

欧州におけるソーシャル・ファイナンス —市場の発展のためのレシピから学ぶ—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 欧州では、グローバル金融危機以降、社会的企業（social enterprise）が重要な役割を担うようになってきている。社会的企業の拡大に伴って社会的企業に資金や資本を提供するソーシャル・ファイナンス市場も拡大しており、今後、さらなる発展が期待されている。
2. 欧州のソーシャル・ファイナンス市場では、ソーシャル・バンクやソーシャル・ベンチャーキャピタル、クラウドファンディング、インキュベーター、アクセラレーター、マッチメーカーといった多様なプレーヤーが参加するようになってきた。もっとも、社会的企業の支援やファイナンスの需要と供給をマッチングさせる機能が不足するなど今後の発展に向けた課題も抱えている。
3. 欧州委員会は、ソーシャル・ファイナンスの商品や市場を発展させるイニシアティブの設計のため、「ソーシャル・ファイナンスのレシピ」と題するガイダンスを策定している。当該レシピは、ソーシャル・ファイナンスの発展のために投資家がどのようなことを検討すべきか、社会的企業にどのような能力開発の支援を提供すべきか、といったことを含めて幅広く論点の整理を行っており、欧州におけるソーシャル・ファイナンスの発展を企図している。
4. 欧州の社会・経済システムは現在、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックの影響を受けている。COVID-19によって生じた問題に対処するべくソーシャル・セクターの役割への期待が高まっており、それに伴ってソーシャル・ファイナンスに今後さらなる注目が集まることが見込まれる。ウィズコロナあるいはアフターコロナの時代には、欧州に限らず、日本を含む世界各地においてソーシャル・セクターを支えるソーシャル・ファイナンスへの期待が高まるように思われる。欧州の取組みに学ぶことは多い。

野村資本市場研究所 関連論文等

・小立敬「社会的課題に対応するソーシャル・ファイナンス—英国の休眠預金の活用に学ぶ—」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号

I 欧州におけるソーシャル・ファイナンスへの期待

グローバル金融危機以降、欧州では社会的企業（social enterprise）が重要な役割を担うようになってきている。社会的企業とは、ソーシャルな目的を掲げて社会的課題の解決を図ろうとする営利企業（または非営利企業）であり、社会や環境への利益を最大化しながら経済的利益の最大化も目指す企業である¹。社会的課題の解決に当たってイノベーションを活用するソーシャル・ベンチャーも活躍している。欧州では金融危機後の10年に社会的企業をめぐるエコシステムが形成されてきた。今後10年間は社会的企業が持続可能な経済成長とソーシャル・インクルージョン（社会的包摂）を支えることが期待されている²。

欧州では、社会的企業の拡大に伴って社会的企業に資金や資本を提供するソーシャル・ファイナンス³も拡大しつつある。市場の発展の度合いや参加者の数は加盟国によって区々であり、加盟国の間では社会的課題に関するレガシーも異なるが⁴、加盟国は社会的企業やソーシャル・ファイナンスを支援する制度の整備やイニシアティブを打ち出している（図表1）。欧州においては今後、ソーシャル・ファイナンス市場のさらなる発展が期待されている。

欧州のソーシャル・ファイナンス市場は2000年代前半に出現したとされるが、当時は今ほどの市場の広がりにはなかった。その後15年以上が経過してファイナンスの選択肢は増え、投資家層も拡大している。資産運用会社は資金を調達し、クラウドファンディングは資金を集め、銀行は社会的企業のローン・ポートフォリオを構築するようになっている。EUでは、寄付や助成のほか銀行に対する保証の提供、ソーシャル・ベンチャーキャピタルへの出資を含め、様々な政策介入を通じてソーシャル・セクターの発展が促されてきた。

図表1 社会的企業、ソーシャル・ファイナンスの支援策の例

加盟国	措置
ラトビア	1,200万ユーロの社会的企業のためのプログラムを導入
アイルランド	政府支援の下、同国の銀行セクターから拠出された1億ユーロを原資として社会的企業やコミュニティを対象に融資を提供するファイナンス会社(Social Finance Foundation)を設立
ポルトガル	政府のイニシアティブとして社会的イノベーションを創出し、ソーシャル・ファイナンス市場を促進することを目的とする組織(Portugal Social Innovation)が設立され、EUの域内格差の是正を図るファンドである欧州構造基金(European Structural Fund)が1億5,000万ユーロを拠出
スウェーデン	2018年に社会的企業に関する国家戦略(National Social Enterprise Strategy)を策定し、社会的企業のための予算措置を手当て

（出所）European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

¹ 社会的企業は、ソーシャル・ビジネスやインパクト企業とも称される。

² European Commission, “Social enterprise finance market; Analysis and recommendations for delivery options,” European Center for Social Finance, November 2019. 当該レポートは、欧州委員会の要請の下、ソーシャル・ファイナンスや社会的起業家に関するリサーチやビジネスインテリジェンスを提供するためミュンヘン・ビジネススクールが設立した欧州ソーシャル・ファイナンス・センター（European Center for Social Finance）が作成したものである。

³ ソーシャル・ファイナンスは、インパクト・ファイナンスやインパクト投資、サステナブル・ファイナンスとも称されるが、本稿ではソーシャル・ファイナンスの語を用いる。

⁴ 例えば、フランスやベルギーではソーシャル・エコノミー（社会的企業や非営利組織を含む）の伝統が根付いている一方、東欧諸国は共産主義の過去を払拭できずにいるとされる。

機関投資家の裾野拡大については、社会的企業にファイナンスする大規模なファンドが現れており、社会的インパクトを重視するインパクト投資家は、不動産や上場投資信託（ETF）、社会的責任投資（SRI）ファンドといった選択肢から投資対象を選ぶことができる。また、保険会社や年金基金、ファミリー・オフィスは、様々なアセットクラスにおいてインパクトを目的とする投資機会を見出すことができる。「インパクト」、「エシカル（倫理的）」、「ソーシャル」といったラベルをつけた投資信託も現れており、リテール投資家の投資機会も生まれている。

もっとも、一般的な機関投資家が求める投資サイズは100万ユーロを超えることから、ソーシャル・ファイナンスは投資対象としては小さすぎることが多い。また、機関投資家の債券投資では一般に、投資適格格付が与えられた債券や外部評価のある債券が選好されるが、インパクトを測定する基準やプロセスが未だ確立されていないため、投資家が適切にインパクトを特定することが難しい。さらに、ソーシャルやインパクトといったラベルが付された100種類の投資信託を調査したところ、プラスの金融リターン、意図された投資インパクトあるいは測定可能なインパクトといった要素を含めインパクト投資の定義を満たすのは2つだけであったという指摘もある⁵。

一方、テクノロジーの主導でソーシャル・ファイナンスが発展する可能性も指摘されている。近年、インパクトの測定においてデータの有用性や質・量が向上しており、社会的企業が社会的インパクトの測定ツールを導入したり、資金提供者の要請を背景にソーシャル・ファイナンスの仲介者が社会的インパクトの計測を行ったりしている。また、契約の自動化を図るスマート・コントラクトや暗号資産を発行して資金調達を図るイニシャル・コイン・オフリング（ICO）を含め、ソーシャル・ファイナンスの分野でもブロックチェーンの活用の可能性が注目されている。さらに、新しい仲介モデルも誕生している。伝統的な金融では銀行のローン・オフィサーやファンドの投資マネージャーが投資先を選定するが、ソーシャル・ファイナンスではダッシュボードやプラットフォームを利用して、投資家が自ら投資先となる社会的企業を選べるようなビジネスモデルも現れている⁶。

このようにソーシャル・ファイナンスは、多くの課題とともにその潜在性が注目されている。欧州においては今後、持続可能な経済成長とソーシャル・インクルージョンを支えるべく社会的企業の役割が期待されている。社会的企業への期待が高まるにつれて欧州におけるソーシャル・ファイナンス市場は一層の発展が見込まれるようになってきた。

