# ペイシェント・キャピタリストのリスクテイクと インキュベート機能の構造

高岡 伸行

# 1. はじめに

ペイシェント・キャピタルは、資本市場との関連を前提にした企業価値最大化や投資意思決定の論理からすれば、通常より投資回収期間を人為的に緩やか(長く)に設定したり、低いリターン設定を許容する投資(貸付や出資)であることから、寛容な資本、忍耐強い資本と呼ばれる。ある種、ハイリスクであるにもかかわらず、ハイリターンを前提とせず、投資先の事業や活動の育成・成長とそのためのエンゲージメントを特徴とする投資と解される。しかも、その担い手は多岐に及ぶが、昨今では公的機関ではなく、営利・非営利の民間機関を主たるアクターとする形態が注目されている。さらに慈善活動ではなく、社会的意味合いを付帯した投資ビジネスとして展開される(ノヴォグラッツ 2010, p.327; ケネディー & ノヴォグラッツ 2011, p.92; Degg and Hardie 2016; HM Treasury et al. 2017, p.9; Dee and Gill 2019; OECD 2019, p.31; Brown and Fogg 2020, p.4)。

ペイシェント・キャピタルは、BoP (base or bottom of pyramid) ビジネスをはじめ、ソーシャル・インパクト創出を主導する、社会的課題解決の担い手として注目されているソーシャル・ビジネス/エンタープライズの活動原資を提供している。こうした、経済的価値と社会的価値の架橋的創出を指向する社会的責任ビジネスのみならず、株式会社形態の企業の価値創造活動に影響を与えている。そもそも現代のペイシェント・キャピタルは CSR (corporate social responsibility) 活動をその原資の1つとしている可能性が高い。具体的には、CSR 活動の一環であり、かつては CSR そのものと解されていた、企業フィランソロピーなどの法人やその創業者・経営者個人による寄付に依存する。したがってペイシェント・キャピタルは、非営利・慈善セクターの活動とのかかわりを看過し得ない。ペイシェント・キャピタリストはこうした出自の資金を、何重ものリスクヘッジ策を講じた管理・運用スキームの中で社会的事業に拠出し、ソーシャル・インパクト創出の機能を循環させる(高岡 2018, pp.40-41.)。

ペイシェント・キャピタリストは、投資回収に対しては従来の投資モデルよりも寛容かもしれないが、投資先事業体による創出価値は勿論、投資家としての自身への経済的リターンの最大化を看過しているわけではない。ソーシャル・インパクトの創出と、それとのある程度のトレードオフを甘受しつつも、経済的リターンの最大化をも指向し、何よりもソーシャル・インパクト創出のための資金循環の確立と持続化を目指している。

本稿は、株式会社形態の企業価値最大化のあり方に与えるペイシェント・キャピタルの影響や

そのメカニズムの考察を射程に、その前段として、当該資金提供者であるペイシェント・キャピタリストのファイナンス(資金調達、管理運用・資金供給)構造を分析するための枠組み整理を課題とする。ソーシャル・インパクト創出を担うハイリスク事業のインキュベート機能を支えるペイシェント・キャピタリストのリスクテイク様式を可能にする構造(社会的コンテクスト)の検討を課題とする。

次節では、ペイシェント・キャピタルという概念の特徴を概観する。ペイシェント・キャピタルという用語は比較的最近のものであるが、論者によっては特定の対象への特定の様式による 投資に限定して扱っている(例えば貧困改善を意図した BoP ビジネスの起業・育成)。しかしそこで指摘 される投資様式の特徴は現在に限ったことではない。ここでは諸論者の見解のサーベイから、 ペイシェント・キャピタルという投資様式の外形的特徴をまとめる。

3節では、ペイシェント・キャピタリストという投資家による、寛容な投資が可能となる構造を検討する。民間投資主体による、ソーシャル・インパクト創出事業体育成はハイリスクの事業・投資である。にもかかわらず、必ずしも最大限のリターンを前提としない投資等が行える背景を考察する。そこではフィランソロピーやチャリティー、そしてそれらの諸制度がペイシェント・キャピタリストのハイリスクなインキュベート活動に関わるリスクテイクを支えていることを指摘する。そして非営利セクターと連携しつつ実行される、非営利主体による経済原則を踏襲したペイシェント・キャピタルという投資ビジネスの展開がソーシャル・インパクト創出活動の循環/持続化に寄与していることを指摘する。

最後に本稿の含意と、株式会社形態の企業による価値創造に対するペイシェント・キャピタル の影響やその作用のメカニズムの考察に繋げるための課題を提示する。

# 2. ペイシェント・キャピタル概念の構成要素

#### (1) ペイシェント・キャピタルの諸パースペクティブ

OECD (2019, p.30, p.57) は,表 1 に示すように,国連の提唱する SDGs (sustainable development goals: 持続可能な開発目標)の達成に関わる事業 (支援事業を含む)への資本流入のパターンから,6つの投資様式を示している。表 1 の社会的投資 (social investing) とインパクト投資を併せて、ソーシャル・インパクト投資 (social impact investments:以下社会的インパクト投資)と捉えている。そして社会的インパクト投資を、関連する様々な国際的な投資原則に則り、「設定されたコアターゲットとなる社会的領域の問題に関して、リスクに晒されかつサービスの行き届いていない、発展途上の国・地域やそこに居住する人々のニーズに対処する投資」と定義している (ibid, p.43)。社会的インパクト投資の設定コアターゲットは、不平等・貧困の解消、教育・障がい・健康・手頃な住宅購入支援、失業対策に係わる事業であり (ibid, p.54), BoP ビジネスの事業内容と相応する。また関連する国際的投資原則として提示されているのが、PRI (Principles for Responsible

名称/ スタイル	伝統的 フィランソロピー	ベンチャー フィランソロピー	社会的投資 (Social investing)	インパクト投資 (Impact investment)	持続可能な/ 責任的投資	完全商業企業 による投資
焦点	助成/補助金の 提供を通じた社 会的挑戦課題へ の取り組み	ベンチャー・ キャピタル・ア プローチによる 社会的挑戦課題 への取り組み	社会的または環境 的成果と予測的財 政リターンに焦点 をあてた投資	社会的または環境的 リターンと財政的リ ターンを意図した投資	価値拡充のための ESG 慣行の採用または価値を保護するための慣行の緩和	ESG 慣行の限 定的考慮もし くは無考慮
期待リターン	社会的リターン のみ	社会的リターン に焦点	社会的リターンと サブマーケット金 融市場レート	社会的リターンと金融 市場レート	金融市場レートに焦点	金融市場レートのみ
狙い	社会的インパクト	$\Leftrightarrow$	社会的インパク	トと財政的リターン	$\Leftrightarrow$	財政的リターン

表 1 SDGs にかかわる投資様式のスペクトラム

source: OECD (2019, p.30, p.57)

Investment), OECD DAC (development assistance committee) Blended Finance Principles, そして UNEP Finance Initiative のポジティブインパクトなどである (ibid, p.221)。

PRI は ESG (environment, social and governance) 経営慣行の促進を目的に、その投資意思決定と、単なる投資家としてではなく所有者としての投資先へのコミットのあり方を規定するもので、UNEP 金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトの共同で制定された原則である。2006年にオリジナルが制定され、現在は以下の6原則から構成される。それらは、1) ESG 問題を投資の分析・意思決定に組み込むこと、2) 投資先の積極的な所有者となり、ESG 問題を所有権行使にかかわる方針と慣行に組み込むこと、3) 投資対象の事業体による ESG 問題に関する適切な開示を求めること、4) 投資業界内の諸原則の受け入れと推進を促進すること、5) 原則を実施する際の有効性を高めるために関係者と協力すること、そして6) 原則の実施状況と進捗状況を開示・報告すること、である。また投資主体のアカウンタビリティーのみならず、投資先の事業体のガバナンスやソーシャル・インパクト創出のための諸主体との協調路線強化、投資効果の共振化を意図した地域金融機関や非営利・公共団体等をビジネス・エコシステムに包摂する原則として<sup>1)</sup>、社会的責任透明性原則を示している。それらは、透明性は、①関係者の協調的な倫理の維持、②関係者の取組努力の拡充、のために不可欠であり、透明性の確保と維持には、③投資からプラスの影響を生み出すことに責任を負う全ての関係者に定期的かつ標準化

