

## 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—

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 2022年6月、岸田政権の経済政策である「新しい資本主義」の実現に向けて「実行計画」が閣議決定された。実行計画は、社会的課題を解決する経済社会システムの構築を目標に掲げ、社会的課題の解決に焦点を当てる社会的企業のファイナンスを担う新たな金融モデルとして「社会的ファイナンス」を推進する方針を示した。
2. 社会的ファイナンスは、ESGやSDGsが世界的な課題となる中で、グローバルに成長している。その成長のきっかけとなったのが、2008年のグローバル金融危機である。金融危機以降、金融セクターは健全な社会の構築に向けてより大きな貢献が求められるようになった。その結果、諸外国では社会的ファイナンスが政策的に推進されている。
3. 社会的ファイナンス市場の発展にとっての根本的課題として、一般に共有されている社会的ファイナンスの定義がないことが挙げられる。もっとも、社会的インパクトを有する経済活動を特定するアプローチは複雑であり、定義の調和や共有化は難しい作業となるだろう。また、社会的ファイナンス市場の発展には、エコシステムを構築することも重要である。
4. 今後、「新しい資本主義実現会議」において実行計画で示された方向に沿って社会的ファイナンスの推進に関する具体的な検討が進められていくことが想定される。日本における社会的ファイナンスの発展のために、定義の調和やエコシステムの構築という課題にも目を向けながら検討を進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

- ・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。
- ・小立敬「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。

## I 新しい資本主義のグランドデザイン

岸田政権の経済政策である「新しい資本主義」の実現に向けて、そのビジョンを示し、具体化を図る「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」が2022年6月7日に閣議決定された<sup>1</sup>（以下、「実行計画」）。実行計画は、「成長と分配の好循環」および「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする新しい資本主義の実現を図るため、2021年10月に内閣の下に設置された「新しい資本主義実現会議」（以下、「実現会議」）の議論と与党における検討<sup>2</sup>を取りまとめたものである。

実行計画は、資本主義のバージョンアップに向けた変革を掲げている。実現会議が2021年11月に公表した緊急提言は、「現在、世界各国において、持続可能性や「人」を重視し、新たな投資や成長につなげる、新しい資本主義の構築を目指す動きが進んでおり、我が国がこの動きを先導することを目指す」としていた<sup>3</sup>。

経済政策におけるイデオロギーの歴史を振り返ると、1980年代からのサッチャリズムやレーガノミクス以来、それまでのケインズ主義に代わり、自由な市場こそが経済厚生を高める最善の手段であるとする新自由主義が優位となった。実行計画は、新自由主義の下、グローバル化の進展によって経済は活力を取り戻し、世界経済が大きく成長したと述べるとともに、新自由主義は成長の原動力の役割を果たしたという評価を与えている。

同時に実行計画は、新自由主義の下、経済的格差の拡大、気候変動問題の深刻化、過度な海外依存による経済安全保障リスクの増大、人口集中による都市問題の顕在化、市場の失敗等によって多くの弊害が生まれたことも指摘する。特に、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の拡大によって、特定の国・地域に依存したサプライチェーンは国民の健康や経済安全保障の確保を困難にすることが明らかになったと述べる。また、ロシアによるウクライナ侵攻は、国際経済における地政学的リスクや権威主義的国家による挑戦を顕在化させているという認識に加えて、自由経済のルールを無視した不公正な経済活動等を進める権威主義的国家資本主義からの挑戦に、自由と民主主義がさらされているとの危機感も表している。

そのような現状認識の下、実行計画は、「資本主義を超える制度は資本主義でしかあり得ない」、「新しい資本主義はもちろん資本主義である」としており、岸田政権が目指している新しい資本主義が普遍的価値としての資本主義に依拠していることを強調する。一方で、新しい資本主義は、新自由主義的な資本主義とは一線を画そうとしていることも窺わせる。すなわち、日本では従来、市場（民）か政府（官）かという対立軸で経済政策のあり方が語られることが多かったが、実行計画は「市場だけでは解決できない、いわゆる外部性の大きい社会的課題について「市場も国家も」、すなわち新たな官民連携によってその解決を目指していく」という新たな目線を示している。

<sup>1</sup> 首相官邸「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」令和4年6月7日

<sup>2</sup> 自由民主党「新しい資本主義実行本部 提言」令和4年5月24日

<sup>3</sup> 新しい資本主義実現会議「緊急提言」令和3年11月8日

実行計画は、社会的課題を障害物としてではなくエネルギー源と捉え、新たな官民連携によって社会的課題の解決を進め、エネルギーとして取り込むことによって、包摂的で新たな成長を図っていくとする。その上で、実行計画は新しい資本主義を貫く基本的思想として、①「市場も国家も」、「官も民も」によって課題を解決すること、②課題解決を通じて新たな市場を創る、すなわち社会的課題解決と経済成長の二兎を実現すること、③国民の暮らしを改善し、課題解決を通じて一人ひとりの国民の持続的な幸福を実現することを掲げる。すなわち、社会的課題の解決を経済成長の原動力として位置づけ、持続的な幸福を目指す点で、新しい資本主義は従来とは異なる政策思想を含んでいると言えよう。

次章以降、実行計画における政策の柱の1つとして掲げられた「社会的課題を解決する経済社会システムの構築」に焦点を当て、社会的課題の解決と金融・資本市場の関係の中で注目される施策を確認した上で、海外の状況も踏まえながら、社会的課題の解決を図る社会的ファイナンスという新たな金融モデルの推進について考察を加える。

## II 新しい資本主義と社会的ファイナンス

### 1. 社会的課題を解決する経済社会システムの構築

実行計画は、社会的課題を解決する経済社会システムの構築という目標を掲げ、個社の短期的収益を重視する視点から社会的価値を重視する視点への転換を目指している。その際には、社会面・環境面での責任（人的資本・人権、気候変動、ダイバーシティを含む）を企業が果たすことが事業をサステナブルに維持していくためには不可欠であるとして、リスク・リターンに加えて社会面・環境面のインパクトを考えるマルチステークホルダー型企業社会を推進しようとしている。これらの文脈から、実行計画は ESG（環境／社会／ガバナンス）や持続可能な開発目標（SDGs）といったサステナビリティ（持続可能性）を内生化させた経済社会システムの構築を図る考えであることが窺われる。

近年、アングロサクソン型市場主義に偏重した新自由主義的な資本主義を見直し、持続可能な価値創造を図る資本主義を志向する議論が世界的に行われている。特に、「会社の目的」に関する議論として、株主利益の最大化を追求する「株主資本主義」から、企業は株主だけでなく顧客や取引先、従業員、地域社会を含むすべてのステークホルダー（利害関係者）のために長期的な価値を創造すべきであるとする「ステークホルダー資本主義」へと軌道修正を求める声は様々なところで上がっている。

その代表的なものとして、米国の資産運用会社のブラックロックのラリー・フィンク CEO が 2018 年に投資先企業の CEO 宛てのレターで表明した考えが注目されている。同氏は、すべての企業は長期に繁栄するためには金融パフォーマンスを提供するだけではなく、社会にどのように積極的に貢献しているかを示し、株主や従業員、顧客、事業を展開するコミュニティを含むすべてのステークホルダーに利益をもたらす必要があると主張した<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> Larry Fink, "A Sense of Purpose," Harvard Law School Forum on Corporate Governance, January 17, 2018.

また、年次総会であるダボス会議を開催している世界経済フォーラム（WEF）は、2019年12月に第4次産業革命における企業の普遍的目的として「ダボスマニフェスト2020」を公表し、会社の目的は共有された持続的な価値創造にすべてのステークホルダーを関与させることであって、価値創造を図るためには企業は株主だけでなく従業員、顧客、サプライヤー、コミュニティ、そして社会全体のすべてのステークホルダーに価値を提供することが必要であると謳った<sup>5</sup>。WEFは、COVID-19のパンデミックの後に開催された2021年のダボス会議において「グレート・リセット」というイニシアティブを開始しており、ここにはステークホルダー資本主義の推進が含まれている<sup>6</sup>。

実際、実現会議においても、株主最大化へのアンチテーゼとして国内外の有識者によるステークホルダー論が議論されている<sup>7</sup>（図表1）。実行計画は、前述したとおり、マルチステークホルダー型企業社会を推進するとしており、岸田政権が推進する新しい資本主義には、ステークホルダー資本主義を受けた会社の目的に関する新たな視点が含まれている。実現会議では、社会的課題の解決に関わる企業のあり方に関する議論も行われた。

