



ファンド資本主義と 社会起業家の協力連携

シブサワ・アンド・カンパニー株式会社
代表取締役

渋澤 健

はじめに

ただいまご紹介いただきました渋澤です。本日はお忙しいところ、大勢お集まりいただきましてありがとうございます。

本日の題名は「ファンド資本主義と社会起業家の協力連携」です。おそらく皆さん「ファンド資本主義」という言葉はよく聞かれると思います。しかし、もしかすると「社会起業家」は日常的にあまり聞きなれていない言葉かもしれません。多分同じぐらいの時期に、

〈目次〉

はじめに

米国の「市民社会」

日本社会起業家育成資本プログラム

および海外の各種ファンド

ファンド投資収益の根源

ファンド資本主義を超える思想

日本でも徐々に普及し始めたと思いますが、「社会起業家」というのは、社会活動で自ら事業を立ち上げる起業家です。NPOなどノンプロフィットの非営利セクターで活躍されている人たちです。一方「ファンド資本主義」というのは、明らかに営利のセクターです。この両者が、どういう関係があるのか、と皆さんは思われるかもしれません。私は、これはかなりつながっているのではないかと思っています。本日、それをご紹介させていただきたいと思います。

米国の「市民社会」

私は長年、外資系の金融機関に勤めておりました。その後ヘッジファンド会社に勤め、7年前、自分で会社を立ち上げました。その半年後、アメリカのシアトルに滞在していました。イチローが所属しているマリナーズのホームグラウンドで、きれいなところですよ。

(資料1)



雨が多いことで知られていますが、その日は、
すごくきれいな青空に恵まれました。しかし、
私の心の中は少し曇っていました。なぜか。
そこはアメリカですけど、飛行機が1機も飛
んでいないのです。何で飛ばなかったのか。
その日は9.11だったからです。その朝、ワ
シントンに飛行機で飛ぶ予定だったのです
が、当然その日、飛行機が全然飛びませ
んでした。

その日まで電話1本で何億、何十億、何百
億、何千億円というお金を動かすというこ
とが常識として、自分の生計を立てていま
した。当時、自分の子供がまだ生まれたば
かり、そして、妻はもう1人の子供をお
なかに抱えて、これからどうするのか。
電話どころか、飛行機が全然飛ばな
くて、人が動かない。人や物が動
かなかつたら、金融業をやっている、ど

うやってこれから自分の家族のために生計
を立てることができるのか。本当に考えさせ
られました。当然で当たり前のように物事
が動く社会という基盤が前提にあって、そ
の上で私の仕事があるということ、その時
に改めて感じました。

これ(資料1)はシアトルの公園です。イ
ンターナショナル・パークという名前だ
ったと思います。その日は、朝から現地
のラジオやテレビが市民に呼びかけてい
て、自発的にシアトルの市民が集まり、
地球の形をしているオブジェにみんな花
をささげています。そこに、米国人の目
にはアラブ系と見られる人もいました
(実際は、インド系のシーク派民族だ
ったと思いますが)。その人たちが献花
した際、みんなから大きな拍手が沸き
起こりました。その時、多様な民族が
いるアメリカ

で、市民が自ら社会をつくっている「市民社会」というのがアメリカにはある、ということを感じました。

米国の「市民社会」というのは、1人1人の市民が形成する社会、ということだと思います。そこの1つの要になっているのが、アメリカの寄付文化と言われています。これは寄付もそうですし、教会に行くと献金するとか、政治献金もそうです。それはなぜか。自分たち自ら社会をつくった、というのがアメリカ人の意識の中に植えつけられています。私みたいにアメリカに住んでいた外国人でも移民として、すぐアメリカに溶け込もうという強烈な思いがあります。一方、おそらく日本は、ヨーロッパもそうだと思いますが、昔から国はありますから、自ら自分で国をつくるものじゃなくて、もともとあるものだから、社会をつくることは国に任せればいいんじゃないか、と考えます。アメリカと日本の違いが、ここでくっきりと出たのではないか、と思います。

アメリカは自分たちで国をつくったという意味で、パイオニア（開拓者）の精神、拡大思考を持っています。これは投資の世界でも明らかで、私のファンドの大ボスも、これ以上お金を儲けてもしょうがないでしょうというぐらい巨万の富を手に入れています。どんどん投資して収益を上げ続けています。アメリカには起業家精神、ゼロからつくり上げるという精神があるのではないか。それがいろんな社会の仕組みの中で組み込まれていま

す。例えば米国の税制度では民間私的基金、民間公益法人等は時価総額の5%を毎年寄付すれば、免税されるNPOと認められます。アメリカの公益法人は、政府の下請けのように毎年の予算を使い切るという思想より、実は拡大思考が持てるのです。

内部ベンチマークが5%で、運用で5%以上収益を上げることができれば、基金がどんどん拡大するという単純計算になります。このような民間基金では最近、ゲイツ財団が最大規模でありましたが、ちょっと昔まではフォードとかロックフェラーというオールドマネーが創った財団が1兆円規模で最大規模でした。これらは、フォード家やロックフェラー家が寄付した金額ではなく、元々の基本財産を投資して拡大したものです。つまり、彼らは同時に資本市場にお金を供給する、プロの投資家なのです。彼らの運用行動の根源はどこにあるかということ、5%以上の収益を上げることができれば、基金が大きくなる、ということです。

一方、日本では公益法人というと、毎年の予算が入ってきて、予算を使い切るということで、拡大思考はありません。税制度の面でも、公益法人の内部留保を抑制する仕組みになっています。日本の資本市場で公益法人が、次々とリスク・テイクでヘッジファンドに投資する、プライベート・エクイティに投資する、ということは例外です。単年度にキャッシュフローが入ってくる、仕組み債などに投資しているのが一般的ではないかと思

ます。アメリカの場合ですと、リスクマネーを資本市場に供給しながら、その収益から生じる資金で社会活動、寄付と資本市場がいかにつながっているか、ということがわかりかと思えます。

9.11のとき印象に残ったのは、私が当時勤めていたヘッジファンド会社、ムーア・キャピタルの創業者、Louis Bacon氏が、オフィスの近所にあった消防署で亡くなった遺族のために基金をすぐに立ち上げたことです。アクションが非常に速かった。社会貢献でも、委員会でプロセスを経て基金を立ち上げるんじゃないで、自分がいいと思えばすぐ基金を立ち上げることができた。