<sup>1)</sup> OECD の見立てでは、ペイシェント・キャピタルを含む社会的インパクト投資の主体として、国際的な公共・非営利機関が重視される。その役割をインパクト創出の投資の最終的なリスクヘッジをサポートする存在と位置づけている。例えば国際的公的機関が直接事業体支援のための出資を行うだけでなく、各地域の現場のアクターが各地場の事業体をアシストする。その地場の投資家のリスクを最終的に負担する存在に位置づけている。具体的には、地場の民間商業銀行やファンド等がその地域の営利・非営利の社会的事業体の活動を資金面から支援するインパクト投資を行い、そのリスクヘッジを国際的な公的機関が担うべきことを推奨する(OECD 2019, pp.43-44)。地場の民間商業銀行等、地場の金融機関を事情の異なる各地域に沿ったソーシャル・インパクトの創出と普及を起動するイノベーション創発を促進する、ビジネス・エコシステム編成の触媒に位置づけているのである。

された報告が必須である、という内容から構成される(ibid, p.220)。

OECD (2019, p.31, p.81) の類型では、ペイシェント・キャピタルはこの社会的インパクト投資 のカテゴリに包含される。一方、ペイシェント・キャピタルという概念・投資様式の提唱者の一 人であり、その実践機関であるアキュメンファンドの創設者で初代 CEOのノヴォグラッツ (2010, p.327) は、ペイシェント・キャピタルを従来の慈善とビジネスの中間に位置する投資であ ると指摘する。つまり純粋な投資ビジネスもしくは投資意思決定としてリターンの最大化を前 提とするのではなく、かつ伝統的な慈善的寄付、つまり回収を前提にしない助成・補助金として の拠出でもない、とである。ベンチャー・キャピタル投資と慈善・公益団体によるフィランソロ ピーの、もしくは国際開発援助と海外直接投資の間に位置づけられるような投資で、ある種相 反する役割を同時に担う資金拠出と捉えている(ケネディー&ノヴォグラッツ 2011, pp.92-95.)。元本 と利息の回収を前提とし、リスク調整をした市場金利を基本としつつも、それよりも低利での、 かつより長期の回収期間設定での、拠出を許容する可能性があり、投資先の事業の立ち上げ、 成長と、そのための投資先と一体となった経営支援とセットになった、株主資本・他人資本両方 にかかわる、投資であるという。ペイシェント・キャピタルは出資主体にとってのリターンの最 大化ではなく、ソーシャル・インパクトの実現可能性を投資先選定の判断基準として重視する。 社会的リターンと財務的リターンを融合した投資(前者とのトレードオフによって後者の最大化値を抑 制する形を許容する)と評される (HM Treasury et al. 2017, p.9; Dee and Gill 2019, p.4)。

つまりペイシェント・キャピタルは概念的に、(1) ソーシャル・インパクト創出やそれに寄与するイノベーション創発などの社会的リターンを目的とすること、(2) 高リスク許容度(回収期間設定、リターン率)を甘受し得ること、そしてリスクを回避しつつ目的達成を高めるために、(3) 投資機関と投資先の間に強固なエンゲージメント関係があること、の3つの要素を特徴にする(ケネディー&ノヴォグラッツ 2011, pp.92-94., p.103; Brown and Fogg 2020, p.8)。例えばケネディー&ノヴォグラッツ(2011, p.96)は BoP ビジネスの発展を可能にする経済エコシステムの構築と支援に寄与するイノベーション創出をペイシェント・キャピタルが創出すべきインパクトの本質と示唆し、Brown and Fogg (2020, p.8)はその核として投資家と投資先の間の柔軟かつ率直な計画変更や支援を可能にする一体的関係を強調する。

しかし、こうした外形的特徴はペイシェント・キャピタルという概念の投資様式に限ったことではない。多くの論者は類似の構造で同類の効果を生み出す投資様式はかなり以前からあり、現在も様々な枠組みで実施されていると指摘する。

例えば Kleiner (2003, p.1) は、ペイシェント・キャピタルという表現を用いて、それを長期的なイノベーションを支援する投資と規定し、2000 年代の北米地域における、ベンチャー・キャピタルによる再生可能エネルギー産業の育成・成長の鍵に位置づけている。また Jacobs (2011, p.1646) は、ペイシェント・キャピタルという用語は 2000 年代中盤以降用いられ出したものであるが、1945 年から 1975 年までの米国の経済繁栄を支えたのがペイシェント・キャピタル

の投資様式であったと指摘する。その時期、資本市場は産業・企業の成長の為にあり、短期的な利益収穫ではなく、長期的な経営判断を旨とし、社会経済システムの発展を支えていた、とである。そこではフローよりストックで成果を得る個人株主が投資家の大半で、経営者に短期的圧力をかけようとする投資家は希であった。それが経営の安定と長期的・継続的経営意思決定を可能にしたと言う。しかし 1980 年代中期以降の米国における会社法規定における株主権限の強化と当該権限の監督・運用を担う証券取引委員会の諸規則制定によって、機関投資家の台頭とその影響力の増大を招き、資本市場の役割が産業育成から短期的な金融利益獲得そのものに変質したと指摘する (ibid, pp.1652-1657.)<sup>21</sup>。

さらに Lin and Wang (2017) は、こうした米国のかつての投資構造や効果は現在もアジアを中心に、国家主導の公共投資の枠組みで実施されていると指摘する。国家もしくは公的な国際機関主導の、産業育成政策やその一環としての公共投資もペイシェント・キャピタルの投資様式を備えており、途上国を中心に、国・地域単位の競争優位形成に寄与し、国際競争を左右する根幹であると指摘する。そして国家こそが最善・最適のペイシェント・キャピタリストの任を担うべきであると暗示する。一方で Mazzucato (2017) は国家主導とはまでは言わずとも、社会変革を主導するイノベーション創出には、ペイシェント・キャピタリストとしての国家の支援が欠かせないと強調する。Deeg and Hardie (2016) は、かつての日本の護送船団方式やメインバンク制も広義にはペイシェント・キャピタルの投資様式に該当すると指摘している。

さて、かれらはペイシェント・キャピタルが機能し効果を実現する鍵として以下の点に注目している。それは、投資主体に対するリターンの最大化を目的とせず、産業の育成に主限を置くというペイシェント・キャピタルの目的(=インパクトまたは社会的リターン創出)を実現する基盤は、国家であれ、ベンチャー・キャピタリストであれ、投資家が出資先の「経営業績(management performance)をモニターするインセンティブと能力を備えつつ、経営業績の評価において短期的な業績指標に依存しないで、経営状況を確認・指導できる、ある種の内部者として経営とガバナンスに関与し得ること」を指摘する3)。Deeg and Hardie(2016、p.1646)は投資家が投資先と一体化した、こうした会社の効果的なコントロール様式を付帯した投資形態こそをペイシェン

<sup>2)</sup> Jacobs (2011, p.1650-1657.) は、それによって米国の産業(製造業の)競争力が削がれ、それ以降米国の国民経済の発展は停滞構造のままであるとも指摘している。そして株主が取締役を短期間で解任し得ないよう(経営判断の長期化のため)、取締役の最低任期期間を定める条項を会社法に設けるべきであると主張する (ibid, p.1661)。ただし米国は 2000 年代以降 IT 産業の勃興を経験している。Mazzucato (2017, pp.104-105.) はバイオ産業などを含め、ハード製造を含む IT 産業の諸企業の多くが、莫大な開発費用の調達や技術革新が収益を得るまでの間、政府系の補助金や支援(軍事技術の民間開放や税制等を含む)を享受し得ていたからこそ、すなわち米国の IT 産業等、現在の新興産業勃興にもペイシェント・キャピタルの効果が作用していた、と指摘する。

