

優先劣後構造ファンドの組成とインパクト連動報酬の設計

金融ニュースレター

2026 年 3 月 4 日号

執筆者:

[河俣 芳治](#)y.kawamata@nishimura.com[堀田 想太郎](#)s.hotta@nishimura.com[高添 達也](#)t.takazoe@nishimura.com

1. インパクト投資におけるブレンデッド・ファイナンスの活用

インパクト投資において、ブレンデッド・ファイナンスの手法が活用され始めている。インパクト投資とは、投資として一定の投資収益確保を図りつつ、社会・環境的効果の実現を企図する投資であり、一定の収益を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での効果と、これを実現する戦略・因果関係等を特定する点で特徴がある¹。

ブレンデッド・ファイナンスとは、特にインパクトファイナンスの文脈においては、リスク許容度の高い譲許的資本と市場金利のリターンを求める非譲許的資本を組み合わせ、社会問題や環境問題に取り組むアプローチと整理されている²。日本でいえば、一般財団法人日本民間公益活動連携機構（JANPIA）、地方公共団体、個人投資家等が主たる譲許的資金の拠出者となっている。例えば JANPIA では 2025 年度より劣後出資の仕組みを導入した出資事業の公募を開始しており、JANPIA の出資元本を超える利益部分について、JANPIA は分配を受けずに、他の共同出資者に分配する仕組みが採用されており、インパクトファンドにおけるブレンデッドファイナンスの採用例として注目される³。また、東京都は合計 100 億円出資して官民連携アフォードブル住宅供給促進ファンドを組成している。ファンド運営事業者は、アフォードブル住宅の家賃引き下げ幅に応じて東京都出資分の利回りを民間出資より低く設定可能で、その場合は優先劣後構造を採用し、東京都は配当や残余財産分配で普通出資に優先する部分へ出資することが想定されている⁴。

昨今では、事業会社レベルのファイナンス⁵だけでは無く、ファンドレベルでの資金調達においてもブレンデッド・ファイナンスの手法が活用されていることから、本稿ではインパクトファンドの中でもブレンデッド・ファイナンスを活用した優先劣後構造ファンドを組成する際の法的留意点を解説する。また、譲許的資金の出し手としては、経済的リターンについて劣後している分、インパクトの最大化を求めることが一

¹ [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」（2024 年 3 月）](#)

² [Blended finance | Better Society Capital](#)

³ [資金分配団体（出資）の公募とは | 休眠預金活用プラットフォーム（休プラ）](#)

⁴ [東京都産業労働局「官民連携アフォードブル住宅供給促進ファンド 運営事業者募集要項」（2025 年 6 月）](#)

⁵ 株式会社 LivEQuality 大家さんでは、銀行からの融資、普通株式の発行と合わせて私募社債として発行されたインパクトボンドの資金を活用してアフォードブルハウジングに活用するための住宅の取得等を行っている。当該インパクトボンドは、一般的な事業運営のために発行する社債と比べて、流動性、金利などのファイナンシャルリターンが限定される一方で、投資を通じて実現される入居者の生活再建などの社会的インパクトの最大化を図るように設計されている。[（株）LivEQuality 大家さん、インパクトボンド等を活用し総額 3.2 億円の資金調達を実施 - LivEQuality HUB](#)

一般的であることから、ファンドの運営者の報酬とファンドレベルでのインパクト目標（インパクト KPI）を紐付けるインパクト連動報酬の設計についても言及する。なお、特段の断りがない限り、本稿におけるファンドは日本における組合型ファンド（投資事業有限責任組合契約に関する法律（平成 10 年法律第 90 号。その後の改正を含む。）第 2 条第 2 項に規定される投資事業有限責任組合）を想定する。