Louis氏も、自分の基金を持っていて、いろいろな局面で寄付をしています。ヘッジファンドの中で最も有名な慈善機関は、多分ロビンフッド財団じゃないかと思えますが、これはLouis氏の友人Paul Tudor Jones氏、Tudorという伝説的なヘッジファンド創業者が、先導をとって設立した財団です。彼らは、ニューヨーク市の貧困問題を打破することにフォーカスしています。ロビンフッドですから、お金持ちから金を取って、庶民にそれを再分配する、そういう考えで立ち上がっているものです。

この財団には幾つの特徴があります。1つは、Paul Tudor Jones氏を始め、ほかのヘッジファンドの創業者、あとはニューヨークのセレブみたいな方々が理事になっていて、彼らの寄付金によって、この財団の運営費を

賄います。ですから、財団が集めた寄付金の100%は直接助成先に行きます、というのが1つの大きな特徴です。

彼らはファンドマネジャーなので、寄付と言っても、そのお金がどういうふうにか成果があったか、投資であれば自分が出資した投資先にどういうリターンがあるのかと同じように「社会的リターン」を求めます。実際に投資する前にきちんとデュー・デリジェンスを実施し、果たして助成する先の団体がもともと社会活動に何かエッジを持っているのか、そういうところも、ファンドに投資するのと似たような思想です。

結果、成果を求めるのが運用の世界。また、営利の世界は、リターンとか、収益とか、売上げとか、成果が数値化できる。ところが、非営利のほうはなかなか成果を数値化できない。数字という共通言語を使えば、現場だろうが、トップだろうが、通じるので、そういう意味では、営利の世界では数字という共通言語が存在します。社会活動の領域では、成果を数値化する共通言語は難しい現状がありますが、それでもどのように成果があるかということ伝えるイノベーションを要求することが、この財団のもう一つの特徴です。

ロビンフッド財団は20年ぐらい前に設立され、毎年年末になると結構大きなパーティーをやって、それがニューヨークの金融業界の1つのソーシャル・イベントみたいになっています。そこでみんな集まって、例えば有名なロック・スターのギターをオークションし

でお金をファンド・レイジングして、寄付に回すという仕組みになっています。ただのお金の流れだけではなく、「想い」ということも、営利の世界から非営利なところにつながっている、というのが、アメリカの特徴です。そこに私は刺激されました。日本では、確かに営利セクターの仕事をしている方々もたくさんいます。一方、非営利セクターのNPOとか財団法人で一生懸命仕事をされている方もいますが、必ずしも両者が直接つながっていない。営利セクターは、国に税金を取られて、国の価値観のみで大切な財源が社会に再配分するというルートしか基本的に存在していないような気がしました。そこで、小さな実験でもいいけれども、営利セクターから非営利セクターに直接つなげることはできないのか、とと思って立ち上げてみたのがSEEDCap (Social Entrepreneur Enhanced Development Capital Program) というプログラムです。SEEDですから、最初の種まきみたいなものです。

日本社会起業家育成 資本プログラムおよび 海外の各種ファンド

2002年当時、アメリカのヘッジファンドのファンド・オブ・ファンズで、ボイジャーマネジメントという、約25年のヘッジファンド投資に経験がある共同創業者の2人と、日本の機関投資家向けにビジネスをやりたいとい

う接点がありました。そのときに私は、「日本の投資家からお金を集めて投資して、うまく経済的なリターンが上がった場合、ファンドはインセンティブ報酬をもらえるので、その成功報酬の一部を日本の社会に還元するような仕組みを考えてくれないか。」と提案しました。これに対し、彼らの決断は直ぐに定まり、2003年に日本向けのファンドを設立しました。

ヘッジファンドの世界では、ファンド・オブ・ファンズという職業は、有能なマネジャーを選別するいわばゲート・キーパーと言われている人たちです。同じように、社会起業家の世界でもゲート・キーパーも必要ではないかと思って、日本国際交流センターという、日本の非営利・非政府活動の草分け存在である財団法人に協力を依頼しました(資料2)。

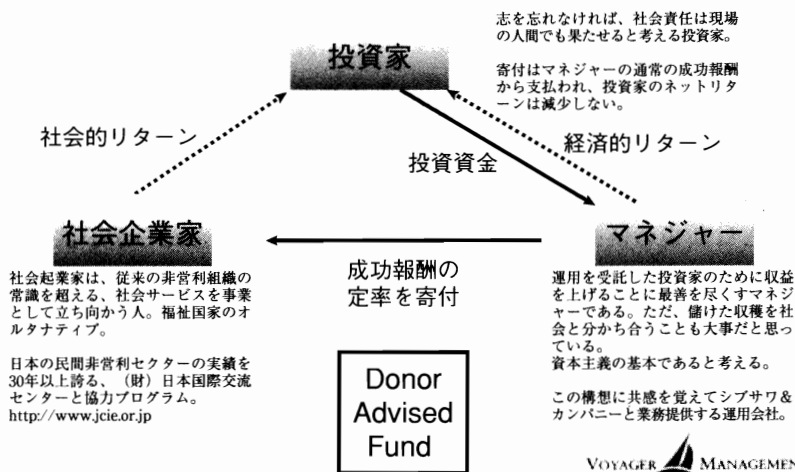
この仕組みでは、投資家に還元される経済的リターンは全然変わらない。なぜなら、寄付行為は運用会社の取り分である成功報酬から生じているからです。ただ、社会起業家による活動から長期的には「社会リターン」が元々の軍資金を提供した投資家を含む日本社会へ還元されるという期待があります。ロビンフッド財団の「社会リターン」という考えを参考にして、今後、成果を伝える手段について色々と工夫してみたいと思っています。

この仕組みは、日本では存在しなかったもので、助成を受けた社会起業家の人たちは、どんなところからこのお金が出たのか、と結構驚いてました。これはアメリカではDonor

(資料2) 日本社会起業家育成資本プログラム

(Social Entrepreneur Enhanced Development Capital Program)

