

新しい金融のあり方 “ソーシャルファイナンス”の概要

2017年9月5日

多摩大学大学院 特任教授

青山学院大学大学院 客員教授

堀内 勉

□ 主要研究領域

- 資本主義の研究:「資本主義研究会」主催(公益財団法人生存科学研究所自主研究)
- 非営利法人のファイナンスの研究:多摩大学大学院「非営利法人のファイナンス」講座、日本CFO協会「非営利法人のファイナンス」連載
- 新しいファイナンスの仕組み研究:複数の社会的企業・財団・NPOの財務顧問

□ 現職

- 多摩大学大学院 特任教授
- 青山学院大学大学院 客員教授
- 田村学園 理事・評議員
- UWC ISAK Japan 監事
- 社会的投資推進財団 評議員
- 日本CFO協会 主任研究委員 他

□ 学歴・職歴

- 1984 東京大学法学部卒
- 1984 日本興業銀行
- 1988 ハーバード大学法律大学院修士課程修了
- 1998 ゴールドマンサックス証券
- 1999 森ビル
- 2005 森ビル・インベストメントマネジメント社長
- 2007～2015 森ビルCFO(常務取締役⇒取締役専務執行役員)

□ 著書

- 『コーポレートファイナンス実践講座』(中央経済社 2014年)
- 『ファイナンスの哲学 資本主義の本質的な理解のための10大概念』(ダイヤモンド社2016年)

今、なぜ、「自発的な富の循環」が必要なのか

新しい「お金の使い方」を考える時代がきている――。

資本主義や経済学の観点から、「フライナンスの哲学」の著者で、多摩大学大学院特任教授などを務める堀内勉が解説く。

text by Tsutomu Horieuchi | edit by Masashi Ikeda 堀内 勉 = 文 堀内 正史 = 編集

現

在の資本主義や経済学の課題は、数字として捉えることかできないものを切り捨ててしまったことにあると思います。人間的にバランスの取れた、よりよい社会を実現するためには、数字でははかれないものの価値を問い直し、新しい資本主義の形や新しいお金の使い方を考える必要があります。

経済学はこれまで、市場に登場する主体としての人間の姿を、私利私欲の達成を目的とした架空のモデル「合理的経済人（ホモエコノミクス）」として捉えてきました。個人はその満足度を示す「効用」の極大化を求め、企業は利益や利潤の極大化を目指す合理的な存在であるとの見方です。経済学の主流も、ノーベル経済学賞の受賞者を見れば分かるように、合理的経済人を前提として公式や理論の正しさを追い求め、現実の人間世界から遠ざかっているように見えます。

経済活動から人間的な側面や価値観を取り去ってしまった結果が、今の金融の姿と言えるでしょう。偏った人間観が、資本主義に大きなゆがみをもたらし、2008年のリーマン・ショックを招いてしまいました。

資本主義は、本来、特定の主義・主張や思想を背景としたものではありません。あくまで仕組みやメカニズムです。ただ、誰もが持つ成長したい、前に進みたいという欲望や悪性にマツチしているため、自制しなげればひたすら肥大化し、最後には自壊するリスクを内包しています。こうした構造はリーマン・ショック後もまったく変わっていません。金融危機は収束したかのように見えますが、それは政府や中央銀行による財政政策や金融政策によって、企業など民間部門が抱えていた過剰な債務や不良債権を引き受けているにすぎないのです。本来は資本主義のゲームの外から審判や最後の救済者（ラス・トリゾット）としての役割を引き受けるはずの国家や国際機関が、もはやゲームの一員

として取り込まれてしまっている状況です。

こうした“心を持たない”経済学や資本主義の流れに対峙する経済学者もいます。「ノーベル経済学賞に最も近かった日本人」と言われたロンポフ・ヌール・オグ・エコノミクスの森嶋通夫氏は、自著『思想としての近代経済学』で「経済学で現実を反映した理論を構築するためには社会学の視点を導入する必要がある」と強調しました。数学者、デイビッド・オレル氏は著書『経済学とおとむだちになるう』で、「新しい経済学は、経済を孤立した個人が希少な資源を奪い合う競争として捉えるのではなく、絆や持続可能性といった『より柔らかない』価値も考慮する。たぶんいちばん大事なのは、新しい経済学が人の経済を、成長システムというもつと大きな構図の中で捉えていることだろう」と述べています。

経済活動は市場の「（神の）見えざる手」にめだねるべきだと主張した経済学者、アダム・スミスも、他者に対して共感を持つ道徳的な人間の存在を前提としていたと言われています。

企業、リーダーから「新たな動き」

日本の企業の中にも、従来あまり重視しなかった社会的利益を追求する新しい動きがスタートしています。経済的な利益ばかりではなく、環境や社会的な利益を追求することが企業の価値を高めるという「CSV (Creating Shared Value)」的な考え方で、社会的な利益を考慮した独自の経営指標を設定する味の素やキリンビールがその代表例です。

自身で築いた富を社会に還元するため、動き出した富裕層もいます。マイクロソフトの創始者、ビル・ゲイツ氏は引退後、ビル&メリンダ・ゲイツ財団をつくって「social good (社会善)」のために自らの富を活用しようとしています。富裕層の影響力は大きな

ものです。とはいえ、フランスの経済学者、トマ・ピケティ氏が唱える「国際累進富裕税」のように、強制的に富を差し出すよう求めるのは現実的ではありません。あくまで内発的、自発的に社会のために富を差し出してくれる状況になることが望ましいです。

金融技術の進歩は、すべてのものをキャッシュフローの源泉とみなし、そこから生み出される将来のキャッシュフローのすべてを現在価値に割り戻した数字を、その経済的価値であると捉えるようになりました。金銭に換算できない価値については正当に評価せず、「無価値なもの」という間違った認識を広げてしまいました。

