対策の取り組みの重要性」「サプライチェーンにおけるCO2排出量算定方法」などの内容が含まれている。

さらに、同社は公募制度を通じて外部企業・研究機関からの環境技術提案を積極的に採用している。半導体・FPD製造装置の設計・開発、製造に加え、半導体・FPD製品の生産、廃棄・再生までの全工程を対象とした環境負荷低減策を幅広く募集もしている。

これらの成果により、同社は2040年までのネットゼロ達成目標を当初計画から10年前倒しで設定することが可能となったとしている。E-COMPASSの取り組みは半導体産業全体の環境基準向上に波及効果をもたらしており、主要顧客であるサムスン電子、TSMCなどとの協力関係を深化させている。

パートナーシップ強化：業界全体でサステナビリティの追求

1 ネットゼロ

2 環境有害物質フリー装置

3 製品環境性能向上

4 サステナビリティによる企業価値向上

社会的・環境的インパクトに繋がる実績(2025年3月期)

21% 削減 ウェーハ1枚当たりCO2排出量

73% 削減 CO2総排出量75%削減

89% 事業所の再生可能エネルギー使用比率

▲東京エレクトロン「2025年度統合報告書」より

【Scope1, 2, 3におけるCO2排出量(2025年3月期)】

| 上流 | TEL | 下流 |
|---|---|----------------------------|
| 5,132千t (Scope3上流 自社以外の排出) | 47千t (Scope1, 2 自社の排出) | 7,562千t (Scope3下流 自社以外の排出) |
| カテゴリ1 購入した物品・サービス 4,494千t カテゴリ2 資本財 490千t カテゴリ3 燃料、エネルギー関連の活動 34千t カテゴリ4 上流の輸送・流通 16千t カテゴリ5 事業から発生する廃棄物 3千t カテゴリ6 出張 67千t カテゴリ7 従業員の通勤 29千t | カテゴリ9 下流の輸送・流通 135千t カテゴリ11 販売された製品の使用 7,421千t カテゴリ12 販売された製品の廃棄後の処理 6千t | |

事業活動によって取り組む社会課題の構造

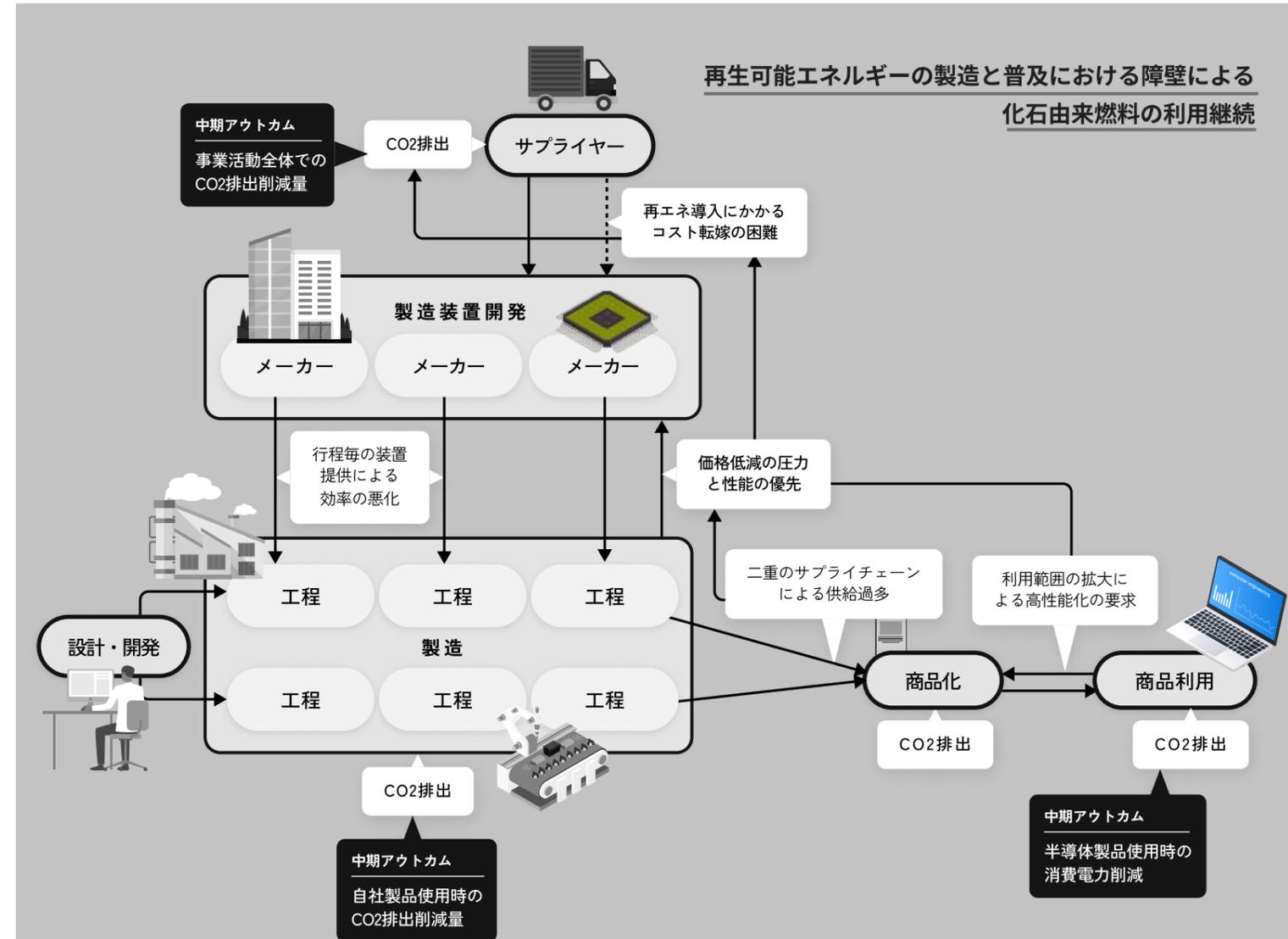
東京エレクトロンは、「半導体製造サプライチェーン全体におけるCO2排出量増大による脱炭素社会実現の阻害」という社会課題の解決に取り組んでいる。デジタル化の進展により半導体需要が拡大する中で、その製造工程における環境負荷が深刻化している。

サプライチェーン全体を取り巻く市場環境として、米中対立により半導体サプライチェーンが二重構造化し、各陣営が自立的な製造能力を整備した結果、世界的な供給過多の状況がある。同時に、生成AIの技術発展により高性能な半導体への需要が増大し性能の追求を迫られている。このような状況下で、コストと性能の競争が優先される構図となっている。

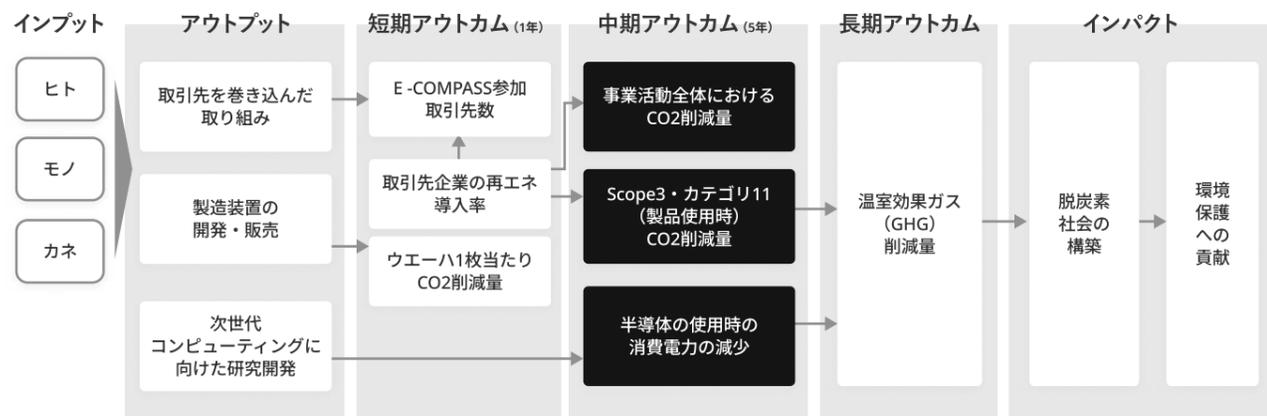
その中でも、東京エレクトロンにとってサプライチェーン上流に当たる、中小サプライヤーにおける脱炭素化の遅れが課題となっている。半導体製造装置は数万点の部品から構成されるが、それらを供給する中小企業の多くは、再生可能エネルギーの導入や省エネ技術の実装に必要な資金や知見が不足するケースが多い。サプライチェーン全体で競争激化により価格圧力が強まる中で、これらの企業が環境への投資を行うインセンティブは限定的であり、投資をしてもその価格を転嫁することは難しい。

このような課題に対して、東京エレクトロンは自社のポジショニングを活かした解決策を展開している。同社は成膜、エッチング、洗浄、アッシングなど半導体製造の複数工程をカバーする装置を提供しており、サプライチェーン上で代替が難しいポジショニングを築いている。このポジショニングを活用した「E-COMPASS」という取組では、多数のサプライヤー企業へCO2排出量削減への働きかけを行う。年1回開催される「TEL E-COMPASS Day」では環境活動の報告と情報共有を行い、優秀な取り組みを行う企業を「グリーンパートナー」として認定している。また、サプライヤーに対する再生可能エネルギー導入の技術支援や、環境負荷低減に向けた提案募集を通じて、個社では対応困難な脱炭素化を支援している。