そこで本稿では、欧州のソーシャル・ファイナンス市場で活躍する様々なプレーヤーについて確認した後に、欧州委員会が公表しているソーシャル・ファイナンス市場の創設・発展のために不可欠な要素をまとめたレシピの要点を紹介する。そのうえでソーシャル・ファイナンス市場を発展させる鍵について一般化を図りながら、欧州の取組みから得られる日本への示唆についても若干の考察を加える。

⁵ 標準的なデータベース（持続可能かつ責任投資のためのフォーラムおよびモーニングスター）に挙げられた、「インパクト」、「サステナブル」、「エシカル」、「ソーシャル」、または「パーパス」に分類された投資信託に関して分析した非公開の研究の結果である（前掲脚注2の論文を参照）。

⁶ 例えば、インターネットを介してマイクロファイナンスを行うキヴァ（Kiva）は、投資家が希望するファイナンスのスキームを選択できるような投資機会に関するダッシュボードを提供している。

II 欧州のソーシャル・ファイナンスのプレーヤー⁷

1. 代表的な市場参加者

欧州のソーシャル・ファイナンス市場では多様な市場参加者が存在し、社会的企業に対して様々な商品やサービスを提供している。具体的には、銀行（ソーシャル・バンクを含む）、ソーシャル・ベンチャーキャピタル、クラウドファンディング、エンジェル投資家、インキュベーター、アクセラレーター、マッチメーカー（match-maker）、そして投資準備プログラム（investment-readiness program）がある。以下ではそれぞれについて確認する。

1) 銀行（ソーシャル・バンクを含む）

ソーシャル・ファイナンスに携わる銀行は2種類に分かれる。第1のカテゴリーは、BNPパリバやオーストリアのエルステ・バンク（Erste Bank）といった商業銀行である。これらの銀行は、融資を含む一般的な銀行サービスを社会的企業に提供している。第2のカテゴリーは、ソーシャル・バンク、エシカル・バンクあるいはバリューベース・バンクと呼ばれる銀行である⁸。ドイツのGLSバンクやフランスのクレディ・コーポラティブ（Crédit Coopératif）⁹、オランダのトリオドス（Triodos）が代表的である。ソーシャル・バンクは、社会的事業を対象とする融資を専門的に扱っている。

欧州委員会は社会的企業に対してサービスを提供する銀行を支援するため、高水準かつ持続可能な雇用の実現を目的とする雇用・社会的イノベーション（Employment and Social Innovation; EaSI）のプログラムから保証を提供している。EaSIの保証を受けている銀行は金融センターに集中せず欧州各地に分散しており¹⁰、ソーシャル・バンキングは地域に密着し地域の銀行としてのナレッジが必要であることが示唆される。

2) ソーシャル・ベンチャーキャピタル

ソーシャル・ベンチャーキャピタル¹¹は、ベンチャーキャピタルのビジネスモデルを社会的企業のファイナンスに適用したものであり、社会的企業の成長支援のための金融支援やアドバイスを提供している。欧州大陸でソーシャル・ベンチャーが初めて生まれたのが2003年である。その後、スタートアップを支援するインキュベーターや事業の成長を促進するアクセラレーターの役割も担う第二世代のソーシャル・ベン

⁷ 本章については、前掲脚注2のレポートに基づいて記述している。

⁸ シビック・バンクやオルタナティブ・バンクとも称され、投資・融資の社会的および環境的な影響に関心を持つ銀行である。エシカル・バンキングには、倫理的投資、インパクト投資、SRI、企業の社会的責任（CSR）が含まれ、フェアトレード運動、倫理的消費主義、社会的企業などにも関わっている。

⁹ クレディ・コーポラティブは、19世紀末に設立された倫理・連帯的な協同組織金融機関である。同行は2002年にバンク・ポピュレール（庶民銀行）に吸収され、2009年に庶民銀行とケス・デパーニュ（貯蓄銀行）が合併してBPCEグループとなったため、現在は同グループに属している。

¹⁰ EaSIからの保証を受けている銀行の本店所在地は、ブリュッセル、コペンハーゲン、ラッペーンランタ、パリ、リヨン、パドバ、ボローニャ、ユトレヒト、ワルシャワ、モンドラゴン、ポレンサ、バルセロナ、ソリア、シェフィールドと多地域にわたっている。

¹¹ ベンチャー・フィランソロピーとも呼ばれる。

チャーキャピタルが現れており、投資額が 10 万ユーロ未満のスタートアップへの投資も可能になってきた。

さらに、第三世代のソーシャル・ベンチャーキャピタルとして、従来とは異なる企業の成長ステージであったり、エクイティ投資にサービスを拡大したりするビジネスモデルも現れてきた。例えば、ベルギーのソーシャル・ベンチャーキャピタルであるクレダル（Crédal）はローン・ファンドから事業を開始したが、現在ではクラウドファンディングやエクイティ投資へのアクセスも提供している。

代表的なソーシャル・ベンチャーキャピタルは 1,500 万から 1 億 5,000 万ユーロの投資を行っており、通常のベンチャーキャピタルと同様にファンドの規模を拡大させつつ事業を成長軌道に乗せてきた（図表 2）。例えば、ドイツのソーシャル・ベンチャーキャピタルであるボンベンチャー（BonVenture）では、最初のファンド規模は 500 万ユーロであったが、現在のファンド規模は 4,000 万ユーロまで拡大している。

EU では現在、加盟国の資本市場を統合し、単一資本市場の創設を図る資本市場同盟（Capital Markets Union）の取組みが進められており、ソーシャル・ベンチャーキャピタルは資本市場同盟の下で政策的支援を受けている。例えば、欧州社会的起業家ファンド（European Social Entrepreneurship Fund; EuSEF）規則が 2013 年に策定された¹²。EuSEF 規則は、社会的投資ファンドが EuSEF というラベルを名乗ることで EU 域内のファンド販売を可能とするマーケティング・パスポートを与えるものである。社会的投資ファンドの資金調達を支援するべくファンドへの投資を促しながら、社会的起業家の資金調達へのアクセスを支援することを目的としている。欧州証券市場機構（ESMA）が策定しているデータベースによると、現在は 13 の社会的投資ファンドが EuSEF として登録されている¹³。

図表 2 代表的なソーシャル・ベンチャーキャピタル

組織	都市	設立年	ファンド規模	リターン	投資対象	平均投資規模	投資数
BonVenture	ミュンヘン	2003	ファンドI: 510万€ ファンドII: 1,060万€ ファンドIII: 2,330万€ ファンドIV: 4,000万€	ファンドI, II: 資本保全 ファンドIII: IRR3~5% MRIファンド: IRR2~3%	ミドルステージ、 レイターステージ	100~200万€	50
INCO	パリ	2012	3ファンドで1,500万€	-	すべてのステージ	10~500万€	72
Ananda Ventures	ミュンヘン	2009	3ファンドで8,000万€、 ファンド3は5,000万€	ターゲット以上	ミドルステージ、 レイターステージ	200~350万€	21
Oltre Venture	ミラノ	2006	2ファンドで4,300万€	3~5%	スタートアップ、 アーリーステージ、 ミドルステージ	50~200万€	19
SI2Fund	ブリュッセル	2012	1,700万€	1桁のリターン	アーリーステージ、 ミドルステージ	25~150万€	-
Den Sociale Kapitalfond	コペンハーゲン	2011	1ファンドで3,870万€	-	潜在成長性のある 中小・中堅企業	-	2
Phitrust Partenaires	パリ	2006	2ファンドで2,950万€	-	利益があり成長して いる中小企業	10~80万€	20~25
Social Impact Ventures	アムステルダム	2014	1ファンドで1,900万€	-	実績のあるビジネス モデル	50~300万€	10

（出所） European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

¹² Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the COUNCIL of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds.

¹³ ESMA Registers portal (<https://registers.esma.europa.eu/publication/>).