しかし、本当に重要なものは、貨幣や市場が提供する「フライクジョン」の部分で便利な道具としてわかきまえ、我々人間の感情や心性や肉体といった「リアル」な部分との間に明確に線引きすることです。

資本主義は、福祉部門とのバランスを取ることで初めて持続可能なものになるのです。ビル・ゲイツ氏のような一部の富裕層の動きは、現在の資本主義のゆがみを修正しようとして始められたものです。よりよい資本主義の形を実現するためには、こういった社会の不平等を正そうという思いを持つ富裕層や起業家や企業人が増え、「自発的な富の循環のモメンタム」を強めていくことが何より大切だと思います。②



堀内勉 日本興業銀行、ゴールドマン・サックス、森ビル・インベストメントパートナー社長を経て、2015年まで森ビル専務COO。現在は多摩大学大学院特任教授、青山学院大学大学院客員教授などを務める。著書に「フライナンスの哲学」他。

□ コーポレートファイナンスとは？

- 企業価値の最大化を目指すためのファイナンス理論の集積
- 主に、営利法人である株式会社の資金調達と投資のための理論
- 既に、世界共通のスタンダードな理論が構築されている

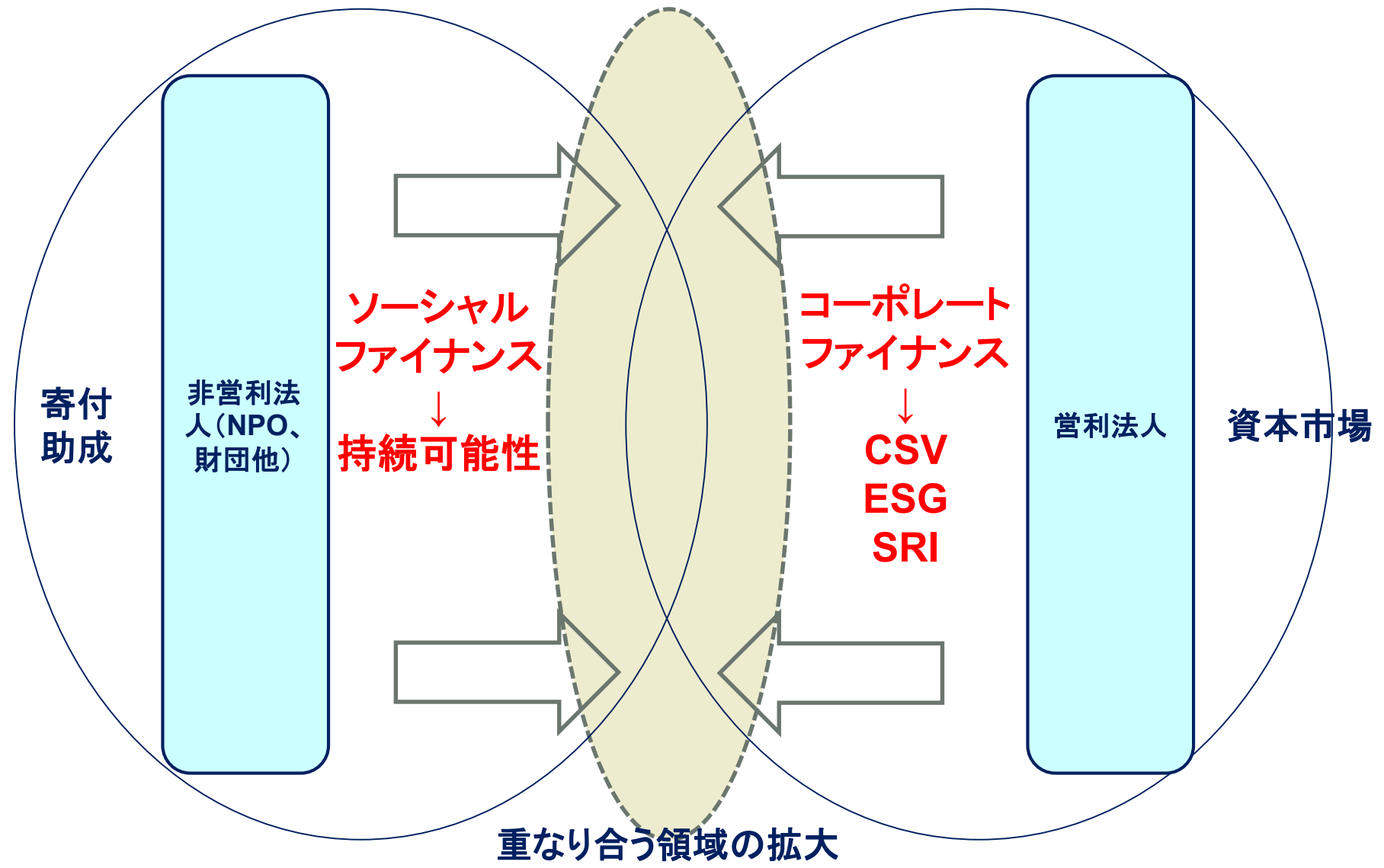
□ ソーシャルファイナンスとは？

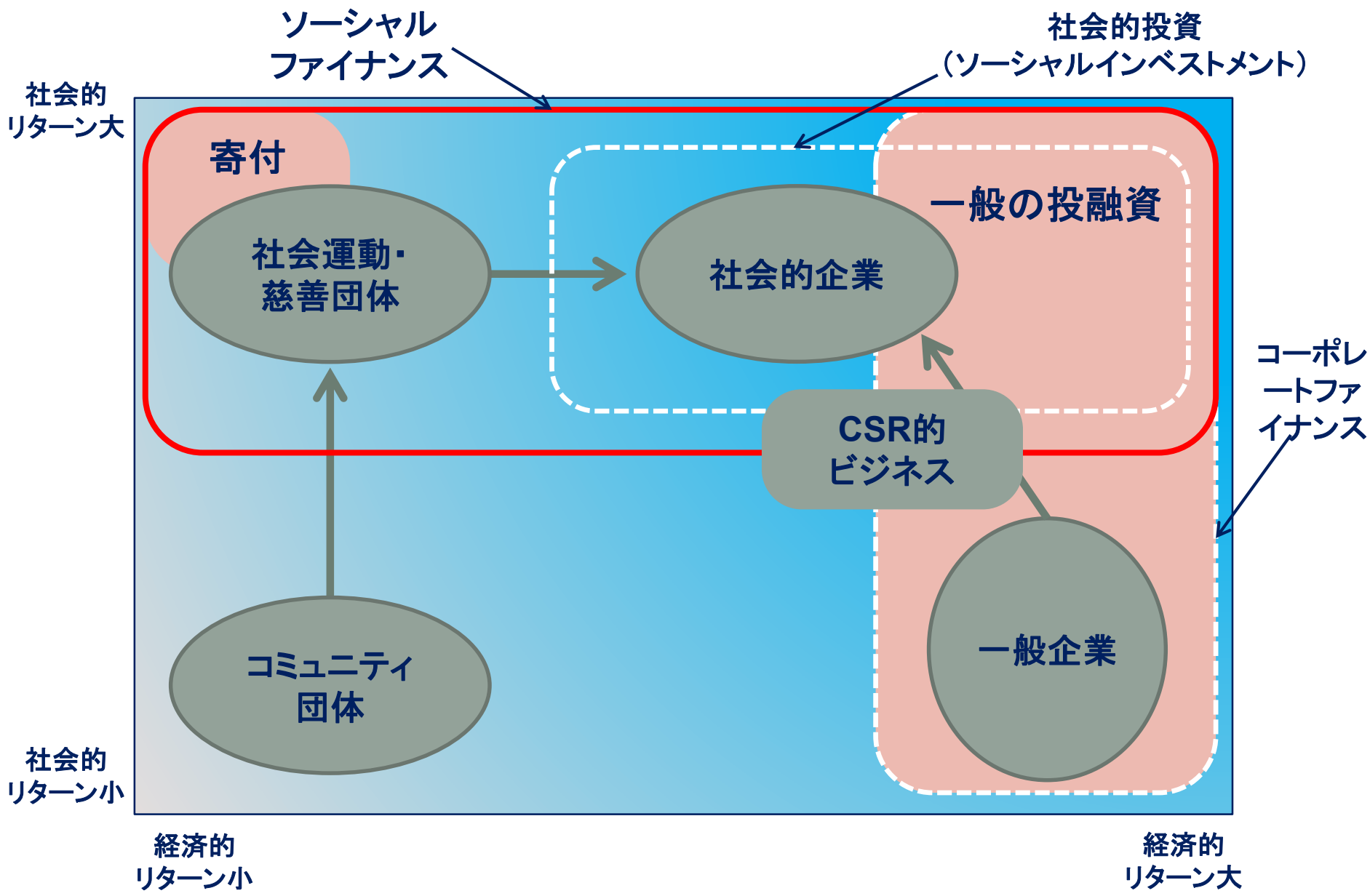
- 社会的(非金銭的)リターンを生み出すことを目的としたファイナンス手法で、社会起業家に資金を提供する新たな手法として注目されている
- 「社会的リターンの追及」(社会的課題の解決)と「社会的成果の測定・評価」の2点が特徴
- 寄付や助成金だけでなく、一定期間後の資金回収を想定する、資金循環の持続可能性がある手法が出てきている

(参考:ソーシャルファイナンスの定義)

- 社会・環境面でのリターンを主目的とした資金配分。時に、経済的リターンも伴う。(Alex Nicholls et al eds. 2015)
- 貧困や環境などの社会問題の解決や地域活性化など、社会的・公共的な利益を生み出すことを目的とした資金調達を指す。(大和総研 2013年2月28日)

