



# 個人的リターン : 社会的インパクト投資の新しいリターンの形

小野, 綾

---

**(Citation)**

国民経済雑誌, 224(1):17-32

**(Issue Date)**

2021-07-10

**(Resource Type)**

departmental bulletin paper

**(Version)**

Version of Record

**(JaLCD0I)**

<https://doi.org/10.24546/E0042482>

**(URL)**

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0042482>



# 国民経済雑誌

招待論文

個人的リターン：  
社会的インパクト投資の新しいリターンの形

小野綾

国民経済雑誌 第224巻 第1号 抜刷

2021年7月

神戸大学経済経営学会

招 待 論 文

# 個人的リターン： 社会的インパクト投資の新しいリターンの形

小 野 綾<sup>a</sup>

社会的インパクト投資におけるリターンは財務リターンと社会的リターンの二元論でなされてきた。本稿では社会的インパクト投資プロジェクトに投資するオーストラリアと日本の個人投資家25人への調査インタビューをもとに、個人投資家が体感する新しいリターンの形である「個人的リターン」について議論する。社会的インパクト投資から得られるリターンが財務リターンと社会的リターンの二元論ではなく、第三のリターンとしての個人的なリターンも包含していることを明らかにした質的実証研究はこれまで存在しておらず、本稿が初めてである。社会的インパクト投資からのリターンには精神性や価値観などの「非財務的価値」が含まれ、まさに新しい金融の流れを特徴づける性質の一つである。

キーワード 社会的インパクト投資、個人投資家、SDGs、非財務的価値、精神性

## 1 はじめに

社会的インパクト投資（Social Impact Investment, 以下 SII）とは、環境や社会への貢献を念頭に活動する企業・団体に資金を注入し、財務リターンに加えて「社会的、環境的変化」（Epstein and Yuthas 2014, p. 38）である社会的インパクトの両方を生み出すことを可能にする投資アプローチである。SIIは、従来の投資アプローチとの差別化として、社会的インパクトを能動的に創出することが大前提とされている。SIIにおける「投資」の定義は企業・団体の運転資金となる従来の財務的資本のみならず、時間、労働、知識、スキル、技術などの投資家が保有する非財務的資本なども含み広義に解釈できる（Ono 2020, 藤野 2013）。こういった幅広い「資本」が社会的インパクト投資家から個人・企業・団体・セクターに注入されることにより、投資家は財務リターンの創出・最大化と社会的インパクトの創出・最大

---

a 国際機関日本アセアンセンター, aono@asean.or.jp

化を目指す。その点から、SIIは資金調達という視点で持続可能な開発目標（SDGs）の達成に大きく貢献するとして注目を集めている<sup>2)</sup>。また、この流れは2020年のコロナ禍を受けてさらに加速化し、SIIは一層注目を集めている。

本稿では、SDGsに携わる（志す）個人投資（志）家に着目し、SIIリターンの概念を紐解く。SIIのリターンは財務面と社会的インパクトの二元論だけではない可能性が先行研究で指摘されている（たとえば、Epstein and Yuthas 2014）。SIIには様々なアクターがいるが、先行研究で議論されることが多く多額にのぼる「他人のお金」を扱う機関投資家とは違い、自身の意思と資金投下が直結している「個人投資家」にとって、特に個々の社会への願いや志が包含される。個人投資家の個人的動機はより複雑で多様で変化にとんだものであり、主観的な解釈や文脈的期待が含まれる（Ramiah et al. 2016）。その点で個人投資家への調査は、個人投資家にとってのSIIのリターンについて多様な解釈を解明する糸口となりえる。本稿では、SIIに投資するオーストラリアと日本の個人投資家25人へのインタビューをもとに、個人投資家が体感する新しいリターンの形である「個人的リターン（personal return）」の存在を実証する。第四節ではインタビューのデータを基に非財務的論点に着目し、第五節では従来の投資との差別化要素である「価値観」や「精神性」を含んだSIIのリターンの特徴について論じ、個人投資家のリターンの性質を解明する。

## 2 社会的志向の投資リターン

本節では、SIIのように数値だけでは測れない「投資行動」の解明のために、社会学的視点を加えて投資リターンを議論し、SIIのリターンにおける先行研究の整理と問題提起をする。

