

〈論 文〉

「社会的金融」の動向に関する考察

——その方法論的革新に焦点を合わせて——

梁 峻 豪*

I はじめに

協同組合，社会的企業（Social Firm），アソシエーションのような，社会革新を目的としビジネスを手段として用いる「社会的経済組織（Organization for the Social Economy）」が全世界で急増している。営利企業の雇用と投資のための力量が限界に直面されている現在，その代案として，社会問題を解決することで市民からの社会的支持を確保し，これを動力としてビジネスを行う企業が収益的な側面からかなりの成果を出している。スペインのモンドラゴン，イタリアンのボローニャ，カナダのケベックなどはそのような社会的経済組織が地域経済全体を導いている都市の典型的な事例である。このような「社会的経済」は¹⁾，市場経済が持つ諸限界，つまり投資と雇用の景気弾力的な変動による地域マクロ経済の不安定性の増大とその絶対的数値の傾向的な減少などを克服しながら，地域経済または都市経済の安定性と地域の社会革新に大いに寄与するようになったことによって，2000年代に入ってからグローバルなレベルで拡大されつつある。

このようなトレンドに伴って，協同組合，社会的企業，そしてアソシエーションなどの「社会的経済組織」の資金需要に対する投融資に特化している「社会的金融（Social Finance）」も急浮上している。資金需要者の財務諸表および担保能力に焦点を合わせて投融資を決定し，資金供給によるリターンの確保を重視する商業金融機関とは異なり，資金需要者のプロジェクトが持つ社会的影響（Social Impact）を重視する「社会的金融」の量的・質的な拡大は，当然，社会的経済の拡大とそれによる社会的経済組織の資金需要の増大によるものである。非常に高いレベルの収益性を確保している社会的経済組織であっても，彼らが営利を目的としない限り，経済的なリターンを重視する一般の金融機関から資金を融資してもらうことや資本金を出資してもらうことは現在の困難である。そのため，自ら社会革新に繋がる資金需要に積極的に対応することを目的とする「社会的金融」に対する社会的経済組織の期待は高まりつつある。

本稿では，「協同」，「連帯」，そして「互恵」を基本的な原理としながら，需給調整を「市場的な調整（Market Adjustment）」を超えて「社会的な調整（Social Adjustment）」に基づいて行うこと²⁾を目指す社会的経済を，資金供給面で支えている「社会的金融」について議論したい。本稿では，特に，社会的経済組織に資金を融資しまたは出資することを目的とする社会的金融機関の

* 韓国仁川大学経済学部教授・同大学地域公共経済研究所長

1) 市場経済の代案としての「社会的経済（Social Economy）」の経済的な機能，特徴，そしてその意義については梁峻豪（2019）を参照せよ。

2) 「社会的経済」における「社会的調整」については梁峻豪（2019）を参照せよ。

「社会的投資 (Social Investment)」とそのための金融手段 (Financial Instrument)³⁾の現状とその革新の動向に焦点を合わせる。「社会的経済」がグローバルなレベルで急速に拡大しているため、「社会的金融」の必要性が高まることは当然の現象であり、さらに、その金融サービスの技法上の革新が求められるようになった。同時に「社会的金融」の活性化に関わる市民レベルの実践と行政レベルにおける公共政策の変化も大事な課題となりつつある⁴⁾。このような問題意識に基づいて、本稿は金融サービスの技法上の形態ごとと新しい金融手段およびこれに対する一般の商業金融機関の関わり方に焦点を合わせて「社会的金融」の現状を具体的に検討し、その限界を指摘すると同時にこれからの「社会的経済」を支えるための「社会的金融」のあり方について議論してみたい。

II 「社会的金融」の現状⁵⁾

1 マイクロ・ファイナンス (Micro-Finance)

1990年代以降、主に発展途上国においてマイクロ・ファイナンスが本格化することになった。これは、発展途上国の諸主体ではなくマイクロ・ファイナンスの技法に精通している国際的組織によって「貧困の削減 (Poverty Reduction)」を目的として行われた社会的金融である。その後、マイクロ・ファイナンスは先進諸国へと拡散し、2018年には全世界で1億5,000万人に対する金融支援を行っている。マイクロ・ファイナンスは、最初は貧困層または低所得層の個人を対象として

3) ここでは「金融手段 (Financial Instrument)」は融資と出資として大きく区分される。社会的経済組織が社会的金融機関から融資をしてもらった場合には、必ずその債務 (Debt) を返済しなければならない。その故に、社会的金融機関の収益は利子という形で確保されるし、社会的金融機関が資金需要者としての社会的経済組織に対する所有または経営に関わる権利または権限は持たない。資金需要者としての社会的経済組織が破綻する場合、その返済に対する優先権を持つ。貸出 (Loan) と債権買入 (Bond) がこれに当たる。また、社会的に経済組織が社会的金融機関から出資をしてももらった場合には、その出資額 (Equity) を返済する必要はない。出資に関わる収益は配当の形で割当てられるし、社会的金融機関が出資の対象となる社会的経済組織に対する所有または経営に関わる権利または権限を持つ。出資対象としての社会的経済組織が破綻する場合、出資主体である社会的金融機関は出資対象組織が持つ残余財産にのみ権限をもつ。優先株 (Preferred Shares) がこれに関わる最も典型的な手段である (Nicholls and Pharoah (2007))。