図表1 新しい資本主義実現会議で紹介されたステークホルダー論

<p style="text-align: center;"><b>ジャン・ティロル(フランス国立社会科学高等研究院教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業は、株主価値の最大化ではなく、多様なステークホルダーの便益の合計を最大化することを目指すべき</li> <li>・ 意思決定権限をステークホルダー全体に分散すべき</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ラグラム・ラジャン(前インド中銀総裁、シカゴ大学経営大学院教授)、ルイス・ジンガレス(シカゴ大学経営大学院教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業の価値にとって非生物的資産より人的資産が重要になると、株主のみに企業が生み出す余剰を分配するのではなく、価値の源泉である従業員にインセンティブを与えることが重要</li> <li>・ 取締役の機能は、株主のエージェントとしての役割から、企業の余剰の分配が偏らないように行動を変えるべき</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>レベッカ・ヘンダーソン(ハーバード・ビジネススクール教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株主価値の最大化という概念を離れて、資本主義を再構築するべき</li> <li>①共有価値の創造</li> <li>②パーパス主導型の組織の構築</li> <li>③金融の回路の見直し</li> <li>④協力体制(自主規制を含む)</li> <li>⑤社会の仕組みや政府の変革</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ブランコ・ミラノヴィッチ(ニューヨーク市立大学客員教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 今後の世界は、リベラル能力資本主義と政治的資本主義の間の競争</li> <li>①リベラル能力資本主義:資本や労働報酬が一部の富裕層に集中し、経済・教育の格差拡大が顕著</li> <li>②政治的資本主義:テクノクラートへの権力の集中と法の支配の欠如が腐敗を生み、社会の不平等を拡大</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>田中亘(東京大学教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 安易な脱・株主第一主義は経営規律を損ない、低収益性・低成長性を長引かせることにつながりかねないが、負の外部性を考慮すると、株主利益と社会厚生との乖離を軽視することはできない</li> <li>・ 社会厚生増進の観点から、株主利益が最大にならなくとも、社会的責任を果たすための会社経営は許容される</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ラリー・フィンク(ブラックロックCEO)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業は、株主、従業員、顧客、そして事業を行うコミュニティという、すべてのステークホルダーに恩恵をもたらさなければならない</li> <li>・ 企業がESGの問題を管理する能力は、持続可能な成長に不可欠なリーダーシップと優れたガバナンスを示している</li> </ul>

(出所) 「新しい資本主義（ステークホルダー論）を巡る識者の議論の整理」（実現会議第1回資料）より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> WEF, “Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution,” December 2, 2019.

<sup>6</sup> WEF, “Now Is the Time for A 'Great Reset,’” Jun 3, 2020.

<sup>7</sup> 新しい資本主義実現会議「新しい資本主義（ステークホルダー論）を巡る識者の議論の整理」（第1回資料）令和3年10月26日

## 2. 社会的企業および社会的ファイナンスの推進

### 1) 社会的課題の解決を図る企業のための法人格

実行計画は、社会的課題を解決する経済社会システムの構築を図る具体的な施策の1つに、「民間で公的役割を担う新たな法人形態・既存の法人形態の改革の検討」を掲げる。社会的課題の解決を図る企業を対象とする法人格に関わる議論である。

実行計画はその背景として、社会がより複雑化している中で孤独・孤立対策や環境保護等に加えて、医療、介護、教育等、これまで官が担ってきたサービスにおいても、多様なニーズにきめ細かく対応するために民間の主体的な関与が期待されているとし、社会的課題と経済的成長の二兎を追いたい起業家が増えていることを指摘する。その上で、従来の株式会社では株主利益の追求が大前提である一方で、非営利組織は事業実施主体として限界があり、資金調達の柔軟性が低いために大規模な課題解決が難しいとして、新たな法人格を整備する必要性を説いている。

民間企業が社会的課題の解決を担うことは世界的な傾向である。民間セクターにおける社会的事業は、コミュニティや慈善団体、財団を含む非営利組織が担ってきたが、近年、社会的企業（social enterprise）と呼ばれる社会的課題の解決を目的として事業を行う営利企業が活躍の幅を広げている<sup>8</sup>。中でもイノベーションを活用して社会的課題の解決を図るソーシャル・ベンチャーといった社会的起業家（social entrepreneur）の活躍が世界的規模で目覚ましくなっており、ベンチャー・キャピタルの投資哲学を取込んで、成長性の高い社会的起業家を支援するベンチャー・フィランソロフィー（venture philanthropy）も増えつつある。

社会的起業家が活躍し、それを支援する枠組みが拡大する背景には、従来世代に比べて積極的に社会的課題の解決に関わろうとする傾向を有し、デジタル・ネイティブなミレニアル世代の活躍の場が増えてきているという時代的要因が指摘されている<sup>9</sup>。世代交代の進展とともに、今後、そのような傾向は益々強まっていくであろう。また、COVID-19のパンデミックによって社会的課題が深刻化している。例えば、世界銀行は新たに8,800万人から1億1,500万人が1日当たり1.9ドル未満で暮らす極度の貧困に陥ったとする<sup>10</sup>。COVID-19の中で、社会的企業のさらなる活躍が期待されている。

一方、欧米では、株主利益の最大化と社会的（または環境的）な目的の実現を同時に追求するハイブリッドな社会的企業に適した法人格が整備されてきた。実現会議において議論され、実行計画でも言及されているのが、米国における「ベネフィット・コーポレーション（Benefit Corporation）」である<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> 社会的企業は、インパクト企業やソーシャル・ビジネスとも呼ばれる。

<sup>9</sup> Social Impact Investment Taskforce, “Impact Investment: The Invisible Heart of Markets,” September 15, 2014.

<sup>10</sup> World Bank, “Reversals of Fortune,” Poverty and Shared Prosperity 2020.

<sup>11</sup> 米国にはベネフィット・コーポレーションとともに、非営利団体のB Labが認証するBコーポレーション（B Corporation）という認証制度があり、その認証を得るにはベネフィット・コーポレーションであることが求められる。ベネフィット・コーポレーションに関しては、橋口達「米国のベネフィット・コーポレーション—社会的課題の解決を後押しする企業形態—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号を参照。

2010年にメリーランド州で導入されたことを皮切りに、米国では多くの州会社法の下でベネフィット・コーポレーションが整備されている。詳細な規定は州によって異なるが、ベネフィット・コーポレーションに共通する最大の特徴は、会社の目的として公共の利益（public good）を考慮することを求めていることである。

実行計画は、2017年までに7,704社ものベネフィット・コーポレーションが米国で設立されたことに加え、ベネフィット・コーポレーションへの投資額が5年間で6倍となり、1件当たり投資額が4倍となっているとする。米国では、上場会社から中小規模の非上場会社までベネフィット・コーポレーションが幅広く利用されている。

一方、英国では、2004年に会社法が改正され、会社の利益と資産を社会的課題の解決に利用する新たな法人格として、「コミュニティ利益会社（Community Interest Company; CIC）」が導入された。英国には伝統的な非営利組織としてチャリティ（Charity）があり、チャリティが法人格を得るときは、従来から有限責任保証会社（company limited by guarantee; CLG）<sup>12</sup>という形態を選択することが可能であった。もともと、CLGは株式の発行ができないなどいくつかの制約があったことから、CLGに加えて、有限責任株式会社（company limited by shares; CLS）の法人格も選択できるCICが導入されたものである。

CICはコミュニティの利益のために活動することが求められる<sup>13</sup>。また、アセットロック（資産処分制限）としてすべての資産はコミュニティの利益のために活用することが求められ、処分可能利益の35%の水準に配当制限が設けられている。英国では2021年3月末時点で、2万3,887社がCICとして登録している<sup>14</sup>。

実現会議では、フランスやドイツの社会的企業に適した法人格も紹介されていた<sup>15</sup>。実行計画は、社会的企業に適した法人格の導入の可否に関しては、今後、実現会議において検討する方針を示している。

## 2) 社会的ファイナンスの推進

社会的課題の解決を目的とする社会的企業にとって重要な課題となっているのが、ファイナンスの問題である。リスクに見合った金融リターンを追求する従来型の金融モデルだけでは、金融リターンと同時に社会的インパクトを求める社会的企業の資金ニーズには十分に対応できないおそれがある。例えば、発展途上国においてSDGsの実現に要するファイナンスの金額のギャップは、年間2.5~3兆ドルに及ぶと推計されており、社会的な持続可能性への投資に対しては大きな需要がある<sup>16</sup>。

<sup>12</sup> CLGの社員は、会員（member）となって会社の債務に対して保証（guarantee）を提供する。CLGは、非営利組織向けの法人とみなされおり、一般にチャリティが法人格を得る際に用いられてきた。

<sup>13</sup> CIC規制当局が、CICに対してコミュニティ利益テスト（community interest test）を行って当該要件を判断する。この場合、コミュニティとは物理的・地域的な範囲よりも幅広い一般社会を指すものとされている。

<sup>14</sup> Regulator of Community Interest Companies, “2020/21 Annual Report.”

<sup>15</sup> フランスでは2019年に法制化されたエンタープライズ・ア・ミッション（Entreprise à Mission）があり、ドイツでは2013年に法制化された公益有限責任会社（gGmbH）がある。

<sup>16</sup> UNCTAD, “World Investment Report 2014.”

