

山積みの社会課題と「プライベート・エクイティ投資」の向き合い方

京都大学経営管理大学院 特別教授
一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授
SBI大学院大学 教授

幸田 博人



1. はじめに

東京オリンピック後の日本の進むべき方向性を考えるにあたって、今後の大きな社会・経済構造変化と正面から向き合わざるを得ないとの見方は、昨年から共有されていた。2020年代以降の人口減少時代の本格到来に加え、地域間格差や世代間格差の問題などの更なる深刻化、或いはデジタル社会の一層の進展がもたらす日本の産業競争力の変質などが認識されていた。

こうした大きな構造変化を乗り越えるに

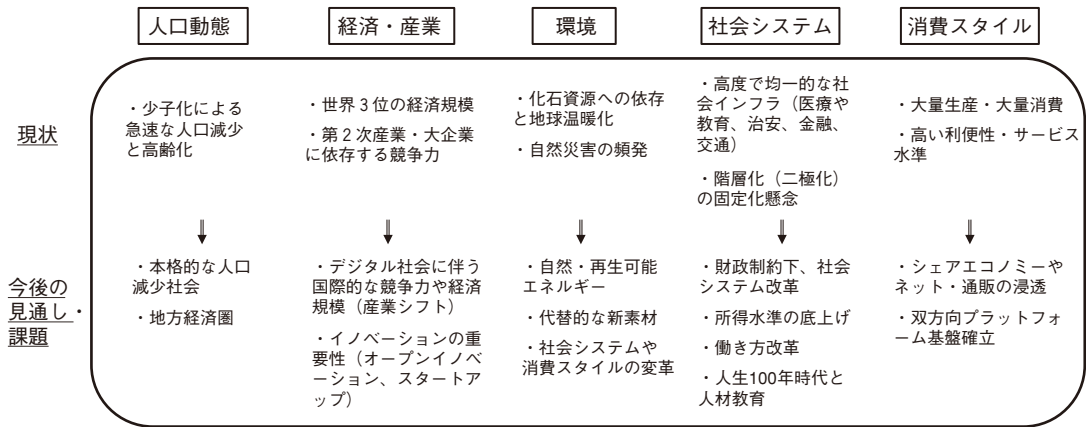
目次

1. はじめに
2. 社会課題とは
3. 社会課題解決と社会的インパクト投資
4. 社会的インパクト投資に係る論点
5. おわりに

は、日本の旧来型社会・経済システムへの大きなテコ入れが必要である。働き方改革、イノベーションの創出のための「エコシステム」確立、グローバル化への一層の取り組み、企業ガバナンス強化などが、重要なテーマとして、俎上にのっていたといえる。政府の「未来投資戦略2018」では、「(前略)日本は、人口減少、少子高齢化、エネルギー・環境制約など、様々な社会課題に直面する「課題先進国」。(中略)データと革新的技術の活用によって課題の解決を図り、新たな価値創造をもたらす大きなチャンスを迎えている。(後略)」と捉えている。「未来投資戦略」としての「投資」という位置づけが、日本にとって、いかに重要かという文脈で、社会課題解決に向けて「投資」の重要性が強く意識されていたともいえよう。

今回の新型コロナウイルスの広がりが、既に賞味期限切れの日本の旧来型社会・経済システムを、より先鋭化した形で根本的に変え

(図表1) 日本の社会課題の特徴



(出所) 各種資料から筆者作成

ざるを得ないことをはっきりさせた。新型コロナウイルス問題がもたらしつつある新しい社会・経済システムを視野に入れ、ウィズ・コロナを含めた更に変容しつつある社会課題に対し、リスクマネーとしてのエクイティ投資のあり方そのものが問われており、特にスタートアップ企業とリンケージするプライベート・エクイティ投資の広がりこそがポイントになってくる。

本論考においては、社会課題解決型のアプローチの有用性について理解を深めていくには、プライベート・エクイティ投資が社会的インパクト投資（以下、文中は「インパクト投資」とする）の形態をとることで、日本における投資のあり方を、大きく変えていくことが重要となる。如何に社会課題の解決につながるリスクマネー供給を増加させていけるかが、中期的に問われている。