4) 非営利 (Non-Profit) の体制を保ちながら特定した社会的問題を革新することを目的とする「社会的経済組織」に関わって、最近の各国の公共部門では、「社会的経済組織」とそれに投資をする主体に対して税制レベルインセンティブを与える政策をとっているし、またオーナーシップおよび監督規制などのレベルで「社会的経済組織」に関わる法人形態を法制化している。2000年代以降、社会的経済に関わる公共政策を積極的に進めているアメリカにおいては、「L3C (Low Profit Liability Company)」、「B-Corporation」、「Flexible Corporation」などの法人形態を法的に導入し「社会的経済組織」を制度的なレベルでサポートしている。ヨーロッパの場合は、「European Cooperative Society」などの政策ガイド・ラインを制定し、EUレベルの社会的経済活性化支援を進めている。参考に、歴史から見れば、最初の「社会的金融」は1663年にオランダで「相互保険」という形で始まったが、18世紀に入ってから「協同組合銀行」という形で普及されることによって、本格的に発展するようになった。この脈絡から、現在のヨーロッパにおける「社会的金融」に関わる公共政策は、地域社会における「相互保険」や「協同組合銀行」を最も望ましい金融サービス主体とし、これら資金供給主体の「社会的経済組織」の資金需要に対して提供する融資の公的保証を活性化することに政策の焦点を合わせている (Nicholls and Pharoah (2007))。

5) 「社会的金融」の類型区分は Nicholls and Pharoah (2007) の問題意識に基づく。

金融支援を提供したが、最近では地域レベルで特定した社会問題の解決に向けている社会的経済組織に対する小規模の投融資サービスをも提供している。このようなマイクロ・ファイナンスの開拓者ともいわれるアクション（Action）は1961年から南米地域で一般の商業銀行から信用貸出を提供してもらえないいわゆる「金融疎外者」に対する個人融資を主なサービスとしてその営業を開始した。これを契機として、その後、東南アジアのバングラデシュにおいて世界的な知名度を持つグラミン銀行（Grameen Bank）が設立され、また、ボリビアにおいてバンコソル（Bancosol）という組織が設立された。この結果、一般の商業金融とは違った形での「社会的金融」がグローバルなレベルで拡散されることになった。

このようなマイクロ・ファイナンスの最近の革新ぶりの背景には、一般の商業銀行のようなBIS比率（自己資本比率）に関する基準を重視する規制は導入していないが、この業界においても一定したリスク・マネジメントと資本充足、そして貸出の健全性などに関わる「慣行的な」基準が適用されるようになったと考えられる。これは、マイクロ・ファイナンスを媒介とする民間資本の投資が増大したことと社会的経済の拡大によって「社会的金融」に対する資金需要が急増したことに起因する。つまり、急増した貸出に関わる返済率を高めないと資金供給主体それ自体の持続可能性が保てないからである。このような背景の下で、マイクロ・ファイナンス業界は一般の商業金融に適用される水準のリスク・マネジメントを導入しその技法の画期的な改善を試み、またこれをもって安定的に収益を確保することによって営利主体を主体とする既存の金融市場までに進出しつつある。社会的な価値を優先する社会的金融とはいえ、既存の営利銀行の金融手法を導入し収益的なレベルでの競争力を強化しようとしつつある。

マイクロ・ファイナンスにおける金融技法上の革新ぶりは次のような二つの動向として区分される。第一に、「相互金融制度」の導入である。マイクロ・ファイナンス業界で非常に高い認知度を持つブルー・オーチャード（Blue Orchard）の場合は、資金需要者としての顧客がオーナーとなるシステムを構築することによって、顧客が自らに金利と貸出額の上限などを直接決定する、いわゆる「相互金融（Mutualization）」という金融手法を採り入れている。このような制度によって、ブルー・オーチャードはそれだけ慎重な営業が可能となり、また返済できない場合には強力な社会的制裁も可能になった。これは、ブルー・オーチャードが投資者のリスクをヘッジし、また低めることに大きく寄与したと評価されている⁶⁾。

第二に、「国際化戦略」の導入である。社会的な寄与と収益的な持続可能性を両立することで全世界から注目を浴びているマイクロ・ファイナンス組織であるキバ（Kiva）は、2005年に「マイクロ・貸出プラットフォーム（Micro-Lending Platform）」を開発し、これを通じて、先進諸国の民間資本が発展途上国のマイクロ・ファイナンス組織に直接投資できるようになった。つまり、「社会的金融」のためのシード・マネーの国際化を可能にさせることによって、マイクロ・ファイナンスのための資金調達が安定化した。このように、最近のマイクロ・ファイナンスは地域または国民国家ではなくグローバルなレベルでそのシステムが働くことになっている。このようなグローバルな体制は、マイクロ・ファイナンス組織自らの国際化戦略だけではなく既存の国際機構が当初からこの部門に対して非常に積極的な対応をする傾向が強かったことによっても、より拡大されることに

6) Nicholls and Pharoah (2007)。

なった⁷⁾。

2 コミュニティ・ファイナンス (Community-Finance)

「社会的金融」はコミュニティと地域における社会革新を目指す「コミュニティ・ファイナンス (Community Finance)」または「ローカル・ファイナンス (Local Finance)」という形でも拡大している。この類型にあたる社会的金融はアメリカにおいて非常に発展しているし、その模範的な事例が多い⁸⁾。アメリカでは「地域開発金融機関 (Community Development Finance Institutions: 以下、CDFI と呼ぶ)」と呼ばれる「社会的金融」組織がその主な主体である。梁 (2018a) によると、アメリカのCDFIは、低所得層が多く居住する貧困地域において、貸出を支援することを目的に設立・運営される地域またはコミュニティ・レベルの金融機関である。CDFIは預金を受け取ることができる銀行および信用協同組合という形態をとるものもあれば、預金とは関わりなく貸出及び持分投資などを提供する貸出ファンドまたはベンチャー・キャピタル・ファンドといった形態をとるものもある。つまり、非常に多様な形態のCDFIが地域社会に共存・競争しながら地域の発展または開発を目的とする諸主体の資金需要に積極的に対応しているのである。アメリカのCDFIは歴史的にみれば、黒人、ヒスパニックなどの少数人種の地域社会における社会的・経済的な自立を支援するための民権運動と、より活気のある地域共同体を構築するための「下からの」住民運動を金融という側面から支援することを目指して、アメリカ全域に根を下ろした小規模の地域金融機関を起源としている。そして1994年以降、CDFIは未開発地域または貧困地域に対する金融的支援を見事に行っている金融機関として、アメリカ連邦政府によって公式に認定され、また国から財政的支援を受けている⁹⁾。