SDGs(持続可能な開発目標 Sustainable Development Goals)の考え方の浸透

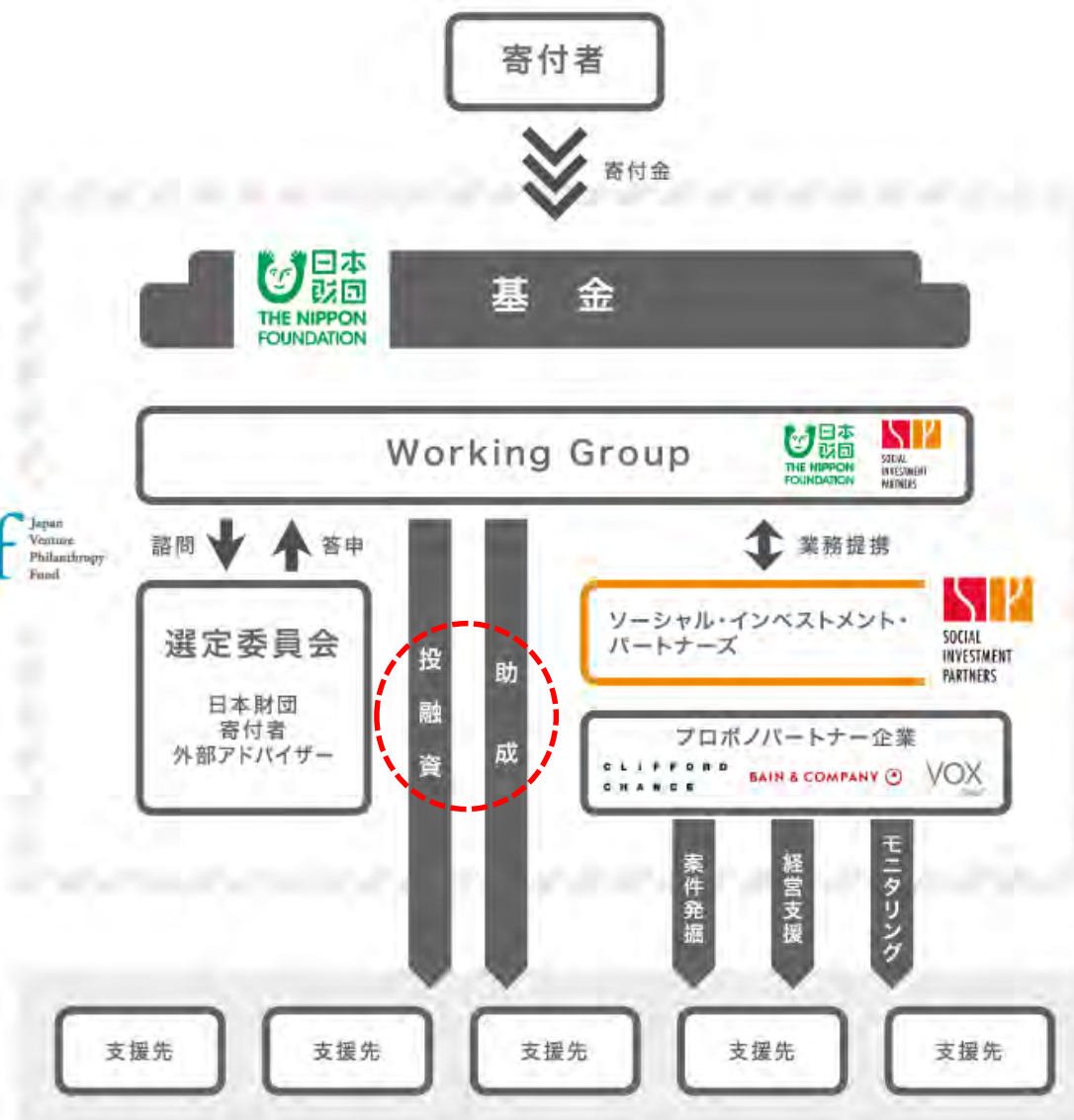




出典: 伊藤健「ソーシャル・ビジネスに対する民間資金によるファイナンスの動向」

<p>寄付・助成</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 個人・企業の寄付 ■ 政府・財団のグラント(助成金) 等 	
<p>投資・融資</p>	<p>社会・環境面に配慮した投融資</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ ESG(Environment Social Governance)投資 ■ SRI(社会的責任投資 Socially Responsible Investment) ■ 株主アクティズム ■ Divestment 等
	<p>社会的意図を持った投融資</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 社会的インパクト投資 ■ 協同金融／連帯金融 ■ ソーシャルバンク ■ クラウドファンディング ■ コミュニティ開発金融／マイクロファイナンス ■ 社会的インパクト債(Social Impact Bond) 等
<p>その他</p>	<p>社会的関係性に基づく資金提供</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ レンディングサークル ■ 貯蓄組合 等
	<p>上記以外の支援</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 倫理的購入／社会的責任購入 ■ 信用保証 等

- ベンチャーフィランソロピー(VP)は、非営利組織や社会的企業に対して、経営支援と資金支援を提供することで事業の成長を促し、社会課題解決を加速させる、フィランソロピーの新しい形。
- 1990年代に米国西海岸で始まり、ベンチャーキャピタルなどによる企業投資の手法を取り入れ発達してきた。
- 日本ベンチャー・フィランソロピー基金(JVPF)は、国内初の本格的なVP基金であり、ソーシャル・インベストメント・パートナーズ(SIP)と日本財団が共同して運営に当たっている。