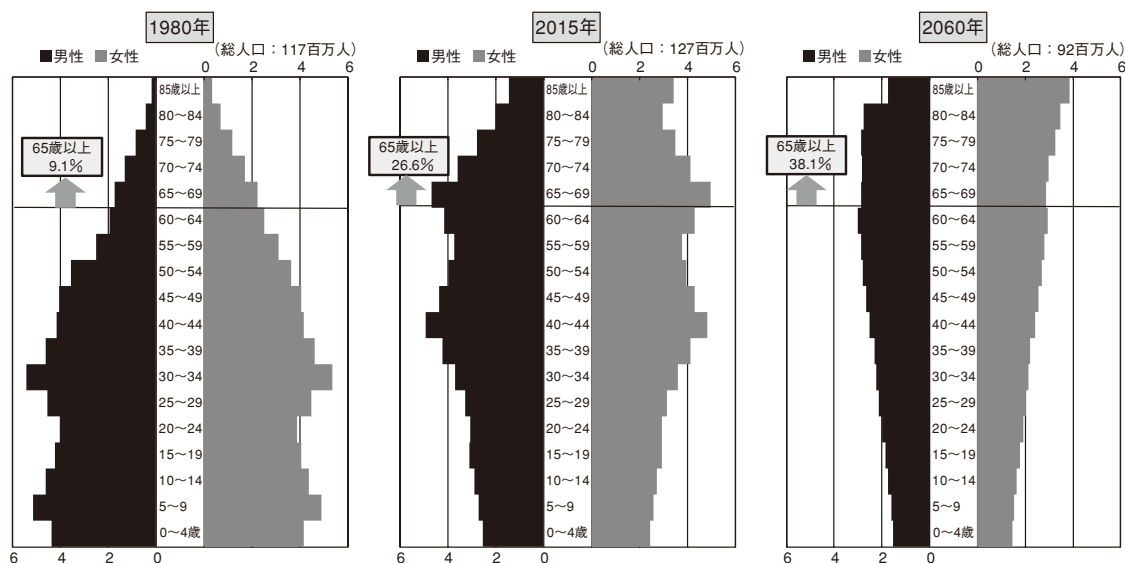
2. 社会課題とは

(1) 2020年代の日本の社会・経済構造変化と社会課題

持続的社会を確立するため、国連の持続可能開発目標（SDGs）は、グローバルに既に浸透している。日本としても、政策面や企業活動面において、SDGs的なアプローチを相応に組み込み、様々な経済活動が行われるようになっている。

2020年以降の日本の社会課題について、図表1で、5つの観点、「人口動態」、「経済・産業」、「環境」、「社会システム」、「消費スタイル」から整理した。具体的には①「人口動態」とは、人口減少・高齢化問題、地方の縮小均衡の急速な進展に係る社会課題、②「経済・産業」とは、デジタル社会の進展の中での産業のあり方論やイノベーションの重要性

(図表 2) 日本の人口ピラミッドの変化



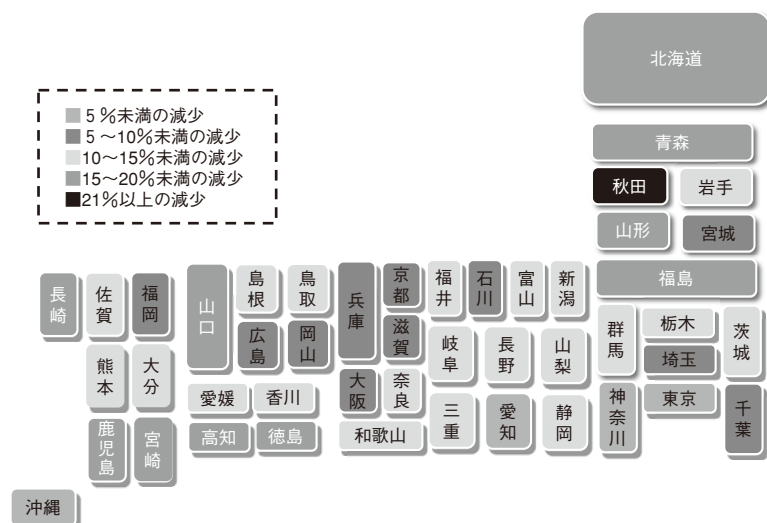
(出所) 総務省、国立社会保障・人口問題研究所

に係る社会課題、③「環境」とは、地球温暖化問題、自然災害への対応に係る社会課題、④「社会システム」とは、働き方の問題や格差への対応に係る社会課題、⑤「消費スタイル」とは、効率性や高付加価値重視からの脱却やデジタル社会での消費スタイルのあり方に係る社会課題であると考え。こうした日本の社会課題のうち、環境（気候変動）面では、グローバルな共通課題があるが、その他は、日本固有課題の側面も強い社会課題は、地域毎の歴史的経緯や社会システム・経済的基盤に由来し、各国ごとに、重要性の位置づけが異なってくる。日本の場合、これまで積み上げてきた社会インフラや経済基盤、製造技術などをベースとしながら、社会課題に取り組む必要がある。特に、足元先鋭化してき