また、アメリカCDFIの規模は、総資産が5万ドルに過ぎない小型金融機関から総資産10億ドルを超える大型金融機関に至るまで、非常に多様である。約1,000のCDFIがアメリカ連邦政府から認定を受け、「認定CDFI」として活動をしている。これらの総資産規模は500億ドルから1千億ドルと推定される。CDFIは連邦政府、一般の商業銀行、財団、そして個人から政策補助金、寄付、および投資や融資の形で資金を集めて、低所得層のための公営住宅の提供または公的な都市空間の確保などの地域開発事業を支援している。すなわちCDFIは、これらの多様な形で集めた資金を原資として、地域の貧困問題をはじめとする様々な社会問題の解決を目的とする公的な開発事業者、NPO、社会的企業及び協同組合などに資金を提供すると同時に、公営住宅に

7) Nicholls and Pharoah (2007)。

8) アメリカにおける「コミュニティ・ファイナンス」または「ローカル・ファイナンス」は、地域の貧困地域の都市再生などの多様な社会問題を解決することを目的とする、社会的企業 (Community Development Corporation: CDC)、協同組合、NGO、そしてアソシエーションなどの社会的経済組織に対する投資および融資に特化している「地域開発金融機関 (Community Development Finance Institutions: 以下、CDFI と呼ぶ)」によって行われる。資金仲介組織であるCDFIは、社会的経済組織への貸出および投資 (出資) に関わる意思決定過程を地域の社会運動家的な住民グループ、資金需要者当事者、資金需要者としての社会的経済組織が資金調達を通じて解決しようとしているプロジェクトに直接に関わる住民当事者にオープンすることによって、金融サービスに関わる非常に民主的な意思決定を貫くいわゆる「市民主導型社会的金融」を目的とする。このようなCDFIとCDFIが持つ「市民主導的」性格については、梁 (2018a) を参照せよ。

9) 梁 (2018a)。

入居を希望する貧困層個人に対しても直接に金融支援を行っている。この意味では、CDFIは金融仲介組織と見なすこともできる¹⁰⁾。このような、アメリカのCDFIは、「地域開発ローン・ファンド (Community Development Loan Fund)」、 「地域開発ベンチャー・キャピタル・ファンド (Community Development Venture Capital Fund)」、 「地域開発信用協同組合 (Community Development Credit Union)」、 「地域開発銀行 (Community Development Bank)」という類型へと区部できるし、主に、貧困層の雇用創出とアフォーダブル・ハウジング (Affordable Housing) の提供など、地域社会における貧困地域の多様な社会問題を解決することを目的とする社会的経済組織の資金需要に投融資を行う。

しかし、梁 (2018a) によると、CDFIは民間の非営利組織でありながらも、投資対象の地域住民または諸主体に対して説明責任を持続的に果たすと同時に、地域住民の地域開発に関する意見をも積極的に受け入れることができるようなガバナンスを指向している。この意味で、梁 (2018a) は、CDFIを「市民代表的」性格を持つ組織として見なしている。そして、CDFIにおける投資及び融資に関わる意思決定が地域住民の意見によって大きく規定されているという点は、CDFIの「市民主導的」性格を如実に示している¹¹⁾。

このような、アメリカのCDFIは現在 (2015年基準) 300億ドルを超える規模の資産運用をしているし (1社平均は6,000万ドルを超える)、財務省から直接的な財政支援を受けるが、連邦政府からの財政支援1ドル当たり20ドル程度の民間資本または公共資本を自ら調達しなければならない。その故、アメリカのCDFI「社会的金融」のための資本調達に関わる経営上の革新を至上課題としてきたが、これのために、アメリカのCDFIは「地域再投資ファンド (Community Reinvestment Fund: 以下CRFと呼ぶ)」を運用している。CRFは、アメリカのCDFIが1989年からアフォーダブル・ハウジング (Affordable Housing) ・プロジェクトなどに貸出したローン (ここでは貸出債権) を借り入れて、この貸出債権を資産プールとしこれを基盤とする「MBS (Mortgage Backed Securities)」などを金融市場に発行する。そしてこの「MBS」を借り入れる民間投資者に対しては「NMTC (New Market Tax Credit)」と呼ばれる税額控除を提供する。結局、アメリカのCRFは、CDFIの資金調達と貸出を活性化させるために公共政策レベルでCDFIを支援している制度であるといえよう。このため、アメリカでは、CRFは「第2次市場または流通市場 (Secondary Market)」の開発の開拓者として、そして「社会的ストック取引 (Social Stock Exchange)」の開拓者として評価される。2008年のグローバル金融危機の原因として取り上げられてきた「証券化 (Securitization)」という金融手法は「地域再投資ファンド」においても適用されたことが分かる。これは、アメリカの「社会的金融」における金融技法上の一種の革新としてみなすことができよう。

3 社会的銀行 (Social Bank) と社会的投資 (Social Investment)

「社会的金融」のその他のカテゴリーとして「連帯金融 (Solidarity Finance)」と「社会的バンキング (Social Banking)」と呼ばれるものがある。この二つの用語は「社会的金融」それ自体と同じものとして解釈しても問題はなかろうが、これに関わる諸研究および政策報告書などをみると、こ