社会的価値の創出

財務的な価値の創出

これらの企業や組織は社会的・財務的な価値が混合して発生する

社会的インパクトのみ

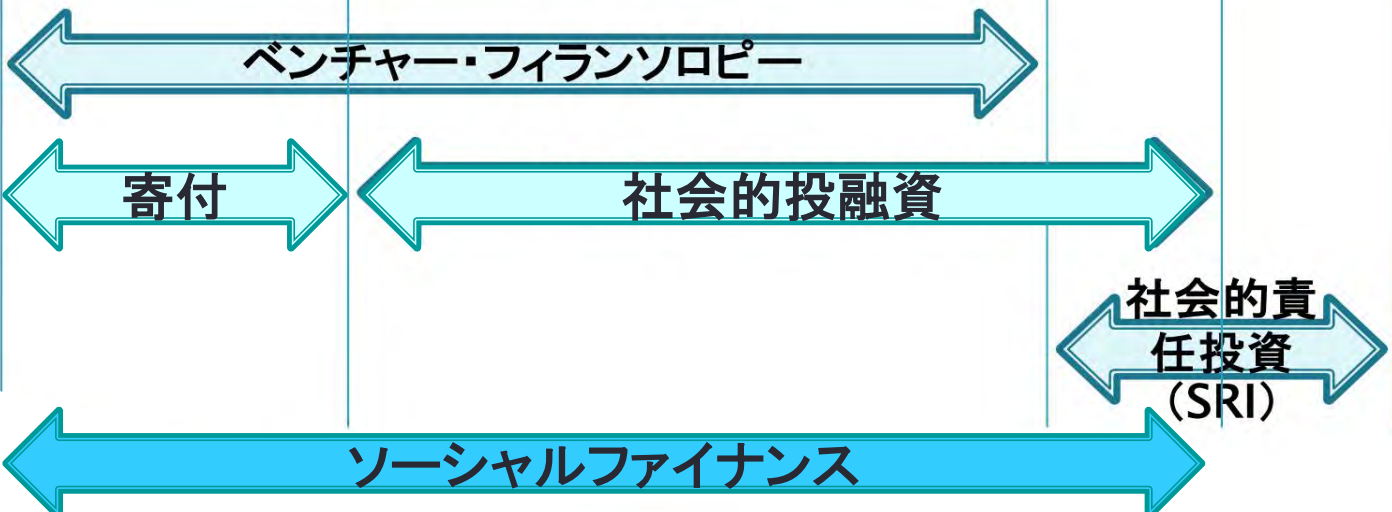
社会的インパクト優先

財務リターン優先

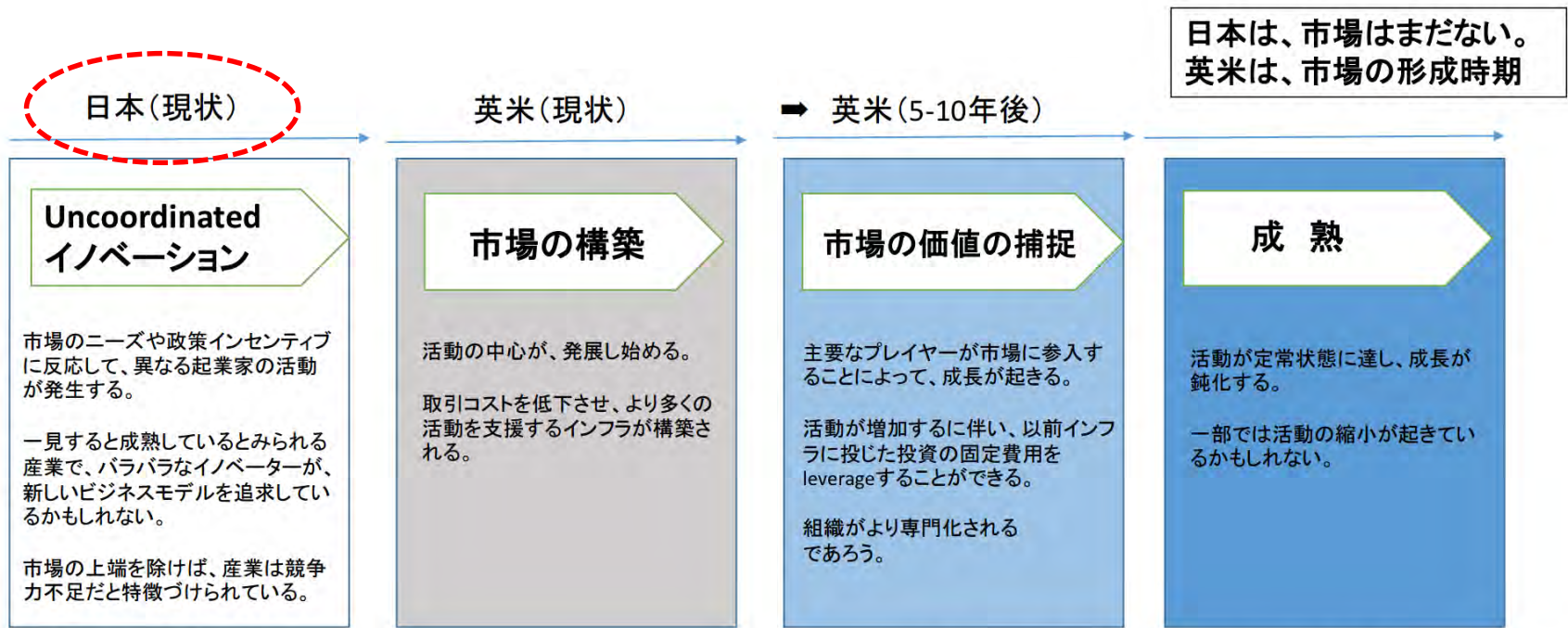
社会的事業のスペクトラム



社会的事業へのファイナンス手法



出典: 伊藤健「ソーシャル・ビジネスに対する民間資金によるファイナンスの動向」



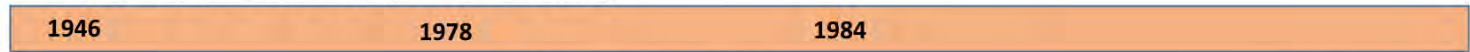
マイクロファイナンス



地域開発金融



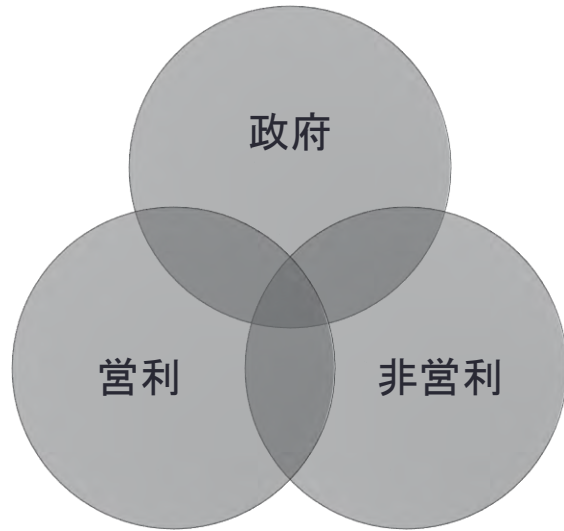
ベンチャーキャピタル/プライベート・エクイティ



(出所) Monitor Institute(2009), "Investing For Social & Environmental Impact"

□ 市場、政府、非営利部門の限界を補完する新たな”第四セクター”

