

ソーシャル・ベンチャーと「草の根SRI」

「草の根SRI」資金の背負う

「非金銭的資本コスト」



社会研究部門 神座 保彦

jinza@nli-research.co.jp

1—はじめに

個人投資家が、一般市民の視点から自分の資金を投入して行うSRIを本レポートでは「草の根SRI」と呼んでいる。^(注1)

SRIとは、社会的責任投資（Socially Responsible Investment）の略称である。株式投資の場面でのSRIは、人類社会や地球環境に配慮した経営が出来ている企業を選別的に投資対象とするといった投資活動を通じ、投資家がより良い社会創りを後押しできる手段として認知されている。

「草の根SRI」は個人投資家によるSRIであるが、各企業が経営の中で行っている社会貢献や環境への配慮といった要素を、個人投資家自らが評価して投資対象を選別し、自己資金を投入してその株式を中長期に保有するところに特徴がある。

もちろん、一般市民が自分の資金でSRIを行おうとした場合には、SRI運用を掲げる投信を購入するなど、専門家の運用するSRIファンドへの資金投入という方法がある。これが、

個人が行うSRIとしては、最も簡便かつ確実な方法である。どの企業を選ぶかという部分で専門家が知恵を提供し、また、数多くの参加者の資金を集積して大きな金額のファンドを形成するので、個人単独では難しい多くの銘柄に幅広く投資をする「分散投資」が可能となるなど利用のメリットは非常に大きい。

これに対し、「草の根SRI」では、銘柄選択の部分で個人投資家が行うので個人の思いは直接反映できる。ただし、個人の資金なので投入可能な金額にも限りがあり、複数の銘柄に投資をしようと思っても、ままならない場面も想定される。他方、株主となるので議決権行使を通じた価値観の表明は可能である。

また、既にSRIファンドを保有している投資家にとっても、「草の根SRI」により、思い入れの深い個別銘柄をファンドへの上乗せとして保有することで、SRIを自分流にカスタマイズすることが可能になる。

ところで、本レポートでは、この「草の根SRI」の投資対象を、上場企業にとどまらず、非営利目的の組織であるソーシャル・ベンチャーにまで拡大することを検討している。

さらに、「草の根SRI」により資金の投入を受けたソーシャル・ベンチャーが、その資金に込められた投資家の期待に対して、どのような経営感覚をもって臨むことが必要かという点への言及を試みた。

2—「草の根SRI」の機能と機関投資家の立場

1 | 「草の根SRI」の機能

投資家の銘柄選択の視点に、企業経営における人類社会や環境への配慮に代表される「良き市民としての企業」の側面が加わることで、企業の経営場面では、これら要素への配慮が進む

方向に力が加わることが期待される。

すなわち、企業が株式市場で高い評価を得ようと思えば、より良いビジネス・モデルを構築して、効率的にキャッシュフローを生み出すだけでなく、経営プロセスの中に人類社会や環境への配慮の要素を組み込むことが必要であるという認識が生まれるだろうという発想である。

もちろん、社会貢献や環境への配慮が進んだ企業に対する報酬は、株主からの高い評価を織り込んだ株価形成、あるいは消費者の支援といったものである。これらは、企業の本業に良い影響をもたらす要因である。

株式市場は、様々な投資家による独自の企業評価が集積される所である。その中から、それぞれの立場にある投資家の意向を浮かび上がらせ、企業に対して影響力を行使する機能を持つこととなる。

この株式市場のメカニズムを通じて、個人投資家の「草の根SRI」は、社会全体を良くすることを後押しすることとなる。もちろん、機関投資家のSRIも、同じ市場メカニズムを通じて影響力を発揮することとなる。

2 | 機関投資家の立場

これまで見てきたように、個人投資家による「草の根SRI」には、市民が株式投資を通じて社会を良くする個人的な「思い」が込められている色彩が強い。

他方、機関投資家のSRIも、もちろん人類社会や環境に配慮し、「良き市民」として振舞える企業を高く評価するものであり、このことは株式市場を通じて企業経営に影響を与え、社会全体を良くする方向で作用することが期待できるものである。

