



社会的インパクトを投資可能にする

マクシミリアン・マーチン

インパクト・エコノミー・ワーキング・ペーパーズ Vol.4

Japanese Edition / 日本語版

日本語版出版協力・翻訳

 笹川平和財団

社会的インパクトを投資可能にする

執 筆

インパクト・エコノミー
マクシミリアン・マーチン

翻 訳

笹川平和財団特任研究員
小木曾 麻里
日本財団国際協力グループ国際ネットワーク・チーム長
小林 立明

監 訳

慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科特任助教
伊藤 健

目次

はじめに

「社会的インパクトを投資可能にする」日本語版によせて

1. インパクト投資とは何か？分析対象の理解

- 1-1. 用語と社会的文脈
- 1-2. インパクト投資資本の様々な形態
- 1-3. 阻害要因と促進要因

2. 持続可能な価値の創出：4つのメガ・トレンド

- 2-1. 「BoP（ボトム・オブ・ピラミッド）」に鬱積している巨大な需要
- 2-2. 資源利用の飛躍的な効率化とグリーン成長
- 2-3. 福祉国家の効率化に向けた構造改革
- 2-4. 「健康的で持続可能なライフ・スタイル（LOHAS）」消費者の台頭

3. インパクト投資市場の需給両面における成長

- 3-1. 政策手段の概観
- 3-2. コンセプトから実現へ
- 3-3. 将来の青写真と具体的事例
- 3-4. 取り組むべき障壁

4. インパクト投資のエコシステム

- 4-1. セクターの構築：フィランソロピー投資家の比較優位
- 4-2. 投資案件の醸成、投資、育成：エンジェル投資家とベンチャー投資家
- 4-3. スケールアップの苗床：専門投資家
- 4-4. メイン・ストリーム化：機関投資家
- 4-5. インパクト・ビジネスのイノベーション：民間企業のインパクト・ベンチャー
- 4-6. 資金仲介とホールセール：金融機関

5. 結論：ニッチ市場からメガ市場へ

- 5-1. 市場構築の障壁を克服する
- 5-2. インパクトをメガに：現行のインパクト評価システムの限界を取り除く

6. 12冊の推薦文献および参考文献

7. 謝辞、著者略歴、免責事項

図表

表1：持続可能な価値の創出を推進する4つのメガ・トレンド

表2：インパクト投資市場の需給両面における成長促進

図3：インパクト投資家のエコシステム

表4：インパクト投資の豊かな環境のための基礎的要素

Martin, Maximilian

Making Impact Investible

Impact Economy Working Papers, Vol. 4, 1st Edition

Geneva 2013, all rights reserved

© Impact Economy and the author

www.impacteconomy.com

はじめに

インパクト投資とは、経済的な利益を追求すると同時に、貧困や環境などの社会的な課題に対して投資を通じた解決を図ろうとする、つまり「社会貢献 (do good)」と「経済成功 (do well)」の双方を同時に達成することを目的とした、新しいタイプの投資です。社会起業家やBoP (Bottom of Pyramid) ビジネスといった、社会性と経済性を同時に達成しようとする事業の発展に合わせて近年急速に注目を集めており、10年後には1兆ドルの市場に成長するとの見方もあります。このインパクト投資の欧米における発展段階では、ロックフェラー財団をはじめとした多くの財団が多大な貢献をしてきており、投資家、金融機関、社会起業家、評価機関を中心とした市場関係者が出揃いつつあると認識しています。

一方日本においても東日本大震災後に寄付文化の醸成と寄付形態の多様化が進む中で、投資を通じて被災地を支援しようという試みが盛んとなってきています。例えば2013年に発足した、日本財団の支援する日本初のベンチャーフィランソロピーである日本ベンチャーフィランソロピー基金もその一例です。しかしながら、英国では政府がインパクト投資に特化した投資銀行であるBig Society Capitalを設立し、また、国際開発省がインパクト基金を運営するなど、官民連携の下で政府機関が積極的にインパクト投資の動きを支援していこうとしている欧米に比べ、日本での取り組みはまだ始まったばかりと言えます。2013年にキャメロン首相の発案によりG8でインパクト投資が今後の課題として取り上げられたことを契機に、日本でもこの革新的手段についての議論が進み、社会課題解決のための有効な手段として実際に取り入れられていくことを願いたいと思います。

本レポートは、インパクト・エコノミーのマーチン・マクシミリアン博士により執筆され、G8にて英政府により配布されたレポートの日本語訳です。笹川平和財団特任研究員の小木曾麻里と日本財団国際協力グループ国際 ネットワーク・チーム長である小林立明氏が共同にて翻訳を行い、慶応大学特任助教授である伊藤健氏に監訳をお願いしております。この場を借りて著者および翻訳・校閲者の方々にお礼を申し上げますとともに、本レポートが日本におけるインパクト投資の理解を深め、その発展に役に立てれば幸いです。

笹川平和財団 常務理事
茶野 順子

「社会的インパクトを投資可能にする」日本語版によせて

インパクト投資が、その時代を迎えている。インパクト投資は、国内および世界とのビジネスを行う上で、日本が21世紀の前半に直面する多くの課題や機会に対し戦略的に取り組むことを可能とする。勿論、世界中における課題はそれぞれ異なっている。発展を遂げつつあるアフリカのリーダー達は、教育や保健衛生のシステム構築や増加しつつある中間層への住宅や仕事の提供を主に考えている一方で、日本の意思決定者はヨーロッパ同様、それぞれの地域における人口動態の変化に対応するための財政手段を見い出す必要がある。

しかしながら、これらの全ての課題に共通するのは、投資資本の必要性である。それは問題の規模が大きいほど現行のシステムより調達することは難しく、結果として非常に非効率なプロセスを生み出すことになる。世界最大の債権国であり2番目に大きな金融資産を保有する日本にとって、この力学は特別な意味を持つ。日本の経済と公的部門が近代化を遂げていく上で、金融イノベーションが如何に実体経済と人々に貢献出来るか、そして資本コストをカバーするため投資資産に対する金融リターンをどのように生み出すか、を早急に模索すべきであろう。

上記に述べた変数、そしてこの報告書の入門編であるG8レベルで行われた初の社会的投資フォーラム（2013年の議長国であった英国の首相主催のイベント）のために執筆された『社会的インパクト投資市場の状況—入門編』が、この報告書の基礎となっている。G8メンバー国且つ名目GDPベースで世界第3位の経済大国である日本が、インパクト投資を萌芽期より育てるとともにその成果を享受すれば、自国のためのみならず国際社会への貢献ともなるであろう。2014年1月に東京において、社会的インパクト債券（報告書内で議論されている手段のひとつ）の可能性についてのハイレベルな会合に参加する機会を得たが、その場でもインパクト投資に対する関心の高さと、日本国内で同分野での初期の模索が始まっていることが確認できた。しかしながら、インパクト投資がその潜在性を発揮するためには出来るだけ多くの日本のステークホルダーの中で議論されるべきであるのに対し、同分野における日本語の文献が比較的少ない様に思われた。したがって、今『社会的インパクトを投資可能にする』が笹川平和財団の協力により日本語に翻訳されたことを非常に嬉しく思うとともに、同財団に心より感謝するものである。まずは特に、同財団にて本プロジェクトの統括および翻訳を行った、小木曾麻里氏に御礼を申し上げたい。また、報告書を日本語に翻訳する過程においてあらゆる障害を効率良く克服して下さった他の翻訳者・監訳の方々に御礼を申し上げたい。特に小林立明氏には多くの貴重な見識を頂いた。

インパクト投資は、少なくともこの世代における最も大きな金融革新の機会であるであろうし、我々のグローバル経済に押し寄せつつある次の変革の波に密接に関係している。全ての

社会および経済において経済・社会・環境的価値を同時にそして意図的に創り出すことこそが、インパクト投資の根幹をなす重要な思想である。金融と金融以外のパフォーマンスを同時に達成しようとする、そして株主とステークホルダーに同時に利益をもたらす革新的な資本へのアクセスおよび配分方法によって、より大きな価値が生み出されるのである。

今日、約850兆円、または日本の人々の金融資産の55パーセントが商業銀行に預金として預けられている。日本は日・ASEAN包括的経済連携協定に基づいたASEAN諸国の6億人の顧客へのアクセスなど、独自の資産を多く有している。ほんの数例を挙げるとすれば、日本はイノベーションや世界をリードする自動車および電機産業で輝かしい実績をあげてきた。しかし、戦後の奇跡的な経済成長は既に数十年前のことであり、高齢化や公的債務といった課題はより重要かつ緊急性を増してきている。他の先進国のように、長期の競争力と持続可能性を達成するには、今後社会および環境問題に対してより効率的に資金提供出来る方法、そしてそのための金融商品とビジネスにおける資源効率を高める戦略が必要である。

ここ数十年の、世界における社会的インパクトと金融収益への投資の進歩は期待の持てるものであり、今では私たちは生活に直結し、競争力を高めるような、ミクロ・レベルの改善動機を包含する金融商品をデザインすることも出来る。報告書に述べられている通り、インパクト投資は公共財供給の近代化と民間セクターの価値創造の両方を、これまでに無かった規模で進めることが出来る。しかし、日本及びその他どの地域においても、資本形成、ビジネス機会や新たな雇用の創出、インクルーシブな社会の実現、そして効率的な運営実行をもたらすには、まずは社会的インパクト自体が投資可能にならなくてはならない。機能的な社会的インパクト資本市場を構築するには、質の高い投資家、投資受け入れ団体と仲介者よりなる健全なインパクト投資のエコシステム、競争力のある社会セクター、そしてそれを可能とする政策および規制環境が必要条件となる。

そのような資本市場を最も安価にそして迅速に構築するには、協調的で体系的なアクションが必要である。報告書には、イギリスの経験から得られた先駆的な教訓を含め、世界中の市場構築事例から得られた教訓が示されている。ただしこれらの例は、完全なレシピというよりはあくまで材料として受け取られるべきである。私は、過去15年間にわたり、世界中の数々の国における（マクロ経済そして企業内部の）構造調整、社会的インパクトおよび投資分野における経験から、他の国や地域での教訓はためにはなるものの、それぞれの特別な土地固有の特徴—この場合は日本の経済、社会、そして資本市場—に適合するような手段ややり方を取り入れるには大変な努力が必要である、ということを学んできた。

モメンタムは出来上がってきている。インパクト投資の力は、より一層豊かで包括的な21

世紀の日本、アジア、そしてグローバルなコミュニティを作る力を持っている。私は大規模な行動を起こすのは今だと確信している。日本のことわざでも言っている通り、「早起きは三文の徳」、つまり「行動、到着、起床が遅い者は、早く来た者に機会を奪われてしまいがちである」ということである。

潜在性を成果に変革するためには、我々は大きな社会的インパクトを求めなくてはならない、そして我々は成功するために厳格で協調的でなくてはならない。『社会的インパクトを投資可能にする』が、日本の金融機関、ビジネス、政府や市民社会といったステークホルダーの方々にとって他国の同様な人々と一緒に、我々の祖先が心に描いた豊かで持続可能な未来に向けて力を合わせていく上で一助となれば幸いである。

マーチン・マクシミリアン博士
2014年3月 ローザンヌにて

1. インパクト投資とは何か。分析対象を理解する

ここ数年間でインパクト投資は360億ドル規模の市場に成長した。2007年に「インパクト投資」という言葉が初めて導入されて以来、これは急速な進歩のように響くが、指数関数的な（急激な）成長可能性は今後も長期的に継続するだろう。本章では、インパクト投資の概念を定義し、インパクト投資の様々な手法を説明し、そしてインパクト投資をめぐる状況を概観することにした。

金融危機後、経済の進歩と公共財の増大に対する金融の貢献を包括的に見直す扉が開かれた。グローバリゼーションの進行、政府の役割に対する姿勢の変化、文字通り掌の中に驚異的な情報を携帯することを可能にした地球規模で進行中のテクノロジーとコミュニケーションにおけるイノベーション、そしてグローバル経済の環境・社会面での長期的持続可能性に対する懸念——これらの動向は、人々が相互に関わり合ってビジネスを行うやり方のみならず、我々の資本配分の形態も変えつつある。

本論文では、インパクト投資の出現という金融における近年の現象を解明する。インパクト投資とは、金融資本が財務リターンに加えて環境的・社会的成果の達成も目指すことができるという概念である。現時点では、インパクト投資はまだニッチの現象で、360億ドル規模の市場でしかない。しかし、インパクト投資は今まさに大きく発展しようとしている。インパクト投資は、2020年までに4000億ドルから1兆ドル規模にまで成長する潜在的可能性を持つという試算もある。ここから以下の2つの疑問が生じるだろう¹。

(a) 全世界的には、インパクト投資実績がまだ比較的マイナーでしかない状況において、どのようにその潜在的可能性を実現できるのか、そして

(b) その潜在的可能性は、大規模な経済的・社会的課題の解決にどの程度意味を持つのか（その帰結として、インパクト投資市場の構築支援はどの程度価値があるのか）

2010年に、全世界の名目GDPがおおよそ63兆ドルだったのに対し、全世界の金融資産は600兆ドル以上だった。2020年には、全世界のGDPが年間約90兆ドルであるのに対し、金融資産は約900兆ドルになると見積もられている²。現在の予測に基づけば、インパクト投資は

¹ Nick O'Donohoe et al, "Impact Investments: An Emerging Asset Class," J.P. Morgan (2010): 6, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>.

² Bain & Company, "A World Awash in Money: Capital Trends through 2020," Bain & Company (2012): 3 and 7, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_A_world_awash_in_money.pdf.

2020年の全金融資産のわずか0.1%にしかないだろう。

しかし、そのインパクトは、この数字が示唆するよりはるかに大きなものとなるだろう。理由は幾つかある。人類が抱える昔ながらの社会問題は、グローバル化や技術革命の恩恵にかかわらず存続する。各国はこれら社会問題の解決のために何兆ドルもの資金を投じているが、残念ながらデータが示すところでは、この戦略は期待される程うまく機能していない。2050年までには、人類の人口増加ペースはピーク時の1989年の半分を少し上回る程度にまで低下する見込みであるが、それでも全世界の人口は90億人になると予想される。健康的な生活に関する質的両面での情報アクセスの拡大や医療の進歩により高齢者人口はさらに増加する³。労働力人口の減少と、80代、90代あるいはそれ以上の高齢者の増加により、社会システムを維持し、それら諸問題に取り組むための資金調達は一層困難になるだろう。アクセンチュア（Accenture）とオックスフォード・エコノミクス社（Oxford Economics）は最近の研究において、2025年までの社会サービスに対するニーズと、そのサービスに対する支払い能力の間の支出ギャップを推計した。驚くべきことに、カナダは、支出ギャップが900億ドルに達し、フランスは1,000億ドル、ドイツは800億ドル、イタリアは300億ドル、英国は1,700億ドル、そして米国は9,400億ドルという結果となった⁴。

我々は、この支出ギャップを埋め、さらに他の様々な課題に資金を投じるための新たな道と解決策を必要としている。2000年代に、マイクロファイナンス——低所得層の資本アクセスの拡大を目指すBoP（ボトム・オブ・ピラミッド）向けの金融システム——は、貧困層に対する考え方を一変させた。貧困層は、銀行サービスの対象となりえない被支援者から、富を蓄積し、経済の主流に参加することのできる生産的な企業家とみなされるようになったのである。マイクロファイナンスは、2010年時点で貸付残高400億ドルの資産クラスとして、新興経済諸国における国際開発と金融規制に影響を与え、わずかな規模の資産残高が示唆するよりも、はるかに大きな進歩の原動力となった⁵。教育、保健医療、失業、環境等の社会課題においては、今後、大規模な制度的見直しの挑戦が待ち受けているが、インパクト投資には、マイクロファイナンスよりもはるかに包括的な規模で、同様の触媒的な役割を果たすことができる潜在的可能性がある。うまく機能すれば、インパクト投資は、革新的な

3 “Population,” Wikipedia, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Population_growth.

4 Accenture, “Delivering Public Service for the Future: Navigating the Shifts,” Accenture (2012): 4, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Delivering-Public-Service-for-the-Future-112812.pdf>.

5 Elisabeth Rhyne, “The State of Global Microfinance: How Public and Private Funds Can Effectively Promote Financial Inclusion for All” (testimony presented before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, January 27, 2010), 2013年5月1日ダウンロード, http://financialservices.house.gov/media/file/hearings/111/rhyne_testimony.pdf.

起業家、何兆ドルもの公的資金や民間資金、金融イノベーションなどをテコにして社会全体に利益をもたらし、最も困難な様々な社会的課題を、好機へと転換するだろう。

1.1. 用語と社会的文脈

「インパクト投資」という用語は2007年に創り出された。グローバル・インパクト投資ネットワーク（Global Impact Investing Network、GIIN）は、これを「財務リターンとあわせて、測定可能な社会・環境インパクトを生み出す意図に基づき、企業、団体、ファンドによって行われる投資」と定義している⁶。この特徴付けにおける「意図」という言葉によって、インパクト投資は社会的責任投資から区別される。社会的責任投資は、資産がシングル・ボトム・ライン、すなわち利益のためだけに運用される場合に発生するであろう社会的・環境的損失を避けることを目指す⁷。これに対し、インパクト投資は、先進国と新興国の両方で実施され、市場レート以下か市場レート並みの財務リターンを目指す。この点で、インパクト投資は財務リターンを期待しない単なる資金の贈与である助成金とも異なる。プログラム関連投資（Program-related Investment、PRI）やミッション関連投資（Mission-related Investment、MRI）は助成財団が行う一種のインパクト投資だが、その実施に当たっての規制はインパクト投資と大幅に異なる⁸。

大局的に見れば、現在のインパクト投資市場の規模はまだ小さい。しかし、その360億ドルの資本蓄積は急速に成長している。2011年にはおよそ2,200件、43億ドル相当のインパクト投資が実行され、2012年には80億ドル、さらに2013年には90億ドルの投資が計画されている。特に、新興国市場におけるインパクト投資の潜在的な収益見込みには抗しがたい魅力がある。J.P.モルガン（J.P. Morgan）が2010年にインパクト投資家を対象に実施した調査によれば、新興国市場における既存の多くのインパクト投資の期待収益率は、おおむね債券投資で8～11.9%、株式投資で20～24.9%のレンジに入っている。これに対し、先進国市場の期待収益率は、それぞれ債券投資が5～7.9%、株式投資が15～19.9%である⁹。過去1年半にわたり景気後退に陥っている欧州共同体の低成長環境下の期待収益率に比べれば、これは極めて刺激的に響く。しかし、インパクト投資は単に新興国市場の現象だけにとどまらない。英国では、RBS社会的企業100インデックス（Social Enterprise 100 index、SE100）の運用

⁶ “About Impact investing,” GIIN, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/resources/about/index.html>.