グローバルな諸課題やポスト福祉国家の諸問題を解決するために、政府セクター、営利セクター、非営利セクターを架橋する第四セクターへの資金提供としてのソーシャルファイナンス



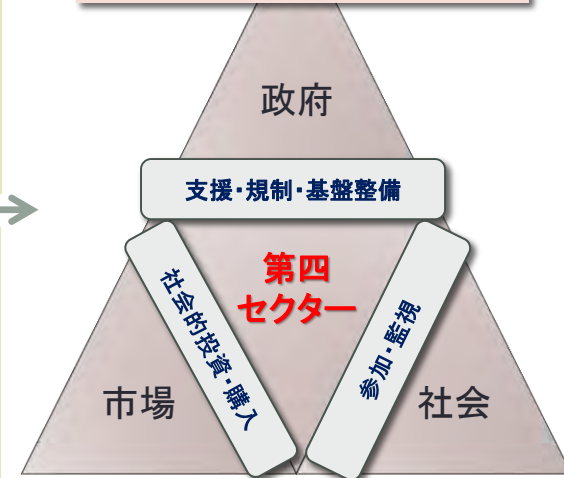
□ メリット

- 市場の効率性、正の外部経済の活用
- 社会サービスの提供
- 資金調達を通じた専門性強化とスケールアップ

□ デメリット

- ガバナンス希薄化
- ミッション漂流
- クリームスキミング
- 資源配分の不均衡化

第四セクターのエコシステム



□ 市場の限界

- 公共財を供給できない
- 情報の非対称性、エージェント問題
- 外部不経済(環境、社会面の負荷)

□ 政府の限界

- 平等性・公平性の制約
- 財政赤字、官僚機構、レント・シーキング

□ 非営利の限界

- 非効率性・アマチュアリズム
- 利益分配制約に起因する資金調達制約

□ 政府の役割


- 社会的企業支援(認証、税制優遇、調達他)
- 社会的投資支援(資金提供、基盤整備他)
- 各種政策の転換(準市場化他)


□ 市場の役割

- 資金提供(投融資、購入)
- 企業社会貢献(資金、財・サービス、ノウハウ)

□ 社会の役割

- 参加(投資・購入、市民ファンド設立)
- 合意形成と監視(評価、監査、認証等)

 アイルランドでは、休眠預金法により、2003年に休眠預金基金が設立され、2005年には基金の活用までの手続きや活用分野などが設定された。

 イギリスでは、銀行からお金を受け取る請求基金(Reclaim Fund)と、社会事業へ貸付を行う休眠口座基金(Big Society Capital:BSC)の2つがある。社会事業への貸付を行うのは後者で、2012年4月にBig Society Capital Ltdが営業を開始した。

BSCのミッションは、「社会的組織(CIC: Community Interest Company)がもたらす社会的成果を最大化するため、持続可能な社会的投資市場を形成する」ことにある。BSCの事業内容は、主に中間支援団体への投融資、投資対効果の指標を取り入れることで、ソーシャルファイナンスのホールセラーとしての役割を担っている。

 韓国では、2008年に「休眠預金財団」が設立された。

参考資料

□ 狭義の「社会的投資」市場の規模

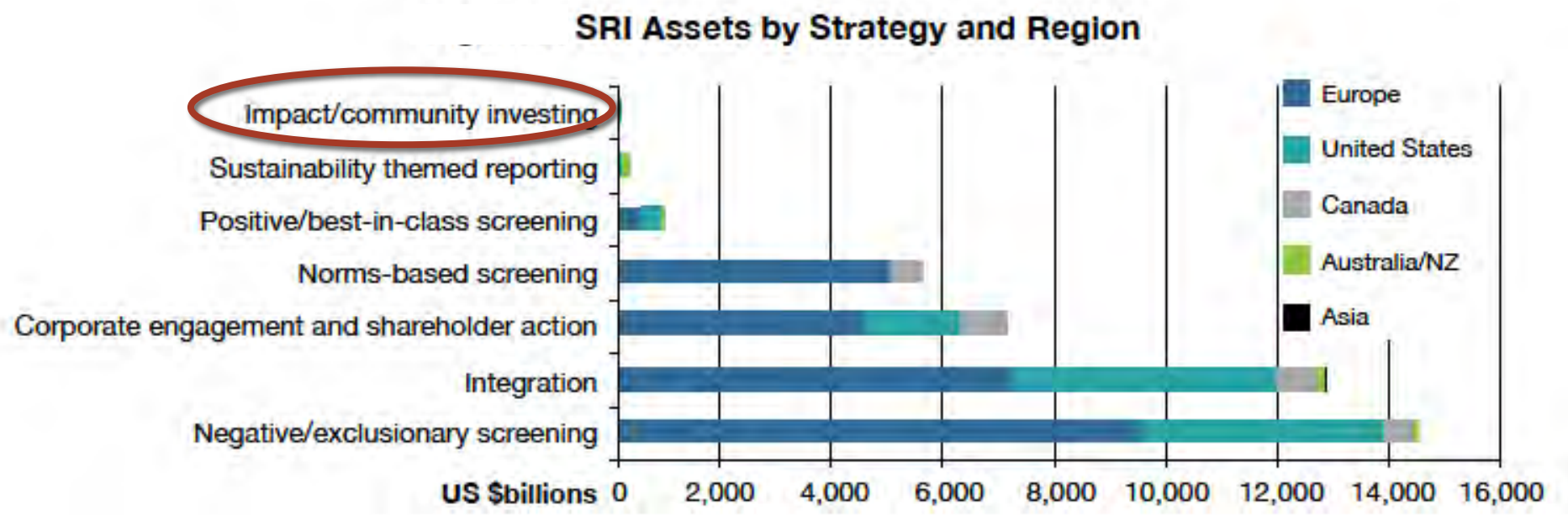
- 英国の市場規模は少なくとも15.25億ポンド (Matt Robinson 2016)