2. 優先劣後構造ファンドの組成における留意点

(1) 優先劣後構造ファンドの設計

優先劣後構造ファンドを設計する場合、通常は有限責任組合員が引き受ける組合持分を複数種類発行することで優先劣後化を実現することが一般的である。例えば通常の持分よりも優先的に出資元本や一定のリターンの分配を受ける優先持分や、逆に出資元本のみの分配を受け、一切の追加リターンを受領しないという劣後持分を発行することが考えられる。優先劣後持分の設計はケースバイケースであり、投資家のリスク志向度に合わせて具体的な持分の内容を検討していく必要がある。

この点、投資事業有限責任組合法においては「出資一口の金額は、均一でなければならない」（投資事業有限責任組合法第 6 条第 3 項）とされていることから、投資事業有限責任組合の持分については持分の内容が均一であることが求められていると広く解釈することもできる。もっとも、当該条項はあくまで持分計算の便宜のための規定であり、強度の規範性を有するものではなく、複数の異なるクラスのファンド持分の募集その他ファンドの運営を行っていくにあたって必要かつ合理的な行為が当該条項によって制限されることはないという見解が公表されていることから⁶、各クラス間で内容の異なる複数種類の組合持分を発行することは可能と考えられる⁷。

(2) ファンド契約書上の留意点

優先劣後構造ファンドの契約書を作成するにあたっては、どのような設計で優先劣後構造を実現するかという条件を固めることが第一であるものの、当該条件を前提として、例えば以下の事項に留意して契約書を作成する必要がある。

(ア) 有限責任組合員による同意要件

有限責任組合員の持分が優先劣後化しているため、有限責任組合員の同意が求められる場合の母数を①有限責任組合員全体とするのか、②特定のクラスの有限責任組合員だけに限定するのか、又は③それぞれのクラス毎に同意を取得するのか、検討する必要がある。実務上の便宜の観点からはクラス毎に分けること無く①有限責任組合員全体を同意取得の母数とすることが簡便であるが、例えば、インパクトの創出やレポーティングに係る事項の変更についてはインパクト志向の有限責任組合員の同意を必須とするなど、条項毎に同意要件を加重することも考えられる。

⁶ 経済産業省産業組織課「LPS 法の解説」（2025 年 7 月）48 頁

⁷ 出資割合と異なる損益分配割合を定める複数のクラスの発行がなされた場合においては、当該損益分配の割合について税務上の合理性が認められなければ、組合員間において経済的価値の移転が生じたものと評価される可能性がある点に留意する必要がある。

(イ) 出資約束金額の比率

ある有限責任組合員が劣後出資を行うことでマーケット水準の投資家を呼び込む場合、当該劣後出資には他の投資家にとって呼び水となる触媒的資本としての役割が期待されていることから、優先出資又は普通出資に係る出資約束金額が劣後出資に係る出資約束金額よりも一定以上の割合で存在することを無限責任組合員に担保させる条項を設けることが考えられる。当該条項は無限責任組合員にファンドレイズの目標を課すことを意味するため、違反時のサンクションまでは設定しにくいものの、規定を設けることで資金調達に関して無限責任組合員による一定の努力を期待することができる。

(ウ) 損益及び金銭の分配

損益及び金銭の分配は基本的に両者が連動するように設計される。優先出資又は劣後出資が行われる場合、当該出資に対応するクラスの持分についてのみ変則的な分配が行われることが多いため、損益及び金銭分配のウォーターフォールをどのように設計するかについては特に留意することが望ましい。なお、契約書上の仕組みが会計・税務上問題なく機能するかという点についても並行して検証する必要がある。

(エ) 持分金額

標準的なファンド契約においては、金銭分配は組合員の持分金額に応じて按分の上で実施されることが多い。持分金額の内容自体は契約書毎にバリエーションがありうるものの、一般的には、各組合員について、その出資履行金額に、事業年度毎に当該組合員に帰属すべき損益を加減し、当該組合員に対し分配された金銭又は投資証券等の価額を減じた金額をいうものとされる。したがって、異なるクラス間で分配ルールに差を設ける場合、持分金額の定義に調整を加えなければ最終的な金銭分配に歪みが出る場合もあるため、持分毎の分配ルールの差を前提とした調整が必要となる。

