

インパクト投資と資本市場



大和証券顧問 福井県立大学客員教授 **安間 匡明**
ニッセイ基礎研究所 上席研究員 **井出 真吾**

はじめに

これまで欧米を中心に推進されてきた「インパクト投資」の流れが、日本でも脚光を浴び始めている。持続可能な開発目標（SDGs）を達成するには、毎年2.5兆ドルもの資金が必要ともされる。その資金調達に民間資金が必要とされており、インパクト投資がひとつの資金源として期待されているためである。

2018年12月のアルゼンチンにおける20カ国・地域（G20）首脳会合の首脳宣言本文が、

インパクト投資の推進に言及したのにつき、G20の開発作業グループ（DWG）は、2019年6月の大阪会合において、SDGsを達成するためには、インパクト投資をはじめとする民間資金を動員する必要性を公式に文書で訴えた。さらに、安倍総理は「日本は、地球規模課題の解決に必要な資金確保のため、社会的インパクト投資、休眠預金を含む多様で革新的な資金調達の在り方を検討し、国際的議論の先頭に立つ考えです」と発言し、初めて日本政府が国際会議の場でインパクト投資推進の意思を明確にした。

目次

はじめに

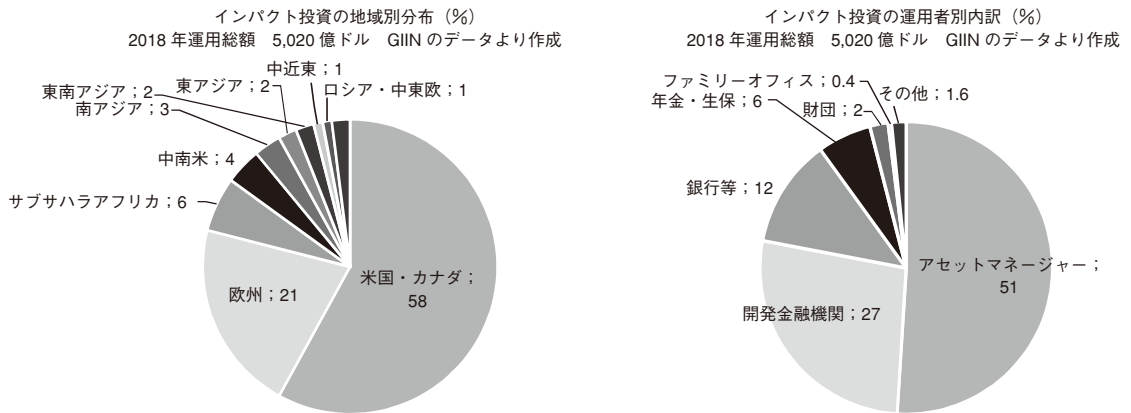
1. インパクト投資とは
2. ESGの流れと企業価値向上
3. インパクトの評価

おわりに

1. インパクト投資とは

インパクト投資とは、ファイナンシャルリターンと並行して社会的もしくは環境的にポジティブな変化（インパクト）を同時に生み出すことを意図する投資である。従来はリス

(図表1) インパクト投資の分布状況



クとリターンの2軸でしか考えてこなかった民間の経済活動に、インパクトという新たな評価軸を加えた純粋な民間資金による投資行動のことを指している。ニューヨークに本拠のあるグローバルインパクト投資ネットワーク (GIIN) およびインパクト投資を国際的に推進している Global Steering Group Impact Investment (GSGI) の国内諮問委員会事務局を務める社会変革推進財団 (SIIF) によれば、2018年の世界全体でのインパクト投資の運用資産残高は5,020億ドルに上り、我が国でも3,440億円 (約32億ドル) まで拡大してきた (図表1 参照)。