3) クラウドファンディング

クラウドファンディングも社会的企業のファイナンスの需要と供給を繋ぐ役割を果たしている。代表的なクラウドファンディングのプラットフォームとしては、図表 3 がある。クラウドファンディングで行われた社会的企業に対する投資に関する分析によると、平均投資額は 47 万ユーロ（中央値で 21.2 万ユーロ）であった。クラウドファンディングが今後さらに拡大すれば、リテール投資家にとって社会的企業に直接投資をする選択肢となる可能性がある。

図表 3 代表的なクラウドファンディングのプラットフォーム

組織	都市	設立年	地域フォーカス	調達資金	投資メンバー	平均投資規模	投資数
Bolsa Social	マドリード	2014	スペイン	270万€	4,900	20万€	14
LITA.co	パリ	2014	フランス、ベルギー、イタリア	2,000万€以上	個人投資家4,500 機関投資家100	29万€ (中央値)	50以上
One Planet Crowd	アムステルダム	2012	オランダ	4,000万€以上	25,000	14万€	280以上

(出所) European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

4) エンジェル投資家

自己の財産を利用してスタートアップやアーリーステージに投資するエンジェル投資家も社会的企業に関心を有している。欧州のアーリーステージ市場に関する統計によれば、2017年には、欧州において約 34 万人のエンジェル投資家が約 4 万件の取引を成立させており¹⁴、特に英国やドイツ、フランスでは、エンジェル投資家が相当規模の投資を行っている。欧州のソーシャル・ファイナンスでは、社会的企業に投資を行うエンジェル投資家への期待が大きい。

そのため、欧州では共同投資スキームや税控除を通じて、エンジェル投資家の政策的な支援が図られている。欧州投資基金（European Investment Fund）のアドバイスの下、イノベティブな企業に投資するエンジェル投資家の共同投資スキームに対して欧州エンジェル・ファンド（European Angel Fund; EAF）がエクイティを提供する措置が手当てされている。また、エンジェル投資家に対する社会的投資のインセンティブとして多くの加盟国で税控除が導入されている。

5) インキュベーター、アクセラレーターとマッチメーカー

スタートアップやアーリーステージの社会的企業を支援し、社会的企業の事業の成長を促進するものとしてインキュベーターやアクセラレーターが存在する。また、投資を受け入れようとする社会的企業に対して多様な投資家の要求に応じつつ、新たな資本ソースにアクセスすることを支援する投資準備プログラムがある。このようなソーシャル・ファイナンス中間支援組織（social finance intermediaries）¹⁵は一般に、

¹⁴ European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Player, “EBAN Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2017,” 2018.

¹⁵ ソーシャル分野においては、中間支援組織または中間支援機関と訳されることが多い。

①アカデミック・モデル、②インパクト・ハブ・モデル、③専門的モデル、そして④ファンド・モデルという4つの類型に区分される。

アカデミック・モデルとは、社会的企業を設立することに関心をもつ学生に対して教育やトレーニングを提供する大学の能力開発プログラムである。例えば、ミュンヘンでは、4つの大学が協力して社会的起業家のためのアカデミーが設立されている。

インパクト・ハブ・モデルは、一般に知られたビジネスモデルである。社会的起業家にコワーキング・スペースを提供するとともに、投資準備プログラムやインキュベーション・プログラム、アクセラレーション・プログラムといった経営に必要なインフラや能力開発プログラムを提供している。欧州のインパクト・ハブは、財団、一般企業または開発機関がスポンサーとなって運営されることが多い。

ファンド・モデルは、投資準備プログラム、インキュベーション・プログラムあるいはアクセラレーション・プログラムとともにファンドの機能を持つビジネスモデルである。投資準備プログラムを卒業した社会的企業にはファイナンスの選択肢が少ないことから、投資準備プログラムを提供する中間支援組織が社会的投資ファンドを設立するようになった。その一方で、社会的投資ファンドの中にインキュベーション・プログラムやアクセラレーション・プログラムを提供するファンドが現れた。パリを拠点とする INCO はファンド・モデルの代表例であり、インキュベーション・プログラムやトレーニング・プログラムを提供するとともに、ソーシャル・ベンチャーキャピタルとしても活動している。

専門的モデルとは、投資準備プログラムに特化してサービスを提供するビジネスモデルである。もっとも、上記のとおり、インパクト・ハブ・モデルやファンド・モデルも投資準備プログラムを提供していることから、その将来性について懸念されている。

社会的企業のファイナンスや投資ストラクチャーに関してアドバイスしながらフィーを得る仲介者として、社会的企業と投資家を繋ぐマッチメーカーも存在する。例えば、英国のクリアリーソー（ClearlySo）は、インパクト・インベストメント・バンクとして社会的企業が資本を調達するためのアドバイスを提供している。

2. 欧州のソーシャル・ファイナンスに関する課題

欧州のソーシャル・ファイナンス市場では様々な市場参加者が現れており、社会的企業は、社会的リターンとともに、投資家に対して金融リターンを生み出している。もっとも、①エクイティ投資の規模、②中間支援組織の不足、③債務への依存、④需要・供給のつなぎ役に関する経済性、⑤財団の資産配分、⑥投資リターンの信頼性といった点に課題があり、市場の成長が妨げられていることも指摘されている。

1) エクイティ投資の規模

欧州のソーシャル・ベンチャーキャピタルは、ファンドの拡大に対してプレッシャーを受けている。一般に、経費を賄った上で十分な収入が得られる規模としてファンドの運用資産残高（AUM）が3,000万ユーロを超えることが目指されており、小さな額のチケットサイズ（1回当たりの投資額）は避けられる傾向がある。ファンドは通常、潜在的な投資対象を選別し、投資に関する交渉を行って、投資対象を支援し、出口戦略を策定する必要がある。そのため、投資額が50万ユーロに満たない小規模の投資先については、分析を行って選別をしながら投資先を増やしていくことは難しい。

2) 中間支援組織の不足

欧州では、ソーシャル・ファイナンス中間支援組織のビジネスモデルが統合される傾向がある。銀行やローン・ファンドがエクイティ商品を開発するようになる一方、インキュベーターやアクセラレーターは自ら社会的企業に投資できるように資金調達を行っている。ビジネスモデルが統合されれば、取引コストの低減が期待される。もっとも、このような傾向は、インキュベーターやアクセラレーター、マッチメーカーといった中間支援組織が不足しているため、既存の市場参加者が追加的にサービスを提供せざるを得ないという面を反映している可能性がある。社会的企業を資本市場に導く中間支援組織が不足していることが、十分な資本がソーシャル・ファイナンス市場にもたらされていない背景にあると考えられる。

3) 債務への依存

欧州では、エクイティ・ファイナンス分野に比べてデット・ファイナンス分野に多くの仲介者が存在する。この背景として、①債務は投資の出口戦略に依拠せず社会的企業はローン返済をするだけであること、②デット・ファイナンスの仲介者はビジネスモデルがより標準化されており、ローン・オフィサーはファンドの投資マネージャーに比べてより多くの投資先を管理できることから小額でも投資できることが挙げられる。社会的起業家は株式や支配権、議決権を手放す必要がないために債務を偏好するとされており、そのような点も債務に依存する背景にある。

4) 需要・供給のつなぎ役の経済性

ソーシャル・ファイナンス市場の発展には、需要と供給を結びつける機能が必要である。社会的企業の投資受入れの準備を支援する投資準備プログラムの提供者やファイナンスを需給の両サイドで支援するマッチメーカーがあり、欧州においては、前者が数十社、後者は数社存在するとされる。こうしたビジネスモデルは、市場において重要な役割を担っているものの、経営の持続可能性としては未だ難しい状況に置かれていることが指摘されている。

5) 財団の資産配分

社会変革の推進力となりうる財団は、欧州には 14 万団体以上が存在し、それらの年間の総支出は 560 億ユーロ超にも達している。もっとも、欧州の財団は、社会的目的を支援するために利用できる資金の一部しか使っていないのが実情である。財団はソーシャル・ファイナンス市場の重要なリソースとなる潜在性を有しており、特に低金利政策の下では金融リターンが縮小しているため、リターンを求めない財団の役割が益々期待される。