(オ) GP クローバック

一般的なファンドでも規定されることが多いものの、特に優先出資を行う有限責任組合員がいる場合は、当該組合員の優先リターン又は出資元本部分の分配を確保するため、無限責任組合員への過剰分配が起こった場合に備えて GP クローバックの規定を設ける要請が一段と高いと考えられる。

3. インパクト連動報酬の設計

(1) インパクト連動報酬の内容

インパクト連動報酬とは、ファンドとして発生させたインパクトをファンド運営者の成功報酬又はキャリドインタレスト（以下、総称して「成功報酬等」という。）と紐付けるという考え方である。ポジティブなインパクトが創出されれば成功報酬等は増額されるが、ネガティブなインパクトが創出されれば成功報酬等は減額されるというのが基本的な発想となる。従来の財務リターンだけでなく、設定したインパクト KPI の達成度合いに応じて報酬が増減することで、ファンド運営者のインパクト創出へのインセンティブを強化する仕組みとして注目されている。特に、ブレンデッド・ファイナンス型のファンドの場合、譲許的資金を拠出する劣後出資の投資家としてはインパクトの最大化に強い関心があることから、インパクト連動報酬の仕組みを導入することで、ファンド運営者が財務リターンのみを追及するという意思決定を選択しにくくする効果がある。また、他の投資家との関係でも、ファンド運営者がインパクトの最大化に集中することで、当該ファンドがインパクトファンドとしての実質を伴うことになるため、インパクトウォッシュを防止する機能も果たすことになる。

(2) ファンド契約書上の留意点

インパクト連動報酬を設計する際には、報酬メカニズム、評価指標・目標、ガバナンスの観点から検討を行うことが重要となる⁸。これらの観点及びインパクト連動報酬の性質を踏まえ、ファンド契約の作成においては例えば以下の要素について検討することが望ましい。

(ア) インパクト KPI に連動させる報酬

ファンド運営者の成功報酬等とインパクト KPI の達成状況を連動させることが基本的な発想となる。もっとも、ファンド運営者が受領する成功報酬等そのものではなく、ファンド運営者内部における当該成功報酬等のメンバー間での分配においてインパクト KPI 又はファンド運営者独自に設定している当該運営者としてのインパクト KPI に連動させることも考えられる。例えばキーパーソンが成功報酬等の分配として最終的に受領する報酬をインパクト KPI と紐付けることもあり得る。

(イ) 設定するインパクト KPI の内容

基本的にはファンドレベルでのインパクト KPI を設定することになるが、具体的にどのような KPI を設定するかについてはファンドのセオリーオブチェンジ（Theory of Change）を踏まえつつ検討することになる。例えば、環境的課題にフォーカスするファンドであれば CO₂吸収・温室効果ガス削減の達成度やプラスチック汚染防止量といった指標が KPI となり、社会的課題に取り組むファンドであれば女性の資産・所得の増加や対象地域の平均所得に対する家賃水準を指標として設定しているファンドもある。定量的な指標であることが望ましいものの、達成度を中立的に評価することができるのであれば定性的な指標を設けることも一考に値する。

(ウ) インパクト KPI 評価の評価基準

インパクト KPI をどの程度の細かさで評価するのかという点であり、具体的な数値とするのか、合格・不合格のような二分法による評価とするのか、検討する必要がある。なお、いずれの場合であっても、当該数値・分類の算定・評価根拠をどのように設計するのかを別途考える必要がある。特に、成功報酬等の増減額にスライディングスケールを用いる場合にはある程度の細かさを持った数値基準を設定する必要があるため、どのようなインパクト連動報酬のパッケージを用意するかという視点を持つことが重要となる。

