

本資料は(一財)社会変革推進財団との業務委託契約に基づき、SIMIの責任において制作されました。原著の著作権は当該資料を作成した作者にあり、日本語化された資料の著作権は(一財)社会変革推進財団及び(一財)社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブにあります。
(<https://simi.or.jp/grc/catalytic-capital/>)

Catalytic Capital 触媒的資本

Unlocking more investment and impact

TIDELINE
March 2019

都澤亜里沙 抄訳・まとめ

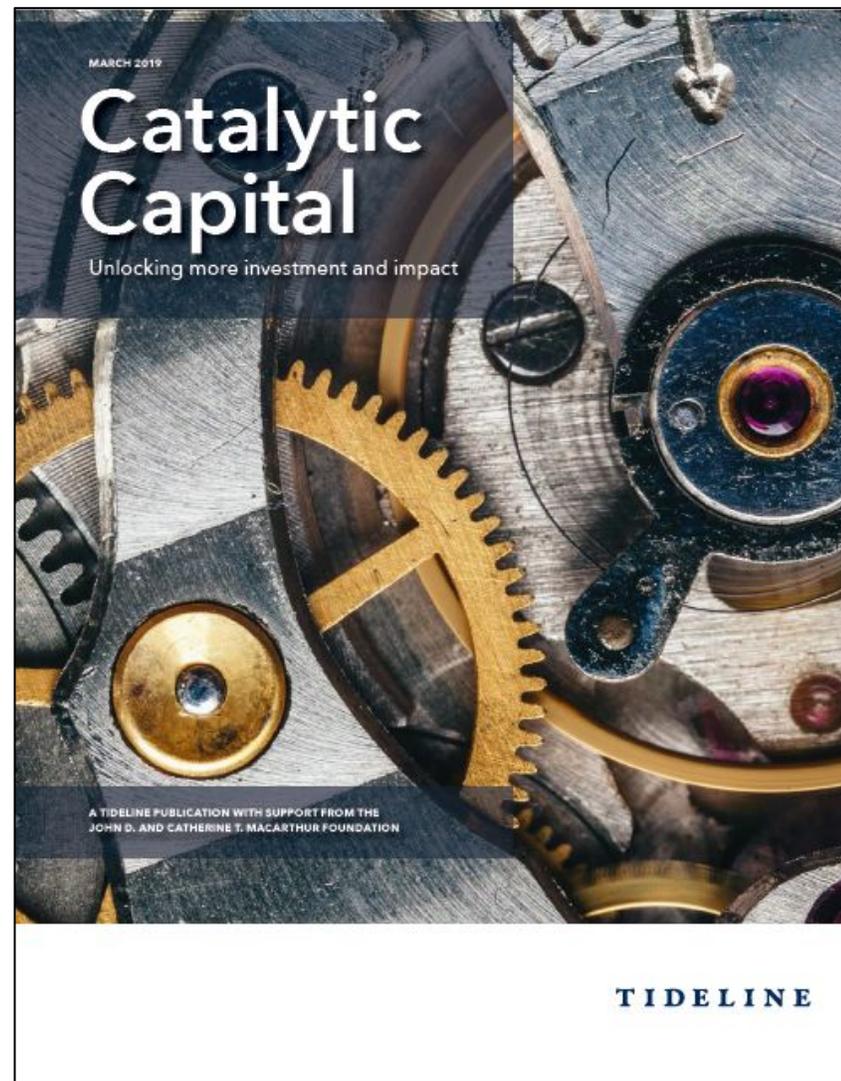
このレポートの目的

このレポートは 触媒的資本 (Catalytic capital) の実践状況を全体的に把握し、既存の投資家や潜在的な投資家がこの重要なツールの利用を拡大・改善するための基盤を構築することを目的に、タイドラインがジョン・D・アンド・キャサリン・T・マッカーサー財団により委託されて作成しました。

Tideline (タイドライン): インパクト投資の専門コンサルティング会社。戦略、商品、ソリューションを開発するクライアント(金融サービス企業、機関投資家、ファミリーオフィス、地域開発金融機関、NGOなど)に、それぞれのニーズに合ったアドバイスを提供しています。投資戦略、組織戦略、商品戦略の立案に加えて、インパクト投資のフィールドビルダー(新市場開拓組織)と協力して、市場レベルの課題に関するカスタムリサーチを行っています。