10) 梁 (2018a)。

11) 梁 (2018a)。

れら用語はどちらかといえば預金と貸出両方の金融サービスを提供できる銀行の形で「社会的金融」を行う場合は表すものと考えられる¹²⁾。たとえば、イタリアの「倫理銀行 (Banca Etica)」, オランダのトリオドス銀行 (Triodos Bank), ドイツのGLS銀行, イギリスの生協銀行, そして日本のNPO銀行などを取り上げることができる。これら銀行は、一般の商業銀行とは違って、社会革新につながるプロジェクトと公共的価値の高いビジネスに関わる資金需要のみを貸出対象とする。このような側面から、これら銀行は「社会的銀行」とも呼ばれる。また、財務諸表などの定量的な情報をもって貸出審査を行わず資金需要者のソフト・インフォメーションに基づいた「関係指向型金融」という技法で貸出を決定する。日本のNPO銀行を除くと、それらは国から預金業務も許可されているが、預金金利を有機能の鶏卵などで代替する。これら「連帯金融」または「社会的バンキング」を行っている金融機関は大概大型銀行という組織形態を構築しているが、地域社会またはコミュニティにおける社会問題を解決することを目的とする「社会的経済組織」の資金需要に積極的に対応するということがこれら社会的銀行の共通的な使命といってもよからう。金融機関の規模自体が大きい故に、これら「社会的銀行」は大体フル・バンキング・サービス (Full Banking Service) を提供している¹³⁾。このような「社会的銀行」は社会的な効果が大きくまた公共性のレベルが高いプロジェクトに投融資を行うので、地域社会の市民から非常に強い「社会的支持 (Social Support)」を得て、これに基づいて預金も非常に低いコストで確保する。これは「社会的銀行」の低い貸出金利の源泉となる。一般の商業銀行とは違って、投機的な貸出を忌避する慣行 (Prudential Practice) を重視し、非常に忠誠心の高い預金者がバック・サポートしていたするため、2008年のグローバル金融危機からも影響を受けることはなかった。また、これら「社会的銀行」は国際的にもかなりの組織化が進められていて、経営戦略、金融手法、「社会的支持」の確保戦略、新しい社会問題などについての情報やノウハウをお互いに共有している。「GABV (The Global Alliance for Banking on value)」とヨーロッパの「The Institute for Social Banking」が「社会的銀行」が国際的に組織化されていることを見せてくれる代表的な国際アソシエーションである¹⁴⁾。

また、ヨーロッパにおいては、「社会的投資 (Social Investment)」と呼ばれる「社会的金融」も注目されている。この「社会的投資」を大きく分けると、「社会的責任投資 (Social Responsible Investment : 以下ではSRIと呼ぶ)」と「社会的インパクト投資 (Social Impact Investment : SII)」へと区分される¹⁵⁾。第一の「社会的責任投資」が急浮上した背景には、より多くの個人と機関が投資の主体としての「シェア・ホルダー行動主義 (Shareholder Activism)」と投資対象の「信義誠実の義務 (Fiduciary Responsibility)」を積極的に意識するようになったことや、彼らが金融収益だけではなく投資対象主体の「社会的な責任」までも担保してくれる投資機会を望むようになったことがある。このような、投資者としての個人と機関の好みの変化によって、SRIも、今まで強調し貫徹してきた過去の「ネガティブ・スクリーニング (Negative Screening)」よりも「自己主導的な投資 (Pro-active Investment)」重視するようになった。これだけではなく、最近では「社会的投資」のための国際的なガイド (GRI, PRI, UN Global Compact) もつくられた。

12) Roland (2011) と Mendell and Rouzier (2011) の議論に基づいた。

13) Roland (2011)。

14) Chantier de l'économie sociale (2006)。

15) CAF (2010)。

このように、SRIの原則とその意義が強調されるようになったことは、社会革新を目的とする「社会的経済組織」の活動や行動に非常に強い規定性を発揮する。SRIの拡大が投資者からの「社会的責任」に関わる要求に徹底して応じようとする「社会的経済組織」が急増させたことは「社会的金融」の技法上の革新を論じる際に非常に重要な事実である。例えば、「国際金融コンソーシアム（ETIMOS）」の場合、全世界の多様な投資者からお金を投資してもらって世界各国のマイクロ・ファイナンス機関、労働者協同組合、農村開発イニシアティブ、そして社会的企業などに、彼らの「社会的な責任」または「社会革新」を担保としながら中期または短期のローン（Loan）や「プライベート・エクイティ・ファンド（Private Equity Fund）」などの形での「社会的責任投資」を行っている。

最近になってからは、「社会的責任投資」は「社会的インパクト投資」へ変わりつつある¹⁶⁾。この「社会的インパクト投資」における「インパクト投資（Impact Investment）」とは、社会的に有益に効果、つまり社会革新の効果を創出することを目的とし、それにかかわる「社会的経済組織」、社会的金融機関、そして団体レベルのファンドなどに対して行う投資を意味する。この「社会的インパクト投資」とは、アメリカのロックフェラー（Rockefeller）財団が社会的な問題を解決するための既存のボランティア活動や民間投資、そして政府の支援などという「制限された」役割と機能を拡大させるための概念である。Social Investment Task Force（2011）によると、2017年には、潜在的な（Potential）社会的インパクト投資の市場規模は4,000億～1兆ドル程度で、低所得向けの住宅供給、農村への水資源の供給、母性保険、基礎教育、年所得3,000ドル以下の低所得層個人に対する金融サービスなどの5つの事業部門で、1,830億～6,670億ドルの収益をあげたことが分かる。また、「インパクト投資」は、この部門におけるマーケットに合うリスク・マネジメント・ツール（Risk Management Tools）、標準化された評価指標（Standardized Measurement）、社会的インパクトに対する尺度（Ratings）、ベンチマーキング・ツール（Benchmarking Tools）などの「組織的なインフラ（Organizational Infrastructure）」を備えている。

それでは、ここでは「社会的インパクト投資」が上で述べた「マイクロ・ファイナンス」、コミュニティ金融、そして「社会的バンキング」とどのように違うかを議論しよう。「社会的インパクト投資」とその他の社会的金融との共通点は、特定した社会問題解決と直接の関連をもった投資（Program-Related Investment：PRI）であることと、経済的な効果をも目指す投資（Economically Targeted Investment：ETI）であることをあげることができよう¹⁷⁾。「社会的インパクト投資」と同じく、上で述べたマイクロ・ファイナンスなどの既存の社会的金融においても、雇用創出、貧困解決、コミュニティ再活性化などの社会的プロジェクトに関わる「社会的経済組織」やNPOの社会運動に民間資本を投入する。そして民間の「財団（Foundations）」という組織がいわゆる「社会的なもの」に積極的に投資できるようにした。さらに、このような社会的なものに対する融資または投資を法律・制度や公共政策によって支えるという政府および自治体の政策的な認識も一般化させた。これらが、「社会的インパクト投資」と既存の社会的金融が持つ共通点である。ところで、