このような状況の中、社会的企業を含む、社会的課題の解決に焦点を当てる社会的目的組織へのファイナンスを担う新たな金融モデルとして、「社会的ファイナンス (social finance)」が世界的に注目されている<sup>17</sup>。

社会的ファイナンスには多様なファイナンス手段がある。従来、民間の社会的事業へのファイナンスは、寄付金や助成金、補助金という投資リターンのない金銭の贈与によって行われることが一般的であった。一方、社会的ファイナンスでは寄付金等に加えて、融資やエクイティ、準エクイティ（劣後ローンを含む）、債券を含む多様な金融商品が用いられ、様々なストラクチャーによって発行されている。ソーシャル・ボンドは、社会的課題の解決を図るソーシャル・プロジェクトに対するファイナンスのために発行される。サステナビリティ・リンク・ボンドは、発行体が予め設定したソーシャル・プロジェクトを含む ESG 目標の達成度合いに応じて財務的・構造的に変化する債券である。さらに、ベンチャー・キャピタルやクラウド・ファンディングも社会的ファイナンスにおいて活用されている。

社会的ファイナンスでは、従来の金融モデルにはない革新的なファイナンス手法も開発されている。公共セクターや行政機関との契約であるソーシャル・インパクト・ボンドは、社会サービスのプロバイダー（社会的企業や非営利組織）や投資家がより良い社会的成果を得るために社会的事業に資金を支払う一方、事業成果に応じて報酬が還元されるストラクチャーである<sup>18</sup>。日本においても、自治体のヘルスケア事業に関連したソーシャル・インパクト・ボンドなどいくつかの事例がある<sup>19</sup>。

また、公的機関や財団を含む慈善投資家のファイナンスと、一般投資家が提供するファイナンスを組み合わせるブレンデッド・ファイナンスと呼ばれる投資のストラクチャーも注目されている。一般にブレンデッド・ファイナンスとしては、①機関投資家の投資を促すため、プライベート・エクイティ/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が提供されたり、②インフラ・プロジェクトにおいて、債券発行とともに公的機関や財団から保証が提供されたり、③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に、公的機関や財団から寄付・助成金が提供されたり、④機関投資家を呼び込むためのプロジェクトを設計・構築するために公的機関や財団から資金が提供されたりしている<sup>20</sup>。

<sup>17</sup> 社会的ファイナンスは持続可能な社会と地球を目指すサステナブル・ファイナンスに含まれ、サステナブル・ファイナンスの中でも社会的課題の解決に焦点を当てたものと捉えることができる。

<sup>18</sup> 英国のソーシャル・インパクト・ボンドについては、神山哲也「地域の課題克服に活用されるソーシャル・インパクト・ボンド」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号を参照。

<sup>19</sup> 日本の事例に関しては、江夏あかね「ソーシャルインパクトボンドの発展と今後の課題—地方公共団体の財源調達手段多様化の可能性—」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号を参照。

<sup>20</sup> ブレンデッド・ファイナンスは一般に、①資本コストの引下げ、一般投資家を保護する損失クッションを目的とした公的・慈善的投資家による市場条件を下回る条件での資金提供、②公的・慈善的投資家による市場条件を下回る条件での保証・保険を通じた信用補完、③商業ベースの存続可能性やインパクトの強化を図るための投資前・投資後に利用される技術的支援ファシリティへの寄付によるファンディング、④取引の設計・準備への寄付によるファンディング（プロジェクト準備・設計段階の寄付を含む）といったストラクチャーによって行われている (Convergence, “The State of Blended Finance 2021,” October 2011)。

このような社会的ファイナンスに関連して実行計画は、「寄付文化やベンチャー・フィランソロフィーの促進など社会的起業家の支援」を掲げる。実行計画は、米国では成功した起業家をはじめ幅広い者がビジネスで得た果実等を社会に還元し、社会的課題の解決に貢献するフィランソロフィーの概念が確立していると述べており、日本でもフィランソロフィーの文化が浸透することへの期待を示している。

実行計画はその上で、社会的ファイナンスを推進する施策として、まず社会的課題に取り組む民間活動に休眠預金を活用することを検討する方針を示す。2016年に成立した休眠預金等活用法<sup>21</sup>の下、民間公益活動<sup>22</sup>を促進する団体に休眠預金を原資に資金を交付する仕組みがすでに整備されており、日本民間公益活動連携機構（JANPIA）が2019年度から助成金を交付する事業を開始している。一方、実行計画は、投融資のあり方も含めて検討し本年度中に結論を得るとしており、おそらくJANPIAという既存の枠組みを活用しながら、社会的企業を対象にして、投資リターンを確保しつつ社会的投融資を行っていくことが想定される<sup>23</sup>。

次に、実行計画は、民間の寄付やクラウド・ファンディング等の資金・人材を呼び込む社会的ファイナンスの活用の促進とともに、社会的起業家を育成するシステムの強化を検討する方針を掲げる。これは、ベンチャー・フィランソロフィーに加えて、ブレンデッド・ファイナンスの活用を想定しているように窺われる。ブレンデッド・ファイナンスの実現には公的機関とともに慈善投資家の役割が重要である。実行計画は、既存の法人形態として財団・社団等の改革も検討するとしており、これらの非営利組織が社会的ファイナンスにおいて果たす役割にも期待される。

さらに、実行計画は、インパクト投資の推進を掲げている。インパクト投資とは、金融リターンとともにポジティブで測定可能な社会的インパクトを生み出すことを意図した投資行動である。実行計画は、社会的起業家への投資に加えて、官民ファンド等によるインパクト投資を推進する方針を示している。また、ソーシャル・ボンドに関しては金融庁がすでにガイドライン<sup>24</sup>を策定しているが、実行計画はさらに社会的インパクトを適切に開示するガイドラインの整備を図る考えを示している。

このように実行計画は、社会的課題を解決する経済社会システムの構築という目標を示し、社会的ファイナンスを推進する方針を打ち出した。次章では、世界的に注目を集める社会的ファイナンスについてグローバルな市場動向を確認した上で、海外における社会的ファイナンスの推進を図る代表的な政策対応について確認する。

<sup>21</sup> 正式な名称は、「民間公益活動を促進するための休眠預金等に係る資金の活用に関する法律」である。

<sup>22</sup> 民間公益活動とは、①子どもおよび若者の支援に係る活動、②日常生活または社会生活を営む上での困難を有する者の支援に係る活動、③地域社会における活力の低下その他の社会的に困難な状況に直面している地域の支援に係る活動、④これらに準ずるものとして内閣府令で定める活動と定義されており（同法17条1項）、④については現在のところ内閣府令に定められた活動はない。

<sup>23</sup> 休眠預金等活用法は指定活用団体（JANPIA）の業務として、①資金分配団体に対して助成等の実施に必要な資金について助成または貸付を行うこと、②民間公益活動を行う団体に対して民間公益活動の実施に必要な資金の貸付を行うことを規定しており、JANPIAがローンを提供することは可能である。一方、エクイティを用いた出資・投資やより多様なファイナンス手段を提供するには、法改正が必要になるものと思われる。

<sup>24</sup> 金融庁「ソーシャルボンドガイドライン」2021年10月



### Ⅲ 社会的ファイナンスに関する海外の状況

#### 1. 社会的ファイナンスのグローバルな市場動向

持続可能な社会と地球を目指すサステナブル・ファイナンスの規模を確認すると、2020年に35.3兆ドルの残高となっている<sup>25</sup>。ESGやSDGsが世界的課題となる中で、持続可能性に焦点を当てた投資はかなりの規模に上っている。

特に社会的ファイナンスに焦点を当てると、インパクト投資家の国際的なネットワークであるグローバル・インパクト投資ネットワーク（Global Impact Investing Network; GIIN）が行っているインパクト投資家へのサーベイから、（環境インパクトも含まれるものの）社会的ファイナンスのグローバルな傾向を探ることができる<sup>26</sup>。

2020年6月に公表された直近のサーベイでは、46カ国の294機関の投資家が回答しており、それらの運用資産残高（AUM）の合計額は2019年末で4,040億ドルとなった<sup>27</sup>。なお、2015年末時点では、回答を寄せた157機関のAUMは152億ドルに留まっていた<sup>28</sup>。また、当該サーベイは、1,700機関を超える投資家のデータベースに基づいてインパクト投資のグローバルな市場規模を7,150億ドルと推計している。さらに、インパクト投資の市場の成熟度を尋ねた質問に対しては、回答者の約70%が「順調に成長している（growing steadily）」と回答している。インパクト投資は、サステナブル・ファイナンスの全体的規模と比べるとまだ小さいものの、着実に成長していることが窺われる。ただし、COVID-19やウクライナ侵攻などの情勢変化が、投資家の動向や市場の成長にどのような影響をもたらすのか留意が必要であろう。

次に、当該サーベイから、インパクト投資家やインパクト投資の傾向を確認する。まず、回答者属性から投資家の傾向を探ると、アセットマネージャーが回答者の64%のシェア（うち営利目的が51%、非営利が13%）を占めており、市場参加者として重要なプレゼンスを有している（図表2(a)）。アセットマネージャーに続いて、財団が13%のシェアとなっている一方、金融機関や年金基金、保険会社は数%のシェアにとどまっている。また、投資家の本拠地については、米国・カナダや欧州（西欧・北欧・南欧）といった先進国が多いものの、投資家は新興国も含めてグローバルに幅広く存在している状況が窺われる（図表2(b)）。

インパクト投資家の投資戦略をみると、61%の投資家がインパクト投資のみで、39%の投資家がインパクト投資とそれ以外の投資の双方を行っている（図表2(c)）。ターゲットとするリターンに関しては、市場利回りを下回るリターンとする投資家が3分の1存在するが、多くは市場利回りをターゲットとしている（図表2(d)）。

<sup>25</sup> Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020.”