(エ) インパクト KPI 評価の主体

インパクト KPI の評価がファンド運営者の成功報酬等の金額に直結することを踏まえ、お手盛りのリスクを防ぐ観点から、基本的にはファンド運営者以外の者が評価を行うことが想定される。例えば有限責任組合員によって構成される諮問委員会による諮問事項とすることも考えられるが、諮問委員会とは別のインパクト委員会を組成の上、外部有識者も参画させながら評価に当たることもあり得る。より中立性を高める場合には、ファンドとは独立の第三者評価機関を選定の上、ファンドとしてのインパクト KPI の達成度について検証を行うことも選択肢となる。

(オ) インパクト KPI の評価手法

インパクト KPI を評価する際の手法としては、一般的に IMM（インパクトの測定・管理）に用いられている IRIS+ やインパクトの 5 次元等をフレームワークとして用いることが考えられる。

⁸ [Aunnie Patton Power 他「Impact Linked Compensation Considerations, Design Options and Frameworks」](#)

(カ)インパクト KPI の評価に係る費用負担

評価を行うにも一定の工数がかかり、追加費用が生じることが想定されるため、当該費用を誰が負担するかについて予め定めておくことが望ましい。特にインパクト KPI の評価者として第三者評価機関に依頼する場合には、当該機関に対する評価報酬が発生するため、より慎重な判断が求められる。

(キ)インパクト KPI の評価タイミング

基本的には成功報酬等が発生するのは投資案件の売却時であるため、各投資案件の EXIT 毎にインパクト KPI の達成状況の評価することもあり得るが、最終的なファンドの成績としてインパクト KPI の達成状況を検証するという観点からはファンドの清算時にも評価を行うことが必要となる。金銭分配ルールにおいて、投資案件毎に分配ルールを適用する方式（アメリカン型）を採用している場合には、成功報酬等の支払時期が比較的早期に訪れるため、GP クローバックの規定を設けることで最終的なインパクト KPI の達成度に引き直して再評価する必要性が特に高いといえる。したがって、評価タイミングだけではなく、分配ルールや GP クローバックといったファンド契約における他の規定との関係性も合わせて考慮する必要がある。

上記要素の選択の結果によっては、設計されるインパクト連動報酬の内容はファンド契約のみならず無限責任組合員における内部規定で対応が必要となる場合もあり得る。そのような場合には、ファンド契約においてファンド運営者に対して、インパクト連動報酬の導入といった特定の内部規定を社内で設けることを誓約させることも考えられる。

4. インパクトを実現するためのファイナンス

ブレンデッド・ファイナンスは、リスク許容度が異なる多様なアセットオーナーが共通の社会的・環境的課題の解決に取り組むことを可能にするスキームであることから、今後益々の活用が期待されている。もっとも、譲許的資金を拠出する投資家としては、経済的リターンに代えて課題解決によるインパクトの最大化を求めることが常であり、ファンド運営者の報酬と達成したインパクトを紐付けることでファンド運営者のインセンティブ構造を支配することは効果的といえる。一方で、インパクト連動報酬を設計する際に必須の要素となるインパクト KPI の設計や、その前提となるファンドとしてのセオリーオブチェンジの確立や精度については発展途上という部分も多い。セオリーオブチェンジについてはシステムチェンジの発想を取り入れつつ、ファンドの活動によってどのような課題を解決していくのかをマッピングすると共に構造化して検討することが望ましい。また、インパクト KPI の設計については、セオリーオブチェンジにおける中長期的なアウトカムを踏まえて合理的に算定・評価可能な KPI を策定することで、ファンド運営者及び投資家の双方にとって納得度の高い KPI の設定に繋がることとなる。その意味で、実務の蓄積を踏まえて業界内で知見を共有し、より洗練された実務を作り上げていくことで、より広い投資家層がインパクト投資に参画しやすくなるものと考えられる。

以上



当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めている必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com