この取組は、製造プロセスのCO2排出削減にも直結している。サプライヤーの脱炭素化が進むことで、装置を構成する部品製造時のCO2排出が削減され、装置のライフサイクル全体での環境負荷が低減される。さらに、装置の省エネ性能向上により顧客工場での直接的なCO2削減も実現し、2040年までに自社の事業活動以外も含むScope1~3におけるCO2排出量を実質ゼロとする目標を掲げている。



中期アウトカムは、右の構造化マップと連関している



インパクト創出を意図したロジックモデル

東京エレクトロンの創出するインパクトを整理するために、左記のようなロジックモデルを作成した。アウトカム創出の観点から注目する取り組みや構造化マップの説明でも記載した通り、同社の環境的なインパクトを3つの取り組みから評価していく。

1つ目は同社が製造・開発した半導体製造装置の使用時のCO2排出量削減がある。同社の総CO2排出量のうち約70%をScope3カテゴリ11に当たる販売された製品使用時のCO2排出量が占めている中で、先述したように製造工程のエネルギー消費効率化が可能な製造装置を開発している。この装置を用いたCO2排出量の削減は同社が開示しているデータを用いモニタリングをしていく。

次にサプライヤーとの連携による事業活動全体におけるCO2削減量である。こちらは短期的には同社のE-COMPASS説明会や取引先企業の再エネ導入率をモニタリングしながら、それに対する同社の貢献度合いをどのように測定するかを検討していく。

最後に、使用時の消費電力を減少させられる半導体の研究開発である。同社の装置を使用して製造された半導体を用いたデバイス等を最終ユーザーが使用する際に、消費される電力の減少に向けた取り組みが進められている。こちらは中長期的な研究開発という位置付けのため、その進捗を定期的にモニタリングしていくことが望ましい。

株式会社エスプール S-POOL

前回のレポート内容の振り返り

株式会社エスプールは「アウトソーシングの力で企業変革を支援し、社会課題を解決する」という理念のもと、企業や自治体が共通して抱えている課題を、複数の企業での共同利用を前提とした「シェアリング型」のアウトソーシングで解決するサービスを提供している。事業内容は多岐に渡り、グループ型人材派遣サービスや障がい者雇用支援サービス、広域行政BPOサービス等を運営する。これらのサービスの根底には、社会の価値、エスプールの価値、顧客の価値の「三方よし」の思想を持ち、自社の利益だけでなく顧客企業の価値向上と社会の課題解決につながるソーシャルビジネスを生み出すという同社の考え方がある。

当ファンドでは、同社の事業活動の中でも、障がい者雇用支援サービスと広域行政BPOサービス、そして環境経営支援サービスを通じた課題解決の取組を主な評価対象としている。障害者雇用支援サービスでは、2025年11月末時点で全国に59ヶ所展開する企業向け貸し農園にて、利用企業の障害者雇用支援と障害のある人に対する

就労支援を行っている。同社の農園で就労しているのは、一般企業での雇用が難しい障害のある人が主な対象となっており、累計就労者数は2025年11月末時点で4,900名以上、定着率も92%となっている。

広域行政BPOサービスでは、人手不足や大量の事務処理によってコア業務の推進ができない等の課題を抱える複数自治体の業務を、全国22拠点にて受託している。これにより、地方自治体の経営の円滑化や地方における事務職雇用の創出に取り組んでいる。

環境経営支援サービスでは、企業のGHG排出量算定やTCFD/TNFD開示のコンサルティング等に取り組む。2025年11月末時点で680社以上の導入実績があり、企業活動によって排出される温室効果ガスの削減に資する役割を果たしている。

このような取組のインパクトを評価するロジックモデルは以下のように作成している。短期・中期アウトカムには、主に作成時に同社が開示していた情報をベースに指標を設定している。そのため、受益者や課題に関わるステークホルダーの状態変化を反映したアウトカム指標に変更する必要がある。

改訂前（2022年時点）のロジックモデル



ロジックモデルの数値推移と指標の見直し

今回のモニタリングとロジックモデルの見直しは、障がい者雇用支援サービスを中心に行なった。まず、現行のロジックモデルで設定している短期アウトカムの進捗は順調である。毎年度7~8施設ずつ新たに農園を開設しており、就業者数も直近2年間で1,000名以上増加している。背景には法定雇用率の引き上げによる利用企業の増加があり、その数は2021年度の664社から2025年度現在で720社以上となっている。また就業者や利用企業が増加しながらも、定着率は92%という高い数字が維持されている点も評価できる。

このように事業が順調に拡大している中で、同社の障がい者雇用支援サービスが障害者雇用の課題において解決に寄与する部分をより明確に示し、その進捗を評価していくためにロジックモデルを改訂している。まず短期

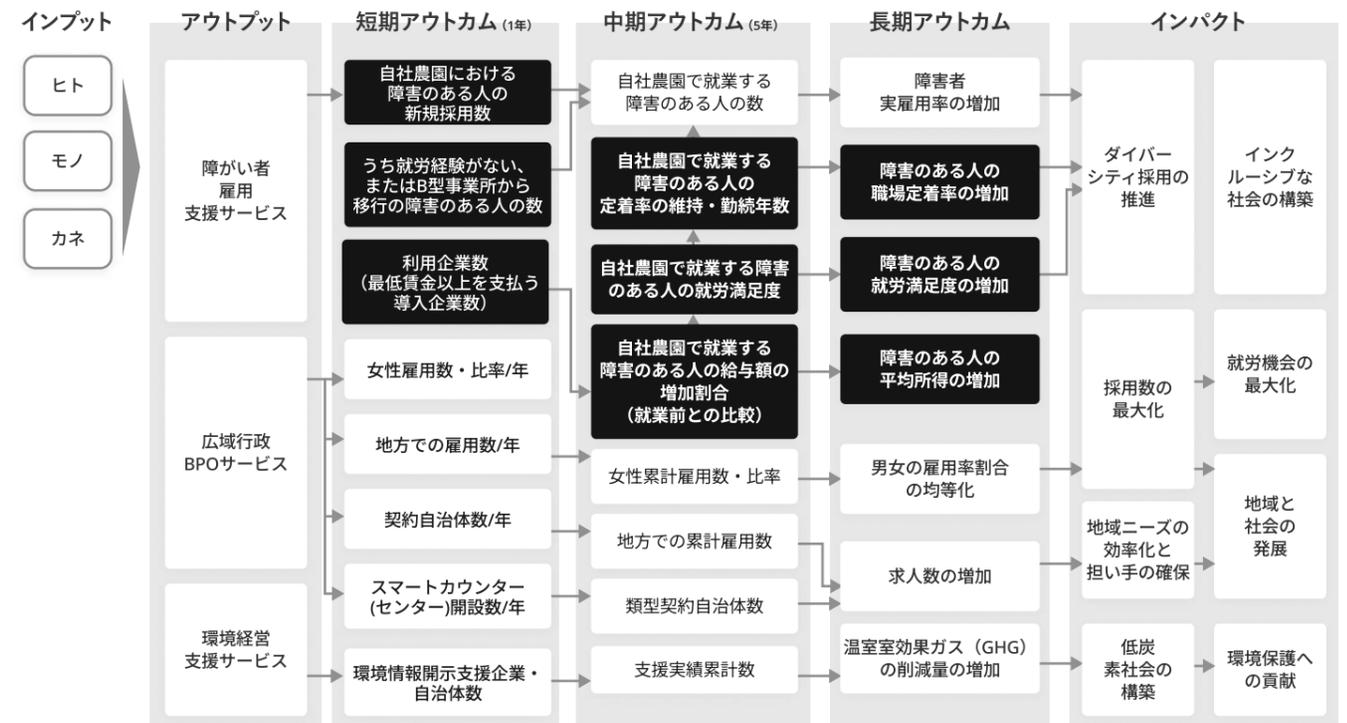
| | FY25 | FY24 | FY23 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 農園の開設数/年 | 6施設 | 7施設 | 9施設 |
| 就業する障害のある人の数/年 | 4,942名 | 4,405名 | 3,774名 |
| 就業する障害のある人の定着率 | 92% | 92% | 92% |

アウトカムとしては、年度毎の就業者数の差分をより明確するために同社が開示する「採用者数」を新たに設定する。また新規採用者のうち、就労経験を保持していない人とB型事業所から移行してきた人の割合の測定・開示も検討していく。

次に中期アウトカムとしては就業者数とその定着率に加えて、勤続年数を新たに設定した。これは、労働契約法で定められている有期雇用期間が通算5年を越えると無期雇用へ転換できるというルールに則り、同社の農園で就労する障害のある人の契約形態や雇用環境の変化をモニタリングするための指標であり、今後測定や開示の可否を検討していく。また、高い定着率や勤続年数につながるアウトカムとして同社が統合報告書にて開示を始めた就業者の満足度や、就業前と比較した給与額の増加割合の測定も検討していく。

最後にこれらの変更点を総合した長期アウトカムとして、職場定着率の増加と就労満足度の増加、平均所得の増加を長期アウトカムとして加えている。このような改訂によって、一般企業での雇用がこれまで難しくなかった障害のある人の雇用とその定着における課題への同社の取組をより効果的に評価していく。

