

上場企業のインパクト投資の 課題と解決策

ソーシャルインパクト・リサーチ 代表
SBI大学院大学 講師

熊沢 拓



1. はじめに

現状では上場株インパクト投資よりも非上場企業へのインパクト投資の方が市場規模は大きいものの、上場株インパクト投資も足元、増加傾向にある。今後、上場株インパクト投

〈目 次〉

1. はじめに
2. 上場インパクト投資の難しさ
3. 上場株インパクト投資の拡大の鍵となる3つの課題
4. 上場株インパクト投資の成功モデル：ベイリー・ギフォード社
5. インパクト投資の新しい企業価値モデル：サステナブル企業価値モデル
6. サステナブルモデル価値モデルの実装化
7. インパクト投資革命の本質とは？

資を一層拡大する上では①複合企業のインパクト測定手法の洗練、②ポートフォリオ構築手法の確立、③先行事例の不足という3つの課題を克服する必要がある。上場株インパクト投資ファンドの成功例として、ベイリー・ギフォード社が運用する「ポジティブ・インパクト」が挙げられる。同ファンドはベンチャーキャピタルのマイルストーンの発想を取り入れることによって、上場株インパクト投資が抱える諸課題を解決する方向性として一つのプロトタイプを示している。

インパクト投資のリスクとリターンとは何か？ 通常の投資とはどこが違うのか？ リスクとリターンとインパクトはどう関係するのか？ インパクト投資を行う上では新しい企業価値モデルを構築する必要があり、本稿では、「サステナブル企業価値モデル」を提示する。このモデルに基づき、不確実性と企業価値の関係を明確化するリアルオプション理論を用いることで、ダウンサイドを抑制し

(図表1) インパクト投資の投資手法の構成割合(金額、件数)



Note: Excludes six outliers and nine respondents that did not report 2019 investment activity. 'Other' includes guarantees, alternatives, mezzanine, New Market Tax Credits, and revenue-based financing.

Source: GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey

アップサイドを上向かせることで、長期の不確実性を価値の源泉とすることで、インパクト投資の成功条件が明らかになる。

2. 上場インパクト投資の難しさ

インパクト投資を推進する国際団体GIINはインパクト投資を、「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的および環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資」と定義している。

GIINでは、インパクト投資の4つの要素として、1. Intentionality (意図があること)、2. Financial Returns (財務的リターンを目指すこと)、3. Range of asset classes (広範なアセットクラスを含むこと)、4. Impact Measurement (社会的インパクト評価を行うこと)を挙げている。

インパクト投資家からのサーベイによると、グローバルなインパクト投資のうち投資金額では3分の1以上(37%)はプライベート・デットで投資され、投資件数も半数以上(61%)を占めている。公募債は投資金額の約4分の1(投資件数の16%)を占める。プライベート・エクイティは投資金額の16%(取引件数の11%)を占めるのに対して、上場株インパクト投資は投資金額の10%(取引件数の2%)を占めるに過ぎない。

現状ではグローバルなインパクト投資市場はパブリックマーケットよりもプライベートマーケットの方が活発であり、エクイティ投資よりもデット市場の方が活発であるという傾向がみてとれる。

ただし日本の状況を見てみるとグローバルな状況とは異なり、上場株式の割合が非上場株式を上回っている。これは野村アセットマネジメントが運用する「野村ACI先進医療イ

ンパクト投資」という公募投資信託が統計に含まれていることの影響が大きい。同投信の純資産総額は約2,000億円超に上り、日本のインパクト投資自体の残高が限定的であるため、結果的に全体の統計に大きな影響をもたらしていると考えられる。

■ 3. 上場株インパクト投資の拡大の鍵となる3つの課題

今後、上場株インパクト投資が拡大していくためには、次に挙げる3つの課題（事業を多角化した企業のインパクト測定、ポートフォリオ構築、事例とエビデンスの不足）を克服しなければ、財務リターンとインパクト創出の両立という命題も絵に描いた餅に過ぎないものになる。

