

サステナブル・ファイナンスへの活用が期待される ブレンデッド・ファイナンス

小立 敬

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 2030 年までの持続可能な開発目標（SDGs）および ESG（環境／社会／ガバナンス）の観点から、サステナブル・ファイナンスへの取組みが国内外で本格化している。そうした中、民間セクターの資本を呼び込む投資のストラクチャーとして公的資金や慈善資金と民間の投資・融資を組み合わせたブレンデッド・ファイナンスが注目されつつある。
2. ブレンデッド・ファイナンスは現在、発展途上国の開発ファイナンスに主に利用されており、これまでに累計 680 件、1,600 億ドルを超える取引が実行されている。ブレンデッド・ファイナンスのストラクチャーとしてはファンドの形式が多く、中所得国向けが過半を占めており、高所得国向けは少ない。ブレンデッド・ファイナンスには、開発金融機関（DFI）などが投資家として取引に参加しており、大手銀行を含む一般金融機関の参加もみられる。
3. 英国では、休眠預金を利用しながら、社会的ファイナンスにブレンデッド・ファイナンスを活用する制度がある。一方、2050 年までに投資ポートフォリオのネットゼロの実現にコミットするネットゼロ・アセットオーナー・アライアンスは、気候変動に伴う移行（トランジション）に必要なトランジション・ファイナンスにおいてブレンデッド・ファイナンスを活用することを提案している。
4. 日本においてもブレンデッド・ファイナンスへの関心が高まりつつある。今後、ブレンデッド・ファイナンスが有する潜在性に注目しながら、様々な角度からサステナブル・ファイナンスへの活用の実現可能性について議論を深めていくことが求められよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・白井さゆり「環境・社会的課題解決に向けて期待されるブレンデッド・ファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年春号。
- ・小立敬「新しい資本主義と社会的ファイナンス—社会的課題の解決を図る新たな金融モデルの推進—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年夏号。

I はじめに

国連が提唱する 2030 年までの持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けて、また ESG（環境／社会／ガバナンス）の観点から、新たな産業・社会構造への転換を促しながら、持続可能な社会を実現するための金融モデルとしてサステナブル・ファイナンスの取組みが国内外で本格化している。国内では、岸田政権が推進する「新しい資本主義」において、「社会的課題を解決する経済社会システムの構築」との政策目標が掲げられ、社会的課題の解決を図るための「社会的ファイナンス」にも焦点が当てられている。サステナブル・ファイナンスの推進は、新しい資本主義の実現につながると言えよう。

サステナブル・ファイナンスへの注目や関心が世界的に高まる中で、国連貿易開発会議（UNCTAD）は、発展途上国が 2030 年までに SDGs を達成するために必要な投資が年間 3.9 兆ドルに上る一方で、SDGs に焦点を当てたファイナンスは 1.4 兆ドルに留まっており、2.5 兆ドルのギャップがあるとする¹。国際開発金融機関（MDB）や各国・地域の開発金融機関（DFI）の開発ファイナンス、各国の政府開発援助（ODA）や慈善団体による助成金、寄付金を含む資金の贈与（grant）だけではギャップを埋めることができないため、SDGs の実現に向けて民間セクターからより多くの資本を呼び込む必要性が認識されている。

こうした中、民間セクターの資本を SDGs に引き付ける投資ストラクチャーとして期待されているのが、公的資金、慈善資金による贈与や市場よりも低い金利等による譲許的ファイナンス（concessional finance）と、民間の投資家からの投資や融資を組み合わせた「ブレンデッド・ファイナンス（blended finance）」である。現状では、ブレンデッド・ファイナンスは発展途上国の開発ファイナンスに主に利用されており、世界で年間に約 90 億ドルが実行されている²。経済協力開発機構（OECD）の開発援助委員会（DAC）は、開発ファイナンスにおけるさらなる利用を促進するべく、ブレンデッド・ファイナンスに関する原則を定めたガイダンスも策定している³。

一方、先進国では社会的課題の解決にブレンデッド・ファイナンスが利用されることは少ないものの、社会的ファイナンスに対してブレンデッド・ファイナンスを活用する制度が英国で導入されている。また、気候変動に伴う移行（トランジション）に際して、機関投資家のリスク・リターンの要求を満たしながら、トランジションに必要なファイナンスを拡大するものとしてブレンデッド・ファイナンスが注目されつつある。

本稿は、新しい資本主義の下、日本でブレンデッド・ファイナンスが利用される可能性を念頭に置きながら、世界の取引動向について確認するとともに、社会的ファイナンスに活用する英国の例や気候変動対策における活用の可能性について議論を整理する。

¹ UNCTAD, “World Investment Report 2014,” p.xxvii.

< https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf >

² Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.14.

< <https://www.convergence.finance/resource/the-state-of-blended-finance-2021/view> >

³ OECD, “Blended Finance Principles Guidance,” September 17, 2020.

< [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DCD/DAC\(2020\)42/FINAL&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DCD/DAC(2020)42/FINAL&docLanguage=En) >

Ⅱ SDGs に焦点を当てるブレンデッド・ファイナンス

1. ブレンデッド・ファイナンスの類型

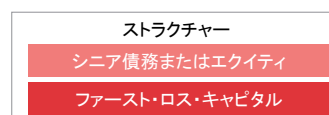
ブレンデッド・ファイナンスを国際的に推進するグローバルなネットワーク組織であるコンバージェンス（Convergence）⁴は、持続可能な開発に向けて民間投資を増やすために、公的資金や慈善資金による触媒的資本を利用することとしてブレンデッド・ファイナンスを定義している。ブレンデッド・ファイナンスには、①譲許的資本、②保証・リスク保険、③技術援助、④設計段階の助成金等という主に4つのアプローチがあるとされ⁵（図表1）、最も多く利用されているのは譲許的資本を提供するアプローチである（図表2）。

- **譲許的資本：** 資本コストを全体的に低下させるために、あるいは民間セクターの投資家に追加的なプロテクションを提供するために、公的投資家または慈善投資家が資本ストラクチャーの中で市場の条件を下回る条件で資金を提供
- **保証・リスク保険：** 保証やリスク保険を通じて、公的投資家または慈善投資家が市場の条件を下回る条件で信用補完を提供
- **技術援助：** 商業的な実現可能性と開発インパクトを向上する観点から助成金等によってファンディングされる投資前・投資後に利用される技術援助ファシリティ
- **設計段階の助成金等：** 助成金等でファンディングされる取引の設計または準備（プロジェクト・ファイナンスにおける準備・設計段階の助成金等を含む）

図表1 ブレンデッド・ファイナンスの一般的なアプローチ

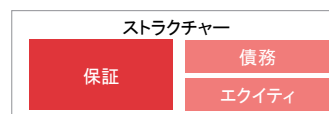
【譲許的資本】

機関投資家の投資を促すため、プライベート・エクイティ・ファンドまたはプライベート・デット・ファンドとともに、損失クッションとして無利子の公的資金や寄付金等を提供



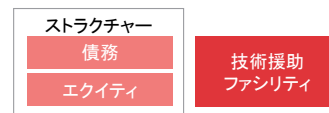
【保証・リスク保険】

一般的にはインフラ・プロジェクトにおいて、債券やノートの発行とともに公的機関や慈善団体が保証または保険を提供



【技術援助】

金融的・社会的な期待リターンを実現する投資能力を構築するため、公的機関や慈善団体が助成金等を提供



【設計段階の助成金等】

機関投資家を呼び込むためのプロジェクトを設計・構築するため、公的機関や慈善団体が助成金等を提供

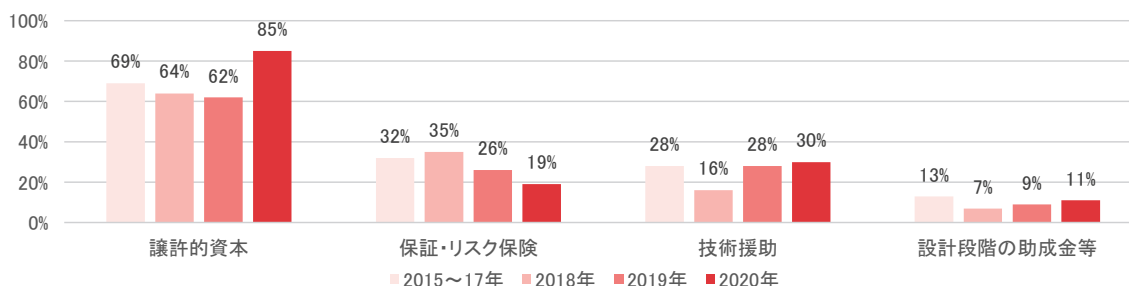


（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.9 (Figure1) より野村資本市場研究所作成

⁴ コンバージェンスには、各国・地域の政府機関やMDB、DFI、民間金融機関、慈善団体を含む206の組織が参加しており、日本からは国際協力機構（JICA）と五條・アンド・カンパニーがメンバーとなっている。

⁵ 技術援助や設計段階の助成金等は投融資ではないが、事業計画の実行可能性やインパクトの改善、融資実行やファイナンス・クローズの可能性を向上させるため、ブレンデッド・ファイナンスの範疇に含まれる。