<http://www.jcie.or.jp/japan/cn/seedcap/>



JCIE

Advised Fundという、ドナーがこのような社会活動に自分たちの資金を活用することをアドバイスどおりに執行される仕組みですが、これは、後でもう少し説明します。

実際の選考プロセスについて、説明します。最初の年、2003年でした。幸いに収益が上がったので、その収益の10%がファンド・オブ・ファンズの取り分になりました。その取り分のまた10%を、日本国際交流センターに拠出しました。翌年の2004年中に助成先を選考して、年末に決めるわけです。事務局の日本国際交流センターの推薦、過去に助成した人たちの推薦、という形で候補者が上がってくる非公募方式です。日本の場合、公募すると、平等論とか公平論という話のウエイトが高まり、結果よりプロセスを非常に重視する傾向があります。そこで、今までは、とりあ

えず公募という形ではなくて、自然に口コミで知られていけばいい、という形でやっていましたが、今年から公募方式で取り組む予定です。

選考審議委員会メンバーについては、事務局、私、そして投資していただいた投資家さんに、ご関心があれば、任意でご参加をお願いしています。投資家さんによっては、こういう仕組みに最初から高い関心を持っていて、ぜひ参加したいという方や、それは私たちの仕事とは全然関係ないからいいですと断る方、よくわからないけど、ちょっとやってみようかなと思ったら、こんな世界があったんだと、そこで目が開いたという方など、様々いらっしゃいます。そういう意味では、今まで全然つながっていなかった世界が、初めてつながった方々に気づきをご提供できた。

ことはとてもうれしいです。

選考審議委員会では、冒頭に過去の助成先から成果報告をいただきます。これは、今後は、もう少し細かく、助成金がどのように活動の成果につながったのかという内容の質を高めたいと思っています。とりあえず、現状としては、少し緊張感を与えて、どういう成果があったかということ報告してもらうようにしています。あとは新規の候補三者ほどからのプレゼンをいただいて、協議して助成先を決めます。昨年の例では、一等賞が、初年度が200万円、2年目が100万円、3年目が50万円、二等賞が100万円、50万円、50万円です。つまり、ずっと助成するのではなく、あくまでも社会起業家が事業を立ち上げた時期に最初の種として、ベンチャーキャピタルの初期投資の場合と同じように、シード・マネーとして使ってくださいという意味で、金額を減額しています。

今までの支援先の実績。第1回目、2004年は、OurPlanet-TV。それほどユーチューブが普及していなかった時代ですが、これは元NHKのプロデューサーの方々が、すごくニッチか、それほど注目を浴びない放映されないニュースでありながらも、社会的課題があるものを実際に訴えたいという一般市民をサポートするインターネットの放送局をつくりましょう、という団体でした。

第2回目はフローレンス。社会起業家という分類の中では、かなりロール・モデル的でカリスマ的な存在の、駒崎さんという若手事

業家が代表です。彼は、学生時代にITベンチャーをやってから社会起業家に転身した方です。ワーキングマザーが、子供がちょっと風邪を引いたとき、預けようと思っても預かってくれない。そうすると、お母さんが仕事を休まなければいけないということで、それは社会的なマイナス要因になる。そこで、風邪ぐらいの軽い病気であれば、子育てから手離れしたおばさんたちが子供の面倒を見る仕組み、いわゆるレスキュー隊をつくってやっているところが、ここの社会的事業です。

第3回目はコトバノアトリエ。ここは、ニートやひきこもり問題に取り組んでいるNPOです。彼らは、クリエイティブな才能を持っている場合も多いので、アトリエみたいな形で、そこで漫画家、作家を目指して、ここでともに生活しながら活動する。2006年に助成してから、1人の人がそこから独立して漫画家になった、という話もあります。この団体は「オール・ニート・ニッポン」というラジオ番組もやっています。最初は本当にひきこもりでまったくコミュニケーションもとれない若者たちですが、このような活動でできる空間を与えると、どんどん目の輝きが変わっていく、という話をしてくれました。

第3回目の2006年から、プログラムの資金に少し余裕が出てきたので、助成金を一等賞、二等賞と分けました。二等賞は、難病で、余命が数ヶ月という子供たちへの、いい思い出を残すための活動を支援する団体です。社会起業家というのは、若い人が多いですけど

(資料3) 支援実績 (第4回)

■ 第4回 (2007年) 芸術家のくすり箱

<http://www.artists-care.com/>

芸術家のヘルスケアを総合的にサポートするNPO。アスリート同様に身体を酷使するにもかかわらず、日本では芸術家の身体のケアへの取り組みが疎かになっているため、芸術活動の基盤整備、芸術の発展・普及への貢献を目指す。



■ 第4回 (2007年) KOMPOSITION

<http://www.florence.or.jp/>

アートやスポーツの分野での表現活動、自らの可能性に挑みつづける表現者に公共の場での活動場所を通じ、彼らが社会から評価される機会を提供する。「落書き」と評されてしまう壁画をビル壁面などを創作の場として提供する。

KOMPOSITION ORG



も、このNPOを立ち上げた2人は、元新聞記者の60代で、会社から退職しています。団塊の世代がセカンドライフのステージを考えたときの、ひとつのテストケースになると思い、この人たちに注目しました。第4回目の2007年は、一等賞は芸術家のくすり箱。ダンサーたちはアスリート同様に体を使うけれども、それをサポートするようなシステム、基盤がないということで、それを実施しようとしているNPOです。二等賞は、KOMPOSITIONでした。ここも少しニート系。落書きも「文化」があるようで、下手な落書きだと、すぐ上に書くけれど、明らかに上手だというと、それがずっと残るらしいので、これを逆手にとってアート化し、広告モデル化を図っています。これ(資料3)は桜木町の電車のガード下にずっと並んでいて

るコンテストですが、全部が落書きなのです。

第4回目で生じた面白い現象が審議委員会内の議論でありました。通常、ベンチャーに投資するときには、起業家のプレゼン能力が高く、この人は何かできるんじゃないかという期待感を感じさせられるところに投資をします。しかし、社会起業家の世界は、それほど単純ではありません。すごくバイタリティーがあって、何でもできそうな感じがすると、彼は我々の援助がなくても、そもそも成功するのではないかという考えを持つ審議委員もいらっしました。むしろ、お金が集まりそうではない候補を一等賞にしよう、という判断がありました。本当のベンチャーの世界と、この世界と、やや温度差があるということです。俺はこんな凄いのので、こんなことができるかとプレゼンしてしまうと、案外そこに