16) 「社会的インパクト投資」については、Morgan（2010）、NEF（2008）、Social Investment Task Force（2011）、Thornley・David・Sullivant（2011a）、Thornley・David・Sullivant（2011b）、David and Thornley（2011）の問題意識を継承した。

17) David and Thornley（2011）。

両者に間には、次のような違いがある。第一に、「社会的インパクト投資」の場合、その他の「社会的金融」の部門とは違って、財団、HNWI、そして機関投資家などの大型組織の投資者としての役割が大きくなっている点である。「社会的インパクト投資」とは、あくまでもリターンを目指す「投資」であるが故に、それに投入される資金のほとんどが「社会革新」という社会的経済の究極的な目的を彼ら自身の目的とせずこれを手段または媒介とするだけで投資収益だけ目指す傾向がある。もちろん、このような資金供給主題の本質を戦略的に利用しこれを資金調達的手段として「社会的インパクト投資」自体はあくまでも社会革新を目的とすることは言うまでもない。第二に、「社会的インパクト投資」の場合、その他の「社会的金融」の部門が投資手段として大いに用いてきた債券借入 (Debt Instrument) をファンド (Equity と Quasi-Equity) によって代替する点である。「社会的インパクト投資」は既存の「個別化された社会的金融市場 (Fragmented Social Finance Market)」に用語、活動、そして市場という側面での一般性を付与した。これによって、「債務 (Debt)」、 「資本 (Equity)」、そして「準資本 (Quasi-Equity)」などで構成された「投資資本」のより大きい諸プール (Larger Pools) に対するアプローチが以前に比べると大いに容易となる。また、「社会的インパクト投資」の部門においては、この市場をより発展させるための多様なアプローチが試みられていることはいうまでもなく、投資者たちが自らの投資がもたらす収益を展望・評価するに必要なより新しいアセット・クラス (Asset Class) も続々と開発されつつある。

Ⅲ 「社会的金融」における方法論的な革新

今まで述べてきた多様な形の「社会的金融」は、全世界的な傾向としての「社会的経済」の拡大という現象と相まって、最近その金融技法上の革新が著しい。特に、上で述べた「社会的投資 (Social Investment)」の領域においては急激な変化が行われつつある。ここでは、三つの事例を取り上げることで、最近の「社会的金融」が目指す方法論的なアップグレードについて議論する。

「社会的投資」のなかでも、まず、上で述べた「社会的インパクト投資 (Social Impact Investment)」における民間資本の誘致のための革新ぶりに注目しなければならない。「社会的インパクト投資」は、協同組合、社会的企業、NGO、そしてアソシエーションのような「社会的経済組織」の資金需要が急増するしたことに相まって、より幅広い民間資本を誘致することを目的とする¹⁸⁾。また多様な民間投資者にいわゆる「倫理的市場 (Ethical Markets)」を全面に出したこれを追求することが投資者の社会的・公共的实践であるだけでなく経済的な収益をも確保できる新しい機会であることを強調する¹⁹⁾。その結果、「社会的金融」がもたらす投資リターンの余地を大きくするために金融技法の「主流化 (Mainstreaming)」を試みるようになった。資金需要者に関わる定量的な指標による評価と貸出に伴うリスクに対する商業銀行的な管理などがその典型的な事例である。「社会的金融」の領域においてもはじめて、「市場主義的な」評価と管理の仕組みが導入されるようになったといえよう。しかし、このような対応は、個人の実践としての「社会的投資」または「倫理的投資」を意識せず自分の投資リターンにこだわりを持つ多様な諸個人からの民間資本が「社会的金融」急速に流入するようになった契機となった。つまり、資金供給者が投資をする目的

18) David and Thornley (2011)。

19) NEF (2008) と Social Investment Task Force (2011) の問題意識に基づいた。

の社会性または公共性を強調してきた「社会的金融」が最近になってからはより大規模の民間資金を確保しこれを「社会的な」プロジェクトの資金需要にマッチングさせることに一層焦点を合わせるようになったと考えられる。ただ、このような変化の下で、「金融における市場的な規律 (Financial Imperatives)」が「社会的金融」の本来の目的を圧倒することによって、その「使命の喪失 (Mission Drift)」という危機をもたらしていることも否めない事実である。また、このような基調の「社会的インパクト投資」が活性化されることによって、かえって、公共的であるべき社会サービスの伝達体系から政府および自治体が漏れてしまう場合もあることを指摘しなければならない。これは、社会サービス部門に入っている「社会的経済組織 (Hybrid Enterprises)」が「社会的金融」が返さなければならない投資者収益をその市場から創出しなければならないからである。