⁷ 本論文では、特に断らない限り「社会的インパクト投資」を「インパクト投資」の同義語として使用する。

⁸ David A. Levitt, “Investing In the Future: Mission-Related and Program-Related Investments for Private Foundations,” *The Practical Tax Lawyer* (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.adlercolvin.com/pdf/PTXL1105_Levitt.pdf.

⁹ Marco Arosio, “Impact Investing in Emerging Markets,” *Responsible Research* (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.sustainalytics.com/sites/default/files/impact_investing_in_emerging_markets-issues_for_responsible_investors.pdf.

が2年目に入っている。インデックスは、英国全域の社会的企業の成功を追跡し、彼らが達成した成長とインパクトを分析している。FTSE100や中小企業セクターと比較した場合、SE100インデックスは、単に高い平均成長率を誇っているだけでなく、インデックスに新規加盟した企業の収益成長率も今までのところめざましい実績を挙げている¹⁰。

こうして見てくると、この市場がこれだけの短期間にどのようにして台頭してきたのかという疑問が湧くだろう。この市場を現在の規模に成長させるために、民間助成財団が、助成金やPRI、MRIを通じて歴史的に重要な役割を果たし、富裕層の個人や家族も同様の活動を行ってきた。銀行や年金基金などの大手金融機関は、少数の推進派を除き、このような試みに参加することを躊躇してきたが、現在は徐々に参加し始めている。開発金融機関（Development finance institutions、DFIs）は、マイクロファイナンス（インフォーマル・セクターにおいて積極的に経済活動を行っている低所得者層への資金提供に主に焦点をあてており、インパクト投資の一部とみなされる）の成長と専門化における役割を通じて重要な貢献を果たしてきた。マイクロファイナンス投資には、直接投資、特定基金、融資・信用保証枠、投資銀行業務とストラクチャード・ファイナンス商品、P2P投資ⁱという5種類の主要な形態があるが、DFIsは伝統的にこのすべての形態において資金と専門知識の提供に寄与してきた。DFIsは、インパクト投資市場の拡大においても同様に積極的な役割を果たすことが期待される。

インパクト投資は、投資の一手段であるのみならず、投資の世界と公共財の拡大とをいかに和解させるかという問題に対する強力な理念でもある。インパクト投資には、現在の市場規模よりもはるかに強い関心がメディアから寄せられており、また金融業界からの人材流入も顕著なものがある。インパクト投資市場の需要は、小規模の成長ビジネスや、事業収入があり成長力のある非営利の社会的企業や協同組合に支えられている。彼らの共通項は、法人の形態よりもむしろ財務的及び非財務的（「社会的インパクト」）ボトム・ラインを前提に事業を行っている点にある。このような「社会的企業家」、「インパクト企業家」、「インパクト・ビジネス」が、投資ポートフォリオの一環として「社会貢献（do good）」と「経済的成功（do well）」の双方を実現しようとする投資家からインパクト投資の資金を受け取り、これを活用している。今までのところ、インパクト投資への主要な資金提供者は、専門的投資家、特定基金、政府だったが、その動機は様々である。市場の主流のグローバル・ベンチマークと連動していないリスクの小さい投資機会や市場セグメントを望む投資家もいる。教育、環境および再生可能エネルギー、保健医療、住宅開発、中小企業振興、持続可能な開発、水資源

¹⁰ Social Enterprise, “The RBS SE100 Data Report 2011: Charting the Growth of the UK’s Top Social Businesses,” Social Enterprise and RBS Community Banking (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.socialenterpriselive.com/sites/default/files/files/supplements/SE100_DataReport_Web1.pdf.

などの特定領域向けの投資が目的の投資家もいる。また、助成金の供与よりも投資を通じて、より効率的に社会的・環境的目的を達成したいと考える第3のグループもいる。これらの異なるタイプの投資家は、財務リターン目標とインパクト目標のどちらを優先するかに応じて、「財務リターン第一」投資家か「インパクト第一」投資家のいずれかに性格づけられる¹¹。インパクト投資市場には、これら資本の出し手と受け手以外に、資金仲介団体、政府、専門サービス提供団体も含まれることになる¹²。

1.2. インパクト投資資本の様々な形態

インパクト投資は、少なくとも財務リターンと社会的・環境的成果のダブル・ボトムラインを達成することを目指している。しかし原則的には、インパクト投資にも、主流の金融市場と同じ金融手法と資本カテゴリーを適用することができる。これらは、助成金（インパクト投資ではなく補助金）、デット、株主資本（エクイティ）、メザニン型資本（転換社債とも呼ばれる）、そして資金調達とインパクト目標双方の達成のための4手法の組み合わせ（いわゆる「ハイブリッド資本」）からなる。これに加えて、インパクト投資家は、社会的企業に直接投資するか、投資仲介団体（例えば、インパクト投資ファンド）に資金提供するか、又は信用保証やファースト・ロス・トランシェ¹¹、信用補完、通貨ヘッジなどを通じてリスクを吸収する取引に参加するかのいずれかの方法を選択する必要がある。ストラクチャード・ファイナンスの手法によって、多くのインパクト投資商品を生み出すことができる。例えば、期待した社会的成果が達成されれば、たとえ原資産が損失を被っても、インパクト投資家が財務リターンを受け取るという金融商品もある（これは「社会的インパクト債券」の事例であり、以下でより詳しく議論する。）。理解を共有しておくために、以下、資本の4つのカテゴリーを定義しておこう¹³。

助成金¹²は、返済の期待なしにある主体から別の主体に支払われる資金と定義される。典型的な助成金の出し手は、政府機関、助成財団や公益信託、あるいは民間企業である。助成金の受け手は、非営利組織や教育機関のことが多いが、個人や企業の場合もある。助成金は、資金提供、あるいはボランティアや物品の提供などの現物支給のどちらの形態も存在する。

¹¹ Monitor Institute, "Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry," Monitor Institute (2009): 31, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact_Investing.pdf.

¹² E.T. Jackson and Associates Ltd., "Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry," Rockefeller Foundation (2012): 9, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/images/fda23ba9-ab7e-4c83-9218-24fdd79289cc.pdf>.

¹³ 異なる資本形態がどのように社会的企業への資金提供に使われるかを分析するには、以下の論文を参照：Maximilian Martin, "Understanding the True Potential of Hybrid Financing Strategies for Social Entrepreneurs," Impact Economy Working Paper 2 (2011), 2013年4月15日ダウンロード, URL: <http://ssrn.com/abstract=2208370>. 本章では、この論文に提示された定義を使用する。

助成金による資金提供を受けるためには、通常、助成金申請書やプロポーザルが必要である。大半の助成金は特定の活動やプロジェクトの資金として提供され、資金提供者に対する一定の報告が求められる。仮に助成金の受け取り手が非営利の免税ステータスを持っていれば、資金提供者は助成金の全額または一部を税金から控除することができる。助成金を通じた資金提供は、対価なしに資金の受け取りが可能だというメリットがある反面、重大な制約もある。第一に、助成金の用途は一般にプロジェクトに限定される。このため、管理費や事業拡大経費は支援対象から除外され、また助成金で得た資金の内部での流用も制限される。第二に、助成金は通常3～5年のタイムスパンに限定される。第三に、助成金の申請には多大のコストがかかる。助成金申請の際にかかるコストの割合は助成金総額の22～43%にあたるとの推計もある。助成金は、事業立ち上げの際には大きな価値があるが、社会的企業が事業のスケールアップを目指してより多くの資本を必要とする際のニーズを満たすことはできない¹⁴。

他人資本（デット）は、融資を通じて調達される資本と定義される。社会的企業が融資を受ける際には、一般に、将来のある時点でこれを返済することが期待されている。返済スケジュールは、返済能力に応じて設定される。例えば、バルーン返済方式のローンという融資形態があるが、借入期間中には均等な分割では返済せず、最後に多額の残金を一括して支払う方式である。株主資本による資金提供の場合と異なり、デットの資金提供者は、社会的企業の所有権は持たず、債権者にとどまる。このため、社会的企業が非営利法人として構成されている場合、デットは特に重要な外部資金の調達源となる。デットの資金提供者は、通常、元本に対し契約で定められた固定金利、あるいは変動金利と元本の返済を受け取る。彼らは、数年後の返済見込みを前提に一時的な資本を提供する。デットの利息は、株式投資家への配当支払いに優先して、全額を支払う義務がある。デットは、以下の場合にはいつでも事業拡大のための魅力的なオプションとなる。すなわち、(a) 安定的で確実なキャッシュ・フローを伴う長期投資に資金が必要な場合、(b) 社会的企業の信用力が高く、また (c) 毎年の返済利息を支払う能力がある場合である。リスク資本では、しばしば、デット引受けや多層的なリスク管理が求められる。株主資本による出資の受け入れができない非営利組織の場合は、株主資本における多層的リスク管理と同様の機能を持つ助成金を調達する必要があるだろう。なお、債権先が倒産した場合、デット資金の提供者は、その債権先の資産に対し優先的な請求権を行使できる。

株主資本（エクイティ）は、リスク資本とも呼ばれ、最も劣後的なカテゴリーの投資家が有

14 William Meehan, "Investing in Society," Stanford Social Innovation Review (2004), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.ssireview.org/articles/entry/investing_in_society/.

する、全負債支払い後の資産に対する残余的な請求権または所有権を指す。これは、資産価値が負債を上回る場合に、株主資本がプラスとなることを意味する。株主資本は、社会的企業が営利法人として構成されている（株主への対応が可能な）場合には、魅力的な外部資金の調達オプションとなる。株主資本は、ベンチャーのスケール拡大には不可欠で、資金返済や黒字転換時期が不確かな場合にも活動資金を調達することができる。デットの場合と異なり、株主資本は必ずしも返済する必要がない。株主は、一定の統制権と引き替えに、事業活動に対する総てのリスクを負う。社会的企業が倒産した場合には、まず、担保付債権者に資産売却代金が支払われる。これに続く残余代金請求権は、債権者の優先順位に基づいて決定される。株主資本とは、他の債権者の請求がすべて満たされた後に支払われる、資産への残余請求権である。大半の社会的企業にとって、このようなリスク資本へのアクセスは事業拡大に不可欠である。投資家は、一定の株式と引き替えに、毎年の定期的な支払いではなく、社会的企業が将来生み出す利益の一部を受け取る。株主資本には固有のリスクがあるため、投資家は事業活動に対する一定の統制権と事業の意思決定に対する投票権も受け取る。これらの権利は、社会的企業が保有する株式と、その社会的企業が登記されている国の法制度により異なる。このため、インパクト投資家は、プライベート・エクイティ投資家としての自分の「DNA」と、社会的企業が持つ価値や哲学との相性を注意深く考慮する必要があるだろう。

メザニン型資本または転換社債とは、デットとエクイティとの組み合わせである。これは、純粋なエクイティやデットが利用できない場合、他の資金調達方法に対する有益な代替手段や補完手段となる。メザニン型証券とは、社会的企業の資産に対する請求権を示す劣後債または優先株式のことである。これは、借り手にとっては、返済は求められるが所有権に影響しないということを意味する。利子の支払いは会社の利益に基づいて行われるが、調達資金の元本は一定期間後に全額返済という形でよい。メザニン型金融商品の請求権は、普通株に対してのみ優先し、担保なし債権かまたは優先株として構成されうる。メザニン型金融商品はリスクが高いため、（高い金利を支払うことが多く）、通常、借り手にとっては割高な資金調達方法となる。

最後に、ハイブリッド資本とは、今まで挙げてきた資本調達形態の組み合わせである。ハイブリッド資本が、いかに社会的企業の事業展開に役立つかを示すために、ハスク・パワー・システム（Husk Power Systems、HPS）の例を考えてみよう。インドの先進的な社会的企業と言われるHPSは、廃棄された米の籾殻を燃料として利用する発電事業を行っている。HPSは、事業のスケールアップが出来れば、10億人以上に上るインドの未電化地域住民に電気をもたらす可能性のあるソリューションを持っていたにもかかわらず、インド政府と民間投資家は、繰り返し事業拡大の申請を却下してきた。2009年にHPSの潜在的可能性を見

いだしたOPIC（Overseas Private Investment Corporation）が、彼らにとっては比較的少額の75万ドルのローンを提供した。「OPICの資金提供は、我々にとってまさに流れを変える出来事でした」とHPS会長のマノイ・シンハ氏（Manoj Sinha）は語っている。「OPICは、このようなプロジェクトが融資可能であり、資産をテコにすれば、ベンチャーキャピタリストや、より保守的な投資家にも魅力的なリターンを提供することができることを証明しました。インド国内でローンを獲得するのは簡単ではありません。OPICはまさに私達のカンフル剤となりました」¹⁵。これに続く2011年のシリーズA株式発行の際、HPSは、2013年の成長目標実現に向けた野心的な業務拡大計画の資金を調達するため、500万ドルの株主資本と700万ドルの融資を求めた¹⁶。株主資本の目的は、事業部門の上級管理職と中間管理職の採用とトレーニング、フランチャイズ・モデルの本格展開、そして事業合理化に向けたR&D支援のため、融資は設備購入のためだった。さらに経営陣は、2016年までにHPSの事業を12,500の村に拡大させるべく、1,500万から2,000万ドル程度の株主資本と3,000万ドル程度の融資を求めるシリーズB株式発行計画を描いている。HPSはまた、代案として戦略的バイヤーかプライベート・エクイティ投資家を探すことも考慮しており、2015年には流動性イベント（訳注：保有株式を現金化するイベント）を行うことを目指している。

1.3. 阻害要因と促進要因

このように、これまでのインパクト投資市場の成長と存在感には目覚ましいものがある。しかし、重大な課題が残されている。一般に、インパクト投資市場関係者は、投資の成功実績がないことを指摘し、インパクト投資に積極的な機関投資家があまりに少ないと論じている。さらに、普遍的に承認されたインパクト投資の格付けシステムもなく、適切な投資商品も不足している。投資パフォーマンスに対する懸念や、インパクト投資機会が限られていることも、常に市場発展の阻害要因に挙げられる。普遍的に承認された格付け基準の不在は、社会的インパクトについてのコンセンサスがないという状況を反映している。

例えば仮に、ある投資の結果、3人の雇用が生み出されれば、その投資の「結果（Output）」は3人の雇用であり、「成果（Outcome）」は新たに生じた3人分の労働者の賃金収入、政府の税収入の増加や失業者給付の削減となるだろう。仮に、この3名の労働者の1名は投資がなくても仕事を見つけたことが想定できれば、投資の「インパクト」は正味（net）の2名

¹⁵ “Renewable Energy in India’s Rice Belt: Husk Power Systems,” OPIC, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.opic.gov/projects/husk-power-systems>. 包括的な対処法については、以下を参照：Maximilian Martin, “Understanding the True Potential of Hybrid Financing Strategies for Social Entrepreneurs,” Impact Economy Working Paper 2 (2011): 23-26, accessed April 15, 2013, URL: <http://ssrn.com/abstract=2208370>.

¹⁶ シリーズA株式は、通常、分割株式発行における最も優先的な階層であり、シリーズB株式などを通じた後続の資金調達ラウンドよりも多くの議決権が与えられる。

の労働者が雇用されたことに基づいて算出することができる¹⁷。因果関係についての合理的な前提を想定し、経時的にインパクトをモニタリングすることは簡単なことではない。インパクト投資商品のより広範な採用を求める人々は、社会的インパクトが一つの定義によって決められないことが、セクターの加速的發展を妨げていると考えている¹⁸。

また、機関投資家は民間投資家よりもはるかに厳格な受託者責任に縛られている。機関投資家が大規模にインパクト投資に関与できるようにするためには、投資成功の実績の不在や、魅力的でスケールアップ可能な投資機会の不足という問題に取り組む必要がある。さらなる課題は、収益可能性とインパクトに関係する。インパクト投資の中には、インパクト達成のために助成金とプログラム関連投資（PRI）を結合するなど、「多層的な（Layering）」金融商品として構成される場合がある。しかし、これはインパクトの正確な定義をより困難にする。一般論として、自らを投資の「劣等生」と位置づけている限り、インパクト投資がスケールアップへの道を歩むことは想像しにくいだろう¹⁹。

こうした困難にもかかわらず、インパクト投資家は世界中で取引を推進し、インパクト投資コンセプトの魅力を繰り返し訴え、財務リターンと社会的リターンの同時達成は可能であることを証明してきた。この過程で、インパクト投資家は大規模に展開可能な革新的な金融手法を創造してきた。例えば、社会的インパクト債券（Social Impact Bond、SIB）は再犯防止問題に取り組むために英国で初めて試みられ、それ以来、他の深刻な社会的課題に取り組むために、世界各地で採用されている。インパクト投資市場は、市場構築の担い手と政府機関が支援を行わなければ、立ち上げ時と同様の内部対立を続けて、誤った方向に進むかもしれない。しかし、政府各部門が調整して協調行動を取れば、インパクト投資は、雇用・ビジネス創出、経済回復・成長、再生可能エネルギー等の幼稚産業への新規投資など、政策目標の実現に役立つことができるのである。

¹⁷ nef consulting, “Measuring Social Impact: The Foundation of Social Return on Investment (SROI),” nef consulting (2004): 3.1, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://sroi.london.edu/Measuring-Social-Impact.pdf>.

¹⁸ John Simon and Julia Barmer, “More than Money: Impact Investment for Development,” The Center for Global Development (2010): 3, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.cgdev.org/sites/default/files/1424593_file_More_than_Money_FINAL_web.pdf.

¹⁹ 「多層的な（Layering）」金融商品は、より一般的には「トランシェ」ファイナンスとして知られている。これは投資リスクを異なるセグメント、あるいは「トランシェ」に分割する手法である。このような設定により、リスク志向と収益要求の異なる複数の投資家は、所定の取引に効果的に関与することができるようになる。助成財団は、その慈善的な性格により、このような設定において最もリスクの高いポジションを取り、これによって最高度のリスクポジションを引き受けて他の投資家の参加を促すことができるというユニークな特質を持っている。多層的なインパクト投資におけるプログラム関連投資と助成金の使用について、詳細は以下を参照：Lester M. Salamon and William Burckart, “Foundations as Philanthropic Banks,” in *New Frontiers of Philanthropy*, ed. Lester M. Salamon. (Oxford University Press, forthcoming).

