

2020年5月1日 全6頁

# 社会的インパクト投資シリーズ③ VC が社会的インパクト投資において期待される理由とは

社会的インパクト投資はプライベート投資を中心に広がる

金融調査部 SDGs コンサルティング室 研究員 柿沼英理子

## [要約]

- 社会的インパクト投資市場の拡大において、ベンチャーキャピタル（VC）の役割が期待される。社会的インパクト投資の要件の1つとして提唱される「投資家による貢献」を実現する上では、VC投資のスキームが適していると考えられるためだ。
- VCがベンチャー企業へ社会的インパクト投資を行うにあたり、大企業と比較してリソースが少ないベンチャー企業が事業のインパクト評価をどのように行うのかという課題がある。また、企業にとってはエグジット後のミッション・ドリフト（株主からの要求を受けて企業が資源配分を変えることにより、本来の社会的な目的を達成できなくなることを指す）を防ぐことも重要である。
- 社会的インパクト投資の牽引役としてのソーシャル・インパクト・ベンチャー・キャピタル（SIVC）への期待は大きい。社会的インパクト投資が拡大していくためには、SIVCだけではなく、SIVCへの資金の出し手や投資先企業の理解も必要であり、ソーシャル・ベンチャー上場後の担い手も含めて、社会的インパクト投資を支えるエコシステムが築かれることが重要である。

## 1. 社会的インパクト投資に求められる投資家による貢献

### （1）社会的インパクト投資の要件として提唱される「投資家による貢献」

資本市場において、一定の経済的リターンを上げつつ、社会や環境に対して正のインパクトをもたらすことを目指す社会的インパクト投資<sup>1</sup>の注目度が高まっている。非財務情報に着目し、中長期的な経済的リターンの向上を目指す ESG 投資に対し、社会的インパクト投資は社会課題に対してより直接的な貢献ができるファイナンス手法であると期待されているためだ。社会的インパクト投資を促進するグローバルな組織、Global Impact Investing Network（GIIN）が実

<sup>1</sup> 社会的インパクト投資について詳しくは、[柿沼英理子「『社会的インパクト投資』とは何か：SDGsの達成に貢献する、持続可能な資金の流れを作るには」](#)（大和総研レポート、2019年10月24日）を参照。

施した調査<sup>2</sup>によると、世界で 1,340 の機関投資家が社会的インパクト投資<sup>3</sup>を行っており、運用資産額の合計は 5,020 億ドルに上ると推計されている（2018 年末時点の値）。

社会的インパクト投資の定義は明確ではなく、OECD や GIIN など複数の組織が定義づけを試みているが、共通項として資金運用者が、①投資を通じたインパクトの創出を意図していること、②一定の経済的リターン（投資元本を棄損しない程度のリターン～市場平均リターンとされる）の獲得を目指していること、③インパクトの測定やマネジメント（以下、インパクト評価）を行っていること、の 3 点が挙げられる。

こうしたベーシックな定義に加えて、IFC（国際金融公社）や GIIN は、社会的インパクト投資の原則として、投資家による「貢献（Contribution）」を挙げている<sup>4</sup>。ここでの投資家による貢献は、投資先企業に対する資金的な支援ならびに非資金的な支援、そして、社会的インパクト投資市場拡大への寄与が含まれる。投資家による貢献は、投資先の社会的企業が事業を通じて最終的な受益者（社会的インパクト投資対象となった財・サービスによって社会的便益を受ける者）にもたらす直接的なインパクトとは区別される。以下、資金的な支援および非資金的な支援についてみていく。

## （2）投資家による貢献はプライベート投資においてより効果が発揮される可能性

資金的な貢献には、(a) 一般の投資家よりも低い経済的リターンを許容することにより、投資先企業の資金調達コストの引き下げに寄与することや、(b) 一般的な投資家にとっては投資対象とならない企業に対して資金提供を行う、といったことが含まれる。(a) に関して、プライベート投資においては要求収益率が低い投資家（例えば財団等の非営利団体や中長期的な事業シナジーの創出を目的とした事業会社の自己勘定運用などが想定される）の存在が直接的に企業の資金調達コストの引き下げに寄与すると指摘されている。一方、公開市場においては、企業の時価総額が大きく、個々の投資家の影響力が小さくなることから、社会的インパクト投資家は企業の資金調達コストの引き下げに寄与することはできないと考えられる。また、プライベート投資においては多様なリスク・リターン特性が受け入れられる可能性が高まるため、(b) の貢献への期待も高まる。

非資金的な支援の例としては、投資先企業の経営支援（財務戦略、人事戦略、コーポレートガバナンス等に係るノウハウの移転）などが挙げられる。非資金的な支援には株主としてのエンゲージメント活動も含まれる。非資金的な支援に関しても、個々の投資家の影響力に限られる公開市場より、投資家が経営に深く関与する傾向のあるプライベート市場、特に経営への関与が大きいエクイティ投資において行われやすいと考えられる。