① 事業を多角化した企業のインパクト測定

上場株インパクト投資の最大の課題は、上場企業にインパクト評価をどのように行うかになる。そもそも、上場企業自身が自社の事業のインパクトを定量的に評価しているケースも稀であり、仮に評価してもそれを投資家に公開しているわけでもない。投資家が現状の公開開示情報から上場企業のインパクトを評価するのは難しい面がある。特に、事業を多角化している上場企業も多く、企業全体のインパクトをいかにして測定するかという点に難しさがある。企業が手掛ける事業ごとにインパクトの方向性が異なり、その相互作用についても測定の対象になるとすれば、自治

体で活用されるロジックモデルのように単純な手法ではインパクトの総量を把握しきれない。要するに事業が多方面にわたっているほど、インパクト測定は難しくなる。例えば国内のあるコングロマリットの事業範囲を見てみよう。この大企業は、脱炭素という共通の目標の下に一方で効率的な洋上風力発電システムの開発に取り組み、もう一方で原子力発電を推進している。原子力発電を環境インパクトの観点で評価する場合、それをプラスと捉えるべきかマイナスと捉えるべきか、事業者や評価者の政治的な立場によってもその見解は分かれ、万人にとって受け入れ可能なコンセンサスを形成することは困難を極めるであろう。このように多方面に事業を展開している企業の価値を統一的な基準で評価するには常に難しい問題がつきまとう。

② ポートフォリオの構築

上場株インパクト投資の普及を妨げる問題はそれだけではない。仮にインパクトの評価手法が確立、洗練されたとしても、投資家が複数の企業に投資する場合、どのような判断基準の下でポートフォリオを構築するかという問題が残る。通常、ポートフォリオを作り上げる際には、組み入れる金融資産のリスクやリターンを分析した上で全体のシャープレシオ（投資効率）を最大限に引き上げる2次元的な投資判断が基本となる。ところが上場インパクト投資においては、このような2次元的な発想だけではポートフォリオを決定、構築することができない。というのも、そも

そもインパクト投資の関心事はリスク、リターンのみならず、そこにインパクトを加えた3要素に及び、それぞれの要素を評価、測定した上で空間的に投資効率を吟味する3次元的な投資判断を迫られることになるからだ。

インパクト投資が作り出すこの立体空間においては、リスクやリターンの意味もまた変化する。リスクは単に元本を基準とした値動きの幅を示すのではなく、そのインパクトの総量を取り得る可能性の振幅という意義を獲得する。インパクト投資の理念の下で定義域を拡大したリスクの総量は、狭義のリスクよりも一般的に大きめに見積もられることになる。

③ 事例およびエビデンスの不足

3つ目の課題は、上場インパクト投資の有力な先行事例が限られているために、先に述べたリスク、リターン、インパクトの関係性を示すエビデンスそのものが不足している点にある。2019年時点で、インパクト投資を掲げるファンドのうち上場企業を対象としたものは世界中で120本程度、ファンドを手掛ける運用機関数も約60社にとどまる。このように参照できる過去の事例が限られていれば、インパクト投資が本当にリターンを上げられるのかという投資家側の疑念を解消することは難しい。

ただしこの前例不足の問題は、足下で運用が継続しているインパクト投資ファンドのトラッキングレコードが伸長し、業界全体で経験と教訓が蓄積されていく中で解消が期待できる

状況になりつつある。

■ 4. 上場株インパクト投資の成功モデル：ベイリー・ギフォード社

上場株インパクト投資を掲げる金融商品のうち足下で運用状況が好調な事例としてベイリー・ギフォード社が運用する「ポジティブ・チェンジ」というファンドが挙げられる。

ベイリー・ギフォードはベンチャー・キャピタル的な投資手法で運用成果を積み上げ、世界的に残高を拡大してきた実力派の運用会社として知られる。「ポジティブ・チェンジ」の構成銘柄を見ると、モデルナ、特斯拉、アリババ、日本株でもエムスリーなど飛躍的な成長が期待されるテンバガー志向の銘柄も積極的に組み入れており、2020年前半のコロナショック後の相場上昇を捉える手腕は目を見張るものがあった。基準価額を見ると、ショック最中の底値は9,300円台（20年3月）で、その1年半後にあたる21年9月には2万8,000円近くに上昇している。一般的なエクイティ系公募投信で、この期間に基準価額を3倍に膨らませた実績を上げているファンドはそう多くない。