我が国の社会課題解決に向けた民間企業の投資活動には、様々なものがある。第1に、地元の環境保全や地方創生を目的に、民間組織が地元企業や自治体と連携して活動を行い、従来は補助金だけで推進されてきた地域経済活動推進を代替するもの。第2に、金融機関や投資家が未公開企業向けに投資ファン

ドを設立し、介護、子育て、教育等の分野で課題解決型のビジネスを始めている企業に投資および助言をして、その成長と企業価値向上を支援するもの。第3に、マイクロファイナンスや先進医療事業などの分野で投資活動を行っている金融機関や企業向けに、投資信託やクラウドファンディングを通じて個人投資家から資金を広く集めて投資するもの。第4に、癌検診率の向上に向けた活動等を行って将来の医療費の削減を目指すビジネスの推進を、ソーシャルインパクトボンドと呼ばれる民間資金を使って成果連動型にすることで、自治体の政策経費の削減を行うものなどがあり、内閣府もペイ・フォア・サクセス (PFS) として推進している。いずれも、補助金や寄付などに依存しない純粋な民間経済活動であるが、組織として社会課題解決を目指すという明確な意図を持ち、インパクトをアウトカムベースで評価して、更なる課題解決推進に向けてPDCAサイクルを回していこ

うとする活動である。

このような説明だけすると、大企業の活動とは無縁と思われるかもしれないが、実際には、DSM、Philips Lighting（以上オランダ）、Siemens（ドイツ）など、グローバルに展開する海外の大手企業のなかには、その事業を社会課題解決のための活動として再定義することなどを通じて、従業員のモチベーションを高めつつ、顧客本位のビジネスモデルへの転換を促進し、同時に従来以上に高い事業リターンを実現しようとしている企業がたくさんある。彼らの取り組みの問題意識や動機は様々であるが、共通することは、2つある。1つは、環境・社会・企業統治の分野に関して、自らが社会的に外部不経済を発生させる活動を続けていけば、それがいずれは社会で明確に社会的費用と認識され、最終的にはその事業が大きな償却不能原価と評価され、巨額の減損を余儀なくされるであろうという強い危機感である。もう1つは、社会で課題とされている困難かつ大きな問題に取り組むことが今後ともますます増える需要を獲得することに繋がるため、顧客の真のニーズをつかんで適切なビジネスモデルを構築できれば、長期的には高い成長とリターンを実現できると考えられることにある。簡単に言えば、前者はリスク回避的なESGの取り組みと重なる部分であり、後者はまさにインパクト投資固有の推進の動機と言える。

なぜ今インパクト投資なのかというと、それなりの経緯・背景がある。先進国でもかつ

ては経済成長率が高かったが、深刻な社会課題もあった。とはいえ、当時の高率の経済成長は、政府における多額の裁量的支出の拡大を可能としたほか、増えた所得の恩恵が低所得者層を含めた国民全体にも広く行きわたるように（いわゆるトリクルダウン）するための膨大なインフラ投資も行えたし、所得格差是正のための分配政策なども十分に機能していた。しかしながら、成長率の低下とともに、従来の財政主導の政策を実施する余裕はなくなった。規制緩和や民活・民営化など、民間活力の再活性化を目的とした新保守主義的な経済政策がとられるようになり、ICT・金融の活用とグローバル化の拡大がこの政策による新たな成長を強く後押しした。しかしながら、こうした政策により提供された新たなビジネスチャンスは、これを有効に活用できる者とそうでない者との間に大きな格差を生み出した。その結果、民主主義を支えてきた伝統的な中堅所得者層の塊は分断され、中堅所得者層の多くは、徐々に相対的に貧困化していった。これが結果的には有効な対策を提示できない政治に対する不信に繋がっていく。まさにそのことが、現在の欧米の政治状況を作り出しているとも言える。かかる状況になると、我が国に代表されるように、既に政府の財政は逼迫しており、格差縮小のための有効な施策の選択は限られる。また、成功した企業経営者だけでなく正規雇用者を含めた既得権益と中・低所得者層の富の格差は拡大し、利害は対立してくるため、本来は