図表2 ブレンデッド・ファイナンスのアプローチ別の取引比率

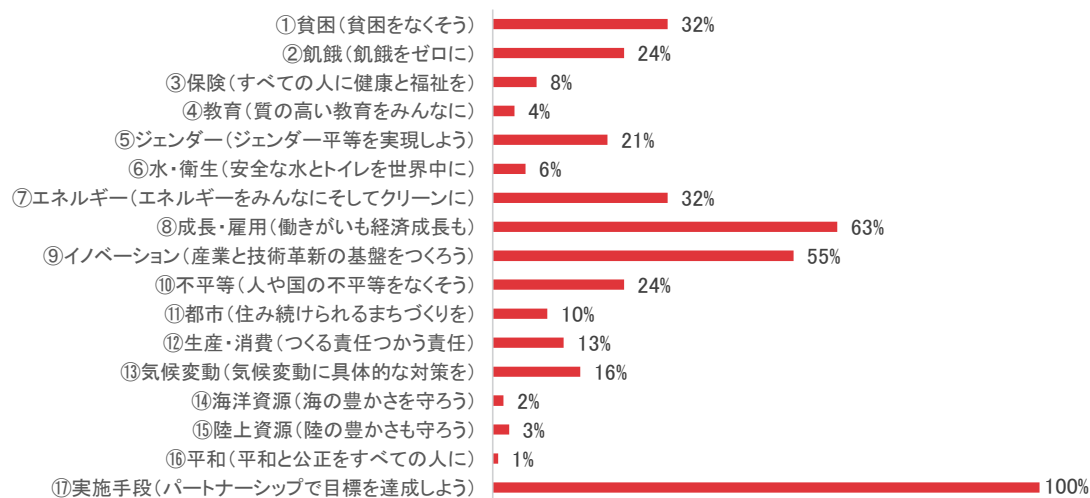


(出所) Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.25 (Figure14)

ブレンデッド・ファイナンスでは、投資リスクを引き下げたりリスク・リターンを改善したりすることで、民間セクターが享受できるリスク・リターンをもった投資機会を創出するべく、譲許的資本や保証、リスク保険が公的セクターや慈善セクターから提供される。公的セクターや慈善セクターは、民間セクターと同じまたはより低い収益率に対してより高いリスクを受け入れるか、民間セクターと同じリスク・プロファイルに対してより低い収益率を許容することになる。すなわち、ブレンデッド・ファイナンスは、民間セクターからの投資の呼び水となる触媒としての役割を担う公的セクターや慈善セクターの貢献によって初めて成立する投資のストラクチャーである。

持続可能な開発に関わるブレンデッド・ファイナンスと SDGs の目標との関係を見ると、投資可能な目標が対象となることから、ブレンデッド・ファイナンスに利用されやすい目標とそうではない目標がある。最近実行された取引によってこの点を確認すると、例えば、目標 8 の「成長・雇用」や目標 9 の「イノベーション」はブレンデッド・ファイナンスとの関係性が強いが、目標 16 の「平和」は関係性が弱いように窺われる（図表 3）。

図表3 SDGs 目標とブレンデッド・ファイナンスの関係（2018～20年）



(注) 取引件数に占める SDGs の各目標に係る取引の割合 (複数の目標に該当する場合がある)。

(出所) Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.28 (Figure17)

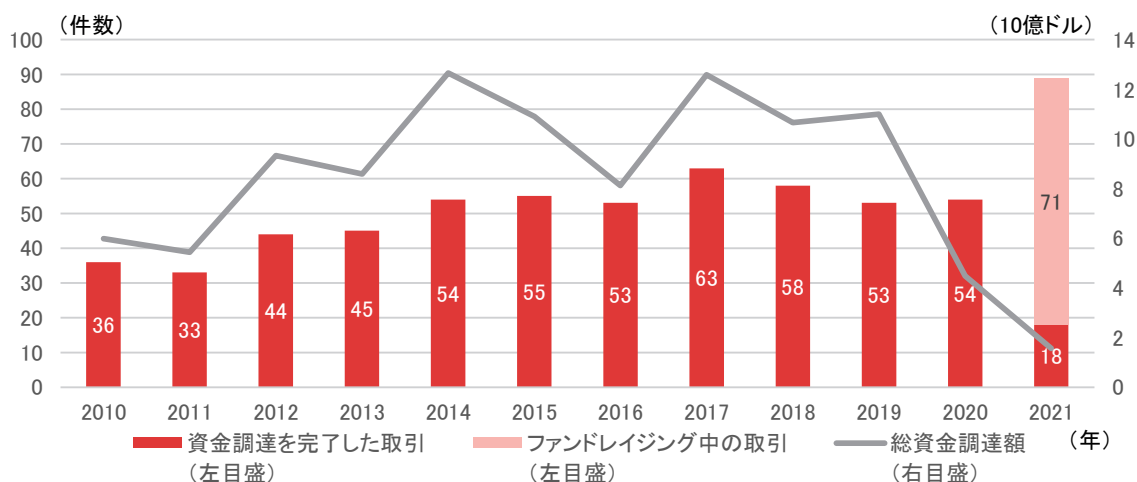
2. 世界的なブレンデッド・ファイナンスの市場動向

コンバージェンスは、発展途上国における SDGs 関連の開発インパクトを創出することを目的としたブレンデッド・ファイナンスのデータベースを構築し、市場動向を観察している⁶。2021 年のコンバージェンスの旗艦レポートは、2021 年 9 月までに資金調達を完了させたブレンデッド・ファイナンスの取引の動向を分析している⁷。

旗艦レポートによると、現在までに累計 680 件、1,600 億ドルを超えるブレンデッド・ファイナンスが実行されている。2015 年以降に実行された取引でみると、年間に平均で約 55 件、約 90 億ドルの資金調達が行われており、2021 年上期は 18 件のブレンデッド・ファイナンスが資金調達を完了し、71 件がファンドレイジング（資金調達）のステージにあった（図表 4）。

もっとも、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック発生後の 2020 年は、資金調達を終えたブレンデッド・ファイナンスの件数は例年通りであったが、資金調達額は約 45 億ドルと例年に比べると半減した。その要因の 1 つとして、慈善資金の提供者や民間投資家がパンデミック関連の救済資金に軸足を移している可能性が指摘されている。コンバージェンスは、COVID-19 の影響が長引く中で 2030 年までの SDGs 目標を実現するにはブレンデッド・ファイナンスのさらなる規模拡大が必要との認識を示している。

図表 4 ブレンデッド・ファイナンスの取引件数と資金調達額（2021 年 9 月現在）



（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.14 (Figure3)

⁶ コンバージェンスが観察対象とするブレンデッド・ファイナンスは、以下の要件を満たすものである。

- ① 1 つ以上の民間セクターの投資家が資金的に参加している取引であること
- ② 次の 1 つ以上の方法によって触媒的な資金を利用する取引であること
 - (a) 公的または慈善的投資家は民間投資を動員するために、市場収益を下回るリスクを負った譲許的資本を提供するか、保証またはその他のリスク軽減手段を提供していること
 - (b) 取引の設計・準備が助成金等でファンディングされていること
 - (c) （例えば、投資前または投資後の能力構築のための）技術援助ファシリティに関連する取引であること
- ③ 発展途上国における SDGs に関連した開発インパクト創出を目的とした取引であること

⁷ 脚注 2

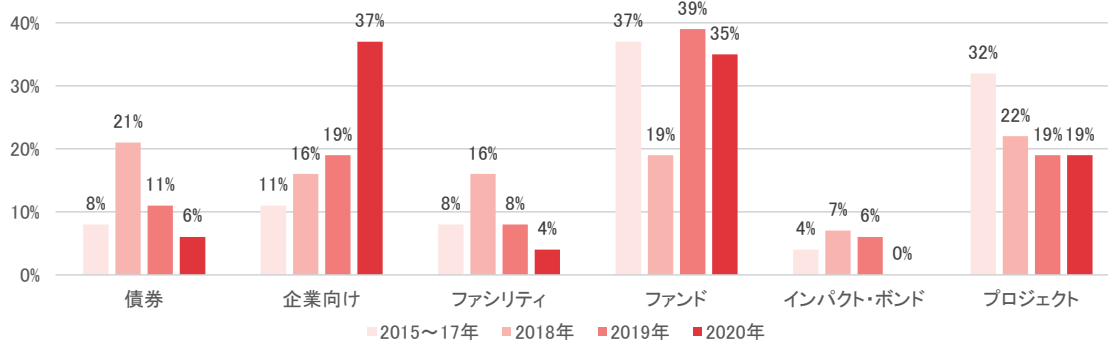
次に、旗艦レポートからブレンデッド・ファイナンスの取引の傾向を確認する⁸。取引のストラクチャーについて、①債券（またはノート）、②企業向け与信、③ファシリティ、④ファンド（デット・ファンド、エクイティ・ファンドおよびファンド・オブ・ファンズを含む）、⑤インパクト・ボンド、⑥プロジェクト・ファイナンスという区分に整理して分析が行われている。