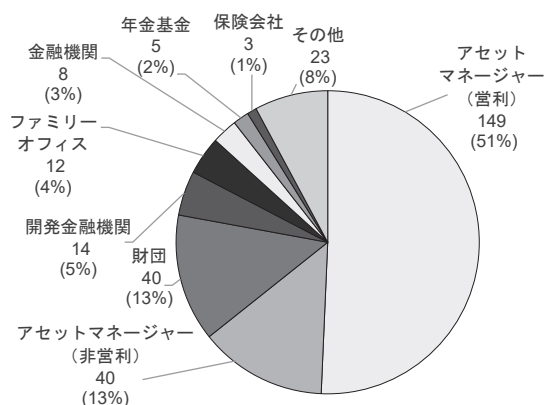
<sup>26</sup> インパクト投資に焦点を当てたものとして、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号を参照。

<sup>27</sup> GIIN, “2020 Annual Impact Investor Survey,” June 2020.

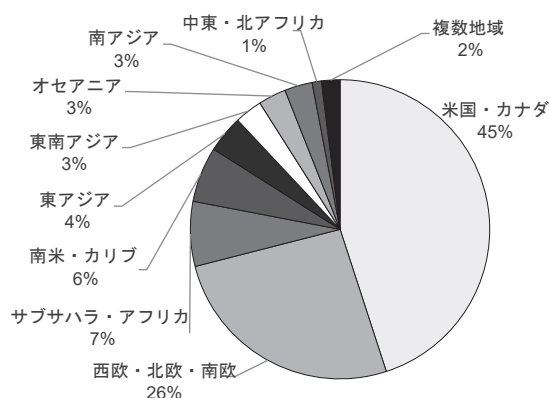
<sup>28</sup> GIIN, “2016 Annual Impact Investor Survey,” May 2016.

図表2 インパクト投資の市場動向（2019年末）

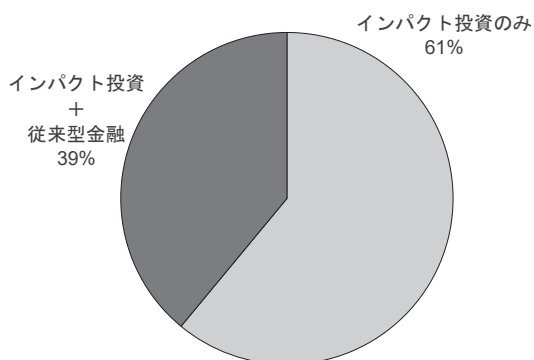
(a) 投資家別の回答者数、シェア



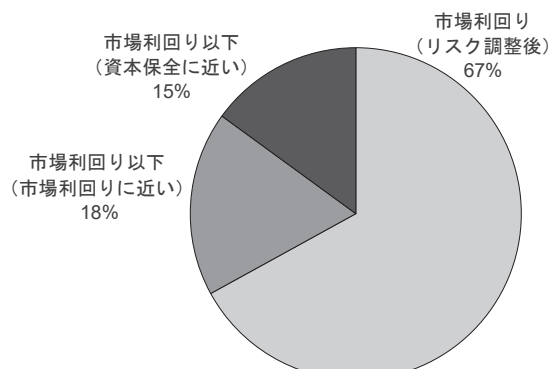
(b) 投資家の本拠地別のシェア



(c) 投資家の投資タイプ



(d) 目標とする期待リターン



(注) 投資家における「その他」は、コミュニティ開発金融機関、NGO、非営利企業、不動産ディベロッパー、ソブリン・ウェルス・ファンド、連邦政府の独立機関を含む。

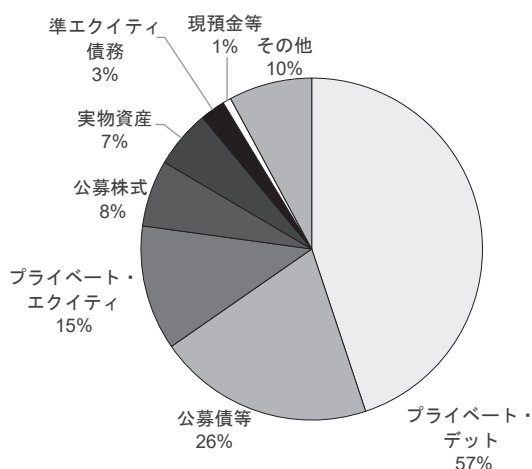
(出所) GIIN, “2020 Annual Impact Investor Survey,” June 2020 より野村資本市場研究所作成

また、インパクト投資の手段についてみると、プライベート・デットが最も多く、公募債、プライベート・エクイティ、公募株式と続き、劣後債務を含む準エクイティも利用されている（図表 3(a)）。インパクト投資の対象地域としては、サブサハラ・アフリカが最も多いものの、米国・カナダ、欧州と続いており、先進国および新興国に幅広く広がっている（図表 3(b)）。また、投資対象のセクターをみると、マイクロファイナンスを加えた金融サービスやエネルギー分野が多く、インフラや食糧・農業、林業、住宅、ヘルスケア、水・衛生、鉱業、ICT、教育と幅広い分野に及んでいるが、文化・芸術は相対的に投資額が少ない<sup>29</sup>（図表 3(c)）。インパクト投資を行っているアセットマネージャーの資金源をみると、年金基金や金融機関、保険会社からの投資資金が多いものの、リテール投資家や富裕層、ファミリーオフィス、財団からの資金も幅広く活用されている（図表 3(d)）。

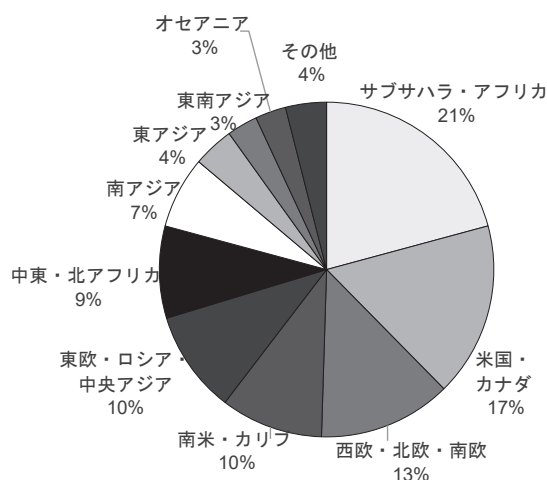
<sup>29</sup> 文化・芸術分野のインパクト投資については、竹下智「クリエイティブ・エコノミーへのインパクト投資—文化芸術団体による新たな資金調達手段—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年夏号を参照。

図表3 インパクト投資における手段、対象地域、対象セクター、資金調達先

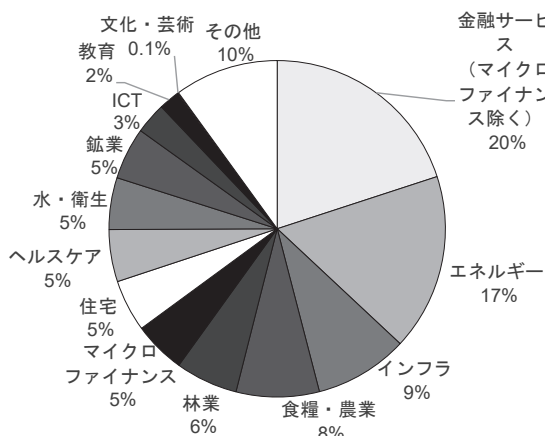
(a) ファイナンス手段



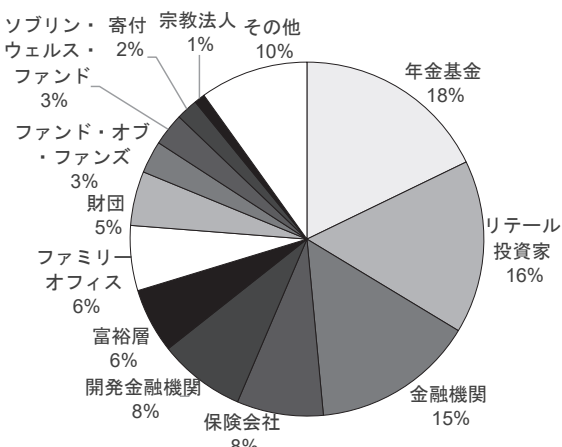
(b) 投資対象地域



(c) 投資対象セクター



(d) アセットマネージャーの資金ソース



(出所) GIIN, “2020 Annual Impact Investor Survey,” June 2020 より野村資本市場研究所作成

## 2. 海外における社会的ファイナンスの推進政策

社会的ファイナンスはグローバルに成長しつつあるが、現代的な社会的ファイナンスの揺籃期は2000年代前半とされる<sup>30</sup>。社会的ファイナンスにとって重要な転機となったのが2008年のグローバル金融危機である。金融危機の原因となった金融セクターは、健全な社会の構築に向けてより大きな貢献が求められるようになった。本節では、社会的ファイナンスを推進する国際的なイニシアティブ、英国や欧州連合（EU）の取組みを確認する。