改訂後のロジックモデル



事業活動によって取り組む社会問題の構造と前回レポート時からの変化

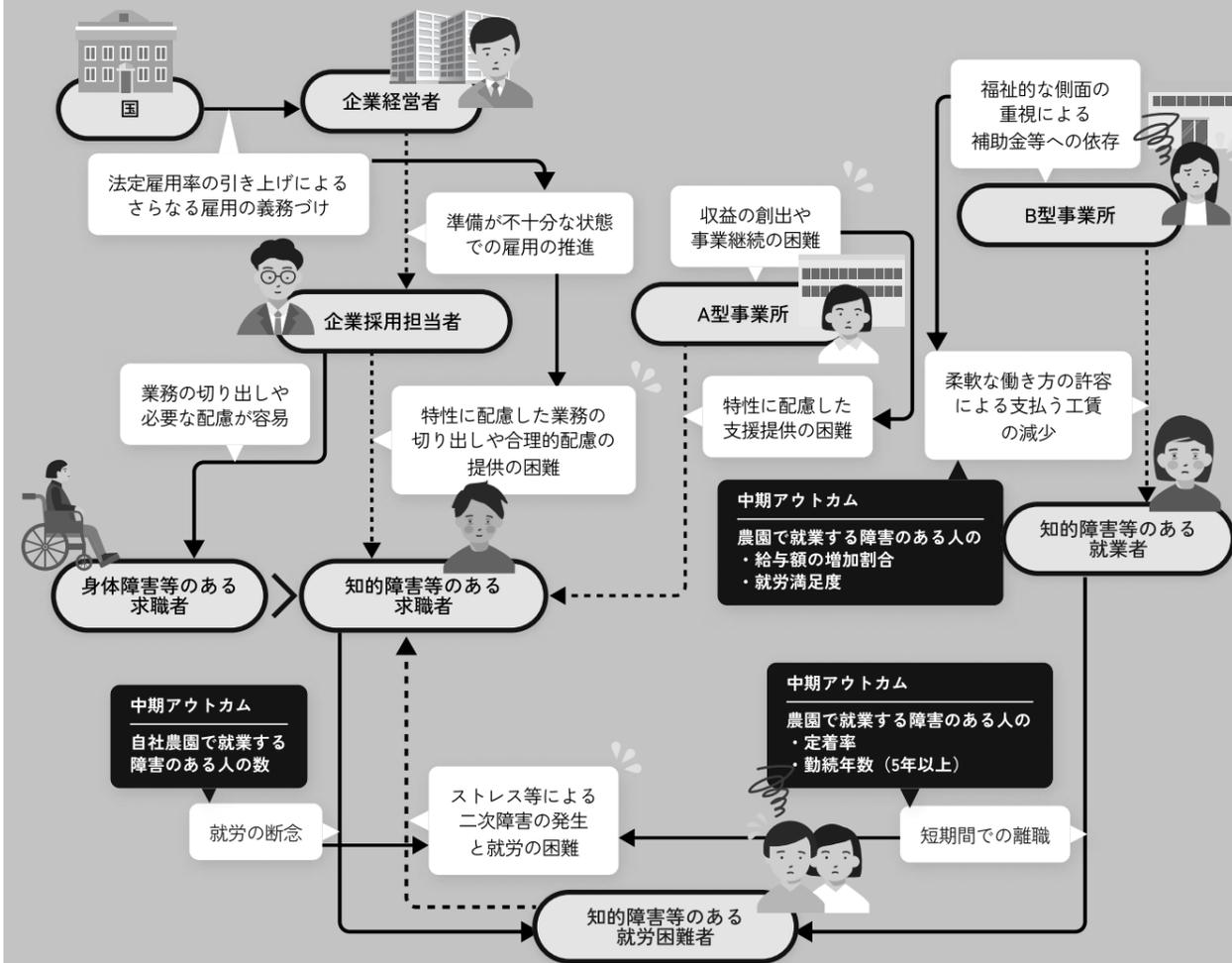
前回のレポート時には、障害者雇用全般において、障害のある求職者と採用企業、職業紹介機関や福祉施設、学校等との連携不足と、その結果起こってしまう早期離職や、離職期間の長期化による二次障害の発生を、エスプールの取り組む課題の構造として取り上げた。しかし、ロジックモデルの改訂と同じように、当ファンドが同社の取組の中でも特に評価をしている、一般企業での雇用が難しい障害のある人が持続的に就労できる機会を同社が提供しているという点をより解像度高く可視化するために、構造化マップを改訂している。

まず、近年法定雇用率の引き上げが進む中で、自らが障害者雇用に取り組む意義の明確化や、役割や配置の検討が不十分なまま雇用せざるを得ない企業が多い。そのため、より支援の提供や必要な配慮の想像が付きやす

い身体障害のある人等の雇用は増加している。一方で、障害の特性に配慮した業務の割り当てや配慮の提供が企業にとってより難しい障害のある人の雇用は依然として進んでいない。

また、一般企業での雇用が難しい障害のある人が利用する障害福祉サービスにおいても課題がある。障害福祉サービスの中でも、一般就労が難しい人が主に利用するのが就労継続支援A型事業所とB型事業所である。この2つの違いの1つに事業所の収益モデルがある。A型事業所は一般企業と同様に利益を追求し、収益の中心が事業活動となるのに対し、B型事業所は利益を追求せず助成金や補助金に依存するケースが多い。そのため、A型事業所では利用者の個別支援や環境の調整が難しい場合が多く、雇用に際して必要なリソースがより大きい障害のあ

知的障害等のある人の雇用の困難



る人はA型事業所の利用が困難な傾向がある。

2つ目の違いとして、雇用契約の有無がある。A型は雇用契約を結んで利用者を雇用するのに対し、B型では雇用契約は発生しない。そのため、A型では利用者に対して支払う給料に最低賃金が適用されるが、B型で生産活動の対価として支払われる工賃には最低賃金が適用されない。実際に令和4年度のA型事業所の平均賃金は約83,000円なのに対し、B型事業所の平均工賃は約17,000円となっている。収益モデルの違いで記載したようにB型はA型と比較して福祉的な役割を担っている側面が大きく、一般企業での雇用が難しい障害のある人も利用がしやすい。一方で、このような低い工賃で就労を続けることは生活水準の低下につながってしまったり、経済的な自立を妨げたりしてしまう。そのため、一般企業での雇用もA型事業所の利用も難しい障害のある人は、B型事業所を継続的に利用することも難しい状況にあると言える。

このような課題に対して、エスプールの利用企業が障害のある人を直接雇用するための場として農園を貸し出し、障害のある人の就労を促進する支援に取り組んでいる。これは、雇用するための業務創出や役割定義と雇用

しやすい環境整備の両方における課題を解決する取組であり、今までは一般企業での雇用が難しかった障害のある人の就労を可能にしている。実際に同社の農園で働く人のうち3~4割は初めての就労となっており、新たな雇用の創出につながっていることがわかる。またハード・ソフト両面での働きやすい環境整備や、企業が直接契約を結んで雇用することによって最低賃金が保障されていることで、持続的に働くことも可能にしている。同社の農園で働く人の定着率は90%以上となっている。

一方で栽培された野菜は市場に出回っておらず、同社の農園で働く人が得ている報酬は農園での働きが市場に正当に評価されたものであるとは言えないという論点がある。また、利用者や業務内容の実態は実質的にはB型事業所の代替に過ぎず、本来国が保障していた障害のある人の就労機会を企業に課している法定雇用率制度の中で、企業が障害者雇用に投じている自社の利益創出につながらないコストは実質的に税金と同義だという見方もできる。今後、同社は野菜の販売や新たな働き方の開発にも取り組んでいくことを検討しているため、このような論点についても議論しながら創出されるインパクトを評価していく。

アウトカム創出の観点から注目するトピック

農園野菜の外部販売のトライアルを開始

同社の農園で栽培された野菜は、市場での販売や利用企業による買取がされずに、利用企業の社員食堂等で活用されたり、子ども食堂等の福祉施設への寄付されたりしていた。そのような中、同社は野菜販売によって対価を得ることで労働の成果をより明確にすることを目的に、2024年度より近隣のスーパーマーケットと農園で栽培された野菜を販売するトライアルを開始した。

トライアルの結果として、自ら作った野菜が売れるようになることで、農園で働く障害のある人のモチベーションアップ・やりがい向上に寄与することがわかった。またどのようにすれば野菜が売れるのかを自身が試行錯誤することで、これまでの作業内容がより丁寧になったという声もある。このような新たな取組によって農園内で新たな業務が創出され、就業者のモチベーション向上が定着率の維持につながったり、新たなスキルの獲得が就労満足度の向上につながることが期待できる。

▼株式会社エスプール『2024年11月期第2四半期 決算説明資料』より



株式会社リクルートホールディングス

前回のレポート内容の振り返り

株式会社リクルートホールディングス（以下、リクルートHD）は、「まだ、ここにはない、出会い。より速く、シンプルに、もっと近くに」というミッションのもと、テクノロジーとデータを活用した個人と企業のマッチングサービスを提供している。同社の中核経営戦略のうち、「人材マッチング市場における採用プロセスの効率化」と「国内企業クライアントの生産性向上」の2点を、当ファンドのToCと親和性の高い取組として評価している。

採用プロセスの効率化には、就労機会の最大化と個別最適な資源・機会の提供によるWell-beingの向上につながると評価している。具体的には、約半数の求職者が自身の生活水準を保つことができる期間を超えて仕事を探している現状において、同社は就業時間の短縮に取り組んでいる。さらに、効率化だけでは支援が行き届かない求職者向けに学歴・障害・犯罪歴等による構造的偏見や