John D. And Catherine T. MacArthur Foundation (マッカーサー財団): 30年以上にわたり、社会的・環境的目標を達成するための数多くのツールの一つとしてインパクト投資を行っています。この間、マッカーサー財団は250件以上の触媒的資本投資を行い、低所得者層に価値あるサービスを提供するイニシアチブを支援し、通常の資本を集めるのが難しい有望な機会に、粘り強く柔軟でリスク許容度の高い資金の流れを促進してきました。

この抄訳において、Catalytic Capitalは「触媒的資本」と訳します。



はじめに (1)

インパクト投資において、市場水準の財務的リターンを求める投資が主流となっている中、ポジティブなインパクトのために財務面を譲歩した投資家の存在は、インパクト投資市場の発展に欠かせない存在です。

触媒的資本は、市場価格でのリターンが得られない場合や適切でない場合に、

- 投資家がインパクトを支援したり、
- 投資先の追加資本へのアクセスを可能にしたり、
- 従来型の投資家が利用できるインパクト投資の機会を増やしたりする

ために、投資家が利用する重要な資金調達手段です。

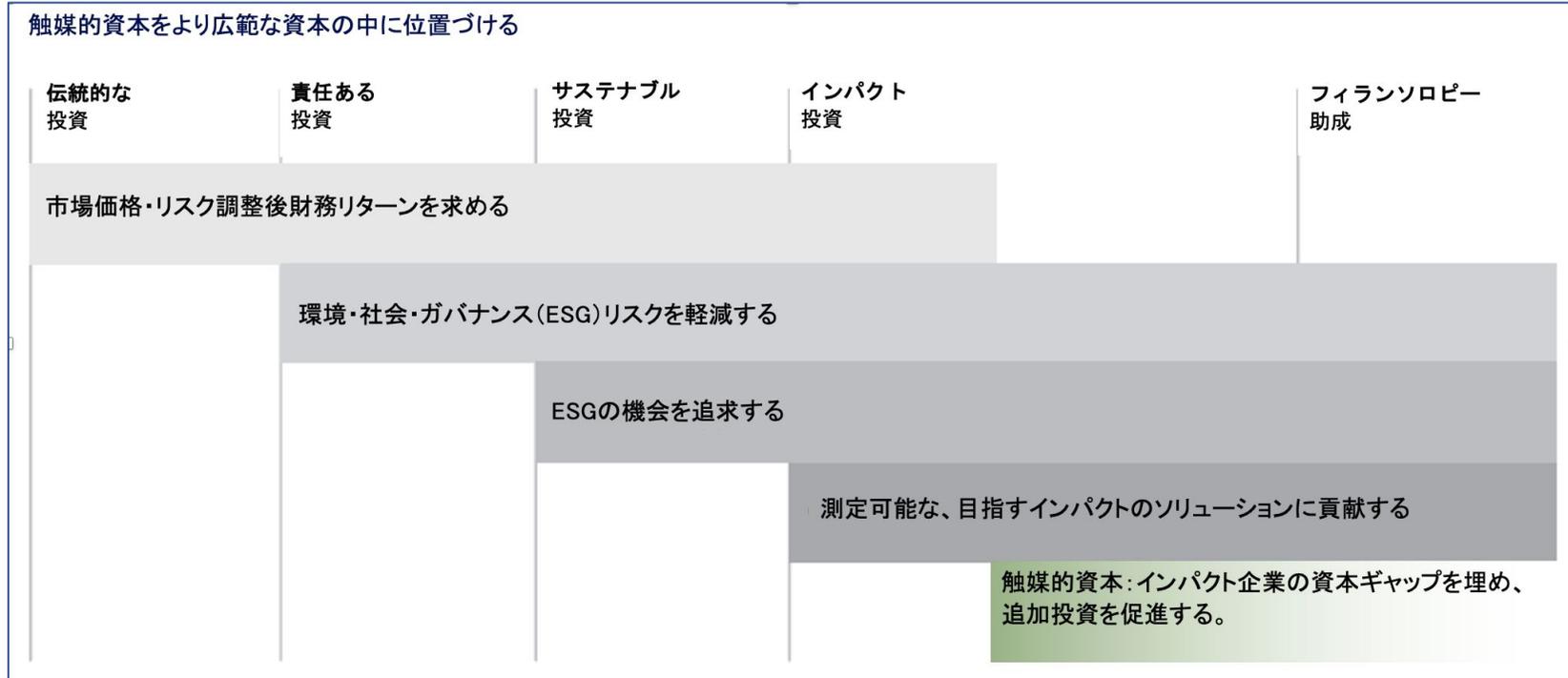
本レポートでの「触媒的資本」とは？

→ 債券・融資、株式、保証、その他の投資

ポジティブなインパクトを生み出し、通常では不可能な第三者による投資を可能にするために、通常の投資に比べて不均衡なリスクや譲歩的なリターンを受け入れる。

→ 助成金ではなく投資資本

触媒的資本の実践状況を広範に概観することで、既存の投資家や潜在的な投資家がこの重要なツールを活用し、それを拡大・改善させていく基礎を築くようにする。



はじめに (2) 用語について

「触媒的資本」は、

- コンセッションナリー・キャピタル (Concessionary Capital)
- インパクト・ファースト・キャピタル (Impact First Capital)
- サブコマーシャル・キャピタル (Subcommercial Capital)
- フレキシブル・キャピタル (Flexible Capital)
- ペイシェント・キャピタル (Patient Capital)

などの用語と類似のものです。

これらは、通常のインパクト投資とは異なり、期待される財務的リターンが明確に「市場価格を下回る」ものであったり、実績のない企業、市場、イノベーションなど、不確実性大きい投資を指しています。

これらの中で、触媒的資本という言葉は、それがなければ投資を行わなかったかもしれない投資を可能にすることを強調しています。

プログラム関連投資(Program-Related Investment: PRI)

米国民間財団にとって、PRIは触媒的資本を投入するための一般的な手段。税法上の要件(慈善的な目標が主たる目的で財務的リターンが重要な目的ではない)を満たし、税法上財団に課せられる年間配分義務に算入可能。