ここでは、「社会的金融」が行ってきた金融技法上の革新に関して、三つの事例を取り上げる。

第一に、「準エクイティー (Quasi-Equity)」と「忍耐力のある資本 (Patient Capital)」に焦点を合わせた革新である。これは、社会的問題を解決することを目的とする「社会的経済組織」がその所有権と経営権を投資者に渡せず「忍耐力のある資本」を確保する方法を目指すものであると考えられる。カナダのケベック州の場合、シャンティエル (Chantier) という社会的金融機関が労働者協同組合などの「社会的経済組織」の長期投資のための資金需要に対応することを目的とし、2007年に「忍耐力のある資本ファンド (Patient Capital Fund)」が発足した²⁰⁾。シャンティエルは「ネットワークのネットワーク (Network of Network)」と呼ばれる「社会的金融」の組織であるが、協同組合、社会的企業、労働組合、市民団体などのネットワークが改めて連帯したアソシエーションとして、ネットワークに所属している「社会的経済組織」などにその投資基金と財政支援金などを配分すると同時に、支援される組織に対する創業および経営に関わるコンサルティングを提供する。ところで、シャンティエル・ネットワークを構成する諸組織は非営利組織であるか協同組合などの「社会的経済組織」であるが故に、オーナーシップも行使するシェア・キャピタル (Share Capital) をもって「忍耐力のある資本」を調達することは元々不可能である。株投資への配当は当期純利益から賄われるからである。その故、シャンティエルは「信託基金 (Fiducie)」を設立することによって、「忍耐力のある資本」または「準エクイティー (Quasi-Equity)」をネットワークのメンバーである「社会的経済組織」に提供している。これは投資者たちが一種の「無担保債権 (Debenture)²¹⁾」を買入れる方式といってもよからう。このような「信託基金 (Fiducie)」方式は、結局、「株式公開 (Public Share Offering)」が不可能な企業組織が行う資金調達方式を革新したものであるといえる。さらに、「信託基金」方式は、買入れた「社会的経済組織」の「負担保債権」をセカンダリー・マーケット (Secondary Market) で売却することによって再び資本を調達 (Recapitalize) できる。カナダの連邦政府とケベック州、そして民間の投資者の資金が「信託基金」に流れて、「信託基金」はこの資金を持って「社会的経済組織」の「無担保債権」を買入れるというメカニズムである。これは、市場リスクが非常に大きい状況の下で収益構造が安定的であるならば長期の低利の投資とはそれならではの魅力的な投資方式であるからこそ、働くメカニズムで

20) Social Investment Task Force (2011) と Nicholls and Pharoah (2007) の議論に基づいた。

21) 「無担保債権 (Debenture)」は返上日がないか貸出期間が非常に長いという点からは「普通株」と似ているが、収益の配分及び残余財産の処分において優先権を持つという側面からは「債務 (Debt)」と似ている。だから、「無担保債権」は「準エクイティー (Quasi-Equity)」として見なすことができる。

ある。「信託基金」の資金は元金の返済満期は15年で、個別投資は5万～150万ドルレベルで許される。金利は投資収益率3%に1%の経営費用(Management Fee)が加えられる。「信託基金」の資金は主に創業と経営上の運営費、そして製品及びサービスのアップグレード(Adaptation)のために提供され、該当企業はその資金をファイナンスをしてもらいレバアレッジとして活用することができる。「信託基金」は2017年現在まで70社の「社会的経済組織」に約2,300万ドルを投資してきた。これによって、約2億ドル規模の売上と約1,700名を雇用するようになった。結局、カナダ・ケベックの「信託基金」が持つ「効率的な投資能力」とは、長期投資の需要と供給をマッチング(Mediate)できずマルチ・ステークホルダー(Multi-Stakeholder)組織構造によるものである。「信託基金」は、カナダ・ケベックのローカル企業はいうまでもなく、その地域における公共的開発の諸主体とも連携されているなど、ケベックの「社会的経済」に根づいているし、さらに、投資をされる「社会的経済組織」の経営などをもコンサルティングしている。このような、「信託基金」における情報の非対称性を相当なくす「関係金融的な」属性によって、長期資金が必要で信用度の高い資金需要者(社会的経済組織)を十分に探索して投資機会を増やして取引費用を減らすと同時に投資者のリスクを最小化できるようになった。

第二に、「コミュニティ債権(Community Bonds)」に焦点を合わせた革新である²²⁾。この「コミュニティ債権」とは「社会的経済組織」などの非営利組織のみが発行可能なもので、債権を買入れると税制的な優遇措置をもらうし、また、小額投資が可能なものである。非公式的・未承認の投資者(Non-Accredited Investors)たちにも投資が許される。投資者側からすれば、ローカル・コミュニティに寄与しながら国債よりも高い収益率を担保してもらえするというインセンティブを持つ。アメリカの連邦政府は2011年に「地域開発金融機関債権プログラム(Community Development Financial Institution Bond Program)」を始めたが、アメリカ財務省の機関である「地域開発金融機関ファンド(Community Development Financial Institution Fund: CDFI Fund)」が元金と利子に対する政府保証債権を発行している。「政府保証」がついているため、この債権は安定的な収益を望む投資者たちによって買入れられる。このようにルートを通じて調達した資金はアメリカ各地のCDFIに30年満期の低いコスト(Low Cost)資本として提供されている。また、CDFIはこれに基づいて当該地域の低所得コミュニティに対して低利で資金を提供している。カナダの非営利組織である「社会革新センター(Center for Social Innovation: CSI)」も「コミュニティ債権(Community Bonds)」の発行によって調達した資金を不動産に投資をする賃貸業を行っている²³⁾。同センターの建物は地域の多様な社会問題を解決することを目的とする地域コミュニティ・グループの仕事及びイベントのための空間として活用されている。CSIが発行している「コミュニティ債権」は5年満期で4%収益率のモーゲージ債権である。投資者たちは1万ドル以上の規模でその債権を買入れることが可能であるし、満期に利子と元金を受け取る。CSIが債権発行に対する返済金の源泉は彼らの賃貸業による賃貸料である。投資者たちはCSIから直接債権を買入れるか個人

22) Nicholls and Pharoah (2007) の議論に基づいた。

23) カナダでは、SCIだけではなく「動物バイオ・ガス協同組合(Zoo Share Biogas Coop.)」も「コミュニティ債権(Zoo Share Biogas Cooperative Community Bond)」を発行することによって資金を調達しているが、この協同組合はトロントの動物園に500万ドル規模のバイオ・ガス・プラントを立てたが、これに関わる費用の約75%を「コミュニティ債権」を発行することによって賄えた。7年満期で1年の収益率は7%である。