なぜ、「ポジティブ・チェンジ」は目覚ましい成果を実現できたのか。

その秘密は、ベイリー・ギフォード社のアナリストたちの会議で定められている、ある「ルール」にある。彼らは会議が始まると、

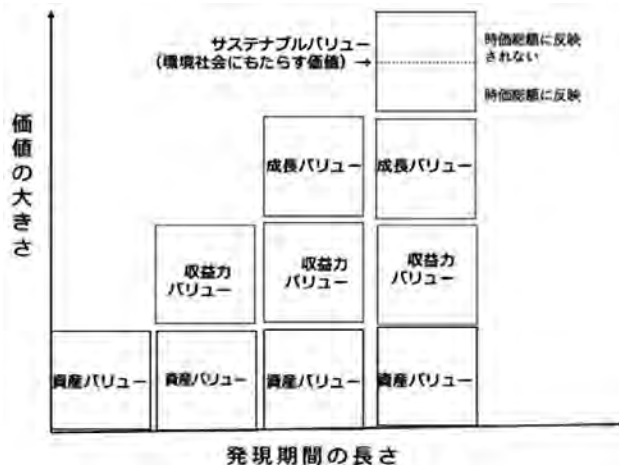
投資対象の銘柄に関して決して悪口を言わない。というのも会議開始後20分間は、話題となっている企業の将来性にポジティブな面とネガティブな面がある場合、必ずポジティブな側面についてしか言及してはいけないというルールを定めている。この「楽観主義ルール」を守れないアナリストは会議室から追い出されることになるという。この楽観主義ルールを導入したベイリー・ギフォードの会議においては、通常のアナリストの会議とは異なる視点で投資判断を下すことになる。ベイリー・ギフォードの投資姿勢におけるこうした特異性は、リターンの現れ方にも反映されている。彼らは決して過去の投資判断において「全勝」しているわけではない。しかし、テスラ、テンセントといった保有銘柄のそうしたマイナスを補って余りあるほどの大幅な株価上昇を遂げているために、結果的には全体として突出したリターンの創出に至っている。彼らは失敗しないのではなく、ファンドの収益拡大に貢献した銘柄の保有比率を適切なタイミングで引き上げるVC投資のマイルストーン的発想を応用している。VC的投資手法を上場企業のインパクト投資に応用した上場インパクト投資の一つのプロトタイプとして参照される価値のある事例と言えるだろう。

従来のESGファンドと、インパクト投資を掲げる「ポジティブ・チェンジ」の運用理念を比較すると、「守り」を重視する通常のESGと「攻め」を重んじるインパクト投資と

の判断姿勢の差異が鮮明に浮かび上がる。社会課題解決と財務リターンの両立を目指すインパクト投資は、ベンチマークを下回らない守りの投資行動だけではその目標を達成することができない。従って「ポジティブ・チェンジ」のように、銘柄選定の段階で通常のESG投資よりも積極的にリスクを取ることで、短期的なダウンサイドも辞さないかわりに、中長期的にはポートフォリオ全体としてのプラスを目指す姿勢が特徴となる。

短期的に見れば、企業の財務状況とインパクト創出力との間にはしばしばトレードオフの関係が見出される。ベイリー・ギフォード社の投資先の顔ぶれを見ると、その共通点として、このトレードオフ関係を逆転させる可能性のあるイノベーションを生み出したり、またはその創出を目指したりといった企業姿勢が見出せる。もちろん、「ポジティブ・インパクト」がコロナショック直後に飛躍的なリターンを実現させたからといって、「インパクト投資は短期的にもリターンをもたらす」という短絡的な結論に飛びつくわけにはいかない。コロナショックは、いわば、本来であれば十年単位の中長期的に市場に影響を及ぼす規模の不確実性が、極度に凝縮され短期間に生じた現象ということができるだろう。つまりこのファンドは、インパクト投資に基づく投資判断が十年、二十年単位で実際にインパクトを生み出しようということを、いわばミニチュア化された時間の中で実証したと考えることができよう。