ただし、機関投資家は顧客の利益のために最大限の努力を傾注することが当然に要求されるため、SRIの投資観点に立っていても、意味

ある投資収益を確保することが要求される。そのため、SRIの投資プロセスは、収益確保に向けて複雑化・精緻化され、企業のESG (Environmental, Social and Governance: 環境、社会、企業統治) の要素を取り込んだ金融テクノロジーの色彩を強めざるをえない。

機関投資家のSRIでは、「ESG要素に十分な配慮をした企業経営は、高い企業価値、すなわち高い株価につながるはず」であるという投資アイデアが根底にある。その前提の下で、企業経営におけるESG要素が、どのように企業価値に影響するかという部分を解明しようとする動きが出ている。もちろん、この解明には株式投資に関する高度な専門知識とデータベースや分析システムが欠かせないものとなる。

この結果、機関投資家の展開するSRIは、「草の根SRI」のような思い入れを反映した銘柄選定の域を超えつつある。そこでは、各組み入れ候補企業のESG要素を調べ、それらが企業価値を高める方向で働く結果、株式投資としても所定水準以上の投資収益が期待できるポートフォリオを作る努力が繰り返されている。

3——SRIの投資対象領域の拡大

1 | 上場株式投資による「草の根SRI」の限界

上場株式への投資を通じた「草の根SRI」は株式市場のメカニズムを介して企業の行動様式に影響を与えようとするものである。また、特に「草の根SRI」では、株主によるガバナンスも意識されたものである。

一般市民が、広く株式投資という行為を通じて社会貢献をしようと思う場合、そこで求めているものは様々である。一般論として、企業経営を人類社会や環境への配慮を重視する方向に変えてゆきたいというならば、SRI投信の購入は有力な手段であるし、また、個別の上場企

業の株式に投資をする形で「草の根SRI」投資家が結集することも効果的といえよう。ただし、この株式投資を通じた影響力行使は株式市場のメカニズムが働いている部分については間接的であり、成果の測定が難しく、また、即効性に欠ける性格は否めない。

すなわち、投資家からすれば、SRIの成果は企業の行動様式の変化の中から生まれてくるだけに時間を要するものであり、社会貢献の成果の認識にしても、企業の行動が自分の身近なところでなされていない場合には、企業から間接的に報告を受ける色彩が強い。また、企業による社会貢献成果の産出に、自分の「草の根SRI」がどれだけ関与できたのか実感できる場面もそれほど多くない可能性がある。

2 | 「良き市民としての企業」が当たり前になったとき

食品偽装問題に見られるように、企業行動は一般市民から見て、あまり行儀の良いものではなく、企業の誠実さ（インテグリティ：Integrity）に疑問を持つようなケースも散見される。

このような状況下では、「草の根SRI」の枠組みは、人類社会や環境にも十分配慮し、倫理的な側面から見ても企業が良き市民として振舞えるような状況を作り出すことを後押しできる余地は大きいと思われる。

とはいえ、将来的には社会や環境や倫理といった側面に配慮し、良き市民として振舞えることは、企業が社会に存続するためには当たり前であるという考えが浸透する時期が訪れよう。

そうすると、それまでの「草の根SRI」の主張は、当たり前のこととなり、投資家が得るはずの社会貢献の満足感も薄れてこよう。

3 | 身近な社会問題解決と「草の根SRI」

「草の根SRI」の枠組みで上場株に投資した

場合、確かに社会が良くなる方向で機能するとしても、その効き目は漢方薬のように穏やかである。また、究極の姿は、全企業が「良き市民」となることである。

他方、もし、市民が身近な社会問題の解決や地域振興といった具体性の強い課題に対して、投資という手段を通じて解決に貢献したい場合はどうであろうか。また、投資を通じた問題解決への貢献成果を眼に見える形で欲しいと考えた場合には、どうであろうか。