<sup>3)</sup> この点は青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性:比較制度分析序説』,東洋経済新報社,が比較制度論の観点から,戦後の日本経済,企業の競争力の強みの本質としたメカニズムである。

ト・キャピタル成功の鍵に位置づける。

#### (2) ペイシェント・キャピタルの社会的コンテクスト

OECD (2019) の類型では、社会的インパクト投資に包含される社会的投資 (SI) もしくは社会的責任投資 ( $socially\ responsible\ investing:\ <math>SRI$ ) は、ペイシェント・キャピタルのコンテクストの形成と発展に寄与している。しかし SI と SRI は、「個人の価値観を反映した投資」という基本要素の点で共通するとは言え、その価値の中身や方向性と共に投資判断の基準や運用方法もかなり異なる (https://www.ussif.org/sribasics)。SRI は社会運動の様相を付帯しており、SI は経済合理性だけを基準にした投資であっても、場合によってはそこに包含される。

表 2 は米国における SI(もしくは SRI)に包含される投資額の変遷を示している。表 2 の各数値の集計方法・基準・手順などは期間中,完全に一貫しているわけではないが,米国における SI/ SRI の潮流を照射する一助にはなろう。 1985 年 SI に関わる諸機関のネットワークとして米国に組織され,当該投資の推進・普及の役割を担い,表 2 の数値を集計・発表している, SIF (US Social Investment Forum)  $^{41}$  によると, SIF がはじめて SI 資金の推計統計値を公表した 1995 年の SI 額は 6390 億ドルであった。それが 2019 年度末には 17 兆ドルを突破し,全米の全投資資産の 1/3 を SI/SRI 投資に関連する資金が占めると報告されている(US SIF Foundation 2020, p.1)。その殆どを占めるのが ESG 関連投資で、中でも環境への投資が大きな比重を占めている。

SRI が勃興しだした 1990 年代の米国では,SRI は以下のように捉えられていた。例えばローリー(1992, p.18)は,「利益を提供すると同時に生活の質を高め,福祉と社会関係を向上する何ものかに資金を活用する」投資活動と指摘し, $Kinder\ et\ al.$ (1993, pp.1-2)は,SRI はそれ自体に目的があるのではなく,投資家へのエンパワーメントを通じて社会変革を成し遂げるための戦略の 1 つであると捉えていた。その為に企業と諸ステークホルダーとの対話と学習こそが SRI の発展と成功の鍵と位置づけられていた(FRDC 1989, p.1)。SIF は設立当初,SI を「個々人,コミュニティー,そして職場などの資本を,環境や社会に対する破壊的利用から切り離し,公正で平和的,健康的で,かつ環境に適した目的に振り分ける」投資と規定していた( $CEP\ et\ al.$  1991, pp.491-492, p.512; Proffitt 1992, p.3)。

しかし現在米国 SIF はその役割と SI/SRI を以下のように規定し直しており、2000 年以降、その役割や定義を微修正している。SIF は「社会的責任と持続可能な投資に従事する専門家、企業、諸機関・組織のための米国の会員協会で、SIF とそのメンバーは環境・社会・企業統治の基

<sup>4)</sup> 現在の正式名称は Forum for Sustainable and Responsible Investment であり、通称として US SIF を用いている。US SIF Foundation と共に「持続可能で責任ある投資」を推進している。その為の調査、助成なども行っている。なお各国に同種の連携機関が存在するが(例えば UK SIF: https://uksif.org/; JSIF: 日本サステナブル投資フォーラム; https://japansif.com/)、各国の SI/SRI の概念規定や投資対象判断基準は必ずしも同じではない。

2020	H	兆   17.1 兆	1/1	\d	<u> </u>
2018	11 995 兆	4			
2016	8.723 兆		8.097 兆	3.097 兆 2.558 兆	8.097 3/K 2.558 3/K
2014	6.572 兆		6.2 兆	6.2 兆 1.716 兆	6.2 兆 1.716 兆
2012	3.74 兆		N/A	N/A N/A	N/A N/A
2010	3.069 兆		2.512 兆	2.512 兆 1.497 兆	2.512 兆 1.497 兆 417 億
2002	2.711 兆		2.098 兆	2.098 兆 7390 億	2.098 兆 7390 億 250 億
2002	2.290 兆		1.685 兆	1.685 兆7030 億	1.685 兆 7030 億 200 億
2003	2.164 兆		2.143 兆	2.143 兆 4480 億	2.143 兆 4480 億 140 億
2001	2.323 兆		2.010 兆	2.010 兆8970 億	2.010 兆 8970 億 80 億
1999	2.159 兆		1.497 兆	1.497 兆 9220 億	1.497 兆 9220 億 50 億
1661	1.185 兆		5290 億	5290億7360億	5290 億 7360 億 40 億
1995	6390億		1620億	1620 億 4730 億	1620 億 4730 億 40 億
	SRI総額		ESG 関連	ESG 関連 株主提案	ESG 関連 株主提案 地域投資

表2 米国における社会的責任投資額の推移 (単位:米ドル)

を元に作成( Source: Social Investment Forum Foundation [2010]; US SIF Foundation [2014; 2016; 2018; 2020]

(sustainable and socially responsible 2014年以降は「持続可能で社会的に責任ある投資 (\*) 1995年から2012年までは社会的投資もしくは社会的責任投資という枠組みで、 investing)」という視点からの集計の意味合いが強くなっている。

各年度の エグゼクティブ・サマリー内の Sustainable and Responsible Investing Assets の数値を記載している。2012 年の数値は 2014 年のサマリーの数値を記載している。 2012年以外の2020年までの数値は, の数値を利用。 重複の数値は SIFF (2010, p.10) 2012,14,16,18 年の数値は各年の年頭の数値,2020 年の数値は 19 年末の数値である。 地域投資, 株主提案, ESG 関連, 95年から 2010年までの SRI 総額,

「重複」は ESG 投資と株主提案活動の各項目に重複してカウントされる資金部分を指す。SRJ 投資総額は,この重複部分を差し引いて算定されている。また 2012 年 からは地域投資の算定枠組みがそれ以前と変更されており,独立項目として除外されている。コミュニティー投資に向けられた諸機関の投資額や保有額が別途示されて おり,その単純集計が 2012 年以前の地域投資と同じ集計結果となると判断し得ない為,記載していない。

特別勘定 他の保険種類の資産 ESG 関連投資には個人投資家と機関投資家による運用資金が含まれる。ESG 関連投資を構成する ESG ファンドには投資信託,年金ファンド,クローズドエンド型ファ 米国における ESG ファンドの管理資産の算定では、 変額年金の資産を運用・管理するための専用勘定であり、 オルターナティブ投資ファンドおよびその他の資金プール商品が含まれる。 手段(separate account vehicles)の分は除外される(SIFF 2010, p.9)。特別勘定手段とは, とは明確に区分され会計処理される。 上場投資信託 (ETF),

労働省の年金運用機関投資家による ESG 投資に関する通達 (US Department of Labor, Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Act:従業員退職所得保障法)法を遵守しなければならない。そこでは受給者(最終利益享受者=年金加盟の個々人)の利益最大化を前提にして当該年金を管理運用し ESG の諸 2015年1月に出された米国 環境・社会の ERISA (Employee Retirement Income , 利益とのトレードオフで,ESG 投資が必ずしも年金受給者の経済的利益の最大化に寄与しないのではないかという内容であった。しかし当該通達において, このために年金運用の機関投資家による ESG 投資には疑義が提唱されていた。その疑義とは、 その一国に、 ところで表2の目盛りではわかり難いが,2014年以降 SR1は ESG 投資を中心に,全体として増加傾向が加速化されている。 その受託者責任として, 長期的な経済的利益を考慮するにあたり,BRISA 法の規定に矛盾しないことが示唆された為である。 がある。企業年金を運用する機関投資家は, という投資基準の規制があった。実は, considering Economically Targeted Investments) なければならない。 要因の考慮は.