まず、ストラクチャーとしてはファンド形式が多い（図表 5）。ファンドは、分散投資によって投資家のリスク・エクスポージャーを減らすことが可能であり、民間投資家には馴染み深い投資ストラクチャーであることに加えて、取引規模が大きいために機関投資家が求める投資サイズを提供できることが背景として挙げられている。特にプライベート・エクイティ・ファンドが増えており、2020 年はファンド形式で実行された取引の 47% をプライベート・エクイティ・ファンドが占めている。例えば、サブサハラ・アフリカでは、過去 20 年間にわたってマクロ経済成長によって起業家のエコシステムが生まれており、中小企業のエクイティ・ファイナンスへの需要をもたらしていることが、プライベート・エクイティ・ファンドの拡大の背景として挙げられている。

ブレンデッド・ファイナンスのストラクチャーに関して、最近では企業向け与信の利用も増えており、農業セクターの社会的企業に対する取引が拡大していることが指摘されている。例えば、動物の排泄物を再生可能エネルギー源にしたバイオガス消化装置を農家に販売するメキシコの社会的企業においては、譲許的な債務やエクイティと助成金を組み合わせてブレンドされた資本ストラクチャーを維持しつつ、事業規模の拡大を目指して民間から融資を受け入れている事例が紹介されている。

一方で、プロジェクト・ファイナンスのストラクチャーは減っており、長期に及ぶ資金調達や投資前の準備資金の不足といったプロジェクト・ファイナンスが直面する課題が COVID-19 で顕在化したことが指摘されている。また、債券のストラクチャーについては成長がみられておらず、発展途上国では民間投資家の関心を引くような社債やグリーン・ボンドを含む債券が少ないことが影響している可能性が指摘されている。

図表 5 ブレンデッド・ファイナンスの形式別の取引比率



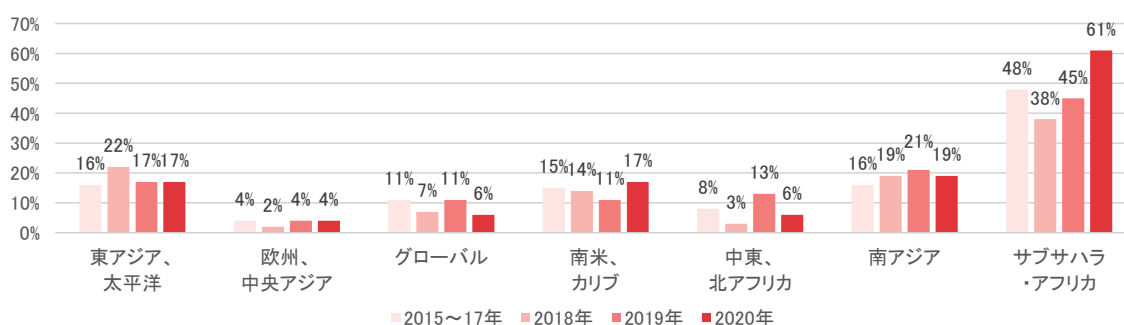
（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.17 (Figure5)

⁸ 脚注 2、pp.16-23

また、ブレンデッド・ファイナンスを地域別にみると、サブサハラ・アフリカの割合が高く、アジア（南アジア、東アジアおよび太平洋）も相応の割合を占めている（図表 6）。所得階層でみると、低中所得国向けのブレンデッド・ファイナンスが過半を占めており、後発開発途上国（LDC）、低所得国、高中所得国と続いている⁹（図表 7）。その一方で、高所得国ではブレンデッド・ファイナンスの取組みは少ない。

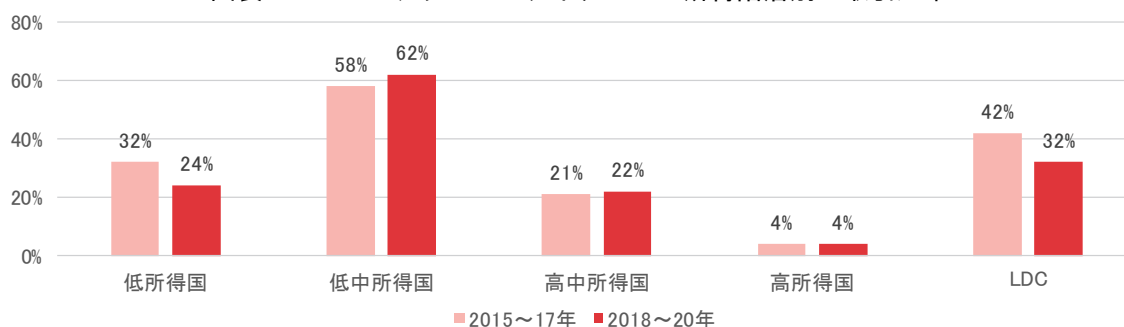
ブレンデッド・ファイナンスが対象とするセクターについてみると、農業、エネルギー、金融サービスの割合が高い（図表 8）。農業分野では、バリューチェーンの持続可能性と

図表 6 ブレンデッド・ファイナンスの地域別の取引比率



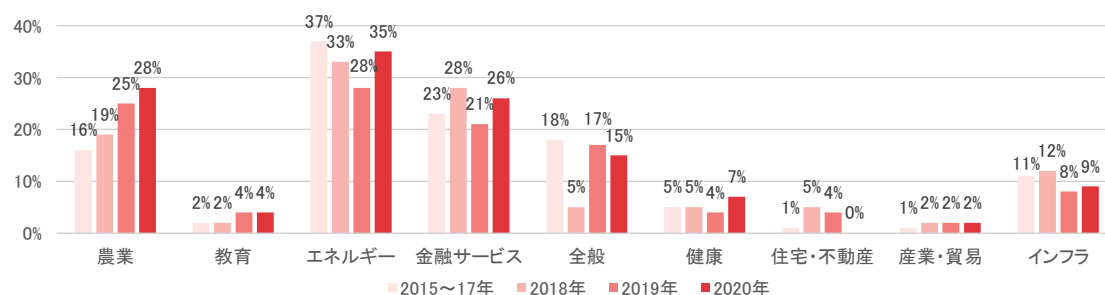
（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.19 (Figure7)

図表 7 ブレンデッド・ファイナンスの所得階層別の取引比率



（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.21 (Figure11)

図表 8 ブレンデッド・ファイナンスの対象セクター別の取引比率



（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.23 (Figure12)

⁹ 2018～20年の取引件数を国別にみると、ケニア（32件）、インド（18件）、ウガンダ（18件）、ナイジェリア（16件）、ガーナ（15件）、タンザニア（13件）、インドネシア（11件）、南アフリカ（11件）、ベトナム（10件）、エチオピア（9件）、ミャンマー（8件）が多い。脚注2、p.20

気候変動への対応から資金需要が高まっていることを背景にブレンデッド・ファイナンスが増えている。エネルギー分野においては、送電網に接続しない自給自足のオフグリッドや小水力発電ダムといった新たな再生可能エネルギーを対象とするブレンデッド・ファイナンスが増えている。金融サービス分野のブレンデッド・ファイナンスでは、金融包摂に焦点を当てた取引が拡大しており、マイクロファイナンス機関や特定の金融サービス・商品を提供する中小企業向けの融資が行われている。

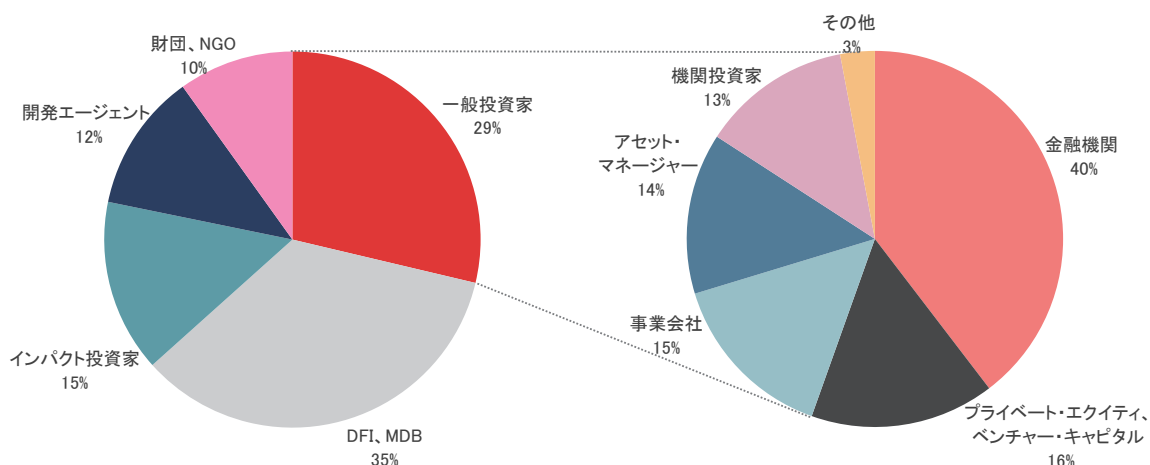
3. ブレンデッド・ファイナンスの主な担い手

ブレンデッド・ファイナンスには、譲許的ファイナンスを提供する MDB および DFI や慈善資金を中心に資金提供する慈善団体に加えて、民間セクターからの資本提供者としてインパクト投資家や一般投資家が取引に参加している。投資家の動向を確認しよう¹⁰。