政治主導の改革が必要であるにもかかわらず、抜本的な経済構造改革などが進めづらくなっている。つまり従来の政府の役割が適切に機能しなくなっている。一方で、世界的な金融緩和もあり、世界の市場には投資先を失ったマネーが余っている状況で、目の前を見れば、課題の山積みと行き場の無い大量のマネーの滞留が同時に起きてしまっている。

こうした事態に直面するなか、欧州では金融業界が経済の在り方を主導してビジョンを示し、実業界を含めた経済システムのビジョンを描くなど、世の中を牽引する役割を担う歴史があった。ハンズオンで未公開企業を投資・育成し、その企業価値を向上させて利益を上げるPEファンドのファンドマネージャーは、社会課題解決と利益の実現を文字通り体現してきたため、彼らが中心となって社会課題解決型のビジネスを推進して、リターンも上げるというインパクト投資の流れは極めて自然な動きであったのだ。一方で我が国では、金融はあくまでも実体経済に流れる血流であって、ニーズのあるところに円滑に資金を流す必要があるという考え方はあっても、ファイナンス主導で実体経済を変える、ましてや社会課題を解決するというような考え方の伝統はなく、かつ、PEファンドの活動も欧米ほどには活発ではなかった。したがって、インパクト投資よりもさらに広い概念のESG投資のほうが先に普及してきたと言えるだろう。インパクト投資は、単に企業活動による社会的なネガティブコストを削減するという

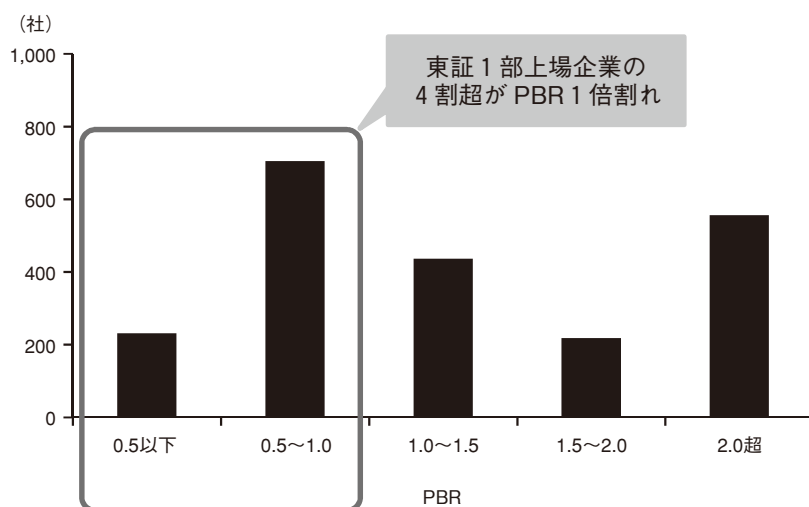
こと以上に、特に「S」のソーシャルな課題について積極的に課題解決することを目指したもので、よりプロアクティブな活動で、相応に難易度も高くなるからである。

■ 2. ESGの流れと企業価値向上

確かに、我が国においてはESGの流れは、かなり明確に意識されるようになってきた。企業統治の質を高めることで、不必要なコストの削減とリスク管理を進める一方、社会・環境面でさらに配慮して社会と価値を共創するという問題意識である。しかしながら、現状維持のビジネスモデルを継続するだけでは、社会から求められる価値から乖離して、企業価値の大幅な毀損を受けるだろう。かかる危機意識から、企業のミッション・ビジョンを根本的に変革することを通じて、新たなビジネスモデルを再構築するところまで手掛けている企業は少ない。ましてや、今後の社会課題解決を自らの企業のミッションとして再定義して、企業価値の創出方法を再構築するなどの抜本的な取り組みを行っている企業は、一部のオーナー型経営企業などを除けば、まだ限定的だ。「ファイナンシャル・インクルージョン」という社会課題を自社のビジネスモデルとして再定義した丸井グループなどはその一例であるが、こうした改革を実践している企業は意外に少ない。