<sup>30</sup> ただし、経済的価値と社会的価値の両立を図る社会的投資の歴史は長い。1900年代前半の米国ではアルコールやタバコ、ギャンブル、武器を含む宗教倫理に反する業種をキリスト教会が投資対象から除外する運動が行われた。また、米国企業のフィランソロフィー活動は100年を超える歴史がある。1960年代後半のベトナム反戦運動の際には、大学基金や公務員年金基金が軍需産業を投資対象から外す動きもあった。さらに、1980年代以降は、地球環境問題に焦点を当てた社会的責任投資（socially responsible investment; SRI）が行われるようになった。

## 1) 社会的ファイナンスに関する国際的なイニシアティブ

社会的ファイナンスの推進を図る最初の国際的な取組みが、社会的インパクト投資タスクフォース (Social Impact Investment Taskforce; SIIT) である。英国が議長国となった 2013 年の G8 サミットの下で開催された G8 社会的インパクト投資フォーラム (G8 Social Impact Investment Forum) において、社会的インパクト投資市場の発展の触媒となる国際的な組織として SIIT を設置する方針が示された。SIIT は、リスク・リターン・インパクトという 3 つの評価軸へと資本市場のパラダイムをシフトさせることを目指して 2014 年に報告書を作成し、社会的インパクト投資のエコシステムを構築するための提言を行った<sup>31</sup>。

その後、インパクト投資のグローバルなエコシステムの構築を図る国際組織として、SIIT を発展させるかたちでインパクト投資グローバル・ステアリング・グループ (Global Steering Group for Impact Investment; GSG) が 2015 年に設置されている。英国でチャリティとして登録する GSG は、メンバー国の国内諮問委員会の集合体として運営されており、現在では 35 カ国の 30 委員会で構成されている。日本でも国内諮問委員会が設置されており、インパクト投資の国内普及に向けた活動が行われている。

現在、G20 サミットの下でサステナブル・ファイナンスの推進が掲げられている。2021 年のローマ・サミットに際して、G20 サステナブル・ファイナンス作業部会 (G20 Sustainable Finance Working Group; SFWG) が設置され<sup>32</sup>、2021 年 10 月に SFWG は G20 サステナブル・ファイナンス・ロードマップを提示した<sup>33</sup>。ロードマップは G20 のサステナブル・ファイナンスに関する優先課題として、低炭素社会への移行や生物多様性に加え、エネルギー・アクセスや貧困削減を含む社会的課題を掲げている。ロードマップや SFWG は、民間および公的なサステナブル・ファイナンスの規模の拡大を支援し、パリ協定と SDGs が目標とする 2030 アジェンダを加速する国際的な取組みを推進することを主な目標としている。今後、サステナブル・ファイナンスの枠組みの下、社会的ファイナンスが国際的に推進されることとなる。

## 2) 英国政府による社会的ファイナンスの推進

英国は、社会的ファイナンスを政策的に推進してきた代表的な国である。例えば、前述の SIIT は英国のイニシアティブで設置されたものである。また、ソーシャル・インパクト・ボンドは、英国政府のイニシアティブによって開発され、2010 年 9 月にイングランド東部にあるピーターバラ刑務所の受刑者の再犯率低下を目指して設定されたものが世界初の取組みである<sup>34</sup>。

<sup>31</sup> 脚注 9 を参照。

<sup>32</sup> 2016 年の杭州サミットの際、グリーン・ファイナンス研究グループが設置され、2018 年のブエノスアイレス・サミットの際に、持続可能な開発を含むよう権限を拡大してサステナブル・ファイナンス研究グループ (SFSG) となった。2021 年 4 月の財務大臣・中央銀行総裁会議において SFSG の再設立が支持され、さらに SFWG と称される作業部会に格上げされた。

<sup>33</sup> SFWG, “G20 Sustainable Finance Roadmap,” October 7, 2021.

<sup>34</sup> 脚注 18 を参照。

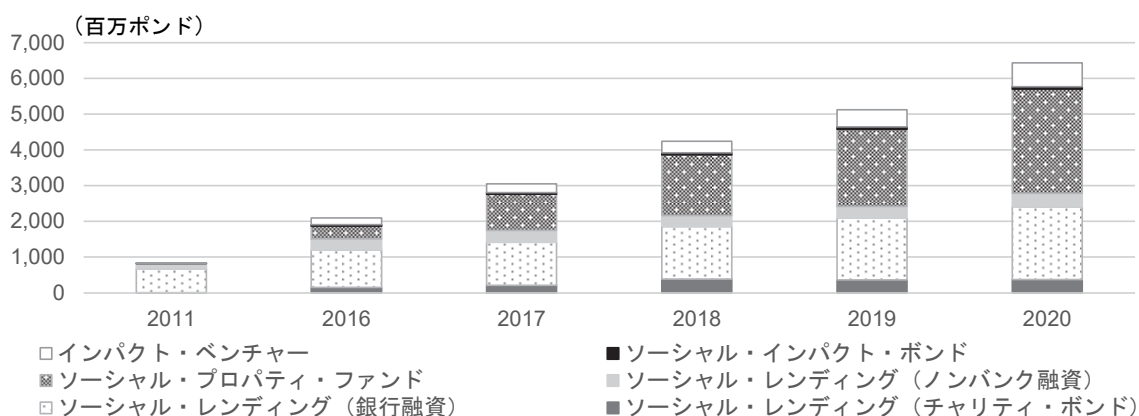
社会的ファイナンス市場を発展させようとする英国政府のイニシアティブを背景に、英国の社会的ファイナンス市場は成長を続けている。英国の社会的投資は 2020 年には 64 億ポンドの残高に達した（図表 4）。今後、英国の社会的ファイナンス市場は、2025 年に 100～150 億ポンドの規模にまで成長することが期待されている。

英国政府の社会的ファイナンスの推進は、ブレア首相の労働党政権にまで遡る<sup>35</sup>。英国財務省は 2000 年 4 月に社会的投資タスクフォース（Social Investment Task Force; SITF）を設置し、社会的ファイナンスの市場を創設する取組みが始まった。貧困に悩む都市・農村地域の再生を担う起業家を育成するべく、資本を呼び込み、経営の経験を提供することが目的であった。SITF の提言の結果、コミュニティ投資税額控除（Community Investment Tax Credit; CITC）が 2003 年に導入された。これは、投資が不足するコミュニティの企業などに資金提供するコミュニティ開発金融機関に投資する投資家の税額控除を図るものである。また、英国初のコミュニティ開発ベンチャーファンドとして 2002 年にはブリッジス・ベンチャー（Bridges Venture）が設立されている。さらに、第 II 章で述べた CIC という社会的企業に適した法人格も導入された。

このような社会的ファイナンス市場の創設を目指す施策が講じられたことを背景に、ベンチャー・フィランソロフィーや社会的インパクト・ファンド、インパクト投資に関する投資助言を提供するアドバイザー、社会的企業を資本市場に呼び込むソーシャル・インベストメント・バンクを含む、多様な市場参加者が現れるようになった。

さらに、2010 年 5 月に政権交代を実現したキャメロン政権（保守党・自由民主党の連立）の下、社会的ファイナンス市場をより発展させる施策が講じられた。例えば、社会的ファイナンスを支援することを目的として、2014 年には社会的投資税控除（Social Investment Tax Relief; SISR）が導入された。SISR は、チャリティや CIC への

図表 4 英国における社会的投資残高



（注） 計数は、ビッグ・ソサエティ・キャピタル（BSC）の推計による各年末値。

（出所） BSC, “2020 Market Sizing” (<https://bigsocietycapital.com/our-approach/market-data>)より野村資本市場研究所作成

<sup>35</sup> 英国の社会的ファイナンスに関する政策的取組みに関しては、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。

個人投資家による投資に関して投資額の30%を所得課税免除とする仕組みである。

英国の社会的ファイナンス市場を発展させた重要な施策として認識されているのが、政府のイニシアティブの下、金融機関の休眠預金を活用して社会的投資を行う独立的な投資ファンドとして2012年4月に設立されたビッグ・ソサエティ・キャピタル（Big Society Capital; BSC）である。英国の社会的ファイナンス市場は、図表4をみると、BSCが設立される以前の2011年と比べて8倍もの規模に拡大している。BSCの社会的投資の原資は、4億ポンドを超える休眠預金<sup>36</sup>と、4大銀行から拠出された合計2億ポンドのエクイティ<sup>37</sup>である。BSCは、日本の休眠預金等活用法が検討されていたときに、休眠預金を活用する事例として参考にされた経緯がある。

