

令和3年度 内閣府委託調査

休眠預金を活用した出資・貸付に関する先行事例調査(第2弾)
報告書

令和4年3月

PwC コンサルティング合同会社

目次

1.調査の背景と目的.....	3
1-1.背景及び目的.....	3
1-2.調査手法.....	3
2.調査結果.....	3
2-1.制度概要.....	3
2-2.Blended Finance の運用事例.....	14
(1)ACCESS による Blended Finance の取り組み.....	14
(2)Growth Fund の事例.....	15
a.概要.....	15
b.社会的投資家の選定.....	15
c.資金提供のブレンド方法(助成金/ローン).....	21
(a) Growth Fund の原資.....	21
(b) ブレンド手法(BSC/ACCESS から社会的投資家への資金提供).....	22
(c) ブレンド手法(社会的投資家から慈善団体及び社会的企業への資金提供).....	25
d.ファンドの運用事例.....	27
e. Growth Fund の実績.....	31
f. Growth Fund の成果.....	32
(a) 社会的投資市場の拡大.....	32
(b) 慈善団体や社会的企業の経済的強靱性の向上.....	34
(3)Growth Fund 以外の Blended Finance プログラム概要.....	35
a. Local ACCESS.....	35
b. COVID-19 Related Emergency Support.....	36
2-3.運用体制.....	37
(1) ガバナンス.....	37
a. Oversight Trust から BSC/ACCESS 等へのモニタリング.....	37
b. Blended Finance プログラムのガバナンス・運営体制.....	39
c. Growth Fund のガバナンス・運営体制.....	40
(a) 共同投資委員会によるガバナンス.....	40
(b) ACCESS によるガバナンス.....	41
(c) BSC、National Lottery Community Fund によるガバナンス.....	43
(d) Ecorys 及び ATQ Consultants によるガバナンス(プログラム評価).....	45
d.その他:民業圧迫への考慮.....	45
e.総括.....	46
(2) 人材.....	47
2-4.キャパシティ・ビルディング.....	48
(1)ACCESS によるキャパシティ・ビルディングの取り組み.....	48
(2)BSC と ACCESS 共同での取り組み.....	53
参考 1:現地ヒアリング調査結果.....	55
参考 2:参照サイト一覧.....	61

本件調査業務及び報告書は、PwC コンサルティング合同会社が委託を受けて実施、作成したものである。

1.調査の背景と目的

1-1.背景及び目的

我が国の休眠預金等活用法においては、助成・出資・貸付けによる団体への支援が認められているが、現時点においては、助成のみが実施されている。休眠預金の活用において先行する英国の事例を調査することにより、我が国の休眠預金等活用制度における出資・貸付けの在り方、手法等を検討するに当たっての示唆を得ることを目的とする。

休眠預金を活用した出資・貸付けの在り方を検討するに当たり、2020年度においては先行事例として英国の Big Society Capital（以下 BSC）及び同団体に係る社会的投資家¹、慈善団体及び社会的企業（日本の休眠預金制度における資金分配団体・実行団体に相当）に対し、投資の現状を把握すべく具体的な条件やポートフォリオ、出口の考え方等に関する調査が実施された。日本の休眠預金等活用が助成から出資・貸付けへと裾野の拡大を検討しているのに対し、英国は出資・貸付けから助成へと業務の裾野を拡大する方向にあり、助成と貸付けを連携して実施する仕組みの重要性が認識されてきている。

英国における“助成と出資・貸付けを組み合わせた資金提供を行う資金提供手法”（以下 Blended Finance）について、ACCESS を中心とした運用実態や、そのルール、ガバナンスに関する調査を行うものである。

1-2.調査手法

具体的な調査方法として、Blended Finance の中核を担うプレイヤーである ACCESS、BSC の役割及び ACCESS が提供する Blended Finance プログラム（及びその他のプログラム）についてデスクトップリサーチを行った。

また、デスクトップリサーチでは取得が難しい情報について、ACCESS の Director of Programmes である Neil Berry 氏、BSC の Senior Investment Director の James Burrows 氏、その他関係者にヒアリングを行い、背景や周辺情報の補填を行った。

2.調査結果

2-1.制度概要

・英国における休眠預金活用スキームの概要

英国における休眠預金活用スキームは、2008年に成立した「銀行及び住宅貯蓄貸付組合休眠口座法」(Dormant bank and Building Society Accounts Act)に基づいて設計されている。同法は、イングランド、ウェールズ、スコットランド、北アイルランドの銀行や住宅貯蓄貸付組合の休眠預金を、Reclaim Fund という独立したファンドに移管し、預金者からの払い戻しリクエストに応じたうえでの余剰資金を、社会及び環境の目的のために活用するということが定められている。同法によると、Reclaim Fund の余剰資金は「休眠口座資金」として Big Lottery Fund (BLF)²に移管され、BLF がイングランド、ウェールズ、スコットランド、北アイルランドに分配する。この際、イングランドの休眠口座資金の活用方法として定められた内

¹ 本報告書において社会的投資を“経済的リターンと社会的裨益を得るための投資行動”として定義する。なお、投資行動とは、投資（株式・債券）、融資、リース等、金銭的リターンを求める一切の金融取引を差し、寄付、補助金・助成金等は対象外とする。尚、本定義は GSG 国内諮問委員会による“[インパクト投資に向けた提言書 2019](#)”を参考にしてしている。

² Big Lottery Fund は 2019 年に National Lottery Community Fund へとブランド名を変更している。

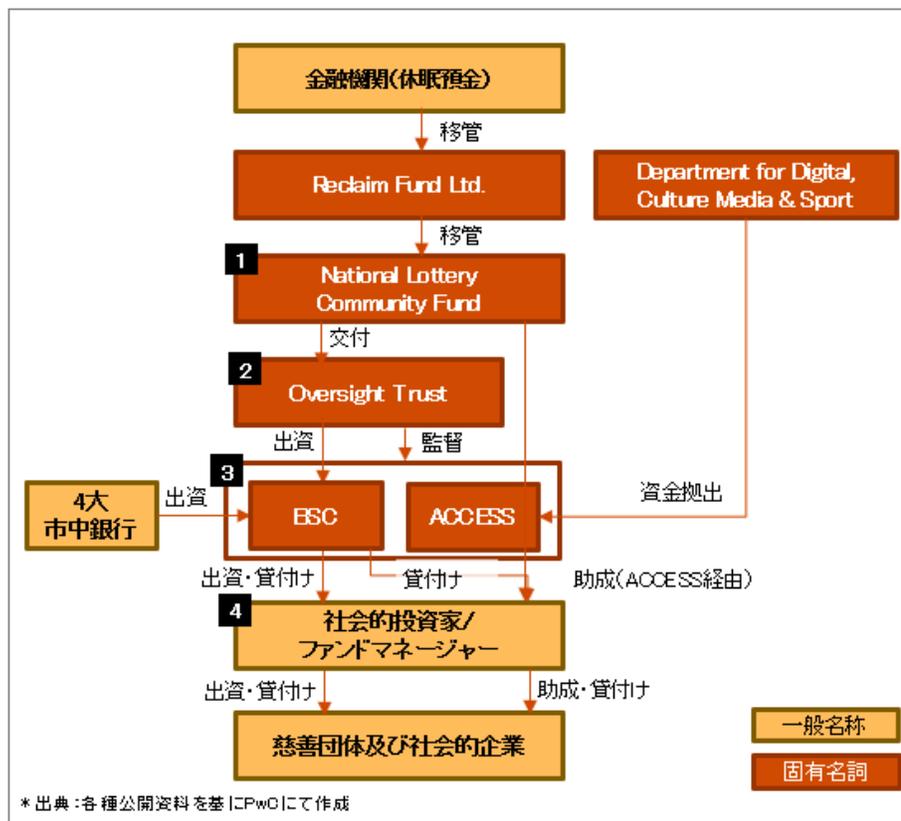
容のひとつが、社会的投資のホールセラー(a social investment wholesaler) への資金配分である。この、社会的投資のホールセラーとして 2012 年に設立されたのが、Big Society Capital である。

その後、2015 年に ACCESS(詳細は後述)が、2019 年には 若者の雇用促進をはかる「Youth Futures Foundation」と金融包摂に取り組む「Fair4All Finance」が新たに設立され、2022 年時点でイングランドでは、これら 4 つの機関が National Lottery Community Fund が分配する休眠口座資金を Oversight Trust を経由して受領している。(以下図では、「Youth Futures Foundation」と「Fair4All Finance」は省略している)

これらの 4 つの機関への分配金額については、政府が決定する。ACCESS へのインタビューによると、政府は、いつでもだけの休眠口座資金がリリース可能であるかの評価を実施しており、概ね 4 年～5 年で利用される金額をまとめてリリースすることが多い。休眠資金を活用する 4 つの団体は、休眠資金のリリースについて数か月前に通知を受け、どの程度の金額を何に活用するかについてリクエストを提出、政府による検討を経て最終的な決定が下されるという。

また、これらの 4 機関が、それぞれのミッションに則った活動を実行し、成果を出しているかを Oversight Trust が監督し、4 年に一度アセスメントレポートという形で公表している。このレポートは、各機関の活動の成果を示し、今後の方針や政策の方向性に向けた示唆を出すという意味で重要な位置づけを果たしている。

なお、英国では 2022 年に新たに「休眠資産法」(Dormant Asset Act)が承認され³、従来対象としていた銀行及び住宅貯蓄貸付組合の休眠預金に加え、その他のさまざまな金融機関が運用している資産も加わることになった。具体的には、保険、証券、年金、その他の多様な金融資産が含まれることになり、金額規模が一気に拡大することとなる。新たな「休眠資産法」下でのスキーム構築について、現在英国では大規模な議論が進められている。



【図1 英国における休眠預金等の利用に関するステークホルダー(BSC/ACCESS を中心に)】

³ 出典：Reclaim Fund Ltd., “Dormant Assets Act 2022”, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.reclaimfund.co.uk/dormant-assets-bill-receives-royal-assent/>

以下、Blended Finance の活用に関する主要なステークホルダーについて概要を記載する。

① National Lottery Community Fund:

英国においては Reclaim Fund と BSC/ACCESS 等の間に資金分配を担う組織 (National Lottery Community Fund) が存在する。同組織は基本的には資金分配のチャネルとの位置づけとなり、制度全体に対する機能としては大きな影響は及ぼしていない。(ACCESS 担当者へのヒアリングでは、Reclaim Fund と BSC/ACCESS の間に National Lottery Community Fund が入っているのは、制度施行開始時点で、資金分配をするためのハブ機能を National Lottery Community Fund が有していたためであり、深い意図はないとの発言があった。)

一方で、休眠預金制度開始前から存在している財団としての側面もあるため、初期の Blended Finance プログラム (Growth Fund) に対しては自己資本 (宝くじ基金やその他の基金の運用益⁴) からの助成を行う等、資金の出し手としての役割も果たす等の柔軟性を有している。

② Oversight Trust:

Oversight Trust は、BSC や ACCESS といった団体に対する監督機能を有し、監督先団体がそのミッションを果たしているかという観点で4年に一度レポートを作成・公表している。また、BSC に対しては7割弱の株式を保持し、強い監督権限を持つ。

③ BSC/ACCESS:

英国においては金融仲介機関に対する資金の出し手が BSC、ACCESS 等、複数存在し、社会的インパクト投資市場の成熟度に応じた資金提供が行われている。かつては休眠資金のホールセラーは BSC のみだったが、対象を Blended Finance や助成金の拠出に広げるため担い手を拡大した。成熟度の高いマーケットに対しては BSC が出資・貸付けを行う、成熟度が低いマーケット、もしくはマーケットが存在しない領域に対しては ACCESS が Blended Finance を提供する等の棲み分けを行うことで、金融仲介機関やその先の慈善団体及び社会的企業の成熟度に応じた資金の提供を可能にしている。

以下、BSC および ACCESS について詳述する。

・Big Society Capital (BSC) 概要	
組織概要	<p>【設立の背景】</p> <p>英国における社会的投資の市場を発展・促進することを目的として 2012 年に設立された金融機関であり、政府からは独立した民間金融機関である。FCA (金融行動監視機構) の承認を受けている。</p> <p>背景として、2008 年の「銀行及び住宅貯蓄貸付組合休眠口座法」成立を経て、2009 年に英国内閣府が “Social Investment Wholesale Bank: a consultation on the functions and design” というレポートでホールセラーの設立構想を発表したことが挙げられる。その後、2010 年の総選挙後のキャメロン首相が、イングランド地域に配分される休眠口座資金を使って「Big Society Bank」(後に「Big Society Capital」へ変更。)を設立することを表明し、2011 年のロナルド・コーエン卿 (BSC の初代会長) と Nick O’Donohoe 氏 (BSC の初代 CEO) によるプロポーザル等を経て設立された。</p> <p>【主たる役割】</p> <p>・ BSC は社会的投資のホールセラーとして、社会的投資を実施する金融仲介機関 (Social Investment Financial Intermediaries: SIFI) に出資・貸付け等の資金提供を行うことで、民間の社</p>

⁴ 参考: Big Lottery Fund, “Big Lottery Fund Annual Report 2014 – 2015”, 2022 年 3 月 28 日閲覧, https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/pub_annual_report_big_2015.pdf?mtime=20190110121934&focal=none

	<p>会的投資機関をサポートし、社会的投資市場の発展を推進し、エコシステムを形成する役割を担う。</p> <p>【活動原資】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・休眠口座資金を財源とする Oversight Trust⁵ からの出資(4億2,500万ポンド)及び民間の4大銀行(Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group, Royal Bank of Scotland)による出資(2億ポンド)が原資となっている。 <p>【補足事項】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2021年には資産運用会社大手の Schroder とのパートナーシップで新たに「Schroder BSC Social Impact Trust plc」を設立し、7,500万ポンドの資金調達を成功させる等、休眠口座資金を原資とした投融資にとどまらない活動を展開している。 								
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・Oversight Trust が株式の68.1%を保有している。BSCは四半期毎に Oversight Trust の理事会に財務実績、活動、戦略計画を報告し、報酬方針の変更、理事会やCEOの任命などの特定の決定についても、Oversight Trust と協議している。また、Oversight Trust はBSCに対する独立レビューを少なくとも4年に1度実施する。 								
社会的投資の手法	<p>【投資対象】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・社会的投資を実施する金融仲介機関(SIFI)であるファンドマネージャーに対する投資を行う。あくまでホールセラーであるため、自らファンドを設立等はせず、社会的企業等への直接的な資金提供も行わない。慈善団体や社会的企業に対する直接の投資・融資を実施しないことで、民間の金融仲介機関の役割と競合が起こらないように留意がされている。 <p>【投資手法】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資タイプは、「チャリティ債⁶」「デット(貸付け)⁷」「エクイティ⁸」「ファンドマネージャーへのファイナンス⁹」「アウトカム契約¹⁰」「プロパティ投資¹¹」の6種類に分類される。また、調査時点での戦略的な重点分野は下記の4分野となる。 <table border="1" data-bbox="391 1192 1448 1440"> <tr> <td>Social property</td> <td>アフォーダブル・ハウジング等の不動産投資ファンドへの投資</td> </tr> <tr> <td>Impact venture</td> <td>社会課題解決に寄与するイノベティブなスタートアップを対象としたベンチャーキャピタル等(主にエクイティ・ファンド)への投資</td> </tr> <tr> <td>Social outcomes</td> <td>アウトカムファンドへの投資</td> </tr> <tr> <td>Social lending</td> <td>デット・ファンドやチャリティ債ファンド等への投資</td> </tr> </table>	Social property	アフォーダブル・ハウジング等の不動産投資ファンドへの投資	Impact venture	社会課題解決に寄与するイノベティブなスタートアップを対象としたベンチャーキャピタル等(主にエクイティ・ファンド)への投資	Social outcomes	アウトカムファンドへの投資	Social lending	デット・ファンドやチャリティ債ファンド等への投資
Social property	アフォーダブル・ハウジング等の不動産投資ファンドへの投資								
Impact venture	社会課題解決に寄与するイノベティブなスタートアップを対象としたベンチャーキャピタル等(主にエクイティ・ファンド)への投資								
Social outcomes	アウトカムファンドへの投資								
Social lending	デット・ファンドやチャリティ債ファンド等への投資								

⁵ 正式名称は The Oversight Trust - Assets for the Common Good (旧 Big Society Trust)。Oversight Trust は、BSC の他にも ACCESS、Youth Futures Foundation、Fair4All Finance の監督を行っている。

⁶ 慈善団体や社会的企業によって発行される債券。債券市場において、機関投資家や個人の投資家からの投資を受けることが可能。銀行による融資よりも大規模かつ制限が少ない無担保貸付という特徴がある。

⁷ 一定期間内での返済が必要とされる資金の貸付け。ほとんどの場合は利息の返済を伴う。

⁸ 対象組織の株式の取得。投資家は、対象組織の利益の一部を受け取り、また、組織運営に対する発言権を持つ。

⁹ 社会的投資家や、その支援をする団体への運転資金の提供。

¹⁰ アウトカムファンド等の成果連動型契約(成果に応じた報酬が後払いされる)。BSCは同契約における初期資金の提供を実施。

¹¹ ホームレス問題等に取り組む慈善団体に不動産をリースで提供するファンドへの、不動産購入資金の提供。



Social property



Impact venture



Social outcomes



Social lending

各分野において必要とされる金融知識やスキルセットが異なる(例えば、Impact venture に関しては将来的にスケールするビジネスモデルやビジネスアイデアに対する目利き力、Social lending については投資対象者の経営の安定性に対する目利き力等、要求されるナレッジが異なる)ため、上記の領域ごとにチームが組成され、各領域に特化したスキルを持った人材の確保、育成が行われている。

* 出典: [BSC ウェブサイト: Our approach](#) (2022年3月28日閲覧)

社会的投資の実績

【投資残高】

- ・BSC の投資契約総額は 8.2 億ポンドである。また、BSC は他の投資家との共同投資も多く行っており、共同投資を合わせた投資契約金額の総額は、25 億ポンドにのぼる。
- ・BSC は社会的投資市場のエコシステムを形成することを重視しており、こうした他の投資家からの資金の呼び込みを積極的に行っている。休眠口座資金の受領が横ばいであるなか、共同投資を合わせた投資契約金額は大幅に伸びており、BSC のエコシステム形成活動の成果であると言える。

Key stats

£820m

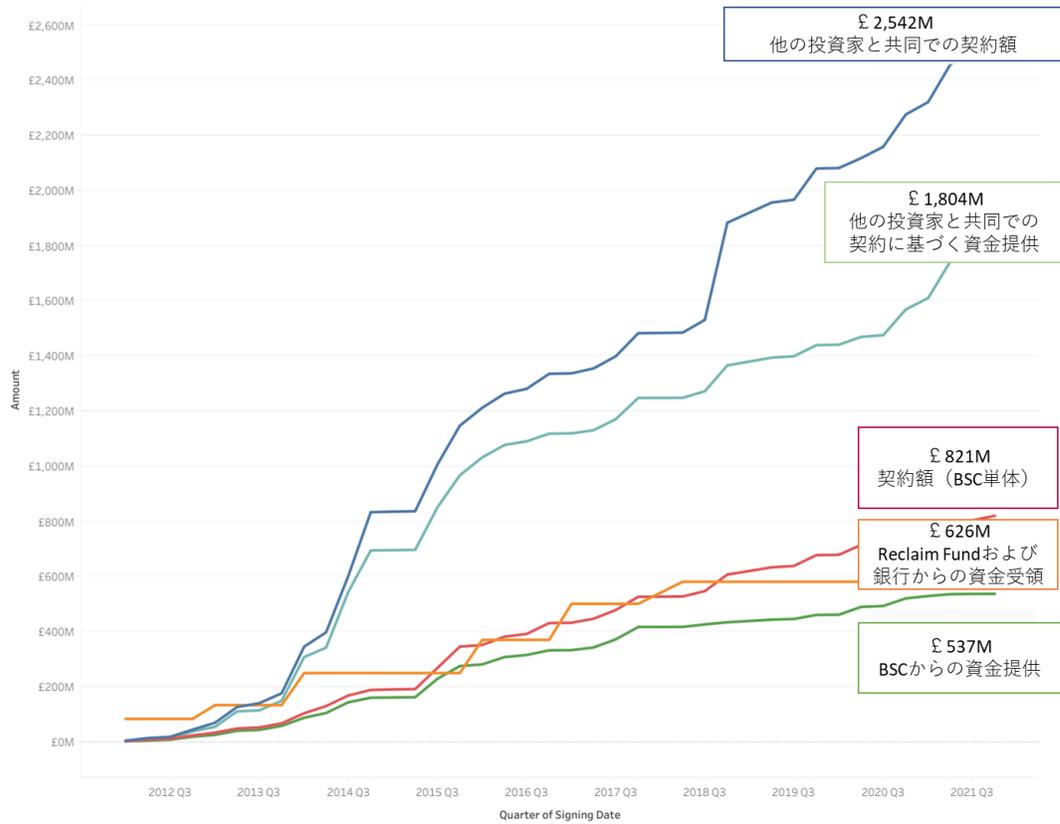
Total amount of signed Big Society Capital Investments

£2.5bn

Total amount of signed capital from other investors alongside us

£540m

Total amount of capital drawn down by fund managers and social banks from Big Society Capital

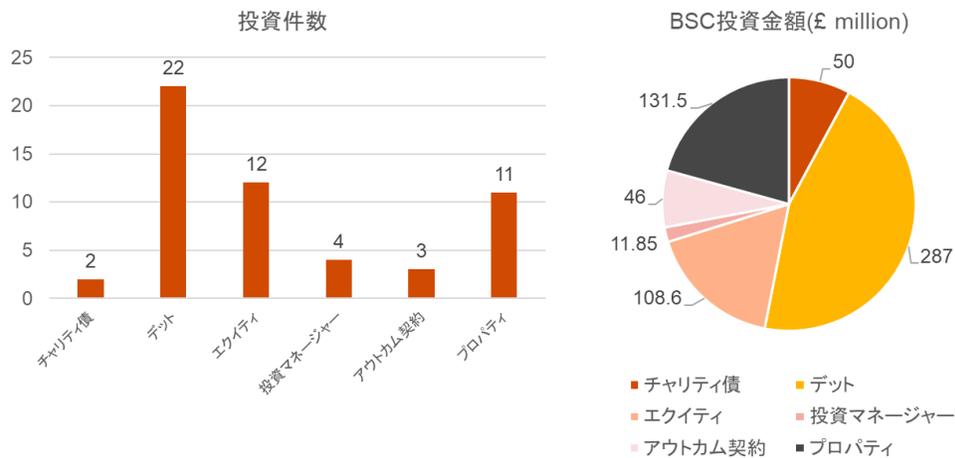


* 出典: [BSC ウェブサイト: Investment numbers](#) (2022年3月28日閲覧)

【図2 BSCの投資実績データ】

ポートフォリオ

・2022年3月時点での投資件数はデット、エクイティ、プロパティ投資が最も多く、投資残高約6.3億ポンドを投資タイプ別で見ると、デット、エクイティ、プロパティ投資の合計が約5.3億ポンドと、約83%を占める。



* 出典: [BSC ウェブサイト: Portfolio](#) (2022年3月28日閲覧)

【図3 投資タイプ別の投資件数(2022年3月時点)】 【図4 投資タイプ別の投資残高】

上記のように、2008年の「銀行及び住宅貯蓄貸付組合休眠口座法」に基づき社会的投資のホールセラーとして設立されたBSCが、社会的投資を行う金融仲介機関への資金提供を実施してきたが、BSCの姉妹団体として2015年に新たに設立されたのが、「ACCESS – The Foundation for Social Investment」である。ACCESSは、政府、BSC及びNational Lottery Community Fund(NLCF, 旧Big Lottery Fund)の協力のもと、Oversight Trustにより新たに設立され、10年間の期限付き組織(～2025年)として活動しており、主に慈善団体や社会的企業が社会的投資市場にアクセスできるようになるための支援を担っている。

設立の経緯として、2020年度内閣府委託調査「休眠預金を活用した出資・貸付に関する先行事例調査」によると、BSCで投融資を実施してきたなかで、規模が小さい主体(慈善団体や社会的企業)を支援する場合に、投融資だけではなく助成も加えたBlended Financeの必要性が明らかになったことから、政府との協力によりACCESSの設立につながったとされている。また、ACCESSのウェブサイトでは、その設立背景について、下記の説明¹²がなされている。