<sup>2</sup> Global Impact Investing Network (GIIN) (2019) “Sizing the Impact Investing Market”

<sup>3</sup> GIIN の調査における社会的インパクト投資の定義は「経済的リターンと並行して、ポジティブかつ測定可能な社会・環境面でのインパクトをもたらすことを意図する投資」。

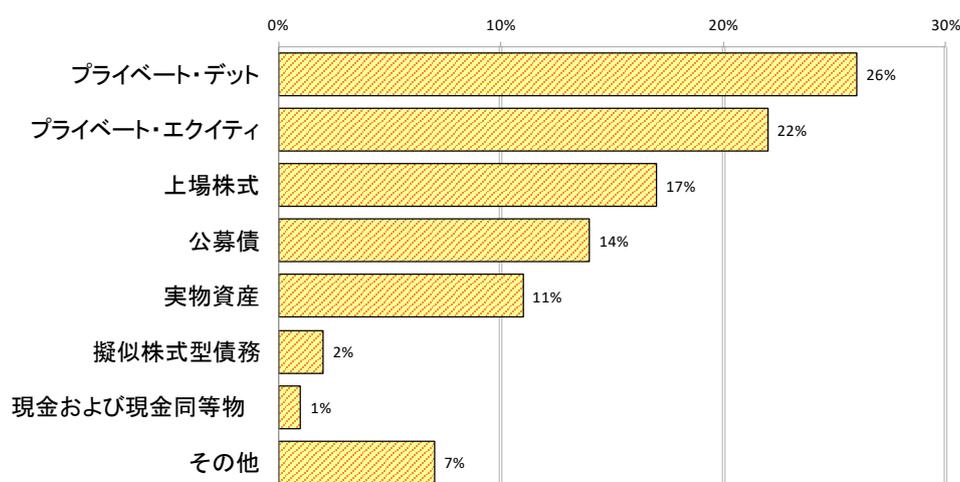
<sup>4</sup> 例えば、IFC の “Operating Principles for Impact Management” には「(投資先企業の) インパクトの達成に対する資金運用者の貢献を確立させる」( “Establish the Manager’s contribution to the achievement of the impact.” ) とある。

## 2. 特に VC が社会的インパクト投資家として期待される理由

前述の通り、社会的インパクト投資に求められる投資家による貢献については、プライベート投資の方が可視化しやすく、インパクト評価もしやすいと考えられる。GIIN の調査結果<sup>5</sup>から社会的インパクト投資のアセットクラス別の割合を見ると、実際、プライベート・アセットへの投資比率が高く（図表1）、特にプライベートデットが占める割合が最大である。

社会的インパクト投資が発展する上では、同投資の先事例が蓄積されているプライベート投資において、特に VC のようなベンチャー企業に資本性の資金提供を行う投資家の存在が重要である。プライベートデット投資は、アップサイドのリターン（企業価値の向上）を求める投資ではなく、議決権行使などを通じて経営に関わることも難しい。一方、一般的にプライベートエクイティ（PE）投資においては、資金運用者はエグジット（投資回収）時の利益を最大化させるため、投資先企業の経営に参画し、経営者と共に企業価値の向上を目指す。この過程において、社会的なインパクトを志向する VC（以下、一般的な VC と区別するために、便宜上、ソーシャル・インパクト・ベンチャー・キャピタル [SIVC] と呼ぶ）は、社会的インパクト投資家として前述の非資金的な貢献を積極的に果たすことができると考えられる。

図表1：社会的インパクト投資の運用残高に占めるアセットクラス別の割合



(注) 回答数は 259。運用資産額の合計は 1,310 億米ドル。

(出所) GIIN “Annual Impact Investor Survey 2019” より大和総研作成

社会的インパクト投資において投資先企業がもたらすインパクトは①企業が提供する製品やサービスによるインパクト、②経営上のインパクトの2つに分けられると考えられている<sup>6</sup>。後者は企業経営を通じてもたらされる従業員や近隣コミュニティに対するポジティブなインパクトを指し、ESG 要素とも通じる概念である。

一般的に VC 投資の投資対象となるベンチャー企業にはこれまで社会に存在しなかった製品や

<sup>5</sup> GIIN “Annual Impact Investor Survey 2019”

<sup>6</sup> Paul Brest & Kelly Born (August 14, 2013) “Unpacking the Impact in Impact Investing”, [Stanford Social Innovation Review](#). (2020年4月20日最終アクセス)