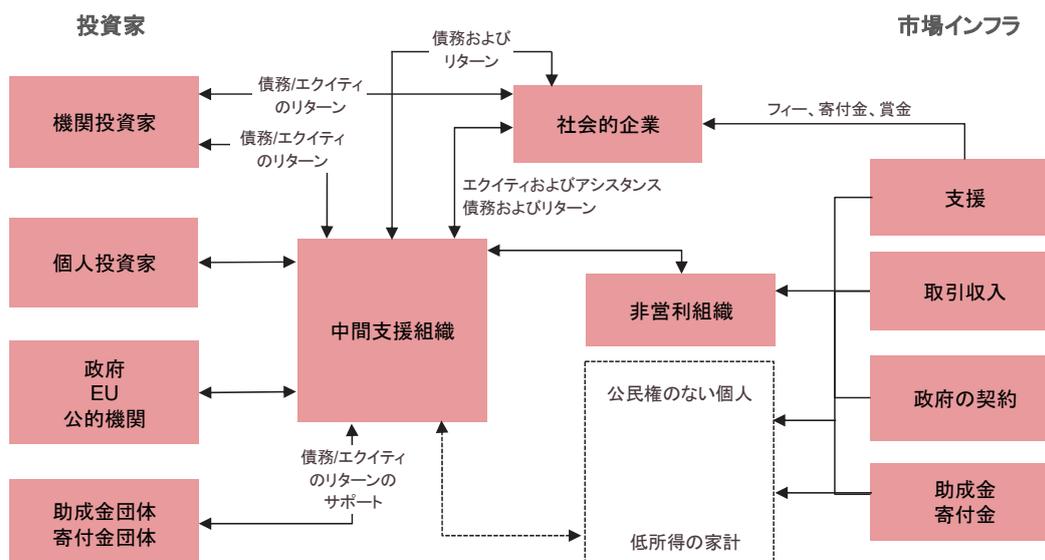
6) 投資リターンの信頼性

一般に機関投資家はファンドに対する投資を決定する際に、ファンド・マネージャーのトラックレコードを考慮しながら投資の意思決定を行っているため、新興のファンド・マネージャーにとっては意識決定の根拠となる投資実績がないという課題に直面している。ソーシャル・ファイナンスの分野でも同様の問題が存在する。

3. ソーシャル・ファイナンスのエコシステム

ソーシャル・ファイナンスの市場の発展を図るには、伝統的な金融との違いに注目する必要がある。伝統的な金融ではリスク・リターンが評価軸となっているが、ソーシャル・ファイナンスはリスク・リターンのみならず、社会的インパクトを追求するものであり、新たな金融のパラダイムとして捉えられている。例えば、欧州委員会は、ソーシャル・ファイナンスのエコシステムとして従来の資本市場とは異なるエコシステムを示している（図表 4）。

図表 4 ソーシャル・ファイナンスのエコシステム



(出所) European Commission (2016), “A recipe book for social finance”より野村資本市場研究所作成

ソーシャル・ファイナンスのエコシステムには、社会的企業と非営利組織（慈善団体やコミュニティを含む）によるソーシャル・エコノミーがあり、それらを経済的、ソーシャル、文化的または環境的な目的に基づいて投資する社会的投資家が支えている。また、社会的企業と投資家をつなぐソーシャル・ファイナンス中間支援組織は、リソースやファイナンス、スキル、スペース、システムを提供しながらソーシャル・ファイナンスの取引に関与し、社会的企業にサービスを提供している。一方、政府の役割としては、市場の整備、触媒、マッチング資金の提供、政策立案または税控除を通じてソーシャル・ファイナンスにインセンティブを提供している。

このようにソーシャル・ファイナンスには、従来の資本市場とは異なるエコシステムがある。そのため、ソーシャル・ファイナンス市場の発展を図るには、自然発生的というよりもある程度は人為的に市場を構築していく必要があるように思われる。そこで次章では、欧州委員会がソーシャル・ファイナンスの商品や市場を欧州で発展させることを目的として公表しているガイダンスを紹介する。

III 欧州におけるソーシャル・ファイナンスの「レシピ」

1. 欧州委員会によるレシピ

欧州委員会は、ソーシャル・ファイナンスの商品や市場を発展させるイニシアティブを設計することを目的に、「ソーシャル・ファイナンスのレシピ（recipe book for social finance）」と題するガイダンスを公表している（以下、「レシピ」という）。レシピは2016年に初版が公表され、2019年には第2版¹⁶が出ている。レシピは、ソーシャル・ファイナンスの提供とソーシャル・ファイナンスの需要に応じる能力開発を投資家に促すことで社会的企業のソーシャル・ファイナンスへのアクセスを容易にし、社会的企業の多様な組織モデルと社会的ミッションを尊重しながら社会的企業に役立つことを目的として挙げている。

レシピは、社会的投資家やソーシャル・ファイナンス中間支援組織の実践的ガイダンスであり、①社会的企業をめぐる環境、ソーシャル・ファイナンス市場の評価、②投資家としてのアプローチ、③投資戦略、④仲介戦略、⑤ビジネスモデルの開発、⑥インパクトの評価、⑦事業規模、⑧将来の課題といった項目を掲げて論点整理している。

次節以降は、欧州委員会のレシピのうち、社会的企業をめぐる環境や市場の評価や社会的投資家や中間支援組織に焦点を当てながら、ソーシャル・ファイナンス市場の発展にとって重要な論点を紹介する。

¹⁶ European Commission, “A recipe book for social finance,” Second edition, 2019.

2. 社会的企業をめぐる環境、市場の評価

1) ソーシャル・ファイナンス環境の評価

各地域のソーシャル・ファイナンス市場を評価するには、社会的企業やソーシャル・ファイナンスの提供者をめぐる環境を把握することが重要である。そこで、欧州委員会のレシピは、まずソーシャル・ファイナンスが可能になる環境として、①政策および規制、②カルチャー、③市場について評価することを求めている。

(1) 政策および規制

ソーシャル・ファイナンスに関する政策として、社会的企業を促進するための政策がある。社会的企業を支援するため特別な法人格を設ける国¹⁷や社会的企業に対して税制優遇を導入している国¹⁸がある。また、社会的投資を促すことを目的とする社会的投資の税控除や個人向け貯蓄制度を通じた社会的企業に対する投資促進策もある¹⁹。さらに、社会的企業のファイナンスやソーシャル・ファイナンスのインフラ支援のために公的資金を活用することも重要である。一方、供給サイドの社会的投資家を対象とする規制として、欧州には前述の EuSEF 規則がある。また、助成金や税制優遇、政府によるファンディングについてもソーシャル・ファイナンス市場における資本の利用可能性を向上させる。

(2) カルチャー

フィランソロピー（慈善活動）や寄付のカルチャー、ソーシャルや環境的なメッセージに対する一般社会のオープンさ、そして起業家精神にあふれた革新的思考の存在（または欠如）に注意を払う必要がある。フィランソロピーの伝統が強い市場において社会的投資家は、パートナーをより簡単に見つけることができる。また、金融市場の革新的な思考やリスク選好もカルチャーに含まれる。例えば、すべての投資家が低リスク・低リターンを取引を好むようなときは、リスクが高い社会的企業の資金調達は難しくなる。コラボレーションのカルチャーも重要であり、それが欠如すれば共同投資のような投資モデルを活用することが難しくなる。

(3) 市場

需要サイドにおいては市場アクセスが重要である。例えば、社会的企業からの購入に消費者や市場がオープンであって持続可能な収益を生み出せるビジネスモデルが確保されるか、顧客に特定の行動を促すターゲットを絞った規制はあるか、規制や参入