準を考慮した投資慣行を推進し、長期的な競争力のある経済的利益と社会にプラスの影響を創出することを基本ミッションとする」と表明している。そして「持続可能で責任ある投資」という観点を重視して、SI/SRI(厳密には「持続可能で責任ある投資」)を「環境・社会・企業統治(ESG)の基準を考慮して、長期的な競争力のある経済的利益と社会へのプラスの影響を生み出す投資」としている(https://www.ussif.org/sribasics)。ここでの SI/SRI 観は表1の OECD の投資様式スペクトラムでは持続可能投資の意味合いをより強く持つ。

そもそも SI/SRI は主に①スクリーニング投資、②株主行動・アドボカシー活動、③コミュニティー投資という 3 つの形態から構成される(Kinder et al.1993; US SIF Foundation 2020 等参照)。①は社会的・倫理的観点からふるいにかけられた選択的投資で、ミューチャル・ファンドや投資信託などの形でマネーもしくはファンド・マネージャー等によって管理される資金量となる。ポートフォリオの一部に一定の社会的観点からのスクリーニング部分があれば、ここに包含される。②は一定の社会的観点を加味した株主提案行使に用いられた持分を保有する機関投資家の持分保有量が対象となる。そして③は荒廃地域の再生、低所得者用住宅の建設などを含めた、事業や地元事業者への投資(主に低利貸付や開発投資)が SI/SRI のそれとしてカウントされる。

①のネガティブ・スクリーン, つまり特定の価値観に基づく理由から, 投資対象から除外することを旨とする振り分けや, ②に典型であるが, SRI は運動的な要素を付帯していた。1930年代の米国では, 倫理的投資という枠組みで, 宗教関係者が, 機関や個人の資金運用の対象として, 罪業株 (sin stock)<sup>5)</sup> にカテゴライズされる事業者との資金的関わりを除外していた。そして60年代中盤以降70年代にかけて, 兵器産業, 反社会的企業との資金的関わりの排除がネガティブ・スクリーンの観点に加えられると同時に, 投資の回避・排除ではなく, 株主として企業行動を変革しようとしたのが②の投資様式の実態である。ここでは大学や年金基金などの機関投資家とその資金管理機関が大きな役割を果たした (CEP et al. 1991, pp.1-16.)。

元々①のスクリーニング投資という枠組みには、ポジティブ・スクリーニング、つまり特定の価値観や意向を反映した基準を充たす対象に積極的に投資する様式も含まれていた。その発展系が ESG 投資である。環境負荷の軽減、エネルギー・資源利用効率の向上、社会的公正およびそれらにポジティブ・インパクトを与える統治機構を整備しているかどうかが投資判断の材料として重視されるようになったのである。2000 年代以降、SIF の集計においても、①のカテゴリーが ESG 投資という設定に変更されている。

ESG 投資は、非営利セクターにおける経済的・市場的手法を通じた運動的活動の SRI の意向 や手法を、資本主義的市場経済の活動に包摂する役割を果たしている (高岡 1997)。少なくとも 社会的観点の投資にかつて存在した営利・非営利各セクターの隔たりを埋めている。しかし SRI

<sup>5)</sup> 主にタバコ, アルコール, ギャンブル, ポルノ関連事業者の株式やそれらを組み込んだ金融商品を指す。1928年には罪業株の排除運用を行う *Pioneer Fund* が米国で活動していたとされる(*CEP et al.* 1991, pp.1-16.)。

のスクリーニングの観点として、環境スクリーンは諸刃の剣でもある。環境の観点は、社会的・倫理的観点・意向とは関係なく、経済的リターンを見込めるという従来型の判断からも投資されるからである。ペイシェント・キャピタルやソーシャル・インパクト投資の観点からすれば、インパクト投資のコアターゲットとのかかわりは「S」にあり、スクリーニング投資としての「E」によるインパクト創出へのパスは判別が複雑になる。

米国に限らず、SI/SRIの資金推移には、民間の純粋な経済的利益の最大化を判断基準とした 投資資金も含まれることになる。すなわちインパクト創出よりもリスク回避を考慮したものも 含まれる。こうした傾向は、ある種皮肉な事であるが「持続可能な」という観点の拡充、とり わけ「環境」軸の普及によって、加速化されている。SI/SRIの中ではコミュニティー投資が最 もペイシェント・キャピタルの概念や投資様式の趣旨と合致すると言えるかもしれない。

またシェアボルダーアクティビズム(=株主行動・アドボカシー活動)に典型であるが、年金基金等の機関投資家やその資金を管理・運用するファンドは、SI/SRIの重要な資金提供源であるが、年金基金等は制度的には非営利セクターに位置する機関である。非営利セクターがペイシェント・キャピタルの重要な資金提供の源泉になっているのである。

# 3. ペイシェント・キャピタリストのファイナンス構造

#### (1) 原資としての企業フィランソロピーと非営利セクターの触媒効果

表1の社会的インパクト投資に該当し、公共投資など国家等の公的機関以外にペイシェント・キャピタルの原資を拠出していると考えられるのが、個人や法人による慈善的寄付である。表3は米国における個人による慈善的寄付と法人等によるフィランソロピーの推移を示したものである。

2019 年度慈善寄付総額 4496.4 億ドルの内, 個人寄付は 3096.6 億ドルで寄付総額の 69%, 次

	2015	2016	2017	2018	2019
企業フィランソロピー額	184.5	185.5	207.7	205	210.9
財団による寄付額	584.6	592.8	669	758.6	756.9
個人の寄付額	2645.8	2828.6	2866.5	2920.9	3096.9
慈善的寄付総額	3732.5	3900.5	4100.2	4277.1	4496.4

表3 米国におけるチャリティー/フィランソロピー額の推移(単位:億ドル)

Source: Giving USA (https://givingusa.org/)<sup>6)</sup>

<sup>6)</sup> org/の後に "giving-usa-○○○○-" と入力し、○の部分に年度を入力すると確認可能。○-以降のワードは年度毎に異なるため、リストアップされる候補から該当するものをピックアップすれば、閲覧可能。各年の情報は翌年に、インフレ調整済みの推計値として公表されているものの単純数値を記載している。例えば 2019 年の数値は 2020 年刊行の 2020 年版のものである。

いで財団による寄付で756.9 億ドル (17%), 遺贈 432.1 億ドル (10%), 企業フィランソロピーは210.9 億ドルで慈善寄付総額の5% を占めている。また慈善寄付総額の内, 約 12% が助成基金に拠出されている。企業寄付の29% は教育関連目的, 25% が健康・社会福祉関連プログラム, 15% がコミュニティーおよび経済開発関連プログラムに拠出されている。寄付総額における企業フィランソロピーは例年5%程度で推移しており, 一見するとさほど多くないように映るかもしれない。しかしこの企業フィランソロピーは企業が直接被寄付機関に拠出した額であり, 財団による寄付の原資(財団設立時の基本財産と年度毎の活動資金)を企業フィランソロピーが担っていることを看過し得ない。

米国の寄付制度やその影響を考慮する上で重要になるのが、税制上の優遇資格を定めている内国歳入法典上の501-c-3 資格である。当該資格を持つ団体が米国ではある意味、公式な非営利団体で、様々な税制上の優遇措置を受ける。その資格を得ることの出来る団体の活動内容は多岐に及ぶが、大まかに501-c-3 資格の団体カテゴリーは表4に示すように、②公益慈善団体(public charity)と⑤私的財団(private foundation)に大別される。②が具体的な慈善活動を直接的に担ういわゆる非営利団体で、⑥は②に対する資金提供とそのための基金の管理・運用を担う。さらに私的財団は(1)助成財団(private non-operating foundation)と(2)事業財団(private operating foundation)に分類される。(1)は文字通り、他の501-c-3 資格を持つ団体の活動を資金面から支援する助成金の提供とその為の基本財産の運用を主務とする。一方の(2)は公益慈善団体のごとく、活動を直接行うことに重きを置きつつも、その財源の自主的確保のために基本財産の運用に関する優遇措置の適用を許容される(石村 2018)70。