“ボランティアセクター¹³が果たすべき役割が増えているのに対し、行政からの委託業務や寄付金は2010年を境に減少し、状況の改善のため、ボランティアセクターの運営における実効性・効率性の向上が求められた。英国政府によるBSCの設立等の活動が、社会的投資市場の広がりや、慈善団体や社会的企業の体質改善(寄付ではなく投資を原資とした経営への転換)に一定程度寄与してきた。しかし、慈善団体や社会事業の大半は自分たちのみが変化を求められることや、社会的投資が投資家目線(スケーラビリティや投資リターン¹⁴の追求、リスク転嫁¹⁴、協調よりも競争を求める姿勢)で行われていることにネガティブな印象を持ち、社会的投資市場はボランティアセクターの多様な活動をサポートするものではないという認識が醸成された。ACCESSはそういった慈善団体や社会的企業に対して、一方的な変革を求めるのではなく、変革をサポートするとともに、助成金を活用しつつ、社会的投資市場を慈善団体のニーズに合ったものに進化させることを目的に設立された”

以下にACCESSの概要を記載する。

・ACCESS 概要	
組織概要	<p>【設立経緯】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2015年に英国内閣府(現在はDCMS省)、BSC及びNational Lottery Community Fundの協力のもと、Oversight Trustにより新たに設立された機関であり、組織の種別は保証有限責任会社の形態を持つ、Charitable Company(チャリティ会社)¹⁵である。 <p>【主たる役割】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・慈善団体や社会的企業が社会的投資市場にアクセスするために、かねてより論じられていた以下2つの課題に対峙することを目指している: <p>①社会的投資のスキームは、慈善団体や社会的企業のニーズにより適したものとなるべきである。(現状提供されている投資スキームでは、スケーラビリティや投資リターン¹⁴の追求、リスク転嫁目的の投資、協調よりも競争を求める姿勢が強く、ニーズにマッチしていないとの問題あり。)</p>

¹² ACCESS [ウェブサイト](#), THE STORY SO FAR

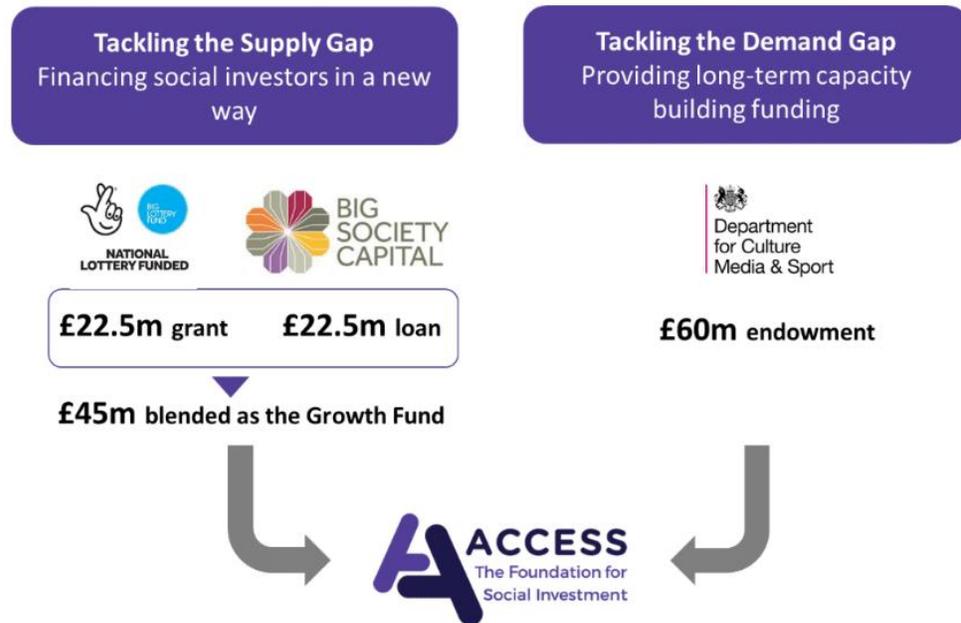
¹³ 民間、官公庁に属さない第三セクター。この場合は、慈善団体や社会的企業等、公益に資する活動を行う事業体の総称。

¹⁴ 社会的投資家が、投資先との契約において担保や第三者からの保証等を得るなどして、投資リスクを他者に転嫁すること

¹⁵ 2006年英国チャリティ法によって導入されたチャリティ向けの法人格。貧困救済または防止、教育の振興といった公益に資する活動を行うことを目的とし、事業活動収益に対する一定の免税措置を受ける。

②慈善団体や社会的企業が、社会的投資によるベネフィットを享受するためには適切なサポートが必要である。(特に、投資を受けるために必要となる、経営の安定化や投資家との繋がり等について支援が必要。)

つまり、社会的投資における供給側(投資家や投資スキーム)、需要側(慈善団体・社会的企業)のそれぞれに課題があることを前提に、ACCESS は双方の視点での支援を実施し、社会的投資市場における需給のギャップ解消を目指している。



* 出典: ウェブサイト (2022年3月28日閲覧)

【図5 社会的投資エコシステムにおける ACCESS の役割】

・2018年～2023年の5か年計画では、以下の3点を掲げている:

- ①さまざまなアクターと連携して、幅広い企業育成活動を支援するために4,000万ポンドを活用(慈善団体や社会的企業が収入をより多く得られるよう支援し、特に社会的投資を活用しやすいようなビジネスモデル開発を目的とする);
- ②ブレンデッドファイナンスモデルをマネジメント及び推進し、慈善団体や社会的企業と、社会的投資家との間のギャップを解消する;
- ③プログラムの実施や、社会的投資のニーズに耳を傾けることをとおして、得られた知見を分かりやすく、長期的に活用できるシステムとして構築していく

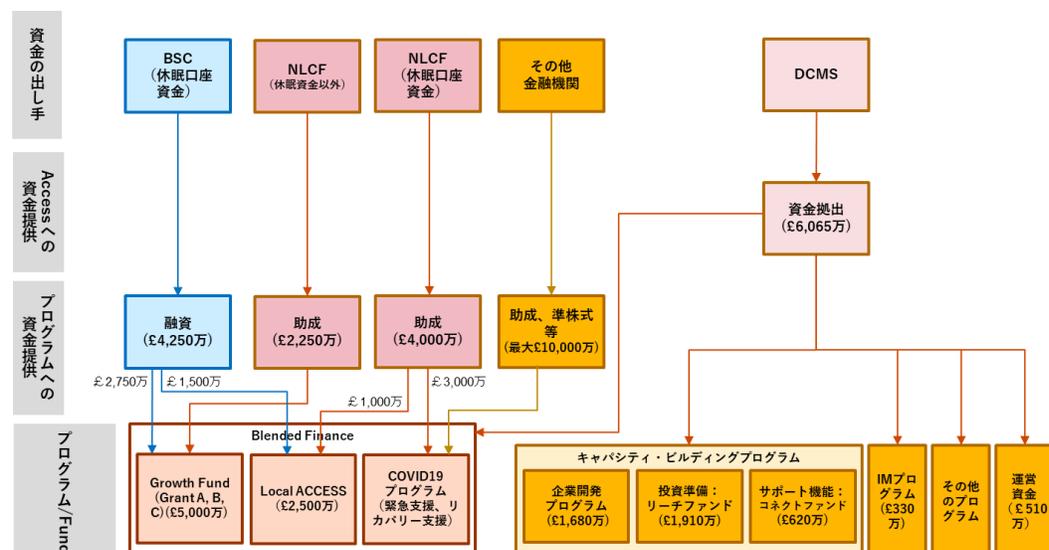
【補足事項】

・10年間の期限付き組織(～2025年)である点について ACCESS へのインタビューで確認したところ、そもそも ACCESS が設立された背景には、社会的投資市場が上手く機能していなかったという現状があり、ACCESS には市場を変える(社会的投資の仕組みを変える)ことが期待されたという点がある。10年間をかけて社会的投資の市場を変革させる役割を果たし、その変化が持続可能なものとなるように活動している。また、(後述のとおり)ACCESS の活動資金は政府からの6,000万ポンドの資金拠出に基づいているため、現実的にも約10年間で資金が消化される想定である。一方で、他の多くの組織から、継続すべきだとの声が挙がっており、特に休眠口座資金が ACCESS に配分される場合は、Blended Finance を継続して実施していくべ

	<p>きとの意見が多い。ACCESS の継続に関しては、後述の Oversight Trust によるモニタリングのレポートの中でも、そのメリット(期限があることにより、ボランティアセクターの変革により焦点を当てた活動ができる)、デメリット(成果を出すために 10 年は短すぎる、ACCESS の活動を終了させた後に再度必要性が認められた場合、再立ち上げに時間がかかる)に関する議論が行われ、まだ結論は出されてはいない。</p>
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・BSC と同様に、Oversight Trust の監督を受ける。 ・取締役会はチャリティ・ガバナンス・コードを遵守し、定期的なレビューを通じてコンプライアンスを確保する。 ・Oversight Trust は ACCESS に対する独立レビューを少なくとも 4 年に 1 度実施する。
活動概要	<p>【概要】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・活動内容は主に、慈善団体や社会的企業の支援(企業開発¹⁶やその他のキャパシティ・ビルディングや、投資に向けた準備の視点での助成金提供)、Blended Finance のプラットフォーム開発・提供、ナレッジの蓄積・共有であり、資金の出し手は以下となっている。 ・ACCESS の活動資金として、政府(DCMS 省)が 2015 年に 6,065 万ポンドの公的資金を拠出している。この資金は主に、慈善団体や社会的企業の支援プログラム、ACCESS の運営資金に充てられている。 <p>【Blended Finance】</p> <p>a. Growth Fund</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2015 年に ACCESS、BSC、NLCF のパートナーシップで設立された Blended Finance プログラム「Growth Fund」(詳細は後述)では、Blended Finance のうち助成金分の 2,250 万ポンド及び ACCESS のオペレーションコスト 100 万ポンドを合わせた計 2,350 万ポンドが、NLCF から拠出されている(Blended Finance のローン部分は、BSC が休眠口座資金から 2,750 万ポンドを拠出)。ACCESS へのインタビューによると、Growth Fund については、助成と融資を組み合わせた Blended Finance のスキームを採用することは決まっていたが、Fund 立ち上げ当時は ACCESS が設立されておらず、休眠預金を助成金として活用できる団体が存在しなかった(前述の通り、BSC は市中銀行の出資を受けているため、助成という投資手法は取れない)ため、NLCF が自己資金から助成金を拠出している。(ACCESS 設立後に新規に組成された Fund (Local ACCESS、COVID 19 プログラム)では、ACCESS が休眠預金を原資とした助成金拠出の役割を担うため、NLCF による自己資金の提供は行われていない。) 2022 年 3 月時点で Growth Fund は新規資金の提供を終えているが、同年に新たに休眠口座資金から配分される 2,000 万ポンドを基に、後続プログラムが開始される予定となっている。 <p>b. Local ACCESS</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2018 年に Blended Finance の 2 号案件としてローンチされた「Local ACCESS」では、助成金分の 1,000 万が NLCF から休眠口座資金として配分されている。(Blended Finance のローン部分は、BSC が休眠口座資金から 1,500 万ポンドを拠出) <p>c. COVID19 プログラム</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2021 年には、新たに 3,000 万ポンドが、NLCF から休眠口座資金として配分されており、この資金は COVID19 に関する緊急支援(助成金)や、他の金融機関(社会的投資家)と共同での Blended Finance のプログラムで用いられることになっている。

¹⁶ 慈善団体や社会的企業が新規の企業モデルの導入や、既存の企業モデルを発展させることで経済的強靭さを身に着けること

以下に、ACCESS の主要な活動とその資金提供の流れを示す。Blended Finance(特に一号ファンドである Growth Fund)及びキャパシティ・ビルディング・プログラムの詳細については、2-2.Blended Finance の運用事例、2-4.キャパシティ・ビルディングをそれぞれ参照されたい。



* 出典: Oversight Trust, Jun 2021, “ACCESS: The foundation for Social Investment Quadrennial Review Final Report”。

2022年3月28日閲覧, ウェブサイト

* 上記2つの出典で金額が異なる場合は、ウェブサイトの金額を参照している

* 少額なプログラム等は割愛しているため必ずしも合計額は一致しない

【図6 ACCESSへの資金の流れ】

④ 社会的投資家:

BSC/ACCESSからの資金の提供先は、社会的投資家(Fund)となっており、慈善団体及び社会的企業への直接の資金提供やその他のサポートは教育プログラム(図6のキャパシティ・ビルディング・プログラム、等)を除き行われていない。これにより、BSC/ACCESSは慈善団体や社会的企業への投資を行う民間のインパクト投資家と競合せず、むしろインパクト投資家の支援者としての役割を果たしている。

また、社会的投資家は慈善団体及び社会的企業に対して休眠預金を原資とした助成、貸付けを実施している。慈善団体及び社会的企業への出資については、その資産をコミュニティの利益のために活用するため、アセットロック(資産処分制限)という仕組み等のもと、対象がかなり限定される。しかし、出資に近い投資手法については、Flexible Financeといったプログラムにおいて検討がなされている。いずれにせよ、助成のみではなく、貸付けや出資(に準ずるファイナンス手法)を用いることにより、資金の受け手である慈善団体及び社会的企業に、経済的に持続可能な事業活動の実施を促している。

同レイヤーにおいて、インパクト投資市場における資金の提供者(需要側)の育成に重点が置かれている。

制度全体を通して見ると、英国における休眠預金制度の活用においては、インパクト投資市場における資金の出し手(金融仲介機関)及び資金の受け手(慈善団体及び社会的企業)を異なる階層として捉えている点に大きな特徴があると考えられる。社会的投資家を通して慈善団体及び社会的企業に休眠預金制度の資金を提供することで、インパクト投資市場の発展という効果が追及されており、その成果については、新規にマーケットに参入した慈善団体や社会的企業の数や提供された資金額が、BSC、ACCESSのウェブサイトにて公開され、また、Oversight Trustによる監督レポートにお

いても公開されている。

また、BSC、ACCESS が提供するインパクト投資家や慈善団体及び社会的企業向けの教育プログラムや、双方の対話を促すプログラムが、英国におけるインパクト投資市場の発展をより促進させるものとなっていると考えられる。

2-2. Blended Finance の運用事例

(1) ACCESS による Blended Finance の取り組み

「2-1. 制度概要」でも前述のとおり、ACCESS は、2018 年～2023 年の 5 か年計画でも明示されているように、Blended Finance を推進している。なお、ACCESS では Blended Finance を、「助成金と repayable finance (回収可能な資金) の組み合わせ」と定義しており、「例えば、ファンドマネージャーが少額の融資を実施しつつより多くのリスクを吸収できるようにするために、ローンファンドに助成金を組み込むケースや、助成金と同時に提供される無担保ローンなど、様々な形態がある」としている。¹⁷

ACCESS では、2022 年 3 月時点で、以下の Blended Finance のプログラムをマネジメントしている。なお、Growth Fund は 2022 年で Fund 立ち上げ時に提供された資金の払い出しがほぼ完了し、新規資金提供を停止している。また、2018 年に特に脆弱な地域に対するサポートを目的に立ち上げられた Local ACCESS は実施中、2021 年にコロナ禍におけるボランティアセクターのサポートを目的に立ち上げられた COVID-19 の Emergency Support プログラムはクローズ済み、COVID-19 の Flexible Finance for the recovery プログラムについては、未だ資金提供が始まっていない状況である。

【表1 ACCESS の Blended Finance プログラム一覧】

カテゴリ	Blended Finance			
	The Growth Fund (2015～)	Local ACCESS (2018～)	COVID-19 プログラム (2021～)	
COVID-19 Related Emergency Support			Flexible Finance for the recovery	
ステータス	2022年でクローズ予定	実施中	クローズ済み	資金提供未実施
説明	<ul style="list-style-type: none"> Growth Fundは、ACCESS、BSC、National Lottery Community Fundのパートナーシップで、チャリティや社会的企業が成長やビジネスモデルの多様化のために必要とする資金を提供することを目的としている 15の社会的投資家が本プログラムに参加し、それぞれが Blended Financeのファンドを設立しており、チャリティや社会的企業は、これらのファンドを通じて15万ポンド以下のBlended Financeの提供を受けることができる 	<ul style="list-style-type: none"> Local ACCESSは、ACCESSとBSCが共同で設立した地域特化型のプログラムで、不利な立場にある地域において、より強くレジリエントで持続可能な社会経済の発展を支援することを目的としている 対象地域として、2020年時点で以下6か所が選定されている：Bradford; Bristol; Gainsborough; Greater Manchester (Bolton, Oldham, Stockport and Wigan); Hartlepool, Redcar & Cleveland; and Southwark in London 	<ul style="list-style-type: none"> 休眠口座から新たに3000万ポンドの資金を受け取り、社会的投資プロバイダーがCOVID-19危機の影響を受けた、チャリティや社会的企業に利用できる新しいBlended Financeモデルの開発を支援する 上記のうち最大1,000万ポンドは、緊急の短期借入のニーズに対応するために活用する 最終的に、合計600万ポンドの助成金が5つの社会的投資家に分配され、大半は、第一線で活躍するチャリティや社会的企業に対して、融資と並行して助成金として直接提供され、大きな不安や収入源へのダメージがある中で、債務負担が適切かつ手頃になるように配慮された 	<ul style="list-style-type: none"> 上記のうち2,100万ポンドをコミットし、COVID19後の組織に忍耐強く柔軟な社会的投資を提供するためのブレンデッドファイナンスプログラムを提供する Growth Fundや他のアクセスプログラムとは異なる、長期的で潜在的にリスクの高い資金ニーズに対応することを目的としており、同時に、様々なリスク許容度を持つ資本提供者を集め、助成金と融合させることを目指す
ローン原資	£2,750万 BSCからの休眠口座資金	£1,500万 BSCからの休眠口座資金	£1,500万(*) 本プログラムに参加する5つの社会的投資家が拠出 (Social Investment Business, GMCVO、Northstar Ventures、Resonance、CAF Venturesomeの5社)	本プログラムに参加する社会的投資家が拠出 (第1陣として9つの社会的投資家がプロポーザルを提出、そのうち2つのファンドが承認済みの状況)
助成金原資	£2,250万 (+ 運営資金として£100万) National Lottery Community Fundからの助成金(休眠口座資金ではない)	£1,000万 National Lottery Community Fundからの休眠口座資金	最大£1,000万→実際£600万 National Lottery Community Fundからの休眠口座資金	£2,100万 (予定) National Lottery Community Fundからの休眠口座資金

(*)ローンと助成金の合計額から推計

* 出典：[ACCESS ウェブサイト](#)、Blended Finance(2022年3月28日閲覧)をもとにPwC作成

¹⁷ [ACCESS ウェブサイト](#)、BLENDED FINANCE: OUR APPROACH

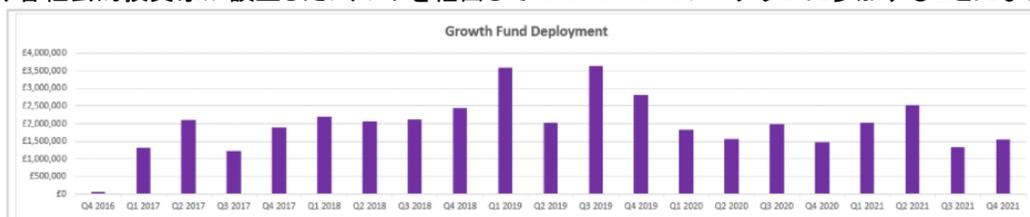
(2) Growth Fund の事例

Blended Finance の一号ファンドである Growth Fund について、事例を紹介する。

a. 概要

ACCESS、BSC、NLCF のパートナーシップで 2015 年に設立されたプログラムで、慈善団体や社会的企業が成長やビジネスモデルの多様化のために必要とする資金を提供することを目的としている。

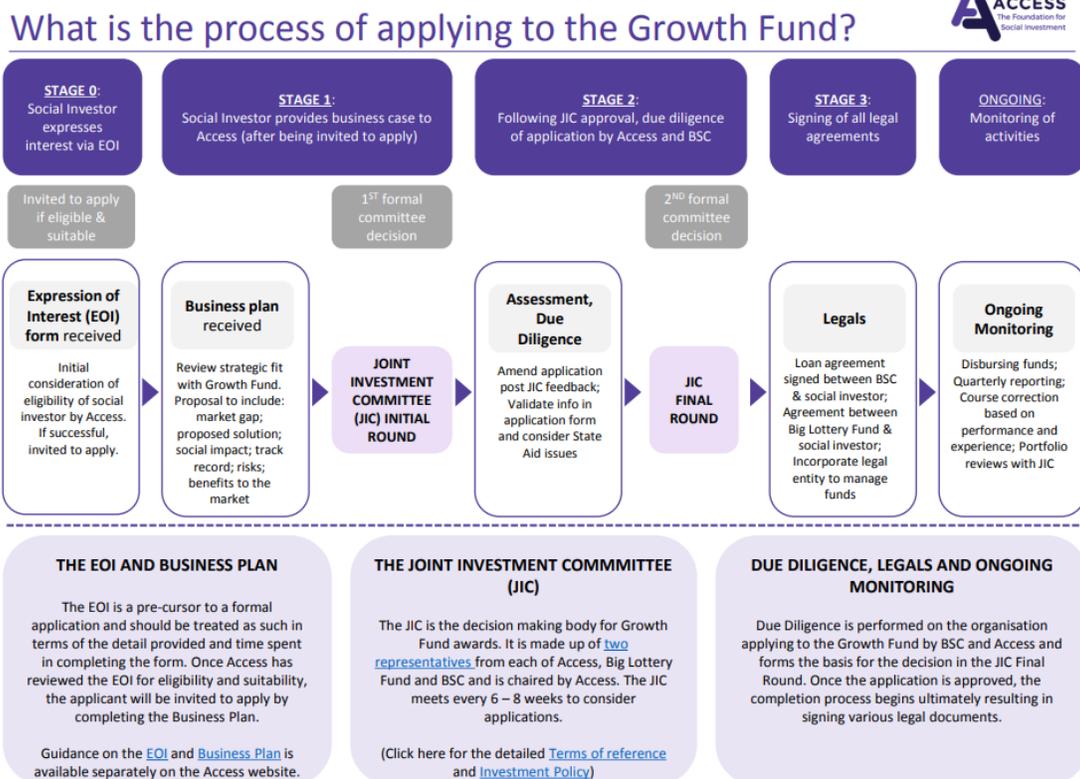
15 の社会的投資家(ファンドマネージャー)が本プログラムに参加しており、それぞれが Blended Finance のファンドを設立している(計 16 ファンド)。慈善団体や社会的企業は、これらのファンドを通じて 15 万ポンド以下の Blended Finance (助成金とローンを組み合わせたプロダクト)の提供を受けることができる。慈善団体や社会的企業は ACCESS に直接申し込むのではなく、各社会的投資家が設立したファンドを経由して Growth Fund プログラムに参加することになる。



【図7 Growth Fund からの資金提供金額推移(助成とローンを含む)】

b. 社会的投資家の選定

ACCESS は社会的投資家を 4 つのステージを通じて選定する(図 8 参照)。



* 出典: ACCESS, 2016, Growth Fund – An Introduction, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <http://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/Growth-Fund-guidance-basics-v3.pdf>

【図8: 社会的投資家の選定プロセス】

以下にステップごとの概要を記載する。

Stage0:応募者による関心の表明(期限なし)

応募者は、ビジネスプランの提出に先んじて、ACCESS のウェブサイトのフォームに記入する形で EOI(関心表明)を提出し、ACCESS によるレビューを受ける。応募要件には以下が含まれる。

- i. イングランドで活動していること
- ii. 助成金を管理する法的権限または法的権力を有していること
- iii. 対象となる慈善団体や社会的企業に対して助成金とローンを組み合わせて、15 万ポンド以下の無担保での投融資を行うつもりであること
- iv. 社会的投資家¹⁸である、もしくは社会的投資家の役割を果たすことができる事業体の連合であること

また、投資の対象となる慈善団体や社会的企業については、下記の通り定められている。

- i. 規制によって定められた組織: 慈善目的を追求する慈善団体、コミュニティ利益会社(CIC)、またはコミュニティ利益団体(CBS)であること。
- ii. 規制による定めのない組織: 上記以外の社会セクター組織(保証有限責任会社(CLG)、株式有限責任会社(CLS)、産業共済組合(IPS))は、下記の条件を満たしている場合に適格となる可能性がある。

1. 使命の固定と事業活動

- ・社会の課題やニーズに対処するという慈善目的に沿った明確な社会的使命を持っている
- ・当該社会的使命に関係し、使命の遂行に資する商業活動を実施している
- ・組織を売却する場合、組織の指導者は、新しい所有者の元でも組織の社会的使命が維持されるように最善を尽くす

2. 利益分配とアセットロック

- ・税引後利益の 50%未満を分配する
- ・余剰金は主として社会的使命の追求に再投資する
- ・組織構成もしくは契約において、社会的目的、配当方針、アセットロックを堅固できる

3. 公益と私的利益、公的資金の使用

- ・入手しやすい価格等、制限や障壁なしに、社会や環境への裨益に資する製品とサービスを提供する
- ・ACCESS のサポートの結果として生じた私的利益は、付随的で最小限であると証明できる
- ・State Aid に関する懸念がない(必要に応じて些少な金額の利用は可能)