こうなると、上場企業の株式に投資をするスキームでは、ニーズを満たしにくくなってくる。この場合には、同じ「草の根SRI」の発想であっても、地元の未公開企業への出資、あるいは、ソーシャル・ベンチャーへの出資といったものを視野に入れることとなる。すなわち、「草の根SRI」の投資対象領域拡大の発想である。

4— 「草の根SRI」によるソーシャル・ベンチャー投資

1 | ソーシャル・ベンチャーとは

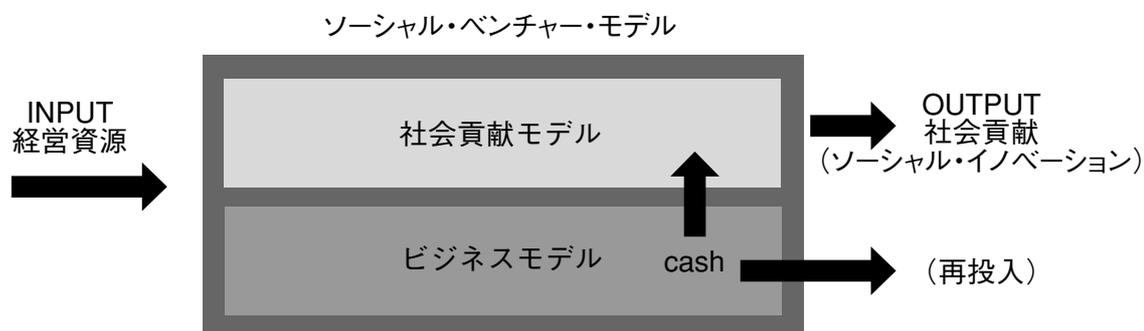
ソーシャル・ベンチャーとは社会貢献を目的としつつも、自分自身の持続可能性の維持や社会貢献に必要なキャッシュフローについては、事業を営むことで自ら生み出す組織であり、その経営者は社会起業家と呼ばれる。

その組織の形態は、社会貢献を最重要の目標と位置付けるのであれば、NPOのような非営利団体組織であろうと、営利企業で一般的な株式会社組織であろうとかまわない。

2 | ソーシャル・ベンチャー・モデル

ソーシャル・ベンチャーでは、組織内にキャッシュフローを生み出すためのビジネス・モデルと社会貢献をするための社会貢献モデルを持っている。本レポートでは、1つの組織の中に

[図1]



ビジネス・モデルと社会貢献モデルとを併せ持つ組織構造を、ソーシャル・ベンチャー・モデルと呼ぶ。(図1)

なお、ソーシャル・ベンチャーのタイプにより、ビジネス・モデルと社会貢献モデルが重複しているケースと分離しているケースの両方がある。

例えば、事業運営の中で新たな雇用を生み出すことが目的のソーシャル・ベンチャーであれば、ビジネス・モデルは社会貢献モデルを兼ねている。他方、ビジネスで生み出した税引き利益の全部をチャリティーに投入するといった目的のソーシャル・ベンチャーでは、ビジネス・モデルと社会貢献モデルとは全く別物である。

ソーシャル・ベンチャー・モデルの投入産出構造は、人、物、金、情報といった経営資源を投入すると、キャッシュフローと社会貢献が産出される形となっている。そして、キャッシュフローは、ビジネス・モデルから産出され、収益事業への再投入や社会貢献への投入が想定されている。^(注2)

3 | ソーシャル・イノベーション

ソーシャル・ベンチャーあるいは社会起業家には、継続的に社会貢献というアウトプットを生み出すことが期待されるが、それにとどまらず、社会貢献の領域におけるイノベーションの創出にも大きな期待がかけられている。

この社会貢献の領域におけるイノベーションは、ソーシャル・イノベーションと呼ばれる。

ソーシャル・イノベーションは社会貢献モデルとビジネス・モデルの両側面で創出されうる。前者の場合は、社会貢献をこれまでなかったスキームで生み出す、あるいは、少ない投入量でより多くの社会貢献成果が産出できるようになる。また、後者の場合は、社会貢献に投入できるキャッシュを効率よく生み出せるようになる。