ている人口減少・高齢化などは、海外諸国に先行する大きなテーマである。今後、社会課題の先駆者（課題解決先進国）として、こうしたテーマへの横断的かつ総合的な取り組みが強く求められている。

日本の歴史を遡ってみると、戦後の復興後、高度経済成長を実現した後、第一次オイルショック（1973年）やバブル崩壊（1989年）を経て、30年にもわたる長い低迷とデフレの時代に入ったままである。OECD加盟国の一員として世界第3位のGDP水準からすれば、日本が直面している社会課題は、独自の様相を呈している。日本では、デジタル社会の急速な進展の中で、既存産業のサービス、商品が、顧客ニーズとの間でギャップが広がっている。従来型の製造業中心モデルの行き詰ま

(図表3) 都道府県別生産年齢人口の減少率(2010年:2020年)



(注) 外国人を除く

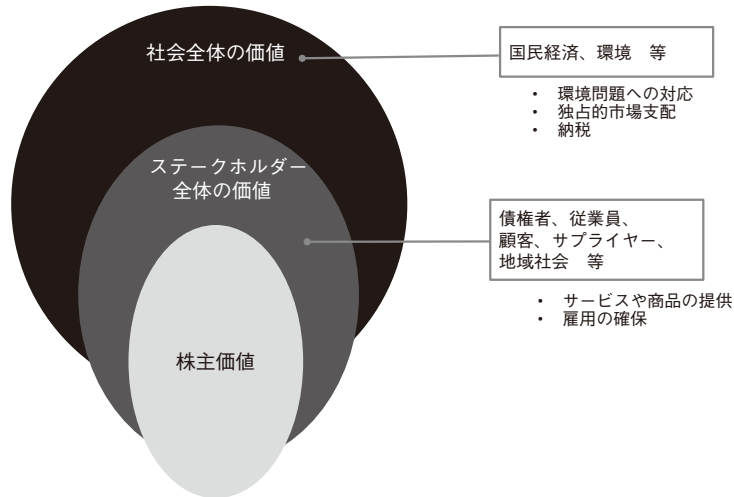
(出所) 2010年は総務省統計局「平成22年国勢調査」2020年は、国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口（平成30年推計）」より作成

りは、グローバルなサプライチェーンの目詰まりの顕在化とも関係している。また、イノベーションの低迷なども影響している。このように、2020年代以降を意識した場合、日本の社会・経済構造の大きな課題が顕在化している。

こうした経済構造・社会構造の両面を組み合わせて全体像を理解していく必要がある。図表2は、年齢別の人口構成予想図であり、65歳以上人口が総人口に占める割合は、1980年9.1%、2015年26.6%に上昇、その後も急速な上昇を示し、2060年、日本の人口は9,284万人、このうち65歳以上は38.1%を占める見通し（出生中位・死亡中位推計）である。いかに大きなインパクトが発生するかは、容易に想像できるところである。また、図表3では、地域別に、人口減少の影響が、どうい

破行性が生じてくるかについて示している。筆者の「地域金融機関の役割と社会課題解決」（『月刊資本市場』2019年12月号）でも論じたが、地域ごとの人口減少は、今後、急速に深刻化し、教育、医療、インフラ、防災、労働力、産業など、地域社会の存立そのものへ大きな影響をもたらすであろう。そして、社会・経済の担い手の喪失や、社会経済単位の維持が困難になってくると予想される。こうした人口問題や地域問題などは、典型的な社会課題となるが、旧来型経済・社会システムの大きな限界が、目の前に迫っている。世界が重視するSDGsは、アジア、アフリカを中心とした、貧困、飢餓、健康、教育など人間としての生存権そのものに直結するような課題がベースにある。それと同時に、気候変動、

(図表 4) 株主価値最大化≠社会全体の価値最大化



(出所) 各種資料より筆者作成

エネルギー、資源など長期的な観点でのグローバルに共通な人類の持続性の課題に対処しようとする。こうしたグローバルな課題動向を踏まえて、その課題の特性にあった投資や資金提供（援助、寄附などを含めて）が進められる中で、投資というリスクマネーの重要性と社会課題解決に向けた投資の役割の位置づけを、明確にすることが極めて重要である。

(2) 社会課題解決型アプローチへの関心の広がり

国連の強い危機感の中、SDGsのテーマに対する関心は、日本の政府、経済界、アカデミズムなどを含めて、急速に高まっている。社会課題解決に向けたアプローチを主体的に組み込んでいく重要性は、関係者に相当認識されている。社会課題解決型アプローチを前