退職年金を通じて投資できるが、この場合、投資者たちは所得税が控除される。

第三に、「メトリックス (Metrics)」と「社会的ストック取引 (Social Stock Exchange)」に焦点を合わせた革新である²⁴⁾。「メトリックス」とは、資金需要者としての「社会的経済組織」をどのように評価 (Evaluation) するかという問題に関わって、資金を調達しようとする組織の「実績」を外部に公開したこれによって投資者たちの参加を導く指標的な手段である。一般的な株式会社の場合、「実績」として用いられるのは「自己資本収益率 (Return on Equity : ROE)」と「投資収益率 (Return on Investment : ROI)」などがある。さらに個人レベルの信用等級も一種の「メトリックス」として活用される。これは、「社会的経済組織」とか「社会的金融組織」も市場で活動しながら投資者を幅広く誘致するためには何とかその社会革新を目的とする組織ならではの「メトリックス」を考案する必要があったことによるものと考えられる。ところで、このような「メトリックス」は、測定可能で同質の (Homogeneous) ものでなければならぬし、また、標準化されて普遍的な (Universal) ものであるべきである。このような諸条件を満たせないと投資者から納得してもらえない。しかし、「社会的経済組織」が目指す多様な社会的価値と部門別または国家別特殊性をも一緒に考慮しなければならないので、この標準的で一般的な「メトリックス」を構築したこれを一括的に適用することは容易ではない。このような脈絡から、チャリティ (Charity) 投資機関である REDF は 2000 年に「社会的経済組織」の「実績」を評価するために「社会的投資収益率 (Social Return on Investment : SROI)」という「メトリックス」を開発したが、この指標は「社会的経済組織」に雇用されるようになった労働者の経済的・社会的・文化的な生活の水準に焦点を合わせて「社会的経済組織」の社会へのインパクトを評価しようとしたものである。また、アメリカの「OFN (Opportunity Finance Networks)」が構築した「地域開発金融機関に対する評価システム (CDFI Assessment and Rating System)」は CDFI の社会的目標とリスクをコーディネートして評価する方法論を開発した。次は、「社会的ストック取引 (Social Stock Exchange)」に焦点を合わせた「社会的金融」の革新ぶりの事例については、これは「社会革新のための資本市場 (Social Capital Market)」の構築を念頭に入れた試みであると考えられる。このような問題意識から、世界的な「社会的金融」の機関であるオランダのトリオドス銀行 (Triodos Bank) は「需給マッチング・ストック取引市場 (Matched Bargain Market : MBM)」をセッティングした。この MBM では、買い手と売り手は自らの期待価格がマッチングする場合に株式を売買できる。これは株式市場に上場されていない企業組織の株主らが相互取引できる方法であるといえよう。結局、MBM 市場は、株式の価格を提示するのではなく「株取引のためのメカニズム (The Mechanism for the Exchange of Shares)」を与えることで、株の買い手と売り手を仲介するものである。トリオドス銀行は 2004 年に「社会的経済組織」である「カフェ・ダイレクト (Café Direct)」が株式を発行した時に「EPO (Ethical Public Offerings)」をコーディネートする「倫理的証券取引所 (Ethical Exchange : Ethex)」を設立した。当時、「カフェ・ダイレクト」の株を買入れることに対しては税額控除が行われた。このケースは、公共政策と「社会的金融」市場との間の最近の相互作用を見せてくれる。さらに、「社会革新のための資本市場」の国際化も着々と進められている。世界各地で「社会的経済組織」と投資者たちを仲介するための多様な組織が現れることによって、この市場は著しく国際化されつつある。証券取引所の形態だけみても、南アフリカの「SASIX (South African

24) Nicholls and Pharoah (2007) の議論に基づいた。

Investment Exchange)』と「IIX (Impact Investment Exchange)」などを取り上げられる。オンライン・プラットフォームやポータル検索サイトなどは開発途上国の「社会的経済組織」とロックフェラー財団などの先進諸国の資本を繋げる役割を果たしている。

Ⅳ 結びにかえて

本稿は目的は、急速に成長しつつある「社会的金融」市場のトレンドを把握することであった。本稿での考察に基づくと、「社会的経済組織」の急成長とそれによる資金需要の急増は「社会的金融」の拡大と「社会的金融」の金融技法上の革新をもたらしていることが把握される。特に、「社会的インパクト投資」という概念が拡散したこれに関わる諸制度が導入されることになってからは、「社会的経済」への民間資本の大々的な流入が本格化するようになった。また、「社会的金融」市場の活性化には政府による公共政策の役割が非常に大事であることも確認した。政府は「社会的金融」の発展に寄与しなければならないが、決して政府の「公共機関としての社会サービスの提供 (Public Provision)」を減らさなければならないという意味ではない²⁵⁾。自らのファイナシング (Self-Financing) が不可能と考えられる部門——障害者、長期失業者、デイ・ケア、ホーム・ケアなどの部門に関わっている「社会的経済組織」への資金を供給を目的とする「社会的金融」市場に対する政府の「持続的で長期的な観点での金融支援 (Recurrent and Long-Term Financial Engagement)」は不可欠である。これは、長期的にはその支援に関わる費用よりもそれによる社会的利益がより大きくなるからである。「社会的経済組織」と「社会的金融」に対する政府の公共政策が、このような「社会的経済」部門の民間資本へのより容易なアプローチを可能にさせたことは明らかである²⁶⁾。しかし、「社会的金融」に関わる政策の焦点が「サプライ・サイド」の政策 (Policy Measure) を企画することのみに合わせられると、「デマンド・サイド」に関する配慮が欠如されるようになり、結局政策の意図自体が無力化してしまう恐れがある。「デマンド・サイド」には非常に多様な諸部門と発展段階にある「社会的経済組織」が存在している点を忘れてはならない。したがって、「社会的金融」に関わる政府の政策サービスは協同組合、社会的企業、そしてアソシエーションなど「社会的経済組織」の社会的・市場的な潜在力 (Potential) とそのニーズをより正確に把握することができる「社会運動家的な」諸主体 (Practitioners) との緊密な協力の下で設計されなければならない²⁷⁾。政策の究極的な目標が持続可能な「社会的インパクト投資」を担保するインフラを構築することであるならば、今までの政府側による「サプライ・サイド・アプローチ」は「統合的な (Integrated) アプローチ」へとシフトしなければならない。