触媒的資本は、以下のようなインパクト投資の他の広範な領域においても不可欠な要素。

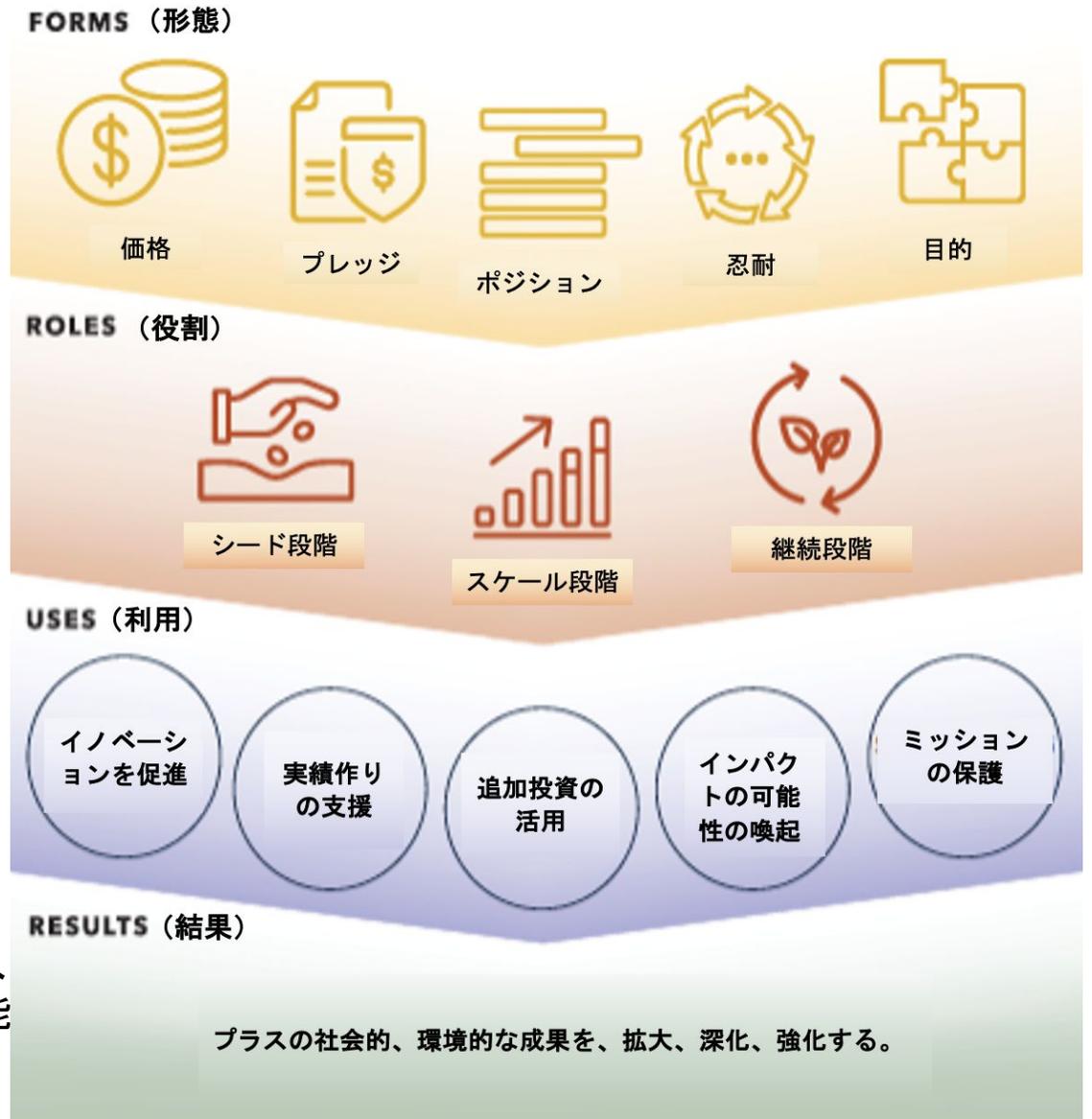
- **Innovative finance**: 新しい金融商品の導入、既存の金融商品の新市場への拡大、新たな投資家の獲得などにより、社会や環境へのポジティブ・インパクトを可能にする追加資金。
- **Blended finance**: 公的機関やフィランソロピー財源の触媒的資金を活用して、新興国や先進国の市場でSDGsを推進する民間セクターの投資に適したリスク・リターンの特性を持つ投資機会を構築する革新的な資金形態。
- **Frontier finance**: ブレンデッド・ファイナンスを活用し、新興国の小規模な成長企業に対するリスクキャピタルのニーズに焦点を当てる資金。

触媒的資本の展開: インパクトへの道

触媒的資本の重要性が認識されるにつれ、触媒的資本をいつ、どのように展開するかについて、投資家にとってより明確な指針が必要となっています。

「インパクトへの道」は、マッカーサー財団が提唱する「5つのP」や、Clark, Emerson, and Thornley (2013)による「インパクト投資2.0」の研究などの既存の文献を参考に、触媒的資本の形態、企業を支援する際に果たすことのできる役割、意図したインパクトを達成するための具体的な方法を説明する試みです。

触媒的資本は、通常より高いリスクや市場より低いリターンを受け入れることで、ポジティブなインパクトを生み出し、他の方法では不可能な第三者による投資を可能にします。



触媒的資本の展開～形態(FORMS)