提としたビジネスの展開が求められる。企業サイドが、こうした意義を十分認識してきているのは、いくつかの側面があると理解される。

株式市場において、機関投資家は、従来型の財務面を中心とした株式価値評価から、非財務面を組みこんだ株式価値の評価を行うようになってきている。日本の株式市場においても、ESG投資が急速に増加している。企業のあり方として、例えばROEが重要であるのは当然としても、社会全体との価値との平仄をいかに意識していくことができるか、問われている。図表4で、「社会全体の価値」、「ステークホルダー全体の価値」、「株主価値」が、一致しないことを図解した。しかし、長期的には、株主価値が社会全体の価値におおむね一致しない限り、その企業の永続性（持続性）は、十分に担保されないことになる。ここ数

年、企業倫理に係る企業不祥事（品質不正、働き方を巡る問題頻発、会計不正問題など）が増加基調にあり、枚挙にいとまがない。つまり、企業のあり方そのものが、問われている。SDGsの問題意識及び新型コロナウイルスの広範囲な影響を含めて、社会課題解決型アプローチの重要性が高まってきている。

また、デジタル社会の進行がもたらしているプラットフォーム社会への移行は、極めて速いスピードで進んでいる。それに加え、今回の新型コロナウイルス問題が、グローバル社会や資本主義のあり方そのものへのアンチテーゼとしての側面を強く持っている。特に、グローバル社会を前提としたサプライチェーンの有用性に対する疑念が生じ、効率化中心の社会が招く大きなリスクが認識されている。「対面経済」から「非接触経済」への移行が急速に進行する可能性がある。ポスト・コロナの新たな社会は、デジタル社会に、AI、ビッグデータ、IoTなどの第4次産業革命の様々なテクノロジーが基盤となるであろう。そして、その新しい技術の活用は、顧客ニーズや効率性よりは、むしろ、経済活動のあり方の変容にサポティブかどうかが重要になるものと思われる。そうした時に、SDGs的観点や社会課題解決型アプローチが、より強く認識され、社会のあり方そのものの大きな変化とリンクすることは、必然ともいえるであろう。そういう意味で、社会課題の解決型アプローチに、より有用性が認識される時代に入ってきたともいえる。

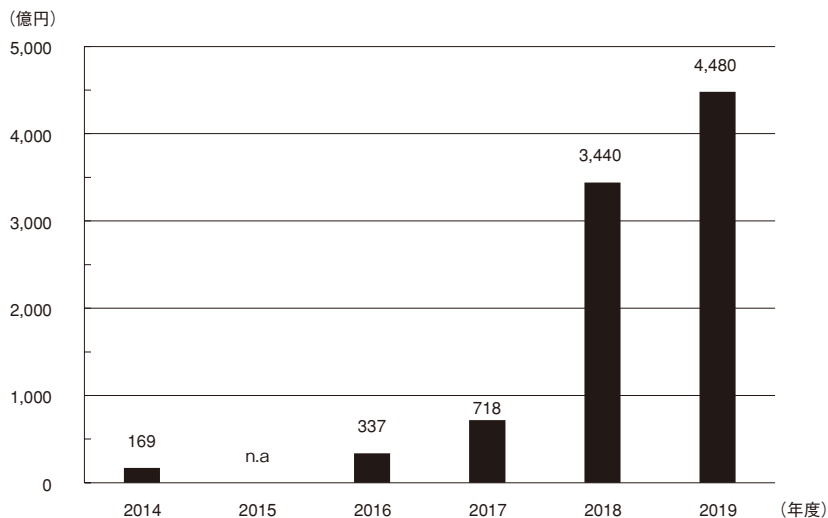
■ 3. 社会課題解決と社会的インパクト投資

(1) 社会的インパクト投資とは何か

2013年6月に、英国キャメロン首相（当時）の呼びかけで、グローバルな社会的インパクト投資の促進に向けた取り組み強化の観点から、G8により「社会的インパクト投資タスクフォース」の発足発表がなされて以降、約7年が経過する。この活動のベースとなっている機関はGSG（Global Social Impact Investment Steering Group^(注1)）であり、「G8インパクトタスクフォース」を母体にG8以外にも拡充し、各国毎に、国内諮問委員会を有している。ここ数年で、飛躍的に、社会的インパクト投資の規模が欧米中心に拡大している。日本においても、ここ数年、政府や機関投資家の認知向上、ソーシャル・アントレプレナーの広がりなどにより、少しずつではあるが、インパクト投資という概念が浸透しはじめている。インパクト投資とは、社会・環境課題解決を図りつつ、同時に経済的利益を求める投資活動のことである。ここで一般的に定義されている「投資」には、株式・債券投資、融資などの金融取引が包含されている。