「社会的インパクト投資」または「コミュニティ・ファイナンス」などの「社会的金融」は、「社会的経済組織」の資金需要に対応するためだけではない。同時に新自由主義的な「金融化 (financialization) と「金融市場のグローバル化」に対する社会革新勢力の抵抗であり、グローバルに展開されつつある社会的排除、貧困、環境破壊などの問題を解決するためのハイブリッドな資本市場を発展させようとする新たな動きとして見なされる。そのような意味で、現在、「社会的金融」

25) Nicholls and Pharoah (2007)。

26) Nicholls and Pharoah (2007)。

27) 梁 (2018b)。

は主流の金融市場に対して真正面に対抗できるようにする「金融アーキテクチャー (Financial Architecture)」を構築する努力をすることで²⁸⁾、新しい金融パラダイムを開拓するに大いに寄与しているといってもよからう。

参考文献

- 梁峻豪 (2018a) 「アメリカの地域開発金融機関 (CDFI) に関する「概括的」考察——地域における「市民主導型社会的金融」の可能性に焦点を合わせて」『企業研究』第 33 号。
- 梁峻豪 (2019) 「韓国の原州市事例からみた「社会的連帯経済」の条件と可能性」『唯物論研究』第 146 号。
- Benedikter, Roland. (2011) *Social Banking and Social Finance. Answers to the Economic Crisis*. New York. Springer.
- Bourque, G., M. Mendell and R. Rouzier. (2011), "Solidarity Finance: history of an emerging practice", in Marie Bouchard (ed.), *L'économie sociale au Québec*, Toronto. University of Toronto Press.
- Chantier de l'économie sociale (2006), *Investir Solidairement*. Report prepared by the CAP Financement de l'ARUC en économie sociale for the Sommet de l'économie sociale. Directed by M. Mendell. Available at: http://www.chantier.qc.ca/uploads/documents/pages_descriptor/rapport-investir-v3.pdf
- Charities Aid Foundation (CAF) (2010), *Financing the Big Society. Why Social Investment Matters*. A CAF venturesome Working Paper.
- Dalberg Global Development Advisors (2011), *Impact investing in West Africa*, April 2011. Rockefeller Foundation. Available at : <http://www.rockefellerfoundation.org/media/download/ee894ae0-480a-40a0-95b7-8b7f75904f8e>
- European Commission (2003), *Mutual Societies in an enlarged Europe*, Directorate General Enterprise, Brussels.
- Flannery, Matt. (2007) "Kiva and the Birth of Person-to-Person Microfinance", *Innovations*, Winter/Spring 2007, Vol. 2, No. 1-2, Pages 31-56. Available at: <http://mitpress.mit.edu/innovations>
- Hebb, T., A. Wortsman, M. Mendell and N. Neamtan (2006), *Financing social economy enterprises*. Ottawa: Carleton Centre for Community Innovation.
- Howard, L. and M. Giddens (2004), *Equity-like Capital for Social Ventures*. Bridges Community Ventures. Available at: http://www.bridgesventures.com/downloads/social_venture_fund.pdf
- John, R. (2006), *Venture Philanthropy: The Evolution of High Engagement Philanthropy in Europe*. Oxford: Skoll Centre for Social Entrepreneurship Working Paper. Available at: <http://www.sbs.ox.ac.uk/Skoll>
- ILO (1995), *Using credit unions as conduits for micro-enterprise lending: Latin-American insights*. Working Paper 12.
- ILO (2005) "Microfinance in south-eastern Europe: How small business helps to create jobs", *World of Work Magazine*, No. 54, August 2005. Available at : <http://www.ilo.org/public/english/region/eurpro/budapest/employ/socfin.htm>
- Mendell, M. and R. Nogales (2009), "Social enterprises in OECD Member Countries: What are the financial streams?" in Noya, Noya, A. (ed.), *The Changing Boundaries of Social Enterprises*. Paris: OECD Publishing.
- Morgan, J.P. (2010), *Impact Investments. An Emergent Asset Class*. Global Research. New York.
- NEF (2008), *Mission Possible: Emerging opportunities for Mission-Connected Investment*, Available at http://www.neweconomics.org/sites/neweconomics.org/files/Mission_Possible_1.pdf
- Nicholls, A. and C. Pharoah (2007), *The Landscape of Social Investment: A Holistic Topology of Opportunities and Challenges*, Skoll Centre for Social Entrepreneurship Research Paper. Available at: <http://www.sbs.ox.ac.uk/skoll>

28) Nicholls and Pharoah (2007)。

- Social Investment Task Force (2011), Social Investment Manual: A Guide for Social Entrepreneurs. Schwab Foundation for Social Entrepreneurship. Available at: <http://www.schwabfound.org/pdf/schwabfound/SocialInvestmentManual.pdf>
- Thornley, B., D. Wood, K. Grace and S. Sullivant (2011a), Impact Investing a Framework for Policy Design and Analysis. Case Study 9: Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas (JESSICA). InSight, Initiative for Responsible Investment at Harvard University and Rockefeller Foundation. Available at <http://www.pacificcommunityventures.org/insight/impactinvesting/report/09-JESSICA.pdf>
- Thornley, B., D. Wood, K. Grace and S. Sullivant. (2011b), Impact Investing a Framework for Policy Design and Analysis. Case Study 12: Priority Sector Lending. InSight, Initiative for Responsible Investment at Harvard University and Rockefeller Foundation. Available at http://www.pacificcommunityventures.org/insight/impactinvesting/report/12-Priority_Sector_Lending.pdf
- U.K. Cabinet Office (2011), Big Society Bank Outline Proposal. May 2011. Available at <http://www.cabinetoffice.gov.uk/sites/default/files/resources/big-society-bank-outline-proposal.pdf>
- Wood, David and Ben Thornley (2011) Impact Investing. A Framework for Policy Design and Analysis. InSight at Pacific Community Ventures & Initiative for Responsible Investment. Rockefeller Foundation. Available at <http://www.rockefellerfoundation.org/news/publications/impact-investing-framework-policy>
- 梁峻豪 (2018b) 『地域回復，協同と連帯の経済から探す——社会的経済，社会的金融，地域通貨の政治経済学』仁川大学出版部（韓国語版）。