4. 透明性

- ・社会的インパクトと慈善目的を明確にし、証明・測定・報告を行う
- ・社会的インパクトに関して独立した監査を受け付ける
- ・公開可能な報酬と福利厚生の方針を具備していること、また、それらの方針は社会セクター組織の市場慣行と比較して、合理的で釣り合いの取れたものであること。

¹⁸ 社会的裨益の創出にフォーカスしており、慈善団体や社会的企業に対して投融資を行う事業体のことを指す。また、ACCESS は単一の事業体ではなく、複数事業体の提携による応募も受け入れている。ACCESS は、社会的投資家の役割を下記の通りに定義している。

- ・慈善団体や社会的企業が必要とする支援のニーズや、資金調達に関する知見を有する
- ・慈善団体や社会的企業との強いネットワークを保有し、該当団体のローン申請に向けた後押しができる
- ・助成金や融資の募集手続を運用する能力や知見を有している
- ・慈善団体や社会的企業が創出する社会的インパクトの詳細や、財務情報を基に、適切な投資判断を行う能力や知見を有している
- ・融資ポートフォリオを積極的に管理し、慈善団体や社会的企業が困難な状態に陥った場合にサポートをする能力や知見を有している
- ・融資ポートフォリオの社会的インパクト、経済的インパクトについてのレポートを行う能力や知見を有している。

(出典: ACCESS, 2016, Growth Fund - An Introduction, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <http://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/Growth-Fund-guidance-basics-v3.pdf>)

Stage1:事業計画の提出(3か月)¹⁹

EOI(関心表明)提出後、適格とされた応募者は、事業計画及びファイナンスモデルを ACCESS に提示する。これらの情報は、Joint Investment Committee (JIC)²⁰によって初期レビューを受ける。

ビジネスプランは、下記の 6 セクションによって構成され、優れた事業計画は下記 5 要素を含むとされている。

//事業計画のセクション

- i. 対峙しようとしている問題
- ii. 解決策
- iii. 社会的インパクトをいかに創出するかのアプローチ
- iv. 応募者の基本情報及び能力
- v. 解決策の運用手順
- vi. リスク分析

//優れた事業計画の要件

- i. 社会的インパクトに焦点が当たっており、社会的インパクトを逆引きする形で事業計画が作られている。“これまで社会的投資市場にアクセスできなかった慈善団体や社会的企業に資金提供を行うことで、どのようにより良い世界が作られるか”、という観点が含まれている。この解答を中心に据えた事業計画は説得力のある提案に繋がる。また、社会的インパクトをいかに測定するかの考慮も重要である。
- ii. 事業計画策定時に置いた仮説に対して、正当な根拠が示されている、または、根拠を示すための能力が示されている。これにより事業計画の信頼性が高まる。(State Aid²¹に関する複雑な法制度への対処を考慮する上でも同様の姿勢が求められる。)
- iii. 申請者の提案する解決策が必要とされているという説得力のある証拠、慈善団体や社会的企業との協働方法、潜在的な応募者とのパイプラインの構築のみならず、どのように資金の需要を喚起しようとしているのが示されている。

¹⁹ 出典：ACCESS, 2016, The Growth Fund - The Business Plan, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/Growth-Fund-guidance-business-plan-V2.pdf>

²⁰ JIC メンバーは、BSC の投資委員会、ACCESS の理事会および Fund (この場合は National Lottery Community Fund) の CEO によって指名され、ACCESS から 2 名 (加えて 1 名が投票権のない委員長として選定)、Fund から代表者 2 名、BSC の投資委員会 2 名で構成される。

(出展：ACCESS, 2018, Joint Investment Committee and Growth Fund Management Group Terms of Reference, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2019/01/JIC-and-GFMG-ToR-Final-1.pdf>)

²¹ EC によって定められた国家援助に対する規制。国家援助は潜在的には市場をゆがめうるため厳しいルールの下で運用されなければならないが、市場の失敗が起こりうる限りは、国家援助は必要であり正当化されるものでありうるとしている。調査時点では、Brexit により、廃止されており、代替として英国政府より下記のルールが適用されている。

1. 補助金の提供者は政府機関または公的機関である。
2. 補助金の対象は市場で物やサービスを提供するあらゆる事業者で、政府機関も対象となりうる。
3. 補助金は補助金を受けた事業者が市場からは得られない経済的なメリットを享受することに貢献しなければならない。(市場から自力で経済的メリットを得ることができる事業者は補助金の対象外)
4. 補助金は市場の失敗に対処する特定の政策目的の達成を目指すものでなくてはならない。
5. 補助金は目的達成に必要な必要最低限の額に制限することを目指すなくてはならない。
6. 補助金は受給者の経済的活動に変化を与え補助金なしでは達成しえなかった目標を達成させることを目指さなければならない。
7. 補助金は受給者が本来補助金なしで負担していたコストを相殺するものとしなければならない。
8. 補助金は公共政策の目的を果たすための政策ツールであり、その目的は補助金以外の市場をゆがめめる影響がより少ない政策ツールでは達成できない目的であることを目指さなければならない。
9. 補助金はそのポジティブな効果がネガティブな効果を凌駕することを目指すなければならない。

(出典：Government of UK, 2021, Guidance on the UK's international subsidy control commitments, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.gov.uk/government/publications/complying-with-the-uks-international-obligations-on-subsidy-control-guidance-for-public-authorities/technical-guidance-on-the-uks-international-subsidy-control-commitments#section-5>)

- i. ACCESS の活動の検証に寄与するため、Blended Finance の活用実績を示すエビデンスの提供や、Growth Fund のポートフォリオ拡大に貢献する。
- ii. Growth Fund の目的の達成のため、複数の組織による協働申請も可能。申請団体に社会的投資家としての実績は必要ないが、自組織またはパートナー組織における関連する知見や経験を活用することが求められる。

(5番目の要件は、優れた事業計画を示すものというよりは、Growth Fund 運営における目的の一つである、社会的投資の拡大に寄与するものとして挙げられたものと思料する。)

事業計画と併せて提示が必要となるファイナンスモデルには、社会的投資家が投資スキームを検討する上での仮定(デフォルト率、年間の融資数等)及びその仮定に至る理論的根拠が含まれる。

上記の事業計画及びファイナンスモデルは、JIC によって、Growth Fund の戦略に沿ったものとなっているか、“マーケットギャップ、解決策、社会的インパクト、業績、リスク、市場に対する裨益”と言った情報が含まれているかという観点でレビューされる。

Stage2: アセスメント、デューデリジェンス(3か月)²²

提案の実現可能性を評価し、詳細な調査(デューデリジェンスプロセス)を実施する。結果は JIC に報告され、資金提供の最終判断が行われる。

デューデリジェンスによって確認される主要項目及び対象領域は以下の通り。

//主要項目

- ・解消すべきマーケットギャップ
- ・解決策
- ・社会的インパクト
- ・社会的投資家の申請内容の実行能力
- ・経済的、社会的リスク
- ・市場への裨益

//対象領域

- i. コーポレートガバナンス

具体的には、社会的投資家が Growth Fund を運用することが法的に許容されているか、理事会や監査委員会・利益相反における方針等の適切なガバナンスを整備しているか、必要な保険を保有しているか、年次財務報告は監査されているか、等
- ii. Growth Fund の運用能力

具体的には、慈善団体や社会的企業に対する社会的投資・助成金拠出の経験があるか、詳細なファイナンスモデル、Growth Fund の適格基準を理解しているか、State Aid を理解しているか、投資パイプラインまたは投資ニーズについての証跡、等
- iii. 投資及び助成の実行及び監視体制

具体的には、投資や助成金の審査・実行・監視体制が整っているか、投資委員会の構成及び実効性、デフォルトリスクやパフォーマンスの良くない投資に対する方針や手続の整備、対象とする社会的インパクトとその測定方法、(ACCESS 等への)報告要件を満たすことができるか、等
- iv. その他の組織の体制

²² ACCESS, 2106, The Growth Fund - Due Diligence and Assessment, 2022年3月28日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/08/Growth-Fund-guidance-Due-Diligence-v2.pdf>

具体的には、IT システム、財務管理及び効果的な内部・外部監査の整備、HR・コミュニケーション・調達・苦情受け入れ・機会均等などの方針や体制の堅牢性、リスク管理方針と体制の堅牢性、公的資金保護の効果的な仕組み、等

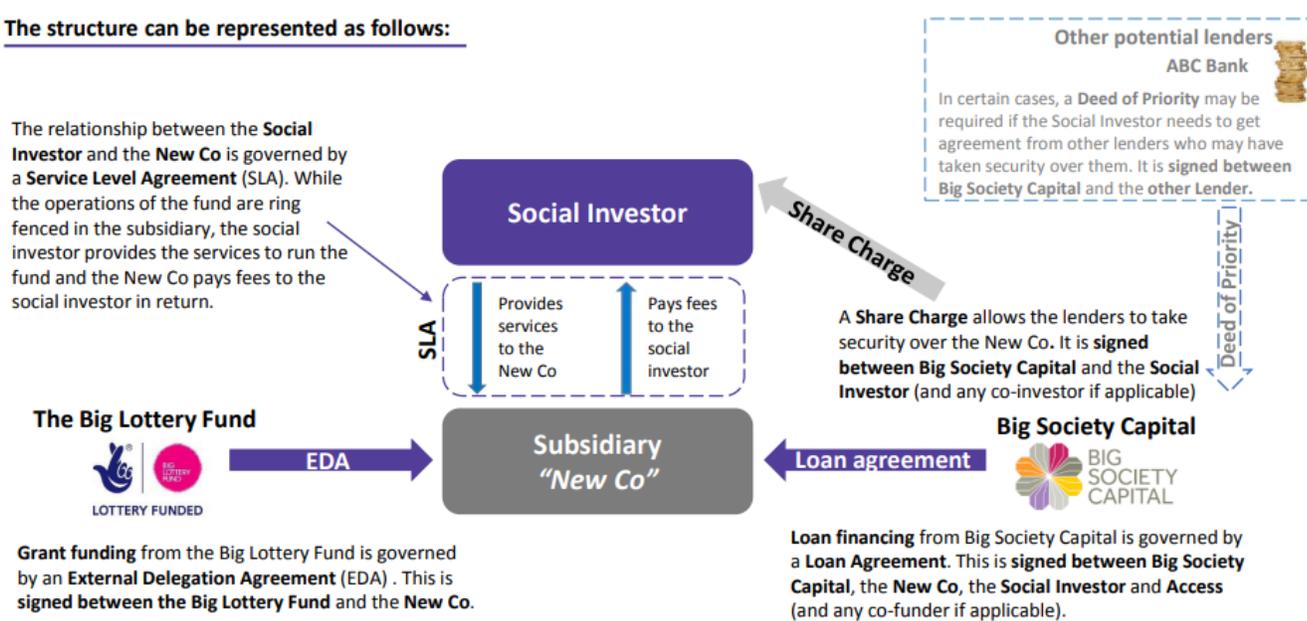
上記のデューデリジェンスは主に BSC と ACCESS による共同チームによって行われ、JIC にて審査、承認される。

Stage3:契約手続(最大3か月)²³

融資契約及び外部委任契約の締結、Fund 運用に向けた各種手続き(銀行口座の開設、社会的投資家による Fund 運営事業体(新設会社という意味で“New Co”と呼ばれる。)の設立等)が行われる。上記の契約手続や体制の整備が整った後に、社会的投資家による Fund の運用が開始される。

特筆すべき点として、社会的投資家が Fund 運営の事業体として、100%自己保有の子会社(以下「New Co」。通常は株式会社有限責任会社(CLS)やコミュニティ利益会社(CIC))を設立し、National Lottery Community Fund との外部委任契約や BSC との融資契約は New Co が取り交わす必要があることが挙げられる。また、社会的投資家は、New Co との間に SLA(Service Level Agreement)を締結し、Fund の運営を支援する代わりに報酬を得るという関係性となる。(図9参照。)

The structure can be represented as follows:



* 出典: ACCESS, 2016, The Growth Fund – Execution Process, including the legal agreement, 2022年3月28日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/08/Growth-Fund-guidance-Execution-process-v3.pdf>

【図9: Fund 関係者の契約形態】

一見複雑なこのスキームは、資金の提供者、借り手双方にとって意味があるとされており、具体的なメリットとして下記が挙げられている。

- ・BSC(及びその他の資金提供者)は New Co としか融資契約を締結しないため、社会的投資家自身と New Co 以外の資産が保護される
- ・助成金の流れが追跡・モニタリングしやすくなる

²³ 出典: ACCESS, 2016, The Growth Fund - Execution Process, including the legal agreement, 2022年3月28日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/08/Growth-Fund-guidance-Execution-process-v3.pdf>

・BSC(及びその他の資金提供者)は Share Charge²⁴という制度により、New Co の株式を担保として容易に受け取ることができる。

上述の通り、社会的投資家は、9 か月超に渡る4プロセスを経てファンドマネージャーとして選定され、ファンドの運用を開始する。ACCESS 担当者へのヒアリングでは、“適切なファンドマネージャーを選定し、ファンドマネージャーにファンドの運営を任せることにより、ACCESS 自体は 10 名(2022 年 3 月時点)という少ないスタッフ数で運営を賄うことができている。また、選定基準は今なお試行錯誤による改善を続けている。”との発言があった。ファンドマネージャーの選定は ACCESS の業務の中でも非常に重要な位置づけを占めることが窺える。

²⁴ Fund のパフォーマンスが著しく悪い等の例外的な状況において、社会的投資家から BSC (及びその他の資金提供者) に New Co の株式の 100%を委譲する制度。社会的投資家と BSC (及びその他の資金提供者) の間の契約によって担保される。

c. 資金提供のブレンド方法(助成金/ローン)

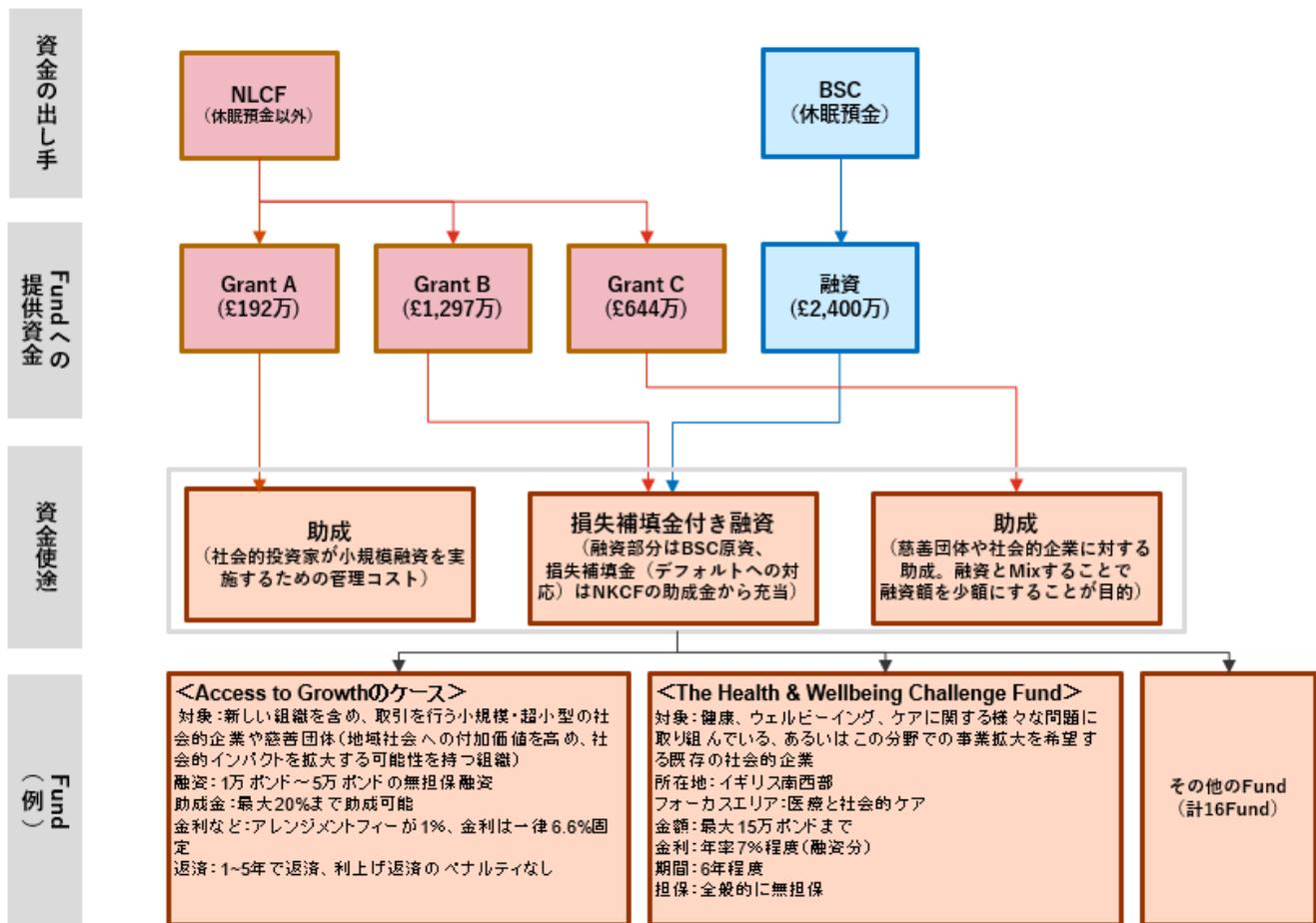
前述の通り、Growth Fund の原資は NLCF の自己資金による助成金、BSC による休眠預金を原資とした融資で構成される。社会的投資家は、NLCF や BSC から提供される助成金とローンを組み合わせて(Blendして) 慈善団体や社会的企業に対する資金提供を行う。以下に、Growth Fund の原資や資金の Blend 手法について記載する。

(a) Growth Fund の原資

助成金はすべて National Lottery Community Fund から提供されている。(当助成金は休眠預金制度以外から調達した資金となっている。)助成金は、その用途に応じて Grant A/ Grant B/ Grant C の3種類に分かれている。(Grant の種類による資金用途の使い分けは後述)

融資は、BSC が社会的投資家に向けて行う利率 5%(パンデミックによる財政難を考慮し、2020 年 9 月以降は 5%から 2%に変更)の融資がメインとなる。但し、助成金を私的利益の追求に用いない場合は、BSC 以外の主体が融資を行うことも可能。申請される融資額は必ず助成金の総額より大きくなければならないとの制約がある。

注: BSC のコンポーネントはローン(融資)のみであり、エクイティ(出資)は対象外である。

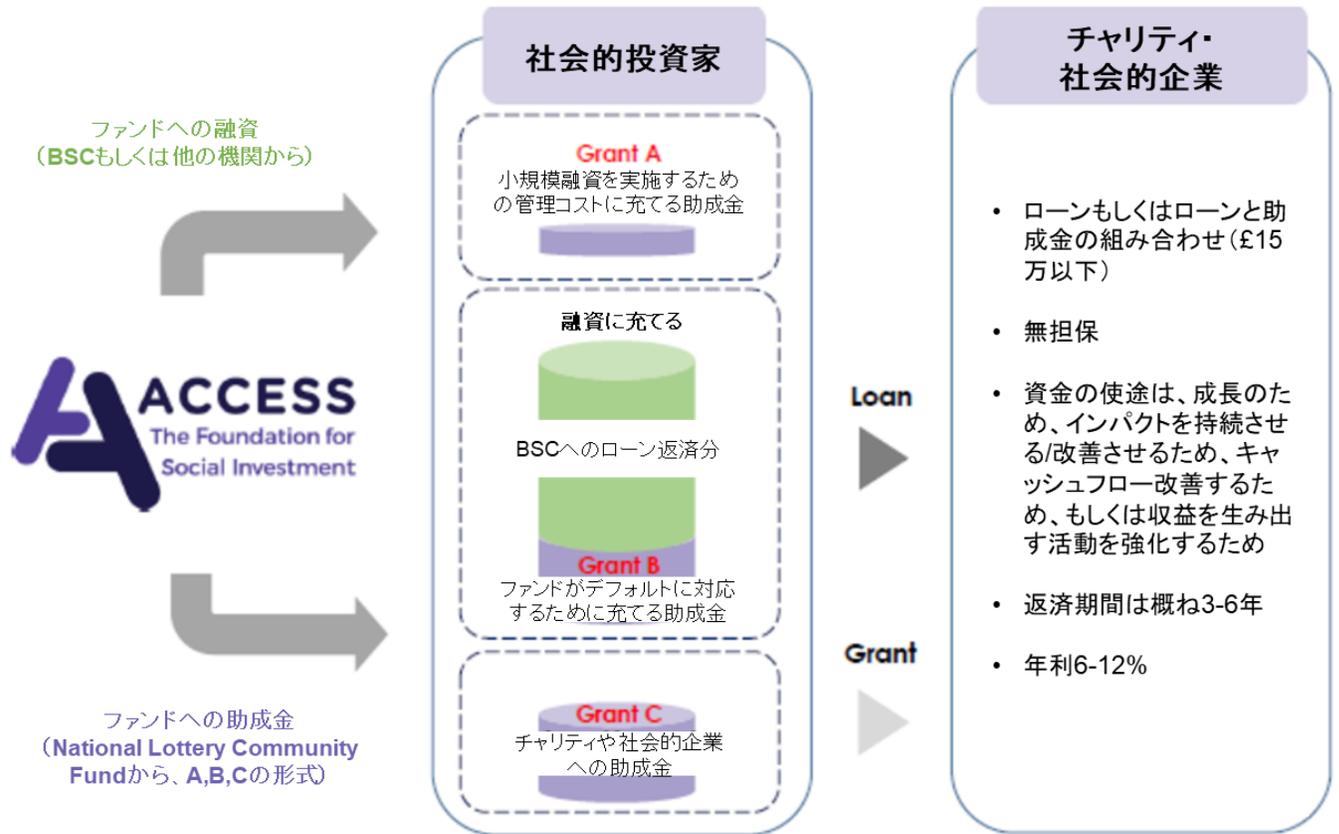


* 出典: Edward Hickman, February 2021, A thematic report produced as part of the independent evaluation of Growth Fund, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/insights/documents/Use-of-Subsidy-Growth-Fund-report.pdf>

【図10: Growth Fund における資金の流れ】

(b) ブレンド手法(BSC/ACCESS から社会的投資家への資金提供)²⁵

社会的投資家は、助成金とローンを組み合わせ、総額 1,000 万ポンドを上限として Fund を組成することが可能である。社会的投資家のレイヤーにおける資金の種別は Grant A、Grant B、Grant C、融資の 4 種があり、Growth Fund のファンドマネージャーである 15 の社会的投資家はそれぞれのニーズに則り、4 種の資金を組み合わせで(Blendして)Fund の組成を行う。



出典:「Providing finance that charities and social enterprises need: Lessons learnt in how Growth Fund is blending grants and loans to provide affordable finance to the voluntary sector(2021)」を元に PwC 作成)

【図11 Growth Fund の資金ブレンディング・スキーム】

以下に、Grant 種別による資金用途の説明と共に、社会的投資家が如何に助成金を融資にブレンドしているかを記載する。

Grant A は、ファンドマネージャーが小規模融資を数多く行うための費用(具体的には、案件の組成、貸付先に対するデューデリジェンス、ファンドのポートフォリオ管理、会計処理や関連団体へのレポートイング、投資委員会の運営にかかる人件費等。)を支援するものであり、運用の初期段階である 24 か月まで使用可能である。小規模融資ではコストが金利や手数料収入を上回ることが多くこれらの取引コストを負担できるようにするため、また、特に、初めて社会的投資を実施する主体にとっては、慈善団体や社会的企業から融資のリターンが返ってくるまでの人件費を賄うといった重要な役割を果たす。

²⁵出典: Edward Hickman, February 2021, A thematic report produced as part of the independent evaluation of Growth Fund, 2022 年 3 月 28 日閲覧. <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/insights/documents/Use-of-Subsidy-Growth-Fund-report.pdf>

Grant A は、各ファンドの助成金総額(Grant A+B+C の合計)の 10%を上限として設定されるが、必要に応じた増額が可能である。2021 年の調査²⁶によると、Grant A で拠出された金額は、実際にかかった運用コスト対比、平均約 20%程度しかカバーしておらず、Growth Fund のスキーム改善に向け、その増額が求められている。(実際の金額は、ファンドサイズによって異なるが、平均で 12 万ポンド、最小値 4.9 万ポンドから最大 20 万ポンドまでが支給されている。)

Grant B は、BSC が提供するローンに対する損失補填を目的とし、社会的投資家がファンドを組成する際に、ファンド内で助成金と借入金を混合するために用いられる。社会的投資家は、慈善団体や社会的企業への融資がデフォルトした場合でも、Grant B を用いて BSC への融資額を返済できる為、慈善団体や社会的企業への融資に対してより大きなリスクを取ることができるようになる。これは、より多くの慈善団体や社会的企業への資金拠出の機会提供に繋がるとともに、BSC への返済リスクの低減にも寄与している。