先行研究では、SIIを含む社会的志向の強いファイナンス形態である「ソーシャルファイナンス」の領域におけるリターンを従来の投資と差別化するため、財務リターンと社会的リターンの二元論で議論されることが多い。この議論では、SII投資家が求める財務リターンのレベル、リスク許容度、また社会的リターンとのTrade-offなど（Oleksiak et al. 2015, Nicholls and Emerson 2015, Höchstädter and Scheck 2015, Hand et al. 2020）に論点が集まる傾向があり、それがまたSII促進の政策や成功事例の創出へ繋がっている（Nicholls and Tomkinson 2015）。Nicholls, Paton & Emerson (2015)の共編著『Social Finance』でも財務と社会の二種類の——あるいは二極化した——リターンに論点が集まっている。Nicholls (2010)は社会的投資の合理性（Rationality）を、利益最大化（Zweckrational）、価値最大化（Wertrational）、そして利益と価値両方の最大化（Systemic）と三分割し、現代のSIIの定義と同等の位置づけを発表したが、ここでも利益（財務リターン）と価値（社会的リターン）という二元論にとどまっている。それは、これらの議論が機関投資家やファンドマネー

ジャー、財団といった他人の資金を運用する投資家を研究対象としているものが殆どであるからであろう。一方で自身の資産をSIIに投じる個人投資家872人を調査した研究(Scheck et al. 2016)もあるが、財務リターンの水準や、財務と社会的リターンのTrade-offが論点となっている。

しかし、SIIのように社会的志向の強い投資のリターンが二元論におさまらないことは先行研究で指摘されている。たとえば、Epstein and Yuthas (2014)は社会的投資をする投資家にとって、リターンには財務と社会に加えて、アイデンティティリターンとプロセスリターンの四種類があると論じた。まずアイデンティティリターンとは、助け合い、満足感、そして投資家としての評判や信用などの「個人的・心理的見返り」(Epstein and Yuthas 2014, p. 53)である。助け合いは投資家自身が享受した何らかの便益に対する恩返し、もしくは恩の「先送り」といったといった恩義的感覚である(Epstein and Yuthas 2014, p. 54)。満足感とは、投資行動そのものと投資成果から生じる心理的満足感である。評判は、社会貢献に資することで投資家が尊敬される存在、いわゆる個の信用や「ブランド価値」(Epstein and Yuthas 2014, p. 55)が成果となる。また、プロセスリターンは知識、経験、人脈などの投資行為を通じて得られた便益を指す。知識は投資分野の知識や、投資行為の過程から得る学びを別の環境で応用することができる便益である。経験とは、投資家という以前に個人として得た知識・教訓を基にスキルを身に付け、特定の投資分野への挑戦や人生で応用できるものことである。また、人脈という関係構築・強化も社会的投資を通して可能になる。知人友人の事業活動への投資は関係強化に繋がるだけでなく、投資家として理事会や様々な親睦会に参加することで交流関係が広がり自らの社会的・商業的地位を向上できる。このように、社会性を伴う投資のリターンは財務面と社会的インパクトのみではない可能性が先行研究では議論されている。

実務家の視点で見ると、新井(2015)は、資産と社会の形成に加え、「心」の形成がSIIによって可能になると強調した。著者の新井和弘は、鎌倉投信という社会的志向の高い会社へ投資する資産運用会社の共同設立者である。鎌倉投信は、投資先の「顔」を見せ、ビジョン、使命、社会貢献方法の説明に重きを置いた年次総会を実施している。その意義について、新井(2015)はSIIを通じた社会の形成が年次総会で可視化される事で、投資家は「仏の心」、言い換えれば非財務的な側面の一つである精神的なリターン(心の形成)が得られると説明している。これはEpstein and Yuthas (2014)のいうアイデンティティリターンである。

したがって、SIIは社会的インパクト以外の非財務的側面をリターンとして伴う投資手法である可能性が先行研究では議論されているといえるだろう。特に自身の意思と資金投下が直結している「個人投資家」にとっては個々の社会への願いや志がリターンに包含される、

すなわち上でいう個人的リターンが含まれる可能性が高い。しかしながら、先行研究では個人的リターンを実際のデータを用いて実証した研究はない。本稿では、実際に社会的インパクト投資を行っている日豪の投資家25人の調査を基に、Epstein and Yuthas (2014) のいう二種類のリターンに注目して実証する。そのような調査はSIIのリターンの多様な解釈を説明する糸口となりえる。次節では本調査の研究手法を詳述する。