インパクト投資の市場規模については、図表5に示した通り（「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」より）、世界の2019年の市場規模は推計で5,020億ドル、日本は4,480億円の規模である。また、GIIN^(注2)の調

(図表5) 社会的インパクト投資の規模 (日本)



(出所) Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会
「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」より作成。

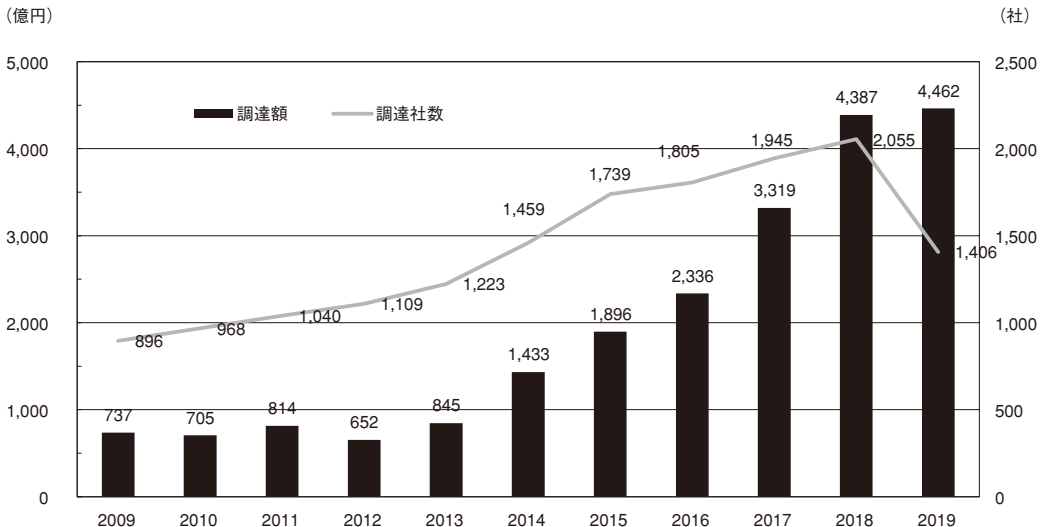
べでは、2015年355億ドルであったものが、2019年には2,390億ドルに急増しており、年々、成長しているのが見てとれる。アメリカの大手PEファンドがインパクト投資ファンドの立ち上げを行うなど、未公開株式投資をインパクト投資の形態で行うとの事例も始まった。

ESG投資は、現時点では、上場企業を対象にESGに係る指標から企業を選定するという手法であるが、インパクト投資は、より個別の社会課題に密接したアプローチで社会価値評価を行うという特徴を有している。以下、本論考においては、原則、非上場の株式投資のみを対象として、論点の整理を行い、スタートアップ企業へのエクイティ投資の側面中心に議論を進めていきたい。

(2) 社会的インパクト投資とスタートアップ企業の関係性

インパクト投資とは、社会・環境課題解決を図り（社会的価値の向上）つつ、同時に経済的利益を求める投資活動のことである。こうしたインパクト投資を考えるにあたって、主要なスコープは、スタートアップ企業への投資となるケースが多い。これは、特定の社会課題解決をコアに据えた既存企業は限られることから、スタートアップ企業と社会起業家が結びつくケースが多い。そうした取り組みを意識している日本のスタートアップ企業は、数多くあり、まずは、日本のスタートアップ企業に対する（未公開）エクイティ投資の状況が、どう推移しているかについて、見ておく必要がある。