2018～20 年に実行されたブレンデッド・ファイナンスに関わるコミットメントの件数をみると、35%は MDB や DFI によるものであり、ブレンデッド・ファイナンスにおける主要な投資家グループとなっている（図表 9）。一方、一般投資家からのコミットメントは 29%であり、インパクト投資家が 15%、財団や非政府組織（NGO）は 10%である。

一般投資家の中では、金融機関が 40%と最も多く、プライベート・エクイティおよびベンチャー・キャピタル、事業会社、アセット・マネージャー、機関投資家が同様の割合で続いている。また、インパクト投資家については、エクイティや債務のコミットメントが多く、メザニンや贈与の割合はわずかである¹¹。一方、慈善団体では、贈与が多いが、エクイティや債務、メザニンといった投資リターンを生む資金も提供している¹²。

図表 9 ブレンデッド・ファイナンスへのコミットメント件数の比率（2018～20 年）



（出所）Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.33 (Figure22), p.42 (Figure32)

¹⁰ 脚注 2、pp.32-45

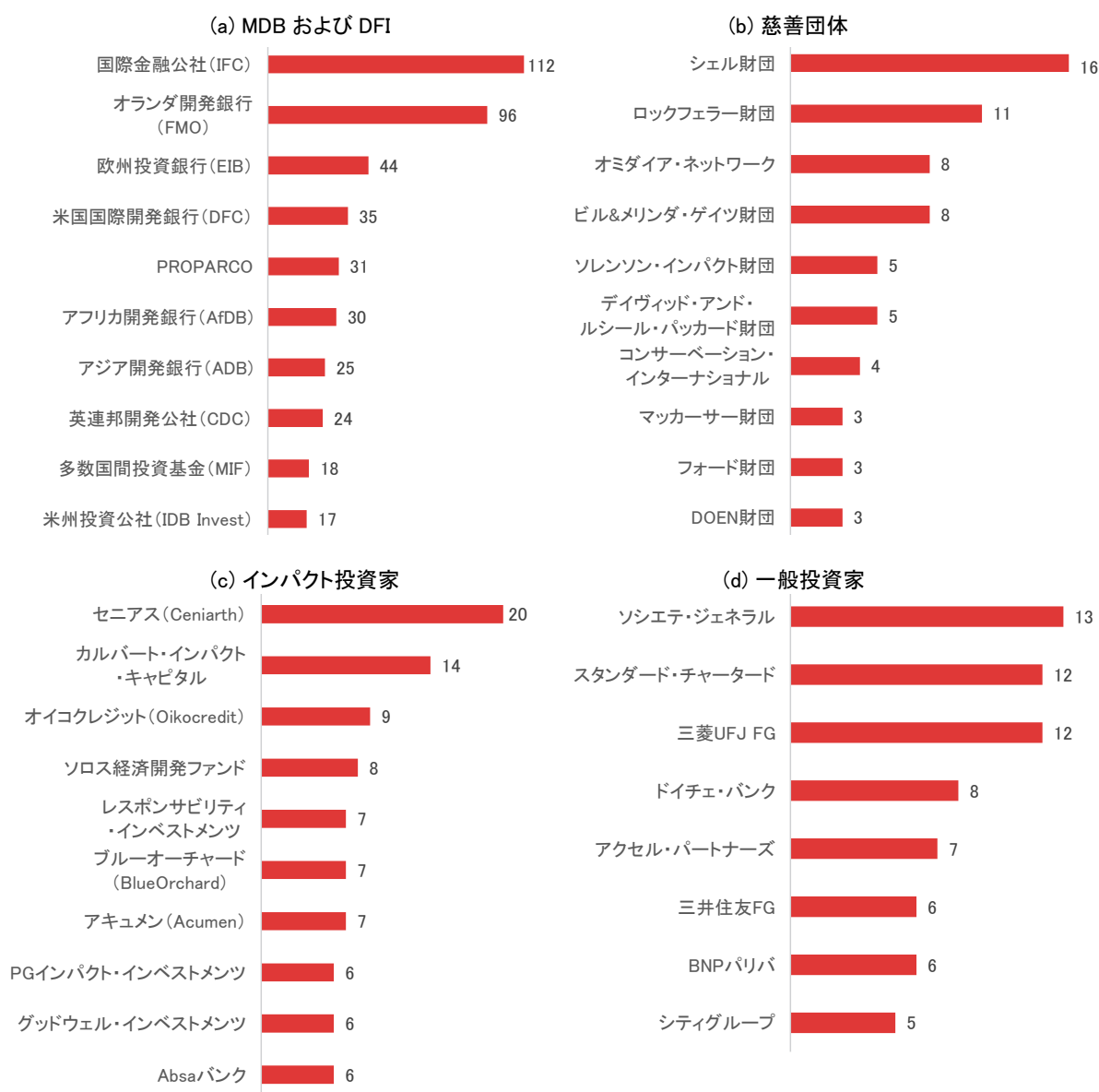
¹¹ 2018～20 年は、エクイティが 49%、債務が 35%、贈与が 5%、メザニンが 4%であった。脚注 2、p.40

¹² 2018～20 年は、エクイティが 34%、贈与が 30%、債務が 18%、メザニンが 9%であった。脚注 2、p.44

ブレンデッド・ファイナンスへのコミットメントの件数が多い MDB および DFI、慈善団体、インパクト投資家、一般投資家は、図表 10 のとおりである。一般投資家に関しては、邦銀を含む国際的なメガバンクが主要な投資家として取引に参加している。

もっとも、コンバージェンスによると、投資家のブレンデッド・ファイナンスへの参加は依然として限られている。ほとんどの投資家の参加は 1 回限りにとどまる傾向があり、複数の取引に参加する投資家は少数であるとする。ブレンデッド・ファイナンスが最大限に潜在性を発揮するには、特に機関投資家の参加が増えるとともに、より多くより効率的な譲許的資本が提供されることでブレンデッド・ファイナンスへの資金フローを拡大させる必要があることを指摘している。

図表 10 ブレンデッド・ファイナンスの上位コミットメント件数（2015～20 年）



(出所) Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2021, p.39 (Figure28), p.40 (Figure31), p.43 (Figure33), p.45 (Figure35)

Ⅲ 英国におけるブレンデッド・ファイナンスの活用¹³

1. 社会的ファイナンスに活用される背景

ブレンデッド・ファイナンスは、主に発展途上国の開発ファイナンスに利用されているが、英国には社会的課題の解決を資金面から支える社会的ファイナンスにブレンデッド・ファイナンスを活用する制度がある。内閣府¹⁴、休眠預金の業務に携わるナショナル・ロタリー・コミュニティ・ファンド（National Lottery Community Fund; NLCF）¹⁵、NLCF を介して休眠預金を社会的投資に活用するビッグ・ソサエティ・キャピタル（Big Society Capital; BSC）による協力の下、2015年に設立され、2026年まで時限的に活動する「アクセス（Access）」という社会的投資のための財団を中心とする取組みである¹⁶。

英国では労働党・保守党の両政権の下、社会的投資市場の発展を支援するために様々な政策が講じられてきており、その象徴的な存在が2012年に設立されたBSCである¹⁷。BSCは、社会的企業に投資するファンド・マネージャー、ソーシャル・バンクを含む仲介機関といった社会的投資市場インフラを対象に社会的投資を行うファンドとして市場の発展に貢献している。2020年の英国の社会的投資は64億ポンドの残高に達している。

アクセスは、社会的課題の解決を図る非営利組織のチャリティ（charity）や社会的企業（以下、「社会的組織」）が資金ギャップに直面していることを背景として設立された。多くの社会的組織の資金需要は15万ポンド未満であるため、社会的投資家が求める投資サイズを下回っている。また、ソーシャル・ベンチャーは、返済を要する無担保ローンによるファイナンスはリスクが高すぎたり、コミットできるファイナンスの手段がないと感じたりしている。したがって、より少額のローンが提供されれば、社会的組織の持続的な成長を支えることにつながる。一方で、社会的投資を受け入れる社会的組織は、事業計画やインパクト、財務を管理するためのシステムやスキルの構築に加えて、頑強なガバナンスの整備が求められることから、そのような能力構築も必要になる。

こうした課題を受けてアクセスは、イングランドの地域で既に設立された社会的組織¹⁸を対象に、社会的投資にアクセスするための能力構築とともに、それらに相応しい社会的投資を提供することによって社会的組織の財務を自立させ、より大きなインパクトを実現することを狙いとして設立されたものである。アクセスには、各種プログラムの運営のために設立に際して政府から6,000万ポンドの資金が助成されている。

¹³ 本章は、アクセス（Access）のウェブサイトや各種公表資料をまとめたものである。

¹⁴ アクセスの所管はその後、デジタル・文化・メディア・スポーツ省（DCMS）に移管されている。

¹⁵ 法律上の名称は、ビッグ・ロタリー・ファンド（Big Lottery Fund）である。

¹⁶ アクセスは小規模な組織であるため、社会的セクターのネットワークやコンサルタント、アドバイザー、社会的投資家、社会的投資仲介機関、ファンドなどとコラボレーションするアプローチをとっている。