### 3 リサーチデザイン

#### 3.1 Progressive case study の設計

本稿での研究手法は progressive case study (Steenhuis and Bruijn 2006) を用いた。SII のような新領域では、複数の手法を用いて特質を詳細かつ多面的に明らかにするように設計されたケーススタディも適しているが (Scheck et al. 2016, p. 156), progressive case study はデータに密着した分析から独自の理論を生成するグラウンデッドセオリーアプローチ (Grounded Theory Approach, 以下 GTA) と統合された研究方法であり、観察対象者数が少なくともより深掘された詳細な叙述から研究対象の特質分析が可能になる (Rohlfing 2012)。

SII に資する個人投資家の行動解明のため、投資家に半構造的インタビュー<sup>5)</sup>を実施し、規準依拠型のスノーボール・サンプリング法でインタビュー対象者を抽出し、知見を得た。データに密着した研究手法は中立性が問われるが (Wildavsky 1993), 研究対象との継続的交流が新しい研究領域の深い現象分析には不可欠と判断した (Delamont 2009)。半構造的インタビューは2015年から2016年にかけて、持続可能な開発に寄与することを目的とした社会的インパクト個人投資家 (日本人15人とオーストラリア人10人) を対象に、半構造化インタビュー質問票を用いて実施した。一人当たりの所要時間は40分から90分間であり、対面式及び電話で調査を行った。使用する言語については、日本人には日本語で、オーストラリア人には英語でインタビューを行い、調査対象者の同意を得て録音した。その後、音声データを文字に起こし、必要な部分を英訳したうえで Progressive case study 中の GTA に基づき<sup>6)</sup>質的分析を行った。

#### 3.2 調査対象者の背景

日本の調査対象者は主に国外での社会的インパクトに寄与することを目的としたファンドなどに資金を提供した個人投資家であり、性別は男性が8人、女性が7人であった。年齢の分布は30代が6人 (40%)、40代が6人 (40%)、50歳以上が3人 (20%) であった。職業については非金融系が多く、13人が企業や財団、政府機関などに所属、2人は無職 (株式投資とSIIをフルタイム)、1人は経営者である。15人中7人が開発途上国の社会的起業家に投資をする日本で最初のファンド ARUN に投資をしていた。また、6人が他の社会的志向の

強い投資信託、クラウドファンディングやコミュニティファンド（以下、「ARUN 以外の投資機会」）への投資、そして残りの 2 人は ARUN と ARUN 以外の両方に投資をしていた。中でも SII 投資額は、50万円未満が大多数の 7 人（47%）、50万円以上100万円未満が 5 人（33%）、100万円以上500万円未満が 1 人（6%）、そして、500万円以上1,000万円未満が 2 人（13%）であった。

オーストラリア人の調査対象者も同様に国外での貢献を目的としたファンドに資金を提供しており、性別は男性 8 人、女性 2 人だった。年齢の分布は50代が半数の40%、それ以外では30代、40代と60代が 2 人ずつ（20%）であった。職業は金融系が多く、過半数の 6 人が社会的投資を行う財団やファンド、事業の経営者であり、2 人は企業および政府機関などに所属している。そして 2 人は退職者である。中でも SII 投資額は日本の対象者より高く AUD 100,000<sup>7)</sup> 以上が 5 人（50%）、AUD 5,000 未満が 2 人（20%）、AUD 10,000-50,000、AUD 5,000-10,000、そして未回答ともに 1 人ずつだった。これは、国際開発になんらかの形で従事している対象者が多かった日本のデータと比べて、オーストラリアのデータでは特に金融関係の職業に従事した経歴を持つ対象者が多かったことが要因といえる。

#### 4 個人投資家が見る社会的インパクト投資の個人的リターン

##### 4.1 日本の社会的インパクト投資家へのインタビュー

日本の社会的インパクト個人投資家15名へのインタビューを通じて本節では Epstein and Yuthas (2014) が論じる個人的リターンについて実証する。日本の投資家は個人的なリターンとして、①自己啓発（2名）、②セルフエンパワーメント（1名）、③満足感（8名）、④交流ネットワーク構築（7名）、および、⑤アイデンティティ形成（3名）の 5 種類を挙げた。

自己啓発に関して、SII という新しい概念を学び実践するにあたり、SII プロジェクトへ投資する資金を勉強代とみなす ARUN 投資家が 2 名いた。そのうちの一名（回答者 A）は、ARUN への投資で知識や経験を得たとし、同様に回答者 B も投資資金について以下のように述べた。