助成財団と事業財団という分け方は、税法上の区分に基づくもので、財団の基金や基本財産

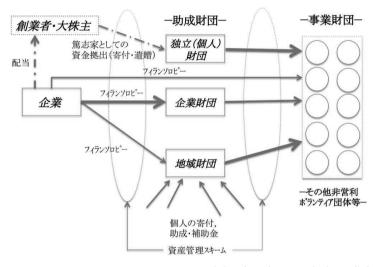
	公益慈善団体 (Public charity)	私的財団 (Private Foundations)		
		事業財団 (private operating foundations)	助成財団 (private non-operating foundations)	
個人寄付金控除*	寄付額の50%まで (物品等評価性資産の寄贈の 場合は評価額の30%まで)	50% まで (評価性資産の場合 は評価額の 30% まで)	30% まで(同左 20% まで)	
遺贈控除	全額控除	全額控除	全額控除	
法人寄付金 控除限度	課税所得の 10% まで	課税所得の 10% まで	課税所得の 10% まで	
投資収益課税 公益性確保の為の 各種課税	なし あり(中間制裁)	2% (または 1%) あり	2% (または1%) あり	

表4 米国の501-c-3 資格団体の税制上の優遇措置の違いの概要

<sup>\*</sup> 個人による寄付金控除は 2025 年末までの時限適用により現行 60% まで引き上げられている。 出典:石村 (2018 ①,p.5) 参照。

<sup>7)</sup> 詳細は石村耕治(2017)『アメリカ連邦所得課税法の展開』, 財経詳報社, 第二部2章, 第三部2章等を参照。

の出自から、図1のように3種類に分類することも可能である。それらは①独立(個人)系、② 企業系、そして③地域系、の各財団である。①は主に個人の遺贈や財産を基に、②は企業が主 にフィランソロピーを財源に設立した財団である。③は個人や企業を含め、地域の複数の法人 や個人による寄付を財源とする。表3の企業フィランソロピーは直接、公益慈善団体や諸私的 財団に拠出したもので、自社の企業財団に拠出されるものをも含む。企業が設立した財団から の寄付は財団からの拠出として、また企業の創設者や大株主が受け取った配当やそれを元に形 成した富を原資とする個人寄付や遺贈は、独立系財団や個人からの拠出として算定される。



出典:高岡(2009, p.34)を元に作成

図1 米国における企業フィランソロピーの資金拠出パターン

企業フィランソロピーは直接的のみならず、諸形態の財団寄付を経由してペイシェント・キャピタルの原資として活用されているのである。例えばアキュメンファンドである。アキュメンファンドは、2001年貧困層向けの非営利ベンチャー・キャピタル・ファンド(ここでの意味合いとしてはペイシェント・キャピタリストに相当)として米国ニューヨーク市に設立された。正式名称はAcumen Fund Inc.,であり、501-c-3 資格を有し、公益慈善団体に類別される。表5の8つの投資原則に基づき、社会的エンタープライズへの投資とその為の資金運用・管理を主務とする(Acumen Fund 2020, p.43)<sup>8)</sup>。その設立時、ロックフェラー財団やシスコ財団の他、社会的リターン(出資者への経済的リターンよりも、ソーシャル・インパクト創出)を重視する個人篤志家から、シード資金を調達(寄付と無償貸し付け)している(Novogratz 2007, p.19)。

また表 6 は、ペイシェント・キャピタル・ファンドのパイオニアであるアキュメンファンドの 近年の財源・財政状況等を示している。年度によっては政府の補助金が大きな比重を占める場合 もあるが、その多くを寄付に依っている。直接的には企業フィランソロピーの比率は高くない

#### 表5 アキュメンファンドの投資諸原則

- 1. 貧困を生きる人々に選択と機会を提供する為にシステムを変革し、かつ市場を触媒とする為に投資の力を用いる。
- 2. 革新的な解決策を実現する為に貧困とわれわれの資本の構造の複雑な問題を理解することに努める。
- 3. 価値主導型起業家の事業起ち上げやハイリスクなビジネス・モデルに投資するよう、資本市場における 資金調達ギャップを解消するために「ペイシェントな」資本を活用する。
- 4. 戦略的支援によって投資先と一体化し、かつ価値観、インパクト、そして事業目標に関して、投資先と自ら自身、説明責任を果たす。
- 5. われわれが求める変革を創造する為にインパクトを測定し、積極的に管理されなければならないと確信している。
- 6. 財務的リターンよりもインパクトと長期的な財務的持続性を優先し、株主だけではなく、全てのステークホルダー関係を基盤に成功を定める。
- 7. 有機的な変革を波及させていくパートナーシップを構築する。
- 8. 起業家による貧困解決活動の拡張と再現を加速化するために経験知と教訓を共有する。

Source: Acumen Fund (2020, p.11)

表6 アキュメンファンドの財源と財政状況

財源構成	財政状況			
	収入	支出	純資産	管理下投資額
個人寄付 52%,財団(寄付·助成)25%,法 人寄付 23%,政府·非営利 1%	39.7 百万 ドル	23.7 百万 ドル	124.6 百万ドル(期首) 137.8 百万ドル(期末)	62.4 百万 ドル
財団 (寄付·助成) 42%, 政府 31%, 個人寄付 21%, 法人寄付 6%, その他 1%	30.9 百万 ドル	28.8 百万 ドル	137.8 百万ドル(期首) 143.2 百万ドル(期末)	72.4 百万 ドル

Source: Acumen Fund (2019, p.35; 2020, pp.42-43.)

が、財団経由を考慮すると、その割合は少なくない。2018年の支出の内 12%、同 2019年 12%がファンドライジング、つまりソーシャル・インパクト創出を主導する事業体への投資に用いられている。両年とも支出額の約 1/3 が財産運用の為、ソーシャル・スクリーンに基づいた金融商品のポートフォリオ運用に拠出されている。前者の 12% が、アキュメンファンドが直接的にソーシャル・インパクト創出を主導する、ペイシェント・キャピタルに、後者が同社の SRI 活動に相当する。

Giving USA によれば、2019年の全慈善的寄付金の内、助成基金に回される12%も、コミュニティー・経済開発に回される企業フィランソロピーの15%も、その殆どが米国内向けであり、

企業フィランソロピーを通じて国内向けのプログラムを実施している米国企業は85%であるのに対して、国際支援プログラムを実施している企業は45%である<sup>9)</sup>。しかしアキュメンファンドのペイシェント・キャピタルの拠出先はその殆どが途上国の事業体である。しかも必ずしもアキュメンファンド単独ではなく、米国内外の他の企業財団や国際機関と連携しつつ、投資先との一体化(経営支援)の基に実施されている(Novogratz 2007, pp.22-29; Acumen Fund 2016 参照)。

アキュメンファンドの活動はあくまでも投資であり、助成・補助金の供与ではない。回収された資金(ペイシェント・キャピタルのリターン)は、別の事業体にペイシェント・キャピタルとして再投資される。アキュメンファンドの活動は、ペイシェント・キャピタルという形態の投資ビジネスを非営利団体として採用・展開することで、企業フィランソロピーを循環的に活用する新たな枠組みを提供している。アキュメンファンドは501-c-3資格団体であるので、同社への個人・法人の寄付は控除対象である。公益慈善団体と認定される由縁である「公益目的に適う」活動から同社が得た収益は原則非課税であり、営利法人には一定限度内でしか認められない、内部留保課税も適用除外となる(詳しくは表4および石村 [2013; 2018] を参照)。

### (2) ペイシェント・キャピタリストの「ファンドライジングと投資」の構造とメカニズム

(国家および公共投資は暗示的に該当するのであるが)ペイシェント・キャピタリストの概念や投資様式の必要条件に、当該出資者・投資家が非営利団体であること、そしてチャリティー/フィランソロピーを原資としていることを明言している論考は、本稿のサーベイの範囲に限り、殆どない。しかしペイシェント・キャピタリストの投資様式は、アキュメンファンドを例に傍証したように、国家以外には、非営利セクターの恩恵を享受し、フィランソロピーやチャリティーを原資として活用し得る非営利団体によってこそ、またはその枠組みを利用し得る主体によってこそ、実践し得る可能性が高い。その核心は、投資主体としてのペイシェント・キャピタリストの資金調達コストが理論上かつ事実上、限りなくゼロに近いことに依存する。それがペイシェント・キャピタリストの事業体としての経済性と同時に投資先の経済性をも左右する基盤となっている。資金調達コストの低さがペイシェント・キャピタリストの投資様式を支え、非営利団体としてチャリティー/フィランソロピー資金を原資とし得ることが、現在の社会経済システムの中では、税に依拠する国家的公共投資を除いて、最も実現可能性の高いペイシェント・キャピタリストの実像と言えるかもしれない。