(図表 6) 日本のベンチャー企業の資金調達



(注) 2019年は、2020年3月27日時点での集計（今後の調査によって社数など増える可能性がある）

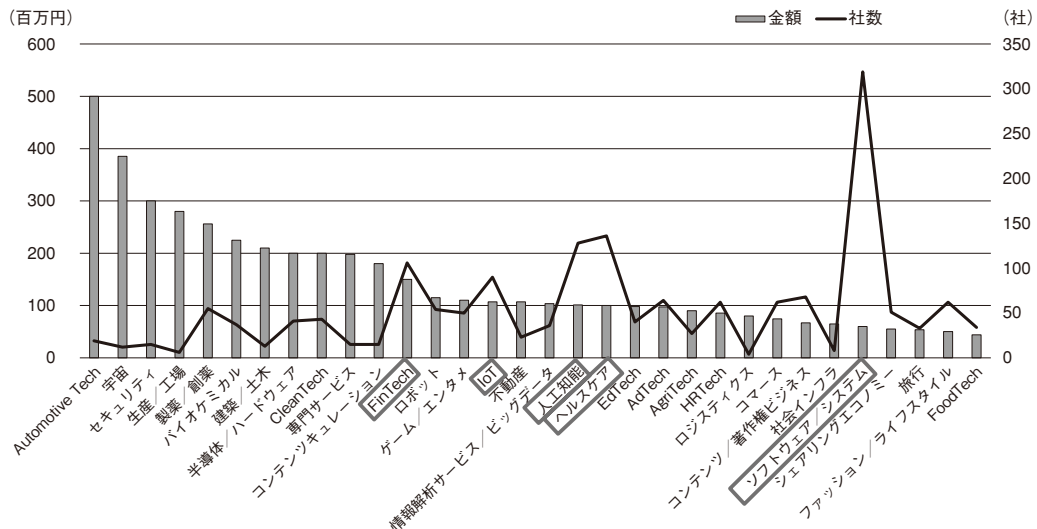
(出所) INITIAL「JAPAN STARTUP FINANCE REPORT2019」より作成。

図表6にあるように、リーマンショック直後の2009年以降、5年にわたって、1,000億円に届かない水準であったものが、その後、急速に拡大し、2019年には、2年続けて4,400億円水準となっている。これら資金調達は、事業会社（大企業）からの資金提供が半数程度を占めており、残りは、ベンチャーキャピタル（VC）によるものであり、日本のスタートアップ企業への資金提供に事業会社が、かなりのウェイトで貢献している。更に、VCについては、近時いわゆるCVC（コーポレート・ベンチャーキャピタル）が急増していることもあり、事業会社がファンド形態を通じて行うVCの存在感も従来以上に大きくなっており、事業会社のスタートアップ企業への投資の重要性が増している。セクタ

ー別に日本のスタートアップ企業の資金調達を見たものが、図表7にある。特に、社数ベースでは、従来中心であったソフトウェア／システムに加え、FinTech、IoT、ビッグデータ、人工知能、ヘルスケアなどの幅広いセクターでスタートアップ企業の裾野が広がってきている。

こうしたスタートアップ企業が資金調達を行うに際して、資金供給サイドとして考慮すべき観点がある。VCを支える主に金融関連の投資家は、そのスタートアップ企業が取り組んでいる商品、サービスの事業化にエコノミクスがあるかをまずは考慮し、将来の成長性（フィジビリティ）を含めた期待パフォーマンスが中心的テーマである。一方で、スタートアップ企業への中心的資金供給者であ

(図表7) ベンチャー企業 セクター別 資金調達 (2018年)



(注) 左軸は資金調達額、右軸は資金調達を行ったスタートアップ企業の社数。

(出所) INITIAL「JAPAN STARTUP FINANCE REPORT2018」より作成。

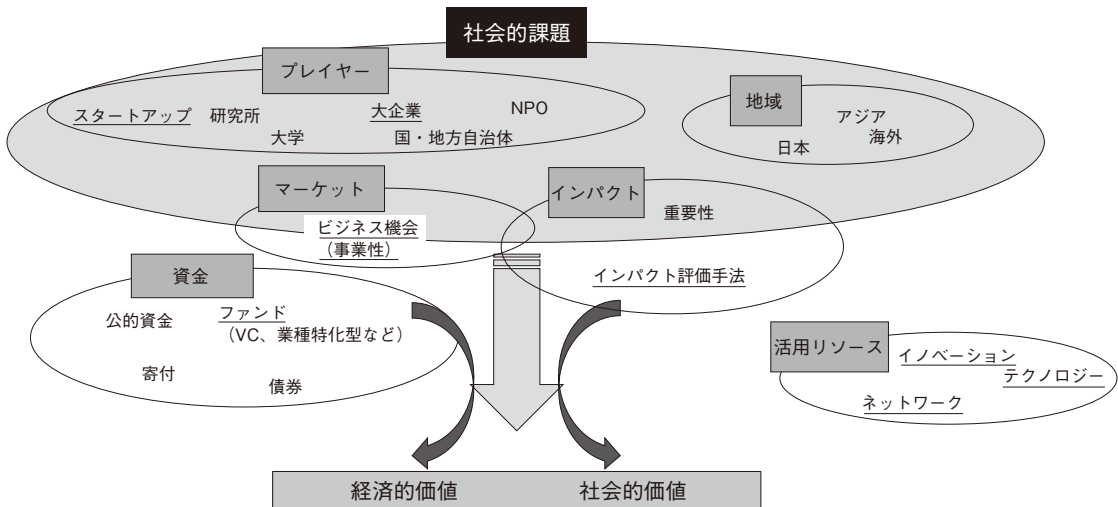
る事業法人が投資するケースは、その企業自身の事業とのシナジーがどうか、事業展開上の戦略性は有しているのか、イノベーションに関係する可能性があるかなどの観点が重要になっている。