2. 持続可能な価値の創出：4つのメガ・トレンド

インパクト投資は、いまや、多様な目標達成に利用可能な政策手法としての資格を十分に持つことが証明された概念になりつつある。対象となる政策領域は、効率的な開発援助の実施、国境を越えた貿易と投資の拡大、より深みのある資本市場とより活力のある金融サービス業の開発、高齢化などの人口動態変化への対応、長期的な競争力の強化、そして公的債務負担の軽減などである。世界は、過去20年間に根本的な変化を迎えている。そして、この章で説明する、ボトム・オブ・ピラミッド（BoP）市場、健康的で持続可能な生活（LOHAS）、グリーン成長、福祉国家の再編という4つのメガ・トレンドの下、世界は再び根本的に変化するだろう²⁰。本稿では、持続可能性をビジネス・モデルの中核へとシフトさせた業界は価値創造能力を強化すること、インパクト投資をまとめた形で実地に採用した国は、市民生活を改善させ、新たな金融手法を現実世界の様々なニーズに向けたソリューションに必要な資金の調達に適用することで成果を上げるだろうということ、の2点を論じる。

4つのメガ・トレンドが、企業、政府、市民社会などによる価値創出と公共財へのファイナンスの手法を再編させつつある中、インパクト投資が今日的な課題解決において中心的な位置を占めるためには、これらのメガ・トレンドに投資手法をあてはめていく必要がある。4つのメガ・トレンドとは、(a)「ボトム・オブ・ピラミッド（BoP）」に鬱積する巨大な需要、(b) 資源利用の飛躍的な効率化とグリーン成長、(c) 福祉国家の効率化に向けた構造改革、そして (d)「健康的で持続可能なライフ・スタイル（LOHAS）」消費者の台頭である（表1参照）。

²⁰ 本稿は以下に基づく：Maximilian Martin, “CSR’s New Deal: A Blueprint for Your First Hundred Days in the World of Impact Economy,” Impact Economy Working Paper 3 (2013): 18, 2013年5月4日ダウンロード, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2259632.

	根 拠	潜在性
BoPに 鬱積する需要	BoP市場は、年収 3000 ドル未満の40 億人が持つ購買力を指す。	BoP消費者と生産者が既に5兆ドルの経済規模を持つ市場に参加すれば、この階層は成長軌道に乗るだろう。
グリーン 成長の推進	グリーン・エコノミーは、人類の福祉と社会的公平を改善させ、環境リスクと生態系の希少性を大幅に減少させる。	再生可能エネルギーへの投資だけで、2008年の1,150億ドルから2018年の3,250億ドルへと2倍以上の大幅な成長が見込まれている。
福祉国家の 再編	政府支出が構造的に歳入を上回っている国があるため、福祉国家は再編される必要がある。支出の大きな割合を医療保険、教育及び福祉が占めている。	公共の利益を生み出す手法を根本的に移行させることは、民間セクターの参入機会につながる。例えば、2020年には、世界の人口の20%が65歳以上となる。
富裕層に 台頭する LOHAS階層	LOHAS消費者は、環境意識が高く、持続可能性、社会的責任、人と地球の双方への配慮等を企図した製品への購買意欲が高い。	LOHAS消費は、米国だけで既に3,000億ドル以上の市場を持ち、急速に成長しつつある。

表1：持続可能な価値の創出を推進する4つのメガ・トレンド^{21,4}

2.1. 「BoP（ボトム・オブ・ピラミッド）」に鬱積する巨大な需要

「ボトム・オブ・ピラミッド（BoP：しばしば「ベース・オブ・ピラミッド」とも言い換えられる）」という言葉は、1930年代に初めて作られた。それ以来、この言葉は、一日2ドル未満で生活し、その多くは開発途上国に住む40億の人々を表す言葉として進化してきた。1960年以来、世界銀行、援助国、援助機関などは、保険、金融、住居などの領域において、なかなか改善しないBoP市場での社会問題を根絶すべく、4兆ドルをはるかに超える資金を投じてきた²²。しかし、これまでのところその効果は限定的だ²³。政府開発援助（Official Development Assistance、ODA）は、2012年時点で1,256億ドル規模の市場となっているが、2000年代には批判にさらされ、援助による効果を向上させる方向に焦点を移している²⁴。

21 出典：Maximilian Martin, “CSR’s New Deal: A Blueprint for Your First Hundred Days in the World of Impact Economy,” Impact Economy Working Paper 3 (2013): 18, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2259632, 5.

22 “Net ODA Disbursements: Total DAC Countries,” OECD, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://webnet.oecd.org/dcdgraphs/ODAhistory>.

23 C.K. Prahalad, The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through Profits (New Jersey: Pierce Education, Inc., 2010), 27.

24 “Aid to Poor Countries Slips Further as Governments Tighten Budgets,” OECD, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.oecd.org/dac/stats/aidtopoorcountriesslipsfurtherasgovernmentstightenbudgets.htm>; Dambisa Moyo, Dead Aid: Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2010); OECD, “The Paris Declaration on Aid Effectiveness and the Accra Agenda for Action,” OECD (2005/2008) and “The Accra Agenda for Action”, 3rd High Level Forum on Aid Effectiveness, September 4, 2008, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.oecd.org/development/effectiveness/34428351.pdf>; International Conference on Financing for Development, “Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development” (final text of agreements and commitments adopted at the

この結果、民間企業にも門戸が開かれることになった。民間企業は、現在進行中の事業を補完し、革新的で市場ベースのソリューションをこれら様々な課題に提供すると同時に、およそ5兆ドル規模の潜在的なBoP市場における需要を解き放つことで、国内経済も活性化させることになった²⁵。例えば、天然資源（エネルギー、森林、農業・食料、水・鉱物資源を含む）、保健医療及び教育分野において、持続可能性関連のグローバル・ビジネスの機会は着実に増大しており、2008年を基準にしたインフレ調整後の数字で、2050年にはおよそ年間3～10兆ドル、その時点の世界のGDPの1.5～4.5%にまで達するだろう²⁶。さらに、民間企業は、製品を貧困層にも購入可能な価格で提供することにより、彼らが貧困層を卒業し、中産階級になるのを支援することもできる。歴史的に見れば、新しいアイデアや人的・物的資本など、経済成長の推進力を提供するのには中産階級である。C.K. プラハルド氏（C. K. Prahalad）は、その著書『The Fortune at the Bottom of the Pyramid』（邦題：『ネクスト・マーケット』）において、貧困層が、スラム街の悪徳家主などに支配され、コストの高い生活を営んでいるために、米から借金に至るあらゆるものに割高なコストを支払っている姿を描いている。このいわゆる「貧困ペナルティ」によるコストは、富裕層の支払額の5倍から25倍にも上る。仮にこの膨大な中間搾取を排除できれば、重要な成長機会がもたらされるだろう²⁷。

BoPにおける価値創出のための資金の一部は、伝統的な資本市場と既に確立された官民パートナーシップ方式により調達可能である。このような事業を行う会社の例として、フランスの電力供給事業者のフランス電力会社（Électricité de France、EDF）が挙げられる。2002年に、EDFは、官民パートナーシップを設立し、法外な価格のために非電化状況にあったおよそ10%のモロッコ市民に、採算可能な形で再生可能エネルギーを提供することに成功した。この市場での事業を開始することで、EDFは開発途上国市場のダイナミズムに関する重要な知見を獲得した。エネルギー等、BoPが直面している困難な課題に解決をもたらすよう努めれば、配当を支払うことができるのだ²⁸。近年の通信事業の成長は、開発途上国の

International Conference on Financing Development Monterrey, Mexico, 18-22 March 2002), United Nations Department of Economic and Social Affairs, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.un.org/esa/ffd/monterrey/MonterreyConsensus.pdf>.

²⁵ CNNMoney.com, “What Will the Global 500 Look Like in 2021?,” 2013年4月1日ダウンロード, URL: <http://money.cnn.com/galleries/2012/news/companies/1207/gallery.global-500-future.fortune/index.html>.

²⁶ World Business Council for Sustainable Development, “Vision 2050: Executive Summary,” WBSCD (2010): 34, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.wbcsd.org/pages/edocument/edocumentdetails.aspx?id=219>.

²⁷ C.K. Prahalad, The Fortune at The Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through Profits (New Jersey: Pierce Education, Inc., 2010), 35.

²⁸ Kai Hockerts and Mette Morsing, “A Literature Review on Corporate Social Responsibility in the Innovation Process,” Copenhagen Business School (CBS), Center for Corporate Social Responsibility (2008), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.samfundsansvar.dk/file/318819/a_literature_review_corporate_social_responsibility_innovation_process_september_2008.pdf.

需要から利益を得ている産業のもう一つの例を示している²⁹。

多くの場合、BoP層に望ましい製品を提供することができる企業は、非効率を排することで収益を生み出すことができる。しかし、市場によってはこのような製品提供が難しく、事業が成長軌道に乗るためにはインパクト投資が必要となる。保健医療分野が良い例である。現在、全世界において、3,700万人が盲目で、およそ1億5,000万人が深刻な視覚障害を抱えている。彼らの90%は開発途上国で暮らし、毎年100万人から200万人が失明している。白内障がこの予防可能な失明の主な原因で、こうした事例の75%は治療可能か予防可能であると推定されている。現在、世界中で120以上の眼科治療プログラムが、中産階級の患者への質の高いサービス提供により採算を確保しつつ、貧困層に無料の医療サービスを提供している。適切な運営と規模が確保されれば、これらのプログラムは、融資によるファイナンスを管理可能なリスク・レベルで支えるのに十分なキャッシュ・フローを生み出し、商業ベースに準ずる資本市場へのアクセスを可能にする³⁰。しかし、インパクト投資は、市場構築可能な資金を提供できるという点で決定的に重要である。例えば、ドイツ銀行（Deutsche Bank）は2010年に眼科治療のための基金（Eye Fund）の立ち上げに合意した。これは非営利組織とのパートナーシップに基づく1,450万ドルの基金で、開発途上国の貧困層への眼科治療サービス拡大のための資金を提供する³¹。投資家は市場レートでの収益を得ることができる。プログラム関連投資（PRI）を行っている米国の財団はより低いレートの収益を得るが、助成金ではない資金を活用し、保健医療分野で成果を上げることににより自らのミッションを達成している。このソリューションは市場メカニズムでの取り組みが可能な、他の開発問題のためのモデルとしても役立つだろう。インパクト投資の潜在的可能性を完全に理解しようとする際、金融サービス業には投資元本が失われても投資収益をあげることが可能な専門技能があることを心に留めておくことは重要である³²。BoP市場におけるインパクト投資は、希少なODAやフィランソロピー資金をテコに新たな機会を創造する。それは、既に進行中のBoP市場への大規模な商業投資と共に、最初に損失を被るファースト・ロス・トランシェへの資金提供や保証付与などの触媒的役割を通じて開発成果追求の舞台に追加的な民間資本をもたらることができるのである。

²⁹ International Telecommunications Union, “Measuring the Information Society,” International Telecommunications Union (2012), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.itu.int/ITU-D/ict/publications/idi/material/2012/MIS2012_without_Annex_4.pdf.

³⁰ Maximilian Martin, “F4F – Finance for Foundations,” UBS (2007), 2013年4月1日ダウンロード, URL: <http://ssrn.com/abstract=1322388>

³¹ “Eye Fund Finances Eye Care for the Poor,” Deutsche Bank Corporate Social Responsibility, 2013年5月1日ダウンロード, https://www.db.com/csr/en/social_investments/eye_fund_finances_eye_care_for_the_poor.html.

³² Arthur Wood and Maximilian Martin, “Market Based Solutions for Financing Philanthropy,” UBS Philanthropy Services (2006), 2013年4月15日ダウンロード, URL: <http://ssrn.com/abstract=98009>

2.2. 資源利用の飛躍的な効率化とグリーン成長

地球温暖化を摂氏2度以内に収めるために必要とされる二酸化炭素排出削減率は、現時点で年間4.8%とされるが、過去の実際の達成値はこれを下回っている³³。世界経済フォーラム（World Economic Forum）とブルームバーグ・ニュー・エナジー・ファイナンス（Bloomberg New Energy Finance）は、必要とされる排出削減の達成のため、2020年までに低炭素化に向けて5,000億ドルの資金を調達しなければならないと推計している。2010年時点でクリーン・エネルギーへの実際の投資額が推定2,430億ドルしかないことを踏まえれば、この投資ギャップはかなりのものだ³⁴。

地球温暖化の進展を遅らせることができるかどうかにかかわらず、2050年までに90億人に達すると見込まれている世界人口のニーズは天然資源を逼迫させ、新たなインフラと資源利用の飛躍的な効率化のための投資が必要になるだろう。これは困難な問題だが、より長期的な視野に立てば、エネルギー効率化への投資はコスト削減と雇用促進を生み出しうる。例えば、マッキンゼー（McKinsey）の調査によると、ロシアは、その多様なエネルギー資源を活用すれば、エネルギー消費と温室効果ガス排出を現在のレベルに保ちながら、60もの手段でエネルギー効率化を進めることができる。プログラム実施には今後20年にわたり1,500億ユーロの投資が必要だが、これによって同一期間内に3,450億ドルの節約が可能となる³⁵。ヨーロッパは、現在のエネルギー消費を20%削減することで100万人の雇用を創出することができる。これは年間600億ユーロに相当する。この種の雇用促進策は、若者がヨーロッパのエネルギーの未来を形作る重要な機会となるだろう。15歳から24歳までの失業率はフランスで22%、スペインで51%、イタリアで36%である。この数字は仕事を探している者についてのものだが、「仕事についておらず、また教育やトレーニングも受けていない」ニート人口は1,400万人にのぼるという推定もある。この2つのグループに対する社会福祉給付と生産損失は、欧州共同体メンバー国家にとって年間推定2,000億ドルの負担となっている。これは欧州共同体のGDPの1.2%に相当する³⁶。

インパクト投資は民間イニシアチブであり、民間がリスクを引き受けるものだが、重要なことは政府が枠組みとなる諸条件を設定することである。エネルギー消費の20%削減のおよ

³³ PWC, "Counting the Cost of Carbon: Low Carbon Economy Index 2011," PWC (2011): 4, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.pwc.com/en_GX/gx/low-carbon-economy-index/assets/Low-Carbon-Economy-Index-2011.pdf

³⁴ PWC, "Counting the Cost of Carbon," 12.

³⁵ McKinsey & Company, "Pathways to an Energy and Carbon Efficient Russia: Opportunities to Increase Energy Efficiency and Reduce Greenhouse Gas Emissions," McKinsey & Company (2009), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.mckinsey.com/client_service/sustainability/latest_thinking/greenhouse_gas_abatement_cost_curves.

³⁶ Steven Erlanger, "Young, Educated and Jobless in France," The New York Times, 2013年5月1日ダウンロード, http://www.nytimes.com/2012/12/03/world/europe/young-and-educated-in-france-find-employment-elusive.html?pagewanted=all&_r=0.

そ半分は、既定の欧州共同体指針を実施することで達成可能だろう。今のところ、残りの障壁は、情報と最新技術の訓練機会の不足によるものである。このため、時代後れの技術が効率性の面で最善ではない場合においても、リスク回避志向の投資家は結果的にこれを支持し続けることになる。透明性、教育、そして産業としての一体性を促進する政策を導入し、これらすべてをより広い金融面でのインセンティブで支援すれば、欧州は石油・天然ガス輸入への過度の依存を減らすことができる。現在のトレンドが続けば、エネルギーの輸入依存率は2030年までに、石油が90%、天然ガスが80%に達すると推定されているのだ³⁷。

京都議定書が締結されて以来、グリーン・ファイナンス事業が実地に進められている。とはいえ、インパクト投資との連携や、企業、投資家、非営利組織、政府の関与を得る新たな手法だけでは、投資ギャップを埋めるのには不十分だ。この解決策としては、例えば、元カリフォルニア州知事のアーノルド・シュワルツェネッガー氏（Arnold Schwarzenegger）が2010年に設立したR20気候行動地域連合という非営利組織があげられる。彼らは、アジア開発銀行（Asian Development Bank、ADB）と戦略的パートナーシップを締結し、ADBの様々な金融ツールによる資金提供を可能にするプロジェクト実施ルートを開拓した。これにより、R20加盟地域、中央政府、国際商工会議所などのR20のパートナー団体は、プロジェクトに潜在するリスクの一部を緩和し、低炭素プロジェクト支援を目的としたADBとの共同投資や自前のシンジケート設立を目指す投資家を新たに見つけることができるようになったのである³⁸。グリーン・ファイナンスがすぐに利益を生み出せる分野の一つは街灯である。世界の電力の約20%は街灯や街路照明に使用されている。地球規模では、年間159テラワット・時の電力となる。これは3ダースの500メガワット発電所の年間発電量に相当する。先進的なLED照明を導入すれば、エネルギー使用量と維持コストを削減し、二酸化炭素排出を減少させながら、同時に良質な照明の提供による夜間の視認性改善やコミュニティの安全性向上を達成することが可能となる。LED照明の導入コストは、通常、36ヶ月から72ヶ月の電気代の節約分でカバーすることができる³⁹。残念ながら、他の多くのグリーン・ファイナンスの投資機会には、これより長い償還期間が必要である。

明確で安定的な規制に次いでグリーン・エコノミー分野のインパクト投資に必要とされる要因は、リスクの定義が可能な投資プラットフォームを構築し、そこに投資へのニーズの情報を集積できるプレーヤー達を集めることで、市場に透明性をもたらすメカニズムを作ること

³⁷ European Commission, “Doing More with Less: Green Paper on Energy Efficiency,” European Commission (2005): 4, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://ec.europa.eu/energy/efficiency/doc/2005_06_green_paper_book_en.pdf.

³⁸ “Programs in Action,” Regions of Climate Action, 2013年5月1日ダウンロード, <http://regions20.org/programs-action/finance-action/creating-dedicated-financial-vehicle>.

³⁹ “Programs in Action,” Regions of Climate Action, 2013年5月1日ダウンロード, <http://regions20.org/programs-action/technology-action/lighting-efficiency-project>.