(資料4) Japan Hedge Fund Initiative



米大手ファンド・オブ・ファンズのグローバル・キャピタル・マネジメントの日本代表の芦澤勝四郎氏の呼びかけによって開催されたファンド・レイジング・パーティー



■日本で活動するヘッジファンドマネジャーの参加会費は明治時代から児童養育活動に取り組んでいる至誠学園 (<http://www.shisei.org/>) へ寄付された。



援助のお金が集まらない、という複雑さがあります。

2007年は、ボイジャーマネジメントが過去最高の利益を出しましたので、第5回目も投資しますが、今年2008年の1月-3月はかなり厳しいスタートなので、今後の助成体制を考えなければなりません。そのために、助成金の一部を蓄え、1~2年ぐらい収益が上がらなくても、このプログラムは毎年できるように、仕組みを立てています。

このSEEDCapのようなプログラムは、アメリカだったら当たり前のことで、そんなに大したことではないでしょう。ただ、日本ではこのように運用の世界とNPOをつなげる仕事をやっている人は本当に少なかったのです。それで、NPOの世界からも着目されましたし、取材とかも受けました。これで少し

関心を持ってくれた人たちが、業界側にもありました。

昨年グローバルという最大手クラスのファンド・オブ・ファンズの日本代表の芦澤勝四郎さんからご相談を受けました。私はアメリカのムーア・キャピタルのヘッジファンドに転職した、多分3人目の日本人です。1人目がスパークスの阿部さんで、2人目は芦澤さんです。芦澤さんは、日本のヘッジファンドマネジャー側からファンド・レイジングして、それをNPOに寄付するというディナーを実施したいという構想に私は賛同し、年末の企画のお手伝いをしました(資料4)。

助成先の至誠学園は、明治時代から児童の養育活動に取り組んでいます。新建築費の資金集めはかなり厳しいらしいので、ディナーからファンド・レイズした資金は、すべてこ

(資料5) Acumen FUND



http://www.acumenfund.org/
Jacqueline Novogratz (Chief Executive Officer)

**Acumen Fund
Corporate Presentation**
Sponsored by the Social Enterprise Association



Solve the problems of global poverty through innovative, proven, scaled approaches with one of the world's premier venture funds.

Acumen Fund Fellows work with portfolio organizations in Kenya, Tanzania, South Africa, India and Pakistan, gaining experience in price performance, logistics, distribution systems, testing and innovative technology.

社会貢献ベンチャーキャピタルファンド

従来の寄付は、目先のニーズに応えることができるかもしれないが、長期的に持続性がある解決にならない。自立性を促すために市場ベースのソリューションの可能性に投資。

『Patient Capital』

- シード資金：ロックフェラー財団、シスコ・システムズ財団、個人慈善家
- 財団投資対象：貧困問題に直面する発展途上国に衛生な水、健康サービス、住居、エネルギーのソリューションを提供するNPO（スケールアップ、持続性）、中小企業（資金調達）、大企業（事業部門）
- 投資基準：今後5年間の成長の可能性（例えば10X）、ソーシャルインパクト、マーケットリーダー、経営能力、成果数値。
- 投資額：\$300,000 to \$2,000,000
- 投資対象：融資、保証、株式、その他

ここに寄付しました。今年の年末も実施できればいいな、と思っています。

今までは日本の例ですけれども、アメリカの例を幾つかご紹介したいと思います。Acumen FundのJacqueline Novogratzという素晴らしい方と数ヶ月前にお知り合いになりました。Jacqueline氏は元バンカーで、アフリカでマイクロファイナンスの会社を設立し、それからこの社会貢献のベンチャーキャピタルファンドを立ち上げました（資料5）。通常、ベンチャーキャピタルファンドとかヘッジファンドに入っているお金は、資本効率（IRR）が高い運用を要求しますので、そういう意味では、あまりペイシエントな（がまん強い）資本ではありません。Acumen Fundの場合は、最初のシード資金をロックフェラー財団と富裕層の2人から寄付として

集めて、その資金を活用し、社会投資している、ということです。

ここでは、貧困問題に直面する発展途上国にフォーカスしていて、水の関係、健康サービス等を実施しています。通常のベンチャーですと、株式投資して収益を上げるというモデルですが、Acumenの場合は、投資対象の多様性があります。ただ、ほとんどの場合は融資だそうです。お金を貸して、それが戻ってきたら、それをまた次の助成先に投資することの繰り返し。アメリカの社会貢献事業のひとつの特徴ですが、ここの投資基準に、援助先が今後5年間の成長の可能性を、例えば10倍ぐらい拡大するようなソーシャルインパクトがある社会事業モデルを描けるか、マーケットリーダーになれる経営能力があるか、成果数値が存在しているかなどに着目してい

ます。そのモデルがすばらしいことをその地域でやっているのであれば、それにお金をつければ、別の地域に持って行って、もっと大きな仕事ができるのではないか、という考え方をするわけです。

日本のNPOとの違いは、ここにあります。経済同友会で、財界とNPOの接点をどういうふうに考えるべきか、という委員会で副委員長をもう4年ぐらいやっていますが、その関係でNPOの現場を回りました。実際に自分の目で見ると、本当にすばらしい活動をされているということはわかりますが、すごく現状は厳しい。毎年1,000万円の事業予算で、いかに活動していくか。そういう世界です。

そこで私が、仮にファンド・レイジングに成功して、十倍の1億円のお金が急に入ったら何をしますかと聞いたところ、NPO側は答えられませんでした。なぜなら、そんなこと考えたこともなかったからです。目先の資金が大変なので、拡大思考を持ってない。毎年入ってくるお金を確保して活動するというだけで精一杯なのです。世田谷区でやっていた活動でしたが、資金を拡大できれば、それを杉並区に持っていきましょととか、民間のベンチャーでは当たり前のScalabilityの発想がもともと存在していないようなのです。ベンチャー投資の起業家に、今、資金繰りが苦しいかもしれないけど、もし10倍のお金があったらどういうふうにしますかと聞けば、おそらく、すぐにいろいろな答えが戻ってくると思います。日本のNPO側は、そんなこ