障壁を抱える求職者の採用支援も実施している。

またクライアントとなる国内中小企業の生産性向上では、「SUUMO」「HOT PEPPER Beauty」「じゃらん」等の販促マッチングプラットフォームに加え、パーソナル業務支援SaaSや人材マッチングサービス、業務・経営支援SaaSを提供し、事業運営の全経済活動を支援している。これにより、中小企業の「煩わしい」業務時間と管理業務の人的費用削減を実現し、地域と社会の発展に貢献している。

これらの取組をモニタリングするロジックモデルは、同社が開示する指標を中心に作成している。採用の効率化では「1分あたりの平均採用者数」「就業にかかった時間の削減」「障壁に直面する求職者への支援数」を、中小企業の生産性向上では「煩わしさを削減できた時間」と「管理業務にかかる人件費の削減額」を中期アウトカム指標として設定している。

ロジックモデル

今回のモニタリングは2025年3月期の実績をもとに行った。同社は前回対話（2023年12月）以前からインパクト開示を積極的に行っており、開示指標の変化を確認した。まず採用の効率化への取組では、Indeed及びGlassdoor上における1分あたりの平均採用者数は27名となり、前年の23名から4名増加した。障壁に直面する求職者への支援数は累計約1,180万人となり、前年の690万人から大幅に増加した。これはスキル重視求人への拡大が作用したと考えられる。

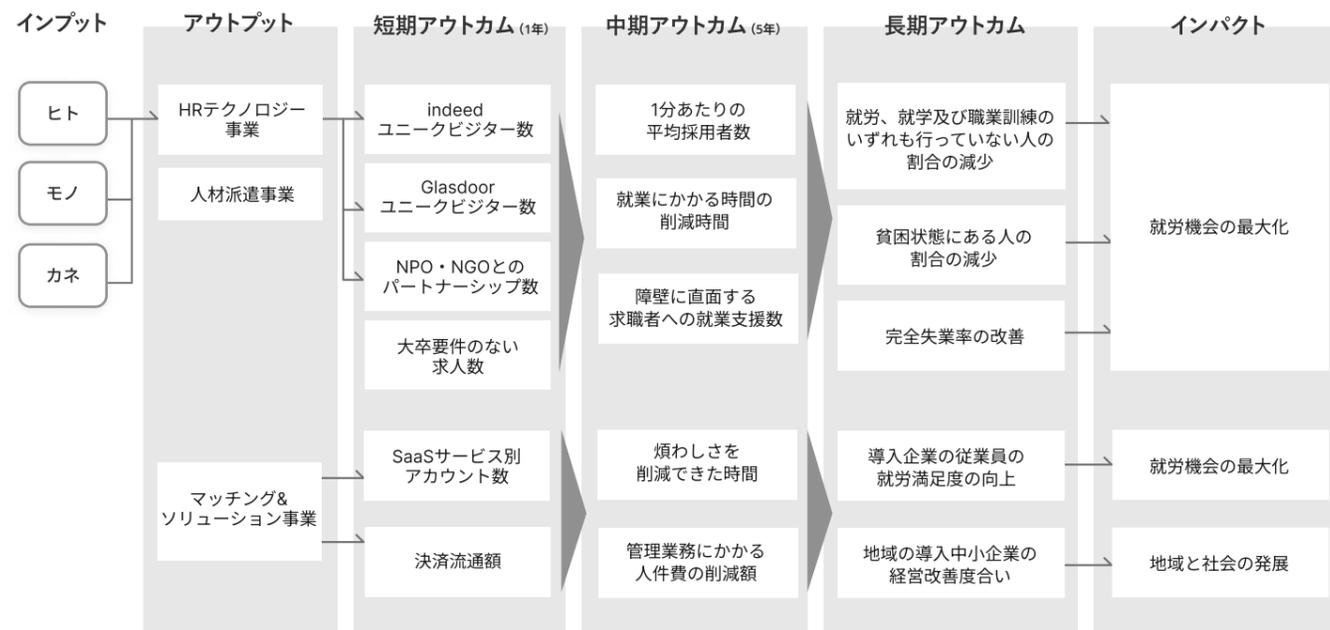
就業にかかる時間の削減は、測定指標を「企業側が採用にかかった時間」に変更した。Indeed上のデータによるプロセス分析が可能で、より正確な測定方法への改良が背景にある。実際の数値は、2025年1月時点で平均42日間となり、2023年12月時点の41日間から微増した。増加要因は米国における労働力人口比率の増加と離職率の低下と分析している。

| 中期アウトカム | 25年3月期 | 24年3月期 |
|-------------------|---------|--------|
| 1分あたりの平均採用者数 | 27名 | 23名 |
| 就業にかかる時間の削減時間 | 42日 | 41日 |
| 障壁に直面する求職者への累計支援数 | 1,180万人 | 690万人 |

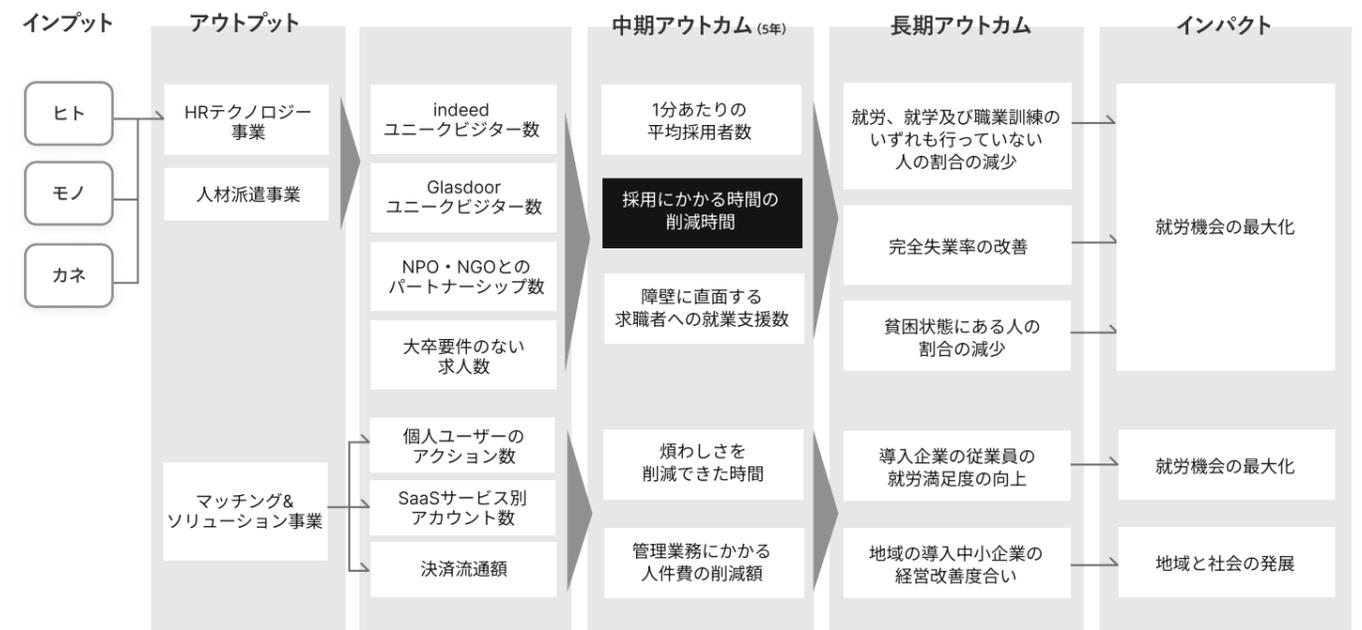
ただし、雇用主が有料プランを利用した場合は時間短縮が実現されている。具体的には、有料プラン利用時の細かな作業効率化が寄与している。測定指標は変更したものの、最終的な目標は求職者目線での時間削減であり、それに向けた道筋の解像度が、同社のプロダクト改善により高まっている。

中小企業の生産性向上では、短期アウトカムであるアカウント数は前年同期比14.7%増の約434万アカウントとなった。これは、キャッシュレス決済サービスのアカウント数が増加し、その導入の際に新規クライアントの獲得につながっていることが背景となっている。さらに、その決済サービスを通じた流通額は、前年同期比26.8%増の約2.4兆円となっている。