である。投資の社会的成果に関する明確なベンチマークを設定してさらなる資本注入を可能にすることも必要だろう。前述した眼科治療基金の事例と同様、多層的な投資ストラクチャーと官・民・非営利組織のパートナーシップが、新規の投資の募集や投資家の実情に即した投資期間を実現する鍵となるだろう⁴⁰。

2.3. 福祉国家の効率化に向けた構造改革

民間投資家は、公共財への投資を増やしつつある。これは、有料道路や空港等への投資には、既にスタンダードになっている。しかし、このコンセプトをさらに拡張し、各国が抱える主要な社会的課題をカバーすることも可能だろう。というより、実施の必要な構造調整の大きさを考えれば、むしろ必須であろう。福祉システムを支えている労働者と、扶養家族（すなわち、この福祉システムから利益を得ている者）との割合は、すべての先進国（北米、欧州、東アジア）において2000年から2010年の間に最大となった⁴¹。これらの国にとって、福祉国家はもはや大規模な改革なしには持続不可能である。高齢化問題が特にこの状況を良く表している。平均寿命は、1950年以来、世界全体で21年伸びた。さらに、ほとんどの先進国で、出生率は、世代間での安定的な人口維持に必要な2.1をはるかに下回っている。以下の数字は、高齢者に対する公的給付の2007年の対GDP比と2040年の想定値を推定したものである：カナダ8.3%/14.7%、ロシア5.8%/10.2%、米国8.9%/16.3%、英国12.1%/18.2%、イタリア18.0%/24.7%、フランス16.6%/23.5%、ドイツ15.8%/21.7%、そして日本14.1%/18.4%⁴²。これに加えて、貧困や再犯などの他の様々な社会課題も続いていくだろう。

幸い、インパクト投資による新たな資金調達メカニズムがこれらの様々な課題に対応しつつある。他の多くの国と同様、英国も再犯問題に手を焼いてきた。全犯罪のおよそ半分は、元受刑者が再犯したものだ。再犯問題に英国納税者が支払うコストは年間95億ポンドから130億ポンドと見積もられている⁴³。

2010年に試験的に導入されたいわゆる「社会的インパクト債券（SIBs）」は、2005年以来検討されてきた条件付の財務リターン・モデル研究に基礎をおいたもので、これにより政府から他の利害関係者へのリスク移転が可能になった。SIBsでは、事前に社会的サービス事業

⁴⁰ Maximilian Martin, "After Copenhagen: Perspectives on Energy," Viewpoint (2010): 54-65, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://ssrn.com/abstract=1532825>.

⁴¹ David E. Bloom and David Canning, "Demographics and Development Policy," Harvard Program on the Global Demography of Aging (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.hsph.harvard.edu/pgda/WorkingPapers/2011/PGDA_WP_66.pdf.

⁴² Richard Jackson et al, "The Global Aging Preparedness Index," The Center for Strategic and International Studies (2010), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://csis.org/files/publication/101014_GlobalAgingIndex_DL_Jackson_LR.pdf.

⁴³ "Reducing Reoffending and Improving Rehabilitation," Home Office and Ministry of Justice, 2013年5月1日ダウンロード, <https://www.gov.uk/government/policies/reducing-reoffending-and-improving-rehabilitation>.

者に資金が提供され、一定程度の社会的成果（例えば、再犯率の低下など）がある場合にのみ資金がインパクト投資家に償還される⁴⁴。公的セクターにとってのメリットは、社会的成果があった場合にのみ、そして達成されたコスト削減額の一定割合を上限として、投資家に資金を償還すればよいという点にある（投資した事業が社会的成果を生み出すに到らなかった場合のリスクは、インパクト投資家が負うことになる）。一方、インパクト投資家にとっても、社会的収益と財務リターンの融合収益を達成することができるという点では、メリットがある。社会的・財務リターン両方の確保という要件は、実際に生み出された社会的収益の大きさにより財務リターンが決定されるという点で一貫性が保たれている。もしも何の社会的成果も達成されなければ、投資家は全資本を失うことになる。社会的インパクト債券とは、投資された資金が社会的サービス事業者に提供され、その事業の結果としての社会的成果に条件付けられる形で、投資元本と収益の支払いが行われるという、ストラクチャード・ファイナンス商品なのである。社会的サービス事業者にとっても、この「債券」の発行による資金を活用することにより、事業終了時ではなくサービス提供時にサービス・プロバイダーへの支払いが可能になると言う点でメリットがある。これにより、社会的サービス事業者は、サービスの絶対的な費用ではなく、その社会的成果をいかに上げるかにフォーカスするよう促される。SIBsが有効なのは、以下の4条件が満たされている場合である。すなわち、(a) 対象となる社会問題が客観的に測定可能で、しかも公的セクターのコストを引き上げている、(b) ターゲットとなる受益者層が明確、(c) 提案されている手法が既知のもので、実際に試験済み、(d) 新たな手法導入に伴うコストが、これにより達成される公的コスト削減分よりはるかに小さい。公共価値の創出への直接的貢献という点を考えれば、SIBsの促進に資する法的基盤の整備や、政府による直接的なインセンティブが必要だろう⁴⁵。英国のように、こうしたスキームの開発に専門的に取り組むタスクフォースや専門機関を設立することも有益である。英国では、民間のフィランソロピストからなるグループが資金を提供して「ソーシャル・ファイナンス」という組織が設立され、最初のSIBsを開発した。⁴⁶

SIBsは、もう一つの主要な社会課題である失業問題への適用にも大きな潜在的可能性がある。よく知られているように、就業のための再トレーニング・プログラムの質には優劣があるが、そのパフォーマンスに応じた資源配分は困難である。例えば、ドイツの「ジョブ・リ

⁴⁴ Luther Ragin and Tracy Palandjian, "Social Impact Bonds: Using Impact Investment to Expand Effective Social Programs," Federal Reserve Bank of San Francisco (2013), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.frbsf.org/publications/community/review/vol9_issue1/social-impact-bonds-impact-investment-expand-effective-social-programs.pdf; Maximilian Martin, "Four Revolutions in Global Philanthropy," Impact Economy Working Paper 1 (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2209746>.

⁴⁵ Maximilian Martin, "A Funding Revolution for Public Goods: Social Impact Bonds" Impact Economy (2010).

⁴⁶ "Social Finance," Social Finance, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.socialfinance.org.uk/>.

ンク」(“Joblinge”)の事例を見てみよう⁴⁷。ジョブ・リンクは、エーベルハルト・フォン・クー
ンハイム財団(Eberhard von Kuenheim Foundation)とボストン・コンサルティング・グルー
プ(The Boston Consulting Group)の共同イニシアチブである。これは、若者の失業問題
への取り組みに成功した、費用対効果の高いプログラムで、再就職率70%という成果を生
んでいる。ジョブ・リンクによる事業は、他団体による同種のプログラムよりもはるかに費
用対効果が高く、若年失業者の再就職率も高いにもかかわらず、再就業を希望する7万人の
若年失業者のうちのほんのわずかししかカバーしていない。代わりに、大半のターゲットとな
る若年失業者はより効率の悪いプログラムに参加し、コストがかかる割に小さなインパクト
しか生んでいないという結果になっている。ジョブ・リンクのパイロット・プログラムがう
まくいっていることを考えれば、SIBを通じてさらなる資金調達を行い、その事業モデル移
転に取り組むことが可能だろう。再就職により失業手当給付の代わりに公的予算の削減や、
就労による税収が発生する点を踏まえれば、公的セクターは、コスト削減分の大半を予算の
削減として手元に残しつつ、民間投資家にも財務リターンを提供することができるだろう。

SIBsの有効性について明確な結論を出すだけの証拠はまだ十分でない。しかし、SIBsは、
21世紀における福祉国家の財政維持という目的において最も重要な社会的インパクトをも
たらす投資手段とみなされており、官民双方の資金をうまく結合する可能性が高い。社会的
目標の達成度に応じて財務リターンを生み出すという条件付金融商品は、広範な領域で勢
いを得つつある。中所得者向け住居から、医療保険、水資源・衛生、農村開発に到るまで、
SIBsは広い範囲のセクターで重要な影響力を持つことが期待できる。米国では、現在、少
なくとも6つの州がSIBプログラムの実施可能性を検討している⁴⁸。SIBが実効性のある新た
なツールとして国内の事業戦略や開発戦略全般に一定の位置を占めるだけの規模に成長する
かどうかは、現時点ではわからない。このような資金調達手法を導入するには、行政施策の
標準的な実施方式の変更が必要だ。しかし、将来的には、このような市場ベースのプログラ
ムを採用し、より社会的生産性の高い施策を実現してゆく以外の選択肢はないだろう。

2.4. 「健康的で持続可能なライフ・スタイル (Lifestyles of Health and Sustainability, LOHAS)」消費者の台頭

先進経済諸国のインパクト投資家は、「LOHAS」領域に非常に積極的に投資している。健康
で持続可能な生活というコンセプトは決して新しくはないが、「LOHAS」という略語自体

⁴⁷ “Joblinge,” Joblinge, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.joblinge.de/>; Maximilian Martin, “Four Revolutions in Global Philanthropy,” Impact Economy Working Paper 1 (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2209746>.

⁴⁸ Sonal Shah and Kristina Costa, “Social Impact Bonds: White House Budget Drives Pay for Success and Social Impact Bonds Forward,” Center for American Progress, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2013/04/23/61163/white-house-budget-drives-pay-for-success-and-social-impact-bonds-forward/>.

は新たな世紀の到来とほぼ同時期に誕生した。LOHASと言う言葉の下に消費者は団結し、個人としては自分の価値観を反映した製品を求め、集団としては自分たちの消費行動を通じて社会にポジティブな影響を与えようとするようになった⁴⁹。LOHAS消費者は、食料品、衣料品、不動産、運輸など広範囲の産業にわたって存在する。米国の消費者は、3,000億ドル以上のLOHAS市場を作り上げ、これは毎年10%以上の割合で成長している⁵⁰。米国では、LOHAS運動に意識的に参加しているかどうかはともかく、成人の80%以上が何らかの形で持続可能性に関わっている⁵¹。他方、これまで米国の消費者はグローバルな成長の推進者とみなされてきたが、こうした現状に、既に変化が起きつつある。新興国市場の消費が2010年から2025年までに150%の成長を遂げると予測されているのに対し、先進国市場の成長予測はわずか31%である。やがて新興国市場は、先進国市場とほぼ肩を並べ、数兆ドル規模の購買力を持つようになるだろう。先進国企業は、この成長を活用する術を学ばなければならないが、今までのところハードルは高い。例えば、先進諸国で指導的な地位にある100企業をマッキンゼーが調査したところ、過去20年間足らずで、新興国の市場シェアが全世界の総GDPの19%から36%へと約2倍になったにもかかわらず、これら100企業の収入の83%はいまだに先進国市場からだという事実が明らかになっている⁵²。

新興国市場の成長は、グローバルな中産階級による消費を推進すると予測される。しかし、新興国市場の消費者の特性は、先進国市場の消費者の特性とは異なる。例えば、新興国市場の膨大な富はつい最近蓄積されたものである。わずか10年前に比べて個人は5倍も豊かになった。これらの富の多くは、単純に貯蓄という形で口座にあり、いつでも消費者の価値観に合った製品・サービスの購買に使われる用意がある⁵³。しかも、環境に優しい製品・サービスの価格にきわめて敏感な米国消費者と異なり、新興国市場の消費者はこれをあまり気にしない⁵⁴。中国、インド、マレーシア、シンガポールなど新興国市場の消費者のおよそ84%が環境に優しい製品に割高な料金を支払うのに対し、米国、日本、フランス、ドイツの消費者は50%のみであるとのデータもある⁵⁵。新興経済諸国における持続可能な消費者の増加の

49 Adam Horler, "LOHAS: A New Era of Green Consumption?," ecopoint.asia, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.ecopoint.asia/2011/03/11/%E2%80%9Cclohas%E2%80%9D-a-new-era-of-green-consumption/>.

50 "LOHAS Market," ONELIFE MEDIA, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.effectpartners.com/onelifetour/the-lohas-market/>.

51 John Marshall Roberts, "LOHAS Consumers around the World," Natural Marketing Institute (2010): 12; 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.lohas.com/sites/default/files/lohasconsumers.pdf>.

52 "Winning the \$30 Trillion Decathlon," McKinsey & Company, 2013年5月1日ダウンロード, http://www.mckinsey.com/features/30_trillion_decathlon; Brandes Investment Partners, "Five Compelling Reasons to Allocate to Emerging Markets," Brandes Investment Partners (2012), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.brandes.com/Documents/Publications/Five%20Compelling%20Reasons%20to%20Allocate%20to%20EM.pdf>.

53 Brandes Investment Partners, "Five Compelling Reasons to Allocate to Emerging Markets".

54 John Marshall Roberts, "LOHAS Consumers around the World," 13.

55 "Emerging-Market Consumers Also More Willing to Pay a Premium for 'Environmentally Friendly' Consumer Products," Accenture 2013年5月1日ダウンロード, http://newsroom.accenture.com/article_display.cfm?article_id=4921.

見込みがあまりにも強烈なので、エデルマン (Edelman) は調査報告の中で彼らを「グッドパーパス急進派」(“Purpose Bull Markets”)と命名した程である⁵⁶。ただし、アクセンチュアは「明確な付加価値の提供や真のイノベーションを提示するニッチ製品・サービスなどの例外を除けば、持続可能性を目的に設計されたオルタナティブ製品・サービスの市場が、長期的に割高な価格設定を維持できる見込みは低い。」と警告している⁵⁷。

本来、インパクト投資とLOHASセクターとは、相性が良いように見える。スタート・アップやグロース・ステージでのベンチャー・キャピタル投資を頻繁に支援している Toniic のような国際的なインパクト投資家のネットワークでは、この分野で無数の投資案件が実行されている。LOHASが定着した領域としては、有機食品、フェア・トレード、保健などがあり、5万人以上の従業員とほぼ100億ドルの売上高を持つホールフーズ市場のような上場企業が大規模プレーヤーとして市場に存在している⁵⁸。

しかし、今やインパクト投資家の投資は、持続可能なジーンズから持続可能なシーフードに至るまで持続可能なものなら何でも、次世代のホールフーズの卵達に向かっている。典型的なLOHASビジネスは、サプライ・チェーン全体に責任を持って生産活動を行うが、中には、自己のブランドや製品提供に慈善活動を組み込むだけで、靴や眼鏡のような主流製品をLOHAS製品に仕立て上げているところもある。例えば、TOMSは、フレンド・オブ・TOMSという非営利の子団体を持つ営利会社だが、一商品一寄附モデルの先駆けとなった。TOMSは2006年に設立され、アルゼンチンのアルパルガタ・デザイン (alpargata design) に基づいた靴や眼鏡を販売している⁵⁹。TOMSは、一足の靴が売れるたびに、貧困家庭の子供に一足の靴を贈り、眼鏡が一つ売れるたびにその収益の一部を開発途上国の人達の視力回復支援事業に寄附している。やがて、これら持続可能な製品は、業界の新たな規範となるだろう。市場パラダイムの変化に備えてサプライ・チェーンの調整や製品提供の再編に前向きに取り組まない企業は、大きな成長機会を逃し、最悪の場合には自分たちの運命を閉ざすことになる。ストラテジストのマイケル・ポーター氏 (Michael Porter) は、このような企業競争力の維持において、政府の役割が鍵になると指摘する。「企業や民間セクターはイノベーションの原動力である。他方、一国における企業の革新的な活動は、国の政策及び公的機関

56 Edelman INSIGHTS, “good purpose 2012: Global Consumer Survey,” Edelman INSIGHTS (2012), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.slideshare.net/secret/4FBiBICpOiDK3r>.

57 Accenture, “Long-Term Growth, Short-Term Differentiation and Profits from Sustainable Products and Services: A Global Survey of Business Executives,” Accenture (2011), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Long-Term-Growth-Short-Term-Differentiation-and-Profits-from-Sustainable-Products-and-Services.pdf>; “Home,” Toniic, 2013年5月1日ダウンロード, <http://toniic.com/>.

58 “Whole Foods Market,” Whole Foods Market, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.wholefoodsmarket.com/>.

59 “TOMS,” TOMS, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.toms.com/>.

の存在と活動から強い影響を受ける。言い換えれば、イノベーションの強度は、民間セクター戦略と公共政策・公的機関との間の相互関係に依存する。官民両セクターが一体となってイノベーションに資する環境を整備していけば、競争力は向上する。」⁶⁰。この洞察はインパクト投資市場にも当てはまる。

もちろん、LOHASセクターのようにインパクト投資の流れが強い領域では、健康・安全・消費者保護分野での良質な規制や持続可能なサプライ・チェーンに対するインセンティブの提供が最も合理的な政策介入手段であり、新規ビジネスや資金仲介団体への直接的な支援は必ずしも必要ないだろう。

⁶⁰ Michael E. Porter and Scott Stern, "National Innovative Capacity," Harvard Business School (2002), 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.isc.hbs.edu/Innov_9211.pdf.

3. インパクト投資市場の需給両面における成長促進

インパクト投資の大規模な成長のための実体経済の基礎条件は、日々強化されつつある。しかし、インパクト投資がこれらの基礎条件を活用して需要と供給のマッチングを改善するためには、さらに効率化しなければならない。本章では、資本の需要、供給、及び活用に関する様々な政策を通じたインパクト投資市場の促進施策を分析する。市場の断片化や矮小化を克服し、インパクト投資市場の潜在性を全面的に開花させるためには、政府が重要な役割を担い、インパクト投資の需要と供給を加速し、機能的な市場構築に必要な資金仲介団体の設立やスケールアップなどを促進する上で基本的な枠組みとなる諸条件を整備していかなければならない。

これまで議論してきたように、勃興しつつあるメガ・トレンドの下、失業、気候変動、財政赤字などのグローバルな課題解決において、インパクト投資のようなダイナミックなツールの必要性が高まっている。このメガ・トレンドとインパクト投資に固有な特徴を結合させるには、政府が果たす役割を巡る諸問題を検討する必要がある。インパクト投資市場の成長を抑制ではなく促進する環境作りの面で、政府はどのような役割を果たすのだろうか。市場促進の陰と陽を概観するため、表2を参照してほしい。



表2：インパクト投資市場の需給両面における成長促進

3.1. 政策手段の概観

政府は、供給促進、資本誘導、需要規制という3つの主要政策手段によりインパクト投資市場を支援することができる。

まず、政府は、「資本供給の促進政策」をもってインパクト投資への資金供給を増やすことができる。この政策は、政府の共同投資やリスク・シェアリング、インパクト投資のための投資家要件の設定、インパクト投資機関や彼らに投資する資金仲介団体への直接的な資金供給などを通じた投資促進という形を取るだろう。一般的には、直接投資よりも資金仲介団体への投資が好まれる。例えば、インドでは、政府により、低所得者市場への一定量のローン提供が義務づけられている。欧州共同体では、欧州投資基金（European Investment Fund、EIF）が2013年に社会的インパクト促進機構（Social Impact Accelerator、SIA）を立ち上げた。これは、フランス信用組合（Crédit Coopératif）とドイツ銀行の協力に基づくインパクト投資向け汎欧州官民パートナーシップ・パイロット・プログラムの先駆けである。機構は、ファンド・オブ・ファンズ（ファンドへ投資するファンド）として、様々なインパクト基金に当初額6,000万ユーロの投資を行い、社会的包摂の促進、社会的弱者への代替的雇用の提供、成長への貢献等に取り組む社会的企業に対してエクイティ・ファイナンスを提供することを目指している⁶¹。このアプローチは、以下に述べるように、2011年に設立された英国のビッグ・ソサエティ・キャピタル（Big Society Capital、BSC）によく似ている。BSCは英国金融サービス機構（UK Financial Services Authority）の認可と監督下にある独立金融機関で、社会的インパクト投資銀行の役割を持ち、（SIAのように欧州共同体全体を対象とするのではなく）英国のみにフォーカスした資金仲介団体に投資している。BSCは、2012年に6億ポンドの基金を立ち上げた⁶²。米国では、中小企業協会（Small Business Association）が低所得コミュニティのビジネスに投資する6つのエクイティ・ファンドの創設を支援している⁶³。

別の方法として、政府は、資本の活用方法に方向付けを行うことで、既存の社会的インパクト向け投資をてこ入れすることもできる。この政策は、市場価格の調整、取引効率性の向上、インパクト評価基準の標準化等の市場情報の改善などの手段を用いて、インパクト投資のリスク・リターン特性を変えようとする。オランダでは、グリーン・ファンド・スキーム（Green Funds Scheme）が、環境イニシアチブへの投資に税の優遇措置を与えている。欧州共同体は、「気候変動への認知を高めるための債券」（Climate Awareness Bond）を発行することで、

61 “EIF launches a social impact investing fund of funds,” European Investment Fund, 2013年5月14日ダウンロード, http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2013/social_impact_accelerator.htm.