¹⁷ BSCを含む社会的投資を支援する英国の政策については、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年秋号を参照。

¹⁸ 具体的には、収入を成長または多様化させ、より頑健なバランスシートに発展させる潜在性を有しており、15万ポンド未満の投資を求めて能力構築に支援を必要とする、あるいはより大きな投資を求めて能力構築に支援を必要とするチャリティや社会的企業を対象としている。

2. アクセスによるブレンデッド・ファイナンスの提供

社会的投資のための財団であるアクセスが担う役割は、①イングランドの社会的組織が投資を受け入れるための能力構築を資金的に支援し、②イングランドの社会的組織に少額ローンが供与されるようブレンデッド・ファイナンスを活用して社会的投資家にバック・ファイナンスなどを提供することである。

1) 能力構築支援プログラム

能力構築に関しては、アクセスはいくつかの支援プログラムを準備している。まず、社会的組織が行う投資準備に対して助成金を通じて支援を図るリーチ・ファンド（Reach Fund）がある。多くの社会的組織は、社会的投資を得るためにガバナンスや財務のモデリング、事業計画といった分野で支援を必要とする。そこで、特定の地域において投資準備に関わる支援を提供するアクセス・ポイント（Access Points）と称される社会的投資家が社会的組織をリーチ・ファンドに紹介することで、能力構築を支援するための助成金がリーチ・ファンドから社会的組織に提供される。アクセスがリーチ・ファンドに資金を提供する一方、ファンドの運営はソーシャル・インベストメント・ビジネス（Social Investment Business; SIB）というチャリティが行っている¹⁹。リーチ・ファンドは、現在までに約 800 件、890 万ポンドの助成を実行している。

また、アクセスが資金供与するプログラムとして、社会的課題の解決に携わる社会的組織が企業モデルを変革し成長を図ることを目的に助成金の提供と事業支援を図る企業開発プログラム（Enterprise Development Programme）がある。社会的課題として、①ホームレス、②若者雇用支援、③平等、④メンタルヘルス、⑤環境、⑥黒人およびマイノリティのコミュニティを対象としている。当該プログラムは、SIB を含む複数のパートナーの協働によって運営されており、2021 年 9 月末時点で 148 の社会的組織が企業開発プログラムに参加している²⁰。

さらに、社会的投資に関わるファンド・マネージャーやアドバイザリー・サービスのプロバイダーを含む社会的投資に関わる仲介機関の多くは、それ自身が社会的組織であることから、アクセスはそうした社会的投資市場インフラが能力構築を図るための支援も提供している。具体的には、アクセスはパートナーの慈善組織²¹とともに、コネクト・ファンド（Connect Fund）と呼ばれる社会的投資インフラ・ファンドを運営する。コネクト・ファンドは、社会的投資市場インフラを開発するために助成金と投資を提供しており、現在までに助成金を中心に 340 万ポンドの資金を供与している。

¹⁹ 社会的組織にファイナンスと事業支援を提供する SIB は、いくつかの社会的組織とのパートナーシップの下、アドベンチャー・キャピタル・ファンド（Adventure Capital Fund）として 2002 年に始まった組織であり、設立当初に英国政府から 200 万ポンドの資金が助成されている。

²⁰ その内訳は、ホームレス関連が 20 社、若者雇用支援関連が 23 社、平等関連が 37 社、メンタルヘルス関連が 43 社、環境関連が 12 社、黒人マイノリティ・コミュニティ関連が 12 社である。

²¹ 具体的には、バロー・キャドバリー・トラスト（Barrow Cadbury Trust）という慈善信託である。

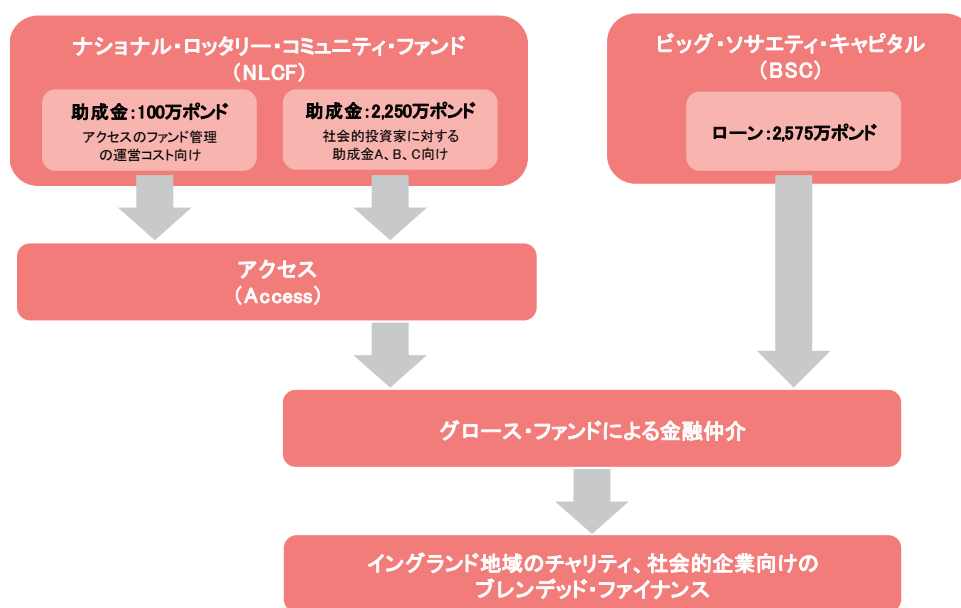
2) ブレンデッド・ファイナンスの提供

社会的組織が直面する資金ギャップに対応するために、15 万ポンド未満の少額の無担保ローンや少額であるが高いリスクのファイナンスの利用可能性を向上するべく 2015 年に開始されたのが、アクセスと BSC、NLCF によって運営されるグロース・ファンド（Growth Fund）である。ブレンデッド・ファイナンスのストラクチャーを採用するグロース・ファンドは、社会的投資家が運営するファンドに助成金とローンを提供することを通じて、最終的な資金需要者である社会的組織に 15 万ポンド未満の少額ローンと助成金とを提供する仕組みである（図表 11）。

グロース・ファンドは、2,250 万ポンドの NLCF からの助成金と 2,575 万ポンドの BSC によるローンによってファンディングされており、休眠預金を活用する仕組みでもある。ファンドには一般投資家が投資することも促されており、BSC の代わりに、あるいは BSC と共同で投資を行うことも想定されている。ローンと助成金は社会的投資家が運営するファンドに投資された後、社会的組織にローンやローンと助成金のブレンドによって供与される。社会的組織への投資には 15 万ポンドの上限が設定されており、助成金については投資額の半分が上限とされている。

グロース・ファンドから社会的投資家に提供される助成金には 3 つの種類があり、

図表 11 グロース・ファンドのストラクチャー



- (注) 1. 助成金 A (Grant A) : 社会的投資家が社会的企業等に対するローンの手数料や金利からコストに見合う収入を確保する前に、ファンドの運営から生じるコストの一部をカバー
 2. 助成金 B (Grant B) : ファースト・ロス・キャピタルとして社会的企業等の期待デフォルトをカバーし、社会的投資家のリターンや資本の損失リスクを軽減
 3. 助成金 C (Grant C) : 社会的投資家がローンの供与とともに、助成金を社会的企業等にそのままパススルー

(出所) Access ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<<https://access-socialinvestment.org.uk/where-our-money-comes-from>>

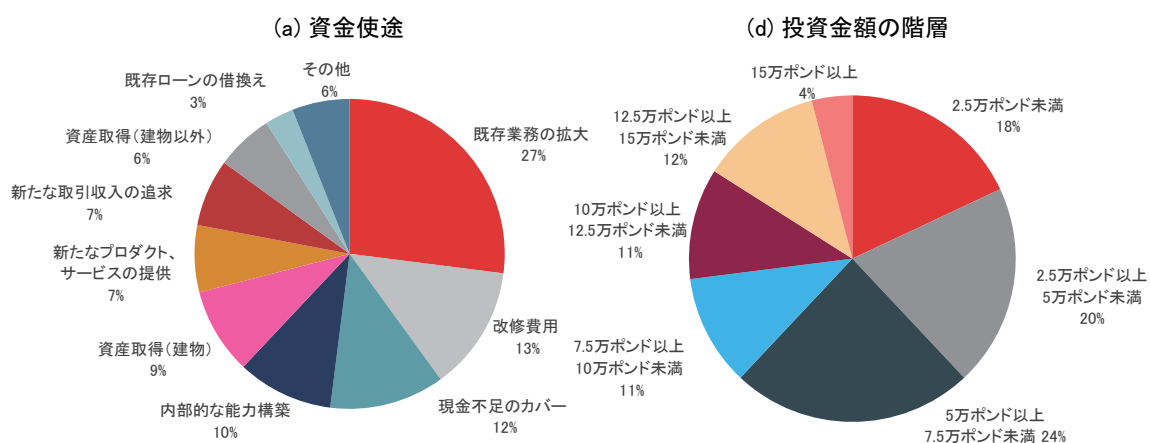
社会的投資家は、①社会的組織に助成金をパススルーするだけでなく、②損失リスクを軽減するファースト・ロス・キャピタルとして助成金を利用したり、③ファンドの運営に必要なコストをカバーするために助成金を利用したりすることもできる。