(図表 2) サステナブル企業価値モデル



(出所) 株式会社ソーシャルインパクト・リサーチ

5. インパクト投資の新しい企業価値モデル：サステナブル企業価値モデル

ベイリーギフォードの上場インパクト投資ファンドの成功は何を意味するのだろうか？これまでインパクト投資が内包する不確実性がリターン拡大に結び付くメカニズムについて、正面から分析する試みがほとんど行われてこなかった。そもそもインパクト投資のリスクとリターンとは何か？ リスクとリターンとインパクトはどう関係しているのか？筆者はインパクト投資を行う上で、新しい企業価値モデルを構築する必要があると考える。

図表 2 は筆者がインパクト投資の新しい企業価値の源泉をモデル化した、「サステナブ

ル企業価値モデル」であり、横軸は価値が発現する時間軸を示し、縦軸は企業によって生み出される価値の大きさを示す。

サステナブル企業価値モデルは企業価値が4つの源泉から生じると想定する。1つ目は資産バリューである。この資産バリューは投資してすぐに発現する。2つ目は収益力バリューである。超過リターンが資本コストを上回る期間によって獲得できるバリューである。3つ目は成長バリューであり、企業が保有する成長オプションを実現化することによって獲得できるバリューである。そして、4つ目がサステナブルバリューであり、社会環境にもたらす価値によって生じるステークホルダー全体に生み出されるバリューである。このバリューは時価総額に反映する部分と時価総額には反映しない部分の2つに分けられる。

(図表 3) 味の素の企業価値の再定義



(出所) ハーバードビジネスレビュー2021.10

このサステナブル企業価値モデルから何がわかるのか？ 1つ目は、通常の投資とインパクト投資の違いは、サステナブルバリューを生み出すことを想定するかどうかの違いとして捉えることができる点である。シングルマテリアリティとダブルマテリアリティの違いである。2つ目は、インパクト投資によって獲得するサステナブルバリューを実際に獲得するには長いバリューの発現期間（投資期間）が必要である点である。インパクト投資が狙うインパクトの創出、つまり社会課題の解決には長い期間が必要であり、それに伴い不確実性が高くなる。3つ目は、インパクト投資においてはこの不確実性こそが価値創出の源泉になるという点である。

次に問題となるのは、投資家は自分たちの利益にならない時価総額に反映しないサステナブルバリューを生み出すために投資するの

は経済的に合理的でないのではないかという批判である。

この矛盾を解決する手段として、味の素が提示している「企業価値の再定義」を紹介する。図表3で、味の素は、株主・投資家、従業員、パートナー、生活者とビジネス顧客、すべてのステークホルダーが好循環を生み出すことで、価値向上を同期化することを示している。

ステークホルダーごとで価値も異なるし、価値の発現、時間軸も実はバラバラである。ある一時点をとった場合には株主が損をし、他のステークホルダーが得をするトレードオフもありうる。この矛盾を解消する手段として、長期で見ると価値の同期化、つまりすべてのステークホルダーの価値向上が図られるようにするというのが1つの解決策となる。サステナブルバリューの時価総額に反映する

部分と時価総額に反映しない部分が同期化することでステークホルダー間の矛盾・コンフリクトの解決が図れるという考え方になる。

今後、このステークホルダー全体の価値の同期化モデルを設計するということが上場企業にとってますます重要になってくるだろう。サステナビリティ向上が企業価値に与える影響の理論的な枠組みの浸透によって、インパクト投資は単なる投資判断の代替案の域を超え、経営判断、さらには金融機関の融資判断にまでもドラスティックな変革をもたらすだろう。

■ 6. サステナブルモデル価値モデルの実装化

サステナブル企業価値モデルはどのように投資に実装できるのだろうか？ 株式会社ソーシャルインパクト・リサーチではソーシャルインパクト指数@という定量的なインパクト評価指標を用いて、日本企業約100社の評価実績を有する。また、このモデルを用いることでエムスリー社の潜在価値を発見し、東日本大震災直後2011年にインパクト投資することに成功した。