		投資家		
		社会的意図あり	社会的意図なし	
投資先	社会的意図あり	A1 アセットロック(配当制限)あり(10.62億:70%)		
			中小規模NPO向け <ul style="list-style-type: none"> • ソーシャル・バンクの担保付ローン(5.45億:36%) • ノン・バンクの無担保ローン(1.58億:11%) 	C インパクト投資 (ユーザー主導/住宅協会の債務中心) (680億)
			ソーシャル・イノベーション向け <ul style="list-style-type: none"> • 準エクイティ(0.32億:2%) • 社会的インパクト債(0.14億:1%) 	
			市民参加型 <ul style="list-style-type: none"> • コミュニティ・シェア(0.96億:6%) • 社会的投資税控除(SITR)対象(0.01億:0.1%) 	
			スケールアップ向け <ul style="list-style-type: none"> • チャリティ債(8.6億:6%) • 社会的不動産(13億:9%) 	
A2 アセットロックなし(4.62億:30%)				
	社会的意図なし	B インパクト投資(投資家主導)(32.5億)		D 非社会的投資 (SRI、ESG他)

□ ソーシャル・ファイナンスの市場規模

- 「社会・環境面に配慮した投融資」と比較して、「社会的意図を持った投融資」の規模は小さい

(GSIA 2015)



	投資家・金融機関	財団・企業CSR部門	一般
Grant		<ul style="list-style-type: none"> ・ グラント 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 寄付 ・ クラウドファンディング (寄付型、購買型)
Debt	<ul style="list-style-type: none"> ・ ローン ・ 債券(NPO債、社債、私募債等) ・ 準株式 	<ul style="list-style-type: none"> ・ プログラム関連投資 ・ ミッション関連投資 (信用補完) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ クラウドファンディング (ローン型) ・ コミュニティ証券 ・ 市民ファンド、疑似私募債
Equity	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株式 ・ Joint Equity ・ Ethical Share 	<ul style="list-style-type: none"> ・ プログラム関連投資 ・ ミッション関連投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・ クラウドファンディング (エクイティ型) ・ コミュニティシェア
Structured Finance	<ul style="list-style-type: none"> ・ 共同ファンディング(通常は、優先部分) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 共同ファンディング(通常は、劣後部分やグラント) 	
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社会的インパクト債(通常は優先部分) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社会的インパクト債(通常は、劣後部分やグラント) ・ 社会的責任調達 	<ul style="list-style-type: none"> ・ ソーシャルバンク、連帯金融、協同金融、NPOバンク等を通じた資金提供 ・ 倫理的購入

➤ その他の手法

- ・ ESOP(従業員持ち株プラン)
- ・ マイクロファイナンスと金融包摂
- ・ 流通市場と証券化
- ・ 倫理的不動産取引

➤ 政府の手法

- ・ 政府金融機関や政府設立ファンドを通じた支援
- ・ 社会的価値法に基づく公共調達を通じた支援
- ・ コミュニティ開発金融機関制度の整備を通じた支援
- ・ 社会的インパクト債の組成 等

➤ 投資先決定の判断基準

- アセットロックの有無や度合い
- 社会性認証を求めるかどうか

➤ 投資先の資金ニーズに合致したファイナンス手法

- 発展段階(スタートアップ、グロース、スケールアップ、成熟等)に応じたニーズ
- 事業形態(資本、現金、土地、建物、物品、サービス等)に応じたニーズ
- その他(設立資金、運転資金、設備資金、つなぎ資金、季節資金、賞与資金、納税資金)

➤ 投資先のガバナンスへの影響

- 経営参画をどこまで許容するか
- エグジットをどこまで許容するか

➤ 財務リターンの設定

- どの程度、ソーシャル・プレミアムを許容するか

➤ リスク・コントロール

- 財務的リスク
- 社会的リスク

資金提供	個人	フィランソロピスト、社会的投資家、営利投資家、個人投資家、マイクロファイナンス・コミュニティ開発金融機関の貯蓄者、協同組合・共済組合の組合員 等
	団体	財団、企業CSR部門 等
	政府	公的ファンド、政府系金融機関、コミッショナー 等
中間支援	資金仲介	社会的投資ファンド、マイクロファイナンス機関、信用組合、コミュニティ開発金融機関、社会的証券取引・資金仲介プラットフォーム、クラウドファンディング・プラットフォーム、主流金融機関、保険会社、ソーシャルバンク、卸売銀行 等
	サービス機関	法律事務所、コンサルタント、キャパシティビルディング支援機関、マーケット構築支援機関 等
	専門機関	Social Finance, Third Sector Capital Partners, Impact Asset, Clearly So 等
資金需要	非営利	NPO、非営利型社会的企業、協同組合 等
	ハイブリッド	一定のアセットロックを持った法人(CIC、社会的協同組合等) 社会的目的を掲げる営利型企业(Benefit Corporation、L3C等)
	営利	ソーシャルベンチャー、営利型社会的企業 等
その他	インフラ・流通	評価・格付機関、流通市場、規制機関 等

➤ 資金需要団体をどのように設計するか

- ハイブリッド型団体の設計(アセットロック、ガバナンス、ミッションロック等)
- 非営利型+ビジネス型のグループ事業体の可能性
- 営利型社会的企業に対する「社会性認証」(B Corp Certification)

➤ 中間支援組織、インフラ・流通組織の役割

- バンキング、投資家への情報提供、マイクロファイナンス機関への資金提供、社会的投資ブローカー、パフォーマンス評価、認証、投資家アドバイス、社会的投資ファンドなど、多様に発展。これをどう類型化するか。(Alex Nicholls & Cathy Pharoah (2008))