触媒的資本の形態

- 金融商品：
 - 債券・融資、株式、ハイブリッド商品、保証など、あらゆる伝統的な金融商品を用いて展開することができる。
- 直接・間接：
 - 投資家は、企業やプロジェクトに直接、またはファンドやその他の仲介者を通じて間接的に触媒的資本を展開することができる。
- 期待するリターン：
 - 伝統的な金融商品が触媒的資本として使用される場合、
 - 通常より高いリスクを受け入れるように構成されている。
 - 市場レート、リスク調整されたリターンの従来の要件に比べて低い(期待)金融リターンを生む。
- 譲歩的特徴(コンセッション)の背後にある動機
 - より大きなポジティブなインパクトを促進し、他の方法では不可能な第三者の投資を可能にする。

適切な資金調達構造は、投資先の特定のニーズ、資金提供者の柔軟性、参加を希望する他の一般的な投資家の要件によって変わります。

触媒的資本に組み込まれた譲歩的特徴は、以下の「5つのP」で説明されるように、様々な形をとることができます。



Price (価格): 期待されるリスクに対して市場価格を下回る期待収益率を受け入れること



Pledge (プレッジ): 保証による信用補完



Position (ポジション): 劣後債またはエクイティポジションによる信用補完の提供



Patience (忍耐): Exitまでの期間が長くなったり、特に不確実性の高い期間を受け入れること



Purpose (目的): 投資先のニーズを満たすために、従来とは異なる条件を受け入れること (従来とは異なる担保や無担保、自己清算型の構造、投資規模の縮小、取引コストの増加など)。