グロース・ファンドは、イングランドの中で地理的偏在が生じないように運営され、15の社会的投資家によって16のファンドが設置されている。2021年9月末時点で、社会的組織に600件、4,030万ポンドの投資が行われている。ローンの平均期間は51ヵ月、平均金利は7.2%である。ローンが供与された社会的組織の73%が助成金も受け取っており、投資額の16%が助成金であった²²。投資サイズについては、5万～7.5万ポンドが最も多く、15万ポンド未満でもより少額のローンが実行されている。資金使途としては、既存業務の拡大を理由とするものが多い（図表12）。

グロース・ファンドは、2019年から2020年代初めをピークとして社会的組織への投資を減らしていく予定であり、社会的投資家からのグロース・ファンドの新たな設置の申込みはすでに終えている。もっとも、アクセスは、社会的組織と社会的投資家の間の投資ギャップを埋めるブレンデッド・ファイナンスを今後も推進していく方針を掲げており、グロース・ファンド以外にも社会的組織の支援を図るブレンデッド・ファイナンスを提供するプログラムを拡充している。

例えば、アクセスとBSCが共同で設置したローカル・アクセス（Local Access）は、イングランドの恵まれない6つの地域²³の持続可能な発展を支援することを目的とするプログラムであり、当該地域の社会的組織に対して助成金とローンを組み合わせたブレンデッド・ファイナンスを提供する。休眠預金を管理するリクレイム・ファンド

図表12 グロース・ファンドによるブレンデッド・ファイナンスの傾向



（出所）Access, “Quarterly Dashboard to 30 September 2021: Growth Fund”より野村資本市場研究所作成

²² Access, “Quarterly Dashboard to 30 September 2021: Growth Fund.”

<<https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2021/11/Quarterly-Dashboard-Q3-2021.pdf>>

²³ 具体的には、①ブラッドフォード、②ブリストル、③ゲインズバラ、④ボルトン、オールダムおよびストックポート、ウィガン（グレーター・マンチェスター）、⑤ハートルプール、レッドカーおよびクリーヴランド、⑥サザーク（ロンドン）の6つの地域が該当する。

(Reclaim Fund)²⁴からアクセスに割り当てられる 1,000 万ポンドの休眠預金と、BSC による 1,500 万ポンドのローンによってローカル・アクセスはファンディングされる。

また、アクセスは COVID-19 のパンデミックを受けて、3,000 万ポンドの休眠預金を原資に COVID-19 の影響を受けた社会的組織が利用できるような社会的投資の提供者を対象とするブレンデッド・ファイナンスのプログラムを導入した。この COVID-19 関連緊急支援プログラムは、1,000 万ポンドまでは当面の緊急的な短期融資に対応するものとするが、資金の多くはポストコロナの回復に必要な長期的なブレンデッド・ファイナンスに利用される予定である。

さらに、小規模な社会的組織や恵まれない地域に拠点を置く社会的組織に社会的投資の範囲を拡大して、ビジネスモデルの成長や多様化を目指すためのブレンデッド・ファイナンスを提供する新たなプログラムが 2022 年に導入されている。

なお、2022 年には 2,000 万ポンドの休眠預金が追加的にアクセスに提供されることをデジタル・文化・メディア・スポーツ省 (DCMS) が明らかにしており、イングランドの社会的組織の発展とブレンデッド・ファイナンスを支援するために、2022 年末までに 1 億 4,000 万ポンド超の休眠預金が割り当てられる見通しである。

3. ブレンデッド・ファイナンスに対する評価

ブレンデッド・ファイナンスを提供するグロース・ファンドに関しては第三者によって独立的な評価が行われている。2021 年に行われた 2 回目の評価は、グロース・ファンドは全体として順調に進展しており、社会的投資家の数を増やし、社会的投資の範囲を拡大し、社会的投資家の能力を高めていると評価している²⁵。また、社会的組織に対する小規模な社会的投資のギャップを埋めることで、社会的組織の財務を強化し、より多くの受益者を支援する能力を向上させたとの評価も受けている。

今後の課題として、①専門家を活用して社会的投資の範囲を拡大する最も効率的で効果的な方法、②ブレンデッド・ファイナンスを必要とするプログラムを確実に実施する方法、③社会的組織に対するローンと助成金をブレンドさせる最適な方法、④ペイシェント・キャピタル（長期資本）を含む社会的組織のニーズを満たす幅広い商品を提供する方法について、引き続き検討することが求められている。

今後、アクセスが提供するブレンデッド・ファイナンスは、社会的組織のニーズを踏まえながらより効率的、効果的な方法を模索していくことになるだろう。

²⁴ 2008 年の銀行・住宅貸付組合休眠口座法 (Dormant Bank and Building Society Accounts Act 2008) の下、イングランド、スコットランド、ウェールズおよび北アイルランドの銀行や住宅貸付組合の休眠預金を管理するために設置された。リクレイム・ファンドは同法の下、預金者の払戻しに必要な額を除いた余剰資金を NLCF に提供しており、イングランドの休眠預金は NLCF から BSC に提供されている。

²⁵ James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman, and Johnny Lillis, "Growth Fund Independent Evaluation Update Report 2: Full Report," November 2021.
<<https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>>

Ⅳ 気候変動対策におけるブレンデッド・ファイナンスの活用

1. トランジションの実現に必要なファイナンス

2015 年の第 21 回気候変動枠組条約締約国会議（COP21）で合意された「パリ協定」は、世界的な平均気温の上昇を産業革命以前と比較して少なくとも 2℃より十分に低く保ち、1.5℃に抑える努力を行うことを長期目標として掲げた。また、気候変動政府間パネル（IPCC）が 2018 年に明らかにした「1.5℃特別報告書²⁶」は、今世紀末の気温上昇を産業革命以前と比べて 1.5℃に抑えるには、温室効果ガス（GHG）排出量について地球全体で 2050 年頃までにネットゼロ（実質ゼロ）にすることの必要性を示した。

世界全体で GHG 排出量を着実に削減していくためには、すでに脱炭素を実現している再生可能エネルギーといった持続可能なビジネスモデルのさらなる推進に加えて、GHG を多量に排出するセクターや排出削減が困難なセクターにおいて省エネや燃料転換を含む脱炭素化に向けたトランジションを実現していくことが重要な課題となる。脱炭素社会の実現に向けて、政府だけでなく、幅広いセクターの企業においては長期的な戦略に則って GHG 削減の取組みを着実に進めていくことが求められよう。

パリ協定を踏まえてすでに 120 を超える国・地域が 2050 年までのネットゼロあるいはカーボン・ニュートラルを目指すことを宣言しているが、パリ協定の実現に向けた世界的規模でのトランジションの推進は、各国・地域の社会経済システムにとって極めて難しく挑戦的な取組みとなる可能性が高い。

このような挑戦的な取組みを推進するには、トランジションを実現する新たな技術革新やプロジェクトを支援するための資金の手当てが重要になる。持続可能なビジネスモデルを支援するグリーン投資だけでなく、脱炭素化を図るトランジションの取組みにも資金を提供していくことが求められるが、そうした資金を確保するには公的資金や慈善資金だけでなく民間セクターからの巨額の投資が必要になる。こうした文脈からトランジション・ファイナンスの重要性に焦点が当てられるようになってきている。

トランジション・ファイナンスに対する注目を受けて、国際資本市場協会（ICMA）は 2020 年 12 月にトランジション・ファイナンスに係る慣行や開示に関するガイドラインを策定している²⁷。ICMA は、気候変動リスクの対策を検討している発行体に対して投資家からの効率的な資金を確保することによって、資本市場はクライメート・トランジションの実現を促す重要な役割を担っているとの認識をガイドラインの中で示している。2050 年までのパリ協定の達成に向けて、脱炭素化の実現を資金面から支援する金融セクターが果たすべき役割が強調されている。

²⁶ IPCC, “Global Warming of 1.5°C,” 2018.
<<https://www.ipcc.ch/sr15/>>

²⁷ ICMA, “Climate Transition Finance Handbook; Guidance for Issuers,” December 2020.
<<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Climate-Transition-Finance-Handbook-December-2020-091220.pdf>>

トランジション・ファイナンスについては、国際的に明確な定義は定まっていないが、OECD のワーキング・ペーパー²⁸によると、排出集約的（emission intensive）であって、（技術的、経済的またはその双方で）実行可能なグリーン代替物が現時点では存在しないものの、社会経済の発展にとって重要な経済活動に対するファイナンスとして整理される。また、トランジション・ファイナンスは、特定の資産または発行体や債務者の運営コストや資本支出に対してファイナンスを提供するものであって、特定の技術やセクターで線引きするものではないとされている²⁹。

日本でもトランジション・ファイナンスの推進に向けた動きがある。2021年5月には、金融庁、経済産業省および環境省がトランジション・ファイナンスに関する基本指針を策定している³⁰。基本指針では、気候変動対策を検討している企業が脱炭素社会の実現に向けて長期的な戦略に則った GHG 削減の取組みを行っている場合にその取組みを支援することを目的とした金融手法としてトランジション・ファイナンスが定義されている。