BSCは、社会的ファイナンスのエコシステムを構築するべく、市場発展の触媒として社会的ファイナンス市場に資本を提供することを目的としている。BSCは、社会的投資を行って金融リターンを得ている。チャリティや社会的企業に直接投資するのではなく、市場インフラに関わる組織やファンド・マネージャー、ソーシャル・バンクを通じて資本を提供するホールセール社会的投資家として行動している。

COVID-19がもたらした社会・経済危機の中でも、BSCは重要な役割を担っている。COVID-19を受けてBSCは、既存融資の条件変更だけでなく、社会的企業やチャリティを対象に緊急融資を行う2,500万ポンドの規模のローン・ファンド（Resilience and Recovery Loan Fund）を設定したり、既存の3,000万ポンドのファシリティを活用して事業が中断した事業者を対象とする融資スキームを提供したりしている。

また、BSCは、英国の資産運用会社であるシュローダー（Schroders）とのパートナーシップの下、BSCがポータル・マネージャーとなり、社会的インパクトに投資する上場投資信託（Schroder BSC Social Impact Trust; SBSI）を設定した<sup>38</sup>。SBSIは、インパクトの大きい住宅、社会的企業に対するデット・ファンド、ソーシャル・インパクト・ボンドに投資しており、投資家にポジティブな社会的インパクト投資のポートフォリオに投資する機会を提供するという市場構築のためのイニシアティブとして位置づけられている。さらに、2021年には、BSCは社会的企業やチャリティを対象とする新たな投資契約として、12件で計8,000万ポンドの契約を締結している。

社会的ファイナンス市場の発展を目的とするBSCの社会的投資活動の結果、設立以来2020年までに行ったBSCの社会的投資は、2,000超の社会的企業やチャリティ、社会的目的組織に対して自己資金だけで8.2億ポンド、BSCの共同投資家の投資額も合わせると25億ポンド超に達している。

<sup>36</sup> 英国の金融機関にある休眠預金のうち、イングランドの休眠預金のみがBSCの社会的投資に充てられている。社会的投資に充当する休眠預金は、当初は4億ポンドが上限として設定されていたが、2018年に追加資本として最大2,500万ポンドの休眠預金を設定されている。

<sup>37</sup> バークレイズ、HSBC、ロイズ、ナットウェストからそれぞれ5,000万ポンドのエクイティを得ている。

<sup>38</sup> BSCは、SBSIに対して2,200万ポンドを出資し、4,900万ポンドのシード資産を提供している。SBSIは2020年12月にIPOを行い、翌年11月に追加的な資金調達ラウンドを完了させた。IPOを含むSBSIの総資金調達額は8,500万ポンドを超えている。

### 3) EUにおけるソーシャル・タクソノミーの導入

EUでは、従前より社会的ファイナンスを推進する取組みが行われてきた。例えば、欧州委員会は、各加盟国が社会的ファイナンス市場を創設させる施策を講じるためのガイドランスとして、「社会的ファイナンスのためのレシピ本 (Recipe Book for Social Finance)」(以下、「レシピ本」)を提供してきた<sup>39</sup>。これは、①社会的企業をめぐる環境や社会的ファイナンス市場の評価、②投資家のアプローチ、③投資戦略、④仲介戦略、⑤ビジネスモデルの開発、⑥インパクト評価、⑦事業の規模、⑧将来の課題という項目を掲げて論点整理を行うものであり、社会的ファイナンスのエコシステムをいかに構築するかという実践的な議論が含まれている<sup>40</sup>。

足もとでは、持続可能な社会的な活動に焦点を当てたソーシャル・タクソノミー (Social Taxonomy) の導入に向けた検討が進められており、2022年2月に欧州委員会の有識者会合 (Platform on Sustainable Finance) から最終報告書が公表されている<sup>41</sup>。

EUでは、欧州グリーン・ディール (European Green Deal) と称される成長戦略の下、EUタクソノミー (EU Taxonomy) が2020年に導入された。EUタクソノミーとは、EUが定める主として環境 (グリーン) に配慮した経済活動を分類する基準であって、グリーン・タクソノミーとも称される。市場参加者にガイドランスを提供することで、持続可能な投資を認識できるようになり、リソースが効率的に割り当てられることが目的である。EUタクソノミーは、6つの環境目標<sup>42</sup>を定めた上で、それらの目標について、①実質的に寄与すること、②環境目的のいずれにも著しい害を与えてはならないこと (Do No Significant Harm; DNSH)、③ミニマム・セーフガードといった3つの基準に照らして、グリーンで持続可能な経済活動を特定する枠組みとなっている。

グリーンに焦点を当てるEUタクソノミーに対して、ソーシャル・タクソノミーもEUタクソノミーと同様の枠組みとなるよう設計される見通しである。ソーシャル・タクソノミーでは、EUタクソノミーにおける環境目標に相当するものとして、①ディーセントワーク<sup>43</sup>、②エンドユーザーの適切な生活水準およびウェルビーイング (幸福)、③包摂的かつ持続可能なコミュニティおよび社会という、労働者や消費者、コミュニティに関わる3つの社会的目標が掲げられる予定である<sup>44</sup>。EUタクソノミーと同様、社会的目標に関して、①実質的な寄与、②DNSH基準、③ミニマム・セーフガードという3つの基準に照らして、社会的に持続可能な経済活動が分類される。

<sup>39</sup> レシピ本は、初版が2016年に、第2版が2019年に欧州委員会から公表されている。

<sup>40</sup> 欧州委員会のレシピ本のポイントについては、小立敬「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号を参照。

<sup>41</sup> Platform on Sustainable Finance, “Final Report on Social Taxonomy,” February 2022.

<sup>42</sup> EUタクソノミー規則は、①気候変動の緩和、②気候変動への適用、③水および海洋資源の持続可能な利用と保護、④循環経済 (サーキュラー・エコノミー)、⑤汚染の防止と管理、⑥生物多様性およびエコシステムの保護と修復を環境目的として掲げている。

<sup>43</sup> ディーセントワークは一般に、権利が保障され、十分な収入を生み出し、適切な社会的保護が与えられる生産的な仕事を表し、同時にすべての人が収入を得るのに十分な仕事があることを意味している。

<sup>44</sup> 社会的目標は抽象的であるため、EUタクソノミーとは異なり、①健康および安全、②ヘルスケア、③住宅、④賃金、⑤非差別、⑥消費者ヘルス、⑦コミュニティの生活というサブ目標が設定される予定である。

EU タクソノミーとの違いとして、ソーシャル・タクソノミーは科学的な定量基準を設定することが難しいため、国際人権規約といった条約や国際規範に基づいて設定されることが挙げられる。また、ほとんどの経済活動は環境に悪い影響を与える一方、雇用の創出や税金の支払い、社会的に有益な財・サービスの生産は本質的に社会的に有益であると捉えられることから、ソーシャル・タクソノミーにおいては、固有の便益と人権の実現に直接貢献する追加的な社会的便益を区別しなければならないことも、EU タクソノミーとは異なる特徴である。

ソーシャル・タクソノミーの下、①ネガティブなインパクトを回避・対処する活動、②社会的な財・サービス、ベーシックな経済インフラに関して本質的にポジティブなインパクトを増強する活動に加えて、③他のセクターのリスク削減を可能にするような活動は、実質的な寄与に当たる。これらの活動は、今後、企業に持続可能性に係る開示を求めるサステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive; CSRD）の下で開示が求められ、サステナブル・ファイナンス開示規制（Sustainable Finance Disclosure Regulation; SFDR）の下、資産運用会社や保険会社も開示が必要になる見通しである。ソーシャル・タクソノミーに関しては、欧州委員会における今後の立法作業に注目する必要があるだろう。

## IV 社会的ファイナンスの発展に向けた課題

### 1. 社会的ファイナンスへの期待

ESG や SDGs の世界的な潮流の中でサステナブル・ファイナンスは大きく拡大しており、グリーン・ファイナンスには及ばないものの、国際的なイニシアティブや各国・地域の取り組みもあって社会的ファイナンスも着実に成長している。特にソーシャル・ボンドは、2020年には発行額が1,494億ドルに達しており、前年から720%も急増した<sup>45</sup>。COVID-19のパンデミックへの対応として世界的にソーシャル・ボンドが発行されたことが、急成長の背景にある<sup>46</sup>。同時に、ソーシャル・ボンドに対して投資家による強い需要があることも窺われる。