実際は、この両者が融合してソーシャル・ベンチャー・モデルにおけるイノベーションというべきものが創出される形も想定される。また、このソーシャル・イノベーションの成否は、ソーシャル・ベンチャーの経営者である社会起業家の組織運営能力に依存する部分も少なくない。

4 | ソーシャル・ベンチャーへの投資の特徴

営利企業では、利益が出れば株主への配当が行われるのが通例であるが、ソーシャル・ベンチャーでは、余剰のキャッシュは事業への再投入や社会貢献目的への投入が優先され、出資者への金銭的な利益還元は期待できない。

また、投資家は自分の持分を望むタイミングで換金することは難しい。それが非営利組織形態であればもちろんのこと、仮に株式会社形態のソーシャル・ベンチャーであったとしても通常は株式を上場していることは期待薄であるので、その持分には流動性を期待し難い。

さらに、ソーシャル・ベンチャーは、自ら収益事業を営んでキャッシュを生み出しつつ、社会貢献成果の創出も狙うという、非常に難しいことに挑戦する存在である。

また、社会問題の解決や地域振興といった明確な目標があることから、営利企業とは異なり、市場や立地条件といった側面からは、敢えて不利な条件下での事業展開に挑むことも少なくない。そのため、投資家の視点からすれば、破綻リスクの高い投資案件である可能性がについて回る。

5 | ソーシャル・ベンチャー投資のリターン

前述のように、ソーシャル・ベンチャーへの投資が生み出す金銭的なリターンには期待しにくい。

投資家が受け取るリターンの主要部分は、ソーシャル・ベンチャーが創出した社会貢献成果で社会問題が解決されたり、地域振興が進んだりといった社会的リターンに対する精神的な満足感ということになる。もちろん、投資家が受益者の一員であるケースでは、具体的なメリットを享受することとなる。

また、社会的なリターンと言えだけの具体的な成果が出る以前の段階であっても、投資家は社会問題の解決や地域振興といった課題解決のプロセスへの挑戦に参加しつつあるという満足感を味わうことができる。

5——「草の根SRI」の究極の姿

1 | 「個別論」の社会貢献

同じ「草の根SRI」であっても、ソーシャル・ベンチャーへの投資を行うケースは、株式市場を通じて上場株に投資するケースとは大きく異なってくる。特にリスク・リターンの特性の側面で大きく状況が異なる。

「草の根SRI」投資家が、自分のポートフォリオの一部にソーシャル・ベンチャー支援のような部分を持つところまで投資対象を拡大すれば、身近に存在する社会問題の解決あるいは、地域振興といった課題への対応といった、「個別論」の社会貢献への参加の色彩を強めることができる。

ここでは、自分の投資した資金がソーシャル・ベンチャーという仕組みを通じて、社会貢献成果を産出するプロセスそのものに参加する感覚を持つことができる。

なお、SRIを論じる場合、コミュニティービジネスなどへの投融資もSRIの一分野を構成するものとして捉えられることが多い。ただし、ここでは金融機関やファンド的な位置付けの資金プールの仕組みなどを介した投融資が描かれることが多い。

本レポートでは、個人によるソーシャル・ベンチャーへの直接的な投資という形態を「草の根SRI」の究極の姿として捉えているので金融機関やファンド経由の姿とは少し異なる。ただし、金融機関的な資金プールへの個人の出資も、内容によっては「草の根SRI」の範疇に入るものと考えているが、ここでは言及していない。

2 | 支援とガバナンスの役割

「草の根SRI」投資家がソーシャル・ベンチャーに資金を投入すると、上場企業の株式を取得する場合とは、若干趣が異なってくる。

ソーシャル・ベンチャーに資金投入した個人は、単なる投資家としての立場よりも、ソーシャル・ベンチャーの行っている活動に賛同する支援者という立場の色彩が濃くなる。

また、この「草の根SRI」投資家には、同じ社会貢献目的を共有する支援者としての役割と同時に、ソーシャル・ベンチャーの活動プロセスをガバナンスするという役割が求められる。

年末の共同募金への寄付とは異なり、投資として捉える以上、自分の出資した資金が効率的に社会貢献を生み出しているかどうかについて、投資家が常に注視する必要があることは当然である。