Grant B の比率は、リスクに応じて変化する。具体的には、社会的投資家がファンドの申請をする際に算定したデフォルト率におよそ 5%を加えた金額が設定される。実際の値はローン及び Grant B の総額に対して平均値で 29%、最小値は 10%、最大値は 35.5%となっている。(10%となっているファンドはコミュニティ財団による助成との連携によりデフォルト率を低く見積もっている特殊なスキームであり、その他は概ね 25~35%の間に含まれる。また、スタートアップや、アーリーステージのベンチャーへの融資等においてやや高く設定される傾向にある。)

Growth Fund のデフォルト率は 2021 年 12 月時点で 10%以下となっており、Grant B により、十分なリスクをカバーできているものと考えられるが、関係者に対するインタビューによると、“本当のデフォルト率はすべての資金回収が終わるまではわからない”ため、現時点での値の変更は検討されていない。

	Prior experience	Investment focus	Grant B for loans to VCSE	Amount of Grant B as % total fund size	Loan component from BSC	Co-investment loan component from other sources	Total loan component	Total fund size (loan and Grant B)
Fund A	Experienced social lender	Location and sector specific	£1,305,248	29.5%	£2,719,320	£400,000	£3,119,320	£4,424,568
Fund B	Experienced social lender	Non-specific	£1,358,589	33.5%	£2,696,900		£2,696,900	£4,055,489
Fund C	Experienced social lender	Non-specific	£1,300,844	26.4%	£3,626,594		£3,626,594	£4,927,438
Fund D	Experienced social lender	Non-specific	£1,268,339	35.5%	£2,304,448		£2,304,448	£3,572,787
Fund E	Experienced with grants and loans	Location specific	£67,178	10.0%	£0	£604,606	£604,606	£671,784
Fund F	Experienced with grants and loans	Location specific	£205,543	25.0%	£0	£616,629	£616,629	£822,172
Fund G	Grants experience, new to loans	Specific sector focus	£1,075,170	32.4%	£2,246,193		£2,246,193	£3,321,363
Fund H	Grants experience, new to loans	Location specific	£492,452	32.5%	£1,022,785		£1,022,785	£1,515,237
Fund I	Grants experience, new to loans	Location specific	£280,299	31.0%	£323,892	£300,000	£623,892	£904,191
Fund J	Grants experience, new to loans	Start-ups early stage	£791,320	30.0%	£1,846,414		£1,846,414	£2,637,734
Fund K	Grants experience, new to loans	Start-ups early stage	£542,544	32.0%	£1,152,906		£1,152,906	£1,695,450
Fund L	Grants experience, new to loans	Specific sector focus	£1,130,367	31.5%	£2,458,100		£2,458,100	£3,588,467
Fund M	New social lender	Non-specific	£684,122	25.0%	£2,052,365		£2,052,365	£2,736,487
Fund N	New social lender	Specific sector focus	£1,026,786	34.5%	£1,949,406		£1,949,406	£2,976,192
Fund O	New social lender	Location(s) specific	£621,849	26.0%	£1,769,877		£1,769,877	£2,391,726
Fund P	New social lender	Location specific	£826,069	29.2%	£2,002,934		£2,002,934	£2,829,003
			£12,976,719	29.0%	£28,172,134	£1,921,235	£30,093,369	£43,070,088

出典: Edward Hickman, February 2021, A thematic report produced as part of the independent evaluation of Growth Fund, 2022 年 3 月 28 日閲覧。 <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/insights/documents/Use-of-Subsidy-Growth-Fund-report.pdf>

【図12 Fund 毎の Grant B の内訳】

Grant C は、社会的投資家が慈善団体や社会的企業に対して資金を提供する際に、融資と共に拠出する助成金として用いられる。3 種類の助成金のうち、慈善団体や社会的企業に対して直接拠出される助成金は Grant C のみとなる。慈善団体や社会的企業からすると、必要な資金のうち、融資による調達額を減らすことができるため、返済が必要な資金の金額を減少させることができるというメリットがある。(例えば、10 万ポンドの資金が必要な場合、8 万ポンドを融資で、2 万ポンドを助成金(Grant C)で調達すると、元本部分の返済金額は 8 万ポンドのみとなる。)

²⁶ 出典: Edward Hickman, February 2021, A thematic report produced as part of the independent evaluation of Growth Fund, 2022 年 3 月 28 日閲覧。 <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/insights/documents/Use-of-Subsidy-Growth-Fund-report.pdf>

各組織における Grant C の割合や用途は、ニーズによって異なり、融資と抱き合わせで提供される場合や、融資の申し込みにおける慈善団体や社会的企業の人件費を補填する目的で拠出される場合等、さまざまである。

Grant C の使用は各団体の裁量に任されているが、融資と併せて慈善団体や社会的企業に助成金を供与することによって、下記の効果を生むものとされている。

- ・実質的な利息の低減(慈善団体や社会的企業は、利息については、ローン部分の元本に応じた利息のみ返還すればよいため、投資総額に対する利率が下がって見える)
- ・モーゲージローン等での固定資産の初期購入費
- ・公的機関との契約に必要なキャッシュの提供
- ・慈善団体や社会的企業が資金供与を受けるための体制構築

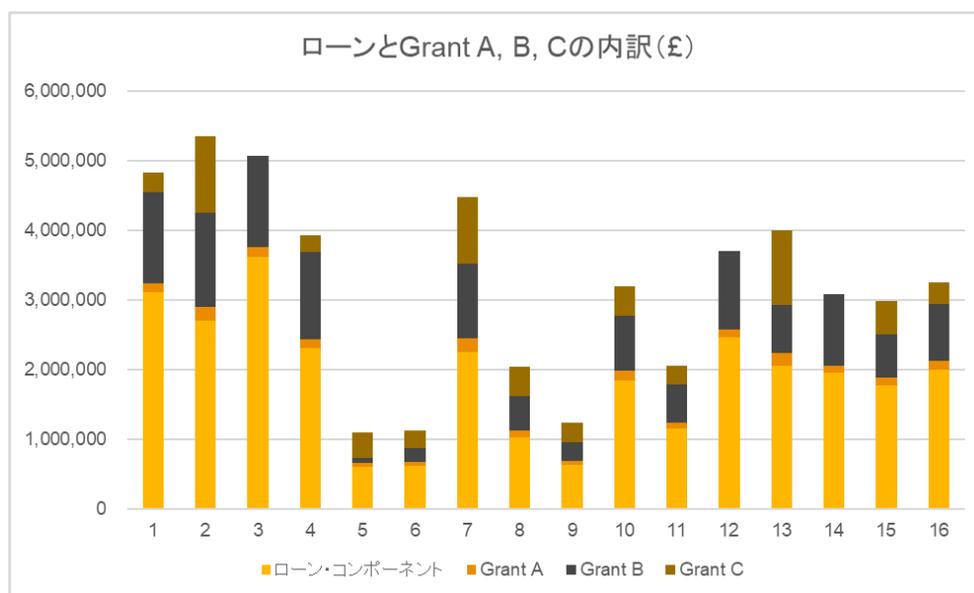
社会的投資家によると、Grant C があることは Growth Fund の差別化要因であり、(Grant C を利息軽減効果があるものとして宣伝することは許されていないが)融資のマーケティングに非常に効果的とされている。

Grant C は、社会的投資家へのインタビューによると、特に融資を受けた経験のない借り手を惹きつけるためには必要な資金調達額の 20%以上の助成金が有益であるとされている。

助成金は、Grant A, Grant B, Grant C を合わせて各 Fund で最大 300 万ポンドまでの拠出が許されている。また、助成金は社会的投資家への資金提供総額の 50%未満であることが定められている。

尚、社会的投資家が慈善団体や社会的企業への融資を提供した際に発生するローン利息はファンドの運営費用や BSC からの融資への返済に充てられる。また、デフォルト発生時にその損失をカバーするために提供される助成金 (Grant B)の余剰分は、社会的投資のために再利用される。これらの資金分配/返還は、BSC と社会的投資家(/New Co)との間で締結される融資契約及び National Lottery Community Fund と社会的投資家(/New Co)の間で締結される外部委任契約(EDA; External delegation Agreement)に則って運用される。

2021 年時点の調査によると、15 の社会的投資家による 16 のファンドのローン及び Grant A~C の内訳は以下のとおりとなっており、その比率はファンド全体の規模や、ファンドの性質によって異なっている。



* Edward Hickman, February 2021, A thematic report produced as part of the independent evaluation of Growth Fund, 2022年3月28日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/insights/documents/Use-of-Subsidy-Growth-Fund-report.pdf> を元に PwC 作成

【図13 各ファンドの資金内訳】

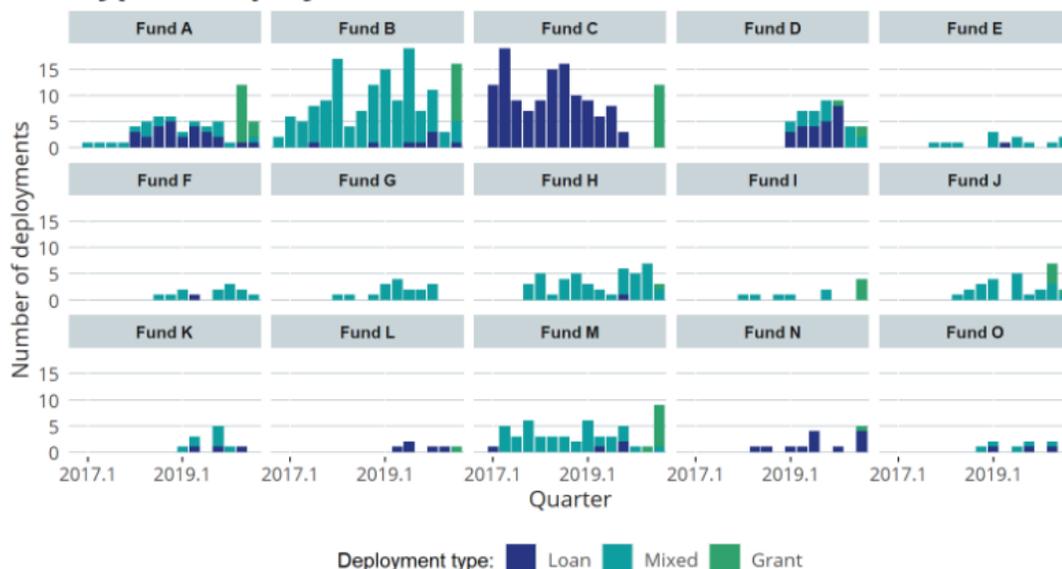
(c) ブレンド手法(社会的投資家から慈善団体及び社会的企業への資金提供)

ファンドマネージャーは、助成金とローンをブレンドすることで、慈善団体や社会的企業に 15 万ポンド以下のローン及び助成金を提供する。

下記の図は、2020 年 9 月時点で、ファンドごとの慈善団体や社会的企業への資金提供を四半期ごと、助成、ローン、助成とローンの混合のそれぞれのタイプで示している。投資対象領域や資金提供のタイミングによってローンのみとするか、助成金とローンの混合とするかは異なり、下図で示されるバリエーションの豊富さが、慈善団体や社会的企業の多様な資金ニーズに応えている状況を窺わせる。(なお、助成金単体での資金提供は基本的に実施されておらず、図中で助成金単体となっている個所については、コロナ禍を受けて特例的に助成金を追加したケースを示している。)

出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full

Number of Growth Fund deployments per quarter, by SIFI and type of deployment:



Report, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

【図 14 Fund 毎の投資状況(投資種別ごと、四半期ごとに提示)】

上記のとおり、Growth Fund ではローンと助成金がブレンドされて慈善団体や社会的企業に提供されているが、基本的にはエクイティ投資は行われていない。他の Blended Finance ファンドも含め、エクイティ投資を実施していない理由について、ACCESS へのインタビューによると、一つは融資のほうが簡単でチャリティと社会的企業にとっても理解しやすいという点が挙げられ、もう一つの理由として、英国では慈善団体や社会的企業の仕組みとして、アセットロック(資産の利用目的制限)²⁷の原則により、ほとんどの組織がエクイティ投資を受けることが認められていないという点が挙げられた。この点に関しては、慈善団体や社会的企業側にニーズがあるにも関わらず実現が難しいとして、英国で大きな議論がある。

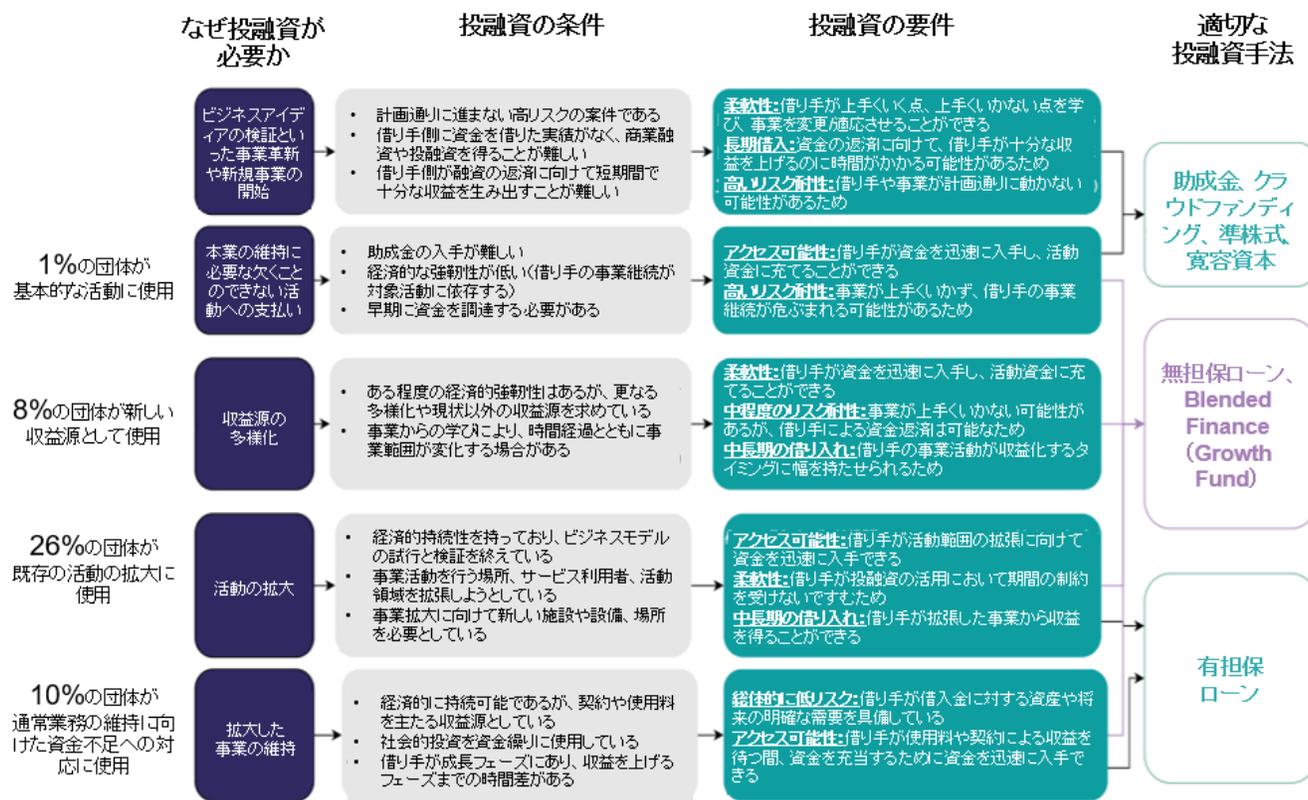
²⁷ 慈善団体は公平性を担保するためにエクイティの投入を介して個人などが所有できないようになっている。英国において社会的企業の主流な構造である CIC がエクイティ投資を受けるためには、Community Interest Test (CIC 法に基づき CIC 規制官が、申請団体がコミュニティの利益を目的としているか否かを質的に審査するもので、申請団体は証拠資料の提出などを求められる。)を満たし、かつイギリスの会社法における Companies limited by shares (CLS (非公開有限責任株式会社))である必要がある。なお CIC の資産の利用目的は CIC 法によりコミュニティの利益増進に限定される(アセットロック)。また、CIC の母体となる法人格の内、Company limited by guarantee (CLG (有限責任保証会社))や Public limited company by shares (PLC (公開有限責任株式会社))の場合は株式等を発行できないためエクイティ投資を受ける手段がないため、出資対象からは外れる。)

出典: 白鷗法学, 2015, イギリスのチャリティと非営利団体制度改革に伴う法制の変容, 第 2 巻 2 号, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <http://jti-web.net/wordpress/wp-content/uploads/2019/01/f1ee55587c38b2a5cc344094addf2fae.pdf>

BSC/ACCESS から社会的投資家への投資は助成及び融資に限定されているが、社会的投資家から慈善団体や社会的企業への資金提供は、投資対象が前述の条件を満たしていれば、任意で準株式²⁸(quasi equity)といった手法を組み合わせることや、他の投資家と連携したエクイティ投資を実施することが可能であり、実例もある。しかし、本プログラムの評価者である Ecorys と ATQ Consultants による Growth Fund の評価レポート²⁹によると、Growth Fund はそのストラクチャーが十分に革新的で実験的なものである(パートナーシップによる投資の実施、社会的投資の経験がない投資家の巻き込み、社会的投資を受けたことがない慈善団体や社会的企業の巻き込み等)ため、これ以上の複雑性を持たせるよりは融資と助成の組み合わせに集中し、新しい投資スキームの開発や取り入れは後続フェーズで実施することが望ましい、と論じられている。

下記に、参考までに、同レポートより、慈善団体や社会的企業のリスクレベルに応じた推奨金融商品の一覧を挙げる。下図によると、慈善団体及び社会的企業が事業開発をする段階で、高いリスクが見込まれるときは助成金、クラウドファンディング、準株式、寛容資本³⁰等の投資手法が適切であり、事業が開始され運用コストやスケールのためのコストがかかるようになってきたタイミングでは Growth Fund が提供する無担保ローンや Blended Finance が望ましく、事業の安定運用フェーズになった場合は通常の担保付きローンの提供が適切と整理されている。

出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full



Report, 2022年3月28日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

【図15 ビジネスモデルの成熟度に応じた投資種別】

²⁸ 非営利目的の慈善団体や社会的企業に対する投資手法の一種。同団体はエクイティによる配当や売却利益の分配がその公益性に相反するものとして禁じられているため、エクイティ投資を受けることはできない。そういった団体が何らかの理由により純粋な融資を受けることができない場合、レベニュー・シェア(事業収入の一部を投資家に還元するという条件の投資)等の準株式という投資手法が用いられる。

²⁹ 出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full Report, 2022年3月28日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

³⁰ 複数年度のスパンで締結される融資契約。事業が軌道に乗って利息や元本の返還を開始するまでに一定の時間の猶予が与えられる。

d.ファンドの運用事例

Growth Fund のスキームに則り、15 の社会的投資家により、16 種類のファンドが組成されている。ファンドによって、社会的投資家の過去の投資経験、投資先のテーマやファンドの運営状況は様々であり、Growth Fund が、Blended Finance を多様な領域に展開し、成果をモニタリングするための実験的なプログラムであることが窺える。

Fund の属性として、地域に特化した Fund (6 件)、ホームレス問題等の特定のテーマを対象にするもの (3 件)、地域及びテーマを特定したもの (1 件)、スタートアップのアーリーステージに投資をするもの (2 件)、社会的裨益を生み出すものであれば特に地域やテーマを問わないもの (4 件) という観点で多様性が見られた。Fund 毎の出資額の総額 (助成金 A～C を含む資金提供総額) は 12 万ポンドから 353 万ポンドまで様々である。また、ファンドマネージャーにおいては、社会的投資家としての成熟度 (投資経験が豊富、投資経験がある、助成金を提供した経験あり (ローンなし)、社会的投資の経験なし) にもばらつきがみられた。

また、Fund から出資を受けた慈善団体や社会的企業が対象とする最終受益者は、雇用、教育、訓練を受けておらず脆弱な状態にある若者 (18%) や貧困や適切な金融サービスを受けられない方達 (15%)、長期間失業状態にある方達 (9%)、認知症患者を含む高齢者 (8%)、何かしらのケアが必要な脆弱な状態にある子供たち (8%)、等、多岐にわたっている。

16 ファンドの概要を下記に示す。

投資家名	ファンド名	概要	資金提供方法
Big Issue Invest (BII)	Impact Loans England (I) (II) *同一の投資家が 2 種のファンドを運営	社会的企業の成長を支援するために、英国全体で 2 万ポンドから 15 万ポンドの資金を提供するファンド	融資: 2 万～15 万ポンド その他: ローンは個々のニーズに合わせて構成することができ、無担保で提供
Devon Community Foundation	Devon Social Investment Fund	デボン、プリマス、またはトーベイで、健康・ウェルビーイングをテーマに活動する慈善団体や社会的企業を対象とするファンド	-(詳細不明)
Environmental Finance	PICNIC Fund	都市部の公園建設や緑化事業を対象とするファンド	-(詳細不明)
First Ark	Invest for Impact	イングランド北西部で活動する慈善団体や社会的企業へ支援するファンド	-(詳細不明)
Greater Manchester Centre for Voluntary Organization (GMCVO)	ACCESS to Growth	マンチェスターの社会的企業に最大 5 万ポンドの投資を提供するファンド	融資: 1 万～5 万ポンド 助成金: 最大 20% まで助成可能 金利など: 一律 6.6% 固定 担保: 無担保 期間: 1～5 年、繰り上げ返済のペナルティなし
Homeless Link	Homeless Link Social Investment Fund	ホームレスの削減に取り組んでいる慈善団体や社会的企業に 2 万 5 千ポンドから 15 万ポンドのローンを提供しているファンド	融資と助成金: 2 万 5 千～15 万ポンドまでの柔軟なローン/助成パッケージ 最大返済期間: 48 か月 担保: 無担保 その他: 投資マネージャーからのサポートとアフターケア、そしてピア・ラーニングの機会提供
Kent Community	Kent Social	ケントの新規及び既存の社会的企業	融資と助成金: 1 万～10 万ポンドの間のローン

Foundation	Enterprise Loan Fund	を対象に資金ギャップの拡大を埋めることを目的とし、1 万ポンドから 10 万ポンドのローンを提供する、社会的融資プログラムファンド	/助成金の組み合わせ 助成金: 融資額の最大 30%の助成金の可能性 期間: 1 年から 5 年の期間 金利: 固定金利と条件- 5%の均一金利 その他: 初期及び継続的な財務計画によるサポート
Key Fund	Northern Impact Fund	イングランド北部とミッドランドを対象に、社会的な使命を持ち初めて社会的投資を受けるベンチャー企業や新規事業向けのファンド	融資と助成金: 最大 15 万ポンド(融資金額の最大 20%の助成金) 平均的な取引額: 4 万 8 千ポンド(ローン 4 万ポンド、助成金 8 千ポンド) 期間: 最長 5 年、平均 3 年 金利: 一律 6.5%の金利 繰り上げ返済のペナルティなし
NESTA	Cultural Impact Development Fund	社会的志向を持つ芸術、文化組織に 2 万 5 千ポンドから 15 万ポンドを提供するファンド	融資: 2 万 5 千~15 万ポンド 返済期間: 1 年~5 年(最大 12 ヶ月の返済猶予あり) 金利: 5.5%~8.5%
Orbit Group and partners	Community Impact Partnership	長期的な社会的及び経済的利益をもたらすことができる組織を支援するファンド	-(詳細不明)
Resonance	Health and Wellbeing Challenge Fund (South West)	イングランド南西部のヘルスケアと福祉分野の慈善団体及び社会的企業を支援するファンド	融資と助成金: 最大 15 万ポンド 金利: 年間約 7%(ローン要素) 期間: 約 6 年 担保: 無担保
Somerset Community Foundation	Somerset Social Enterprise Fund	サマセット地域の慈善団体や社会的企業に 2 万 5 千ポンドから 10 万ポンドの投資を提供するファンド	融資と助成金: 1 万~10 万ポンド 助成金: 助成金は通常、付随する融資額の 50%まで 金利: 6%(2017 年 9 月 20 日時点) 担保: 無担保 その他: ベンチャーやプロジェクトの成功のための継続的な支援
Sporting Assets	Sporting Capital Fund	スポーツを通じて人々やコミュニティに変化をもたらす組織に 5 万ポンドから 15 万ポンドの投資を提供するファンド	融資: 15 万ポンドまでの融資 担保: 無担保 期間: 3 年から 5 年で返済が可能 必要に応じて、最長 12 ヶ月の返済猶予期間を設け、プロジェクトが持続可能な収入を得るための時間を確保した上で、返済を開始することも可能
The SIB Group and Forward Trust	Forward Enterprise Fund	元受刑者や依存症からの回復過程の方が運営する、あるいは雇用機会を創出する企業やチャリティを支援するファンド	融資: 2 万 5 千ポンドから 15 万ポンド 金利: 7.5%程度 期間: 5 年 助成: 投資申し込み前、最大 10 日間の運用支