触媒的資本の展開～形態(FORMS)(2)

譲歩的特徴(コンセッション)は、以下のように、伝統的な金融商品に組み込むことが可能です。

融資・債券商品: 市場より低い金利、柔軟な返済期限や余裕のある猶予期間、緩和された担保要件、伝統的な貸し手が使用するものよりも厳格でない引受ガイドラインなど。

エクイティ商品(株式): 実績の乏しいインパクト企業や投資仲介業者への投資の意思の表明、資本収益の著しい不確実性の受容、他の投資よりも先に損失を吸収するように設計された劣後ポジション、従来のエクイティ投資と比較して長期的または不明確なエグジットタイミングなど。

ハイブリッド商品: 株式の性質を持つ融資・債券商品や、融資・債券の性質を持つ株式商品を指し、例としては、転換ローン、ロイヤリティベースの貸付、償還可能な株式、優先株式など。触媒的資本の投資家は、融資・債券と株式に適用される譲歩的特徴に加えて、ハイブリッド商品を使用して、投資先が収益の変動に対応できるように、成長または収益に基づく返済メカニズムを提供することができる。

保証とリスク保険: 債務不履行の場合に他の投資家に元本返済の保証を提供するために、触媒的資本の投資家を使用する一般的な手段。このような信用補完は、信用事由が発生した場合にのみ資本が引き出されるため、触媒的資本の投資家にとっては、他の投資家による投資を可能にする資本効率の高い方法となる。このような信用の増強により、触媒的資本投資家は他の投資家による投資を可能にすることができる。

触媒的資本の展開～ 役割(ROLES)

触媒的資本の役割

触媒的資本の投資家は、他の投資家が投資しないようなインパクトを生み出す投資を積極的に行うことで、投資先事業の様々な段階における資本ギャップを埋めることができます。企業やファンドのライフサイクルの様々な段階で触媒的資本が役割を果たしています。



Seeding
シード段階



駆け出しのインパクト企業は、事業資金を調達するために初期段階の資本を必要とすることが多いにも関わらず、キャッシュフローが安定せず、収益性を確保するまでの期間が長いことに悩むことがあります。これらのインパクト企業は、ビジネスモデルを検証・改良したり、新しい地域やこれまで十分なサービスを受けていなかった人々へのサービス提供するための時間が必要な場合があります。

2007年、Acumenは、Ziqitza Healthcare Limited (ZHL) がムンバイの低所得者向けに提供しているサービス「Dial 1298」の初期段階での開発と拡大を支援するために、150万ドルの株式投資(技術支援を含む)を行った。Acumenによる投資は、「財務的リターンが正当化されるよりも大きなリスク」を想定していたが、エクイティ投資の期間が長かったため、事業モデルを洗練させ、市場の牽引力を得るための時間を確保することを可能にした。

触媒的資本の展開～役割(ROLES)(2)

Scaling スケール 段階



触媒的資本は、リスクを回避し、他の投資家からの投資を活用することを目的としており、インパクト企業が事業の拡大を実現し、新たな地域や人口セグメントに到達し、インパクトをスケールするのに役立ちます。この目的のために、譲歩的特徴のある融資・債券、エクイティ、およびハイブリッド手法が用いられます。

2017年、Norfundは、マラウイで高品質の肉を提供するNyama World社へ融資し、同社の国内外の事業や市場の拡大の支援を行った。この事業拡大は、零細な畜産農家の収入増加、新たな雇用の創出、外貨収入の獲得により、マラウイの貧困削減を目的とした。

Sustaining 継続段階



継続的に補助金を必要とする投資先を支援するために、触媒的資本が提供されることがあります。インパクト企業や中間組織は、脆弱な受益者にリーチするという目標を維持するために、あるいは完全に商業的に成り立つように設計されていないビジネスモデルを運営するために、この種の資本を必要とする場合があります。