¹⁷ 英国では、利益と資産を社会的課題の解決に利用することを条件として法人の設立を簡素化したコミュニティ利益会社（community interest company）という有限責任会社制度が設けられている。

¹⁸ ハンガリーでは、社会的協同組合（social cooperative）に対して税制優遇の仕組みが手当てされている。

¹⁹ 英国では社会的投資税控除（Social Investment Tax Relief）が導入されており、フランスでは個人の貯蓄制度である 90/10 ソリダリテ（連帯）ファンドにおいて社会的企業に投資する仕組みが措置されている。

障壁を理由に社会的企業が公共セクターの市場にアクセスできないことはないかという点が論点となる。一方、供給サイドに関しては、金融市場の洗練度とソーシャル・ファイナンス市場の発展度の双方を評価することが重要である。金融市場が未発達であれば、金融市場でテストされていない金融商品やビジネスモデルが、ソーシャル・ファイナンス分野で試される可能性は低くなる。

2) 需要サイド、供給サイドにおける論点

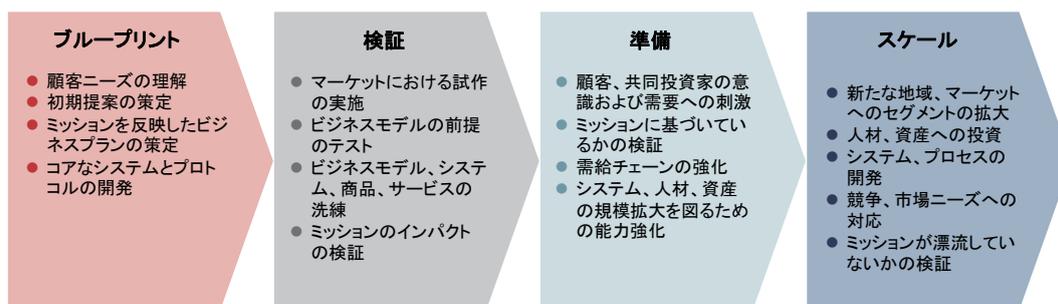
次に、ソーシャル・ファイナンスの需要サイドとして社会的企業の資金ニーズについて、そして供給サイドとして社会的投資の性質について、論点を取り上げる。

(1) 社会的企業の資金ニーズ

社会的企業はそれぞれの活動分野やビジネスモデル、成熟度に応じて様々な目的で資金を調達する必要がある。一般に運転資金の調達、不動産・設備の購入、剰余金や成長資本（サービス拡大やインフラ、イノベーションへの投資を含む）の構築に資金が使われることが多い。もっとも、金融的または社会的なリスク・リターンへの期待が合わないことが多く、投資家と投資先の間でファイナンスを一致させることは多くの市場にとって課題である。また、ソーシャルの目的のため、さらに投資先の社会的企業が許容できる条件の下で、長期的に引き出されることのない寛容な資本（patient capital）を提供したり、柔軟に投資を提供したりする投資家や貸し手は少ない。

社会的企業のライフサイクルは、①ブループリント（青写真）、②検証、③準備、④スケール（規模拡大）で表現される（図表 5）。社会的企業の資金調達に当たっては、こうしたライフサイクルを考慮に入れる必要がある。アーリーステージに投資する投資家はほとんどいないため、ブループリントのステージでは慈善的な資金の提供者がギャップを埋めることが期待される。もっとも、家族・友人からの慈善資金はスタートアップには利用できるが、その後の成長をファイナンスするには十分ではない。多くの投資家は社会的インパクトに関心を持っているが、インパクトを優先する投資家はあまり存在しておらず、ほとんどの投資家は、自らの投資によってインパクトを生み出すことを主な目標とするにとどまっている。

図表 5 社会的企業のライフサイクル



(出所) European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

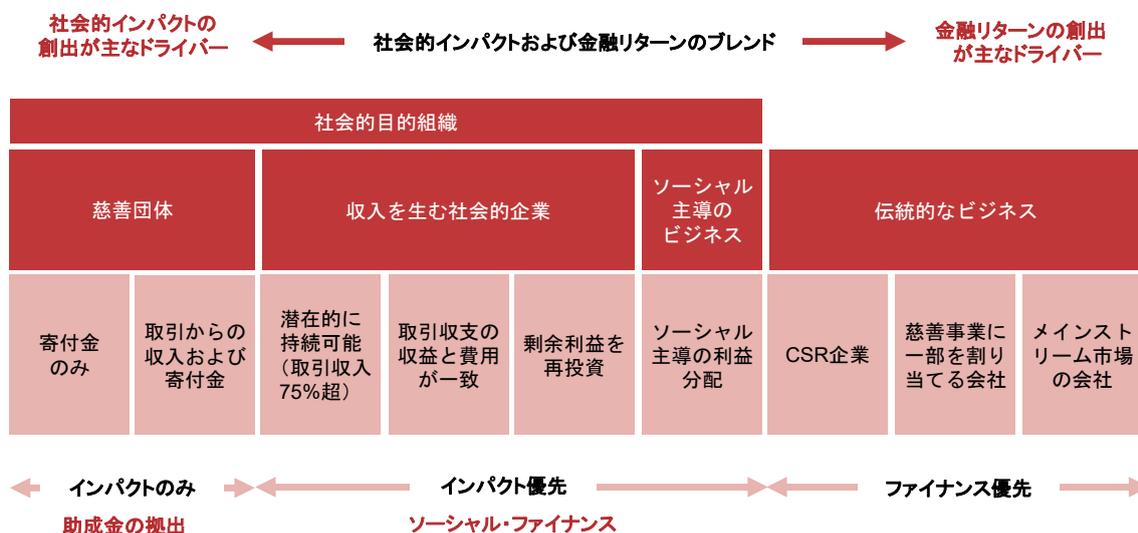
(2) 社会的投資の性質

ソーシャルな、環境的または文化的な利益とともに経済的な利益に焦点を当てる社会的投資においては、社会的インパクトと金融リターン間の相対的なウエイト付けの違いによって多様な投資家が存在する（図表 6）。わずかなあるいは多少のインパクトを追求する投資家からインパクトのみを求める投資家まで様々である。インパクトのみを追求する投資家は、資本の返済を求めておらず、寄付金や助成金を提供するだけである。一方、インパクト投資は、社会的リターンとともに金融リターンも要求する。社会的投資家は、投資するアセットクラスではなく、社会的投資に対する姿勢によって分類される。

社会的投資家には、エンジェル投資家から大規模な資金の提供者まで存在し、大規模な資金提供者にはソーシャル・ベンチャーキャピタルや慈善財団、ローン・ファンダ、投資ファンドが含まれる。また、協同組織金融機関や信用組合に加えて、様々なファンドや富裕層も社会的投資を行っている。さらに、クラウドファンディングやコミュニティ株式（後述）を通じてリテール投資家も社会的投資に参加している。