実際に、我が国の上場株式市場に目を移すと、株価純資産倍率（PBR）が1.00を下回っ

(図表 2) 東証 1 部上場企業のPBR分布



(注) 2019年10月末時点
(資料) 日経NEEDSより作成

ている企業が多数あり、巨額の内部留保を蓄えているが、その手元キャッシュは大きく割り引かれて評価されている（図表 2 参照）。日本の企業が企業価値を向上させるためには 2 つの取り組みが必要だ。第 1 に、企業価値を評価する残余利益モデル（RIM）での、資本コストの引き下げである。これはまさに ESG の取り組みが必要である。ESG の取り組みを進めることで資本コストは引き下げられることが確認されている。第 2 には、目の前の既存顧客の既存ニーズだけではなく、社会全体が直面している重要性の高い長期課題を認識したうえで、将来の長期的な収益機会の実現を目指して、今後とも成長する大きな市場の需要を見通し、その需要をマネタイズできるビジネスモデルを構築していく努力（研

究開発、M&A、ICT を利用した新規事業など先行投資）を行うことである。もちろん前者とは逆に、後者は困難かつ達成不確実な取り組みであり、経営者の果敢なリスクテイクを必要とする。狙いに反して将来のキャッシュフローのボラティリティを高める方向に作用すれば、むしろ資本コストを高めることになり、企業価値を引き下げる可能性もある。だからこそ、経営者は、果敢さと慎重さを同時に併せ持ってリスクのある事業開発に取り組まなければならない。しかしその果敢な取り組みなしに企業価値の向上が不可能であることは確実である。

言うまでもなく、機関投資家はこうした企業の先行投資的な活動の推進を望んでいて、その活動についての情報提供を求めている。

また、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のようなユニバーサルオーナーもほぼすべての上場企業にこうした情報を望んでいる。求められているのは非財務情報の提供であり、簡単に言えば統合報告書への要求である。投資家は、財務情報を通じて企業活動の現状を知ることができるが、将来の企業活動の価値を投資にあたっての評価として織り込むためには、投資対象企業が将来のキャッシュフロー拡大やリターンの向上に向けてどのような活動をしているのかを知りたいがっている。しかしながら、必ずしも多くの企業がその期待に十分に答えられているわけではない。統合報告書の内容が、IRではなく、単なる研究開発（R&D）投資や企業の社会的責任（CSR）活動の宣伝（PR）に終わっているとも評されるのはこのためである。ここで求められていることは、先行する投資活動が、現在は直ちに収益に結びついていないが、将来にわたってどのようにキャッシュフローとして実現することを目指しているのか、現時点でどのような暫定的な成果が上がっているのか、自社の既存事業と新たな事業開発のどの部分に大きなリスクがあり、そのリスクをどのように軽減しようとしているのか、新たな収益機会を追求する事業開発の安定収益実現までに残された課題は何か、こうした取り組みの状況を経営者の意思として投資家に発信していく必要がある。一方で、メッセージに説得力がなければ、先行投資活動はキャッシュフローのボラティリティを高めるもの

としてのみ投資家の眼に映り、株価は引き下げられ、経営者は退任を迫られることになる。まさに良くも悪しくも、経営者の力量が厳しく試される株式市場の過酷な現実がそこにはある。しかしながら、この資本市場のダイナミズム（企業の新陳代謝）こそが、個人・機関投資家を含めた金融・資本市場が望んでいるものである。