ロジックモデル



ロジックモデル



事業活動によって取り組む社会課題の構造

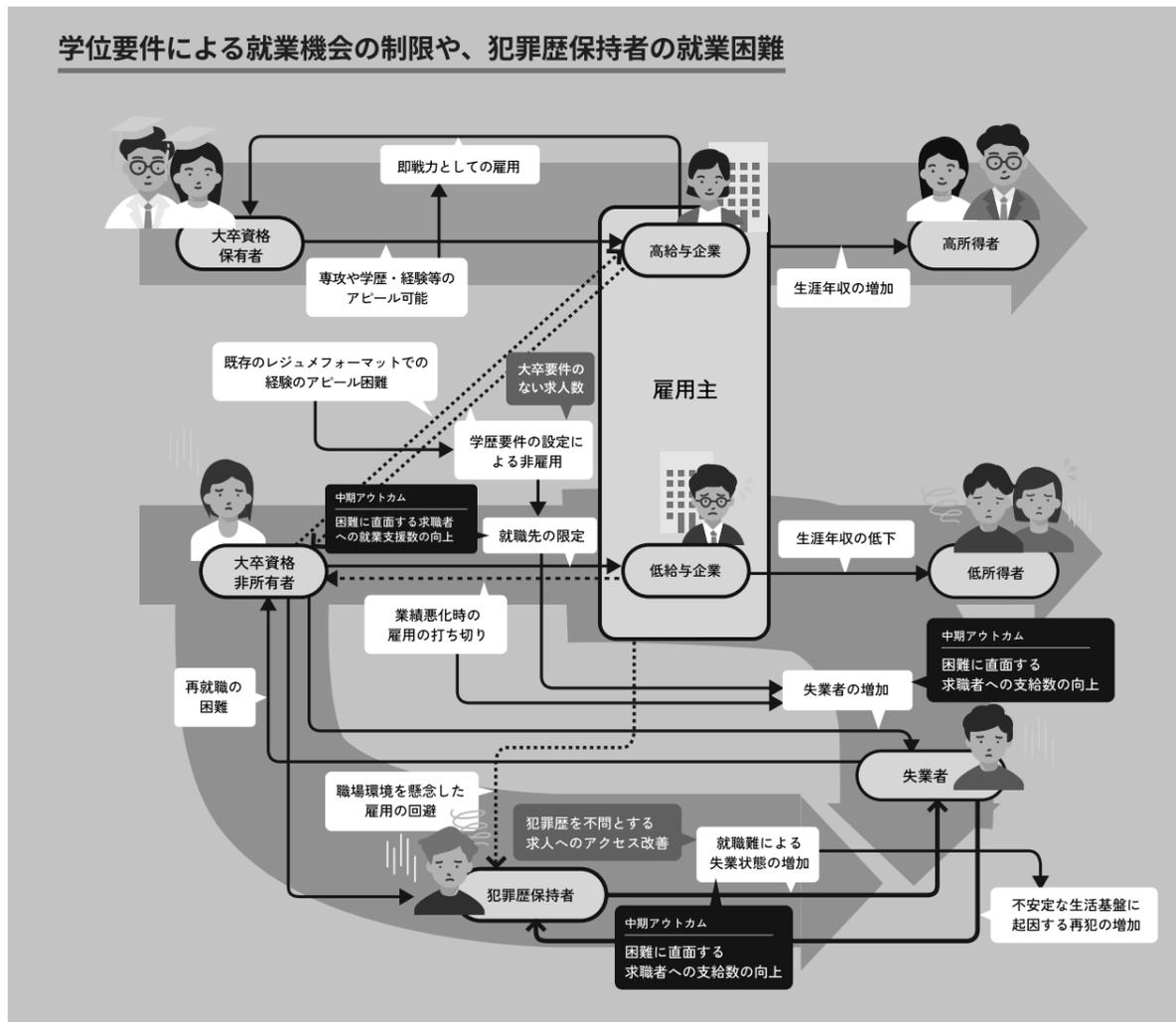
前述の採用効率化に加えて、最適化のための取組の具体例として、リクルートHDは「学位要件による就業機会の制限や、犯罪歴保持者の就業困難」の解決に取り組んでいる。労働市場には必要なスキルや能力を持ちながら、構造的障壁によって就業が困難な人が存在する。米国では労働人口の半数が学士号を取得していないが、これらの人材は採用選考の過程で除外され、就業や高給与職への転職が困難な状況にある。加えて成人人口の約3分の1が犯罪歴を持つ中、企業は慣習的に書類審査で不合格とするため、就業機会が著しく制限されている。また再犯の多くが不安定な生活基盤に起因することから、犯罪歴のある人の就職支援は社会的に重要である。

これらに共通するのは、雇用主が慣習に捉われ、必要なスキルや要件以外の条件を求人に記載することで、本来適格な求職者の就業を阻害していることである。同社

はこの課題解決のため、学歴や犯罪歴等を求めない求人への拡大に取り組んでいる。プラットフォーム上のテクノロジーを活用し、効率的なマッチングを実現している。NGO等とのパートナーシップを通じて就業に必要なスキルを身につける職業訓練プログラムや、合法的に抹消可能な犯罪歴の手続き支援プログラムも提供し、多角的に障壁に直面する求職者の就業を支援している。

米国の労働市場では失業率や求人倍率等の指標が安定推移しており、求職者に有利な状況が続いている。しかし、トランプ政権下では犯罪歴のある不法移民の強制退去等に取り組むなど、今後不安定な状況に陥る可能性が残されている。この際、最初に影響を受けるのは就業困難者や低賃金労働者であるため、同社の取組の必要性は依然として高い状況である。

学位要件による就業機会の制限や、犯罪歴保持者の就業困難



アウトカム創出の観点から注目するトピック

事業セグメントの変更と採用市場における取組の進化

リクルートHDは2025年度から事業セグメントを再構成した。従来のHRテクノロジー、人材派遣、マッチング&ソリューションの3つから構成されていた事業ドメインにおいて、マッチング&ソリューションセグメントに含まれていた人材領域サービス（リクナビ、リクルートエージェント、リクルートダイレクトスカウト）をHRテクノロジーセグメントに移行した。



この変更は単なる開示方法の変更やガバナンス再編に留まらず、インパクト創出に向けた戦略転換である。同社は採用効率化において、これまで米国を中心とするグローバル市場でIndeedやGlassdoorを展開してきた。ここに米国に次ぐ規模の日本市場で長年培ったデータやノウハウを統合することが可能になる。

同社は採用効率化に向けてAI活用を推進している。前

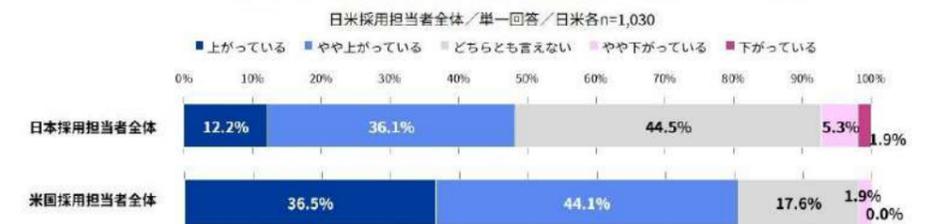
述した就労時間削減というアウトカムに貢献している雇用主側の有料プランでは、マッチングや雇用主作業の効率化にAIが活用されている。今回のセグメント再編により、さらに高度なマッチング精度や自動化の強化を実現できると考えられる。

採用市場に関する各種調査研究

Indeedの日本法人であるIndeed Japan株式会社は、採用効率化や求職者の就業時間削減に向け、調査分析を行っている。求職者が仕事を探す際に検索する時給の動向やリモートワークに関する仕事検索の動向を調査し、分析結果を公表することで、雇用主側の効率的なマッチングを支援している。

同社は採用効率化や障壁に直面する求職者の支援として、スキルベースでのマッチングが行われる状態を理想としている。2025年8月には具体的なスキルについての労働者と企業のニーズの違いや、スキル習得に対する企業の取組姿勢の違いに関する調査分析結果を公表した。本調査では、「労働者が今後習得したい・高めたいスキル」「企業が求めるスキルと労働者ニーズ」「企業の従業員へのスキル習得支援の取組」について、日米の差異を明らかにした。

採用・評価・昇進等における仕事に関連するスキルのウェイトの高まり





インパクト投資エコシステムの 未来に向けた取組

コーナーストーン投資による新規上場(IPO)を
実現したユカリア社との対話

病院経営の立て直しをサポートする ユカリアの事業活動

安部: まず、ユカリアの事業やインパクトについてお聞きしたいと思います。ユカリアは病院の経営・運営サポートを事業の核としていますが、支援する病院はどのように決めているのですか。

三沢: 地域で病院を支えている地方銀行から相談をいただくケースが多いです。地銀は病院に融資をしています。赤字に陥った病院の多くは地域の重要なインフラであるため、必死にサポートします。しかし、どうしても厳しくなると、ユカリアにサポートやアドバイスの依頼をいただきます。

ご依頼いただいた場合、地域にとって必要な病院であれば、どんなに経営状況が悪くても支援します。支援では、基本的には病院経営に関わるすべての業務を手がけています。コンサルティング企業であれば事

業計画立案・経営管理が、パイアウトファンドであればファイナンスが、BPO企業であれば調達・購買の適正化や人事・労務体制整備が主な支援範囲となります。一方で、当社ではこれらを全て一気通貫で支援します。できないのは病室のリネン交換と食事の提供だけです。安部: 実際に赤字状態の病院を立て直すのはどれくらい大変ですか。

三沢: 前提として、病院の経営を考える上で「医療圏」という考え方があります。これは、都道府県が医療法に基づいて定める病床整備のための地域的な単位のことです。医療圏の中でベッド数は地域のニーズに基づいて厳格に決められているため、余ることは少なく、需要に対して供給が過剰になることは起きにくい構造になっています。そのため、赤字を黒字にする