62 “Big Society Capital,” Big Society Capital, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.bigsocietycapital.com/>.

63 Ben Thornley et al, “Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis,” Insight at Pacific Community Ventures and The Initiative for Responsible Investment at Harvard University (2011): 20, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.pacificcommunityventures.org/uploads/reports-and-publications/Impact_Investing_Policy_Full_Report.pdf.

気候変動関連プロジェクトにファンドを導いている⁶⁴。

最後に、政府は、インパクト投資への需要を刺激し、投資受け入れ先の準備体制を促進することで、成長をさらに促すことができる。需要開発政策は、インパクト投資先の資本受け入れ能力構築を支援することで、インパクト投資への需要を高める。世界中を見渡せば、この種の政策事例は幾つもある。英国では、投資・契約受け入れ準備基金（Invest and Contract Readiness Fund、ICRF）が、2012年に3年間1,000万ポンド規模で設立され、5万ポンドから15万ポンドの助成金を社会的企業に提供している。対象となるのは、(a) 少なくとも50万ポンドの投資資金を調達しているか、(b) 100万ポンド以上の公共サービス契約を締結している社会的企業である⁶⁵。中国の国営ハイテク R&D プログラムは、環境保護や再生可能エネルギー等のセクターが、民間投資の受け入れに備えるための支援を行っている。メキシコには、中小企業向けの技術支援とトレーニング・プログラムがある⁶⁶。

需要を構造的に促進するもう一つの政策は、英国のコミュニティ利益会社（Community Interest Company、CIC）や米国の低収益有限責任会社（Low Profit Limited Liability Company、L3C）のような社会的企業向けの新たな法人形態の創設である。これらの団体は、公共財提供や資産凍結義務^{iv}（Asset Lock）と引き替えに、税制優遇措置を受けている⁶⁷。こうした法人形態は社会的企業の透明性と取引能力を高める。特にCICは、年次報告を義務づけられており、これがインパクト投資における活発なセカンダリー市場（二次的証券市場）発展の主要な前提条件となっている。これらの証券が取引可能になれば、社会的投資市場の流動性を高め、さらに多くの参加者を市場に呼び込むだろう。さらに、こうした社会的企業の新たな法人形態の中には、多層的な投資を可能にするものもある。例えば、L3Cは、有限責任会社として、参加社員間に区分を設定することができる。これにより、参加社員ごとにリターンとリスクのレベルが異なるメンバーシップの設定が可能になる。例えば、フィランソロピストは、自身のポートフォリオの中の助成金部分を提供することで、L3Cのハイリスク・メンバーシップを構成することができ、他方、小規模な助成財団は、債券部分に資金を提供することで、最もリスクの低いメンバーシップを構成するかもしれない。多層化によって、様々な投資家が、それぞれのリスク選好に従ってL3Cに参加することで利用可能な資本プールが拡大するのである。

⁶⁴ Ben Thornley et al, “Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis,” 20.

⁶⁵ “Investment and Contract Readiness Fund,” Investment and Contract Readiness Fund, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.beinvestmentready.org.uk/>.

⁶⁶ Ben Thornley et al, “Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis,” 21.

⁶⁷ Maximilian Martin and Arthur Wood, “Unfreezing the Foundation Asset Landscape to Create a Liquid Capital Market,” Viewpoints (2008): 104-107, 2013年4月1日ダウンロード, URL: <http://ssrn.com/abstract=1322308>.

3.2. コンセプトから実現へ

このような市場構築のプロセスを経験するのは、インパクト投資が最初ではない。このため、過去の同様の試みから有益な教訓を引き出すことができるだろう。恐らく、最も有益な教訓は、インパクト投資と多くの特徴を共有している金融市場、すなわちベンチャー・キャピタルから得られると思われる。

ベンチャー・キャピタル（VC）は、広義には、個人が所有している成長企業に株式または株式連動型投資を行う資本を指す⁶⁸。最初のベンチャー・キャピタル会社は、第二次世界大戦後、続々と誕生した企業に投資するため、1946年に米国で設立された。この最初のファンドは、金融機関が投資に消極的だったため、主に個人投資家で構成された⁶⁹。基本的に、この構造は、米国労働省が退職後の年金基金のための投資運用先区分を明確化し、年金基金がベンチャー・キャピタル会社に投資できるようになる1980年代まで継続した⁷⁰。

1980年代以来、米国はベンチャー・キャピタル分野で他国よりも明確な競争優位を発展させてきた。この優位は、強力な新規株式公開（IPO）市場に支えられてきた面もあるが、政府の政策もVCセクター成長に重要な役割を果たしてきた⁷¹。例えば、米国中小企業投資会社（Small Business Investment Company, SBIC）や中小企業イノベーション・リサーチ（Small Business Innovation Research, SBIR）のようなプログラムは、「1995年に、年間ベンチャー・キャピタル総額の60%以上に当たる24億ドルを支出した。」⁷²。ドイツやスウェーデンなどの他国も、米国モデルを模倣して、VCを実質的に支援する政府プログラムを発展させてきている⁷³。

これに伴い、ベンチャー・キャピタル市場の成長促進に向けた政府プログラムは、米国および欧州共に、投資ファンド数拡大、（所得とキャピタル・ゲインの）税制調整、雇用規制の緩和、公的R&Dへの投資などのプログラム形態を取るようになった。これら諸政策の結果を見る限り、最も効果的なものは、単にVCファンドの総量を増やそうとするものよりも、より活発なVC市場を促進しようとするもののようだ。キャピタル・ゲインに対する減税措置も、VC市場の発展に好ましい影響をもたらしている。VC投資企業向けの株式市場の存在は、投資家に出口戦略の機会を与え、リスクを下げる。最後に、雇用・解雇に対する柔軟

⁶⁸ Bronwyn H. Hall and Josh Lerner, "Financing of R&D and Innovation," National Bureau of Economic Research (2009): 24, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.nber.org/papers/w15325.pdf?new_window=1.

⁶⁹ Ibid, 24 and 25.

⁷⁰ Ibid, 25.

⁷¹ Ibid, 33.

⁷² Ibid, 37 and 38.

⁷³ Ibid.

な規制は、流動性の高いVC市場の生産性を高める⁷⁴。

インパクト投資市場にとって、VC市場の成長から得られる一つの教訓は、単に資本供給を増やすよりも、むしろインパクト投資ファンドへの需要を強化する方がプログラムとしては望ましいということだろう⁷⁵。この種の政策例としては、「1980年のバイ・ドール法 (Bayh-Dole Act) や1986年の連邦テクノロジー移転法 (The Federal Technology Transfer Act) など、スタート・アップの研究に起業家が簡単にアクセスできるようにすることで、スタート・アップのテクノロジーの商業化を促進しようとする試み」⁷⁶がある。税制も――VCの世界ではキャピタル・ゲイン課税率の緩和という形を取ったが――同様に機能し、「ベンチャー・キャピタルへの資金供給総額と投資家があげる収益に実質的なインパクト」⁷⁷をもたらした。

3.3. 将来の青写真と具体的事例

VC市場構築に向けた政府の様々な試みから得られる教訓を踏まえて、国内インパクト投資・イノベーション市場構築に向けた各国の主要取り組み事例を概観し、こうした試みが、現段階で市場の発展に重要な政策担当者にとって、どのような意味を持つか、検討してみよう。

2009年設立の米国ホワイトハウス社会イノベーション・市民参加局 (White House Office of Social Innovation and Civic Participation, SICP) は、社会奉仕とボランティアの促進、成果を上げている新たなソリューションへの投資拡大、革新的パートナーシップ・モデルの促進という3つの主要目的を掲げている⁷⁸。英国では、先述のビッグ・ソサエティ・キャピタル (BSC) が、社会的投資への資金仲介団体の発展を支援し、社会的投資に対する認知度と信頼性の向上のために活動している。このために、BSCはベスト・プラクティスの促進、情報共有、社会的投資と主流金融市場との関係強化などを行い、また、他の投資家との協働で社会的インパクト資産を意志決定枠組みに組み込むことを目指している⁷⁹。最後に、1999年にカナダに設立されたコミュニティ経済開発投資基金 (Community Economy Development Investment Funds, CEDIFs) は、ノヴァ・スコシア州において、地域の企業家が直面して

⁷⁴ Marco Da Rin et al, “Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets,” European Central Bank (2005), 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp430.pdf>.

⁷⁵ Josh Lerner, “Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation,” Federal Reserve Bank of Atlanta (2002), 2013年5月1日ダウンロード, URL: https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq402_lerner.pdf.

⁷⁶ Josh Lerner, “Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation,” 38.

⁷⁷ Ibid, 38.

⁷⁸ “About SICP – The Community Solutions Agenda,” White House Office of Social Innovation and Civic Participation, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.whitehouse.gov/administration/eop/sicp/about>.

⁷⁹ “Our Vision and Mission,” Big Society Capital, 2013年5月1日ダウンロード, URL: <http://www.bigsocietycapital.com/our-vision-and-mission>.

いる資金調達面での障害を克服し、経済成長を生み出すことを目的に作られた⁸⁰。CEDIFsプログラム具体化のきっかけとなったのは、ノヴァ・スコシアの株式投資に対する税制優遇措置（Nova Scotia Equity Tax Credit）の初期の成功である。これは、「投資家の参加を促すために個人向けに30%の税制上の優遇措置を設けた。株式投資税制優遇措置により、企業、協同組合、コミュニティ経済開発イニシアチブへの株式投資が可能となった。企業の場合、税制優遇措置の対象となるのは、新規に発行された無額面の普通議決権株式への投資であった。」⁸¹

国内インパクト投資・イノベーション市場の成長を同様に目指す政策担当者にとって、これらの試みが持つ教訓には説得力がある。米国の事例から導き出せる3つの教訓は、政府が、「既に推進派がいるところに政策担当部署を置き」、「官僚機構の弊害に注意しつつ、既存のセクターや部局の壁を打破することで創造とイノベーションの機会を創出し」、そして「核となる原則部分で妥協しない限り、政治的に必要な調整を行う」べきだということである⁸²。BSCについての英国の経験から学べるのは、「ビジョンの共有に向け、時間をかけて、政党、各種政治団体及び官民両セクター間の合意と協力を取り付けること」、「官民両セクターの利益を理解し代表できる推進派を見つけること」、そして「社会的投資の『需要』『供給』両面をカバーし、バランスの取れた持続可能な市場の成長を支援する補完的な政策を開発すること」の必要性である⁸³。カナダのCEDIFsが示しているのは、民間資本の成長と方向付けのために、「投資の取引費用を下げ」、「他のイノベーションを組み込むことで現在の投資活動を補強し」、そして「新たな投資家を巻き込み、より大きな資本供給を生み出す機会を見つける」ことを政府が支援する必要があるということである⁸⁴。これらのイニシアチブから繰り返し学ぶべき教訓の一つは、政府は、高いコストを支払って公的セクター内に本格的なインパクト投資機関を構築するよりも、むしろインパクト投資の専門的手法に精通した社会的企業投資のスペシャリストの手に資本を委ねる部局を作るべきだということである。もう一つの重要な教訓は、市場の最適な成長に必要とされるものは何かについて合意を形成するために、様々な政府機関とセクター間にまたがる推進者を見つける必要があるということである。

⁸⁰ “What is a CEDIF?,” Community Economic Development Investment Funds, 2013年5月1日ダウンロード, <http://www.gov.ns.ca/econ/cedif/background/>.

⁸¹ Ibid.

⁸² Schwab Foundation for Social Entrepreneurship, “Breaking the Binary: Policy Guide to Scaling Social Innovation,” World Economic Forum (2013): 22, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.weforum.org/pdf/schwabfound/PolicyGuide_to_ScalingSocial%20Innovation.pdf.

⁸³ Ibid, 25.

⁸⁴ Ibid, 40.

3.4. 取り組むべき障壁

VC市場の発展と各国のインパクト投資市場の成長努力から得られる教訓は、いまだに市場内に残っている障壁への取り組みを考える際にとりわけ有益である。こうした障壁としては、インパクト投資を有効に規制するルールの不在、活用可能な資金の限定、市場の不完全さ、社会的企業における技術や専門性等の全般的な投資受け入れ能力の欠如などが含まれる。また、イノベーション・サイクルの初期段階にある新産業において、機会均等を確保しつつ、同時に、勝者を精選して素早く事業を実施・成功させようという欲求との間のバランスを取ることも必要である。

インパクト投資の規制ルールに取り組むのは簡単なことではない。

カナダの場合、初期に有識者によるタスクフォースが形成され、いかにしてソーシャル・ファイナンスに官民両セクターの支援を動員できるかという検討を行った。タスクフォースは、国内市場の成長を阻害する多くの重要課題を明らかにし、これに対応する数多くの勧告を提案した。例えば、インパクト投資は「カナダ全域の公益イニシアチブに300億米ドルを供給する潜在的可能性を持っている」が、これは政府が「投資受け入れ可能な社会的企業の発展を促進する法的基盤」を構築できれば現実化するだろう⁸⁵。タスクフォースはまた、「所得税法を改正して関連ビジネスの利益『目標テスト』措置を確立し、この改正法が慈善団体や非営利組織が設立・運営する社会的企業にとって第一義的な規制メカニズムとして機能するようにすること」⁸⁶をカナダ財務省に要請した。他の指摘事項としては、「慈善団体、非営利組織、協同組合に関する既存の法規制を見直し、他の社会的企業の活動への障壁を除去すること（例えば、資産凍結義務の明確化など）」の必要性がある。さらに、タスクフォースは、連邦政府主導により、早急に「協議プロセスを立ち上げて、コミュニティ利益テストに基礎を置く社会的企業向けの新たなハイブリッド法人格の必要性を検討し、妥当であればメイド・イン・カナダ・モデルのオプションを探求すること。このプロセスでは、ブリティッシュ・コロンビア自治政府が近年立ち上げたコミュニティ利益会社モデルの提案に関する審議会を活用すること」⁸⁷を勧告している。

全国レベルでインパクト投資市場を立ち上げるために政府が供給する資本が限られている点も、解決の必要がある重要な課題である。英国のビッグ・ソサエティ・キャピタル（BSC）は、

⁸⁵ Canadian Task Force on Social Finance, “Mobilizing Private Capital for Public Good,” Canadian Task Force on Social Finance (2010): 21, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://socialfinance.ca/uploads/documents/FinalReport_MobilizingPrivateCapitalforPublicGood_30Nov10.pdf.

⁸⁶ Ibid, 22.

⁸⁷ Ibid, 22.

この問題において、公的セクターが編み出した創意あふれる仕組みの魅力的な事例となっている。BSCは、休眠預金口座の遊休資産を集約し、これを新たな形態に再編したのである。しかし、これが初期資金獲得の唯一のオプションではない。もう一つの興味深いイノベーションは、指導的研究者のレスター・サラモン博士 (Dr. Lester Salamon) が「民営化を通じたフィランソロピー化」と命名した手法である。これは、単純化して言えば、公的事業の民営化の副産物として、大量のコミュニティ財団やフィランソロピー団体が世界中に生み出されている現象を指している（言い換えれば、様々な民営化移行手続きから生じる利益の一部を、慈善活動を目的とした財団の基本財産設立に流用することである）⁸⁸。イタリアのいわゆる銀行系財団（“foundations of banking origin”）がよい実例である。1990年、「イタリアは、非営利・準公共の中小貯蓄銀行ネットワークを株式会社に転換させ、その結果生じた株式所有権を関連財団に譲渡した。これら財団には、新設のものもあれば、元の貯蓄銀行の事業部門として既に存在していたものもあった」。1994年に財団が売却できた株式の価値は240億ユーロで、それ以降も時価は上昇している。1998年には、「イタリアにおける銀行系財団の総資産は500億ユーロを上回った。これら財団の中で最大規模のカリプロ（Fondazione Cariplo）とサンパウロ財団（Compagnia di San Paolo）は、双方共に、それぞれ90億ユーロあるいはおよそ130億ドル以上の資産を持っており、ロックフェラー財団（Rockefeller Foundation、2008年時点で資産31億ドル）やフォード財団（Ford Foundation、米国第2位の規模を持ち、2008年時点で資産110億ドル）のような主要米国財団を凌駕している。」⁸⁹。この結果、インパクト投資分野における財団活動の拡大という現在の状況の基礎が築かれたのである。

技術と専門性の不足は、インパクト投資市場の成長を妨げるもう一つの障壁である。なぜなら、これは実施可能な投資を抑制し、コストを引き上げ、流動性を低下させるからである。例えば、インパクト投資領域では、かなり活発な新興市場においてすら、現時点では（例えばケニア・シリングのような）エキゾチック通貨をヘッジしたり取引したりするほど十分に成熟していない。多くのインパクト投資が新興国市場で行われているが、通貨リスクが生じるため、これらの投資の大半はハードカレンシーでなされている（最近の投資家調査によると、投資の91%は米ドル、ユーロ、カナダドル、または英国ポンドでなされており、わずか9%のみが他の38通貨のいずれかでなされている。⁹⁰）。外国為替市場は、BoP市場への参加を望むインパクト投資家に興味深い機会と試練を提起している。通貨ヘッジのコストを下

⁸⁸ Lester M. Salamon, “Privatization for the Social Good: A New Avenue for Global Foundation-Building,” Privatization Barometer (2009): 48, 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.feem.it/userfiles/attach/2010525173904PB_Annual_Report

⁸⁹ Lester M. Salamon, “Privatization for the Social Good: A New Avenue for Global Foundation-Building,” 50.