この点を、企業ファイナンス論の知見を活用して確認してみよう<sup>10)</sup>。企業ファイナンス論では、将来獲得し得る価値(フリー・キャッシュ・フロー)の現在価値を企業価値の対象とする。企業ファイナンス論はその将来フリー・キャッシュ・フローを現在価値に割り引いた DCF(Discounted Cash Flow:割引現在価値)を企業価値と捉える。その最大化が企業価値最大化と同義となる。そ

して WACC (Weighted Average Cost of Capital: 加重平均資本コスト)を上回る ROIC (Return on Invested Capital: 投下資本利益率)を生み出すような、将来のフリー・キャッシュ・フローを獲得することが、企業価値最大化の前提となる。 DCF を最大化するには、WACC を下げる(負債・株主資本等の資本コストを下げる、キャピタルチャージを下げる、またはその両方など)か、ROIC を高めるか、その両方が必要となる。 ROIC は投下資本をいかに有効に用いて事業を展開し、フリー・キャッシュを生み出しているかを示す指標であるので、当然実際の戦略、つまり経営行動の内容によって左右されるが、企業評価の視点からすれば、WACC の低減は ROIC 向上にも寄与する。

DCF の算定式は以下のように表される。

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

PV:現在価値; FCF: t期のフリー・キャッシュ・フロー; r:割引率

もしくは

$$\lim_{n\to\infty}\sum_{t=1}^{n}\frac{FCF_{t}}{(1+r)^{t}}$$

この DCF を求める際の割引率 (r) に WACC が用いられる。 WACC の算定式は以下の通りである。

<sup>✓ 10)</sup> 以下本稿で用いる企業ファイナンス論の知見は基本中の基本、初歩中の初歩の知見であるのでいちいち出 典を提示しないことを断っておく(企業ファイナンス論の基本的な考え方・知見・前提は以下に依っている。 新井富雄,太田智之,渡辺茂編著[1999]『資本市場とコーポレート・ファイナンス』,中央経済社)。ただし 考察の前提と意図を簡単に示すと、以下の通りである。企業ファイナンス論は、基本的に株式会社をその考 察対象にする。企業価値最大化の「企業」とは株式会社である。本稿が企業ファイナンス論の知見を応用す る想定は非営利法人である。株式会社と非営利法人は財務構造の処遇が異なる。企業ファイナンスはそのパー スペクティブの重要な焦点の一つとして、株式会社のデット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスの資 金調達のあり方に注目する。非営利法人の B/S にも負債の勘定科目はある。しかし株主(自己)資本に相 当するのは基本財産もしくは基金であり、それらは出資ではなく、寄付に依存する。寄付を原資とする基金・ 基本財産も資本金同様、払い戻しはできない。また株主資本のように配当を支払う必要はなく、資金提供者 は提供先の業績の向上に伴いキャピタル・ゲインを得る術もない。株主資本に該当する基本財産を寄付に依 拠すること、従って配当などの資金提供者への利益還元を必要としないこと自体が、非営利法人の事業体と しての特性の一つでもある。この制度に起因する恩恵は事業体のファイナンス(設立・活動の資金調達、投資・ 運用)において最大限発揮される。そして非営利法人として経済原則に則った投資ビジネスを行う場合のペ イシェント・キャピタリストの強みの源泉になる。以下の考察は、株式会社の場合と想定比較して、この恩 恵のメカニズムを説明するものである。ただし米国では非営利団体固有の法人格があるわけではなく、法的 な建付は法人(corporation) や信託(trust)等、一般の事業体のそれを基本とする。例えばアキュメン・ファ ンドも正式名は Acumen Fund Inc. であり、事業体の法的基盤は一般事業会社である。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times rD(1-tC) + \frac{E}{D+E} \times rE$$

D:有利子負債; E:株主資本; rD:支払利子率; tC:実効税率; rE:株主資本コ자

そして CAPM (Capital Asset Pricing Model: 資本資産評価モデル) に基づく株主資本コスト (rE) の算定方法は以下となる。

$$rE = rf + \beta(rm - rf)$$

rf:リスクフリーレート;  $\beta$ :株主資本ベータ; rm:株式市場平均期待リターン

デット・ファイナンスとしてのペイシェント・キャピタルは、rD を低く設定したり、その回収期間を緩やかに設定することで、貸付先の経済性に好影響を与える。例えばこうした措置により、貸付先の $EVA^{\$}$  ( $Economic\ Value\ Added$ : 経済付加価値) 創出余地が高まる。エクイティー・ファイナンスでも同じくrm を標準よりも低く設定することで同様の効果を生み出す。仮にrm が標準リターンに設定されていても、出資先の事業リスクや回収リスクの評価を同業同規模のそれよりも低く見積もれば、rE は抑制され、 $EVA^{\$}$  の創出力は高まる。同一の投資家が同一事業体のデットとエクイティーの両方を提供していれば、出資先の経済性の底上げ効果はさらに強固になると同時に投資家のリスクをも軽減する。株主と債権者の間に発生する利害対立の調整余地が高まるからである(高岡 2018、pp.35-37.参照) $^{11}$ )。それが投資先の事業体のガバナンスの安定化と長期安定経営支援に寄与し、投資回収のフィージビリティーを確保する。これがエンゲージメント効果のメカニズムの一部である。こうしたリスク評価を実践し得ることがペイシェント・キャピタリストの要件なのかもしれない。

しかしペイシェント・キャピタリストもチャリティーとして投資しているわけではない。可能な限りのリターンの最大化の工夫を施している。例えば先に触れたように、アキュメンファンドは社会的事業体への投資(貸付と出資)と利益確定型の ESG スクリーニングされた金融商品への投資による財テクという3つの事業ポートフォリオの運営から、自己の基本財産や年度毎の手持ち資金を運用している。もしペイシェント・キャピタリストがその設立や活動の財源を、チャリティーやフィランソロピーに依っているとすれば、事業体としてのペイシェント・キャピタリストの DCF の算定において、割引率、つまり WACC の影響はかなり低減される。非営利団体も金融機関から融資を受けることは普通にある。通常の利息支払いをするとしても、株主資本コストは事実上ゼロに等しくなる。営利法人と比較した場合、自己資本の調達と、投資先として選定されるためのリスクに見合ったリターンを支払う(支払つづける)コストが限りなく

<sup>11)</sup> 必ずしも全て単独ではないが、アキュメンファンドは同一対象にデットとエクイティーの両資本を供給している。

ゼロに近くなる。

ソーシャル・インパクトやリターンの創出に関する事業においては、こうした資本コストの寄付効果とでも言うべき、同種の効果が様々な経路を通じて作用している傾向が伺える<sup>12)</sup>。例えば、コレクティブ・インパクトという概念を実践する活動である。

コレクティブ・インパクトは、クラマー=フィッツァー(2017, p.19)によれば、CSV(creating shared value: 共有価値創出)のコンテクスト形成・再編活動で、多様なアクターを巻き込んだビジネス・エコ・システム編成の指針に位置づけられる。CSV はその方法の1つに地域クラスター開発を挙げる。これが競争環境を基礎づけ、コレクティブ・インパクト活動が対象とするコンテクストの一部に該当する。そのクラスター開発の具体的な手法として戦略的フィランソロピーがある。戦略的フィランソロピーは、資金拠出主体に対する直接的な経済的リターンを想定しないが、社会的リターンと共に、拠出主体にとっての経済的利益への間接的なフィードバックを期待した選択的寄付(企業フィランソロピー)である(高岡 2009)。コレクティブ・インパクトは、この戦略的フィランソロピーを原資として、コンテクストの形成・再編・改善を実施する。そこでは先とは異なるパスの、ペイシェント・キャピタル効果(より正確には資本コストの寄付効果)が作用している。