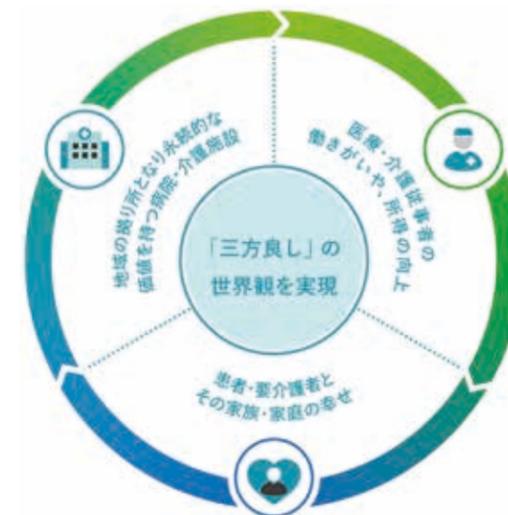
こと自体はそれほど難しくありません。

一方で、黒字化後が重要です。診療報酬だけでは病院が大きく利益を出すことが難しくなっています。そこで生まれた黒字を原資として、弊社が提供する様々なサービスを導入し、売上や利益が上がるようにします。そうすると黒字をまた少し増やすことができ、この繰り返しで病院が自律的・持続的に経営できるようにしていきます。

伊井: まず、金融の役割は産業を育成し、強い企業をつくることだと考えています。その中でユカリアは、最も解決の難易度が高い課題の一つである社会保障費の分野に切り込みながら、強固な事業をつくっているという点で大きなポテンシャルを感じました。

また、三沢社長とは元々関係性がありましたが、ユカリアに転職後にお話しした際に作成中のロジックモデルを見せていただきました。非常に緻密にインパクト創出までの道筋が設計され、事業とインパクトの両方に真摯に取り組む当ファンドが投資するのにぴったりな企業だと思いました。

安部: そこから今回のコーナーストーン投資への参画に至りますが、そもそもユカリアとしてなぜIPOを決めたのか、特に「インパクトIPO」という手法を用いた背景を教えてください。

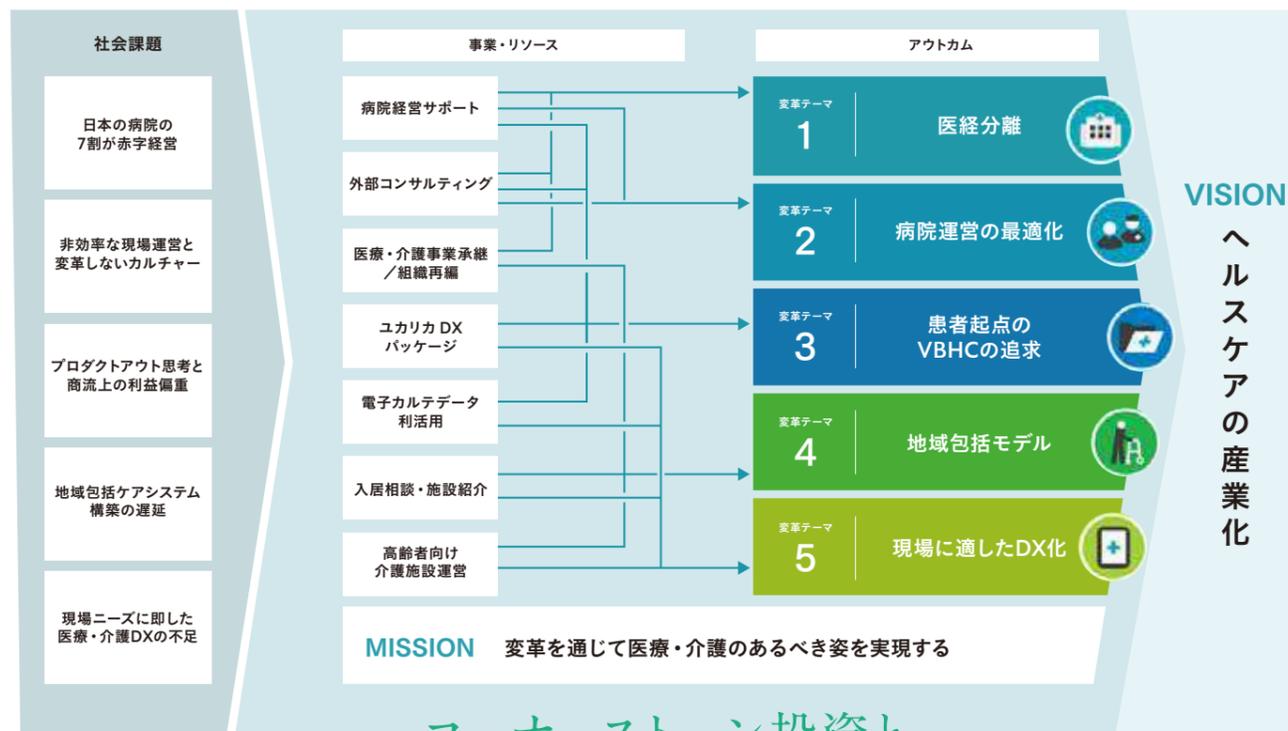


病院が自律的・持続的に
経営できるように
サポートしていきます。

三沢: IPO決断の経緯を遡ると2020年の新型コロナウイルスの感染拡大時期になります。当社が支援する病院の経営が悪化し、ユカリア自身も存続の危機がありました。その際、民間では初となるコロナ専門病棟を立ち上げもしました。結果的にユカリアの経営状態は持ち直しましたが、医療・介護に携わる公器としての役割を強く認識し、「社会的責務をより一層果たしていこう」という土壌ができあがりました。

また、ビジョン・ミッションの実現には「規模と仲間」を拡大する必要があると考えました。そのため的手段がIPOだったわけです。事業規模を拡大し、仲間を増やし、非連続な成長を連続して成し遂げるこの手段として、IPOを行うことを決断しました。

そのなかで、会社の事業内容を説明するにあたり、ユカリアのビジョン、ミッションから説明する必要があり、実際に説明してきましたが、その際にインパクトの文脈で説明することが適切だと感じたのです。ユカリアの事業は幅広い中で、すべてがビジョン、ミッションに紐づいている。そういった説明をしていく中で、「試しにIMMをやってみたら面白いんじゃないか」とやってみたら、完全にフィットしたということです。



コーナーストーン投資と インパクト測定・マネジメント

安部: 今回のインパクトIPOにコモンズ・インパクトファンドは「コーナーストーン投資家」という形で参画しています。そもそもコーナーストーン投資とはどのような投資なのか。

伊井: コーナーストーン投資とは、上場プロセスの早い段階（上場承認時）に、一定額の株式取得を約束する投資のことを指します。公開価格での購入を確約し、さらにロックアップ期間（一定期間の売却制限）を設けます。それにより、機関投資家の参入障壁を低減し、過度な初値高騰の抑制や市場の安定化に寄与します。

さらにインパクトIPOの場合、まだ市場での評価手法が確立途上にあります。そのため、信頼性の高い機関投資家によるコーナーストーン投資は、市場に安心感を与える重要な役割を果たします。さらに、IPO段階からインパクト投資家と、ロジックモデルやインパクトKPI、IMMに関する対話を行うことで、その後の開示やIR活動においても大きな価値をもたらすと考えていました。

安部: 今回のIPO準備期間では、80を超える国内外の投資家等と対話をしたと聞いています。投資を受ける立場から見て、他の投資家とインパクト投資家には実際の違いがありましたか。

三沢: 大きな違いがあったと思います。IMMやロジックモデルを機関投資家に丁寧に説明しようとしてきましたが、機関投資家の多くはそれよりも事業内容と業績に興味を集中しているように思いました。「ビジネスの拡大と社会的価値の創出を同時に推進できる自負がある」ということにまで必ず踏み込んで話していたのですが、体感としてはそこに関心を持っていたのは1割程度だったと思います。

そしてその1割の筆頭がコモンズ投信さんでした。中でも、ポイントは長期目線の投資と共感です。当社の事業性に共感していただく投資家はいらっしゃいましたが、事業性を超えてビジョンや社会性を、長期的な関係を前提として共感していただいていることを強く感じました。その共感の深さは他のインパクト投資家の皆さんと比較してもずば抜けていたと思います。

伊井: リディラバさんが普段から言っているように、インパクトの拡大には適切な課題設定と巻き込み力が必要です。共感するステークホルダーをいかに作っていくかというのは、ユカリアのビジネスをやる上でとても大事になります。その点で三沢社長を始めユカリアの皆さんはインパクトやビジョンをきちんと開示し、投資家へも真摯にご説明をされていたので、コモンズ・インパクトファンドとしても深く共感し、コーナーストーン投資を決めました。

安部: 実際のIPO過程やIPO後、IMMを行なうことによる効果は実感しましたか。

三沢: 元々IMMに取り組んだ目的は対外的な発信でした。実際にIPOの過程で、コモンズ・インパクトファンドをはじめとする何社かのインパクト投資家に参画いただいたことは一つの成果だったと思います。

それに加えて、より大きな変化が生まれたのは社内でした。IMMを通じて、全事業部のアウトカムが可視化され、明確なKPIが設定されました。しかも、そのプロセスに多くの社員が参加したことで、ユカリアのビジョン・ミッションな世界観に、自分の業務や成果がどう貢献しているのかを意識できるようになりました。それにより、各個人の中に成功への燃えたぎる願望、志、使命感、覚悟、信念、達成への強い決意が湧きあがり、日々の挑戦の原動力となっています。ユカリアを発信するために始めたIMMだったのですが、社内への影響の方が圧倒的に大きかったです。

伊井: 投資家目線では、M&Aの目的が明確になるということがあります。一見すると飛地のように見えるM&Aは、コングロマリットディスカウントになるのではないかと不安に思うこともあります。でもユカリアの場合は「ロジックモデルのどのアウトカムに貢献するM&Aなのか？」という目線で評価することができるため、結果的に本業が強くなるための周辺業務であることが理解しやすくなります。