			援に使用可能
UnLtd	UnLtd Impact Fund	雇用と雇用機会の創出に焦点を当てたソーシャルベンチャーに 5 万ポンドから 15 万ポンドの投資を提供するファンド	融資と助成金: 5 万~15 万ポンドのローンと助成金の組み合わせ 担保: 無担保 金利: 9.5% 期間: 最大 5 年間で返済 その他: ソーシャルベンチャーの規模拡大をサポートする専門家の 1 人である UnLtd ベンチャーサポートマネージャーからのサポート

以下に、Fund の具体的な活用例を示す。下記は、小口融資を無担保にて提供している事例である。

The Health & Wellbeing Challenge Fund (South West)の事例

<p>【立ち上げ時期】 2016/7/19</p> <p>【ステータス】 アクティブ(申し込み受け付け中)</p> <p>【Fund の総額】 350 万ポンド</p> <p>【概要】 Resonance によって設立された、イングランド南西部のヘルスケアと福祉分野のチャリティ及び社会的企業を支援するファンド。融資と助成金を組み合わせ、最大 15 万ポンドの投資を年利約 7%、無担保にて貸付。</p> <p>【投資先】 ①MEMORY MATTERS テーマ: 認知症の方への支援 設立年: 2016 年 投資額: 10,000 ポンド 投資目的: 運転資金を支援し、ソーシャル・フランチャイズ・モデルを展開するための戦略を策定する。 取引形態: 6 年の無担保ローン - 2 年金利のみ(年率 7.5%の総コスト)、4 年償却ローン(年率 7.5%の総コスト)。 ②KARREK COMMUNITY CIC テーマ: 学習障害者のための在宅医療提供者の能力向上 設立年: 2014 年 投資額: 100,000 ポンド 投資目的: 高齢の弱者への支援を提供する能力を構築する。 取引形態: 6 年の無担保ローン - 2 年間は金利のみ(年率 7.5%の総コスト)、4 年間は償却ローン(年率 7.5%の総コスト)。</p> <p>出典: Resonance ウェブサイト(https://resonance.ltd.uk/get-investment/enterprise-growth-funds/health-wellbeing-challenge-fund-south-west)</p>	
--	--

融資と助成の組み合わせは社会的投資家の裁量によって自由に設定することが可能である。以下の例では、融資の申し込みに必要な運用コストを助成で提供したうえで、融資を行っている。

Forward Enterprise Fund の事例

<p>【立ち上げ時期】 2018/4/23</p> <p>【ステータス】 新規募集締め切り済</p> <p>【Fund の総額】 200 万ポンド</p> <p>【概要】 Social Investment Business と the Forward Trust によって設立された、元受刑者や依存症からの回復過程の方が運営する、あるいは雇用機会を創出する企業やチャリティを支援するファンド。</p> <p>【投資先】 テーマ: 元受刑者や依存症からの回復過程の方の雇用創出 設立年: 2018 年 投資額: 25,000-150,000 ポンド 取引形態: 5 年のローン(利率は 7.5%程度)及び助成金(投資申し込み前に最大 10 日間のビジネスサポートに使用可能)の組み合わせ</p> <p>出典: The SIB Group ウェブサイト(https://www.sibgroup.org.uk/forward-enterprise-fund)</p>	
---	--

16 ファンドについては、資金提供者である BSC、National Lottery Community Fund 及び Blended Finance のプログラム運用者である ACCESS によりその成果を測定され、資金の受け手が見つからない等、当初の想定と異なる事態になった場合は関係者による協議によってファンドの継続可否等が決定される。以下に、当初のファンド設計を変更するために一時的にクローズとなったファンドの事例を紹介する。

PICNIC Fund(Environmental Finance) の事例

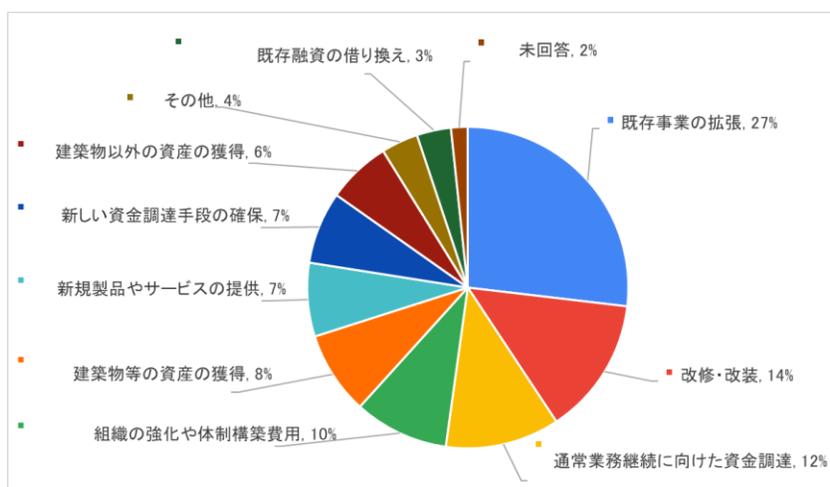
<p>【立ち上げ時期】 2018/10/30</p> <p>【ステータス】 一時的にクローズ中</p> <p>【概要】 Environmental Finance と National Trust の共同で設立された、都市部の公園建設や緑化事業を対象とするファンド。都市の緑化への投資が過去 10 年間で 10 億ポンド減少する中、慈善団体や社会的企業による同領域への参画を後押しするものとして設立されたが、現在は一時的にクローズされている。クローズの理由としては、“該当セクターのキャパシティ・ビルディングに注力するためにファンドを再設計すること”としている。(クローズは、ACCESS、BSC、National Lottery Community Fund、National Trust との討議によって決定。)</p> <p>出典: PICNIC ウェブサイト(https://www.picnicfund.co.uk/)</p>	
---	--

e. Growth Fund の実績

Growth Fund の投資実績は、四半期ごとに ACCESS のウェブサイトにて公開される。同サイトによると、Growth Fund 設立から 2021 年 12 月までに、総額約 4,200 万ポンドが、500 以上の慈善団体や社会的企業に提供されている。支援を受けた慈善団体や社会的企業の職員数は平均 5 名と、小規模な組織に向けた支援が主であることが窺える。融資の目的は、既存事業の拡張が 27%と最も多く、改修・改装(14%)、通常業務の継続に向けた資金調達(12%)と続く(図16参照)。

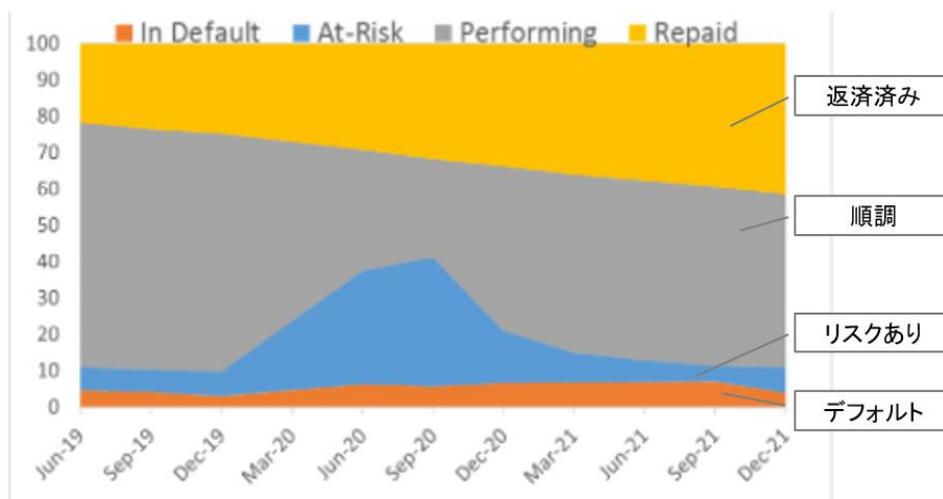
平均的なローンの期間は 51 か月、ローンの規模は約 6.7 万ポンド、金利は約 7%である。また、COVID-19 のパンデミックにより、2020 年にリスクのある残高割合が増加したが、2021 年にはリスク割合、デフォルト割合ともに減少している。

ACCESS へのインタビューによると、当初の想定デフォルト率は平均で約 25%であった(図17参照)。2020 年末時点でのデフォルト率は 7%であったが、最終的にどのような水準に着地するかは未だ予測が難しいとの事である。



* 出典 ACCESS ウェブサイト四半期報告(2021 年第四四半期付け)(2022 年 3 月 28 日閲覧)

【図16 Growth Fund の目的別資金提供比率】



* 出典 ACCESS ウェブサイト四半期報告(2021 年第四四半期付け)(2022 年 3 月 28 日閲覧)³¹

【図17 Growth Fund ポートフォリオのステータス別の割合】

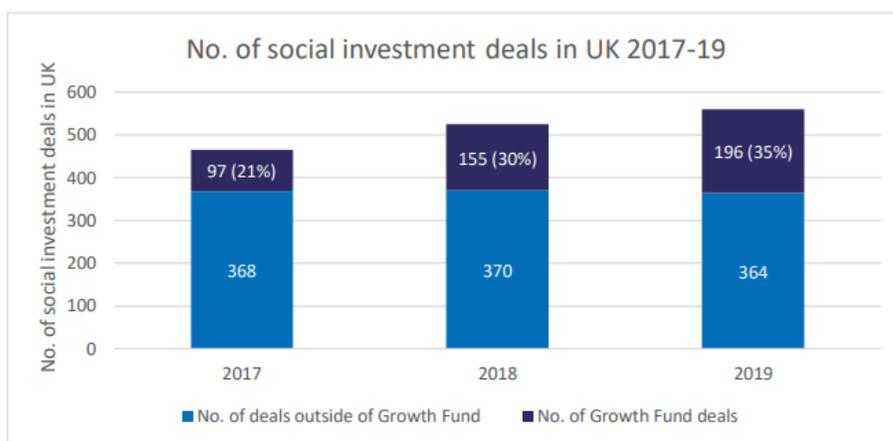
³¹ ACCESS は Growth Fund から教訓を得、公共智とするというミッションに則るため、その融資実績等を下記ウェブサイトにて公開している。
<https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiodJhYjNiZDEtOTNhZC00Y2QwLWFiYWQtdDhhYzJiNTQ1OGZlIiwidCI6ImE2OWU5YjQ5LThkMTAtNDQ5MS1iYWZlTk4NzgxMzdhMDM2MyJ9&pageName=ReportSection5f03e7216638e8c6cd88>

f. Growth Fund の成果

(a) 社会的投資市場の拡大

ACCESS へのインタビューによると、慈善団体や社会的企業にとっての Growth Fund の利点は、「アフォーダビリティ（手頃な価格）」である。これは低金利という意味ではなく、小規模な融資へのアクセスという点である。Growth Fund のような少額の融資（平均 7 万ポンド）は、ニーズが高いのにもかかわらずこれまで誰も提供してこなかった。仮に商業ファンドを設立して慈善団体や社会的企業に同様の金額を無担保で融資した場合は、ハイリスクであるため、金利は 30%程度となると言われており、コストもかかるため、マーケットが存在しない領域であった。Growth Fund は、助成金を組み合わせることによりアフォーダビリティを実現し、マーケットに存在しなかったサービスを提供可能としたことに意義がある。助成金は、①リスクの回避（デフォルトへの対応）、②ファンド運営コストのカバーのために活用されている。

2021 年に公開された評価調査レポートでは、Growth Fund が英国における社会的投資のディールフロー拡大に大きく貢献したと評価されている。2019 年には、社会的投資全案件（ただし、案件レベルのデータが入手可能な場合のみであり、実際の社会的投資の市場規模はもっと大きい）に占める件数割合は、35%（560 件中 196 件）となっている。

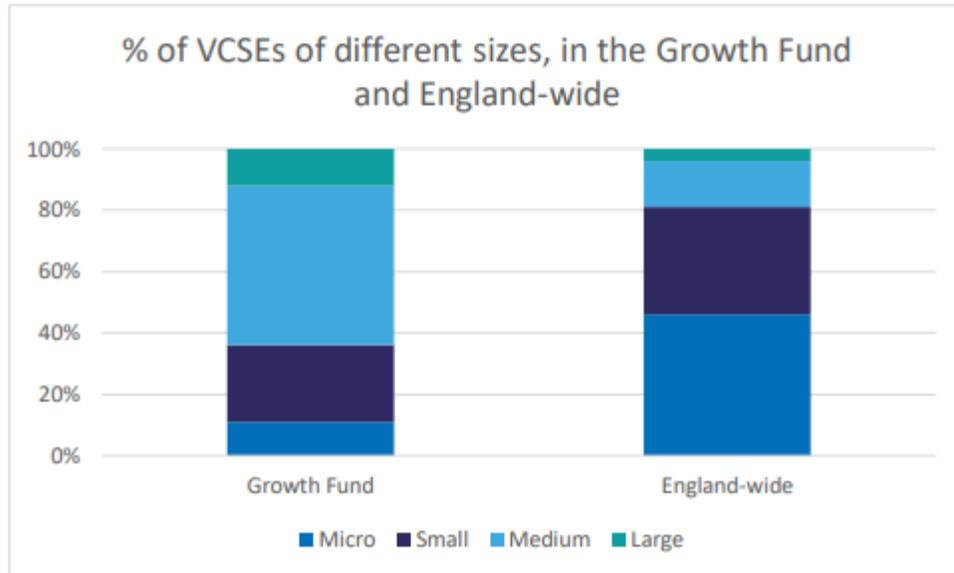


*BSC の集計データ (<https://public.tableau.com/app/profile/big.society.capital/viz/DLD2019/Who>) を基に Ecorys にて作成

【図18 英国における社会的投資のディール数と Growth Fund の占める割合】

同レポートによると、Growth Fund を利用した慈善団体や社会的企業について、以下の点が明らかになっている。

- Growth Fund を利用した慈善団体や社会的企業は、その活動を通じて、様々な受益者を対象としている。5 分の 1 近く(18%)が主に弱い立場の若者を、15%が貧困や経済的排除の中で生活している人々を対象として活動している。
- 英国全体の慈善団体や社会的企業の約半分(46%)がマイクロサイズ(年収が一万ポンド以下)の団体だが、Growth Fund に参加する慈善団体や社会的企業はマイクロサイズの団体は 10%程度となっており、中規模の団体(年収が 10 万~100 万ポンド)が 52%を占めている。Growth Fund は英国全体の比率と比較して、中規模の団体に多く資金提供をしている。(図19参照)

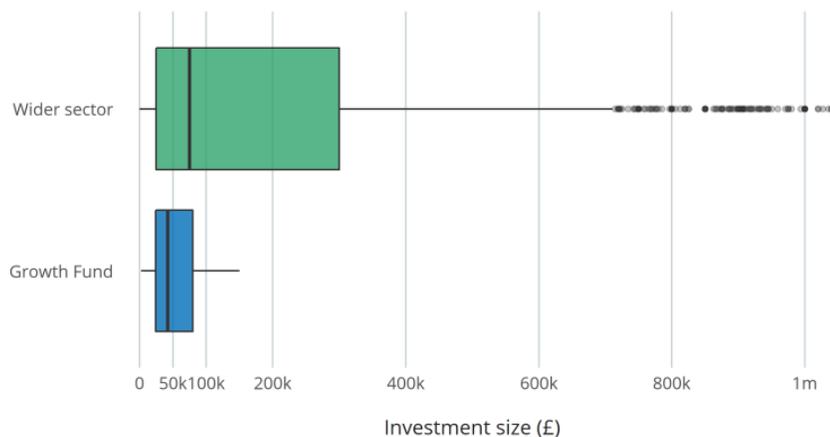


出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full Report, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

【図19 Growth Fund および英国全体の慈善団体/社会的企業の収益規模の比較】

- 但し、Growth Fundに参加する慈善団体や社会的企業は、一般的な社会的投資を受けている慈善団体や社会的企業と比較して規模が小さく、Growth Fundに参加する慈善団体や社会的企業の年間収益は、平均して約半分の22万ポンド、資産は8分の1で25万ポンド程度となっている。
- また、Growth Fundが提供する融資の規模も、他に比べてかなり小規模である。(Growth Fundによる融資の平均値は4.3万ポンド、その他のセクターの平均値は7.5万ポンドとなっている。)

Figure 6: Comparison of investment size in Growth Fund and wider social investment sector



Y-axis truncated to £1,000,000 but maximum investment size for wider sector is £100,000,000

出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full Report, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

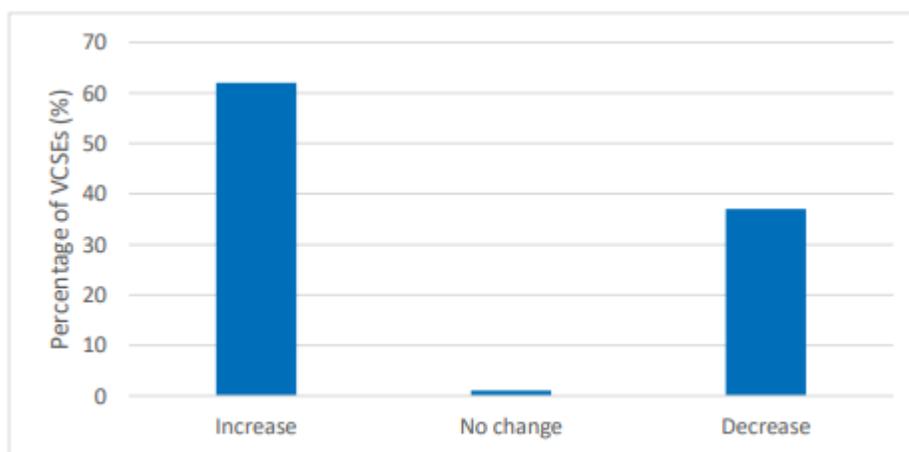
【図20 英国における社会的投資セクター全般と Growth Fund の投資規模の比較】

- 慈善団体や社会的企業のなかには、Growth Fund がなかったら投資を受けられなかったと思われる企業もいたことが示唆されている。
- Growth Fund に応募したほとんどの慈善団体や社会的企業は、Growth Fund に応募した時点で複数の収入源を持っていた。半数以上(55%)の団体は事業収入を主たる収入源とし、また、半数近く(43%)が二次的な収入源として助成金に頼っていた。
- 4分の1以上(26%)の慈善団体や社会的企業が、既存の活動を拡大するために社会的投資を申請した。

(b) 慈善団体や社会的企業の経済的強靱性の向上

同レポートでは、Growth Fund の成果として、以下が報告されている。

- 回答した慈善団体や社会的企業のうち、「3分の2は、Growth Fund の社会的投資を受けた後に収入が増加し、そのほとんどが投資に起因するものであった(図21)」「半数強(51%)は純資産が増加したが、約48%は減少している。しかし、定性的には、スタッフの労働条件の改善、スタッフのスキルアップ、ブランドの向上や知名度の向上、知的財産など、社会的投資によって得た無形資産が増加した」といった結果が明らかになっている。
- 無担保融資であるため、返済履歴のない慈善団体や社会的企業でも、融資を受けられるようになった。その結果、再び借入れを行うことができるようになった。
- 収入源が多様化することで、増収につながった。さらに、収入源を多様化するためのアプローチとして調査やテストのプロセスを取り入れたことにより、組織のビジネスモデルを理解し、継続・発展させて行く方法を考えることが可能になったと強調する慈善団体や社会的企業も多かった。
- 社会的投資により、ビジネスを成長させながら、コアコストをカバーし続けることができ、キャッシュフローを維持することができた慈善団体や社会的企業もいた。
- 助成金への依存度が下がり、起業活動によって自らを維持できるようになったか、という点については、回答した81の慈善団体や社会的企業のうち3分の1強(31機関)が、社会的投資によって「ある程度」助成金への依存度が低下したと回答した一方で、「かなり」助成金への依存度が低下したと答えたのは4機関のみであった。



Source: Growth Fund VCSE Management Information (n=150).

出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2:Full Report, 2022年3月28日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

【図21 慈善団体や社会的企業における収益増加傾向(2020年3月対比)】

また、評価レポートでは、ケーススタディを基に、Growth Fund がなかった場合、慈善団体や社会的企業の経済的強靱性にどんな悪影響があったかを纏めている。

投資目的	Growth Fund がなかったら何が起こっていたか
重要な活動への資金提供	ビジネスの維持に必要な資金が入手できない。該当組織のマネージャーは、「社会的投資は、プロジェクトが自立するのに十分な収入を生み出す能力を促進するための「鍵」であった」とのコメントあり
収入源の多様化	「他の資金提供者を探していたと考えるが、助成金を確保することはできなかったと感じているため、経済的強靱性は低くなっていたと考える」とのコメントあり
事業拡大	一般的に、慈善団体や社会的企業は、今と同じ速度で成長することはできなかったと認識していた。一部の組織は、自身の成長を遅らせ、その他の組織は成長ができず停滞した可能性も考えられるととらえていた。 経済的強靱性が高まったと感じた組織については、社会的投資がなければ同様の成長ができたとは考えづらいとの見解が得られた。
キャッシュフローの維持	Growth Fund は調査対象の慈善団体や社会的企業にとって適切なタイミングに設立されたととらえられていた。内 2 組織は、同ファンドがない場合は財政的に困窮しており、1 組織からは「資金調達がなければ事業は失敗していた」とのコメントが得られた。 他にも、契約を履行するスタッフの採用のために社会的投資資金が必要だったため、同ファンドがなければ契約の履行に失敗したであろうと答える組織もあった。

ケーススタディーベースではあるが、上記のヒアリングから、ファンドによるアディショナルリティ(該当の投資がなければ発生しなかった成果が得られたかという観点)が発揮できているといえることができる。

(3) Growth Fund 以外の Blended Finance プログラム概要

上記のとおり、Growth Fund の事例を紹介したが、他の Blended Finance プログラムについても以下に概要を紹介する。Blended Finance は、従来の社会的投資プロダクトと、チャリティや社会起業家のニーズのギャップを埋めるために、大きな役割をはたしている。Growth Fund は Blended Finance モデルの「test and learn」プログラムとの位置づけで実施され、その後各プログラムでさまざまなスキームが試行されている。

a. Local ACCESS

Local ACCESS は、ACCESS と BSC が共同で設立した地域特化型のプログラムで、不利な立場にある地域において、より強くレジリエントで持続可能な社会経済の発展を支援することを目的としている。対象地域として、2020 年時点で以下 6 か所が選定されている。

対象地域: Bradford, Bristol, Gainsborough, Greater Manchester (Bolton, Oldham, Stockport and Wigan)、Hartlepool、Redcar & Cleveland, Southwark in London

例として Greater Manchester 地域のプログラムは、社会的投資家の GMCVO とのパートナーシップで実施しており、以下の 3 種類の資金提供を行っている。

【表2 Greater Manchester における Local ACCESS のパートナーシッププログラムの内容】

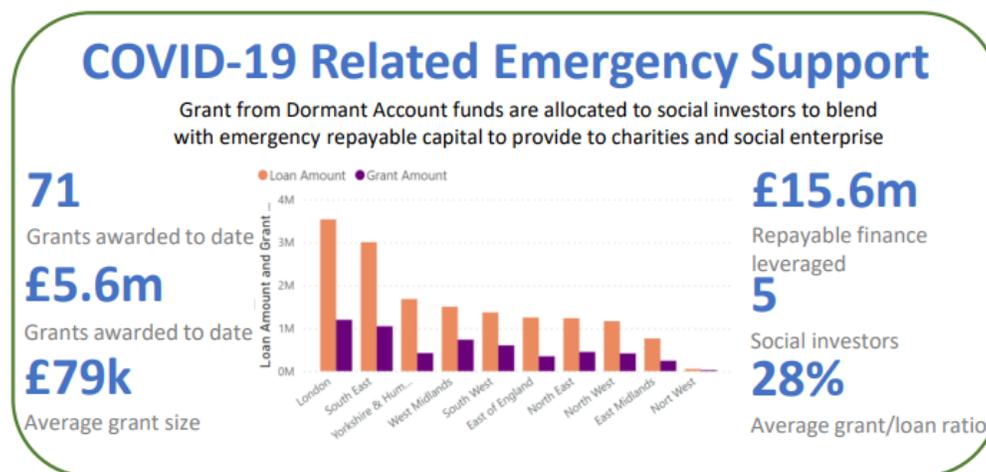
Stage Loan Fund	Scale Up Loan Fund	Buildings Loan Fund
アーリーステージの事業開発や初期のグロースを支援する	事業の成長や社会的インパクト創出の活動を支援する	建物の購入や、リノベーション、改装のための資金を支援する
ファンドの詳細		
3万ポンドまでのローン	10万ポンドまでのローン	35万ポンドまでのBlended Finance (90%ローン、10%助成金)
<ul style="list-style-type: none"> ・金利なし ・期間1年から3年 ・返済繰り上げのペナルティなし ・無担保 	<ul style="list-style-type: none"> ・金利8% ・期間1年～6年 ・12か月の金利支払のみ期間あり ・繰り上げ返済のペナルティなし ・無担保 	<ul style="list-style-type: none"> ・金利6.5% ・期間1年～6年 ・6か月の金利支払のみ期間あり ・手数料なし ・繰り上げ返済のペナルティなし ・無担保