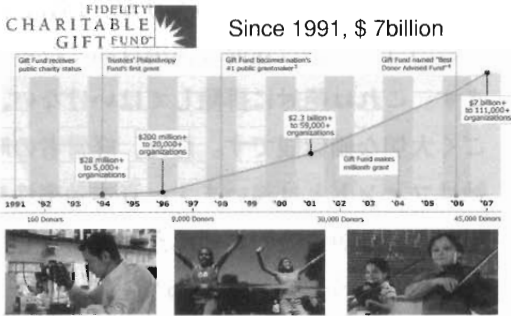
とまで考えられる環境に置かれていないことがわかります。

先ほどDonor Advised Fundという話をしましたが、アメリカのミューチュアル・ファンド（投資信託）では、大変興味深い社会活動の取組みをしています（資料6）。例えば、フィデリティのこのファンドは、90、91年に始まって、15年ぐらいで7,000億円ぐらいの規模になっています。もう1つ、バンガードでは、今1,000億円ぐらいです。しかし、これは通常の投資信託の残高ではありません。これは、Donor Advised Fund、つまり、投資信託という器を活用し、一般市民1人1人が「マイ基金」、自分の基金を持てる仕組みを提供しているものです。

100万～300万円という小規模の基金から設立できますので、一般市民でも手が届くものです。拠出するのは現金でもいいですし、有価証券（時価）でもいい。時価で拠出した場合は、株をすごく安く買って儲かったとしても、それを時価のままで寄付できる。日本の税務署では、値上がりから生じた儲けに譲渡税を払ってから寄付するのは結構ですと言うでしょうが、時価でそのまま寄付することは、日本の税法、および税に対する思想では絶対にあり得ない。アメリカではそういう柔軟な考えがあります。

このDonor Advised Fundでは、バンガードかフィデリティがオファーするさまざまな運用スタイルかは、寄付者が最初に決めます。寄付者の名義は自分でもいいし、自分の奥さ

(資料6) 米投資信託会社の『Donor Advised Fund』



Experience the value in giving ...

- \$10,000—\$25,000から設立可能 免税制度
- 拠出金は、現金でも、有価証券（時価）でも可
- 資産運用スタイルを8～11のファンドから選択クラスの指定
- 寄付者名義は、自由に指定
- 「アドバイザー」を指定（本人可）
- 助成先を「推薦」。\$500から
- 最低でも7年に1回は助成しなければならない。
- 5年間で資産の5%未満の寄付の場合、追加拠出の要求の可能性。
- 承継者を指定、指定ない場合は総合ファンドへ。
- 年間管理費 0.45%～0.60%

んでもいいし、子供でもいいし、関係者誰でも良いです。助成先のアドバイザーは自分であってもいいし、ほかの人がアドバイスしてもいい。助成先は、500ドルから実施できます。つまり、マイ基金から500ドル助成するという仕組みですが、最低でも7年に1回は助成しないといけないというルールが適用されます。投資信託会社の運用費やその他運営費も手数料ももちろん生じますが、このようにところにアメリカの市民社会の土台を感じます。

日本の場合ですと、一般市民がマイ基金を築いて、かつ運用して、寄付するなんて考えられないことでしょう。SEEDCapのように、いずれ、このような仕組みも日本で立案してみたいと思っています。

ファンド投資収益の根源

ファンド資本主義の収益の根源は価格と価値の差異から生じると思います。価格というのは、ある1つの時間の刻みに、売りと買いが出会う1つの事実です。ただ、その1つの事実の裏には、さまざまな価値観がぶつかっています。ファンダメンタルズ分析の場合、DCFを重視するのかもしれないし、バランスシートの有形資産価値かもしれません。もしかすると無形の資産価値かもしれません。情報はすべて市場に織り込んでいるものだから、テクニカル分析でいいという価値観もあるでしょう。デイトレーダーが十分収益が上がったから、売りと判断する。他方、まったく同じ価格でも、長期投資家であれば、まだ

全然安いじゃないかと買うかもしれない。経済合理性の価値と、会計合理性とか組織の合理性は、必ずしも同じではない場合もあります。ですから、1つの価格にはいろいろな価値観がぶつかっていて、多様な価値観がある資本市場が、厚みのある健全な資本市場であると考えます。

おそらくこの1年の日本の資本市場で欠落していたのは、さまざまな価値観が参加していなかったことではないでしょうか。外国人がサブプライム問題で本国に引き揚げようと思って売ったときに、誰も買ってくれなかった。だから、発祥地であったアメリカでは少し下がったものの、日本はもっと下がってしまった。厚みがある健全な資本市場というのは、さまざまな価値観が自由に参加できることです。正しい、間違っているというのあまり意味がありません。

最近、TCIとJパワーが価値観の差異でぶつかり合っています。ファンドというのは、基本的に大切なお金を投資家からお預かりして、いかに合理的、効率的に運用してお金をお返しするか、IRRを高めるか、という宿命を背負っています。つまり、より高く、より早く収益を確定できれば、効率性が高まるということです。

自分の会社が市場から評価されて、株価が上がるということに反対する経営者は、おそらく存在しません。ですから、ファンドと経営者は、価格という縦軸では価値観が一致します。ところが、ヘッジファンドであろうが、

バイアウトファンドであろうが、ベンチャーキャピタルファンドであろうが、IRRを高めるといことが合理的な運用目的になっています。これは絶対に排除してはいけない、すごく大切な価値観です。ただ、経営者の時間軸はファンドとは違います。資本効率性を高めるために短い時間軸のほうが理屈として好ましいということはわかっているけれども、事業を展開するには時間がかかる。組織や人間はボタンを押して動くものではない。機械ではないから、時間がかかる。このように思う経営者は少なくないでしょう。ですから、ファンドと経営者の対立問題は、縦軸ではなくて、横軸にあるということです。

著名なエコノミスト、ミルトン・フリードマン氏は、有名な論文—1970年ですから、もう40年近く前になる—で、“There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game.”つまり、企業の社会貢献は1つしかない。それは、収益を高めることであると。つまり、ビジネスのビジネスはビジネスである。企業の社会貢献は、合理的でなく、矛盾ではないか、とっています。