⁹⁰ Yasemin Saltuk et al. “Insight into the Impact Investment Market: An In-depth Analysis of Investors Perspectives and over 2,200 Transactions,” J.P. Morgan and the Global Impact Investing Network (2011): 11; 2013年5月1日ダウンロード, URL: http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/download?row=334&field=gated_download_1.

げて流動性を高めるためには、この問題に自前に対応可能な能力を持つ大手金融機関が、これを他団体にも利用可能にする必要があるだろう。市場構築への努力の一環として、政府が、こうした金融機関の取り組みにインセンティブを与えることも可能だろう。

4. インパクト投資のエコシステム

インパクト投資産業がその潜在性を実現するには、前章にて議論された知的な市場構築構築とそれを支援する政策に加え、市場内の多様なグループの投資家たちが相乗的な役割を果たし、協力して真のエコシステムを確立することが重要である。政府以外では、彼らは財団などのフィランソロピー投資家やエンジェル投資家、ベンチャー投資家をはじめ、民間や機関投資家、金融サービス機関などである。彼らそれぞれの役割と、それぞれの比較優位を理解することは、市場の潜在性を実現するために重要である。

インパクト投資がメガ・トレンドに呼応し、政策環境の後押しを受けて発展し、大企業の専門的知識やノウハウ及びバリュー・チェーンを利用して社会的インパクトの規模を拡大するためには、投資のあらゆる段階で多様な資金源からの投資が必要となる。先述のとおり、インパクト投資の資本ベースは現在360億ドルと限られているが、10年後には4,000億 - 1兆ドルに達することが期待されている。この章では、投資家のエコシステムにおける主要なプレーヤーの役割分担について述べることにしたい（下記図3参照）



図3：インパクト投資家のエコシステム

4.1. セクターの構築：フィランソロピー投資家の比較優位

今日我々が知っているインパクト投資市場を発展させるための努力の多くは、財団のフィランソロピーによって行われてきた。ここに、財団は比較優位を持っている様に見受けられる。事実、第1章にて紹介したプログラム関連投資（PRI）は、1968年にフォード財団により開発された。これらは助成金と並行して、シード期またはスタート・アップの社会的企業を支援するためにしばしば今日でも用いられる。しかし、プログラム関連投資は、その費用と複

雑性のために一般的には避けられる傾向にある。⁹¹例えば2009年には、財団資産の0.05%のみが、株主資本によるプログラム関連投資に向けられた。⁹²PRIは余り広がらなかったものの、この動きは、投資や寄附によって社会的リターンを得るという重要な対話をひきおこした。近年では、民間投資家はフィランソロピーに対してビジネス的なアプローチに重点を置くようになってきており、経験的に証明可能な社会的成果を強調し、非営利セクターに対してより高い説明責任を求めている。しかしながら財団はインパクト投資産業が成熟していく過程において、特にベスト・プラクティスを広めたり、重要な案件フローを構築して取引コストを下げるためのキャパシティ・ビルディングを提供したり、といった面で重要な役割を果たし続けるだろう。適切な規制下にあるフィランソロピー財団セクターはどのような管轄下においても、インパクト投資を軌道に乗せるための重要な資産となる。

4.2. 投資案件の醸成、投資、事業構築：エンジェルとベンチャー投資家

インパクト投資が発展するためには、ボトムアップ型のイノベーションと投資案件の醸成が必要である。ここが、エンジェル投資家の“投資して事業構築（を支援する）”戦略および専門的スキルが役立つところである。米国および欧州では、エンジェル投資家はここ20～30年の間、高成長が見込まれる企業にとって信頼できる資金源となってきた。エンジェル投資家セクターは成長し続け、グループやネットワークを形成している。政策立案者の注目を浴びてきたのは概ねベンチャー・キャピタルであるが、多くの国において外部のシード資金や初期のエクイティ投資を提供してきたのはエンジェル投資家である。また、エンジェル投資家はベンチャー・キャピタルへの投資家ほど市場サイクルに対して敏感ではなく、安定的に資金を供給する。⁹³金融危機以降、ベンチャー・キャピタルからの資金は減少したため、彼らから資金の供与を受けていたビジネスは、設立資金と後の段階で入ってくるベンチャー資金までの資金ギャップを埋めるために、エンジェル投資家の資金が深刻に必要となった。⁹⁴

エンジェル投資家は単に資金を提供するだけではない。彼らはインパクト投資市場において以下の点において極めて重要な役割を果たしている。第一に、案件を評価するための専門的スキルをもたらす（エンジェル投資家はどのように良い投資案件やチームを見つけ出し、評価するかを知っている）。また第二に、より幅広い範囲のイノベーションを支援する（通常

⁹¹ “Program-Related Investment,” Ford Foundation, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://www.fordfoundation.org/grants/program-related-investment>, “Program-related investments

⁹² Matt Bannick and Paula Goldman, “Gaps in the Impact Investing Capital Curve,” Stanford Social Innovation Review, 2012年9月27日ダウンロード。 http://www.ssireview.org/blog/entry/gaps_in_the_impact_investing_capital_curve.

⁹³ OECD, “Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors,” OECD(2011), 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/03/OECD-Angel-Financing-Publication.pdf>.

⁹⁴ Ibid, 9.

エンジェル投資家は地域に、そしてベンチャー・キャピタルより幅広いセクターに投資し、より広い範囲のイノベーションをサポートする)、そして第三には、取引コストを低減する(エンジェル投資家は質の高い起業家とより多くの投資家をグループやネットワークを通じて結びつける)、第四に彼らはインパクト投資の実績の作成を支援する(実績の不在は投資家に最も深刻な障害の一つとして挙げられるが、エンジェル投資はそのような実績の記録を作る手助けとなる。)そして最後に、それぞれの専門分野においてのスタート・アップ企業の成長を支援する(支援は資金的支援とビジネスアドバイスの両方があり得る。)⁹⁵これらの極めて重要なサービスを提供することで、エンジェル投資家はより多くのインパクト投資を後の資金調達段階にもたらしることができるのである。

エンジェル投資家は投資先の企業のみを支援するにとどまらない。米国では2009年にエンジェル投資家が支援した企業により約25万人の新しい雇用が生み出されたと推測され、これは同国の新規雇用の5%にあたとされる。⁹⁶さらに、エンジェル投資家の支援を受けたスタート・アップ段階の企業は存続率が上昇するとともに業績が改善し、平均で30～50%の成長率を有している。⁹⁷

これらの理由から、政府がエンジェル・インパクト投資のリスクを下げるためより多くの支援を行うことは、興味深い機会と見受けられる。エンジェル・インパクト投資は欧州において、現在正に形成されつつある段階にあり、ヨーロッパ・ビジネス・エンジェル・ネットワーク(European Business Angels Network、EBAN)の2013年の年次会合において最初の専門のセッションとトレーニングが行われた。⁹⁸エンジェル投資の制度的環境は様々であるため、政策立案者がより役に立つ法制度を提案するには、レベル、洗練度、特定の範囲におけるエンジェル投資の規模、といった要素を考慮すべきである。ある国において有効な政策が他で同様に機能するとは限らない。事実、米国やカナダにおいてはエンジェル投資に関する政策は国レベルよりむしろ地方レベルにて実施されている。⁹⁹

税制上のインセンティブはエンジェル投資を支援するため良く用いられる政策であるが、組み立てが難しいため慎重に監視や評価を行う必要がある。¹⁰⁰英国では長い歴史を持つ

⁹⁵ Ibid.

⁹⁶ William R. Kerr et al, "The Consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis," Harvard Business School (2010), 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/10-086.pdf>.

⁹⁷ William R. Kerr et al, "The Consequences of Entrepreneurial Finance."

⁹⁸ "Impact Economy at EBAN's Annual Congress - Europe's Answer to Silicon Valley," Impact Economy, 2013年5月16日ダウンロード。 http://www.impacteconomy.com/EBAN_Annual_Congress.

⁹⁹ OECD, "Financing High-Growth Firms," 11.

¹⁰⁰ Ibid, 12.

エンジェル投資家のための税制上のインセンティブを設けたプログラムがあり、経済に対してポジティブな効果をもたらしているとされる。特に、企業投資スキーム（Enterprise Investment Scheme、EIS）というプログラムが無ければ、投資は約24%減少していたであろう。日本は「所得控除システム」、つまりエンジェル投資家が所得より一定額までの投資を控除できる仕組みを取り入れている。フランスは、イノベーション機関である OSEO（Euvre Suisse d'Entraide Ouvrière）が、革新的でスタート・アップ段階にある企業のためのユニークな資金調達仕組みを考案した。この仕組みによる提供資金額は、他の投資家からも資金を調達することを前提に、必要資本額の50%を上限としている。このうち3分の1の金額は助成金であり、3分の2はローンとなる。このアプローチは新しいテクノロジーを開発し商業化する際のリスクを低減させた。

4.3. スケールアップの苗床：専門投資家

富裕層個人やファミリーオフィスといった専門投資家は今日までインパクト投資取引に資金を提供してきた中心的な存在である。この状況は10年前にマイクロファイナンス業界が民間投資を受け入れた時の状況、例えばピエール・オミディア氏（Pierre Omidyar、eBayとオミディアネットワークの創設者）がマイクロファイナンス投資のための1億ドルのタフツ基金の一部を使い、オミディア・タフツ・マイクロファイナンス基金（Omidyar Tufts Microfinance Fund）を創設した時の状況と似ている。¹⁰¹

専門投資家のインパクト投資産業への貢献はいくつかの調査研究に記載されている。¹⁰² 彼らはポートフォリオの一部を用いて社会に良い事（do good）、同時に経済的な成果をあげたい（do well）という欲求を強くしている。従って、彼らは、倫理的投資目的を持つファンド、社会的責任投資（Socially Responsible Investments、SRI、世界で約3.74兆ドルと推測）、そしてインパクト投資の投資先を探している。¹⁰³ 地球の将来がどうなるかという心の奥底にある不安や、世界的なメイン・ストリーム市場の指標（例えば絶対収益や元本保証をする商品）と連動しない変動性の低い投資機会や分野への興味といった個人的関心から、彼らは徐々に大きな資金をインパクト投資に呼び込んできた。彼らがそういった問題に対し何

¹⁰¹ Micheal Chu and Lauren Barley, “Omidyar Network: Pioneering Impact Investment Harvard Case Study Solution & Analysis,” Harvard Business School (2013), 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://www.harvardcasestudy.com/omidyar-network-pioneering-impact-investment-589>.

¹⁰² E.T. Jackson and Associates Ltd., “Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What’s Next in Building the Impact Investing Industry,” Rockefeller Foundation (2012): xi, 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://rockefellerfoundation.org/uploads/images/fda23ba9-ab7e-4c83-9218-24fdd79289cc.pdf>.

¹⁰³ US SIF Foundation, “Reports on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States,” US SIF (2012):11, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.ussif.org/files/Publications/12_Trends_Exec_Summary.pdf; Michael Chamberlain, “Socially Responsible Investing: What You Need To Know,” Forbes, 2013年4月24日ダウンロード。URL: <http://www.forbes.com/sites/freeonlyplanner/2013/04/24/socially-responsible-investing-what-you-need-to-know/>.

らかの結果を求めてきたのは金融危機の前からであるが、それ以降その動きはより顕著になった。¹⁰⁴

政策立案者もこの市場構築を支援することができる。彼らは、リスク・リターンが明確で、品質が確かで、税務的にも透明性の高いインパクト投資商品の組成を促進する事で、専門投資家の参加を促す事ができる。欧州共同体の新しい欧州社会的企業向け基金（European Social Entrepreneurship Fund、EuSEF）法はこの方法を例証している。EuSEF法は少なくとも資産の70%以上をエクイティからデットまで幅広い方法により「社会的事業」に振り分けているファンド（すでに何らかの規制市場か多国間貿易ファシリティ（Multilateral trading facilities、MTF）に上場されている社会的事業を除く）に適用された。これは海外からの資金調達をより迅速かつ容易にした。

4.4. メイン・ストリーム化：機関投資家

他の例によると、機関投資家の意見も変わってきている。1,430億ポンドを運用し、450万人の年金保有者を擁する47の機関に対して調査を行った結果、回答者の20%がインパクト投資への投資は年金基金の役割だと答えている。また、回答者の47%はここ2年以内に何らかの形のインパクト投資をポートフォリオに組み込むつもりだと答えている。しかしながらこれまでのところ、社会的責任投資（SRI）の時に比べて、機関投資家はインパクト投資に対して非常に積極的なわけではなかった。¹⁰⁵機関投資家がインパクト投資を行うに際しての障壁は、多くの投資マネージャーが社会的リターンという、リスク調整後の金融リターン以外のものを追求する事に対して違和感を覚えていることである。また、実績の欠如も同様に障壁となっている。¹⁰⁶

しかしながら、いかにして機関投資家に受け入れられるインパクト投資を作り出せるかについて、心強い例がある。これは特に、財団のような忍耐強いプレーヤーが積極的な役割を果たした時に起こりやすい。例えばイタリアでは1993年から2004年に不動産価格が世帯収入の上昇率を4倍も上回る速度で上昇したため、購入可能な価格帯の住宅に対する切迫した需要を引き起こした。イタリア政府はそれまで、住宅を所有している大部分のイタリア国

¹⁰⁴ Economist Intelligence Unit, "The New World of Wealth: Seven key trends for investing, giving and spending among the very rich," The Economist (2010), 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://evpa.eu.com/wp-content/uploads/2010/10/The-new-world-of-wealth-Seven-key-trends-for-investing-giving-and-spending-among-the-very-rich.pdf>.

¹⁰⁵ SRIは環境、社会、ガバナンス（ESG）といった非金融の基準を、上場営利会社への投資判断やポートフォリオマネジメントに取り入れた投資概念である。SRIを実施また解釈する上で一般的に使われる4つのアプローチは、ポジティブスクリーニング、ネガティブスクリーニング、エンゲージメント、またはインテグレーションである。

¹⁰⁶ Social Finance and Finetic, "Microfinance, Impact Investing, and Pension Fund Investment Policy Survey," Social Finance and Finetic (2012):4, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/final_pension_fund_survey_october_2012.pdf.

民のための法律を整備する事には慣れていたが、この事態に対しては容易に解決策を見つけ出すことが出来なかった。¹⁰⁷ そのかわりに、同国のカリプロ財団（Fondazione Cariplo）が、イタリアの不動産業界における住宅政策において革新的な役割を果たし、社会福祉住宅分野を成長促進させるため、社会的住宅財団（Fondazione Housing Sociale、FHS）を2004年に設立した。財団がFHSを設立した目的は単に生活の場を作り出すというだけでなく、融和し、活力があるコミュニティと、サービスおよびアクセスが容易なビジネスの構築である。¹⁰⁸ 2006年には財団の初期資金8,500万ユーロを用い、FHSは最初の倫理的不動産基金であるFondo Abitare Sociale 1を機関投資家向け限定として始めた。¹⁰⁹ この基金の投資家たちは、インフレ率プラス2%という目標利回り、そして利回りがインフレ率プラス4%のキャップを超えた分の余剰利益については他の社会的住宅イニシアチブに提供することを受け入れた。そして重要なことに、Fondo Abitare Sociale 1の仕組みがこのようなものであったため、基金は地方自治体や他のイニシアチブのスポンサーと協力するためのワーキンググループを立ち上げ、社会福祉住宅案件の開発をこの多彩なメンバーからなるグループに託した。¹¹⁰ 基金は社会福祉住宅、付随するサービスの提供、公共福祉の仕組みの構築すべてにおいて大きな成功をおさめ、2008年にはイタリア政府の大臣らの目にとまった。¹¹¹ そして彼らはこのモデルのもつ潜在性に気づき、更なる投資を行った。これらが更に呼び水となり、数か月のうちには20億ユーロを超える資金が銀行、保険会社、そして政府より集まった。¹¹² そしてこれらの資金を管理するため、Fondo Investimenti per l'Abitare（FIA）という全国レベルのファンズ・オブ・ファンズが設立され、「市場で住宅を買うことができないが、福祉住宅に入るためには収入が高すぎる層」に属する世帯に対して社会福祉住宅を建てるために使われた。¹¹³ 財団の最初の基金がモデルとなり、FIAが設立されたのである。¹¹⁴

このように規模拡大のための牽引力を得るには、インパクト投資業界は、機関投資家に適した商品を組織的に開発していかななくてはならない。しかしながらこういった姿勢の変化にもかかわらず、控えめな利益率とスケールアップに要している長い時間が、高い投資の失敗率

¹⁰⁷ Fondazione Housing Sociale, "A Foundation for Social Housing in Italy," Fondazione Housing Sociale (2013); 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://fhs.it/eng.pdf>.

¹⁰⁸ Genius Loci, "Fondazione Housing Sociale: Getting the Market to Target Public Needs," Social Innovation Europe, 2013年5月1日ダウンロード。 <https://webgate.ec.europa.eu/socialinnovationeurope/directory/news/fondazione-housing-sociale-getting-market-target-public-needs>.

¹⁰⁹ Fondazione Housing Sociale, "A Foundation for Social Housing in Italy," 29; Genius Loci, "Fondazione Housing Sociale."

¹¹⁰ Fondazione Housing Sociale, "A Foundation for Social Housing in Italy," 29.

¹¹¹ Ibid, 29.

¹¹² Genius Loci, "Fondazione Housing Sociale."

¹¹³ Fondazione Housing Sociale, "A Foundation for Social Housing in Italy," 31.

¹¹⁴ Ibid, 31.