出典: [GMCVO ウェブサイト](#)

b. COVID-19 Related Emergency Support

英国政府は 2021 年、COVID-19 危機の影響を受けた慈善団体や社会的企業が利用できる新しい Blended Finance モデルの開発のために、休眠口座から新たに 3,000 万ポンドの資金を配分した。そのうち合計 600 万ポンドの助成金が、緊急の短期借入のニーズに対応するために 5 つの社会的投資家に分配された。これらの資金の大半は、第一線で活躍する慈善団体や社会的企業に対して、融資と並行して助成金として直接提供され、大きな不安や収入源へのダメージがある中で、債務負担が適切かつ手頃になるように配慮された。ローン・コンポーネントの資金を、社会的投資家が拠出することで、Growth Fund や Local ACCESS と比べて、よりシンプルな建付けとなっている。

本プログラムを通じて提供された助成金は 560 万ポンド、回収可能な資金は 1,560 万ポンドであった。



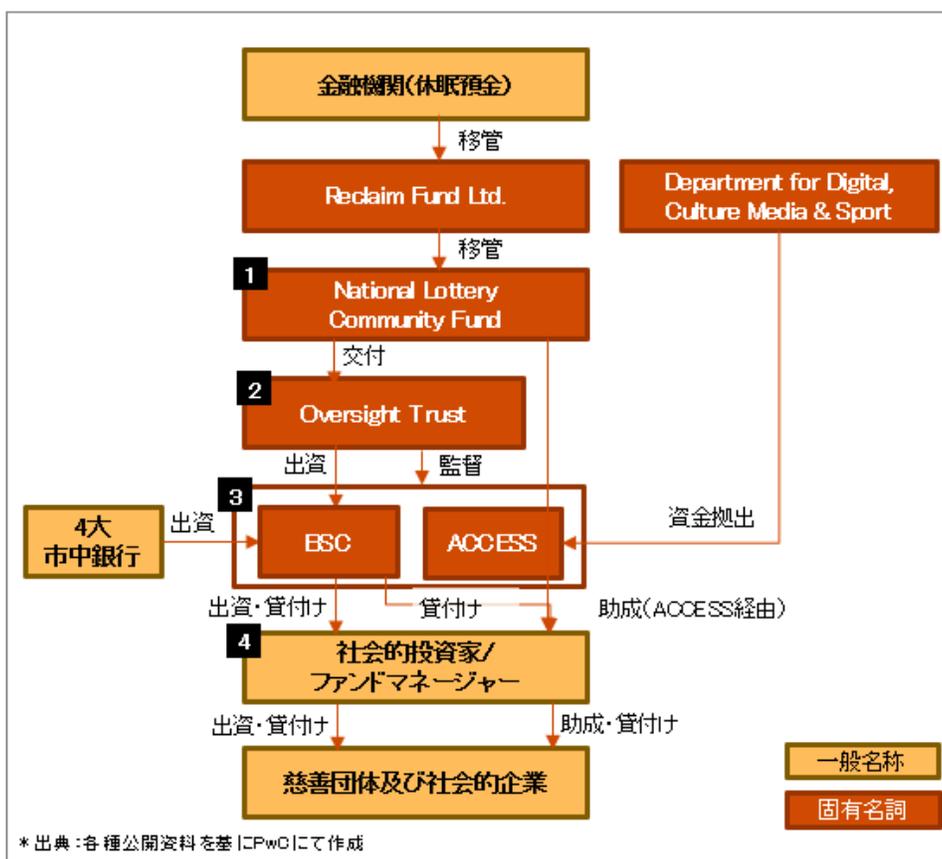
出典: [ACCESS Quarterly Dashboard 2021/9](#)

【図22 COVID-19 Related Emergency Support の実績】

2-3.運用体制

(1) ガバナンス

図1で示したように、休眠預金制度及び Blended Finance に関わるステークホルダーは複層的に存在しており、個々のレイヤーにおいて適切な観点でのガバナンスが必要となる。本節では、Growth Fund に関するガバナンスを中心に、どういった観点でのガバナンス・モニタリングが休眠預金制度の実効性を担保しているかを記載する。



【再掲】【図1 英国における休眠預金等の利用に関するステークホルダー(BSC/ACCESS を中心に)】

a. Oversight Trust から BSC/ACCESS 等へのモニタリング

Oversight Trust は、休眠口座資金を活用する 4 つの機関(BSC, ACCESS, Youth Futures Foundation, Fair4All Finance)の活動全般について、政策上のミッションが正しく実行されているかを監督している。Oversight Trust が監督する内容は以下である。

- ①各事業会社の目的が、適切であり続けることを確認する
- ②各事業会社が適切に統治されていることを確認する
- ③各事業会社の戦略計画が、組織の目的に沿ったものであることを確認
- ④社会的インパクトのレビューを行う

- ⑤財務レポートとインパクトレポートの透明性をレビューする
- ⑥事業会社にガイダンスやアドバイスを提供する(もし適切かつ実務的で、もしくは要請があった場合のみ)

Oversight Trust は上記の内容に沿った独立レビューを、年に一機関を対象に実施し、独立レビューレポートとして公表している。



* 出典: [ACCESS – Quadrennial Review – Report Review 2021](#)

【図23 Oversight Trust による ACCESS の独立レビューレポート(2021年)】

ACCESS に対する 2021 年の独立レビューでは、4 名の独立レビュー委員会が、ACCESS のステークホルダー50 主体 (BSC、National Lottery Community Fund、慈善団体や社会的企業、政策立案者、社会的投資家) に対するインタビュー及び ACCESS が提供したデータや分析結果のレビューを行い、ACCESS がそのミッションを果たしているか、また効率的な運営を行っているかを分析した。上記レビューは 2021 年 2 月 22 日から、3 月 30 日にわたって実施され、ACCESS のシニアスタッフがデータの提供及びヒアリングへの対応等を担当した。(COVID19 の状況を踏まえヒアリング等は Zoom 経由で実施されている。)

独立レビューレポートには、ACCESS の主要事業、成果、戦略上の課題や機会が含まれる。課題や機会については、ACCESS が(2015 年から 2025 年まで活動予定の) 時限性の機関であることを考慮したうえで分析されている。レポートでは、ACCESS の活動が慈善団体や社会的企業に対して顕著な功績を残しているとしたうえで、ACCESS の経営層が着目すべき課題及び、ACCESS がステークホルダーとエンゲージメントを行う上での課題が述べられている。

下記に、参考までに、2021 年の独立レビューから提言内容を抜粋する。

【ACCESS の経営層が対峙すべき課題】

1. 2022 年以降の Blended Finance の継続可能性
 必要な取引コスト、実損の補填及び小さな CSE に対する支援コストが発生する。慈善団体や社会的企業がパンデミックの余波で社会的及び経済的に重要な役割を担っている間、資金提供の一時中断による運用負担を軽減するため、ボランティアセクターに資金を提供するためのより長期的なコミットメントが必要である
2. 社会的投資エコシステムにおける複雑さ、脆弱性及びコスト
 社会的投資のエコシステムは複雑で高コストであるため、多くの社会的投資家が小規模で脆弱な状態となる。ファンド運用への長期的なコミットメント及び既存のチャネルを通じた投資の流れを増やし、意思決定の複雑さを軽減するための措置によって、社会的投資家の持続可能性と規模が改善される
3. 無駄のない組織運営による ACCESS の脆弱性の増加

ACCESS は、アジャイルで無駄のない内部組織、アウトソーシングモデル及びその文化の有効性、柔軟性、共有された価値観により、多いなる恩恵を受けている。但し、これらのメリットの当然の結果として、主要な個人や主要なサプライヤーやパートナーへの依存などの脆弱性が発生する。基本的に現在のモデルから離れることはないが、脆弱性に対処するための対策を検討することが必要となる

【ACCESS がステークホルダーとエンゲージメントを行う上での課題】

4. 平等、多様性、包括性

社会的投資セクターは多様性に乏しく、真に包括的な運用をした場合に恩恵を受けるであろうすべての組織にリーチできているわけではない。ACCESS は変化を追求することを約束し、慈善団体や社会的企業への投資における不平等の問題に対処するために投資を行ってきた。ACCESS は、プログラムの設計、社会的投資家への投資、不平等への取り組みに焦点を当てた慈善団体や社会的企業への投資を通じて、セクター全体の作業を促進する可能性がある。

5. アドボカシー

ACCESS は、政府及び慈善団体や社会的企業全体と良好な関係を築いており、この関係性を基に、政府及びその他の団体に対するアドボカシー活動を実施することができる。具体的には、慈善団体や社会的企業と、これらの団体が英国全体に果たす役割の強化のために、レジリエンスを構築するための Blended Finance と支援の重要性についての提言を行うことが可能である。

6. レガシー

ACCESS は、2025 年の活動終了期間をどのように迎えるかをすでに討議している。(Growth Fund と Connect Fund が本レポート作成時点で 18 か月以内に満了することを考えると非常に差し迫った議論である。) 慈善団体や社会的企業と政府は Blended Finance、エンタープライズサポートプログラム、慈善団体や社会的企業の運営及び学習の持続可能性についての議論に参加する必要がある。2025 年以降の見通しを立てるためには、構造化された評価が必要である。

尚、Oversight Trust は、“ガバナンスや戦略、方針やプロセス策定、日々の業務については対象機関自身が責任を持つ”とし、日々の業務には介入しない方針を掲げている。また、BSC 及び ACCESS へのインタビューによると、通常業務においては特に監督は無いことが確認されている。

b. Blended Finance プログラムのガバナンス・運営体制

Blended Finance プログラムは、複数の機関が関係するため、ガバナンス体制はやや複雑となる。Growth Fund を例に挙げると、ACCESS、BSC、NLCF のパートナーシップで設立され、助成金分が NLCF の自己資金から、ローン部分は、BSC が休眠口座資金から拠出されているという建付けとなっていることから、これらパートナー機関が共同でファンドのガバナンス、運営を担っている。

Growth Fund に次ぐ Blended Finance プログラムとして 2018 年に開始された「Local ACCESS」プログラムでは、National Lottery Community Fund から休眠口座資金を原資とした助成金が配分され、BSC から休眠口座資金からローン部分の資金拠出が行われている。ACCESS へのインタビューによると、同ファンドは、助成金部分が休眠口座を原資としているため、配分後の資金使途に自由度が高く、Growth Fund に比べてガバナンスはシンプルである。

また、2021 年に実施した「COVID-19 Related Emergency Support」プログラムでは、ローンの資金は、プログラムに参加した社会的投資家が自ら拠出する仕組みとなっているため、更にシンプルな運営体制となっていた。

c. Growth Fund のガバナンス・運営体制

(a) 共同投資委員会によるガバナンス³²

BSC と National Lottery Community Fund、ACCESS によって任命された共同投資委員会 (Joint Investment Committee: JIC) が Growth Fund の戦略、方針及び活動の監督を担っている。本監督機能は、Growth Fund の投資方針、ACCESS と National Lottery Community Fund 間の SLA、BSC と ACCESS 間の覚書、BSC、ACCESS、National Lottery Community Fund 間の覚書に準拠する形で執行される。JIC の主たる役割は BSC によって提供されたローン、National Lottery Community Fund によって提供された助成金の資金用途についての意思決定であるが、その他にも下記の通り、Growth Fund の運用全体に対して、多様な責務と役割を担っている。

【責務】

- ・ Growth Fund の投資方針の(その企図する成果に則っているかという観点で)承認
- ・ National Lottery Community Fund 及び BSC の社会的投資家(及び New Co)への資金提供に関する意思決定(残余資金、返済済みローン、未使用の助成金の資金用途の決定を含む)
- ・ ACCESS のインベストメントマネージャーによって作成された監視レポートのレビューを通じて、社会的投資家が ACCESS に提出したすべての EOI を監督
- ・ 承認された投資に対する重要な変更の決定
- ・ Growth Fund の目的に則った投資ポートフォリオのパフォーマンスの監視
- ・ 管理グループ(Growth Fund management Group; GFMG、詳細後述。)からの報告に含まれるすべての懸案事項の対応
- ・ 投資に関連するその他の問題の対応

【投資プロセス別の役割】

投資プロセス	JIC の役割
社会的投資家による EOI の提出 (社会的投資家選定プロセスの Stage0)	・監督
社会的投資家による投資の申込書提出 (社会的投資家選定プロセスの Stage1)	・監督
JIC Round1 (社会的投資家選定プロセスの Stage1)	・投資申請書の要約に基づき、次フェーズ(デューデリジェンスプロセス)に進むか否かの判断
JIC Round2 (社会的投資家選定プロセスの Stage2)	・デューデリジェンス結果に基づいて投資を行うかどうかの判断
(Growth Fund から社会的投資家への)投資期間中	・ポートフォリオ管理(投資パフォーマンスが悪い場合は介入)及び個別取引の評価
投資終了後	・ポートフォリオ管理(投資パフォーマンスが悪い場合は介入)及び個別取引の評価 ・慈善団体や社会的企業から融資の返済があった場合、社会的投資家が残高を再投資してよいかどうかの決定

JIC は必要に応じて開催されるが、(開催頻度が相対的に低くなる)ファンドの払い出しが完了するフェーズにおいては、四半期に一度開催される。委員会の構成メンバーは上記 SLA、覚書を締結している団体(BSC、ACCESS、National Lottery Community Fund)から選定され、2022 年 3 月時点では下記のメンバーが任に当たっている。

³² 出典: ACCESS, 2018, Joint Investment Committee and Growth Fund Management Group Terms of Reference, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2019/01/JIC-and-GFMG-ToR-Final-1.pdf>

議長(投票権を持たない) : Nick Hurd (ACCESS)
ACCESS の代表者 2 名 : Seb Elsworth, Neil Berry
National Lottery Community Fund の代表者 2 名 : Kevin Bone and Elle De Decker
Big Society Capital の代表者 2 名 : Jeremy Rogers, Rebecca MacDonald

また、JIC は管理グループを組成し、Growth Fund の運用上の管理を委任している。管理グループは、ACCESS の上級スタッフが議長(投票権を保有)を務め、National Lottery Community Fund と BSC から十分な権限を持つと JIC によって判断されたメンバーの計 3 名によって構成され、JIC によって委任された種々の課題について討議及び意思決定を行う。同グループによる決定は、時に社会的投資家と BSC、National Lottery Community Fund との契約の更新に繋がる場合もあるほど、強い権限を有している。

JIC の議長は、四半期ごとに National Lottery Community Fund、BSC、ACCESS に活動内容や期間中に行われた意思決定等を共有し、JIC 及び管理グループの活動がその目的に沿ったものとなっているかという観点で年次のレビューを受けている。

ACCESS へのインタビューによると、JIC や GFMG を構成する機関(NLCF、BSC、ACCESS)では、視点やミッションが異なるため、時に意思決定が難航したとのコメントが得られた。具体的には、COVID19 のパンデミックの際には、デフォルトリスクを下げるためにより多くの助成金を拠出する必要が生じたが、助成金の拠出が真に慈善団体や社会的企業、社会的投資家の強靱性の担保に資するものなのか、(デフォルトリスクを下げることで)BSC が損害を被らないようにするものなのかという議論が起こり、合意形成が難航したとのコメントがあった。

(b) ACCESS によるガバナンス

社会的投資家は、4 半期ごとに財務データ(新規投資の内容、ポートフォリオのパフォーマンス等)を ACCESS に報告し、年に 1 回、社会的インパクトに関するレポートを提出する。これらは、資金提供期間が終わり、返済期間となった後も継続する。

ACCESS は社会的投資家から集めた情報を基に、4 半期ごとに Growth Fund 全体の進捗状況を公開している。これは、Growth Fund の進捗を広く周知し、その活動が社会的投資市場の拡大に貢献しているかを公に示すためのものである。

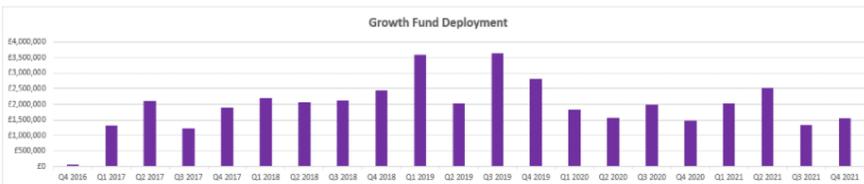
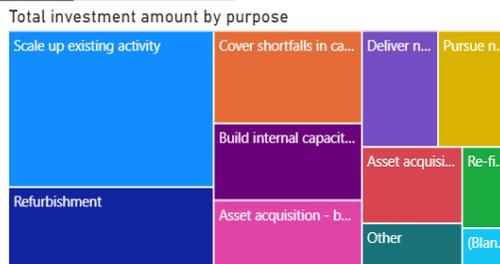
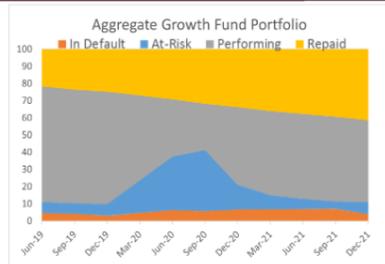
Growth Fund



A partnership with Big Society Capital and The National Lottery Community Fund, funding 15 social investors to make small (<=£150k), unsecured, blended investments into charities and social enterprises in England.



626 Investments	5.00 Median investee employees	50.94 Average loan term (months)	£66.76K Average Investment Size
514 No of Charities and social enterprises supported		£220.19K Median Annual Income	0.07 Average of Interest rate



出典: [ACCESS: Growth Fund, Quarterly Dashboard](#)(いずれも 2022 年 3 月 28 日閲覧)

【図24 Growth Fund の 4 半期ダッシュボード】

担当者へのヒアリングによると、ファンドの運用管理はファンドマネージャー(15の社会的投資家)が責任を負うものとして ACCESS は深くは関与していない。ACCESS は 2022 年 3 月時点で 10 名という非常に小規模な組織となっているが、この人数で Growth Fund を含むすべてのプログラムを運用することができるのは、ファンド運用の実態を適切なファンドマネージャーに委任しているためである。ACCESS の担当者からは、“ACCESS の最も重要な業務は適切なファンドマネージャーを選定することであり、そのために、Growth Fund 設立当初から試行錯誤を通じて選定基準を改善してきた。日本で同様の取り組みを行う場合は、一定程度のエラーを許容する期間を設けることを推奨したい”との発言があった。

以下に、社会的投資家の選定時に ACCESS が重視する観点を記載する。

具体的に、ACCESS が社会的投資家に対して求める能力として最も重視しているのがディールソーシング(投資先のソーシング)であり、これがファンド運営の成否を分けるものとしている。投資先は公募及び社会的投資家の独自のネットワークから募ることになるが、より適切な投資先を見つけるためには社会的投資家同士の情報共有を含めたネットワークの増強が必要と整理されている。また、適切なリスク・リターン評価に基づく良い投資が出来る能力、ファンドの仕組みを正しく理解すること(ファイナンスの知識があっても、Growth Fund のスキームや意図について理解をしている社会的投資家は多くないとのこと)、そして、インパクトマネジメントについても重視されている。

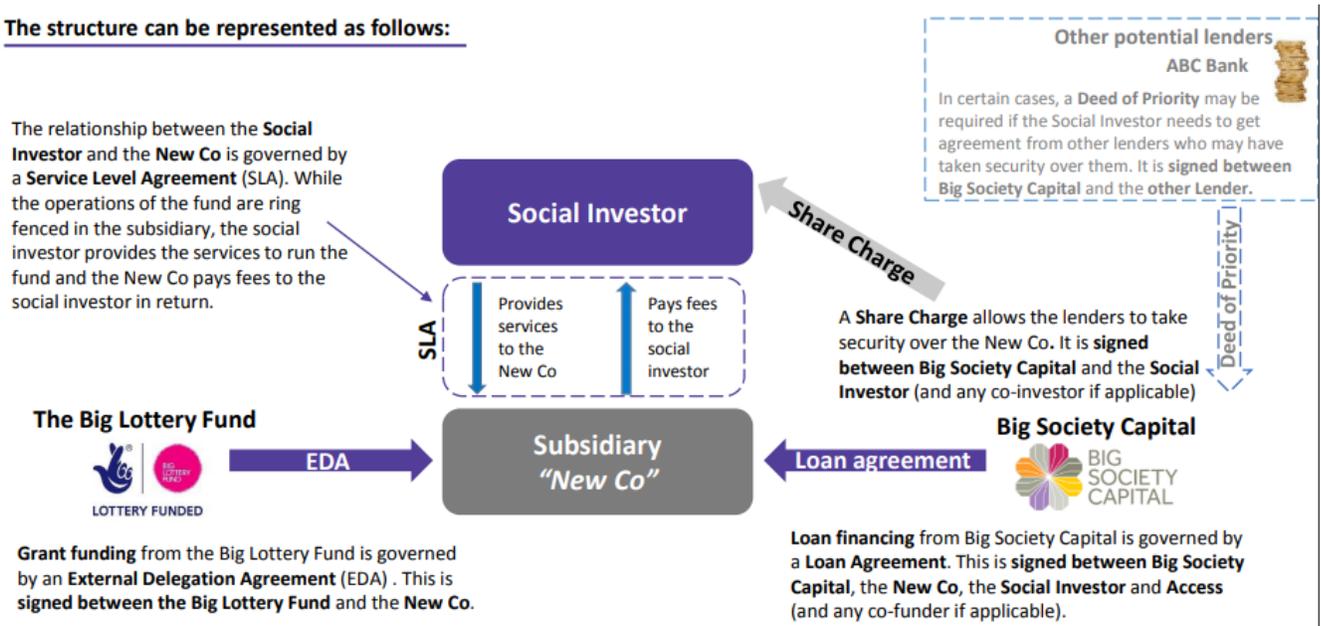
また、ACCESS へのインタビューによると、適切なリスク・リターンを何パーセントと設定し、それをどう監督するかという点は、公的資金を正當に活用するため、ファンド設立の最初の段階で検討すべき事項である。リスクが高すぎる場合は投資家がお金を失い組織が存続しないという問題が発生し、リスクが低すぎる場合は、資本を提供する側が安定的にリターンを得られるため、ACCESS が支援する意義がないという問題が発生する。Growth Fund において、助成金(特に Grant B)は、リスクをカバーする役割を果たすため、拠出された助成金が社会的投資家によって使用されないまま放置されるといったことが無いよう、適切なリスク・リターンの設定が必要となる。

民間の投資家が低いリスクで大きなリターンを得られるといったことを回避するために、ACCESS は通常、投資家が得ることのできるリターンに上限を設けるような仕組み(具体的には、社会的投資家の選定プロセスにて投資家が提案書を提示する際のレビューにて、リスクの設定の妥当性がレビューされる)を構築している。なぜなら、助成金が、投資家が15%のリターンを得るために使われるようなことがあってはならないからである。また、社会的投資家がどの程度のリターンを想定しているかを常に確認している。もし投資家が Blended Finance ファンドから 8%のリターンを得ようとするならば、彼らの資本はリスクにさらされると言え、もし投資家が 3%のリターンを得ようとするならば、資本を保護するために助成金を活用することがあり得るといった考え方である。

(c) BSC、National Lottery Community Fund によるガバナンス

前述の通り、本スキームに参加する社会的投資家は Growth Fund の運営のために子会社(New Co. 図9参照。)を設立し、その子会社がそれぞれ、NLCF との間で助成金の契約、BSC との間にローン契約及び Share Charge を締結している。社会的投資家は上記の契約において、National Lottery Community Fund、BSC からの監督下にあり、契約条項に具体的な監督項目が記載されている。

The structure can be represented as follows:



* 出典: ACCESS,2016,The Growth Fund – Expression of Interest (EOI),2022年3月28日閲覧,https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/Growth-Fund-guidance-EOI-v2.pdf

【再掲】【図9: Fund 関係者の契約形態】

以下に、ステークホルダー間で交わされる契約条項を記載する。

① 外部委任契約(National Lottery Community Fund と New Co の間で締結)