合理的、効率的な資本の使い方ということ、特に短期間で見ると、IRRとか、そういう概念で考えると確かにそうなのかもしれません。しかし、私はそれが腑に落ちませんでした。なぜかということ、金融の世界で金儲け

の仕事もしていましたけど、ひとりの人間として社会貢献もやりたく、自分は、生身の人間ひとりであるので、ふたつに分けることができないと、疑問に思っていました。ただ、相手はノーベル賞受賞者なので、私は理論上、太刀打ちできるはずないと悩んでいました。

ところが数年前、ムハマド・ユヌスという経営学者がノーベル平和賞を受賞しました。バングラデシュのマイクロファイナンスのグラミンバンクを設立された方です。彼は“People are not one-dimensional entities.”と言っています。multi-dimensional personalities、多様性がある性格、性質だから、every businessがsingle objective of profit maximization、こんな多様性がある人々がたくさんいるのに、すべての企業が1つのobjective、1つだけの価値観、profit maximizationだけに縛られなくてもいいのではないかと、言っています。価値というのは1つだけのものではなくて、多様性があって、収益性というのは大事な価値観であるけど、オンリーワンじゃなくてワン・オブ・ゼム、というのが彼の考え方です。

同じノーベル賞受賞者である彼なら、ミルトン・フリードマンさんと議論がきちんと成立するのではないかと心強く感じました。おそらく、フリードマンさんの考えは20世紀の合理的な資本の考え方であって、それは当然間違っているわけではありません。当時としてすごく大切な考え方だと思います。しかし、今21世紀に入って、ユヌスさんのような方が

ノーベル賞を受賞されるということは、こういう考え方も大切、多様性という意味で考えるべき、という21世紀型モデルのメッセージがあるのではないかと考えています。

ソーシャル・キャピタル。日本語で「社会资本」というとインフラのハードのことを示します。しかし、ソーシャル・キャピタルはもうちょっと広義的な意味があり、信用という「資本」も含むと思います。フリードマン氏の20世紀の従来の組織は、ピラミッド方式で、ある意味で軍隊的で、将軍がいて命令して、下の現場が動いてくる。ここには共通言語は売上げとか、収益とか、リターンとか数値が使われていたのではないかと思います(資料7)。

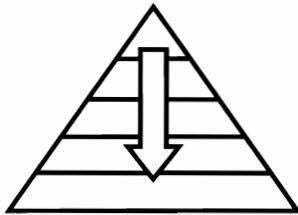
今、21世紀はネット社会と言われますが、そのひとつの特徴は、参加型組織です。気が向いたら参加するけど、気が向かなかったら参加しないという、ややわがままな組織体です。その中で、おそらく共通言語は「数値」ではなく、「想い」ではないかと思っています。それいいよねと、それでみんな同じ方向に向く、ということです。

最初に、経済同友会の立場からNPOと接したときには、営利セクターの効率的な考えを持っていけば、非効率的な運営をするNPOの価値が上がるんじゃないかという考えがありましたが、少し最近それを見直してきました。

21世紀社会では、社会活動のように数値目標がなくて、売上げというモチベーションが

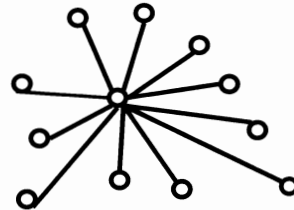
（資料7）21世紀のソーシャル・キャピタル

従来の組織



共通言語： 数値

ネット社会型



共通言語： 想い

社会事業が、企業経営から学ぶ時代から、
企業経営が、社会事業から学ぶ時代への示唆

ない中、同じ方向にみんなを向かせて行動させることができるリーダーが必要とされている。それは、21世紀のネット社会型としては、ある意味で非常に大切な経営能力を持っている人なのではないか。社会事業が企業から学ぶだけではなくて、企業経営が、社会事業で成功しているリーダーシップをとれるような人たちからも学べることも示唆しているのではないか。そんなことを、最近思っています。

ファンド資本主義を超える思想

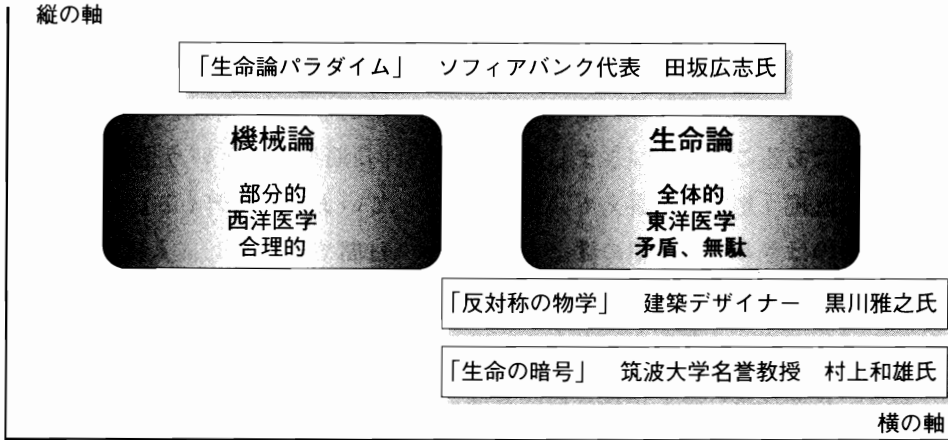
機械論、生命論とは、ソフィアバンク代表の田坂広志氏から教わった思想です。機械（マシン）は、部品が組み立てられて全体になります。一方、生命というのは、最初から全体があって、そこに命が流れている。そういう考えです。

医療の世界で、西洋医学だと、例えば自分の胃は人間の体のパーツの1つであるから、そこを内科などで薬か何かで治すのかもしれないし、場合によっては外科手術、取り出してしまうという、本当に胃を体のパーツの1つとして治療する機械論的な学問です。一方、東洋医学は生命論的な学問であり、体の気の流れが乱れたので病症が胃に出たということで、治療の仕方も違います。どっちが正しいとか、間違っているとか、ではありません。1人の人間が豊かな健康な生活を送る意味では、両方の価値観は必要ではないか、ということなのです。