安部: それは私たちの目指す世界観ととても近いですね。当ファンドが目指すのは「外部不経済の内部化」ですが、いくら投資が増えても企業のトップラインの押し上げにつながらなければB/S上の問題となってしまいます。

一方で、特に上場企業のインパクト投資の場合、株価にプレミアムがつくことで、M&Aを後押しすることができ、トップラインの押し上げや利益率の向上につながってきます。つまり、B/S上の問題だけでなくP/L上の機会になるのです。このように金融のエコシステムの構築と実経済上のインセンティブ設計の両方に取り組むことが重要だと考えています。

三沢: その世界観にはとても共感します。実際、最近不動産会社をM&Aしました。一見すると病院経営と不動産はつながりがないように思うかもしれませんが、これは介護施設の運営において非常に重要な役割を果たします。なぜなら、介護施設に入る方の多くは、人生の最期をイメージしており、生命保険や預金と同じように不動産の処理も行います。そこで介護施設と不動産を一体的に行うことで、シニアライフのトータルサポートが行えるようになります。

安部: 介護施設に入る瞬間は、往々にして家で転倒してしまっただけのきっかけが多いです。転倒して足を打って病院に2週間入院して、退院してもその家では暮らせないから2週間以内に決めないといけない。そのようなケースでは、1つ1つ分けて連絡する時間はないですね。

三沢: おっしゃる通りです。介護施設を探すのと不動産の処理が一体になっているので、不動産の売却状況と介護施設に入る金額を見ながらバランスをとることも可能になるんです。

安部: ここまで様々なお話をお聞きしてきました。最後に、これから私たち3社、そしてアセットオーナーのかんぼ生命さんも含めた4社でインパクト拡大に取り組んでいきます。そこに向けた展望や期待を教えてください。

伊井: コモンズ・インパクトファンドの運用開始から3

年が経過しましたが、コモンズ投信が創業依頼大切にしてきた非財務情報——競争力、経営力、対話力、企業文化——の調査・分析が、より深く、広がりを持つものになりました。ある大手企業とのインパクトミーティングでは、「これまで数多くの投資家と対話してきたが、このミーティングは本当に理想的で、過去No.1です」との言葉をいただいたこともあります。こうした私たちの運用力の高度化や、対話やエンゲージメントを通じた企業側の変化は想定していた以上の手応えを感じています。

また、複数のインパクトIPOにコーナーストーン投資家として参画したことで、インパクトスタートアップ (ISU) 企業から直接ご連絡をいただく機会や、VC (ベンチャーキャピタル) やPE (プライベートエクイティ) などの未公開株ファンドからISU企業のご紹介をいただくケースも格段に増加しました。インパクト投資に関わる多くのステークホルダーの皆さまから高い関心をいただいていることも強く実感しています。一方で、課題としては、定量的なIMMだけでは社会課題の解決の全体像の把握は難しいと感じています。ユ



インパクト投資に関わる
皆さまから
高い関心をいただいていることも
強く実感しています。

キャリアの取り組むヘルスケアの分野でも数値には表れない部分の大切さを感じていますので、インパクトレポートなどを通じて定性的な部分も強化して、より深いエンゲージメントをしていきたいと思っています。

三沢: 今回、コーナーストーン投資に入っただけでしたが、本当に共感でつながった仲間になっていただき、うれしくてしょうがないです。

加えて、もう少し大きな話も考えています。CSRからCSV、ESG、SDGs、そしてインパクトまで、ほぼすべてが欧米由来の概念です。しかしその一方で、「これらは日本の長い伝統の中で培われてきた考え方そのものではないか」という思いもあります。

日本の長い歴史の中で培われてきた文化や思想、哲学が今の世界の潮流と完全にフィットしているわけですから、説明や可視化の仕方を日本から提示できれば、世界に変革を起こすトリガーとなるのではないのでしょうか。

日本人は複雑かつ多様な価値観をありのまま受け入れ、調和を取ることが得意であり、日本から革新的な手法やアイデアを提言できれば、世界に変革やうねりを起こせるはずだと。

ユカリアがヘルスケア業界に社会的インパクトをもたらす取り組みは、共感とともに世界のルールメイクに貢献できる。そんな壮大なストーリーを描いています。



より大きな変化が
生まれたのは
社内でした。

各個人の中に成功への燃えたる願望、
達成への強い決意が湧きあがり、
日々の挑戦の原動力となっています。

コモレびとは

「コモレび (社会課題解決プログラム)」は、当ファンドがToCに掲げる「Well-being向上」「地域と社会の発展」「環境保護への貢献」の課題解決に取り組む非営利団体へ寄付を行うプログラムです。当ファンドではインパクト投資を「社会的・経済的リターンの両方を狙うもの」と位置付けています。

しかし、社会課題解決と投資収益獲得の両立を目指す中で、受益者数の限定や受益者負担の困難等を背景に、投資先企業の事業活動だけでは届かない領域が存在します。本プログラムではそのような領域で活動する非営利団体を寄付でサポートし、ToCの実現に向けた取組を加速させます。

寄付先の選考は、「Well-being向上」「地域と社会の発展」「環境保護への貢献」から1つテーマを

選び、選定テーマに合う非営利団体の候補をコモンズ投信の社内委員会で3つ選出します。その中から、かんぼ生命およびコモンズ投信の社員投票を経て各社の推薦先を決め、外部委員、かんぼ生命代表およびコモンズ投信代表が出席する選考委員会で最終的な寄付先を決定します。寄付額は、当ファンドの運用によってコモンズ投信が得た信託報酬の1%相当とし、その80%を選定された寄付先に、残りの10%ずつを他の2団体に配分します。また寄付に加え、かんぼ生命との共創を通して、より多くの人に団体の活動への関心を持ってもらう機会も提供していきます。

第2回寄付先の活動報告



一般社団法人チョイふる

代表理事：栗野泰成 / 設立：2021年

- 食糧支援：のべ1,530世帯
- 居場所支援：976名以上
- 個別支援計画策定：101世帯
- 必要な社会資源への紹介：41世帯

解決を目指す社会課題：「選択格差」

「選択格差」とは、人々が直面する選択肢の多さや質に格差が存在する状態を指します。具体的には、経済的・社会的・文化的な背景によってある人には多様な選択肢が与えられる一方で、別の人には選択肢が限られている状況です。特にこども時代における「選択格差」は、その後の学力、社会的地位、職業選択の幅などに直結し、結果的に貧困の連鎖を生むことがあると考えています。

寄付額の使い道・アウトカム

居場所担当者及び相談員 (社会福祉士) の人件費に充てさせていただきました。既存の助成金で人件費に充てられるものは少ないですが、子育て家庭に寄り添う「人」の存在が必要不可欠だと考えています。例えば、「人」が介在するからこそ、食品を子育て家庭にお渡しする中で信頼関係を築き、悩みを引き出すことができていると考えています。

第3回寄付先

2025年9月に第3回コモレびの寄付先選考委員会を開催しました。

第3回では「親と子のWell-being」をテーマに、以下3団体を寄付先の候補としました。

第3回寄付先候補と各団体の取組テーマ ※五十音順

- 01 一般社団法人エル・システムジャパン
：音楽をフックにした子どもの自尊心形成
- 02 認定特定非営利活動法人かものはしプロジェクト
：児童虐待の原因となる環境整備
- 03 特定非営利法人チャイボラ
：児童擁護施設職員のマッチングプラットフォーム

かんぼ生命社員742名、コモンズ投信社員19名による事前の社内投票を経て、選考委員会での議論の結果「エル・システムジャパン」を寄付先として選定しました。同団体には71万2千円を今年度の信託報酬に基づき寄付しました。

エル・システムジャパンについて

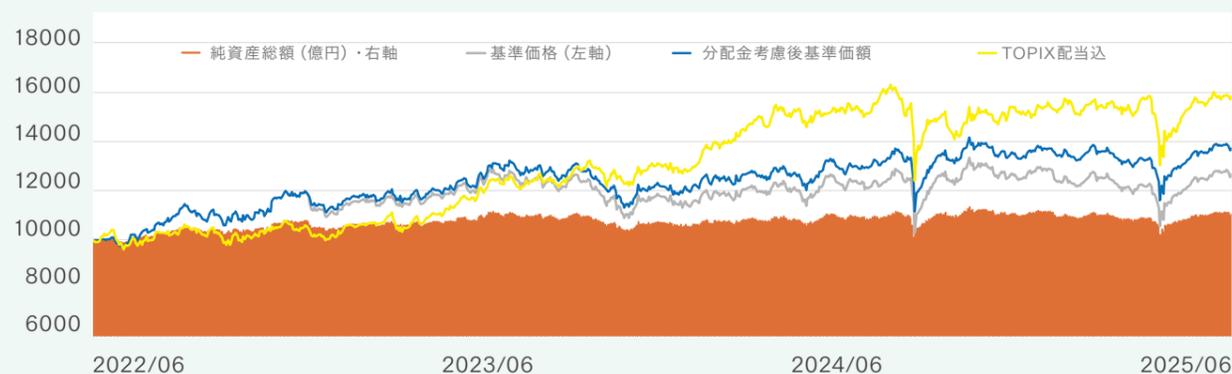


東日本大震災で被災した子どもたちが音楽での経験を通して自信や尊厳を回復し、自分の人生を切り開いていく力を育むことを当初の目的として、2012年に福島県相馬市で活動を開始しました。主な活動内容は、子どもオーケストラやコーラスの運営、部活動や音楽授業といった学校を通じた支援のほか、楽器の購入や修繕、無償貸与などの支援を行っています。南米ベネズエラ発祥の音楽教育プログラム「エル・システム」の活動を日本に普及させた団体です。