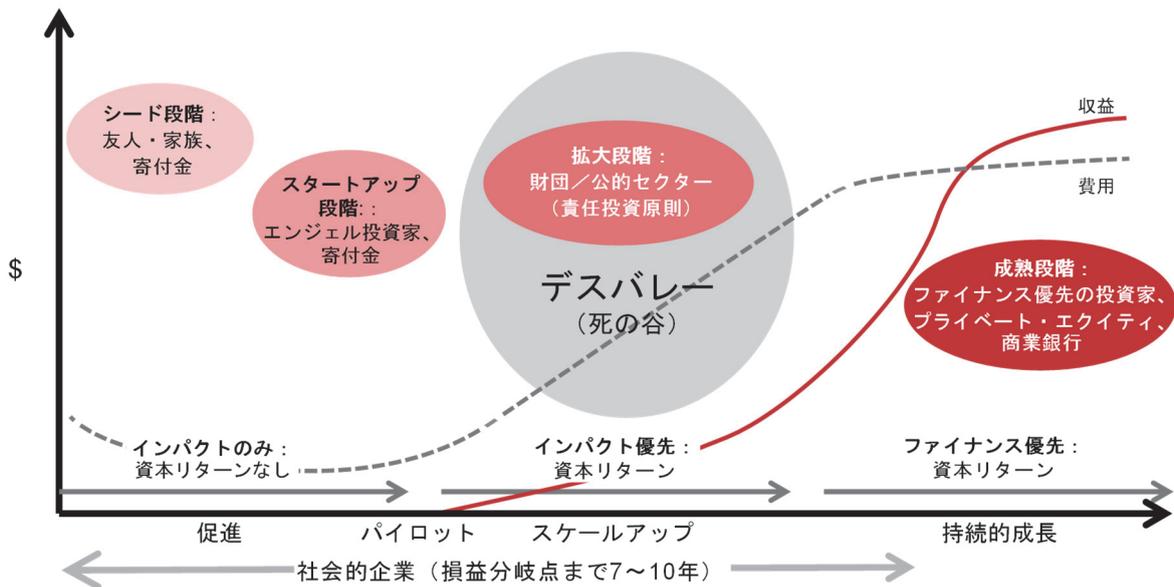
欧州委員会のレシピは、ソーシャル・ファイナンスにはインパクト優先からファイナンス優先まで多様な投資家が存在する一方で、一般のベンチャー企業と同様に「デスバレー（死の谷）」があることを指摘している（図表 7）。

図表 6 社会的投資を含む投資の範囲



(出所) European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

図表 7 社会的企業の成長段階における社会的投資家の範囲



(出所) European Commission (2019)より野村資本市場研究所作成

3. 社会的投資家、中間支援組織にとっての論点・課題

欧州委員会のレシピは、社会的企業の環境やソーシャル・ファイナンス市場の評価について整理した後に、社会的投資家を育成しソーシャル・ファイナンスを支援するためのより実践的ガイダンスを示している。以下では、社会的投資家やソーシャル・ファイナンス中間支援組織に関する論点・課題を整理する。

1) 社会的投資家としてのアプローチ

社会的投資家にとっては、社会的投資に際してどのようなアプローチを採るかが重要である。レシピは、社会的投資に際してどのような目的を持って、どのような金融リターンや社会的リターンを追求するのかを明確にし、社会的投資家としてリスク・テイクとリスク・アピタイトを適切に認識することを求めている。さらに、社会的投資家として、単独で投資を行うのか共同投資 (co-investment) を行うのか、どの程度の投資期間が可能かという点を考慮する必要があるとしている。

レシピは次に、社会的投資家に投資戦略の策定を求める。投資戦略においては投資する地域や分野 (ソーシャル、環境を含む) といった投資のフォーカスを明確化することが求められる。どのような投資先を対象とするかも重要である。投資先には、非営利組織や社会的企業、社会的インパクトをもたらす事業が含まれる。仮に投資家がソーシャル分野の非営利組織を投資対象とするときは、ファイナンスの手段については寄付金や助成金あるいはローンに限られる。

さらにレシピは、投資形態を明確にする必要があるとする。社会的投資には多様な金融商品があるが、主なカテゴリーとして債務、エクイティ、準エクイティ（quasi-equity）に分かれる。社会的投資においては債務が最も一般に利用される投資形態であり、有担保・無担保のローンや債券が利用されている。

一方、社会的投資におけるエクイティの割合は低い。その背景として多くの社会的企業や非営利組織には、株式を発行し、配当を支払う仕組みが認められていないことが挙げられる。そのため、多くの加盟国においては、コミュニティ・シェア（community share）²⁰がコミュニティ・ベースの社会的企業に利用されている。また、株主が社会的企業の経営に参加することで社会的ミッションが漂流または希薄化することを懸念して、社会的企業は証券取引所に上場したがる傾向がある。社会的企業のエクイティはセカンダリーで売却することが難しく、持ち切りとなることが多い。

また、準エクイティとは、株式が発行できない社会的組織が株式に類似するものとして発行する金融商品である。投資家に対して将来の収入の一定の割合が配分されるといった契約に基づいて発行されることが多い。

さらに、社会的企業が潜在的に重大な社会的インパクトを有するときには、異なる資金提供者から多様なファイナンス形態（エクイティ、ローン、助成金、寄付金、保証を含む）を調和させるインテグレート・キャピタル（integrated capital）が実行されることがある。金融リターンを必要としない寄付金によるファイナンスが含まれることで、より長期の発展が可能になりデスパレーも乗り越えることができる。例えば、コミュニティ・ベースの社会的企業においてコミュニティの資金提供者に加えて多様な投資家がインテグレート・キャピタルに参加すれば、将来の成功をより着実に支えることになるだろう。インテグレート・キャピタルは、リスクとリターンのアピタイトが異なる投資家が協働することによってインパクトの大きい社会的企業を支援することを可能にする。新たな事業に乗り出すことでより寛容な資本を必要とする社会的企業にも望ましいファイナンスの形態となる。

インテグレート・キャピタルと同様、寄付金と他のファイナンスを組み合わせた投資の戦略としてブレンド・ファイナンス（blended finance）もある。ブレンド・ファイナンスは、主として公的機関や慈善財団によって提供される。また、優先証券や転換社債、ワラント、デリバティブを含む債務とエクイティを組み合わせたハイブリッド・キャピタルも社会的企業が懸念する社会的なミッションの漂流という問題に対応することができる。

²⁰ コミュニティ・シェアとは、英国で始まったエクイティによるソーシャル・ファイナンスの手法であり、協同組合、コミュニティに関わる開発金融機関や慈善団体を含むコミュニティに利益をもたらす組織によって発行される引出可能な株主資本である。英国ではクラウドファンディングでも利用されている。コミュニティ・シェアは、欧州においては 20 カ国以上で導入されており、オーストラリアや北米でも利用されている。

2) 社会的企業および投資家のサポート、仲介の機能

リスクの最小化や社会的リターンを最大化の観点から、社会的投資家が投資先の社会的企業に非財務的サポートを提供することもあるが、社会的企業のサポートやソーシャル・ファイナンスの仲介を専門的に行う機能が市場の発展において重要である。欧州委員会のレシピはそのようなサポートや仲介の目的として、①投資可能な社会的企業にフローをもたらすこと、②社会的企業の能力開発（capacity-building）を図ること、③市場における多様なステークホルダー間のコミュニケーションや取引を促すこと、④テクノロジーの意識啓発を図ること、⑤投資に実効性をもたらす、保護し、拡大させること、⑥エコシステムの機能にとってより良い貢献を図ることを挙げている。社会的企業をサポートする代表的なビジネスモデルとして、以下のモデルがある。

- インキュベーター： スタートアップやアーリーステージの社会的企業がビジネスモデルを開発、テストする能力開発を支援している。社会的起業家にトレーニングやメンタリングを提供し、オフィス・スペースを用意する。また、社会的起業家にシードとなる資金を提供することもある。
- アクセラレーター： 能力開発を必要とし、事業成長のためのファイナンスを必要とする社会的企業を支援する。メンタリングを含む様々なサポートを社会的企業に提供しており、社会的企業のオーナーシップを一部保有する代わりにシード資本を提供することもある。また、インパクト投資家の投資ポートフォリオに社会的企業をつなげる役割を担うこともある。
- キャンパス²¹： 社会的起業家にオープンであり、社会的起業家にコワーキング・スペースを提供する。月次のデスク・フィーで運営され、自らは投資を行うことはないものの、スタートアップを図る社会的起業家を様々な面からサポートしている。スタートアップのために多様なプログラムを提供しており、ワークショップなどのイベントを開催し、ハッカースペース²²を提供している。

一方、ソーシャル・ファイナンスの仲介としては、直接投資を望まない投資家のために社会的企業への投資を行う金融仲介モデルと、社会的企業に直接投資する投資家に投資先の社会的企業をつなぐ非金融仲介モデルがある。