ソーシャルインパクト指数@は、1. 社会・環境課題の深刻さ、2. 社会的投資収益率、3. 波及効果、4. スピード、5. 基盤・持続性の5つの評価軸を元に定量的に企業のインパクト投資の可能性を判断する枠組みである。

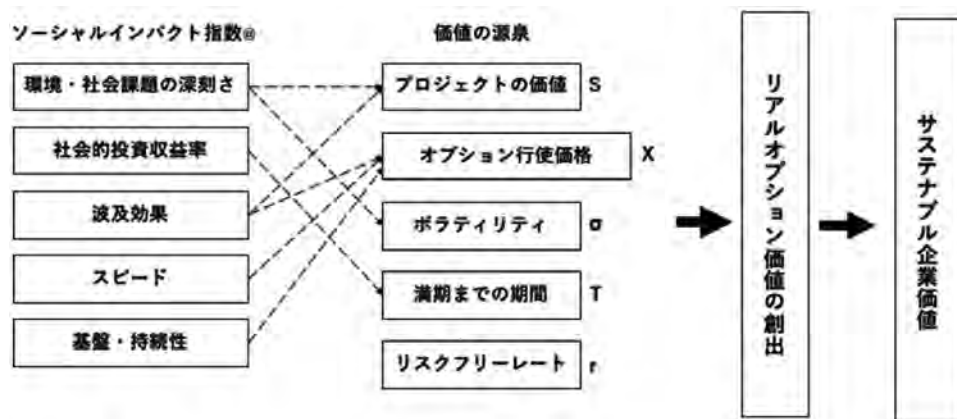
従来のインパクト評価手法との違いの1つ目は、ソーシャルインパクト指数@はインパクトのみならず、財務との両立性を評価に組み込んでいるので、インパクト投資の投資判断基準としてそのまま用いることができる点にある。

2つ目は、従来のインパクト評価手法はロジックモデルとKPIの組み合わせで構成され、分野のKPIを設定することで分野ごとの比較可能性を高めることができる反面、業種分野を超えた横断的な比較が難しかった。これに対して、ソーシャルインパクト指数@はKPIよりもメタ的要素を評価軸に用いることで、業種、ステージ、ビジネスモデルの違いを問わず比較することが可能となり、比較可能性を高めることができる。

3つ目は、比較可能性が高まることで、インパクトの因果律、因果関係をより把握することができる点である。個別企業の要因と個別企業の成果だけ見ても、それはその企業の個別要因に左右されてのものであり、インパクトの特定を行うことはできない。インパクト投資においても、インパクトを特定する上でデータ数、比較可能なデータ数がインパクト推定の命と言えるものであり、いかに比較サンプル数を確保できるかが有効なインパクト評価ができるかどうかの重要なファクターとなる。

4つ目は、非上場企業、上場企業を問わずに定量的に評価することができるので、汎用性が高い点にある。

(図表 4) ソーシャルインパクト指数@とサステナブル企業価値との関係性



(出所) 株式会社ソーシャルインパクト・リサーチ

5つ目は、ソーシャルインパクト指数@のアルゴリズムにはリアルオプション理論がベースにあるので、サステナブル企業価値との整合性が非常に高い。従来のインパクト評価指標は企業価値との関係性がないのに対して、ソーシャルインパクト指数@は企業価値をベースにしたインパクト投資手法なのである。

ソーシャルインパクト指数@の評価軸はオプション理論の項目に紐づいており、リアルオプション価値を創出し、それがサステナブル企業価値に紐づいている。社会課題の解決には中長期の時間軸が必要となり、不確実性が高く、ボラティリティ（価値の変動率）も高くなる。その不確実性を、柔軟な経営力によって価値に転換できるマインドセット、企業行動をとれる企業の企業価値は高まる。

ここまで話を進めると、改めて現状のインパクト投資ファンドの限界も浮き彫りになっ

てくる。インパクト投資は社会課題の解決を目指す長期の不確実性の大きな投資になる。現状のインパクト投資ファンドは短期のKPI、線形ロジックモデルを特定することでインパクト投資としての正当性を主張しようとする。あたかも、不確実性、モデル変更はないことを前提とするように。しかしながら、このような、短期的、近視眼的な視点でインパクト投資を捉えようとしてもその本質を捉えることは決してできないだろう。