■ 3. インパクトの評価

こうした非財務情報提供という投資家の視点から、インパクト投資の活動を見ると、インパクトの評価も重要である。企業の行っている活動のインパクトのアウトカムをきちんと測定・評価することで、社会や顧客の課題解決に繋がっているかを評価することができる。また課題解決の持続可能性という観点からはその事業活動が長期的な収益性によって支えられなければならない。課題解決のための活動は、リターンが出なければ、いずれ終焉するからである。その意味では課題解決とリターンの実現は相反しない。実は、社会課題解決とリターンが相反するのは、企業がさほど深刻ではない顧客ニーズを取り上げて短期的なリターンを追っている場合なのである。

より高い水準でのインパクト評価が多くの投資家から求められていること以外にも、インパクト投資には投資家から様々な課題も指摘されている。GIINの最新の年次報告によ

れば、投資家の83%は、インパクト投資が持つ多様なリスク・リターンに対応した適切な投資商品の開発を望んでいる。また、多くの投資家はインパクト投資に対して、適切な退出オプションの確保（82%）、市場においてより確立したアセットクラスとしての認知、より質の高い投資機会（74%）を求めているとされる。このように、インパクト投資がさらに普及するためには、こうした投資家の要望への対応が欠かせない。

日本でも、本当の意味で優秀な若者たちが、必ずしも大手企業や官公庁に就職せずに社会課題解決型のベンチャー企業起ち上げに勤しむ時代が漸く訪れた。くわえて、社会課題に意識の高い女性たちがこうした活動に以前にも増して積極的になっている。新しいビジネスモデルを構築し新規株式公開（IPO）の実現も可能な一流のベンチャー企業も増えてきた。だが、生まれながらにしてグローバル（born global）な発想で世界市場を席巻するような大きなビジネスモデルを持った、世界市場で通用するベンチャー企業の起ち上げはまだ少ない。我が国では、IPO後に成長が止まり、時価総額の伸長が止まっている企業も多い。しかし、それでは大きな社会課題解決も進まない。

■ おわりに

経営学者の野中郁次郎氏が、かつては組織的な知識創造性の高かった日本企業が、いつ

しかプランニング・アナリシス・コンプライアンスにおいて3つの過剰に陥って停滞してしまったとしたうえで、「今こそ改めて自らが社会にどのような価値を提供したいのかを見定め、次の時代を発展させる新たな知識を組織的に想像していく必要がある」（『Wedge』2019年8月号）と指摘しているのは、以上の議論と軌を一にする。インパクト投資を改めて考えてみることは、解決すべき課題が山積みの“課題先進国”としての我が国の取るべき選択肢である。

ノーベル経済学賞を受賞したフランスのジャン・ティロー教授は、政府が「意思決定プロセスに関与できないステークホルダーを保護し、このプロセスを支配する株主や経営陣が過度の外部不経済を生じさせないように選択に走ることを防ぐ」ために、「経済が企業に対して適切なシグナルを発信すれば、企業は本来の使命に集中するはずだ。その使命とは、企業を信頼して資金を投じてくれた投資家のために価値を創出して投資に報い、それを通じて雇用を創出することにほかならない」（『良き社会のための経済学』（2018）日本経済新聞出版社）と述べているが、外部不経済が容認できない程大きくなり、社会が企業に対して公式に規制を導入するタイミングでは、企業は全損を強いられる可能性すらある。そして、外部不経済を削減する課題を先取りして貢献できるビジネスモデルを構築できなかった企業は市場から退出を迫られることになるだろう。

2019年の9月6日、ポストG20 フォーラム「SDGs達成に向けたイノバティブファイナンスの可能性」と題する丸一日の会議が、GSG 国内諮問委員会の主催にて260名の参加を得て、東京・六本木にて開催された。投融資を行う金融関係者の参加が増え関心が高まってきている。しかしながら、投資する側だけでなく、投資を受ける企業側の取り組みはより重要である。民間企業のビジネスといえども、社会課題解決に貢献するような大きな需要に立ち向かっているかという観点から、常にその存続の持続可能性が問われている。インパクト投資を志向することはそのことを考える良い契機となると考えられる。