周囲からのガバナンスが、ソーシャル・ベンチャーの社会貢献成果の産出効率を左右することも十分考えられる。もし、このガバナンスの部分でも具体的な成果を得ることができたならば、「草の根SRI」を通じた投資家の社会貢献は、本領発揮というところだ。

3 | ソーシャル・イノベーション創出への参加

ソーシャル・ベンチャーが社会貢献の効率を飛躍的に改善できるのは、ソーシャル・イノベーションが創出できた場合である。「草の根SRI」投資家は、出資を通じてソーシャル・イノベーション創出を具体的に後押しできる位置づけにある。

もちろん、ソーシャル・イノベーションが創出できる可能性は決して高くない。しかし、旧来、考えも及ばなかった方法で社会問題を解決したり、社会貢献の仕組み自体は変わらなくともビジネス・モデル面での工夫で社会貢献に投入できるキャッシュフロー産出を飛躍的に改善させたりすることに、自分の投入した資金が直接関与できたならば、「草の根SRI」投資家冥利に尽きるといえよう。

4 | 「草の根SRI」投資家による「モア・ザン・マネー」の取り組み

「モア・ザン・マネー」(more than money)の発想は、ベンチャー・キャピタル業界では常識である。^(注3)

ベンチャー・キャピタルは、投資先のベンチャー企業に対しては、資金を提供するだけでなく、戦略の策定、人・物・金・情報といった経

営資源の調達、さらには販路開拓など、様々な局面で、起業家と一緒に汗を流す。これが「モア・ザン・マネー」である。

このような動きを、そのまま「草の根SRI」投資家に求めても、無理があろうが、この発想を一部取り入れてもらうことは可能かもしれない。すなわち、資金も労力も提供する支援者としての位置づけである。

5 | 「草の根SRI」資金に内在する「非金銭的資本コスト」

上場企業への投資からスタートした「草の根SRI」投資家が、ソーシャル・ベンチャーへの投資にまで領域を拡大したとしても、資金に関する投資感覚にはあまり変化が無いかもしれない。この場合、自分の投入した資金がソーシャル・ベンチャーにおいても、営利企業における株主資本と同様の位置付けになることが当然との感覚を持っていることが多だろう。

すなわち、ここでの資金投入は、「投資」であって「寄付」ではない。この点は、資金を受け入れるソーシャル・ベンチャー側が十分認識する必要がある。

投資家は、投資した資金がソーシャル・ベンチャーのビジネス・モデルに投入されて、新たなキャッシュフローを生み出し、それが社会貢献に投入されるという姿を望んでいると資金の受け手であるソーシャル・ベンチャーは考える必要がある。

投資家の側からすれば、投資であれば、新たな価値を生み出すが、寄付であれば、社会貢献の現場で受益者に再分配されて終わりとなり、自分が投入した価値以上にはならないという意識があるといえよう。

もちろん、「金に色はない」と言われる状況はある。しかし、ソーシャル・ベンチャーは、「草の根SRI」資金が非金銭的な社会的リターン

ではあっても、社会貢献成果を生み出すことが投資家により期待されている、すなわち「非金銭的な資本コスト」を背負った資金であるとの「ストック感覚」を持つ必要がある。

営利企業の経営者であれば常に「資本コスト」を意識して企業経営に臨むことが要求されている。単純化すれば、バランスシート上に出てくる借入金と株主資本のそれぞれのコストの加重平均（WACC：Weighted Average Cost of Capital）がそれに当たる。

この枠組みでは、借入金のコストは支払うべき金利水準となり、他方、自己資本については、株主が期待する投資リターン水準がコストとして意識されている。

このコスト感覚は、営利企業のみならず、非営利のソーシャル・ベンチャーにおいても同様に必要なはずである。すなわち、「草の根SRI」投資家がソーシャル・ベンチャーに投入した資金は、株主資本として位置付けられる。