2. トランジション・ファイナンスにおける活用

パリ協定の目標達成に向けて、2050年までに GHG 排出量のネットゼロを目指す国際的な金融機関連合としてグラスゴー金融同盟（Glasgow Financial Alliance for Net Zero; GFANZ）が2021年4月に発足した。GFANZの傘下に2050年までに投資ポートフォリオをネットゼロにすることにコミットするネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス（Net-Zero Asset Owner Alliance; NZAOA）というアセット・オーナー（保険会社や年金基金を含む）による国際的なイニシアティブがある³¹。

NZAOAは、科学に依拠するとともに社会的インパクトを踏まえながらトランジションに必要な企業行動や政策を提唱し、それらに関与することを通じて自らのコミットメントの達成を目指している。例えば、NZAOAのメンバーは、コミットメントの達成に向けた中間目標として2025年に22～32%、2030年に49～65%という削減目標を個々に掲げて、投資ポートフォリオの GHG 排出量のネットゼロに向けた取組みを進めている。NZAOAは、2050年までに投資ポートフォリオのネットゼロにすることを目指す一連の取組みの

²⁸ Aayush Tandon, “Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments,” OECD Environment Working Papers No. 179, August 3, 2021.
<<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/68becf35-en.pdf?expires=1667891589&id=id&accname=guest&checksum=05593009E9FB74D2660E52A69F0FC42D>>

²⁹ さらに、借入れ時の一般的な適格基準として、①代替性（ネットゼロまたはほぼゼロの代替物がないこと）、②債務者や発行体によるトランジションに向けたコミットメント、③将来的に利用可能なグリーン代替物の導入を妨げる投資（ロックイン）を回避することが挙げられている。

³⁰ 金融庁、経済産業省、環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」2021年5月
<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210507_2/03.pdf>

³¹ 2022年5月時点で73のアセットオーナー（運用資産は10兆ドル超）がNZAOAに加盟しており、日本からは第一生命、日本生命、住友生命、明治安田生命、SOMPOグループがメンバーである。なお、GFANZの下、銀行にはネットゼロ・バンキング・アライアンス、資産運用会社にはネットゼロ・アセットマネージャー・イニシアティブ、保険会社にはネットゼロ・インシュアランス・アライアンスが設置されており、いずれのイニシアティブにも日本の銀行や保険会社、資産運用会社が参加している。

中で、トランジション・ファイナンスにおいてブレンデッド・ファイナンスを活用することを提唱している。

NZAOA は、価格の外部性による政策の失敗から生じる市場の歪みに対処する効果的な手法としてブレンデッド・ファイナンスを捉えており、公的資金や慈善資金による触媒的資本の利用を可能にし、他の手法では実現できない社会的または環境的な便益を生み出す一方、民間投資家のリスク調整後リターンを改善するための経路を創出することができるという認識を示している³²。

一般に機関投資家はフィデューシャリー・デューティを負っていることから、リスクの負担能力には限界がある。特に新興国の気候変動対策やクリーン・テクノロジーへの投資はリスク・リターンが機関投資家にとって適切ではないことがある。NZAOA は、新興国や LDC 向けの気候変動対策に対する投資にブレンデッド・ファイナンスを活用するだけでなく、先進国のクリーン・テクノロジーに対するインパクト投資においても機関投資家のリスク・リターンのニーズを満たし、投資拡大を促すものとして捉えている。

NZAOA は、脱炭素社会を目指すトランジション・ファイナンスを拡大させる観点から、ブレンデッド・ファイナンスの推進を図るディスカッション・ペーパーを 2021 年 11 月に公表している³³。また、アセット・オーナーによるイニシアティブとして気候変動対策への投資を対象とするブレンデッド・ファイナンスを設計するべくアセット・マネージャーに協力を呼び掛けるとともに³⁴、ブレンデッド・ファイナンスの拡大に向けて政策当局者にも次のような支援を要請している³⁵。

- 受託資産を作り出す譲許的な資本プールの規模拡大と集約
- SDGs とパリ協定を踏まえた MDB や DFI のガバナンス、ビジネスモデルの現代化
- コアな信用リスク・データへのアクセス提供による正確なリスク・プライシングの支援
- ODA のテーマ別パラメータ（例えば、脱炭素エネルギーやパリ協定に関わる活動）の優先順位付け
- ODA における保証の対象化

³² NZAOA, “Scaling Blended Finance,” UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance Discussion Paper, November 2021.
<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/12/NZAOA_Scaling-Blended-Finance.pdf>

³³ 脚注 32

³⁴ NZAOA, “Renewed Call to Action to Asset Managers for Climate-focused Blended Finance Vehicles,” March 22, 2022.
<<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2022/03/NZAOA-Renewed-Call-to-Action-to-Asset-Managers.pdf>>

³⁵ NZAOA, “Scaling Blended Finance,” Call on Policymakers to Support, September 2022.
<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2022/09/NZAOA_Scaling-Blended-Finance.pdf>

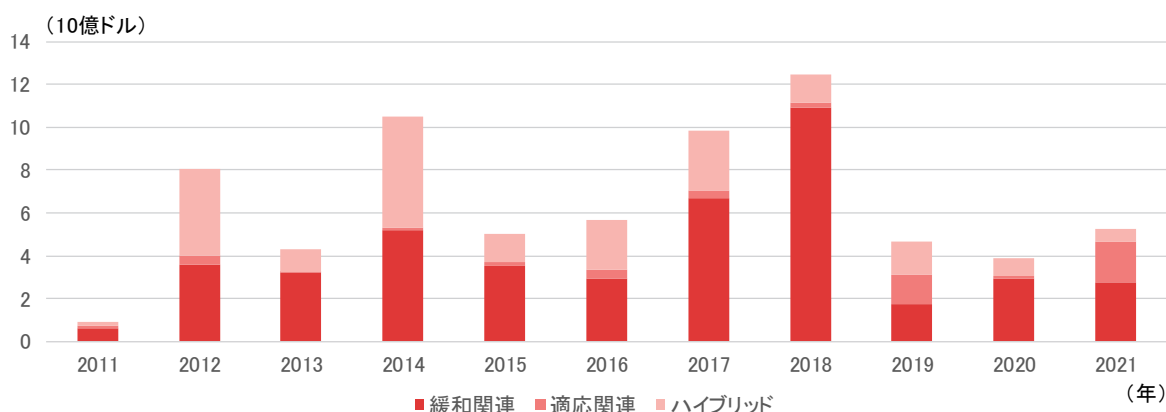
3. 気候関連ブレンデッド・ファイナンスの状況

一方、NZAOA とパートナーシップを結ぶコンバージェンスは、2022 年の旗艦レポートにおいて、自らのデータベースを基に気候関連のブレンデッド・ファイナンスの動向を分析している³⁶。旗艦レポートは、①緩和（mitigation）関連のブレンデッド・ファイナンス、②適応（adaption）関連のブレンデッド・ファイナンス、③緩和と適応のハイブリッドのブレンデッド・ファイナンスに区分して動向を整理している。

緩和関連のブレンデッド・ファイナンスとは、GHG の排出量を削減したり、カーボンシンク（炭素吸収源）³⁷を通じて大気中から GHG の除去を強化したりすることによって、気候変動の影響抑制を目的とする取引である。適応関連のブレンデッド・ファイナンスとは、海面上昇やより頻繁で極端な気象現象、作物の生育期の変化といった気候変動によるすでに明確なまたは将来的に予想される結果への適応が含まれる。一方、ハイブリッドのブレンデッド・ファイナンスとは、気候変動の緩和と気候変動への適応の両方の成果を生み出すことを目的とした分野にまたがる取引を表している。

過去 10 年の傾向をみると、緩和関連の取引が多い（図表 13）。緩和関連取引はこれまでに 580 億ドル以上が実行されており、2016 年以降では年間平均で 47 億ドルが実行されている。もっとも、2019 年以降については緩和関連取引を中心に資金調達が大きく減少している。コンバージェンスは、COVID-19 に伴う要因に加えて、①適切なリスク調整後リターンを伴った融資可能な投資機会の欠如、②低炭素やグリーンへの投資に関する首尾一貫した標準化されたタクソノミーの欠如、③気候インパクトを測定・報告するツールの欠如、④新興市場における流動性の制約といった要因がブレンデッド・ファイナンスの資金フローが減少した背景にあることを指摘している³⁸。

図表 13 気候関連ブレンデッド・ファイナンスの動向



（出所）Convergence, “State of Blended Finance 2022,” October 2022, p.22 (Figure4)

³⁶ Convergence, “State of Blended Finance 2022,” Climate Edition, October 2022.