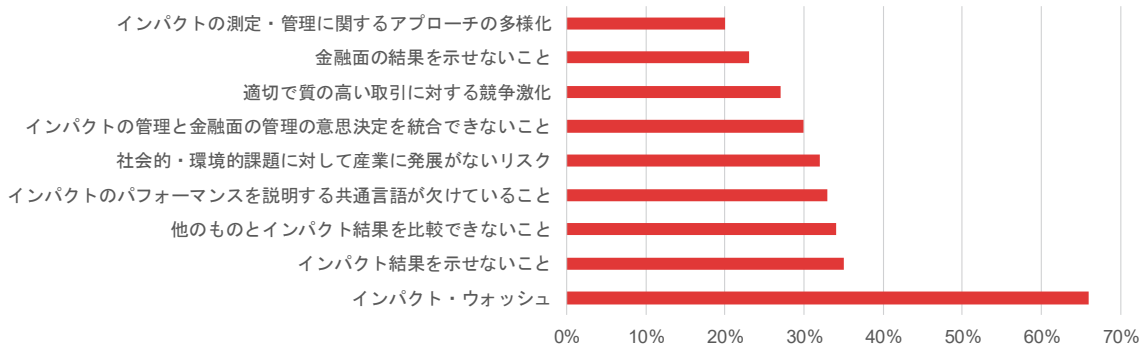
前述の GIIN のサーベイは、COVID-19の中で投資家が、長期的に期待される金融的なリターンを実現させるために、デフォルト確率を引下げるべく融資条件の再交渉や追加的な資本投資を行っていること、また、社会の中で過小評価されているコミュニティが最大の被害者となっており、社会サービスを十分に受けられない人々を支援する絶好の機会であると認識していることを紹介している。COVID-19により社会的課題が世界的に深刻化しており、社会的ファイナンスへの期待が益々大きくなっている。

<sup>45</sup> ADB, “Primer on Social Bond and Recent Development in Asia,” February 2021.

<sup>46</sup> COVID-19を受けたソーシャル・ボンドの発行については、江夏あかね「新型コロナウイルス感染症とサステナブルファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号を参照。



図表 5 今後 5 年間にインパクト投資市場が直面する最大の課題



(出所) GIIN, “2020 Annual Impact Investor Survey,” June 2020 より野村資本市場研究所作成

社会的ファイナンスが今後さらに発展していくためには、いくつかの課題がある。GIIN のサーベイは今後 5 年間に市場が直面する最大の課題を投資家に尋ねており、その結果、実態のないインパクトがあるかのように見せかける「インパクト・ウォッシュ」が最も懸念されていることが明らかになった(図表 5)。社会的ファイナンス市場の今後の発展には、インパクト・ウォッシュをいかに排除するかが鍵となる。また、インパクトの結果を示せないこと、インパクトの結果を他と比較できないこと、インパクトを説明する共通言語を欠いていることも投資家から懸念されている。

## 2. 社会的ファイナンスの定義の調和

社会的ファイナンス市場の発展にとっての根本的な課題として、幅広く一般に共有されている社会的ファイナンスの定義がないことも指摘されている<sup>47</sup>。ソーシャル・ボンドやソーシャル・エクイティといったソーシャル金融商品にも定義の多様性が反映されており、市場参加者は現状、様々な概念に基づいて社会的ファイナンスを捉えている。

多様な定義に基づくソーシャル金融商品が存在することそのものは、必ずしも問題ではないように思われる。例えば、ポジティブな社会的インパクトをもたらす様々な金融商品が存在することで、投資家はそれらを購入することを通じて社会的課題により重点を置くことになる。また、社会的課題にはあまり関心のない投資家でも最低限のソーシャル基準を考慮した金融商品を購入するようになる可能性がある。

もっとも、あらゆるプロバイダーが独自の定義に従ってソーシャル金融商品を提供しているような状況では、「ソーシャル・ウォッシュ」の可能性が生じることが懸念される。ソーシャル・ウォッシュが行われれば、ポジティブな社会的インパクトがほとんどなく、伝統的な金融商品とほぼ変わらないようなソーシャル金融商品が提供され、潜在的投資家

<sup>47</sup> 以下の議論は、Sören Hilbrich, “What is Social Finance?; Definitions by Market Participants, the EU Taxonomy for Sustainable Activities, and Implications for Development Policy,” Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Discussion Paper 29/2021, 2021 を参照している。

がソーシャル金融商品の購入を思いとどまるようになるかもしれない。

また、社会的ファイナンスの定義の調和が図られていなければ、ソーシャル金融商品のプロバイダーが社会的投資を選択する際に用いるアプローチがどのような手法かについて、投資家が個々に評価することが必要になることから、取引コストの上昇につながる。取引コストの上昇は、伝統的な金融商品と比較したソーシャル金融商品の金融リターンを引下げることになる。さらに、社会的ファイナンスに共通の定義や透明性がないことで、情報の非対称性に伴う逆選択が生じるおそれがある。すなわち、消費者など一般に情報劣位に置かれた投資家が、厳格なソーシャル基準を満たそうとする金融商品と、緩い基準しか満たすことのできない金融商品またはソーシャルとだけラベリングした金融商品を区別することができなければ、いずれ厳格なソーシャル基準が市場からなくなるかもしれない。

すなわち、社会的ファイナンス市場の発展には、社会的ファイナンスの定義の調和を図ることが望ましい。もっとも、社会的ファイナンスに関しては現状、多様な定義や概念が存在する。代表的なものとして、国際資本市場研究会（ICMA）はソーシャル・ボンドのガイドラインとしてソーシャル・ボンド原則（Social Bond Principles）を策定している。EU では、社会的に持続可能な経済活動を開示するべくソーシャル・タクソノミーが検討されており、社会的ファイナンスの定義に活用される可能性も想定される。

社会的ファイナンスを定義する際には、社会的目標にインパクトをもたらす経済活動をどのように捉えるかが重要である。ソーシャル・ボンド原則やソーシャル・タクソノミー、そしてサステナビリティ格付機関がどのように経済活動を特定しているかを整理したものが図表6である。社会的目標にインパクトをもたらす経済活動を特定するアプローチには、社会的インパクトの把握とともに投資対象を選択する手順も関係する。

すなわち、社会的インパクトを把握する方法には、①生産された商品・サービスの社会的目標に対するインパクト、②社会的目標に対するプロセスに関連するインパクトがある。前者については、例えば、医薬品や教育サービスといった特定の商品・サービスは社会的目標の実現に不可欠である一方、他の商品・サービスは社会的目標にインパクトを与えず、有害になることもある。一方、後者に関して、例えば、過酷な労働条件は重大な社会問題であり、また、コミュニティは企業が支払う税金から社会的便益が得られる可能性がある。

図表6 社会的目標にインパクトをもたらす経済活動を特定するアプローチ

		社会的インパクトの把握	
		社会的目標に対する生産された商品・サービスのインパクト	社会的目標に対するプロセスに関連するインパクト(例:労働条件)
投資対象の選択	ポジティブ・セクターの選択	EUソーシャル・タクソノミー ICMAソーシャル・ボンド原則	EUソーシャル・タクソノミー ICMAソーシャル・ボンド原則
	セクターの除外	EUソーシャル・タクソノミー	—
	ベスト・イン・クラス	サステナビリティ格付機関	サステナビリティ格付機関
	最低基準	EUソーシャル・タクソノミー	EUソーシャル・タクソノミー

(出所) Sören Hilbrich, “What is Social Finance?; Definitions by Market Participants, the EU Taxonomy for Sustainable Activities, and Implications for Development Policy,” 2021 より野村資本市場研究所作成

また、投資対象を選択する手順には、①ポジティブ・セクターの選択（健康や教育を含むポジティブなインパクトを生むセクターを投資適格とすること）、②セクターの除外（武器やギャンブルを含む特定のセクターを除外すること）、③ベスト・イン・クラス（各セクターの企業の中から社会的指標で優れている一定の企業を投資適格とすること）、④最低基準（法定最低賃金の支払いの有無といった一定基準を満たす投資プロジェクトを投資適格とすること）がある。

これらの整理に従えば、EU タクソノミーは広範な経済活動を特定するのに対し、サステナビリティ格付機関は対象を絞ってインパクトを把握している。社会的ファイナンスの定義の調和は重要な作業であるが、とても難しいプロセスとなることが予想される。

### 3. 社会的ファイナンスのエコシステムの構築

社会的ファイナンスは、第II章で述べたとおり、助成金等に加えて、融資やエクイティ、準エクイティ、債券を含む伝統的な金融商品を用いて行われており、ソーシャル・ボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドといった新たな金融商品が開発されている。また、社会的ファイナンスにおいては、ベンチャー・キャピタルやクラウド・ファンディングといったオルタナティブな手法も使われている。さらに、ブレンデッド・ファイナンスやソーシャル・インパクト・ボンドといった社会的ファイナンスに独自のファイナンス手法も開発されている。社会的ファイナンスは革新的な金融・資本市場でもある。