そういう視点で、スタートアップ企業と社会課題解決との関連性は、もともとの事業展開上有しているケースも相応に多い（例としては、教育機会の拡大、プラスチックごみを少なくする技術が環境面に貢献するなど）。しかし、あくまで投資という観点では、社会課題解決にどれだけ具体的にリンクするかどうかは、リモートな状態にならざるを得ない面もあり、定量的なインパクト評価は行われていない。現在のスタートアップ企業に対して、VCの投資は経済的価値を追求し、事業

会社は、戦略シナジーを追求するということである。社会課題解決に向けた投資は、まだまだ理念の域を超えておらず、定量的なインパクトを測り、それがどういう長期的な意味合いや効果をもたらすかを評価して投資を行う仕組みは限定的にしか行われていない。

こうした認識を踏まえ、インパクト投資という概念であれば、どういう形態となるかについて、図表8で鳥観図的な整理を行った。図表8のポイントは、まず、社会的課題の認識がスタートポイントとしてあり、その社会的課題を解決するための「投資」について、経済的価値と社会的価値の両立を目指していくことになる。従来型の経済的価値を主に追求するスタートアップ企業への「投資」と、組立てが大きく異なっている。

(図表 8) 投資対象領域 (インパクト投資)



(出所) 各種資料から筆者作成

4. 社会的インパクト投資に係る論点

(1) 社会的インパクト投資拡大に向けて
GSG国内諮問委員会から、2020年4月に、「インパクト投資拡大に向けた提言書」が公表されている。2025年の日本を念頭に置きながら、インパクト投資の発展に向けたTheory of Changeとして、「インパクト投資の発展により、『サステナブルでチャレンジと可能性に満ちた、新たな資本主義モデルの実現』を目指す」ことを掲げる。インパクト投資のエコシステム実現に必要な8つの取り組みとして、投資家の行動変容の促進や社会的インパクト手法の確立など具体的なアクションを整理して取り組み強化を提言してい

る。こうした提言に至っている課題認識としては、インパクト投資の①認知と理解の不足、②社会的基盤の不足、③プレイヤーの不足とすることを示しており、エコシステム実現に向けて、明確にロードマップを描いて、取り組んでいく必要がある。

日本においては、スタートアップ企業への投資が増大しているとはいえ、米国の1/50の水準である。更に、コロナショックを踏まえると、昨年までのスタートアップ企業への投資バブルからは大きく様相が変わってきている。既に、スタートアップ企業の資金供給の主要な存在であった事業会社が、本業のキャッシュフロー確保の観点から、先行き時間を要するベンチャー投資の絞り込みも生じてきており、大きな影響が懸念される。また、創薬やIoT、ロボットなどの第4次産業革命

に係る事業化などにおいても選別色が強まっていく可能性もある。将来性あるスタートアップ企業の裾野そのものが狭まってしまう。一方で、ウィズ・コロナとの時間の要する対応は、社会課題を先鋭化させている。例えば、オンライン・プラットフォームの急速な進展、雇用流動化と徹底したリモートワーク、ローカルでの完結型ビジネスモデル、エネルギーを含めた地産地消型、など大きな変化をもたらすことは間違いない。その社会課題解決を通じて、単なる概念的な社会的価値実現を、具体的に定量的に測り、その広がりを見極めながら、投資につなげていくことが可能かどうか問われる。社会課題解決型投資として、社会的価値を測ることを通じて、リスクマネーとしての投資の存在感を増していくことが求められる。

(2) 社会的インパクト投資に係る論点

リスクマネーの流れが、社会的価値実現とリンクし、中期的には、経済的価値と社会的価値の両面を実現することが重要である。こうしたインパクト投資は、これからの時代に欠かせない考える。

こうしたインパクト投資が日本において定着するかどうかに関して、以下の3つのポイントがある。

第一に、投資を通じた社会的価値評価が、どこまで可能かという観点である。事業を通じて、教育機会の拡大、人材面でのダイバーシティが進展したなど、定量的なデータを活用して、社会的な価値評価を行う必要がある。