サービスを生み出し、イノベーションを起こす役割が期待されている。このため、SIVC においては、前述の投資先企業がもたらすインパクトのうち、新たな「①企業が提供する製品やサービスによるインパクト」を創出することで社会課題の解決への貢献が期待される。近年、社会課題の解決をビジネスモデルの中心に据えたソーシャル・ベンチャーが増えているといわれているが、社会的インパクト投資家がこうした企業に資金的・非資金的な貢献を行うことで、社会的なインパクトが大きい、新たな製品やサービスの実現が期待される。

### 3. SIVC 拡大に向けた課題

#### (1) インパクト評価の難しさ

##### ① 社会的インパクト投資におけるインパクト評価とは

社会的インパクト投資におけるインパクト評価<sup>7</sup>は、インパクトの測定やマネジメントを通じて、社会的なインパクトを可能な限り大きくすることを意図しており、投資先企業の協力の下、社会的インパクト投資家の責任として行うものとされている。インパクト評価においては、投資先企業の事業の評価だけではなく、投資家が投資先を決定するプロセスや、投資家が投資先企業に対して行った非資金的な支援も含めた、投資全体の評価を行うものとされている。

##### ② ソーシャル・ベンチャーの事業のインパクト評価とマネジメント

インパクト評価を行うにあたっては、投資先企業の協力が不可欠だが、SIVC の投資対象となるベンチャー企業では、事業のインパクト評価に必要なリソース（資金や人材）が十分でない場合が多い。SIVC 側の支援が求められることになるが、SIVC 側の体制整備やノウハウの蓄積が前提となる。SIVC にとっては一般的な投資に比べ、インパクト評価に伴う追加的なコストが発生することになる。一方、社会的インパクト投資の対象となる企業は、ビジネスモデルとして社会課題の解決を収益の源泉としており、インパクトを適切に評価し、マネジメントすることは事業収益の向上のために必要な経費ともいえる。

なお、インパクト評価に用いられる指標の選定は、経営の KPI（重要業績評価指標）にもなり得るものを設定するべく、社会的インパクト投資家と投資先企業でディスカッションを通じて決定されることが一般的である。PE ファンドにおける社会的インパクト投資の認証制度（SIVC に特化したものではない）が標準化される動きもあり、将来的にはこうした認証制度の活用を通じて追加的なコストの抑制が可能になるかもしれない。具体的には、UNDP（国際連合開発計画）が IMP（Impact Management Project）とのパートナーシップの下で策定している SDG Impact という認証基準があり<sup>8</sup>、コンサルテーション・ドラフトが公表されている<sup>9</sup>。この認証基準は、大きく 3 つのパートに分かれており、それぞれ、①戦略的な意図とゴール設定に関する基準、

<sup>7</sup> インパクト評価について詳しくは、[柿沼英理子「インパクト評価をどのように行うか：実施の流れと共通指標を活用した評価事例の紹介」](#)（大和総研レポート、2020年2月6日）を参照。

<sup>8</sup> 投資先の企業レベルでのインパクト評価のガイドラインの他、債券向けのガイドラインも公表される予定である。

<sup>9</sup> UNDP, SDG Impact “The SDG Impact Practice Standards Private Equity Funds CONSULTATION DRAFT: SEPTEMBER 2019”

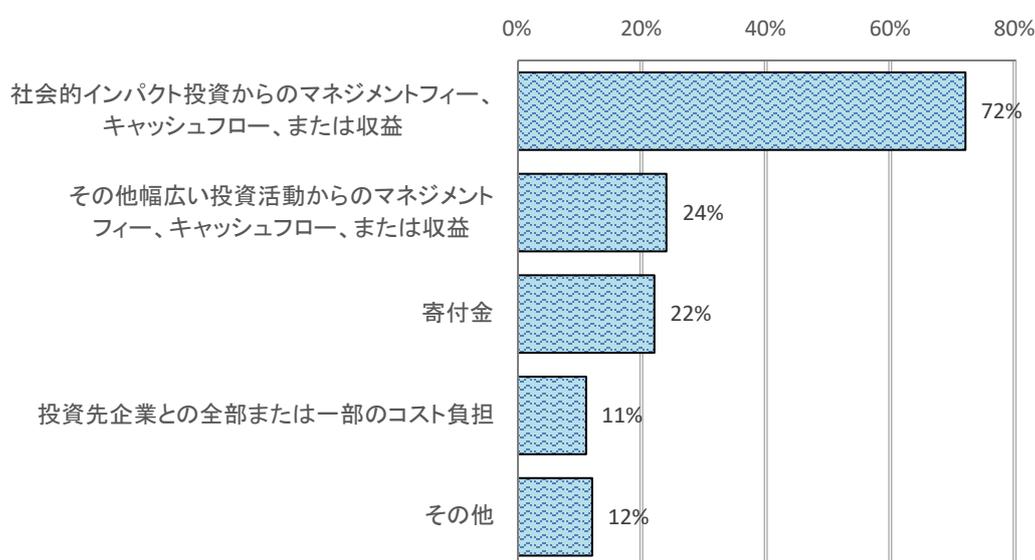
②インパクト測定ならびにマネジメントに関する基準、③透明性と説明責任に関する基準となっている。基準を満たすのか判定するためのテストも設けられており、認証機関によって「基準を満たさない」、「部分的に基準を満たす」、「基準を満たす」の3段階で判定される（認証は、SDG Impact が実施するオンライン研修を受けた第三者機関が行うこととされている）。