RSFソーシャル・ファイナンスは、「インテグレートッド・キャピタル」と呼ばれる融資手法を採用し、他の方法では資金を得ることができないようなインパクト企業を支援している。このアプローチは、RSFに投資する様々な投資家（財団、ファミリーオフィス、個人を含む）が、インパクト企業や受益者のニーズを明確に考慮した財務的リターンを受け入れる意思があるかどうかによってその成否がかかっている。

触媒的資本の展開～利用(USES)

触媒的資本の利用： 投資先レベルでの触媒的資本の具体的な使用方法

イノベーションの促進:社会的・環境的課題のソリューションを開発するには実験が不可欠ですが、企業が負担した費用やリスクを経済的に補うことができない場合があります。触媒的資本は、企業がインパクト志向のビジネスモデルを開発・改良するのに必要な時間と柔軟性を提供するのに重要です。

実績作りの支援:投資家にとって、パフォーマンスに関する過去の情報がない中でのリスクを評価することは困難です。触媒的資本は、投資先が新しいインパクト指向のビジネスモデルの概念実証を行い、意図したインパクトを達成し、返済する能力を実証するのに役立ちます。

追加投資の活用:触媒的資本は、リスク・リターンの期待値が異なる投資家からの資本を混ぜ合わせ、投資家と投資先の双方にとって有効な投資構造を構築することで、他の投資家にとってのリスクを軽減することができます。

インパクトの可能性の喚起:評判の良い投資家は投資先の信頼性と認知度を高めることができ、それが他の投資家の投資につながる可能性があります。名の通った触媒的資本投資家による投資は、強いインパクトの可能性を示すことができます。

ミッションの保護:触媒的資本の投資家はその重要性のため時として大きな影響力を行使し、社会的・環境的要件やインパクト生成のための大きな説明責任の新機軸を示すことができます。



触媒的資本の市場状況 (1)

触媒的資本の主な提供者:

触媒的資本の投資家には、民間財団、公的開発機関、ファミリーオフィスや富裕層、インパクト投資のホールセラー、企業や企業財団などがあります。触媒的資本を展開する動機や使命は、投資家のタイプによって、さらには個々の投資家によって異なります。

公的開発機関には、二国間開発援助機関、開発金融機関(DFI)、多国間開発銀行(MDB)が含まれ、一部のDFIは、未開発の市場で触媒的資本を用いて、新しいファンドマネージャーにシード・キャピタルを提供したり、インパクト企業にリスク・キャピタルを提供しています。



MASSIFは、オランダ外務省の委託を受けて運営されているFMO(企業家支援銀行)の金融包摂基金です。

MASSIFは、途上国や農村部や女性経営者の中小企業、BoPに位置する個人に生産財やサービスへのアクセスを提供する仲介業者を支援し、金融包摂を促進しています。

民間財団は、そのミッションに基づいて、触媒的資本を提供する重要な役割を果たしています。米国の財団では、「プログラム関連投資」(PRI)などを通して柔軟な資金調達手段を提供しています。



ビル&メリンダ・ゲイツ財団は、貧困層にサービスを提供する企業を拡大するために、PRIに20億ドルを割り当てました。

ファミリー・オフィスや富裕層は、他の投資家よりも大きな裁量と柔軟性を持って意思決定を行っており、財務的な検討を超えた要因が動機となっていることが多く、またリスクに対する許容度が大きいところもあり、触媒的資本を提供したり、より革新的な取引を検討可能にしています。



英国のファミリーオフィスCeniARTHは、直接投資とファンド投資を計画しており、譲歩的特徴をもつ融資・債券、プライベート・クレジット、不動産、実物資産などを組み合わせ、市場金利のリターンよりも資本保全を目標としています。

触媒的資本の市場状況 (2)

インパクト投資ホールセラーは、休眠口座、公的開発機関、政府、機関投資家、財団、個人、開発援助などから資金を得ており、市場の発展に貢献するために、インパクトのある仲介者や企業に資金を流すことを目的としています。



Big Society Capital(BSC)は、英国のホールセラーで、社会的企業や非営利団体に投資を繋げています。

BSCは、不動産ファンド、ローンファンド、ベンチャーファンド、ソーシャルバンクなどの仲介業者に投資し、事業を維持・拡大し、英国内のより多くの人々にサービスを提供できるよう、支援を通して市場の発展に貢献しています。