さらに、機械論の場合は1つ1つの部品が合理的に、効率的に動いてくれないと、全体がもちろん動かない。一方、生命は矛盾だらけだ、とある生物学者がおっしゃっていました。私が思うには、生命というのは生まれてきた瞬間、1つだけ確実なことがあって、そ

(資料8) 機械論と生命論

ファンド資本主義の限界を、どのように超えるか



れは、いずれ亡くなるということです。何のために生きていくのか。すごく矛盾があるのが生命です。

そう考えると、今までの金融の考え方は、非効率な投資対象に効率な切り口で出資して、バリューアップすれば価値創造できるのではないかと、という考えがありました。例えばA社、B社を合併させれば、シナジー効果で、よりいいものができるのではないかと、という考えです。A社とB社の社内の文化が全然違って、一緒に仕事ができないほどであれば、それは同じ命が回らなかったわけになるのですが、昔、「フランケンシュタイン」という、人のパーツを組み立てても人間にならなかった、というSFホラーの映画がありましたけど、企業でも間違えるとそうになってしまうかもしれません。ファンド資本主義というのは、機械論の考え方です。別に正しくないということを言っているわけでは当然あり

ませんが、そこに限界があるということは、我々は知るべきではないでしょうか。

では、生命論の運用会社は何なの、と思われるかもしれませんが、今まで存在していなかったと思うので、はっきりとした答えはありません。おそらく、価格という「縦の軸」だけではなく、時間という「横の軸」を活用できる運用会社ではないか、と思っています。

先ほど、ファンド資本主義の限界は、経営者と横軸がなかなか合わない、と言いました。生命というのは、当然いつか絶対になりますが、その中で次の世代へ伝える手段である遺伝子が組み込まれています。機械は壊れたら、処分したらそこで終わりですが、生命というのは次の世代にバトンタッチできるようなものがあるので、次の世代に遺して時間の軸を使う、そういうものではないか、と思っています。

本来、ヘッジファンドとかオルタナティブ、

投資の分野の仕事は、誰もやっていないところに面白がありました。でも、この分野は、かなり込み合ってきました。それでは、特に日本の資本市場において誰もやっていない分野は、どこかという、それは、横軸の長期投資のところであることに気づきました。それも、個人に直接「想い」を訴えて、長期投資を促進するのはさわかみ投信の澤上さんが代表的であります、その他にあまりこのような熱い人はいません。そこで、私たちは仲間たちと今、長期投資の独立系投資信託会社の立ち上げを準備しています。

ファンド資本主義の世界ですと、企業の価値創造の主役は我々ファンドであると、かなり勇ましいことを言う方々がいます。しかし、本当の企業の価値創造は、企業の経営者、従業員、そして、その企業が社会に提供する商品やサービスを評価して購入する生活者という一般個人の人たちではないか、と思います。

私がお手伝いしてお世話になっている、内閣府特別顧問の黒川清先生は昨年イノベーション25戦略会議の座長をされたときに、「Invention（発明）がInnovationになるとときには生活者の知恵が必要」とご指摘されています。つまり、生活者がその発明を見て、これは我々の生活のために使えるじゃないか、と判断して、実際そうしてくれたときに、初めてそれがイノベーションになるということです。

今度の会社は、コモンズ。「共有地」と名づけました。生活者と企業の、特に経営者が

双方向の対話できるようなステージを築くことを目指しています。さわかみ投信の澤上さんは、個人のお金を1万円から毎月積み立てる仕組みを築かれました。ですから、すごく長期的な視野で投資できます。しかし、実は「長期投資」という言葉は、共通言語になっていません。デイトレーダーの共通言語は3日間でしょうし、人によっては1年、2年、3年、5年、10年かもしれません。したがって、私たちは長期投資は30年の目線で見ましようという線を引きました。30年目線という、明らかに今の自分のための投資でなくて、子供や孫という次世代のための投資です。もうひとつは、私たちとしては、1つ1つの企業の顔が見えることが重要なので、30銘柄ほどに集中投資したい、と思っています。

いろいろな企業の経営者の方とお話していると、個人投資家は数年前と比べると大切な存在であるというのがわかってきたと思います。なぜかという、外国人投資家が増えてきて、安定株主のなりえる個人投資家のIRも必要だと感じているからです。ただ、IR活動というと、基本的に大口の投資家に実施したほうが効率的です。経営者から見ると、個人投資家にIRは大事ですが、個人は自分の企業の価値を全然理解してないデイトレーダーかもしれないし、総会に来ていろいろ要求するうるさい存在かもしれない。極めて非効率的な存在なのです。

もちろん、すべての個人投資家がそういう人たちだけではありませんが、経営者は、良

識な個人投資家が見えにくい場合があると思います。また、企業トップはかなり孤独な人間だと思います。当然、情報は内部から上がってくるのが通常のルートであります。おそらくいろいろなフィルタリングがかかっています。外部の専門家からの情報も入りますが、それも当然いろいろなバイアスがかかっているでしょう。自分の会社の最終顧客であって、かつ、もしかすると従業員である人間が個人という投資家であれば、自分の会社を一番理解してくれて応援してくれる可能性がある投資家層であるのかもしれない。しかし、それが見えないだけかもしれません。価値創造の主演は企業と生活者ですが、運用会社の役目というのは、見えないものを見えるようにすること、と思っています。

30年先はわからない、という人が、おそらくほとんどでしょう。それは当然のことで、私も30年後どうなっているか、わかりません。しかし、前提として30年後は日本社会が世界で何かの形で繁栄しているような存在であるとすれば、どういう企業ならばその環境で活躍しているか、というところが1つのメッセージです。そういう意味では、次世代に豊かな日本社会が残っている、もしくは遺したいという期待があるということが前提です。

先ほど言いましたけど、普通、投資というと、自分がいかに儲けるかという1つの手段です。それも全然間違っていないで、私もデイトレーディングは嫌いじゃなくて、以前は、結構やっていましたし、好きなのです。ただ、