7. インパクト投資革命の本質とは？

革命の本質は、それが起きている最中にはほとんど理解されない。インパクト投資は、現在進行中の革命である。テクニカルな定義を設けることで、インパクト投資を捉えようと試みる人々がいるが、動的なコンセプトと

(図表 5) 20世紀型経営パラダイムと21世紀型経営パラダイム

	20世紀型 経営パラダイム	21世紀型 経営パラダイム
企業の目的	株主利益の最大化	ステークホルダー全体の価値最大化
重要なシグナル	利益	利益+インパクト
重視	効率、成長	持続可能性
企業の定義	契約の束	信頼の束
投資家との関係	短期的、市場取引、アームスレンジス	パーパスによってつながる
外部性の対応	外部性が内部化されない	外部性が内部化される

(出所) 株式会社ソーシャルインパクト・リサーチ

してのインパクト投資は、静的な定義の檻に収まることがない。

2021年3月15日。インパクト投資を進行する革命という観点から考察するにあたり、ひとつ出発点となる日付だ。この日、フランスの食品大手ダノンがファベール会長兼CEOを解任した。ファベール氏はESG経営の先導者として知られる。14年からCEOを務め、「人と自然重視の資本主義」、「ステークホルダー資本主義」を唱え、収益性を重視しつつ社会的使命を果たすパーパスを掲げていた。しかし、新型コロナウイルス感染拡大を受けてダノンの株価が大幅に下落し、競合他社にも大差をつけられる事態となった。アクティビストの新興ヘッジファンドが同氏の交代を求め、多くの株主がこれに追随した。

ダノンの解任劇は、投資や企業経営の世界に、2つの異なる思考の枠組みが混在している現状を浮き彫りにしている。これらの枠組みを筆者はそれぞれ「20世紀型経営パラダイム」、「21世紀型パラダイム」と呼び分けている。

2つのパラダイムの最大の違いは、企業という存在の捉え方にある。

旧来の20世紀的パラダイムにおいて、企業は専ら「契約の束」として理解されてきた。取引や雇用といった多種多様な契約のフォーカルポイントとして企業を位置付けるのが、伝統的経済学における標準的な解釈である。そこでは株主が、諸々の契約に基づくあらゆる支出を済ませた後の残余を得る権利だけでなく、その残余利益をコントロールする権利をも所有する。要するに、この前世紀的な枠組みの内側においては「契約さえクリアすればOK」という訳だ。一方、インパクト投資が依って立つ21世紀的パラダイムにおいては、企業は「信頼の束」として捉え直される。

企業は単なる残余利益だけではなく、契約書に記載されている以上のもの（外部性）を常に産出している。企業が生み出す外部性は必ずしも社会全体にとって有益なものだけでなく、地球温暖化の主因とされる二酸化炭素の排出などもこれに含まれる。社会や環境にとって好ましい外部性、すなわちインパクト

をいかにして増大するか。この問題に立ち向かう際に焦点化されるのが、企業が掲げる自社のパーパス（存在意義）である。パーパスは契約と異なり、罰則規定がない。自らが打ち出した存在意義に対し、株主だけでなく、取引先や従業員を含むすべての関係者が賛同することによって成立する。パーパスに基づいて期待されるインパクトを生み出し、そのインパクトと共に利益を拡大させる。これが二十一世紀的パラダイムの中核にあるインパクト投資の考え方になるだろう。

〔参考文献〕

- ・伊藤晴祥（CMA021）「サステナブルファイナンス時代の情報開示と企業価値—企業価値向上をもたらす情報開示とは—」『証券アナリストジャーナル』2021年2月号、ページ40－54
- ・西井孝「[インタビュー] 味の素が取り組むASV経営」『ハーバードビジネスレビュー2021.10』
- ・GIIN：2020 Annual Impact Investor Survey
- ・野村AIC先進医療インパクト投資説明資料
- ・ベイリーギフォード社インパクト投資ファンド「ポジティブ・チェンジ」販売資料
- ・ニッセイアセットマネジメント上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査 報告書2020.3