- 金融仲介モデル： 投資家のための社会的投資を行いながら、ファンド（その他の投資ビークル）を管理・運用するビジネスモデルであり、投資家から得られるフィーと投資収益によって成り立っている。
- 非金融仲介モデル： 社会的企業と投資家をつなぐマッチメーカーが含まれる。マッチメーカーは、社会的企業および投資家にファイナンスや投資ストラク

²¹ 前章で紹介したインパクト・ハブ・モデルと同義である。

²² ハッカースペースはハックラボやメーカースペースとも称され、コミュニティとして運営されるワークスペースで、共通の興味・関心を有する起業家等が出会い、ソサイエティを形成したりコラボレーションしたりする場所である。レストランやキッチン、カフェ、バーを併設していることが多い。

チャーに関するアドバイスを提供してフィーを得ており、社会的投資の案件を探し出して実行させることを事業としている。

3) 能力開発、アドバイスの役割

能力開発やアドバイスの提供に関して需要サイド（社会的企業）と供給サイド（投資家）に分けてその役割を整理すると、まず、需要サイドには、社会的起業家を集めて、それらをトレーニングし、スキルを開発するグループ・サポートがある。社会的起業家に対して情報伝達やナレッジ共有、スキル構築を図るものであり、代表的なものに社会的起業家のスクールがある。また、社会的起業家を対象とするアワードやコンペティションにおいて勝者に対して資金やトレーニングの機会が提供されることがある。次に、スタートアップから規模の拡大を図るステージまでの幅広い社会的企業を対象とするワン・オン・ワン（一対一）のサポートがある。ここではメンタリングやコーチング、個々の企業に応じた能力開発やアドバイスが提供されている。

社会的企業の能力開発はあらゆるステージにおいて必要となる。社会的企業に提供される能力開発は、事業戦略のサポートや企業が属する業界のネットワークに対するアクセスに加えて、メディアへの露出やインパクトの測定という特定の課題を含めて幅広いテーマをカバーしている²³。また、社会的投資の受入れに焦点を当てつつ社会的企業を支援するものとして、投資準備プログラムがある。投資準備プログラムの対象となる社会的企業は、事業成長や規模拡大に向けてファイナンスを必要とする企業であり、ファイナンスを返済するためには収入を生む事業が必要となる。また、投資家が投資しやすい社会的企業は、社会的インパクトが測定可能であり、投資可能な法的構造やガバナンスを有している組織である。投資準備プログラムは、投資家が投資しやすく社会的企業を改善するとともに、社会的企業のソーシャル・ファイナンスのスキルやマーケティング、経営経験の能力開発を支援している。

また、ソーシャル・ファイナンスの供給サイドに関しては、投資リスクや取引コストの高さ、社会的インパクトの測定の難しさ、社会的課題への理解の不足、市場や取引サイズの小ささといった投資の際の課題や障害があり、投資家にもサポートが必要である。通常の資本市場では、教育から市場リサーチ、投資戦略の策定に至るまで投資家の需要に応じて多様なサービスが提供されているが、ソーシャル・ファイナンス市場においては、投資家をサポートする機能は十分に発達していない。ソーシャル・ファイナンスの分野において投資家をサポートする機能を拡充することは課題となっている。

他方、社会的企業や投資家が必要とするサポートは、ソーシャル・ファイナンスの市場の成熟度によって異なる。市場がまだ初期段階であれば、すべての市場参加者に

²³ 社会的企業の事業拡大に関する能力開発に限らず、事業計画、市場リサーチ、財務予測、財務モデリング、業務管理、人事、経営情報システム、マーケティング、コミュニケーション、PR、財務管理、投資、ガバナンス、社会的インパクトの管理に及んでいる。

向けて意識向上や教育的な取組みを提供することが求められ、新規参入者が社会的企業のビジネスモデルや投資から得られる潜在的な利益を理解することが重要になる。そのため、ソーシャル・ファイナンスが初期段階の市場においては、アーリーステージの社会的企業の支援に焦点を当てながら、社会的投資の先行的な成功モデルを示すことが重要である。

また、ソーシャル・ファイナンスが成長過程にある市場では、ソーシャル・ファイナンスの環境整備を継続しながら市場参加者を増やしていくことが重要であるが、さらなる課題としてパイオニアとなる社会的投資家を生み出していくことが求められる。そのため、投資家や投資対象となる社会的企業の能力開発を継続しながら増大する社会的企業のファイナンス需要に応じていくために、投資家の資金プールを拡大していくとともに社会的投資家の先行的な成功モデルを示すことが求められる。

そして、ソーシャル・ファイナンスがすでに成熟した市場では、大規模な資金リソースが存在し、社会的投資に前向きな投資家が多く存在する。社会的企業や投資家には様々なサポートの選択肢があり、セカンダリー市場が発達することによって市場に流動性がもたらされる。このような成熟した市場においては、社会的インパクトのエビデンスの提供やソーシャル・ファイナンスに加えて伝統的なファイナンスのオファーを含む社会的企業の規模拡大に向けた準備を図ることに能力開発の焦点が当てられることになる。

IV 欧州から学ぶソーシャル・ファイナンスの発展の鍵

1. COVID-19 とソーシャル・ファイナンスへの期待

欧州では、持続可能な経済成長とソーシャル・インクルージョンを促進する役割を担う社会的企業のファイナンスを図るべく、ソーシャル・ファイナンス市場が発展してきた。ソーシャル・バンクを含む銀行、ソーシャル・ベンチャーキャピタル、クラウドファンディング、インキュベーター、アクセラレーター、マッチメーカーといった多様なプレーヤーが欧州のソーシャル・ファイナンス市場に参加している。欧州では、社会的企業を支援するインキュベーターやアクセラレーター、ソーシャル・ファイナンスの需要と供給をつなぐマッチメーカーを含む中間支援組織が不足しているといった課題を抱えているものの、さらなる市場の拡大が期待されている。

そして現在、欧州の社会・経済システムは新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックの影響を大きく受けている。欧州では、COVID-19の感染者数が累計で3,000万人を超え、社会・経済システムに大きな危機が生じている。そうした中で、COVID-19のパンデミックに対応し、COVID-19に苦しむ人々の健康や生活を支援し、雇用や貧困といった社会システムが抱える問題に対処するため、ソーシャル・セクターの役割や機能に対する期待も高まっている。

もっとも、COVID-19 のパンデミックは欧州のソーシャル・セクターにも影響をもたらしており、社会的企業の一部は解散したり、社会的な活動ができなくなったりしている。そのような事態を受けて、EU は社会的企業のファイナンスを支援する措置を講じている。例えば、COVID-19 への対応として欧州委員会と欧州投資ファンド（European Investment Fund; EIF）は、零細企業に加えて社会的企業のファイナンスを支援することを目的として、EaSI の保証機能を使って総額 4 億ユーロに上る保証を提供する枠組みを導入している²⁴。COVID-19 のパンデミックの影響が長引く中で、社会的企業に対するファイナンスの呼び水となることが期待されている。

欧州では COVID-19 が発生する以前から社会的企業の重要性が認識されてきたが、COVID-19 のパンデミックが生じたことによって社会的企業の活動範囲は広がっており、それに伴ってソーシャル・ファイナンスの役割の拡大が見込まれている。さらに現在、ESG または SDGs への注目が世界的に高まってきており、ESG 投資は拡大してきている。現在のウィズコロナや今後のアフターコロナの時代には、欧州に限らず、日本を含む世界各地でソーシャル・セクターをファイナンスの面から支えるソーシャル・ファイナンスに対する期待が高まっていくように思われる。

2. ソーシャル・ファイナンスの発展の鍵

そこで、欧州委員会が公表しているソーシャル・ファイナンスの市場および商品を開発させるためのレシピを踏まえながら、ソーシャル・ファイナンス市場を開発させる鍵について改めて整理する。

ソーシャル・ファイナンスのエコシステムを構築するに当たって必要なことは、ソーシャル・ファイナンスの需要サイドである社会的企業の育成・発展とともに、供給サイドにおいては社会的リターンを追求する様々な投資家が存在することである。

1) 社会的企業の育成・発展

社会的事業に従事する組織としては、伝統的には慈善団体が想定されるが、そのような非営利組織は、通常は寄付金や助成金といった返済の必要のない資金で運営されている。ソーシャル・ファイナンスにおいては、寄付金等もファイナンスの一部を担っているが、社会的企業と投資家をつなぐファイナンス手段としては、社会的リターンに加えて、利子および配当といった金融リターンを生み出すものである必要がある。したがって、ソーシャル・ファイナンスの発展の鍵となるのは、資本リターンの支払い原資として事業収入を生み出す社会的企業をどのように育成・発展していくかである。

今後、社会的企業としては社会的課題の解決に当たって提供する財・サービス、企

²⁴ European Commission, “Coronavirus: EIF and European Commission launch new measures supporting micro- and social enterprises under the EUR 400m EaSI Guarantee instrument,” 24 July 2020.