非営利組織では配当や株価上昇が期待されていないが、この株主資本は投資家の期待する社会的なリターン水準を「非金銭的な資本コスト」として背負っているはずである。したがって、ソーシャル・ベンチャーはその水準を満たす社会貢献を産み出すような経営をする必要がある。

例えば、有名なソーシャル・ベンチャーとして、スワンベーカーを展開する「株式会社スワン」がある。この会社は、ヤマト運輸の故小倉昌男氏が、ハンディキャップのある人々に職場をもたらし、世間水準に近い賃金を受け取ることができることを目標に設立した。

ここでのビジネス・モデルは、冷凍のパン生地を仕入れて、店舗で焼き、焼きたてのパンを消費者に提供するというものである。他方、社会貢献モデルは、このビジネスのプロセスでハンディキャップのある人々を雇用し賃金を支払うというものである。

仮に、「草の根SRI」投資家がこの「株式会社スワン」に資金を投資したならば、この資金の背負う「非金銭的な資本コスト」は、投資家が期待する水準の「ハンディキャップのある人々向けの雇用機会の創出と賃金の支払い」ということになろう。他方、スワンの経営者は、この期待水準を「非金銭的な資本コスト」として意識することとなる。もちろん、期待の水準事態は曖昧なものであるが、投資された資金には、そのような社会貢献を生み出すことが期待されていることは忘れてはならない。

6 | 必要な成果測定とディスクロージャー

「草の根SRI」資金を受け入れたソーシャル・ベンチャーでは、経営成果についての測定とディスクロージャーが不可避である。

ソーシャル・ベンチャー・モデルにどれほどの経営資源が投入され、どれほどのキャッシュフローを生み、それがどれだけの社会貢献成果創出に結びついたかという点が明らかにされる必要がある。

「草の根SRI」投資家からすれば、自分の投資した資金が、最終的にどのような社会貢献創出に役立ったのかということを知りたいと思い、また、それを知ることが、非金銭的リターンの享受そのものである。ソーシャル・ベンチャーが投資家の資金を受け入れるのであれば、彼らのニーズに応える必要がある。

6—むすび

社会起業家は社会貢献への高い志を持った人材である。社会貢献への志がなければ始まらないが、志の高さだけで難しい課題が達成できるほど社会問題の解決のプロセスはたやすくなかろう。

やはり、一人の力には限界があるので、組織

を動かして社会問題解決という目的を合理的に達成するプロセスをマネジメントするための、スキルや知識はどうしても必要である。

また、社会起業家の経営するソーシャル・ベンチャーが、自らの組織を維持し、さらに、社会貢献成果を生み出すのに不可欠なキャッシュフロー創出の場面では、ビジネスの土俵で営利企業との競争が必要な場面も出てくる。こうなると、社会起業家には、ビジネスで勝負できる力が必要である。

こういった状況にある社会起業家を支援するのは、それを取り巻くコミュニティーである。特に、コミュニティー構成員の間の信頼・規範・ネットワークに代表されるソーシャル・キャピタルの要素は重要である。

「草の根SRI」投資家には、投資を通じて、このコミュニティーの重要な構成員となり、ソーシャル・キャピタルを強固にし、社会起業家を資金・精神両面から支える役割を期待することができる。

他方、資金を受け入れる側の社会起業家は、「草の根SRI」資金が本来的に持っている「非金銭的資本コスト」、すなわち「投資家側の社会貢献成果産出への期待」を背負った資金であることを常に意識することが必要である。

「草の根SRI」を、上場株への投資から領域を拡大してソーシャル・ベンチャーへの投資にまで拡大するには、非金銭的リターンの世界ではあっても、資本市場のルールに近い「資本コストを意識した経営」が社会起業家によりなされることが求められているといえよう。

-
- (注1) ニッセイ基礎研REPORT 2008年2月号「SRIの金融技術化と投資家の「思い」」(神座保彦)を参照されたい。
- (注2) 「概論 ソーシャル・ベンチャー」(神座保彦 ファーストプレス 2006年)を参照されたい。
- (注3) 「概論 日本のベンチャー・キャピタル」(神座保彦 ファーストプレス 2005年)を参照されたい。