社会的ファイナンス市場の発展には、独自の金融商品やファイナンス手法を開発・導入することが必要であるが、同時に、伝統的な金融モデルとは異なる社会的ファイナンスのエコシステムを構築することも重要な課題である（図表7）。

図表7 社会的ファイナンス市場のエコシステム

需要		供給		
インパクトの購入者	インパクト志向組織	資金調達形態	インパクト資本経路	インパクト資本の供給源
政府による公共調達	補助金依存型組織 (慈善団体など)	担保付ローン	ソーシャル・バンク	政府/EUによる投資
成果の購入者としての政府	補助金支給を受けながら収益事業を行う組織	無担保ローン	コミュニティ開発金融機関	ホールセール社会投資家
成果の購入者としての財団	社会的企業・収益事業に制約のある組織	チャリティ・ボンド	社会的インパクト投資運用会社	慈善信託、財団
社会的意識の高い製品・サービスの消費者	利益・目的両立型企業	ソーシャル・インパクト・ボンド	社会的インパクト投資中間支援組織	ローカル・ファンド
社会的意識の高い企業の調達	成果目標を掲げる企業	準エクイティ投資	クラウド・ファンディング・プラットフォーム	機関投資家、銀行
		エクイティ投資		企業
		寄付金等		富裕層
				マスリテール

(出所) SIIT, "Impact Investment; The Invisible Heart of Markets," September 15, 2014 より野村資本市場研究所作成

需要サイドには、資金需要者として社会的企業や社会的目的から利益を得る事業者が存在するが、その先には政府や財団、社会的課題に関心をもつ消費者や企業という社会的インパクトを追求するエンドユーザーの存在がある。一方、供給サイドにおいては、政府やホールセール社会的投資家、慈善投資家（財団）、銀行、機関投資家、企業、富裕層、マスリテールの資金が社会的ファイナンスの資金源となっている。そうした資金がソーシャル・バンクやコミュニティ開発金融機関、社会的インパクト投資を行う資産運用会社、クラウド・ファンディングを通じて、社会的企業といった社会的目的組織のファイナンスを担う社会的ファイナンス市場に提供されることとなる。

社会的ファイナンスのエコシステムにおいては、社会的ファイナンス市場で資本を仲介する社会的ファイナンス中間支援組織（social finance intermediaries）の役割も重要である。例えば、欧州の社会的ファイナンス市場では、多様な中間支援組織が活動している<sup>48</sup>。

ソーシャル・ベンチャーキャピタル（ベンチャー・フィランソロフィー）は、インキュベーターまたはアクセラレーターとして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、その事業の成長を促進する役割を担っている<sup>49</sup>。また、社会的ファイナンスや社会的投資に関するストラクチャーについてアドバイスを提供することを通じて、社会的企業と投資家を繋ぐマッチメーカー（ソーシャル・インベストメント・バンク）も存在する。このような中間支援組織がビジネスを拡大することによって社会的ファイナンス市場の厚みが増すことになる。ただし、相対的に発展している欧州の社会的ファイナンス市場でも、中間支援組織が不足していることが課題として認識されている。

さらに、欧州の社会的ファイナンス市場においては、クラウド・ファンディングも社会的ファイナンスに活用されており、今後、リテール投資家が社会的企業に直接投資をする際の選択肢となる可能性も指摘されている。

社会的ファイナンスのエコシステムを構築するには、政府の役割も重要である。第Ⅲ章で紹介した欧州委員会のレシピ本は、社会的ファイナンス市場を発展させるための政策的対応を議論している。まず、社会的企業を促進する政策として、第Ⅱ章で述べたとおり、ベネフィット・コーポレーションやCICといった社会的企業に適した法人格を設ける措置がある。また、社会的企業を対象とする税制優遇を講じる場合もある<sup>50</sup>。一方、第Ⅲ章で述べた英国のSITRのように社会的ファイナンスの促進を目的とする投資促進税制もある。さらに、社会的ファイナンスや社会的ファイナンスに関連するインフラを支援するために、公的資金を活用することもある。ホールセール社会的投資家として、休眠預金を活用して社会的投資を行っている英国のBSCはその代表例であろう。

<sup>48</sup> European Commission, “Social Enterprise Finance Market: Analysis and Recommendations for Delivery Options,” European Center for Social Finance, April 8, 2020.

<sup>49</sup> 欧州のソーシャル・ベンチャーキャピタルには、①アカデミック・モデル（社会的起業家を志す学生に大学が能力開発プログラムを提供）、②インパクト・ハブ・モデル（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・プログラムを含む能力開発プログラムを提供）、③ファンド・モデル（能力開発プログラムの提供に加えてファンドの機能も提供）、④専門的モデル（投資準備プログラムに特化）がある。

<sup>50</sup> 例えば、ハンガリーでは、社会的協同組合（social cooperative）に対して税制優遇が講じられている。

また、EU では、社会的投資ファンドへの投資を促すことを目的として、2013 年に欧州社会的起業家ファンド（European Social Entrepreneurship Fund; EuSEF）規則<sup>51</sup>が策定され、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にするマーケティング・パスポートの仕組みが導入された。現在、14 のファンドが EuSEF として登録されている<sup>52</sup>。欧州委員会のレシピ本は、社会的投資家を支援する政策として EuSEF 規則を位置づけている。

## V 日本にとっての課題

本稿は、岸田政権の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いう目標が掲げられたことを受けて、社会的企業を含む社会的目的組織に対するファイナンスを通じて、社会的課題の解決に資する社会的ファイナンスという新たな金融モデルについて、グローバルな市場の動向や海外の政策的イニシアティブを踏まえながら整理してきた。

ESG や SDGs が世界的な課題となる中、持続可能な社会と地球を目指すサステナブル・ファイナンスに含まれる社会的ファイナンスの発展は、世界的に重要な課題となっている。また、社会的ファイナンスに対する注目の背景には、新自由主義的な資本主義の見直しや社会的課題の解決に積極的に関わろうとするミレニアル世代の活躍といった時代の潮流があるように窺われる。さらに、COVID-19 のパンデミックは社会的弱者により大きな影響をもたらし、社会的課題がより深刻化しているという現実がある。今後、ウクライナ侵攻やスタグフレーションの懸念といった世界的に不確実性が高まりつつある状況において、社会的ファイナンスの役割への期待はより高まっていくように思われる。

実行計画が明らかにした新しい資本主義では、社会的課題を解決する経済社会システムの構築を図る具体的な施策として、社会的企業に適した法人格の導入とともに、社会的ファイナンスを推進する措置がいくつか掲げられている。まず、寄付文化やベンチャー・フィランソロフィーの促進といった社会的起業家の支援である。この課題には社会的投資への休眠預金の活用も含まれる。また、民間の寄付やクラウド・ファンディングといった資金・人材を呼び込む社会的ファイナンスの活用の促進とともに、社会的起業家を育成するシステムの強化が掲げられている。この文脈において、ブレンデッド・ファイナンスも注目されよう。さらに、官民ファンド等によるインパクト投資の推進も掲げられている。

今後、実行計画で示された方向に沿って実現会議において具体的な検討が進められていくことが想定される。社会的ファイナンスは世界的にみても発展途上の市場であり、市場の発展に向けて重要な課題が存在する。実現会議での検討では、そのような課題にも目を向けながら検討を進めていくことが求められよう。

<sup>51</sup> Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds.

<sup>52</sup> ESMA Registers.

<[https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_funds](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_funds)>

まず、社会的ファイナンスのエコシステムを日本においてどのように構築するかである。例えば、ベンチャー・フィランソフィーを含む社会的ファイナンス中間支援組織をいかに支援するか、英国の BSC のような市場発展の触媒となるホールセール社会的投資家をどのように育成するかといった金融・資本市場における取組みに加えて、より重要な論点として、社会的ファイナンスの資金源であって社会的インパクトの購入者である消費者や一般企業の意識を社会的ファイナンス市場にどのように引き寄せるのかという視点を有することも必要であるように思われる。

さらに、幅広く一般に共有されている社会的ファイナンスの定義が存在しないことも、社会的ファイナンス市場の発展にとって重要な課題であろう。そのことが、ソーシャル・ウォッシュや取引コストの上昇、逆選択の問題をもたらし、市場の発展を妨げる要因となるおそれがある。もっとも、社会的ファイナンスの定義の調和はグリーン・ファイナンスと比べてもはるかに難しく、時間のかかる作業になるように窺われる。今後、EU におけるソーシャル・タクソノミーの検討が進展し、EU 域内のみならず、グローバルに社会的ファイナンスを認識する際の基準となり得るのかといった論点についても見極めながら、日本の社会的ファイナンス市場において、どのように定義の調和や共有化を図っていくかというより難しい課題にも挑戦していく必要があるだろう<sup>53</sup>。

---

<sup>53</sup> 社会的ファイナンスの対象となる活動の定義の調和や共有化を図る例として、金融庁によるソーシャルボンドガイドライン（脚注 24 を参照）を前提に議論することに加えて、休眠預金等活用法で規定されている民間公益活動の定義の見直しや追加が考えられる。