企業や企業財団は、社会的責任戦略の一環として触媒的資本投資を行っています。企業による触媒的資本投資は、一般的に企業の事業目的に貢献する活動に限定されており、財務的な条件で妥協する柔軟性はない場合があります。

Shell Foundation | 

ベンチャー・フィランソロピーやインパクト投資の分野で企業財団をリードしているシェル財団は、エネルギー、交通、情報、雇用へのアクセスに重点的に取り組んでおり、スタートアップ企業の初期段階での資金調達のための助成金を提供し、企業の実行可能性が証明された後は、運営能力を構築するための粘り強く柔軟な資金提供を行っています。

触媒的資本の利点とリスクを評価する (1)

IMPのインパクトの5つの基本要素 (dimension)は、触媒的資本投資を行う時期を決定するための包括的で規律あるアプローチを確保するための有用な出発点となります。投資家は、これを利用して、それぞれの投資哲学に沿ったアプローチを構築し、投資が必要な分野を特定し、モニタリングと評価のために質的および量的ツールを利用することができます。

Impact dimension

<input type="checkbox"/> What	何を: 企業がどのような成果に貢献しているか、そしてその成果がステークホルダーにとってどれほど重要か。
<input type="radio"/> Who	誰が: どのようなステークホルダーが結果を経験しているのか、企業の効果が出る前にどれだけ不足していたのか。
<input type="checkbox"/> How Much	どのくらい: 何人のステークホルダーが成果を経験したか、どの程度の変化を経験したか、どのくらいの期間その成果を経験したか。
<input type="checkbox"/> Contribution	貢献度: 企業や投資家の努力によって、そうでなければ起こらなかったであろう結果よりも良い結果が得られたかどうか。
<input type="checkbox"/> Risk	リスク: インパクトが予想と異なる可能性。

インパクトの「何を」「誰に」「どのくらい」を理解することは、インパクト投資の価値提案の基本となります。しかし、多くの分野で能力とデータが不足しているため、インパクト測定は困難であり、また、未検証のビジネスモデル、未発達の市場で活動する企業など具体的に長期的なシステムレベルの影響を対象とすることが多い触媒的資本投資家にとっては、さらに難しいものになります。

「貢献度」と「リスク」は、投資がなかった場合に起こりうる場合と比較して、投資の潜在的なプラス・マイナスの影響を評価するための基礎となります。触媒的資本の財政的譲歩により、この2つにおける潜在的かつ強力な効果が期待されます。

触媒的資本の利点とリスクを評価する (2)

貢献 (Contribution)

貢献には、「**企業の貢献**」と「**投資家の貢献**」が含まれます。どちらも投資・事業活動がなければ、起こらなかったものです。

投資家の貢献は、**財務的なもの**と**非財務的なもの**があります。

- **財務的な貢献**としては、投資先の投資条件を改善したり、他の投資家から追加の資本を動員するために「補助金」的資金を提供することが挙げられます。
- **非財務的な貢献**としては、技術的な助言やキャパシティビルディングの提供、パートナーシップの促進、投資先のオペレーションやインパクトマネジメントの実践の強化などが挙げられます。

企業の貢献を評価するためには、エビデンスに基づく調査、ステークホルダーからのフィードバック、実験的手法など、さまざまな方法がありますが、投資家は、さまざまな手法がもたらす複雑さ、コスト、企業への負担を考慮する必要があります。

リスク(Risk)

インパクト・リスクの概念は、意図したインパクトが達成されないリスクと、意図しない結果のリスクの両方をカバーしています。投資のライフサイクルを通じてインパクト・リスクを考慮することは、すべてのインパクト投資家にとって重要です。特に触媒的資本投資家は、財政的譲歩を通じて提供される補助金的要素によって生じる可能性のある、市場を歪める潜在的な負の影響を考慮する必要があります。

触媒的資本の投資家は、インパクト評価、測定、管理のための模範を他のインパクト投資分野に示すという、特に重要な役割を果たしています。

※**投資家の貢献を測定**することは、一人の投資家が企業に与える影響を分離することが難しいため、困難です。投資家の貢献度をより明確に評価するためには、投資家の活動と企業の最終的な結果との因果関係を示す何らかの証拠が必要です。質的評価は、そのような証拠を提供し、触媒的資本投資家の財政的譲歩が、企業の成長と持続性や他の投資家の投資決定に不可欠であるかどうかを知るのに役立ちます。