既に、そうした価値評価のための評価モデルは、グローバルベースで一定の議論の進捗が見られている。特に、IMP (Impact Management Project) において、GSG、GIIN、IFC、OECDなどが参加し統一化の議論も進んでいる。このインパクト評価方法の統一化が進むと、投資家層の広がりにつながると考えられる。個別投資ケースに、どこまで、事前の仮説（予想）と事後的なフォローアップをうまく設計することが大切である。これには、グローバルに産官学の連携での取り組みが極めて重要である。

第二に、機関投資家から見た場合、通常のスタートアップ企業へのVC投資と、インパクト評価を行う投資で、何が異なるのか、より明確にする必要がある。具体的には、インパクト評価が行われて投資を行う方が、より、最終的なパフォーマンスが高くなる可能性があることを、実証しなければならない。現時点では、まだ投資のケースも少ないことから、機関投資家が及び腰になる面は否めない。上場株ESG投資について、通常の総合的な株式投資に比べて、ESG投資の方に、ややパフォーマンス上の分があるケースも出始めている。インパクト投資についても、インパクト評価の有用性を実証していくことが大事である。

第三に、社会的価値のボリュームを、どう広げていくかが重要である。アジアやアフリカで生じている社会課題（例えば、銀行預金口座を持っていない人々が多数であるとか、基本的な医療体制が脆弱であるとか）のように、

量的な大きさと相応の質の確保で汎用性が持てる世界を創り上げることで、社会的価値評価を行うアプローチが有用性を持つ。日本の場合、社会課題解決を掲げるスタートアップ企業にとって、ビジネス規模の確保は、グローバルに見ても先進的である課題に取り組むことが、その後の世界の課題解決に有用であるようなエリアに取り組むことで、汎用性を獲得することが求められる。また、ローカルなエコシステムを強固に構築しサポートするようなスタートアップ企業は、地域モデルである一方で、グローバルに社会的価値評価を高める可能性がある。テクノロジーとビジネスモデルを通じて社会的価値を追求することが、グローバルの汎用化を可能とする。インパクト投資という手法により、リスクマネーの流れが、確実に広がる可能性があると考えられる。

5. おわりに

我々は、ウィズ・コロナでの社会システムに大きく変わることを余儀なくされている。そうした中で、SDGs的視点や社会課題の解決に向けた取り組みの重要性が、前面に出てくる。資本主義の新しいあり方が模索されている中、社会課題解決型投資の重要性が、増してくるものと認識している。

今後、新しい金融のあり方を模索する必要がある。社会課題の解決に向けて、リスクマネーであるエクイティ投資の資金が供給されれば、社会構造変革や新たな社会・経済イン

フラの構築を後押しするという一つのモデルケースとなるものと思われる。特に、スタートアップ企業への投資に、社会的価値の向上を具体的に実現する観点からの投資のあり方が重要性を増してくる。依然として、インパクト投資のリテラシーを高めていくというフェーズであり、今後、インパクト投資のエリアで、リスクマネーの好循環が生じれば、日本にとって、新しい時代に相応しい投資のあり方に通じていくと考える。10年後を意識した「投資」の変革を通じて、日本全体の価値向上につながることに期待していきたい。

〔参考文献〕

- ・ 諸富徹『資本主義の新しい形』(岩波書店 2020年1月)
- ・ 諸富徹「日本資本主義とグリーン・ニューディール」(『世界』2020年6月号)
- ・ GSG国内諮問委員会『インパクト投資拡大に向けた提言書 2019』(2020年4月)
- ・ 幸田博人編著『プライベート・エクイティ投資の実践』(中央経済社 2020年3月)
- ・ 幸田博人編著『日本企業変革のためのコーポレートファイナンス講義』(金融財政事情研究会 2020年3月)
- ・ 幸田博人「地域金融機関の役割と社会課題解決」(『月刊資本市場』2019年12月号)
- ・ 経済産業省「大学発ベンチャーあり方研究会 報告書」(2018年7月)
- ・ 経済産業省「平成30年度大学発ベンチャー調査」(2019年5月)
- ・ 政府(内閣府)「未来投資戦略2018」(2018年6月)

(注1) GSG は、Global Social Impact Investment Steering Groupの略称であり、「G8 インパクトタスクフォース」を母体にG8以外に拡充し、各国毎に、国内諮問委員会を有する。

(注2) GIINは、Global Impact Investing Networkの略称であり、元々は、ロックフェラー財団などの社会的投資家のネットワーク。