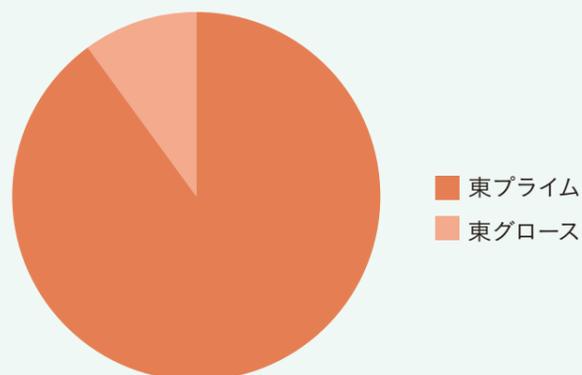
| | 第1期 | 第2期 | 第3期 | 第4期 | 第5期 | 第6期 | 第1～6期 |
|---------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|
| ファンド収益率 | 17.11% | 11.89% | -9.21% | 8.73% | 5.16% | 1.35% | 37.25% |
| 参考指数収益率 | 3.56% | 20.07% | 2.26% | 18.63% | 1.29% | 4.65% | 59.90% |
| 差異 | 13.55% | -8.19% | -11.46% | -9.91% | 3.87% | -3.30% | -22.65% |

基準価額の推移

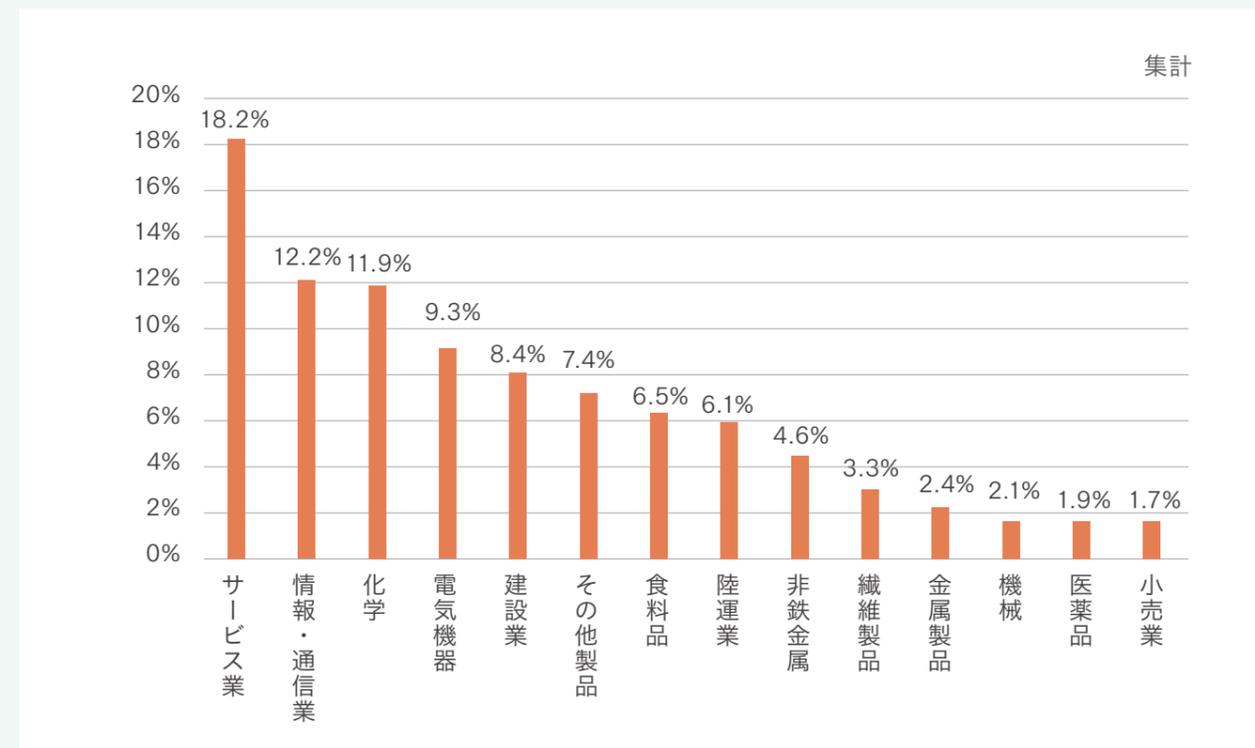


組入銘柄市場別構成比率

プライム：86.3%
グロース：9.6%
総計：95.9%



組入銘柄業種別構成比率



組入銘柄紹介

| | ToC に対応するテーマ項目 | 銘柄名 |
|----|----------------------|-------------------------------|
| 1 | 多様な働き方の実現、個人のエンパワメント | SHIFT、リクルートHD 他2社 |
| 2 | 個別最適な教育の充実 | 1社 |
| 3 | 介護、家事、育児の負担軽減 | 2社 |
| 4 | 障がい者の雇用促進 社会進出支援 | エスプール、LITALICO |
| 5 | ジェンダ 平等の実現 | ユニ・チャーム 他1社 |
| 6 | 医療・衛生の改善、感染症対策 | エーザイ、ユカリア 他2社 |
| 7 | 健康寿命の延伸 | 味の素 他4社 |
| 8 | 中堅・中小、個人事業主の事業継続 | マネーフォワード、ラクスル |
| 9 | 自治体支援等による地域コミュニティの持続 | セイノーHD、ユカリア 他1社 |
| 10 | GHG 排出量の削減 | 住友林業、リンナイ、東京エレクトロン、セイノーHD 他4社 |
| 11 | リサイクル社会の構築 | UACJ、ユニ・チャーム 他3社 |
| 12 | 再生可能エネルギーの供給 | 未投資 |



株式会社かんぽ生命保険

設立：2007年10月1日
 資本金：5,000億円
 取締役兼代表執行役社長：谷垣 邦夫
 所在地：〒100-8794
 東京都千代田区大手町2-3-1
 大手町プレイスウエストタワー
 TEL：03-3477-0111

かんぽ生命は、幅広い資産を長期的に運用するユニバーサルオーナーとして、また、すべてのステークホルダーの皆さまに対する社会的責任を果たすという観点から、持続可能な社会の実現と長期的な投資成果の向上を目指しています。全運用資産を対象として、サステナビリティの諸要素を投融資の判断の際に組み込み、投融資およびモニタリングを行う際に、財務情報に加え、投融資先企業および運用受託機関等のサステナビリティに対する取組を総合的に評価しています。2022年には、インパクト志向の投融資を拡大するため、かんぽ生命が独自に定める投資のフレームワークである「インパクト“K”プロジェクト」を立ち上げました。当ファンド以外にも不動産ファンド投資を通じた優良な保育園運営企業の誘致による待機児童問題の解決等にも取り組んでいます。



株式会社Ridilover

設立：2013年3月28日
 資本金：2327万円
 代表取締役：安部敏樹
 所在地：〒113-0033
 東京都文京区本郷3-9-1 井口ビル2階

リディラバは、「社会の無関心の打破」をミッションに、これまで400種類以上の社会課題に取り組んできました。誰かの困りごとから「問題の発見」を行う事業、問題を「社会化」する事業、みんなで解決すべき社会課題として「資源を投入」する事業を展開し、社会課題の早期解決にチャレンジしています。具体的には、教育旅行事業、企業研修事や、社会課題解決に向けた資源投入を行なう事業開発・政策立案事業や、問題に関わる人びとへの取材や調査をもとに、問題を構造的に、分かりやすく伝え、より多くの人に関心を持ってもらうWebメディア「リディラバジャーナル」の運営を行なっています。当ファンドではコモンズ投信と連携して、投資先企業が取り組む社会課題の構造的な分析や事業によって創出されるアウトカムの評価、インパクトレポートの作成に取り組めます。



コモンズ投信株式会社

設立：2007年11月6日
 資本金：1億円
 代表取締役社長兼最高運用責任者：伊井哲朗
 所在地：〒107-0062
 東京都港区南青山2-5-17 ポーラ青山ビル 16階
 TEL：03-5860-5724

コモンズ投信は、ESG等の非財務情報を取り込んだ銘柄選定や経営陣との対話のフロントランナーであり、創業以来一貫して長期的な企業価値の向上に貢献してきました。また次世代を担う子ども向けセミナーの実施や、信託報酬から一定の割合の金額を社会起業家への寄付に充てるなど、持続可能な社会の実現に向けた様々な取組も行なっています。コモンズ投信は長年の間培ってきた視点をもとに、投資先の選定を行います。また株式会社Ridiloverと連携して、対話を通じた投資先企業の創出するインパクトの評価に取り組めます。

| | |
|-------|---|
| 年刊 | コモンズ・インパクトファンド ～共創～ 2024-2025 アニュアルレポート |
| 出版元 | コモンズ投信株式会社 https://www.common30.jp/ 東京都港区南青山2-5-17 ポーラ青山ビル 16階 |
| 企画・制作 | 株式会社Ridilover https://ridilover.jp/ 東京都文京区本郷3-9-1 井口ビル2階 |