さいごに

触媒的資本は、インパクトを生み出すために企業に譲歩的な条件で資金を提供し、他の方法では不可能な第三者からの追加投資を可能にするという、インパクト投資市場における数多くのツールの一つであり、重要な役割を果たしています。リスクとリターンの要件を柔軟に設定できる投資家は、今日の資本市場では比較的まれですが、インパクト企業の成長とスケールアップ、そして新たなインパクト産業の発展には欠かせない存在です。触媒的資本は、インパクト企業が従来の市場金利の投資を受ける際に直面する障壁を克服するのに役立ちます。また、ブレンデッドファイナンスにおいては、SDGsの達成に貢献する投資を促進するために必要な条件と、従来の市場金利の投資家が利用できる条件とのギャップを埋める重要な役割を果たしています。

世界の社会的・環境的課題の大きさを考えると、その解決に貢献する企業への資金供給のギャップを埋めることが急務となっています。このようなギャップを埋めるために、触媒的資本を利用してきた先駆的な取り組みから学び、さらなる研究や実践を積み重ねることで、イノベーションとより多くの資金投入が促進されるはずです。

以下は、さらなる調査が必要なトピック。

- セクターや地域別を含めた触媒的資本の需要と供給の規模の把握
- 触媒的資本の形態、経路、用途を金融商品、企業のニーズ、インパクトの果たす結果に合わせて精緻にセグメント化してマッピングすること
- 触媒的資本を展開するための資金調達メカニズム、手段、方法の継続的な調査
- 触媒的資本の貢献度とリスクを評価するためのツールやフレームワークの採用と改良

ご利用条件

本資料は一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（ Social Impact Management Initiative: SIMI）（以下「当法人」といいます）が運営する SIMIグローバルリソースセンター（以下「本ウェブサイト」といいます）に掲載されているものです。

本ウェブサイトを利用される前に以下の利用条件をお読みいただき、これらの条件にご同意された場合のみご利用ください。本ウェブサイトをご利用されることにより、以下の条件にご同意されたものとみなします。

なお、以下の条件は、予告なしに変更されることがあります。本条件が変更された場合、変更後の利用条件に従っていただきます。あらかじめご了承ください。

1. 著作権について

本ウェブサイト上のすべてのコンテンツに関する著作権は、特段の表示のない限り当法人および当該資料の原著の作者に帰属しております。そのすべてまたは一部を、法律にて定められる私的使用等の範囲を超えて、無断で複製、転用、改変、公衆送信、販売などの行為を行うことはできません。

2. 免責事項

本ウェブサイトは、社会的インパクト・マネジメントに関連する海外の文献や資料を、日本語に訳しまとめたものを、著者及び出版元の許可を得て掲載しています。本ウェブサイトに掲載されているコンテンツは、あくまでも便宜的なものとして利用し、適宜、英語の原文を参照していただくよう、お願いいたします。

誤りのないようあらゆる努力をしておりますが、誤訳、あるいは、掲載されている情報の使用に起因して生じる結果に対して、当法人関係者及び当ウェブサイトは、一切の責任を負わないものといたします。

当法人は、予告なしに、本ウェブサイトの運営を中断または中止、掲載内容を修正、変更、削除する場合がありますが、それらによって生じるいかなる損害についても一切責任を負いません。また本ウェブサイトのご利用によりご使用者様または第三者のハードウェアおよびソフトウェア上に生じた事故、データの毀損・滅失等の損害について一切責任を負いません。

3. リンクについて

営利、非営利、イントラネットを問わず、本ウェブサイトへのリンクは自由です。ただし、公序良俗に反するサイトなど、当社の信用、品位を損なうサイトからのリンクはお断りします。また事前事後にかかわらず、その他の理由によりリンクをお断りする場合があります。

4. 資料の引用について

本ウェブサイト上に掲載された日本語まとめ、抄訳及び翻訳資料を引用する際には、出典の著作者名として「一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ（ SIMI）グローバルリソースセンター」及び当該資料の原著の著作者名を、併せて明記ください。なお、引用の範囲を超えられる場合は、当法人および当該資料の原著の著作権者に了解を得てください。