株式投資には、そのようなひとつの役目があるでしょうが、もうひとつ考えられる役目は次世代に自分の「想い」を遺伝する手段です。

どういうことかという、例えば私が生まれたときに、おじいちゃんが毎月1万円、30年間積み立ててくれた。30年前って、どんな日本だったのか。たまたま残った資産を承継してくれただけではなく、意図的に、どのような「想い」で私のために積み立ててくれたのか。このような1つの本当に小さな例ですけど、世代の対話のきっかけ、「想い」を伝える手段としても、株式投資は使えるのではないのでしょうか。

もし、長い時間軸の長期資本を資本市場に供給することができれば、もしかすると、それが「生命論」を通じてファンド資本主義の限界を超えるきっかけになるかもしれません。

我々は資本主義の社会に住んでいるという仮定でお話します。見方によっては、日本は人類最大の一番成功した社会主義の国であるという言い方もあるかもしれませんが、とりあえず資本主義という前提だとしましょう。そうすると、一体資本家というのはどこにるのでしょうか。

きょう資本家と会いましたかという、「いや、資本家なんか知りません」と。「資本家」という言葉が日常会話とか新聞とか雑誌のページに出てこない。投資家とか資産家という言葉は出てきます。しかし、我々は別に投資主義でもなく、資産主義でもなく、資本

主義の社会に住んでいます。

では、投資家とは何かというと、すごく簡単に言うと、お金を出資して、儲けてお金をつくる人です。これは非常に大切な考えなので、絶対に否定するべきではありません。言われているように、投資家教育というのは、今本当に日本で必要なことじゃないか、と思います。

お金をつくる人が投資家だとすると、資本家という存在も、もちろんお金をつくる人です。ただ、資本家の場合は、できたお金をどうやって使うかということをきちんと考えて、実行できる人です。それは、もしかしたら自分の会社に再投資かもしれませんし、ほかの人の会社へのベンチャー投資かもしれないし、もう上場している会社かもしれない。場合によっては、お話をさせていただいた社会貢献という、すごく長い時間の超長期の投資なのかもしれない。お金を賢く使うのが資本家ではないか、と思っています。

昔は資本家階級と労働者階級とはっきり分かれていて、本当に一部の人しか資本家になれなかった。それは本当にマルクスの時代はそうだったかもしれません。今の時代を考えると、資本市場の1つの大きな勢力になっているのは年金基金です。一般の労働者というか、サラリーマンとか働いている人たちのお金です。昔の資本家階級、労働者階級という定義が結構壊れている。

それだけではなくて、日本というのは、今の世界の中で、考えによってはおもしろい立

場にいるのではないかとと思っています。それはどういうことかということ、大資本家というのは、日本ではなかなかできないのかもしれませんが、今の日本はプチ資本家をたくさん世界に創出する可能性を秘めているのではないかと、ということです。

団塊の世代を例にとると、株に投資した投資家ではないかもしれませんが、長年自分を1つの会社に投資したような人たちです。それである程度のお金をつくることができた。しかし、これから、そのお金をどのように使うか。すべて使ったら自分の生活もあるので、もちろん無理がない範囲で使う。それがいろいろな形で社会にお金が循環することになると、日本というのは、少し思想をシフトするだけで、世界の中も「プチ資本家」をどんどん創出するような可能性があります。

資本主義というのは、資本の大小ではない。そういうことではなくて、先ほどの共通言語でいうと「想い」という、同じ方向に向いて、おれも参加するよということ、少しだけの資本が積み上がっていくのが資本主義の醍醐味ではないか、と思っています。

私の祖父の祖父は、日本の資本主義の発展に貢献した人物、日本で初めて銀行をつくらした人物です。彼は、銀行をつくる、よく集めるということは当然大切だと言っていますが、同時に、よく散ずる、よく使わなければいけない、ということを行っています。

洪沢栄一は「論語と算盤」という道徳経済合一説で有名ですけれども、本日お話しした機

械論は算盤で、生命論が論語。どちらが大事とか、正確かとか、そういうことではなくて、両方とも我々の将来の繁栄のため、今終わるのではなくて持続的に次世代にバトンタッチできるという意味では、こういう一見異なる価値観が一致することが大切ではないか、と

思います。

長々お話ししてしまいました。ご清聴、ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会(平成20年4月22日)における講演の要旨である。)



「昨日、金融政策決定会合が終わった後の欧米の短期金融市場の動きを見ますと、非常に緊張の高まる展開となりました」。日銀の白川方明総裁にとって初の開催となった9月18日の臨時金融政策決定会合は、定例会合の翌日という異例のタイミング。欧米の有力金融機関でさえドル市場で資金が取れず、資金ショートしかねない最悪の事態が目前に迫っていたことを如実に物語るエピソードとなった。

これまで欧米の主要中央銀行が協調して行ってきた流動性供給は、ニューヨークやロンドンなどのドル資金市場を舞台にした措置。国内の短期金融市場が円に限定されている日銀としては手の出

異例のタイミング

しようがなく、「これらの措置を歓迎し、国際金融市場の安定確保に貢献することを期待する」という「いわば蚊帳の外」(市場関係者)の総裁談話を発表するのが山だった。

だが、今回は事情が大きく異なる。昨年8月に米サブプライム住宅ローン問題が深刻化して以降、米連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)が先導して巨額の流動性供給を行ってきたにもかかわらず、欧米のインターバンクの機能は回復しないどころか、ますます機能不全の度合いを強めている。

決定的だったのは、米証券大手リーマン・ブラザーズの破たんだった。欧米の資金市場は凍りつき「ドル資金市場はメルトダウン寸前の状況」(外資系銀行)に陥っ

た。欧米勢の「突然死」が現実になりつつあった。

日銀が今回、東京市場でのドル資金供給という前例のない措置に踏み切ったもうひとつの理由は、金融政策の誘導目標とする無担保コール翌日物金利の上昇圧力が高まったことだ。ドル資金の確保に苦しむ海外勢が、東京市場で円を調達してドルに転換する動きを強めており、混乱が「円の問題に跳ね返ってくる可能性が高まってきた」(白川総裁)。

欧米に比べて比較的安定している東京市場を舞台に、先進7か国財務相・中央銀行総裁会議(G7)の一員としての責務を果たした白川総裁。だが国際金融市場の緊張は収まっておらず、引き続き次の一手を模索することになりそう