1. 実際のスキームの詳細: National Lottery Community Fund の標準的な助成条件及び New Co に課せられた特定の条件
2. 助成金の引き出しと使用: 運営費の支払いスケジュールや、残りの助成金の場合の指示など、助成金が New Co に支払われる方法の詳述
3. 評価、意思決定及び管理プロセス: New Co によって作成されるもの。苦情管理、State Aid(詳細後述)、デフォルトの管理、報告と監視の管理、申請の管理及び申請者の評価といったプロセスが含まれる。
4. 慈善団体及び社会的企業の条件: 慈善団体及び社会的企業への助成金またはローンの各オファーに委任者が適用する必要がある最小条件
5. スキームの報告、監視、評価: ファンドの運用に関連して収集及び報告する必要のあるデータ
6. スキームの推進: 資金提供者のニーズと要件を考慮し、New Co がファンドを宣伝、促進するためのガイダンス
7. 説明責任者の任命状: National Lottery Community Fund の資金が適切な規則性と妥当性をもって分配されることを保証する、説明責任者を任命する New Co の責任
8. 保証声明: New Co のシステムが National Lottery Community Fund から提供される助成金を処理するのに適切であることを確認するための声明
9. 機密情報の取り扱いと共有に関する共同プロトコル: 機密情報の取り扱いにおける New Co の責任の詳細
10. 融資開始要求: 資金が必要になった際に ACCESS に送信する、要求書の雛形

② Share Charge(株式請求)(BSC と社会的投資家の間で締結)

社会的投資家が、特定の条件下で New Co の株式の 100%を BSC に譲渡するという合意。これにより、ローン契約に違反した場合やファンドのパフォーマンスの大幅な低下等があった際に BSC に担保が提供される。

③ ローン契約(BSC と New Co の間で締結)

New Co が BSC から資金を借入れるための契約。下記条項が含まれる。

- ・ローンの条件と金額
- ・先行条件(最初及びその直後の貸付けについて)
- ・請求される利息の条件とその計算方法
- ・返済の取り決め
- ・財務諸表の正確さにおける表明及び保証
- ・規約(一般、財務、情報管理)
- ・State Aid
- ・デフォルト条件

また、下記の要項も付帯される。

1. 先行条件: 先行条件の詳細
2. BSC によって規定された責任あるビジネス原則
3. 資金の貸付け要求のテンプレート*
4. New Co の運用コスト支払いタイミング*

* : National Lottery Community Fund と New Co 間の EDA に含まれる内容と同様

④ 優先証券(社会的投資家が BSC 以外の投資家からも資金を借りている場合、BSC と該当投資家の間で締結)

担保の取り扱いについての取り決め

Growth Fund は、社会的投資家(及び New Co)が資金の出し手である BSC と National Lottery Community Fund それぞれと契約を結ぶため、資金の出し手から二重のガバナンスを受けることになる。ACCESS は社会的投資家(及び New Co)と資金提供に関する契約締結は行わない。本パートにおける ACCESS の役割は、社会的投資家と BSC や National Lottery Community Fund の契約締結を監視し、締結業務の負荷軽減を支援することである。

(d) Ecorys 及び ATQ Consultants によるガバナンス(プログラム評価)³³

National Lottery Community Fund は 2016 年に Growth Fund のプログラム評価を Ecorys³⁴及び ATQ Consultants³⁵に委任している。プログラム評価は、Growth Fund がより多くの慈善団体や社会起業家が社会的投資にアクセスできているか、より強靭性を身に付け、大きな社会的インパクトを創出しているかという観点で行われている。評価は社会的投資家及び慈善団体や社会的企業を対象に行われ、2021 年 2 月時点までに下記の活動が行われている。

- 社会的投資を受けた 13 の慈善団体や社会的企業の実地調査(内 5 団体については 2 回訪問)
- 2020 年 9 月までの Growth Fund の経営情報分析(経営情報には慈善団体や社会的企業の 795 件のローン及び助成金申請に関する情報を含む。)
- 融資を受けられなかった慈善団体や社会的企業 1 団体との協議
- 13 の社会投資家とのディスカッション
- ファンドマネージャーとして選定されなかった社会的投資家 3 団体とのディスカッション
- プログラムパートナーシップの 7 名とのディスカッション

2021 年の評価レポートでは、“Growth Fund は 2020 年末まで順調に進展し、該当領域での社会的投資家の数が増え、社会的投資の範囲が広がり、社会的投資家の能力が向上した”と肯定的な評価がなされている。また、これにより、小規模な社会的投資家による慈善団体や社会的企業の資金供給ギャップを埋め、慈善団体や社会的企業の経済的強靭性が上がり、より幅広い受益者(慈善団体や社会的企業のサービス提供先)を支援する能力が向上したとも述べられている。

d.その他:民業圧迫への考慮

英国における休眠預金制度は、社会的投資市場の発展を目的としているため、公的資金を投入することで、市場を歪める(民業を圧迫する)可能性については慎重な検討が行われている。

1 点目が、State Aid Guidance への準拠である。State Aid は、欧州委員会によって策定された公的資金活用におけるガイドラインであり、「援助対象が公的資金に依存することなく、イノベーションの創出や効率化を進めるモチベーションを組織に与えることで、市場全体(EU 市場)のレベルアップにつなげる場合、援助が許される」とし、援助が可能となる条件を詳細に記載したものである。

当ガイダンスでは、国家援助はすべからず、本ガイダンスに則り、特定の条件下において許可された場合に行われるべきであるという指針を打ち出しており、ACCESS も Growth Fund についても、State Aid(国家援助)に当たるか否かを分析している。2016 年の ACCESS による分析³⁶では、Growth Fund については、BSC や National Lottery Community Fund か

³³ 出典: James Ronicle, Rachel Wooldridge, Edward Hickman and Johnny Lillis, 2021 Nov, Growth Fund Independent Evaluation Update report2: Full Report, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none>

³⁴ 欧州で最も古い経済調査及びコンサルティング会社 (<https://www.ecorys.com/>)

³⁵ 英国の公共サービスに関する調査会社 (<http://www.atqconsultants.co.uk/>)

³⁶ ACCESS, 2016, State Aid guidance - The Basics, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/State-Aid-Guidance-v5.pdf>

ら社会的投資家への資金提供は、その一部(National Lottery Community Fundからの助成金部分)については State Aid にあたる可能性があり(ただし、免除規定に該当する可能性がある)、社会的投資家から慈善団体や社会的企業への資金提供は State Aid にあたるが、一定金額以内の援助に抑えるべきとの見解を示している。

但し、BREXIT に伴い、英国内では State Aid Guidance は準拠不要となっており、英国政府は State Aid の代わりに、World Trade Organization の Agreement on Subsidies and Countervailing Measures などの国際的な補助金規制ルールに従う旨を 2021 年に公表している。³⁷ルールの詳細についてはイギリス政府独自のガイダンスなどにまとめられていないため、Agreement on Subsidies and Countervailing Measures などを参照することとしているが、これらの国際ルールに適合しない補助金の場合は個別にイギリス政府の担当部門に問い合わせることされている。なお、ACCESS の State Aid Guidance は 2016 年以降アップデートされていないが、今後の監査レポート等にて見直しが行われ、民業圧迫に関する考慮は継続して検討される予定である。

上記の法規制対応以外にも、社会的投資市場の発展に向け、BSC では、“投資をしている市場において、民間の投資家が増えてきた場合は投資を引き下げ、民間投資家が参入する余地を作る”等の運用により、民業圧迫にあたらないような資金の運用を行っている。また、ACCESS においては、そもそも市場がない領域に投資をしているため、民業圧迫には当たらないとの見解が担当者から示されている。

e.総括

上述の通り、Growth Fund 及びそのステークホルダーに対するガバナンスは多岐にわたっており、非常に複雑である。ACCESS が 2015 年から 2025 年までの活動を前提とした時限性の組織であり、Blended Finance プログラムについても、実験的な目的で運用が行われているため、特に成果の検証については多数のステークホルダーによって行われている。ACCESS が 2025 年以降も事業を存続させる、もしくは、別の組織として再構築される場合、ガバナンス体制の簡素化及び中間コストの削減は、Blended Finance の効果的な運用における今後の重点課題の一つと考えられる。

³⁷ 主要なルールは下記の通り

1. 補助金の提供者は政府機関または公的機関である。
2. 補助金の対象は市場で物やサービスを提供するあらゆる事業者で、政府機関も対象となりうる。
3. 補助金は補助金を受けた事業者が市場からは得られない経済的なメリットを享受することに貢献しなければならない。(市場から自力で経済的メリットを得ることができる事業者は補助金の対象外)
4. 補助金は市場の失敗に対処する特定の政策目的の達成を目指すものでなくてはならない。
5. 補助金は目的達成に必要な必要最低限の額に制限することを目指さなくてはならない。
6. 補助金は受給者の経済的活動に変化を与え補助金なしでは達成しえなかった目標を達成させることを目指さなければならない。
7. 補助金は受給者が本来補助金なしで負担していたコストを相殺するものとしなければならない。
8. 補助金は公共政策の目的を果たすための政策ツールであり、その目的は補助金以外の市場をゆがめる影響がより少ない政策ツールで達成できない目的であることを目指さなければならない。
9. 補助金はそのポジティブな効果がネガティブな効果を凌駕することを目指さなければならない。Government of UK, 2021, Guidance on the UK' s international subsidy control commitments, 2022 年 3 月 28 日閲覧。

<https://www.gov.uk/government/publications/complying-with-the-uks-international-obligations-on-subsidy-control-guidance-for-public-authorities/technical-guidance-on-the-uks-international-subsidy-control-commitments#section-5>

(2) 人材

社会的投資の実務においては、ファイナンス経験、社会的インパクトの測定・マネジメント経験など、多様な経験やスキルが求められる。

2022年3月時点で、ACCESSには10名のスタッフが従事しているが、それぞれのスタッフは、社会的インパクト投資家、慈善団体の職員、コミュニティ開発の専門家、メンタルヘルス領域におけるNPOの職員等の多様なバックグラウンドを持ち合わせている。ACCESSへのインタビューによると、英国に於いても社会的投資に対する深い理解と経験を持つ人材は豊富ではなく、人材確保の問題は常に大きいとの事である。ACCESSによると、社会的投資は、社会的インパクトと投資を組み合わせた分野であり、どちらか一方の経験を持つ人材は多いが、両方を理解している人材は多くはないため、人材確保には工夫が必要とされている。

ヒアリングでは、ACCESSにおけるBlended Financeの運用においてもっとも重要と思われるスキルは、正しいファンドマネージャー(金融仲介機関)を見つけることであり、明文化された基準がない中で試行錯誤を通じてファンドマネージャーを選定し、結果の検証を以て自分たちの選定眼を磨いているとのことであった。ACCESSの人材育成や求められるスキルは、現在もなお発展の途上であるといえることができる。

また、ACCESSはOversight Trustのレポートでも述べられていた通り、アウトソーシングモデルを活用し、自身が抱えるスタッフの人数を最小化できるよう効率的な運営を行っている。もしACCESSが自身の活動領域を広げる場合は、人材採用や教育コストのための余剰コストが必要になると述べられている。ACCESSの機能範囲を現行通りにとどめるか、より高めていくか次第で、ACCESSの今後の人材確保・育成方針は変わってくる。

BSCについては、BSCが真にインパクトを最大化しようという事業を行っているため、目的意識を持った優秀な人材を惹きつけているといった意見が聞かれた。BSCは社会的投資のホールセラーとして知名度が高く、その後のキャリアアップに役立つ³⁸という点や、社会的投資のエコシステム形成に携わることが出来る数少ない事業体であるため、採用倍率も非常に高い。賃金水準については、ソーシャルセクター平均よりは高いものの、金融業界と比較すると高くないため、メインストリームの金融機関が事業活動において社会的インパクトの追求を行うようになった場合、継続的な人材の確保には懸念があるとの意見も述べられた。

現時点においてBSCで必要とされている人材については、ACCESS同様、すべてのアジェンダをカバーできる人材はいないため、それぞれの能力を持った人材を雇い、トータルでバランスが取れるようにしているということが述べられた。また、取り扱うファイナンス手法に応じて求められる能力やマインドセットが異なるため、戦略的な4分野にチームを分け、チームごとに適切な能力を持った人材を確保し、配属がなされている。

Social property	アフォーダブル・ハウジング等の不動産投資ファンドへの投資
Impact venture	社会課題解決に寄与する革新的なスタートアップを対象としたベンチャーキャピタル等(主にエクイティ・ファンド)への投資
Social outcomes	アウトカムファンドへの投資
Social lending	デット・ファンドやチャリティ債ファンド等への投資

【図25 BSCの戦略的4分野】

³⁸ 担当者へのヒアリングからは、“インパクト投資市場におけるネクストキャリアに繋がる”とのコメントがあった。また、同時に、“本メ리트は、インパクト投資市場における人材の流動性や雇用機会が担保されている英国だからこそ享受できるものである”とのコメントがあり、日本における再現性においては検証の余地がある。

2-4. キャパシティ・ビルディング

英国においては、ACCESS が中心となって Blended Finance を推進しているが、資金提供側がいくら新しい金融プロダクトを開発しても、受け手となる慈善団体や社会的企業側の理解が進まなければその推進は難しい。

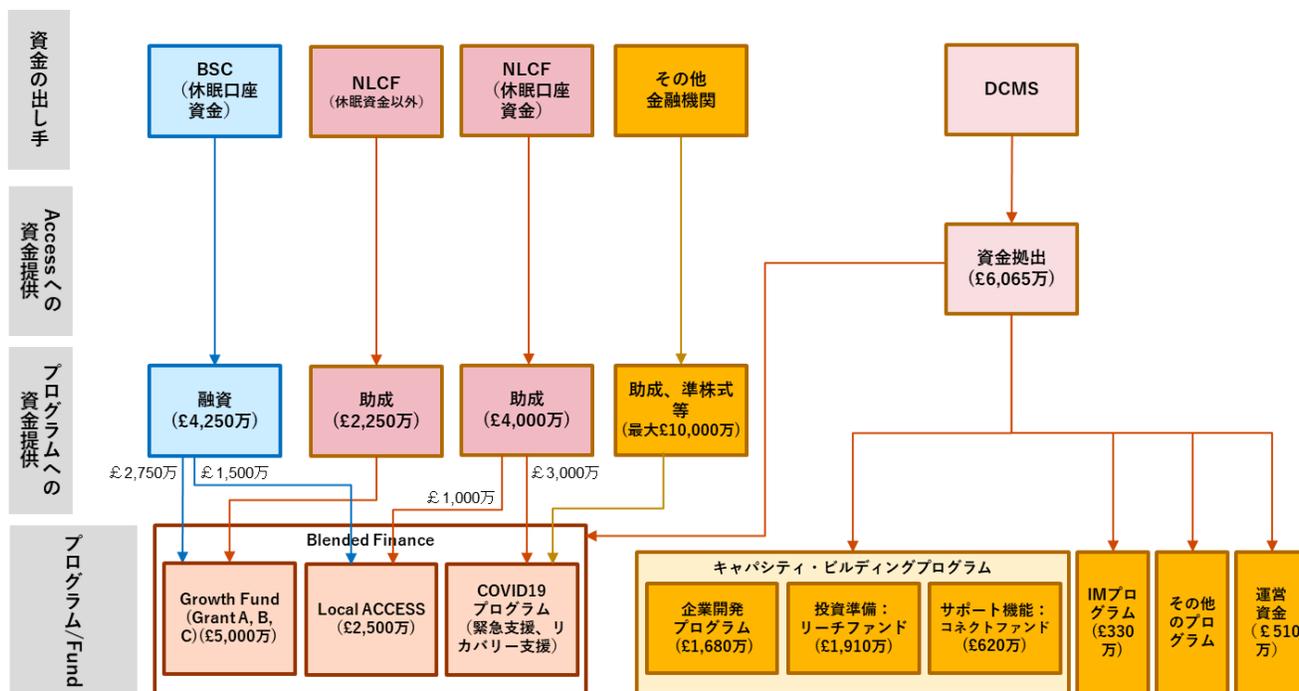
そこで、BSC および ACCESS は、慈善団体や社会的企業が社会的投資にアクセスできるようになるための能力強化（キャパシティ・ビルディング）の取り組みや、社会的投資に関するナレッジの発信等も積極的に実施している。

これらのキャパシティ・ビルディング・プログラムは、インパクト投資市場のステークホルダー（資金の需要サイド、供給サイドそれぞれ）の強化及び新規参入をサポートしている。特に ACCESS が提供するプログラムについては、その資金は DCMS 省から拠出されている点が特徴的である

(1) ACCESS によるキャパシティ・ビルディングの取り組み

ACCESS では、慈善団体や社会起業家の支援のため、大きく分けて、①企業開発プログラム、②投資準備：リーチファンド、③サポート機能：コネクタファンド、の3つの取り組みを実施している。

これらのキャパシティ・ビルディング・プログラムは、下図右側に示されている通り、DCMS 省からの資金拠出を基に、ACCESS を中心に実行されており、Blended Finance による Fund とは、原資もその投資対象も異なるものとなっている。



* 出典：Oversight Trust, Jun 2021, [ACCESS: The foundation for Social Investment Quadrennial Review Final Report](#), 2022年3月28日閲覧, ウェブサイト

* 上記2つの出典で金額が異なる場合は、ウェブサイトの金額を参照している

* 少額なプログラム等は割愛しているため必ずしも合計額は一致しない

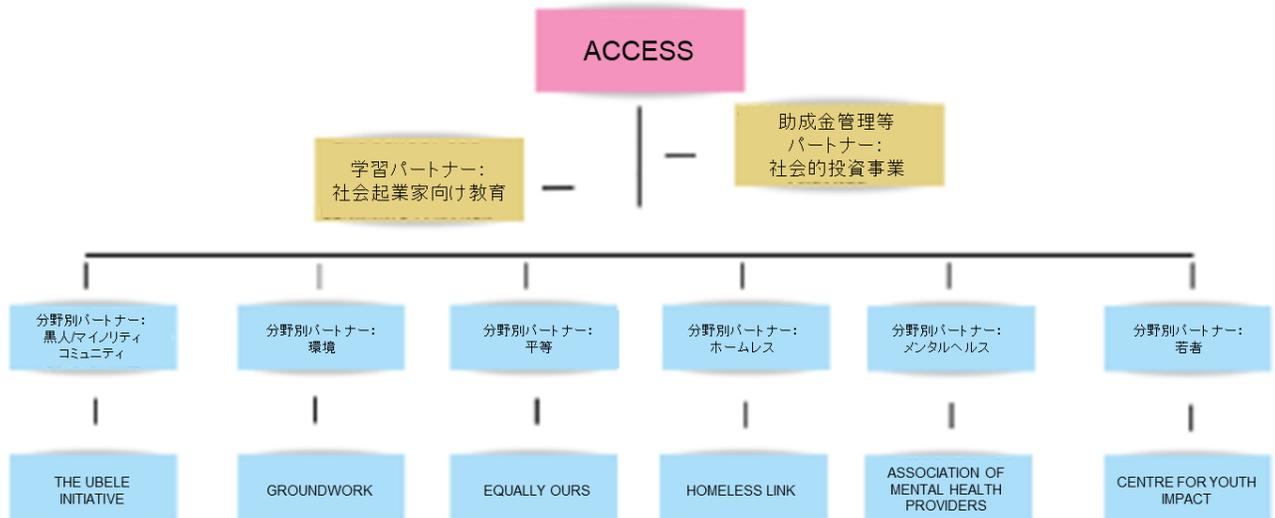
【再掲】【図6 ACCESS への資金の流れ】

以下に、各プログラムの概要を記載する。

①企業開発プログラム³⁹

ACCESS によって資金提供され、パートナーの連合によって管理される 5 年間のプログラムである。このプログラムは、英国の慈善団体や社会的企業に助成金と学習サポート(収益モデル等に関するトレーニングやワークショップ形式のピア・ラーニング等)を組み合わせて提供し、新しい企業モデル(エンタープライズ・モデル、つまり収益を生み出す事業モデル)を開発し、既存の企業モデルを成長させることで、経済的なレジリエンスを高めることを目的としている。2018 年にホームレスと若者のセクターで試験的に実施した後、現在では 6 つのセクターで支援を実施しており、各セクターでプログラム実施のパートナーが存在する。

The EDP Partnership



出典: [EDP 2020 Cohort](#) を元に PwC にて日本語訳

【図26 Enterprise Development Programme の対象及び提携先】

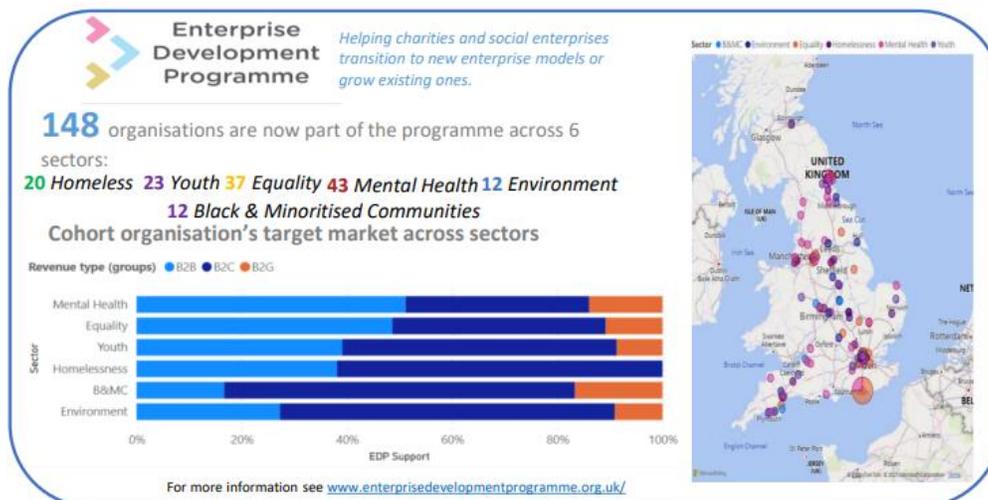
プログラムの提供先はセクターによって異なる。例えば、“Black and Minoritized Communities”においては、下記の要件が挙げられている。

- ・ 法的に構成された慈善団体、または社会的企業である。
- ・ 明確な社会的使命を持っている。
- ・ 税引き後利益の 50%未満を分配し、余剰の少なくとも 51%を社会的使命の追求に再投資し、社会的使命、配当及び余剰分配政策に憲法上または契約上のロック(アセットロック)をかけている。
- ・ 登録された黒人及び少数派のコミュニティ主導、慈善団体、CIC、または黒人及び少数派のコミュニティとの協力を支援するために社会的目的のために余剰分を投資する保証有限責任会社である。
- ・ 登録企業/慈善団体として少なくとも 2 年間運営されている。
- ・ サポート/開発を必要とする現在の取引活動証明または首尾一貫した取引アイデアをパイロット/テストするための上級管理職及び取締役会からのコミットメントが得られる。
- ・ プログラムに完全に関与するためのスタッフの能力と理事会のサポートがある。

³⁹ 出典: ACCESS, 2020, THE ENTERPRISE DEVELOPMENT PROGRAMME (ESDP) - An interim Review of Year 1, 2022 年 3 月 28 日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2020/12/EDP-interim-report-Dec-2020-final.pdf>

- ・ エンタープライズムーブメントネットワーク内の共有学習に向けた貢献に積極的な役割を果たすことを約束できる。
- ・ 受益者は、ハンバーとヨークシャー、ロンドン、ミッドランズ、イングランド北西部または南西部のいずれかの地域出身である。

また、EDP プログラムの実績については下記の図の通り、148 の団体が支援を受けている。



出典: [ACCESS Quarterly Dashboard 2021/9](#)

【図27 Enterprise Development Programme の実績(2021年9月)】

②投資準備:リーチファンド⁴⁰

投資準備の一環として実施されているリーチファンドは、慈善団体や社会的企業が社会的投資を始められるようにサポートすることを目指している。投資準備というテーマの下で、これまでも色々な取り組みが行われてきたが、多くの投資家から、「投資申請の最終段階におけるサポートが最も重要」とのフィードバックがあり、該当のサポートを可能とするリーチファンドが設立された。

ACCESS Point (Reach Fund に登録された社会起業家のリスト)の社会的投資家に投資を申し込む際に、投資家の判断で Reach Fund に紹介され、Reach Fund での助成が承認されたら、投資申請に対するサポート(特に、申請の最終段階で必要になるガバナンス、財務モデリング、事業計画のブラッシュアップ)を受けることができる。ACCESS は、「Reach Fund」を通して、チャリティや社会的企業に助成金を提供し、社会的投資に向けた準備をするための支援を行っている。

REACH プログラムのウェブサイトでは、ACCESS Point ディレクトリとして、18 の投資家が掲示され、投資対象、その連絡先等が参照できるようになっている。

⁴⁰ 出典: ACCESS, CURIOSITY SOCIETY, RACH, Social Investment Business, 2021, Reach Fund : Small Grants trial, 2022年3月28日閲覧, https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2021/03/Reach_Fund_pilot_report.pdf

Access Point Directory

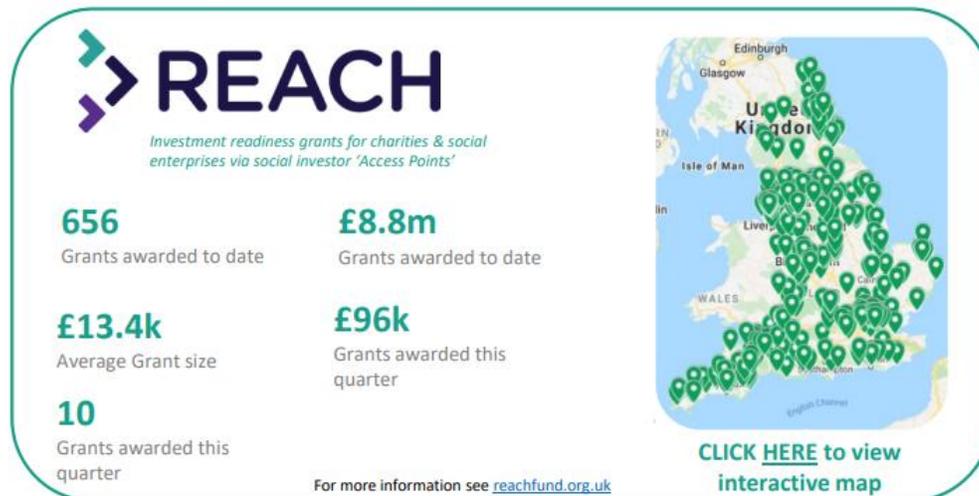
The following social investors are our approved Access Points. You should already have applied to one of them before applying for The Reach Fund. If you have not already approached an Access Point, or would like to know more information about them, please view their profiles in the directory.