を挙げるまでもなく、インパクト投資を機関投資家にとって魅力のないものとしてきた。¹¹⁵しかしそれも少しずつ変わりつつある。年金基金がこれまで通常投資してきたブルーチップ企業への投資—石油やガスといった大きな負の外部性を伴い長期的に価値が減少していくと思われる投資—がストランデッド・アセット（投資回収不能資産）となるリスクが議論されるにつれ、インパクト投資はこれらの投資グループにとっても長期的により魅力的なものとなりつつある。¹¹⁶

4.5. インパクト・ビジネスのイノベーション：民間企業によるインパクト・ベンチャー

欧州経済が2013年半ばの時点で6四半期連続で後退している中、新しい成長のシードが必要とされている。企業がインパクト・ベンチャー投資に踏み出すにつれ、興味深い機会が増えている。¹¹⁷企業は一般的なベンチャー・キャピタルの投資家に比べると、取引毎の平均投資額は小さい。また、インパクト投資の投資案件も一般的な投資に比べると規模が小さい。したがって、これらの2つが結び付けば、これまでにない相性のいい投資案件と投資ニーズの組み合わせとなる可能性がある。伝統的な商業銀行の比較的高い引受モデルのせいで、彼らの殆どがインパクト投資の需要サイドに存在する多くの機会を求めることをしないが、ここに企業が介入する余地がある。¹¹⁸また、企業ベンチャーは、インパクト投資業界の成長のための主要なネックと考えられている、技術や専門的ノウハウの欠如を克服するための手助けとなることができるだろう。殆どのスタート・アップ企業は市場参入段階で苦勞を強いられる。何故なら適任な営業マンは高額であり、安定した顧客は新しい十分な実績を持たない製品やサービスを購入するのをためらうし、セールスサイクル（売り上げ回収期間）が長くなることもある。¹¹⁹結果として、「社会的企業であってもなくても、あらゆるタイプのスタート・アップ企業にとって、大企業との提携は即時に計り知れない利益をもたらしてくれる。提携先の大企業は顧客（また場合によっては製品の発売前テストや最初の顧客）となり得るだけでなく、他の会社と取引するきっかけを作り、セールスサイクルを短縮することができる。また、スタート・アップ企業は頻繁にアドバイスや、経営資源や、時には企

¹¹⁵ Harvey Koh et al, "From Blueprint to Scale: A Case for Philanthropy in Impact Investing," Monitor Group (2012):7, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.min.monitor.com/downloads/Blueprint_To_sCALE/FROM%20Blueprint%20to%20Scale%20-%20Case%20for%20Philanthropy%20in%20Impact%20Investing_Full%20report.pdf.

¹¹⁶ "Home," Carbon Tracker Initiative, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://carbontracker.org/>

¹¹⁷ Impact Impacting Nieuws, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://impactinvestingnews.blogspot.ch/>

¹¹⁸ Association for Enterprise Opportunity (AEO), "The Power of One in Three: Creating Opportunities for All Americans to Bounce Bank," AEO: 1, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.oneinthree.biz/documents/OneInThree_WebBrochure/pdf; 「三つに一つのキャンペーン」は雇用促進、教育とスキル開発へのアクセス、エネルギー保障、環境とビジネス、イノベーションの促進を可能とする CGI ゴールを Main Street USA の力をもって一般国民の認知を高める事によって促進しようとする、米国のクリントン・グローバル・イニシアチブが行っている。

¹¹⁹ Maximilian Martin, "CSR's New Deal: A Blueprint for Your First Hundred Days in the World of Impact Economy," Impact Economy Working Paper 3(2013): 18, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2259632.

業役員といった付加的な資源を利用する事ができる。またその後、企業はスタート・アップ企業の買収者ともなり得る。」¹²⁰ 企業は常に非伝統的な成長の源を探しており、多くの企業がそのために企業ベンチャーに携わり、革新的な開発が事業売上に結びついている。「金融的、戦略的、そして商業的な理由から、企業はベンチャー・ファイナンスを通してスタート・アップやスピンオフをより支援するようになっている。例えば、伝統的な企業ベンチャー投資の世界では、インテル・キャピタルが半導体専門家の基幹製品のためのエコシステムを構築するスタート・アップ企業に投資し、成功を収めた。¹²¹ 2011年だけでも、単独企業または大部分を企業投資から受ける形で、83の企業ベンチャー基金に120億ドルの投資が寄せられた。¹²² また、単独企業の投資からなる上位10の基金は、計80億ドル以上を調達した。これらの基金は、「企業がインパクト・ベンチャーに投資したり、事業モデルの複製をしたり、他の持続的な価値創造モデルをそっくりに作り上げたりして、持続的成長のため外部の要素、トレンド、アイデアを利用することを手助けしている。」¹²³ 政策的見地からは、企業ベンチャーは、その親会社のための良好なビジネス環境の提供に加えて、前述のベンチャー・キャピタル産業に関する議論で述べたのと同様の方策によって振興することができる。

4.6. 資金仲介とホールセール：金融サービス機関

最後に、主要な金融機関は機能しているいかなる金融市場にも必要である。彼らは世界規模でインパクト投資を受け入れ始めており、自らをこの生まれたばかりの産業を主要産業に育てて行くための重要なアクターとなり得ると位置づけている。元来顧客の金融リターンの追求を目的としてきた金融機関は、インパクト投資があらゆる意味で総合的な商品提供の一部となると考えている。その理由は第一に、顧客の潜在的な需要である。個別の、評価可能な、そしてより大きな社会的インパクトを実現したいという個人の価値観に則した投資判断をしたいという個人投資家の要望の高まりに対し、インパクト投資商品は適切な回答を提供する。二つ目に、確立された資産クラスの利益率が下落していくのに対し、インパクト産業は長期にわたって魅力的な可能性を持っており、また社会的リターンの達成により評判をあげる事もできる。2008年の金融危機以来、多くの国においてそのような商品が増えてきている。

伝統的な大手銀行がインパクト投資に参入している例としては、2007年に設立され成長分野としてインパクト投資に特化しているJPモルガン・ソーシャル・ファイナンス部門（JP

¹²⁰ Ibid, 18.

¹²¹ Ibid, 18.

¹²² James Mawson, "2011 fundraising reaches record levels: A record number of corporate venturing funds have been raised this year," Global Corporate Venturing, 2013年5月1日ダウンロード。 http://www.globalcorporateventuring.com/article.php/2855/2011-fundraising-reaches-record-levels?article_id=2855&tab_id=572.

¹²³ Ibid, 18.

Morgan Social Finance) や、モルガン・スタンレー (Morgan Stanley) が2012年4月に立ち上げた「インベスティング・ウィズ・インパクト・プラットフォーム」(Investing with Impact Platform などがある。¹²⁴ これらの主要なアイデアは、投資家が、既に収益見込みや社会的インパクトについて精査を受けている投資商品に投資できる様にする事である。¹²⁵ 早い時期よりフィランソロピーを行っておりインパクト投資の先駆者とされるUBSは、2000年半ばよりこの分野の活動をより活発に行っており、2013年にはスイスの新興国市場のプライベート・エクイティ・ブティックであるObviamとファンズ・オブ・ファンズを設立した。¹²⁶

多くの金融サービス機関がインパクト投資関連の金融商品の販売を推進する一方で、これら商品のデータの入手可能性と信頼性はかなり限られている。実際実行されていることと、産業や投資家に伝えられている事が違っているようなケースも見受けられた。しかしながら一方では、インパクト投資が発達してきたことを示す、高い評価を得た例もある。マイクロファイナンスの先駆者であり2億ドルを超えるマイクロファイナンス資産と、10億ドルを超えるコミュニティ開発基金を米国で管理するドイツ銀行は、インパクト投資業界の主要プレーヤーであり続けてきた。1977年に設立されたドイツ銀行アメリカ財団の「ニュー・イニシアチブ・ファンド (New Initiatives Fund、NIF)」は、米国及び開発途上国の貧しい層や恵まれないコミュニティの開発プロジェクトのために、1,600万ドルを超えるプログラム関連投資 (PRI) を用いて柔軟な資金提供を行っている。¹²⁷ 他の主要アクターとしては、約4,000の個人、機関投資家、開発金融機関を含む顧客のために、18億ドルのマイクロファイナンスと持続可能な農業に焦点をあてたインパクト投資を管理するクレディ・スイス銀行 (Credit Suisse) がある。¹²⁸ しかし銀行内では専門知識や技術が不足しがちであるため、しばしばこれらの分野を専門に扱う投資会社と協力する。2012年1月には、スイスのファンド・マネージャーであるresponsAbilityとクレディ・スイスがフェア・トレード基金 (Fair Trade Fund) を組成して販売し、開発途上国の小規模農家の能力開発を支援する農業組合に運転資金を提供した。¹²⁹

¹²⁴ “J.P. Morgan Social Finance,” J.P.Morgan Chase and Co., 2013年5月1日ダウンロード。 <http://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/social-finance.htm>.

¹²⁵ “Investing with Impact,” Morgan Stanley, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://www.morganstanley.com/globalcitizen/investing-impact.html>.

¹²⁶ “Investing for Impact,” obviam, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://www.obviam.ch/>.

¹²⁷ Deutsche Bank, “The New Initiatives Fund: A Portfolio of Social Investments,” Deutsche Bank (1996), 2013年5月1日ダウンロード。 URL: https://www.db.com/csr/en/docs/NIF_Brochure.pdf.

¹²⁸ “Investors’ Council Members,” GIIN, 2013年5月1日ダウンロード。 <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/council/member/index.html#73>.

¹²⁹ responsAbility, “First Global Fair Trade Fund Launched,” responsAbility (2012), 2013年5月1日ダウンロード。 URL: http://www.responsability.com/domains%5Cresponsability_ch/data/secure_pdf/20120112?fairtradefund_e.pdf.

多国間公共機関もこの領域で活発に活動しており、ローン・シンジケーションやエクイティ・ファンドなどで他のインパクト投資家と協力し、社会的インパクトへの潜在力を高めている。欧州で最も大きな二国間の民間セクター開発金融機関の一つであり53億ユーロの資産を保有するオランダ開発金融公庫（Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden、FMO）は、自らのインパクト投資関連の活動について積極的に発信している。¹³⁰FMOは彼らの貢献が最も大きく長期的な社会的インパクトを生み出せるセクター、例えば金融機関、エネルギー、住宅、アグリビジネス、食料、水分野に特化している。そしてさらに、英国の国際開発省（Department for International Development、DFID）は開発ファイナンス機関CDCによって運営される6,900万ポンドのインパクト基金を近年設立し、融資、直接投資、保証などの複数の手段を用いて、インパクト投資の各国の投資仲介機関に投資する。CDCは2011年から2015年までの間に毎年平均4億ポンド、計20億ポンドの投資を行い、2015年には融資と直接投資がそれぞれCDCの資産の20%までになることを目指している。¹³¹米州開発銀行（Inter-American Development Bank、IDB）グループもこの分野における開発金融機関のリーダーであり、今度はラテンアメリカ、特に商業銀行のサービスが行き届いていない国に対してインパクト投資資本を呼び込もうとしている。IDBグループはその4つの民間セクター部門が全てインパクト投資に関わっており、インパクト投資家と共同で取引への資金提供を行っている。(a) 多国間投資基金（MIF）は金融、市場、そして基本的な金融サービス（貸出、保証、直接投資や準資本、及び助成金や技術的援助）などへのアクセスを支援し、(b) オポチュニティー・フォー・マジョリティー（機会均等）・イニシアチブ（Opportunities for Majority Initiative、OMJ）は品質の良い製品やサービスを低所得者層のために届ける革新的なビジネス・モデルに投資し、(c) ストラクチャード・アンド・コーポレート・ファイナンス（Structured and Corporate Finance、SCF）はIDBのインフラ、金融市場、サービスと産業といった分野への政府保証のない融資を主導し、(d) 米州投資公社（Inter-American Investment Corporation、IIC）は、中小企業（SMEs）への直接融資とエクイティ・ファイナンス、および技術支援を行っている。¹³²

持続性が新たなビジネスの規範となりつつある中で、金融サービス業界は上記で議論された他のプレーヤーと共に、新しい商品を開発し投資を実体経済に向けるための固有の潜在力を有しているのである。

¹³⁰ “Strong Growth Portfolio and Development Impact FMO,” FMO Development Entrepreneur Bank, 2013 年5月1日ダウンロード。http://www.fmo.nl/k/news/view/1757/179/Strong-portfolio-and-development-impact-FMO.html.

¹³¹ “DFID Impact Fund”, CDC, 2013 年5月1日ダウンロード。http://www.cdcgroup.com/dfid-impact-fund.aspx.

¹³² “Impact investing in Latin America and the Caribbean with the IDG Group,” IDB, 2013年5月1日ダウンロード。http://www.iadb.org/en/resources-for-businesses/impact-investing-in-latin-america-and-the-caribbean,5752.html.

5. 結論：ニッチ市場からメガ市場へ

金融危機の影響により、メイン・ストリームの金融は世界中で疑問視されるようになった。インパクト投資は、実体経済と社会の長期的な存続に貢献するために、いかに金融と金融のイノベーションが重要かを示す貴重な機会を提供するとともに、持続可能性が21世紀初期の喫緊の課題とされる中、社会的資産をいかに管理すべきかの方向性を示した。¹³³ しかしながらこの章で議論されるように、インパクト投資がその潜在力を規模に転換していくには、優れた政策に後押しされた市場構築と真のインパクト投資家のエコシステムの構築、そして透明性の向上と産業内のコンセンサスを可能とする社会的インパクト評価の必要性につき合意することが必要である。信頼性、確実性が高く、そして比較可能なパフォーマンスの情報の公開は、伝統的な投資の世界同様、インパクト投資においても必須である。

特に金融危機の後、その発展の幅広さ、深さ、スピードを見ると、インパクト投資は金融界のイノベーションであり、その時代が来たと言っても過言ではないだろう。今後はこの期待に応えるために、取り組みを調整し、過度な期待を生み出さないことが肝要であろう。

機会は非常に大きい。実際に金融危機を予見した唯一の専門家であるロバート・シラー氏（Robert Shiller）は『ファイナンスと良い社会』（“Finance and the Good Society”）において、現在必要とされているのは金融イノベーションでありそれ以外の何ものでもないと主張している。彼は、「金融危機は、金融業界のプレーヤー達の貪欲さと不誠実さのみから起こったのではない。それは突き詰めると、我々金融機関の基本的な構造的問題によるものである」と述べている。¹³⁴ シラー氏はむしろそれとは反対に、「将来の金融危機のリスクを減らすためには、金融活動を減少させるのではなく、より優れた金融商品こそが必要だ。」と主張している。¹³⁵ 今後インパクト投資市場が成長するためには、従来の金融業界同様、仲介機能が鍵となるであろう。また政府は、「多くのプレーヤーが金融以外のバックグラウンドから参加し、通常金融の専門家しか行わない限られた業務を行う可能性を考慮すれば、許認可制度や免許登録の必要要件を修正すべきかもしれない。」¹³⁶

¹³³ The Task Force for Global Health, “Collaborate and Innovate to Transform Global Health: 2012 Annual Report,” The Task Force for Global Health (2012), 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.taskforce.org/sites/default/files/final_tfgh_ar12updated.pdf.

¹³⁴ Robert Shiller. Finance and the Good Society. Kindle version. Loc 138 OF 7174.

¹³⁵ Shiller, Loc 171 of 7174.

¹³⁶ John Simon and Julia Barmeier, “More than Money: Impact Investment for Development,” The Center for Global Development (2012): 5, 5月19日ダウンロード、201、URL: http://www.cgdev.org/sites/default/files/1424593_file_More_than_Money_FINAL_web.pdf.

前章ではインパクト投資の概観とプレーヤー、資本のチャネルと解決策の青写真を述べるとともに、市場構築、政策、エコシステムデザインの必要性を指摘した。ここでは最後に現在行われている多くの活動に加え、インパクト投資業界を最も発展させ、狭い分野にとどまらず社会的インパクトを「投資可能にし」、ニッチからメガへと移行するための重要な推進力について、検証することとしたい。

5.1. 市場構築の障壁を克服する

これまでに議論したとおり、市場構築はひとつの重要な達成目標である。より効率的なインパクト投資市場を構築するための障壁は引き続き存在するが、幸いな事に、業界の調和を高め、メガ・トレンドを利用し、投資家や企業の役割を定義し、透明性と調和を高めるために、政策立案者がとるべきいくつかの解りやすいステップがある。それらは、市場の活性化、方向性、規制についてのより戦略的な長期のコミットメントを行うことや、もっと素早く戦術的に既存の政策の見直し、修正、変更を行うことである。そして支持を得てコミットメントを継続する為には、短期間に成果を出すのが最良の方法である。ここではより容易に達成可能と思われる、4つの手法を紹介する。

5.1.1. 新しい手段の選択、既存政策の最大限の活用

より多くのシード資本が必要とされていることから、政府は市場により多くの資本を提供する仕組みを取り入れる必要がある。これは新しい税制、課金や取引のための許認可制度の導入、または休眠口座資産や民営化収入といった、現在十分に活用されていない資本を利用することで達成が可能である。また政策立案者は市場を完全に機能させるため、規制の公正なバランスを作り出すことに細心の注意を払うべきである。既存の組織に補助金を提供して実地調査を行ったり、新しい市場プレーヤーにシード資金を提供したり、既存の市場メカニズムを複製したりといった政策例は既にいくつかの国で成功裏に実行されている。また社会的株式市場のような市場決済メカニズムの導入やホールセール金融機関によるクリティカル・マスの提供により、より大きな流動性—インパクト投資と投資ニーズ間の効率的な資金決済—確保を可能とする賢明な市場構築が必要である。

5.1.2. 法制度の確立、明確化と統合

インパクト投資における最低限の受託者責任に関する透明性を確保するには、政策もまた役に立つ。さらに、新しい法制度を制定したり、他の場所より複製したりする事も可能である。例えば、L3C (Low-profit limited liability corporation) は伝統的な米国の有限責任会社 (Limited Liability Corporation, LLC) を手本として作られたが、収益性にそれほど焦点をあてないことが許される。また、棚上げされている法制度を単に明確化するだけでも良いこともある。例えば、米国の税制度は、財団による投資が自らの社会的ミッションを逸脱し

なければ、営利企業に直接に投資するのを許している。しかし大多数の財団は、「税法規があいまいだとの理由から投資判断を遅らせて」おり、これらのプログラム関連投資（PRIs）を利用していない。¹³⁷ 利益目的投資と税控除が可能な寄附の間に、投資家が社会的投資を行うと税控除やインセンティブを得られるという、新たな選択肢を設けることもできるだろう。

5.1.3. 民間セクターの利用

従来の金融がもっとしっかりと、インセンティブを持ってインパクト投資に関わる事によって、得られるものは大きい。投資家は、金融市場の様々な要素がどのように相互作用しうるか、すべきか、またインパクト投資市場の断片をいかにまとまりのある、統合された社会的な資本市場に転換できるかについての専門的ノウハウを持っている。更に、専門家は投資の透明性を高め、機能的知識に基づいてリーダーを育て、通貨や信用リスクについて教育し、新しい金融製品を作り、必要な市場の構成要素を形成し、インパクト投資市場の市場構築に関わることができる。このことにより、金融サービス業界も再びより責任をもった業務の遂行に立ち戻るための足がかりを得る事ができるであろう。

5.1.4. 複製、クローンとベスト・プラクティス手段の適用

社会的インパクト債券（米国では成功報酬プログラムとして知られる）は世界中で広く取り入れられつつあり、効率的で新しい投資モデルとなり得るものである。しかしながらこの他にも、インパクト投資のホールセラーとも言える英国のビッグ・ソサエティ・キャピタル（BSC）や米国財務省内のプログラムであるCDFIローン基金（Community Development Financial Institutions Loan Fund）といった、調査研究し活用してみる価値のある革新的な金融メカニズムが出現してきている。CDFIローン基金は、はじめての住宅取得や起業に対して資金を提供し、支援の受け手の信用格付け改善や月毎の予算作成を支援し、米国の低所得コミュニティにあるコミュニティ組織に資金や税の優遇措置を提供している。¹³⁸ また、各国の政府がお互いに協調してクロスボーダー投資を促進し、国内外のインパクト投資市場の成長を支援するための基準を共有化することにより、インパクト投資市場の国際化を図ることができる。

また政府は公的な地位を利用して、意思決定者やステークホルダーを教育し、インパクト投資に対する認知を拡大し、コンセンサスを形成する事ができる。BSCの設立を担ったタス

¹³⁷ John Simon and Julia Barmer, 5.