<<https://www.convergence.finance/resource/state-of-blended-finance-2022/view>>

³⁷ 炭素隔離によって大気から放出されるよりも多くの炭素を除去することを言う。生物学的なカーボンシンクは、海洋、マングローブ林、土壌など光合成を含む自然のプロセスを通じて炭素を吸収する一方、人工的なカーボンシンクは、処理地など人為的な場所や大気からの直接的な取込みという技術的なプロセスである。

³⁸ 脚注 36、p.20

4. ブレンデッド・ファイナンスの規模拡大に向けた議論

前述した NZAOA のディスカッション・ペーパーは、新興国市場に焦点を当てながら、トランジション・ファイナンスに限らずにブレンデッド・ファイナンスの規模の拡大を妨げる障壁を除去するための議論を展開している。気候変動対策といった機関投資家の投資を呼び込むために適切なリスク・リターンのない市場セグメントでは、投資リスクを軽減する必要がある。NZAOA は、そのための最も効率的な手段の 1 つとしてブレンデッド・ファイナンスを挙げて、その規模拡大の必要性を強調している。

1) 取引規模の拡大

NZAOA は、ブレンデッド・ファイナンスを検討する機関投資家は一般に、債務への投資には最低 1 億 5,000 万ドル、エクイティ投資には最低 5,000 万ドルを要するとしており、取引規模が小さいことが規模拡大に向けた障害になっているとする³⁹。

そこで、公的資金や慈善資金による資本供与の拡大を提案する。具体的には、ODA の適格ファンドへの民間投資を可能にし、ODA の対象となる地域やセクター、テーマ（例えば、サブサハラ・アフリカ、女性のエンパワーメント）を拡げることである。また、助成金が保証を提供したり劣後ポジションをとったりすることによって民間資本を動員する触媒として柔軟に機能するため、助成金のプール化と投資の標準化を提案する。助成金による保証によってリスク・リターンの不均衡が是正できる。

次に、投資可能なプロジェクトのユニバース強化としてエクイティ・ファイナンスの強化を提案する。信用力のある企業やプロジェクトは、リスクを負担できる長期的なエクイティ・ファイナンスによって実現可能であり、それがさらなる投資を呼び込むことにつながる。NZAOA は、エクイティ・ファイナンスの出し手として MDB や DFI に期待を寄せる。DFI 等の投資によってリスクが削減されることで、ファンド・オブ・ファンズによるブレンデッド・ファイナンスも可能になると考えられている。

2) 能力・経験の強化

プロジェクトを計画する新興国の地方政府の能力不足に加えて、ブレンデッド・ファイナンスはアセットクラスとして確立されていないことから、機関投資家に対応する高度な機関化、専門化の欠如や経験不足がアセット・マネージャーにあることが指摘されている。

NZAOA は、資金贈与の提供者（ドナー）や地方政府、アセット・マネージャー、アセット・オーナーを含むすべての関係者における能力構築の必要性を強調している。ブレンデッド・ファイナンスが実現できる環境整備と能力構築に関しては、MDB や DFI の役割に期待する。また、投資家やドナーのニーズを満たすようブレンデッド・

³⁹ 2020 年のブレンデッド・ファイナンスの取引規模は中央値で 3,000 万ドルであった。脚注 2、p.15

ファイナンスを構成するためには、アセット・オーナー、ドナー、そしてアセット・マネージャーの間の協力が必要であるとする。

3) データの利用可能性の向上

特に新興国では、投資家は投資のリスクとパフォーマンスのデータにアクセスできないという問題に直面しており、リスクを正確に評価しリターンの妥当性を判断することが困難である。DFI とドナーの間でトラック・レコードやインパクトのデータが共有されれば、民間投資家は適切な情報に基づく投資判断が可能になるとする⁴⁰。

V おわりに

2030 年までの SDGs の達成や 2050 年までのネットゼロの実現に向けてブレンデッド・ファイナンスが注目されつつある。ブレンデッド・ファイナンスは、公的資金や慈善資金による触媒的資本を利用して投資家が享受できるリスク・リターンのプロファイルを実現することで、民間セクターからの資本を呼び込むための新たなファイナンス手法である。例えば、バンク・オブ・アメリカ (BoFA) のブライアン・モイニハン最高経営責任者 (CEO) は、民間資本のリターンを犠牲にすることなく莫大な資本を動員できる可能性があるとして、ブレンデッド・ファイナンスに期待を寄せている⁴¹。

ブレンデッド・ファイナンスは、投資家のアセットクラスとしてはまだ確立していないが、将来的には発展途上国の開発ファイナンスだけでなく、社会的・環境的インパクトを実現するサステナブル・ファイナンスの 1 つの形態として、先進国でもブレンデッド・ファイナンスの取組みが増えていくことが予想される。

英国では、社会的ファイナンスにブレンデッド・ファイナンスを活用する仕組みが設けられている。社会的投資のための財団であるアクセスは、社会的課題の解決を担う社会的組織に適した少額のファイナンスが提供されるよう、休眠預金を活用しつつ社会的投資家にブレンデッド・ファイナンスを実行している。アクセスのブレンデッド・ファイナンスの取組みは、社会的投資家の数を増やし、社会的投資の範囲を拡大し、社会的投資家の能力を高めているとの評価を得ている。

また、GFANZ の下、2050 年までにポートフォリオをネットゼロにすることにコミットする NZAOA は、トランジション・ファイナンスにブレンデッド・ファイナンスを活用することを推奨しており、新興国の気候変動対策への投資だけでなく、先進国のクリーン・テクノロジーを対象とするインパクト投資にもブレンデッド・ファイナンスを活用するこ

⁴⁰ グローバル新興市場リスク・データベース・コンソーシアム (Global Emerging Markets Risk Database Consortium) は、MDB や DFI のポートフォリオのデフォルト率を含むレポートを公表しているが、NZAOA は、過去の損失を理解する上で必要な鍵となる回収率は含まれていないことを指摘する。

⁴¹ BoFA, “What Is Blended Finance, And Why It Matters,” February 18, 2020.
<[177](https://about.bankofamerica.com/en/making-an-impact/blended-finance#:~:text=To%20put%20that%20money%20to,investors%20with%20different%20risk%20appetites.></p>
</div>
<div data-bbox=)

とを提案する。ブレンデッド・ファイナンスの規模拡大に向けて様々な障害があるため、NZAOA は政策当局者やアセット・マネージャーにも働きかけながら、規模拡大を実現するための議論を展開している。2022 年 11 月にエジプトで開催されている COP27 においても、発展途上国のトランジション・ファイナンスの規模拡大に向けて必要な革新的な金融手段の 1 つとして、ブレンデッド・ファイナンスの促進が議論されている模様である⁴²。

日本でもすでに SDGs に焦点を当てたブレンデッド・ファイナンスの取り組みがある。

「日本 ASEAN 女性エンパワーメントファンド (Japan ASEAN Women Empowerment Fund; JAWEF)」は、主として ASEAN 諸国の女性起業支援を目的とするマイクロファイナンス機関を対象に融資を行うファンドであり、ファースト・ロス・トランシェ⁴³とメザニン・トランシェを活用して機関投資家の投資をシニア・トランシェに呼び込むブレンデッド・ファイナンスのストラクチャーとなっている⁴⁴。2016 年に行われた最初の資金調達の際には、日本の民間資本を呼び込むために JAWEF の設立を支援した国際協力銀行 (JBIC) と国際協力機構 (JICA) がメザニンを提供している。2019 年に行われた第 2 回の資金調達ラウンドでは、JBIC や JICA による追加出資に加え、笹川平和財団や住友生命がシニア・トランシェへの投資を行っている。JAWEF は 2 億 4,100 万ドルの規模に達しており、ASEAN を中心に 25 万人の女性起業家の支援につながっている。

今後、日本におけるブレンデッド・ファイナンスへの注目は益々高まっていくであろう。2022 年 7 月に公表された「金融庁サステナブルファイナンス有識者会議」による第二次報告書⁴⁵は、トランジション・ファイナンスの重要性を議論する中で、脱炭素等に向けた企業の動きを実効的に推進していくためには、官民によるリスク分担が重要との指摘が国際的にも広がっているとしてブレンデッド・ファイナンスに言及している。また、岸田政権が推進する新しい資本主義では社会的ファイナンスに焦点が当てられており、英国の例にあらえば、2016 年に成立した休眠預金等活用法の下で休眠預金を活用しながら、社会的ファイナンスの枠組みの中でブレンデッド・ファイナンスを推進することも想像できる。

もっとも、ブレンデッド・ファイナンスは世界でも未だ揺籃期にあると言える。今後、日本においてもブレンデッド・ファイナンスが有する潜在性に注目しながら、様々な角度から持続可能な社会と地球の実現を目指すサステナブル・ファイナンスに活用する可能性について議論を深めていくことが求められよう。

⁴² “COP27: Experts Spell out Need for Concessional Climate Financing, Blended finance,” *CNBC*, November 9, 2022. <<https://www.cnbc.com/environment/cop27-climate-financing-developing-countries-parity-needs-to-be-established-15127631.htm>>

⁴³ インパクト投資のファンド・マネージャーであるシュローダー傘下のブルーオーチャード (BlueOrchard) がファースト・ロスの株式を保有しながらファンド運営を行っている。

⁴⁴ Convergence, “Case Study: Japan ASEAN Women Empowerment Fund,” March 2020. <<https://www.convergence.finance/resource/japan-asean-women-empowerment-fund-case-study/view>>

⁴⁵ 金融庁サステナブルファイナンス有識者会議「第二次報告書—持続可能な新しい社会を切り拓く金融システム—」2022 年 7 月 <<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220713/01.pdf>>