➤ 資金仲介団体の認証システム

- 社会的投資に対する税制優遇との関係で、「社会的投資ファンド」の認証をどのように設計するか
- 一般金融機関に対する投資割り当てとの関係で、「コミュニティ開発金融機関」の認証をどのように設計するか

➤ 資金仲介団体に対する規制や法人格

- NPOバンクや市民ファンドの法的位置づけ
- ソーシャル・バンクや連帯金融機関の法的位置づけ

投資先選定	社会性認証・格付	<ul style="list-style-type: none"> 社会的企業の認証: 例) B-Corps 社会的投資仲介機関の認証: 例) BSCの「社会的インパクト試験」 社会的企業・投資仲介機関の格付: 例) B AnalyticsのGIIRS Ratings、NatWestのSE100 Indexes
	デュー・ディリジェンス	<ul style="list-style-type: none"> 社会的証券取引プラットフォーム 例) IIXのImpact Exchange、Mars CenterのSVX、英国SSE
投資	モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> 各種ダッシュボードやスコアカード 例) EndeavorのImpact Assessment Dashboard
投資報告	インパクト評価・報告	<ul style="list-style-type: none"> 成果指標 例) BSCのアウトカム・マトリックス、GIINのIRISマトリックス等 社会的インパクト評価報告: 例) B Impact AssessmentによるB Impact Report 例) Investing for Goodのthe Methodology for Impact Analysis and Assessment(MIAA)
その他	標準化・妥当性	<ul style="list-style-type: none"> EUのStandards for Social Impact Measurement G8SITFのGuideline for Good Impact Practice Inspiring ImpactのThe Code of Good Impact Practice等

➤ **指標の標準化: IRISと他指標との連携**

- インパクト評価(B Impact Assessment、PRISM)
- インパクト報告(ソーシャル・パフォーマンス・メトリックス基準、GRIのG4ガイドライン等)

➤ **より包括的な会計・監査・報告システムとの整合性確保: G8SITFの提言**

- 国連グローバル・コンパクト報告や国際統合報告枠組みのガイドラインとの整合性確保
- 持続可能な会計基準(SASB)と、IRIS、GIIRSなどの標準化
- 将来的には、国際的な会計基準や財務報告基準との統合を目指す

➤ **社会的会計・監査との関係**

- Social Audit Network (SAN)が社会的会計・監査の普及に取り組む

➤ **「社会的価値」の制度化**

- 英国は、「社会的価値法」の制定を通じて、公共調達における社会的責任調達を促進

➤ **標準化のメリットとデメリット**

- 標準化は、投資の各段階の効率化を通じて取引コストを下げる
- 資金提供者／需要者／コミュニティの共通理解の形成に寄与
- 市場の信頼性の向上とESG投資との連携を通じた資金流入の拡大
- 一方で、評価コストの負担、社会的活動の定性的評価などの点で問題もある

需要面	購入・調達	<ul style="list-style-type: none"> 「社会的価値法」を通じた公共調達の促進(英国) 各種社会的認証制度の制定を通じた倫理的／社会的責任購入の促進
	社会的企業支援	<ul style="list-style-type: none"> 社会的投資を受け入れやすいハイブリッド型法人格の導入(英国:CIC等) 投資受入準備支援(英国:社会的投資受入準備基金等)
供給面	直接供給	<ul style="list-style-type: none"> 政府系ファンドを通じた支援(英国:Future Builders Fund等) 休眠預金口座の活用(英国:Big Society Capital等)
	資金誘導	<ul style="list-style-type: none"> 社会的投資に対する税制優遇(英国:Social Investment Tax Relief等) 政府系資金を活用した民間資金の誘導(英国:Blended Financing等) 助成財団のプログラム関連投資の拡大(米国:IRSの基準緩和等) 民間金融機関の資金を誘導(米国:コミュニティ再投資法等)
	資金仲介	<ul style="list-style-type: none"> コミュニティ開発金融機関、ソーシャルバンク、連帯金融機関の育成
ファイナンス手法	新たな手法の開発	<ul style="list-style-type: none"> 「社会的インパクト債」の枠組みを通じた民間資金の活用 「NPO債」や「チャリティ債」の促進(米国:NPO債に対する税制優遇等)
インフラ整備		<ul style="list-style-type: none"> 法律整備・各種認証制度(EU:社会的投資ファンド認証制度等) 社会的インパクト評価普及のための基盤整備(ユニットコストDB他)
その他		<ul style="list-style-type: none"> クラウドファンディングに対する規制緩和、機関投資家の受託責任基準緩和

- **ソーシャル・ファイナンスの拡大が非営利セクターや社会的企業に与える影響の評価**
 - NPO・社会的企業のクリームスキミングやミッションドリフトの問題
 - NPO・社会的企業の資金受入体制や資金ニーズの問題
 - 事業型以外のNPO・社会的企業への資金配分の問題
- **社会政策を巡る論点**
 - 非営利セクターへの補助金と、ソーシャルファイナンスを通じた資金提供のバランス確保
 - エビデンス重視政策や成果連動型補助金に対する評価(社会的インパクト債)
 - 準市場化政策に対する評価
- **社会的インパクト投資以外のオルタナティブ**
 - 連帯経済を志向するソーシャルファイナンス政策の可能性(連帯金融、協同金融)
 - 市民参加型ソーシャルファイナンスの可能性
 - クラウドファンディングやFinTechを通じた新たなソーシャルファイナンスの可能性
- **ソーシャル・ファイナンスの重点領域**
 - コミュニティ開発／金融包摂
 - 社会的企業支援
 - スケールアップ／インパクト