## （２）インパクト評価のコスト負担を誰が担うか

インパクト評価を実施していることが社会的インパクト投資の要件として浸透する中、インパクト評価に伴うコストを誰がどのように負担するかということは重要な問題である。GIIN の調査結果<sup>10</sup>によれば、調査対象となった機関投資家（投資対象のアセットは限定されていない）の約7割が、インパクト評価に係るコストを「社会的インパクト投資からのマネジメントフィー、キャッシュフロー、または収益」から拠出していると答えている（図表2）。言い換えると、伝統的な投資であれば資金の出し手が享受するリターンの一部を、社会的インパクト投資においてはインパクト評価のための費用に充てていることになる。

受託者責任の観点からは、SIVC がインパクト評価を追加的なコストをかけて実施し、ファンドの費用として計上するのであれば、アセット・オーナー（年金基金や保険会社など）の承認を得る必要があるだろう。SIVC はアセット・オーナーから承認を得るため、インパクト評価（およびマネジメント）に関する情報を積極的に開示することが必要と考えられる（なお、情報開示のガイドラインとして前節で述べたSDG Impact が活用できるであろう）。

図表2：インパクト評価に係るコストの資金源



(注)回答数は267。複数回答選択可。

(出所) GIIN (January 2020) “The State of Impact Measurement Practice, Second Edition” より大和総研作成

<sup>10</sup> GIIN (January 2020) “The State of Impact Measurement Practice, Second Edition”

### (3) 投資先企業側が懸念する、エグジット後のミッション・ドリフト

最後に、投資先企業側の課題についても触れておきたい。VC 投資においては、一定期間後にエグジット（資本提携や M&A、上場が想定される）を行い株主が交代することが一般的である。SIVC が投資先企業の社会的なインパクトを重視していたとしても、株主の交代後にミッション・ドリフト（株主からの要求を受けて企業が資源配分を変えることにより、本来の社会的な目的を達成できなくなることを指す）が起こることを懸念し、企業側が SIVC からの出資受け入れに積極的でないケースも考えられる。

これを防ぐためには、企業が交代後の株主に対して、インパクトの創出が企業価値の向上に寄与していることを理解してもらう必要がある。非上場・上場に関わらず、企業側が社会的インパクトの実現を通じて中長期的な企業価値向上を実現させるというストーリーを実践に移し、投資家側が客観的に評価できるよう情報開示を行うことは、資本性資金を調達する上では不可欠であろう。投資家側の意識も変わり始めている。上場株式を投資対象とする機関投資家においても、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる機関投資家が増えており、投資先企業のビジネスモデルを深く理解した上で、建設的なエンゲージメント活動に努めることが重要という考えが浸透しつつある。企業側・投資家側が相互に理解を深めるよう努めれば、ミッション・ドリフトは回避可能であろう。

## まとめ

社会的インパクト投資の資金の出し手として VC への期待は大きい。一方、本稿で述べた通り、インパクト評価自体が非常に難しい中で、それを実施するためのリソースをどのように確保するのか、誰のコスト負担で実施するのか等、課題は多い。VC だけではなく、資金の出し手や投資先企業の理解も必要であり、ソーシャル・ベンチャー上場後の担い手も含めて、社会的インパクト投資を支えるエコシステムが築かれることが重要である。日本において近年 VC の投資額は拡大傾向にあるが、依然として VC 投資が盛んな米国と比較すると規模は小さい。こうした中、社会的インパクト投資という新たな手法が加わることによって、中長期的な視点で成長が期待できる企業を支える VC が発展していくことを期待したい。

## 参考文献

GSG 国内諮問委員会 ソーシャル・エクイティファイナンス分科会（2019 年 5 月）「社会的インパクト時代の資本市場のあり方：社会課題解決に事業として取り組む企業の持続的成長を支えるエコシステムとは」

International Financial Corporation (April 2019) “Creating Impact: The Promise of Impact Investing”

[Paul Brest & Kelly Born \(August 14, 2013\) “Unpacking the Impact in Impact Investing”, Stanford Social Innovation Review.](#) (2020 年 4 月 20 日最終アクセス)