コレクティブ・インパクト活動の主体は、特定の社会的課題解決指向の、セクター横断的な諸ステークホルダーから構成される協議会もしくは連合体であり、それに派生する共同投資プロジェクトを実態とする(クラマー=フィツァー 2017, p.21, p.28 参照)。参加者全てが活動資金を拠出するとは限らない。また政府や自治体などの行政がメンバーになることもあり、応分の負担(資金拠出)を担う場合もある。様々な社会インフラ整備など、本来であれば公的機関が担うべき役割を、当該問題の解決を希望する、またそれによって益を享受し得る関係者が連携し、問題解

<sup>12)</sup> ユヌスが提唱・実践するソーシャル・ビジネスのグラミン・ダノン・フーズ社の設立・活動資金の調達構造に おいても、非営利セクターやチャリティー/フィランソロピーを介したリスクヘッジを経た資本コストの寄 付効果の作用が見られる (高岡 2018, pp.40-41.)。また Acumen Fund の活動のリスクヘッジの構図を簡単 に示すと以下のようになる。Acumen Fund Inc,のグループは主に4種の機関から構成されており、それら の機関間での資金のやり取りがリスクヘッジの機能を担っている。それらは①米国の 501-c-3 資格の公益慈 善団体に相当する各国の非営利法人、②寄付の受入機関、③事業会社、そして④米国内外の資金管理会社(投 資会社)とファンド運営会社,である。①は戦略立案と事業·活動を統括する機関(ex: Acumen Fund UK; Acumen Fund Pakistan など)で、②は同じく非営利法人であるが、各国において寄付や助成金を受容する 役割を担う機関 (ex. Acumen India Trust, Acumen Canada など), ③は合同・単独で設立・運営される現地 でインパクト創出を担う事業会社、そして④は各国の基幹財団等の基本財産の運用や事業会社の金融証券 (社債や投資信託) の運用を担う機関 (ex: Acumen Capital Holding, Acumen Capital Markets Investments, Acumen Capital Partners, Acumen Capital Market (ACM);ここまで米国内、Acumen Latin America Early Growth Fund (ALEG), Acumen Capital Markets Latin America Early Growth) である。米国内の 機関は全てデラウエア州登記の法人で、ACMはLLP、それ以外はLLC形態である。これらの会社は法人 課税形式を選択しているそうであるが、制度的にパススルー課税の適用を受けることができ、課税方法の変 更も可能である。同課税方式が適用された場合, Acumen グループの納税額は抑制される。

決のためのコストを分担共有する枠組み(=ビジネス・エコシステム)の編成がコレクティブ・インパクト活動であると解せる(Kania and Kramer 2011 参照)。コレクティブ・インパクト活動は協議会内の営利企業の戦略的フィランソロピー(寄付)を原資にし、共有価値創出を誘導するコンテクストの改善事業を行う。

そこでの原資を提供する企業の投資(支出)目的は自己にとっての経済的リターンの最大化ではなく、当該投資は各参加主体の活動にかかわる固定費負担を軽減する寄付効果を持つ。協議体内に非営利機関(とくに財団)のメンバーがいれば(通常この主のパートナーシップには助成財団とは限らず、国際的もしくは地場の非営利団体が参加するのが一般的である)、そこに戦略的フィランソロピーを提供することによって、税制上の優遇措置を受けながら資金拠出する余地ができる。当該協議会がインパクト創出に向けたイノベーション創発のための参加者間の利害調整を行う場であるので、資金を拠出する企業が望む(自社の競争環境改善に有利でもある)共益的インパクト創出の実現可能性も高まる(Cabaj and Weaver 2016: クラマー=フィッァー 2017, p.22 参照)。

協議体にすれば、戦略的フィランソロピーは無償の資金調達に等しく、拠出企業にとっては税制優遇を活用しながら、事業基盤を構築する余地を持つ事業投資の性質を帯びる。資金拠出企業はそれを事業活動とは直接関係しない、コンテクスト改善に費消される費用として拠出する。コンテクスト改善は協働プロジェクトの社会的成果である。その成果が、資金拠出企業の自社の将来の事業価値を左右する ROIC をある種底上げする。戦略的フィランソロピーは意図としては事業価値改善を目指した投資であっても、会計処理上も企業財務構造上でも、自社の勘定(財務構造)では寄付であり、多くの国で課税額を算定する際の稼得から控除される。しかし本質的には事業投下資本とはカウントされない事業価値に関わる初期投資の意味合いを持つ。戦略的フィランソロピーを原資とする拠出はあくまでも寄付であり、期待する経済的成果も、資金拠出主体にとっては不確実な構想に過ぎない以上、特定の事業の将来の事業価値評価を構成する投下資本として処理する必要はない。戦略的フィランソロピーを当該事業価値評価のROICを算定する投資額の一部に包含するのは無理があるとしても、ROICを左右するポジション形成や資源利用には貢献する。このように異なる資本コストの寄付効果が作用する余地があり、少なくとも戦略的フィランソロピーやコレクティブ・インパクト、そして CSV 活動はそれを意図した資金拠出である。

# 4. むすび

本稿は、ペイシェント・キャピタリストの投資様式を可能とする背景や構造を検討してきた。 (国家や公的機関ではない民間の) ペイシェント・キャピタリストがハイリスクであるにも関わらず、 必ずしもハイリターンを求めず、緩やかな回収期間の設定余地を持つとされるペイシェント・ キャピタルという投資様式(資金供給)、それを支えるリスクテイクがなぜ可能なのかを、考察 するための枠組み整理を行い、その大枠と作用のメカニズムの一端を提示した。

こうした問題意識、問いに対する最もシンプルな回答かつその根本的原理は、ペイシェント・キャピタリスト自身が自己の設立・活動・投資の原資(資金)を低コストで調達し得るから、ということであった。その具体的な手段もしくは仕組みとして、個人や企業の寄付およびそれを支える非営利セクターとその制度との関わりに着目した<sup>13)</sup>。ペイシェント・キャピタリスト自身が営利法人であっても、ペイシェント・キャピタルの原資が非営利機関(例えば年金基金や教職員組合等)から、または非営利セクター経由で拠出されている場合、同等の効果をある程度発揮することはできるかもしれない。しかし国家や行政以外の民間私法人では、非営利機関が最も効果を生み出せるペイシェント・キャピタリストと言えるかもしれない。

ペイシェント・キャピタリストが非営利法人の場合,非営利セクターに提供された寄付資金を原資にし得ることで,投資主体としてのペイシェント・キャピタリスト自身と出資先の事業(企業)評価における企業(事業体)価値最大化の算定が,資本コストの寄付効果相当分を差し引いて,低位に設定し得る可能性が生まれる。これがBoPビジネスなどのハイリスク事業をインキュベートするためのペイシェント・キャピタルという資本の提供を可能にし,かつ投資先の経済性を底上げする効果をもつ(高岡2018, pp.35-41.)。

本稿はこうした見立てを展開するために、該当するペイシェント・キャピタリストの実態を十分に精査し得ているわけではない。アキュメンファンド1社の該当する部分だけをチェリー・ピッキングし、傍証しているに過ぎない。それは本稿の反省点である。しかしペイシェント・キャピタルは概念としては、「慈善的寄付とベンチャー資本の中間」や「社会的リターンと財務的リターンという異なる性質の成果を同時に生み出す投資」などと情緒的に定義され、ペイシェント・キャピタリストがペイシェント・キャピタルなる資本を提供する動機や意義は比較的流布される反面、私的機関であるにもかかわらず、なぜそうした投資(資金提供)が可能なのか、そのメカニズムの解明は、民間非営利法人として実在するペイシェント・キャピタリストの特定の