¹³⁸ “Information for the General Public,” Community Development Financial Institutions Fund, 2013年5月1日ダウンロード。
http://www.cdfifund.gov/what_we_do/need_a_loan.asp.

クフォースなどもまた有効であろう。そうすれば異なるステークホルダーのグループ（例えば初期のビジネスエンジェル、成長期の大企業または市場参入期にあるそれら企業のベンチャー部門、または十分なサービスを受けていない層を見つけられずにいる市民社会など）が効率的なインパクト投資のバリュー・チェーンに参加できるようになるであろう。

これらを実行するに際し、政府は、市場を機能させるために必要な規制とインセンティブの適正なバランスを持ち、既存機関の能力を利用し資金を提供する市場構築手段を伴った、実現可能なロードマップを作成するためのタスクフォースを任命することができる。各国がそうしたタスクフォースから得られた経験を共有するとき、彼らは各々の管轄での目標達成を早めるとともに、国際調和への素地を固めることができる。なお、全体の基礎的要素の構成は、以下の表4参照のこと。

新しい税制、課金、取引許可制度	商業的インパクト投資のための新しい財務的インセンティブ	法体系の構築、明確化、そして統合
フィールド・スタディへの補助金	新しい市場参加者の育成	規制とインセンティブの適正なバランス
民間セクターの活用	既存のメカニズムの複製	休眠口座資産などの十分に活用されていない資産の利用
社会的証券取引所などの新しい決済メカニズム	意思決定者やステークホルダー間の認知向上とコンセンサスの形成	社会的インパクト投資市場の国際化

表4 インパクト投資の豊かな環境のための基礎的要素

5.2. インパクトをメガに：現在のインパクト評価システムの限界を取り除く

インパクト投資業界の状況やこれまで検証してきた論点を見ると、楽観的になる根拠はある。英国は議長国を務めた2013年のG8で、インパクト投資がメイン・ストリームとなりうる、と主張した。現在よりはるかに効率的で大きい市場の開発は、すぐそこまで来ているかもしれない。

しかしながら、これまでの進歩は非常に素晴らしかったものの、インパクト投資が規模を拡大していく上で最も重要な障壁がある。それは、インパクト評価である。この最終章にて議論される最後の変数である「社会的インパクトの透明性の向上の必要性」に焦点を当て始めなければ、インパクト投資の真の進歩は起こらないだろう。もっとも基本的なこととして、「投資資本は、将来の機会に対する理解—それぞれの投資や基金、運用マネージャーによってもたらされるリスク、報酬、そして実績—に基づいて移動する。」頼れる、信頼性の高い、そして比較可能な実績のデータの開示は伝統的な投資においても必須であり、インパクト投資も同様の透明性を持たなくてはならない。「過去の経験から得られる見識無しに、未来の可能性を理解するのは不可能である。既存データや最低限のデータの信頼性が無ければ、投資家は将来のパフォーマンスや見通しを予測する材料が何も無い。」¹³⁹

透明性を高めることがインパクト投資をメイン・ストリーム化するための真に有効な方法であるかはまだ解らないが、それが起こりつつある最も重要な機会であることは証拠より明らかである。「社会的投資の成功（失敗）についての情報の欠如が、資本がこのセクターに流れ込むのを阻止し、アナリストが社会的インパクトの概要を述べる際、逸話やケーススタディに頼らざるを得なくなっている。」¹⁴⁰ 投資家にとってのインパクト投資が持つ潜在的な魅力を増すために最も重要な要素は、インパクト投資が従来の投資と違う点、ポジティブな社会的インパクトを創造する、という事について認知を高める事である。もし社会インパクトの創造が示せないのであれば、インパクト投資の概念自体が現実的な意味の無いものになってしまう。実際、普遍的に受け入れられるインパクト評価のスタンダードが長い間存在してこなかったことが、インパクト投資が直面している最も重大な課題である、とは繰り返し言われていることである。¹⁴¹

そのために、2、3の注目すべき主要な評価システムの構築を通じてインパクト投資業界の

¹³⁹ Cathy Clark et al, "The Impact Investors: The Need for Evidence and Engagement," Pacific Community Ventures, Inc., ImpactAssets, and Duke University's Fuqua School of Business (2012):7, 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.pacificcommunityventures.org/uploads/reports-and-publications/The_Impact_Investor_201203.pdf.

¹⁴⁰ John Simon and Julia Barmeier, 3.

¹⁴¹ For reference, see for instance Credit Suisse (2012), Monitor Institute (2009), or J.P. Morgan (2010).

透明性を拡大しようとする、直接的および間接的な努力がなされてきた。直接的なシステムにはIRIS（Impact Reporting and Investment Standards）とGIIRS（Global Reporting Investment Rating System）があり、間接的なシステムとしてはESGスタンダード（Environmental, Social and Governance Standards）、国連グローバル・コンパクト（The United Nations Global Compact）、国連責任投資原則（The United Nations Principles for Responsible Investment、UNPRI）、GRI（Global Reporting Initiative）などがある。これらのシステムを見ると、インパクト投資業界全般、そして特にインパクト評価が、急速かつ説得力のあるイノベーションにより特徴づけられることがわかる。インパクト投資が金融のメイン・ストリームとなることを妨げているのは、明らかに努力の欠如や能力の欠如ではない。これらの個々のシステムは、投資家が投資の財務面以外のパフォーマンスを評価したり、場合によってはある投資と他の投資の財務面以外のパフォーマンスを比較したり、投資のベンチマークを集めることに大きく貢献した。

しかしながら、これらのシステムにも限界がある。サンフランシスコ連邦準備銀行（Federal Reserve Bank of San Francisco）が2011年3月に主催した会合では、「評価を通じて社会的インパクト投資を促進する」ことが話し合われ、現在の評価の状況に関しての問題が列挙された。議論の中で強調されたインパクト評価に関する主要な障壁は、長期のデータ、ベンチマーク、第三者による検証、透明性の高い方法論、そして公に入手可能で自主的に提供された報告等の欠如である。¹⁴² また、ここで議論されたほとんどのシステムは開発途上国からのパフォーマンスデータに焦点をあてており、本当に業界の標準化を図るためにはより多くの作業が必要であろう。¹⁴³

大手の機関投資家がインパクト投資に参加するには、明確で、それを基に行動出来るようなデータが必要である。透明性と情報の公開はインパクト投資セクターが発展するために非常に重要であるため、インパクト投資業界における著名な思想的リーダーの一人は「成功への道は、ESGレポーティングの中を曲がりくねって進むのかもしれない」とさえ言っている。¹⁴⁴ 透明性向上を通じたインパクト報告の強化が、社会的インパクト市場拡大の鍵を握っている

¹⁴² Ben Thornley et al, “Advancing Social Impact Investments through Measurement Conference: Summary and Themes,” Community Development INVESTMENT REVIEW (2011), 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.frbsf.org/publications/community/review/vol7_issue2/Review_vol7_issue2.pdf.

¹⁴³ 例えば、「幾つかの財団が国内のPRIsポートフォリオにIRISが適用できるかどうか、懸念を述べている。更に、幾つかの財団は共通したインディケーター（例えば土地の広さ、学校の椅子の数など）により標準化可能なような測定方法が、十分に社会的インパクトを証明できるのか、疑問に思っている。Melinda T. Tuan, “Impact Capital Measurement: Approaches to Measuring the Social Impact of Program-Related Investments,” Robert Wood Johnson Foundation (2011): 27, 2013年5月1日ダウンロード。URL: <http://www.rwjf.org/content/dam/web-assets/2011/11/impact-capital-measurement>.

¹⁴⁴ David Bank, “Yellow Brick Road to Impact Economy,” Huffington Post (2012), 2013年5月1日ダウンロード。URL: http://www.huffingtonpost.com/david-bank/bloomberg-impact-investing_b_2322665.html.

のである。政府とフィランソロピーの資金提供者はその「成功への道」を構築し、また業界の調和へのインセンティブを作り、機関投資家のための測定基準を作成することで現在の主要なシステムの限界に対応できるかもしれない。インパクト投資の社会的、金融的双方の収益のより一層の開示が進めば、大規模な市場が形成され発展できる。より良いインフラ、システム、そして投資プラットフォーム全般におけるプロセスが、世界のインパクト投資市場を動かす手助けとなるだろう。

資本の提供に加えて、資本に対する需要、資本投資に係わる政策、市場構築に意欲のあるフィランソロピストの存在は、上述のあらゆる構成要素を発達させ、市場の成長を支援することができる。基準の作成と規範の確立は、メインストリームビジネスを含めた社会的インパクト投資業界のあらゆるレベルの参加者による、業界の一層の発展を促すだろう。伝統的なビジネスや投資家もこれらインフラ開発に重要な役割を果たすだろう。何故なら、「メガ・トレンド」の章で示されたとおり、彼らは最終的に市場機会の拡大により利益を得られるからである。

ここで明確にしておこう。インパクト投資は、実践面で曲がり角に来ている。それは、そのより幅広い分野における成長とその驚くべき潜在性の実現を妨げている重要な障壁を克服するか、または、もし歴史が何らかの兆候となるのであれば、従来の投資の片隅に落ち着き、ここ5~10年以内には新しい用語と概念に取って代わられるであろう。社会的インパクトを投資可能にすることは、少なくとも現代における金融業界の最大の機会であり、我々が今世紀、持続性を維持するために現状を変革する必要があるのは紛れも無い現実である。もしインパクト投資が今抱えている課題の数々を解決し、自らを資産クラスでなく投資スタイルだと主張すれば、この360億ドルが世界の市場経済における競争性、繁栄、そして持続性にもたらす意味は、2020年までに全金融資産の0.1%を占める資産クラスといった現在の予想をはるかに上回るものとなるであろう。

6. 12冊の推薦文献および参考文献¹⁴⁵

Accenture, “Long-Term Growth, Short-Term Differentiation and Profits from Sustainable Products and Services: A global survey of business executives,” Accenture (2011), URL: <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Long-Term-Growth-Short-Term-Differentiation-and-Profits-from-Sustainable-Products-and-Services.pdf>.

Bain & Company, “A World Awash in Money: Capital trends through 2020,” Bain & Company (2012), URL: http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_A_world_ash_in_money.pdf.

Ben Thornley et al, “Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis.” Insight at Pacific Community Ventures & The Initiative for Responsible Investment at Harvard University (2011), URL: <http://www.pacificcommunityventures.org/reports-and-publications/impact-investing-a-framework-for-policy-design-and-analysis/>.

Canadian Task Force on Social Finance, “Mobilizing Private Capital for Public Good,” Canadian Task Force on Social Finance (2010), URL: http://socialfinance.ca/uploads/documents/FinalReport_MobilizingPrivateCapitalforPublicGood_30Nov10.pdf.

Harvey Koh et al, “From Blueprint to Scale: A Case for Philanthropy in Impact Investing,” Monitor (2012), URL: http://www.mim.monitor.com/downloads/Blueprint_To_Scale/From%20Blueprint%20to%20Scale%20-%20Case%20for%20Philanthropy%20in%20Impact%20Investing_Full%20report.pdf.

Marco Da Rin et al, “Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets,” European Central Bank (2005), URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp430.pdf>.

Maximilian Martin. CSR’s New Deal: A Blueprint for Your First Hundred Days in the World of Impact Economy (April 1, 2013). Impact Economy Working Paper, Vol. 3. Available at SSRN: URL: <http://ssrn.com/abstract=2259632> or URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2259632>.

145 一般の利用しやすさに配慮し、この章では英語の報告書のみを推薦した。読者の母国語に応じて、他に興味深い文献もあるだろう。まもなく、我々はこのセクターを研究するための包括的な文献目録を刊行する予定である。

Monitor Institute, "Investing for Social & Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry," Monitor Institute (2009), URL: http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact_Investing.pdf.

Nick O'Donohoe et al, "Impact Investments: An Emerging Asset Class," J.P. Morgan (2010), URL: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>.

UK Cabinet Office. "Achieving social Impact at scale: Case studies of seven pioneering co-mingling social investment funds." Social Investment and Finance Team (2013), URL: <https://www.gov.uk/government/publications/achieving-social-impact-at-scale>.

World Business Council for Sustainable Development, "Vision 2050: Executive Summary," WBSCD (2010), URL: <http://www.wbcsd.org/pages/edocument/edocumentdetails.aspx?id=219>.

7. 謝辞、著者略歴、免責事項

謝辞

この論文に収められた知見は、過去10年以上にわたる著者の——しばしば先駆的な試みにおける——金融とインパクト投資分野における著作と研究から得られたものである。大学での研究とその後の専門家としてのキャリア開始以来、人生の歩みにおいて、筆者の思索は多くの人達から影響を受けており、彼らの貢献に対してはいくら感謝しても感謝し尽くすことはできない。この論文だけに限れば、筆者は、この研究を支援してくれたインパクト・エコノミー社に感謝したい。インパクト・エコノミー社のリサーチ・グループは素晴らしい研究支援を行ってくれた。特に、インパクト・エコノミー（北米）LLC代表取締役のウィリアム・バーカート氏、そしてインパクト・エコノミー社のレオ・カプレズ氏（Leo Caprez）とニコラス・ニクレビッチ氏（Nicolas Niklewicz）には心から感謝する。

著者略歴

マクシミリアン・マーチン博士は、インパクト・エコノミー社創設者兼グローバル代表取締役である。彼は、ヨーロッパ初のグローバル・ウェルス・マネージメントにおけるフィランソロピー活動アドバイスとインパクト投資のプラットフォームとして、UBSフィランソロピー・サービスとUBSフィランソロピー・フォーラムを設立した。彼はまた、ジュネーブ大学に大学レベルではヨーロッパ初の社会的企業コースを立ち上げ、「インパクト・エコノミー」という言葉を生み出した。マーチン博士は2004年から2009年にかけて、UBSフィランソロピー・サービスのグローバル・ヘッドとして、フィランソロピー・サービスの立案・設立・運営に関わり、各拠点にグローバル・チームを結成して、このサービスを超富裕者層向けの1級のグローバル・サービス事業に育て上げ、業界標準とした。さらに、ラテンアメリカのビジョナリス社会的企業家賞や定期刊行物「視点」など多くのサブ・プラットフォームも創設した。これ以外に関わった仕事としては、シュワブ財団（Schwab Foundation）研究主任（サブ・サハラ・アフリカと研究を担当）、マッキンゼー&カンパニーのシニア・コンサルタント、ハーバード大学経済学部講師、ハーバード大学ケネディ・スクール（Harvard Kennedy School）公共リーダーシップ・センター・フェローなどがある。彼はまた、アショカ・ユニバーシティ（Ashoka University、米国）の創設メンバー兼招聘教員、スイスのセント・ガレン大学（University of St. Gallen）での社会的企業についての科目の講師も務めた。マーチン博士は幾つかの国際委員会に就任し、インパクト領域における数多くの投資・助言プロジェクトやイノベーションに関わり、ソーシャル・ビジネスとフィランソロピー、企業の社会的責任、インパクト投資及びこれに関連したトピックについて100以上の論文を執筆している。彼は、インディアナ大学ブルーミントン校（Indiana University Bloomington）で文化人類学修士号を、ハーバード大学ケネディ・スクールで行政修士号を、ハンブルグ大学（University of Hamburg）で経済人類学博士号を取得している。

免責事項

この論文は、読者への情報提供のみを目的としており、いかなる投資・その他特定商品売買の提案・勧誘の意図も持っていない。この文書に表明されているすべての情報と見解は信頼に足る情報源から誠実に取得されたものだが、その正確さと完全さに関しては、明示的あるいは黙示的に、何の表明も保証もなされてはいない。提示された意見はすべて著者のものである。

著者の事前許諾なしにこの文書の複製や、コピー回覧を行ってはならない。著者は、この文書の使用及び配布により生じる第三者からのいかなる要求や訴訟に対しても責任を負わない。この文書は、適用可能な法により許可される状況下でのみ配布される。

(Endnotes)

ⁱ（訳註）インターネット等を通じて投資家と投資先のマッチングを行う相対投資のこと。Peer to Peer から P2P 投資と呼ばれる。

ⁱⁱ（訳註）ファースト・ロス・トランシェ（First Loss Tranche）とは、投資に損失が生じた時に一番最初に価値の毀損が発生する、劣後性の高い証券のことを指す。

ⁱⁱⁱ（訳註）本論文での助成金（Grant）とは、助成金、補助金、寄付金等を総称し、返済や償還を前提としない贈与的な資金を指す。

^{iv}（訳註）資産凍結（Asset Lock）とは、CIC等の制度において社会的企業を対象とした利益配分、株式の転売制限、経営者の報酬制限等を行うこと。

 笹川平和財団