業の運営手法、ビジネスモデルのイノベーションといった様々なイノベーションを活用するソーシャル・ベンチャーの活躍が期待される。そのため、ソーシャル・ファイナンス市場の発展のため、ソーシャル・ベンチャーを支援する枠組みを整備することが求められよう。通常のベンチャー企業に対する支援と同様、スタートアップやアーリーステージの社会的企業の能力開発を支援するインキュベーターや社会的企業が事業を成長させるための能力開発を提供するアクセラレーターの存在が重要である。また、社会的起業家にオープンなキャンパスを増やしていくことも必要であろう。

社会的企業がファイナンスをより必要とするときには、社会的投資を受け入れやすくするように社会的企業を支援する投資準備プログラムを提供したり、社会的企業と投資家のファイナンスの需要と供給をつなぐマッチメーカーも必要になったりするが、このような機能は、ある程度社会的企業が成長・発展して市場が発展した後に必要になる。すなわち、ソーシャル・ファイナンス市場の発展を図るには、その成熟度を考慮に入れることが求められる。ソーシャル・ファイナンスが未だ初期段階の市場では、スタートアップやアーリーステージの社会的企業を支援することが優先すべき課題となるだろう。

2) 多様な社会的投資家の存在

ソーシャル・ファイナンスの供給サイドである投資家に関しては、社会的投資に際してどのようなアプローチを採るかが重要であり、ソーシャル・インパクト市場の拡大には、わずかなインパクトを追求する投資家からインパクトを優先する社会的投資家まで多様な投資家が存在することが重要である。ソーシャル・ファイナンスに参加する投資家層の拡大を図るには、市場の成熟度を考慮することが求められる。ソーシャル・ファイナンスが初期段階の市場であれば、社会的投資の先行的な成功モデルを市場に示すことが求められ、成長過程にある市場においては、パイオニアとなるような社会的投資家を増やしていくことが重要であろう。

3) 政策的なインセンティブ

そもそもソーシャル・ファイナンスの市場が発展して市場参加者が拡大していくには、カルチャーが重要である。一般社会にフィランソロピーや寄付のカルチャーが根付いていれば社会的投資につながっていく。また、ソーシャルなまたは環境的なメッセージに対する社会の受容性があれば、ソーシャル・ファイナンスを後押しすることになる。現在、ESG や SDGs に対して注目が集められており、社会の受容性を高めている。さらに、起業家精神にあふれた革新的思考が社会に存在すれば、それがソーシャル・ベンチャーを生み出す土壌になる。

しかしながら、ソーシャル・ファイナンスが受容されるカルチャーが醸成されるには、一朝一夕にはいかず時間がかかるため、政策によるインセンティブ付けが重要であろう。例えば、ソーシャル・ファイナンスの発展には社会的企業の育成が欠かせな

いことから、社会的企業に対して税制優遇を与えたり、社会的企業のための特別な法人格を設けたりすることが考えられる。一方、投資家に対するインセンティブとして、社会的投資に税控除を与えたり、個人向け貯蓄制度を通じて社会的企業に対する投資を促したりといった措置も想定される。また、社会的投資にラベルを付すことで社会的投資を促進する政策もある。例えば、EU の EuSEF 規則は社会的投資ファンドが EuSEF を名乗ることでマーケティング・パスポートを与えるものであり、社会的投資ファンドへの投資を促しながら、社会的企業のファイナンスを支援することを目的としている。

3. 欧州委員会のレシピから学ぶ日本への示唆

近年、日本においても ESG 投資への注目が高まってきている。もっとも、ソーシャル (S) の分野に関しては、環境 (E) やガバナンス (G) の分野に比べるとまだ黎明期にあるように窺われる。現在のウィズコロナ、そして今後のアフターコロナの時代においては、人々の生活やコミュニティ、地域経済を支える中小企業などを継続的に支援していくことが必要となる。これまで日本では、COVID-19 への対応として公的セクターによって様々な財政措置が講じられてきた。今後については、国や地方の財政状況が一段と厳しくなることが予想される中で、社会的企業を含むソーシャル・セクターの役割がこれまで以上に高まることが予想される。

内閣府が委託したアンケート調査によれば、ビジネスを通じた社会的課題の解決・改善に取り組むこと、事業の主目的は利益の追求ではなく社会的課題の解決であることを含む一定の要件を満たす日本の社会的企業の数、2014 年時点で 20.5 万社に上ると推計されている²⁵。社会的企業の付加価値は 16.0 兆円 (対 GDP 比 3.3%) に達し、雇用者は 577 万人に上っており、すでに日本の経済の一定割合を占めているとされる。また、日本においても近年の動きとして、社会課題の解決をミッションに掲げながら経済的にも高い成長が見込めるソーシャル・ベンチャーが増えており、ソーシャル・ベンチャーに投資する機関投資家やベンチャーキャピタルも増加している²⁶。さらに、ソーシャル・ベンチャーの経営を支援するための様々なプラットフォームが出現している²⁷。日本でも社会的企業は一

²⁵ 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング「我が国における社会的企業の活動規模に関する調査」内閣府委託調査、平成 27 年 3 月。同報告書は、中小企業、社団法人・財団法人、特定非営利活動法人のうち、①「ビジネスを通じた社会的課題の解決・改善」に取り組んでいること、②事業の主目的は利益の追求ではなく、社会的課題の解決であること、③利益は出資や株主への配当ではなく主として事業に再投資すること (営利法人のみ)、④利潤のうち出資者・株主に配当される割合が 50%以下であること (営利法人のみ)、⑤事業収益の合計は収益全体の 50%以上であること、⑥事業収益のうち公的保険 (医療・介護等) からの収益は 50%以下であること、⑦事業収益 (補助金・会費・寄附以外の収益) のうち行政からの委託事業収益は 50%以下であることという条件を満たした法人を社会的企業として定義している。

²⁶ GSG 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状 2019」2020 年 3 月 31 日

²⁷ 例えば、特定非営利活動法人ソーシャルベンチャー・パートナーズ東京は、社会的な課題の解決に取り組む革新的な事業に対して、資金の提供と、パートナーによる経営支援を行っている。また、一般社団法人 Social Innovation Japan はパーパス・ドリブンの組織に対して社会的インパクトのコンサルティングサービスを提供している。さらに、一般社団法人ソーシャルファイナンス支援センターは、民間資金のマッチングなども含めた出資、貸付または助成を含む社会的企業のソーシャル・ファイナンスを支援する事業を提供している。

定の存在感を持ち始めている。

しかしながら、欧州のソーシャル・ファイナンス市場との比較で見れば、社会的企業のためのファイナンスの手段に関しては、日本においては寄付金や助成金、貸付が中心であって、総じて限られていると言えよう。今後、日本においても社会的企業の育成・発展とともに、社会的企業を支えるソーシャル・ファイナンスを可能とする環境作りや市場整備を図っていくことが重要な課題になっていくように思われる。欧州の取組みに学ぶことは多い。