<sup>13)</sup> 本稿ではペイシェント・キャピタリスト/キャピタルの構造の考察において、米国のチャリティー制度や企業フィランソロピーとの関連をピックアップして議論を展開しているが、本稿が指摘するペイシェント・キャピタリストのファイナンス構造やその効果は少なくとも英国におけるペイシェント・キャピタルの展開にも該当する (HM Treasury et al. 2017; Brown and Fogg 2020 参照)。また社会的リターンやインパクト創出活動の戦略として、非営利セクターの経由や連携は、今後益々加速化される可能性がある。例えばトランプ税制改革の中で紆余曲折の末、2018 年に通過した、いわゆるニューマンズ・オウン特例 (Newman's Own Exception)を介した影響などである。同特例は特定非営利財団が特定営利法人の全株式を保有し、その会社の稼得・剰余の寄付によって、株式を所有する財団がその慈善活動をすることに途を拓いた。同特例には租税回避に悪用されるのではないかという懸念も示されている。公益・慈善活動を理由に営利法人の稼得・剰余に対する課税が免除もしくは圧縮される可能性があるからである。それには免税非営利団体による LLCやパートナーシップなどのパススルー事業体の所有や連携などの制度的シナジーが関係しており、社会的責任ビジネス指向の価値創造の鍵となる。これらの詳細は拙稿(2022)「Newman's Own モノグラフィー」、『研究年報』(和歌山大学経済学部) 26号を参照。

困難さもあり、進んでいない。

本稿の着眼点や見立ては自明的過ぎるかもしれない。しかしペイシェント・キャピタリスト自身が非営利セクターやそこを経由した寄付などを活用することで,低キャピタル・チャージ/コストで原資を調達し得るからこそ,その投資様式が可能となっている,というのは,当を得ているし,的を射ていると考える。そしてこれこそがペイシェント・キャピタリスト自身と投資先の経済性に好影響を与え得る源泉となっている。前者がペイシェント・キャピタルの企業の価値創造への影響を考察するための前提要件となる。

こうした見立ての拡充と確認のために、アキュメンファンドをはじめ、現実のペイシェント・キャピタリストの財務構造と事業活動(出資と資産運用)の情報を精査し、企業ファイナンス論の企業価値最大化の手法を具体的に応用し、本稿の見立て、特に投資主体の資金調達コストが低い分だけ、自身や投資先の企業価値最大化の評価値の低位設定が可能となる、ということを仮説として、実証分析することが本稿の今後の展開となる。 (2021 年 3 月 29 日脱稿)

#### 参考文献一覧

Acumen Fund [2016] Making the Impossible Possible, the Acumen 15 years report, Acumen

- ———, [2019] Acumen 2018 Annual Report, Acumen
- ———, [2020] 2019 Acumen Annual Report, Acumen

Brown, Duncan and Fogg, Duncan [2020] Beyond Demand: The Social Sector's Need for Patient, risk-bearing Capital, Shift

Cabaj, Mark and Weaver, Liz [2016] Collective Impact 3.0: An Evolving Framework for Community Change, Community Change Series 2016, Tamarack Institute

CEP et al. [1991] The Better World Investment Guide, Prentice Hall Press

Dee, Nicola and Gill, David [2019] Patient Capital- Where are We Now?, St John's Innovation Centre White Paper #1 April 2019

Deeg, Richard and Hardie, Iain [2016] "What is Patient Capital and Who Supplies it?", Socio-Economic Review, Vol.14, Issue 4, pp.627-645.

FRDC [1989] Asking the Ethical Questions, FRDC

HM Treasury and Department for Business, Energy & Industrial Strategy eds. [2017] Patient Capital Review – Industry Panel Response, HM Treasury

石村耕治 [2013] 「法人留保金課税制度の日米比較」, 『白鷗大学法科大学院紀要』, 第7号, pp.109-152.

Jacobs, Jack [2011] "Patient Capital: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?", Washington and Lee Law Review, Vol.68, Issue4, pp.1645-1664.

Kania, John and Kramer, Mark (2011) "Roundtable on Shared Value", *Stanford Social Innovation Review*, Summer,pp.31–36.

ケネディー=ノヴォグラッツ著,清川幸美訳[2011]「4つのイノベーション:ペイシェント・キャピタルの視点」,ロンドン=ハート著,清川幸美訳『BoP ビジネス市場共創の戦略』,英治出版,pp.87-129. (Kennedy, Robert and Novogratz, J. [2011] "Innovation for BOP: the Patient Capital Approach", in London, Ted and Hart, S. eds., Next Generation Business Strategies for the Base of the Pyramid, FT

- Press, pp.45-76.)
- Kinder, Peter D., Lydenberg S. D. et al. [1993] *Investing for Good Making Money while being socially responsible*, Harper Collins
- Kleiner, Art [2003] "Making Patient Capital Pay Off (reprint)", Strategy and Business, Issue 32, Autumn, pp.1-5.
- クラマー& フィッツアー著, 辻 仁子訳 [2017] 「コレクティブ・インパクトを実現する 5 つの要素」、『Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー』、2月号、pp.16-28. (Kramer, M. R. and Pfitzer, M. W. [2016] "The Ecosystem of Shared Value", *Harvard Business Review*, Octorber,pp.1-11.)
- Lin, Justin Yifu and Wang, Yan [2017] "The New Structural Economics: Patient Capital as a Competitive Advantage", Journal of Infrastructure, Policy and Development, Vol.1.Issue 1,pp.4-23.
- ローリー著, 平野秀秋 [1992]『グッド・マネー』, 晶文社 (Lowry, Ritche [1991] *Good Money*, Van der Leum & Associate)
- Mazzucato, Mariana [2017] "Innovation, the State and Patient Capital", in Jacobs, Michael and Mazzucato, Mariana eds. *Rethinking Capitalism: Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, Wiley-Blackewell, pp.98–118.
- Novogratz, Jacqueline [2007] "Meeting Urgent Needs with Patient Capital", *Innovations*, Winter & Spring, pp.19-30.
- ノヴォグラッツ著, 北村陽子訳 [2010] 『ブルーセーター』, 英治出版 (Novogratz, Jacqueline [2009] *The Blue Sweater Bridging the Gap between Rich and Poor in an Interconnected World*, Rodale Books)
- OECD [2019] Social Impact Investment: The Impact Imperative for Sustainable Development, OECD
- Proffitt, Trex [1992] "Social Screening Continues Growth: Interest in Environmental is Increasing", IRRC News for Investors, October, pp.1-18.
- Social Investment Forum Foundation [2010] 2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States; executive summary, SIFF
- 高岡伸行[1997]「企業評価団体のネットワーク」、『経営行動研究年報』、第6号、pp.58-64.
- -----, [2009]「戦略的企業フィランソロピー構想の陥穽」, 『経済理論』, 348 号, pp.31-57.
- ------, [2018] 「ソーシャル・ビジネス概念の社会的責任ビジネス観」, 『日本経営学会誌』, 第 40 号, pp.28-42.
- US SIF Foundation [2014] Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2014: Executive Summary, FSRI
- ————, [2016] Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2016: Executive Summary, FSRI———, [2018] Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2018: Executive Summary, FSRI
- ———, [2020] Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020: Executive Summary, FSRI

# The Finance System of Patient Capitalists: A Framework for Analyzing Risk-Taking and Incubation Structure

# Takaoka, Nobyuki

#### Abstract

This paper aims to provide a framework for analyzing the finance system — fundraising, risk-taking and investing styles — of patient-capitalists. It examines the mechanism that enables the risk-taking style of patient capitalists who support high-risk businesses' incubation function that makes a social impact. It examines the mechanism that enables patient-capitalists to support businesses that take high risks to make a social impact. Patient-capitalists may be more tolerant of return on investment than other capitalists who rely on traditional investment models. However, when assessing the value created by the investee entities, they do not overlook the maximization of economic returns to themselves as investors. The paper demonstrates that while accepting some trade-offs between the creation of social impact and the maximization of economic return, the patient capitalists aim to establish and sustain the circulation of funds to create social impact. The paper also explores the mechanisms that make this type of investment possible by examining the relationship between the non-profit sector, charity, and corporate philanthropy.