	ARCHITECTURAL HERITAGE FUND	
	The Architectural Heritage Fund (AHF) since 1976 has been providing advice, grants, and loan finance to incorporated charities and other not-for-profit organisations across the UK seeking to...	
	ARTS + CULTURE FINANCE	
	Arts & Culture Finance uses social impact investment to support arts and cultural organisations that benefit the lives of individuals, communities and society through their work. We believe...	
	BIG ISSUE INVEST	
	We are the social investment arm of The Big Issue. We extend the mission of The Big Issue by providing finance and support to social enterprises and charities seeking to dismantle poverty and...	

出典: [ACCESS Point Directory](#)

【図28 ACCESS Point に登録されている投資家へのコンタクトリスト(部分)】

Reach Fund については、2021 年 9 月時点で 656 件の支援が行われ、総額で 880 万ポンドが拠出されている。



出典: [ACCESS Quarterly Dashboard 2021/9](#)

【図29 Reach Fund の実績(2021 年 9 月)】

③サポート機能:コネクトファンド⁴¹

ACCESS は、Barrow Cadbury Trust と共同で「Connect Fund(総額 600 万ポンドの助成金および投融資の提供が可能。別名、社会的投資インフラストラクチャーファンド。)」を設立し、英国の社会的投資市場が慈善団体や社会的企業のニーズを満たすものとなるように種々のサポートを行っている。

Connect Fund には 2022 年 3 月時点で、以下の 4 つのファンディング・プログラムが存在している。各プログラムの目的や投融資ガイドラインの条件を満たす団体は、ウェブサイトからの申し込み後、承認を経て助成金や投融資を受けることができる。

⁴¹ 出典: Connect Fund ウェブサイト: <https://www.connectfund.org.uk/>

•Equality, Diversity and Inclusion

-インパクト投資市場における EDI(平等、多様性、包括)の推進に向け、慈善団体や社会的企業をサポートする主体や、社会的投資家に対して、企業体制や社会システムの変化を促すための助成金拠出をする仕組み。インパクト投資市場における、特に資金の出し手の多様性の追求は、多様な社会的課題の解決に向けて重要な要素であるとの背景から設立。

助成金拠出対象:

- 平等、多様性、包括の向上に繋がるプロジェクトを遂行するための社会的投資家やインフラ組織
- 社会的投資にアクセスするにあたってのプロセスやシステムを、投資市場から除外されがちな主体を包括するものにしてしようとする社会的投資家やファンドマネージャー
- 社会的投資セクターの需要と供給をつなぐアドバイザー(資金の借り手と協力し、ガバナンスや財務モデル、事業計画のサポートを行う主体)になりうる黒人やマイノリティコミュニティのインフラグループ

•Post Covid-19 Recovery(COVID-19 からの回復)

-コロナ禍において、既存のソーシャル投資家とファンドマネージャーに助成金を提供し、パンデミック時のビジネスモデルが回復する間、組織のキャッシュフローと流動性をサポートする、もしくは、回復期間において経済的持続可能性をサポートする新しい機会を探す。

助成金拠出対象:

- COVID-19 によって変化した市場や新しい機会に対応しようとする社会的投資家やファンドマネージャー

•Peer Networks(ピア・ネットワーク)

-Connect Fund はパートナーと協力して、効果的な peer-to-peer のラーニング・イニシアチブを開発し、社会的投資への道のりで社会的企業をサポートするプログラム。投資家と慈善団体や社会的企業との対話を促し、慈善団体や社会的企業については、事業開発の非常に初期な段階から、ケーススタディ等を通じてビジネスモデルの改善を促す等のアクティビティも行われている。

助成金/投融資対象:

-2022 年 3 月時点で新規募集は受け付けておらず、ピア・ネットワークのアクティビティの実行支援に興味がある主体へのコンタクト窓口のみが紹介されている。

•Challenge Fund

-チャレンジファンドは、時流によって変わるインパクト投資市場における主要な課題またはギャップを特定し、その問題に対する解決策を有するプロジェクトを募集し、資金を提供している。

助成金/投融資対象:

- 特定せず(対象のチャレンジに合致する主体を幅広く対象としている)



出典: [ACCESS](#) ウェブサイト

【図30 Connect Fund の実績(2021年9月時点)】

④その他のプログラム

・IM プログラム⁴²

2016年から2019年に実施された、慈善団体や社会的企業に提供されたインパクト評価・管理手法を学ぶためのプログラム。社会的投資家から資金提供を受けるにあたっては、慈善団体や社会的企業において、インパクト管理やデータの利活用が重要となるというコンセプトの下で、New Philanthropy Capital との共同で実施された。2019年以降は New Philanthropy Capital が提供する inspiring impact プログラム⁴³に引き継がれている。

(2) BSC と ACCESS 共同での取り組み

BSC と ACCESS、DCMS 省による共同の取り組みとして、慈善団体や社会的企業向けに、社会的投資に関する様々な情報を提供する「Good Finance」というプラットフォームが作られている。Good Finance では、社会的投資に関する基礎的かつ網羅的な情報、社会的投資家の情報、インパクト測定の手法等が掲載されており、これらの情報にアクセスしやすい工夫がなされている。

⁴² 出典: ACCESS, 2019, IMPACT Management Programme, 2022年3月28日閲覧, <https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2019/05/IMP-learning-report-1.pdf>,

ACCESS, 2021, Reporting on the Impact Management Programme: a retrospective, 2022年3月28日閲覧, https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2021/12/IMP_Report.pdf

⁴³ 出典: NPC ウェブサイト: <https://www.thinknpc.org/resource-hub/the-inspiring-impact-programme/>



* 出典: [Good Finance](#)

【図31 Good Finance のウェブサイト】

また、上記以外にも、慈善団体や社会的企業が、インパクト投資を受けるほど成熟しているか否かを測るチェックツールも提供しており、インパクト投資家の資金提供候補者からの照会対応プロセスを効率化する役割も果たしている。

該当ツールでは、“なぜ資金が必要なのか”、“何のために資金を使うのか”、“調達した資金の返済目途はあるか”、“どういった社会的インパクトを創出したいのか”、“ビジネスプランはあるか”と言った、社会的投資家が投資を行う上で最低限把握したい項目に対して、申込者が答えを持っているかが Yes/No 形式で問われることになる。(いずれかの設問に No と答えた場合、なぜその情報が必要かの解説が表示される。)

すべての質問に Yes と答えるか、No と答えた場合は該当項目についての解説を確認したのち、必要な資金、資金使途(組織の立ち上げ、イノベーション創出、資金源の維持)、資産の有無、どの程度の金額が必要か、等の情報を登録すると、自身のニーズに合った資金調達手法(クラウドファンディング、Blended Finance、等)が表示される仕組みとなっている。



出典: [Good Finance](#)

【図32 インパクト投資を受けるための適合性確認】

以上

参考 1: 現地ヒアリング調査結果

ACCESS、BSC へのヒアリング結果の概要を下記に記載する。

1. ACCESS ヒアリング概要

<日時・場所>

日時: 2022 年 3 月 29 日(火) 18:00-19:00(日本時間)

場所: オンライン

<参加者>(以下敬称略)

ACCESS ご担当者(Director of Programmes)

(ヒアリング実施担当: PwC コンサルティング合同会社)

<討議サマリ>

- なぜ ACCESS は 10 年の時限組織なのか。
 - 社会的投資市場は当初うまく機能しておらず、そのために ACCESS が設立された。つまり、慈善団体や社会的企業の資金ニーズ(小口)が満たされていなかった。
 - ACCESS は社会的投資市場の仕組みを変え、そしてそれを成長させるために設立された。
 - また 2 つ目の理由としては ACCESS の運用資金が 6,000 万ポンドであり、年間 600 万ポンドを使うと想定した場合、10 年で資金が底を尽きると見込まれたためである。
 - 10 年間で社会的投資市場を完全に変えることはできないと想定されていたが、それでもこの市場を変える一翼を担えたと考えている。
 - 多くの団体から 10 年経っても ACCESS のプログラムを継続すべきという意見があり、今後の何らかの形で継続する可能性はある。
- Growth Fund の原資には休眠預金と休眠預金以外があるが、この違いによってガバナンスに違いはあるか。
 - 休眠預金の運用については政府から信頼の下で託されており、政府による監督は軽いものである。
 - 政府は休眠預金を原資とした資金の拠出下ではあるがガバナンス構造には含まれず、ACCESS の意思決定にも関与しない。
- Growth Fund には多くのステークホルダーが関わり、またシステムも複雑である。Growth Fund のマネジメントで難しい点は何か。
 - それぞれのステークホルダーが異なる視点から要求をしている点があるため、システムは官僚的で複雑になっている。
 - それぞれのステークホルダーが集まって力を発揮することもあるが、それぞれのステークホルダーの意思決定が異なる場合は困難な状況になる。
- CESs にとって Blended Finance を利用するメリットは何か。例えば利率などに優位性はあるか。
 - 6~12%の金利は低金利といえるが、そもそも市場が存在しなかったので市場相場との比較はできない。だれも CSEs に対して貸し出しを行っていなかった。
 - Blended Finance は CSEs にとって手ごろな金融商品である。

- また Blended Finance は高いデフォルト率が予想される Growth Fund のリスクをカバーする側面もある。
 - さらに Blended Finance はファンドの運用コストをまかなう役目もある。
5. どのくらいの頻度で社会的投資家は ACCESS に報告する必要があるのか。
- 四半期ごとに全ての財務データ、新規投資と既存のポートフォリオの全てのパフォーマンスを ACCESS に提出する。
 - そして年間レポートも提出し、そこでは投資の社会的インパクトを確認している。
6. デフォルトのリスクについてはそれぞれの社会的投資家が判断するのか、それとも BSC や ACCESS が関与するのか。
- ACCESS も BSC も社会的投資家のデフォルトリスクの判断に関与していない。
 - 社会的投資家自身が判断し、予想平均デフォルト率は 10~40%になっている。(ACCESS 自身は 25%と予想)
7. 金利収入はどのように使われるか。また金利収入の利用にあたってルールはあるか。
- 利息はファンドのコストの支払い、BSC 等から提供された融資の返済のためなどに使われる。なお、戻ってくる資本(元本相当)は再度社会的投資に使われる。
8. BSC と ACCESS はどのように社会的投資家のリスク・リターンマネジメントを監督しているのか。
- リスクはリスクが高すぎることと、資金が戻ってこないことの 2 つに分類している。
 - リスクが高すぎれば資金が戻ってこない可能性が上がり、その場合、投資家は損害を被る。
 - しかし、とったリスクが低すぎる場合はそもそも ACCESS が貸出する意義がなくなるという別のリスクがある。ACCESS は誰も貸し出ししていなかった社会的投資家に資金を提供するために設立されており、そのような社会的投資家に対する貸し出しはある程度のリスクが伴う。
 - 投資家が大きすぎるリターンを得ないようにすることに注意しており、投資家から提案されたリターンをそれが適切なリスク・リターンであるかをチェックしている。公的資金を用いて投資家が利益を出しすぎることを望んでいない。
 - 控えめなリターンであれば、より多くの貸し出しをすることが可能である。
9. Oversight Trust からはどのような監督を受けているのか。
- Oversight Trust の監督は軽いものだが、彼らは ACCESS の活動に対してある種の法的な説明責任がある。
 - 毎年 Oversight Trust からのレビューがあり、4 年に一度、より完全な評価が行われる。
10. Blended Finance の主要な対象となるのはどのファンドマネージャーか。
- Blended Finance かそれ以外かで対象のファンドマネージャーに特に違いはない。
11. ACCESS はファンドマネージャーのどのような能力を重視するか。
- 最も重要な能力はディールソーシング能力であり、これが投資家として成功するか失敗するかを決める。他に、適切なリスク・リターンで投資できていることや財務モデル全体の理解力などを評価する。

12. イギリスの社会的投資市場において、融資や出資、助成や Blended Finance はどのように使い分けられているのか。

- イギリスにおいて多くの慈善団体は株式を提供できない構造となっているため、慈善団体にエクイティ投資を行う場合はエクイティファイナンスの構造を模倣する必要がある。
- これは恐らくイギリスにおける社会的投資の最大の課題である。
- 恐らく、金融商品の選択は金融商品が必要とされるものに基づいて行われると考えられる。
- 金融商品はその金融商品が目的を達成できるようにデザインされる。

13. ACCESS はどのようにして高度人材を獲得しているのか。

- 何か特別な採用戦略があるわけではなく、実際に採用では困難に直面してきた。
- イギリスでは社会的投資の経験を積んだ人はあまりおらず、採用は難しい。
- 社会的インパクトと投資の両方に精通している人はあまりいない。

14. ACCESS はどのように少人数で運営されているのか。

- 適切なファンドマネージャーを選び、彼らに運営を任せることで ACCESS 自体は少人数で運営することが可能となっている。
- ファンドマネージャーの選択は試行錯誤であり、これまでの経験に基づく。
- ACCESS の役割は CSEs など直接支援することではなく、彼らに資金が流れるようにすることである。

以上

2. BSC ヒアリング概要

<日時・場所>

日時:2022年3月22日(火) 18:00-19:00(日本時間)

場所:オンライン

<ヒアリング先>

Big Society Capital ご担当者 (Senior Investment Director)

(ヒアリング実施担当:PwC コンサルティング合同会社)

<討議サマリ>

1.組織の役割について

1.BSC はどのようにして民間の投資家との共存を図っているのか。

- BSC は民間の投資家とは異なる立ち位置にあり、彼らと違い慈善事業や社会的企業に直接投資することができない。そのため BSC が民間の投資家と競合することはない。BSC はこれらの民間の投資家に資金を提供することにより、社会的投資市場の拡大を図っている。
- BSC が直接、慈善事業や社会的企業に投資すれば社会的投資市場を作り上げることができるが、これらの組織が BSC 依存になりかねず、さらに既存の民間の投資家と競合してしまうという欠点がある。そこで BSC は慈善事業や社会的企業の関係性などについて理解したうえで、社会的投資市場で戦略的なポジションをとり、様々な分野のファンドを検討し融資し、社会的市場が持続的に成長することができるようになることを目指している。ただし、欠点としてこの方法は成果が出るのに時間がかかる。
- リターンの設定は分野によって異なるが、ポートフォリオ全体ではリターンが得られるようにバランスが取れている。

2.休眠預金資金管理の複雑な構造の中でどのように役割分担をしているのか。

- National Lottery Community Fund(NLCF)は公金を運用する役割があり、資金の通過点になっている。Oversight Trust は法の下で公的資金が適切な組織で使われているかを監督している。
- BSC には取締役会など独自のガバナンスの組織があり、それがこのシステムが複雑になっている要因の一つである。ただし、BSC の実際の業務においては自分たちのガバナンスの視点から運営しており、システム全体の複雑性をあまり意識することはない。
- さらに構造が複雑になることで各プレイヤーの認識にずれが生じたり、追加で人員コストがかかたりするなどの欠点もある。

3.BSC はどのように ACCESS と協力しているのか。

- BSC と ACCESS は多くの業務を共同で行っており、共同投資委員会などの共同組織がいくつかあり、共同レポートなども作成している。また共同投資チームも多くあり、共同で議論して共同でレポートを提出することを行っている。

2.投資手法の使い分けについて

1.BSC は融資と Blended Finance をどのように使い分けるのか。また、Blended Finance の利点は何か。

- BSC が考慮しているのは融資によってインパクトを起こすことができるか否かであり、投資方法が融資か

Blended Finance かどうかは考慮していない。

- 資金を必要とする組織の構造や必要な資金、収益構造などを社会的投資の観点から検討し、それを基に Blended Finance や Growth Fund など異なる利率の融資を使い分けたり、返済猶予を与えたり柔軟に融資している。
- BSC が行っている Blended Finance の一部に政府か政府関連組織の助成金（例えばスポーツ・イングランドという公的資金を持っている政府関連組織からの資金）も投入されており、休眠預金だけが原資ではない。また、原資が休眠預金か否かによって融資戦略は変わらない。

2.BSC はどのように融資とエクイティファイナンスを区別しているのか。また区別にあたり明確な基準はあるか。

- 対象となる組織がどのような性質であるのかによって異なる。どちらにせよどのように社会的インパクトを最大化できるか検討する。
- エクイティファイナンスの例として、ベンチャーへの投資においては異なる戦略を使い分ける。戦略 A ではユニコーンなど将来的な成長性の高いベンチャーへの出資であり、高いリターンを期待する。戦略 B はより弱いベンチャーに対する出資であり、忍耐が必要である。性質として両方とも融資するリスクは高い。
- 一方、融資では対象組織はより大きく安定して、定期的な収入がある成熟した組織が対象となる。

3.BSC が Blended Finance においてローンのみを提供してエクイティファイナンスを提供しない理由は何か。

- BSC はまだ Blended Finance をエクイティファイナンスまで拡大していないだけである。現段階で資金提供先となる組織には貸付が適していると考えているが、Blended Finance におけるエクイティファイナンスは不可能ではなく、将来 BSC は実施するかもしれない。

3.ガバナンスについて

1.Oversight Trust からはどのような監督を受けているのか。

また Oversight Trust による監督は休眠預金に限らず全ての資金及び活動が対象であるか。

- 法的な義務のあるものに関して、定期的にレポートを Oversight Trust に提出し、定期的なミーティングも行う。また年次レビューも Oversight Trust に提出している。
- Oversight Trust は BSC の活動全般を監督するが、Schroders との共同ファンドなど外部ファンドについては監督していない。

2.BSC はどのようにファンドマネージャーを監督しているか。

- 法的拘束力のある契約に基づき基本的には四半期ごとの報告をさせており、その中で財務情報や KPI、ポートフォリオの記述などを求めている。
- また投資委員会や取締役会などでのディスカッションを通して、監督している。

3.BSC は融資先の SIFI を選ぶときに何を基準にしているのか。また、SIFI や CSE にとって BSC から融資を受けるメリットは何か。

- 組織の構造、ビジョン、価値観などの観点から、その組織がやろうとしていることの整合性などを確認する。またチームの実績や経験も考慮する。
- 融資を受ける側にとってのメリットはまず融資を受けられることそのものであるが、BSC からの融資がほかの投資家からの融資をもたらす呼び水になるという側面もある。

4.人材について

1.BSC はファンドマネージャーにはどのような能力を求めるのか。

- そのファンドマネージャーが何をするかによるが、BSC の目的やミッションを理解する必要があり、また経験も必要である。

2.BSC はどのようにして高度人材を確保しているのか。

- BSC は様々な能力を人材に求めているが、当然ながらすべてをできる人はいない。そのため、それぞれの能力を持った人材を雇い、トータルでバランスが取れるようにしている。設立当初は金融人材を多く集めていたが、今ではコンサルティングや官公庁での勤務経験を持つスタッフも多い。
- BSC が真にインパクトを最大化しようという事業を行っているため、目的意識を持った優秀な人材を惹きつけるものと考えている。(今後、民間のメインストリームの金融機関が同様のミッションを掲げた場合の差別化については検討の余地がある。)

以上

参考 2: 参照サイト一覧

英国の休眠預金制度及び Blended Finance の概要について有益な情報が得られるウェブサイト一覧を下記に記載する。

No	タイトル	記載内容	URL
1	Access: The Foundation for Social Investment Quadrennial Review Final Report, 15 June 2021	Oversight Trust による ACCESS の 4 年度レビュー結果	https://c4310677-575c-42e1-9102-d4d39b9ef17b.filesusr.com/ugd/5f2935_a24f1dad47d048fa94dbfe749f6422a1.pdf
2	Big Society Capital Quadrennial Review Report, 30 July 2020	Oversight Trust による BSC の 4 年度レビュー結果	https://www.oversighttrust.org/_files/ugd/5f2935_620c38e0d85c404f88d49b1abdf2e9f.pdf?index=true
3	Growth Fund Independent Evaluation Update Report 2: Full Report	Ecorys、ATQ Consultants による Growth Fund のアセスメントレポート	https://www.tnlcommunityfund.org.uk/media/documents/Growth-fund-update-2-full-report.pdf?mtime=20220125092154&focal=none
4	Power BI Report	ACCESS が提供するプログラム (Blended Finance、教育プログラム) の残高や支援対象社数等を示したインフォグラフィックス	https://app.powerbi.com/view?r=eyJrJoiODJhYjNiZDEOTNhZC00Y2QwLWFiYWQtODhhYzJiNTQ1OGZlIiwidCI6ImE2OWU5YjQ5LTlkMTAtNDQ5MS1iYWZLTk4NzgxMzdhdMDM2MyJ9&pageName=ReportSection5f03e7216638e8c6cd88
5	Good Finance	BSC 等が提供している、慈善団体及び社会的企業に対する社会的インパクト投資の情報を提供するポータルサイト	https://www.goodfinance.org.uk/
6	Connect Fund	ACCESS が提供する教育プログラムの一種である Connect Fund の概要を示すサイト。 Connect Fund: 社会的投資を求める慈善団体や社会的企業、それらの団体に資金提供をする投資家の対話を促す等の機能を持つ	https://www.connectfund.org.uk/about-the-connect-fund/
7	EDP	ACCESS が提供する教育プログラムの一種である "EDP" の概要を示すサイト。 EDP: 英国の慈善団体や社会的企業に助成金と学習サポートの組み合わせを提供し、慈善団体や社会的企業の経済的回復力を高めることを目的としている。	https://www.enterprisedevelopmentprogramme.org.uk/
8	REACH	ACCESS が提供する教育プログラムの一種である "REACH" の概要を示すサイト	https://www.reachfund.org.uk/

		REACH: 慈善団体や社会的企業の投資への応募を支援する助成プログラム	
9	State Aid guidance – The Basics	State Aid guidance の概要及び Growth Fund における考え方を記載	https://access-socialinvestment.org.uk/wp-content/uploads/2016/07/State-Aid-Guidance-v5.pdf
10	The UK’s impact investment market is worth £58bn, according to new research	イギリス国内のインパクト投資の市場規模を定量的に推定した初めての調査レポート	https://www.impactinvest.org.uk/press-release-the-uks-impact-investment-market-is-worth-58bn-according-to-new-research-by-the-impact-investing-institute-and-ey/#:~:text=The%20UK%20impact%20investment%20market,investors%20in%20the%20market%20today.
11	Commission on Social Investment	The Commission on Social Investment の調査レポート。The Commission on Social Investment は社会的起業家の成長を可能にするため社会投資市場をどう改善すべきか調査。	https://www.socialenterprise.org.uk/adebowalecommission/
12	Guidance on the UK’s international subsidy control commitments	Brexit 後のイギリス政府の補助金の利用についてのコミットメント	https://www.gov.uk/government/publications/complying-with-the-uks-international-obligations-on-subsidy-control-guidance-for-public-authorities/technical-guidance-on-the-uks-international-subsidy-control-commitments#section-5
13	イギリスのチャリティと非営利団体制度改革に伴う法制の変容	イギリスのチャリティや非営利団体などの法制度の沿革をまとめたレポート	http://jti-web.net/wordpress/wp-content/uploads/2019/01/f1ee55587c38b2a5cc34409a4ddf2fae.pdf
14	休眠預金活用の現状と海外事例	日本の休眠預金等活用法への考察に加えてイギリスを中心に海外の休眠預金活用事例をまとめたレポート	https://www.dlri.co.jp/report/ld/177350.html