*勉強代みたいな感じ…(中略)…仕事としては国際関係…(中略)…じゃないので、大学院後の進路にできてなかったのを違う形でできるなら、そのお金でもいい…(中略)…時間とか経験はリターンというのが一つ…(中略)…向こうの(海外の)大学院に行ってた時に半期50万円で、1年100万くらいって思うと、ARUN に出して、5年くらいやっているし、その間に色々得るし、と思うといいんじゃないかって…(中略)…。*

次に、弱者としての自分自身を内側から力づけるエンパワーメントの役割をインパクト投資が担っていることがわかった。特に女性として性別による差別的排斥やハラスメントなどを受けた回答者Cは、インパクト投資はそれらを乗り越えるきっかけとなったと話す。

自分が [Plan International のキャンペーンである] *Because I Am A Girl* っていう [動画] で泣いて、完全に子供時代と示し合わせて [原文ママ]、私が女でつらい思いをしたっていう…(中略)…個人的な自分の物語に対する従属感なのよ。でもそれを社会的に貢献するみたいな形が投資…(中略)…であって、切っても切り離せないのよね…(中略)…*Microfinance*、そのときはじめて知っただけど、貧しいお母さんに小口で貸すみたいなのがあると…(中略)…世界中の女の子って生きにくいと思うんだよね、私もすごく生きにくかったんだよね。

また、回答者Cはインタビュー後にメールで以下のように回想した。

男性に対する恨みからくる女性支援を卒業して、当事者意識からくる支援に、私は変容できた…(中略)…気持ちの上でもやもやしたものが、晴れた気がします。今までは「自己満足の支援は醜い」と自分を卑下していた部分もありました。でも、今は別の考えがあります…(中略)…誰もが当事者だ…(中略)…そして、その環境の中で、自分ができる一番いいことを、一番いい機会にやっているに違いない。

回答者Cはインパクト投資を通じて、社会的弱者という犠牲者から、チェンジメーカーへの転身を物語っている。回答者Cは他にも元受刑者や家庭内暴力の被害者などの様々な社会的弱者を描く映画製作に投資しており、インパクト投資という媒体を通して投資をすることで自身と似た境遇の社会的弱者を支援し、そうすることで犠牲者の立場からチェンジメーカーという自身の能力を発揮できる場所へと到達した。それがSIIのエンパワーメントの役割であり、SII投資家への恩恵(リターン)は非財務的であり、お金では買えないものであることがわかる。上記二点の自己啓発とセルフエンパワーメントはEpstein and Yuthas (2014)が論じるSIIのプロセスリターンといえる。

同様に、ネットワークの構築もSIIに参画することで得られるプロセスリターンである。SIIという新しい領域に足を踏み入れるということは、職場では出会えない人々(投資先や事業を取り巻くステークホルダーなど)と意義のある交流を深め人脈を増やすことに繋がり、SII投資先への支援活動がより活発化し、協働精神の向上が可能になる。回答者Dはこのように語った。

心の繋がりもあるし、やっぱり知恵は色々な人から出た方がいいから、何かで繋がって  
おいた方が得だよね…(中略)…そう、お金と知識とか経験をセットで…(中略)…一緒に  
成長しようね、みたいな感じかな。

Hara (2009) の公益資本主義観念と同様に、集团的行動が新しいネットワークの構築とい  
う「報い」として戻ってくるのである。

四つ目に、アイデンティティリターン (Epstein and Yuthas 2014) とされている、SII を通  
じて得られる満足感である。回答者 E は SII の資金を志にあふれた「志金」とし、個人的リ  
ターンを以下のように語った。

投資をして役に立てばいいなっていう志をもった…(中略)…志金(資金)ですね。意図が  
あるお金。それが何かの役に立ったのであれば…(中略)…この子が靴をはけるようにな  
りましたとか、女の子が街に出かけなくてもよくなったとか。[財務リターンが] 返っ  
てこなくても「やってよかったなら幸いです。」っていう感じ。

最後の個人的リターンとして、アイデンティティ形成がある。回答者 F はお金の使い方を  
四つに分類し以下のように述べた。

100万円貯金があるとしたら、年間300万の年収があるとしたら…(中略)…*spend, save,*  
*donate, invest* っていう四分類で…(中略)…いくらを自分のために使って、いくらを  
*save* して、いくらを *donate* して、どう投資をするのか…(中略)…それって意思表示の  
一環だから、それをどう社会のために使うか…(中略)…をあなたが決めるんだよって…  
(中略)…意思表示が、自己表現が自分でできるんですよね…(中略)…それがハーゲン  
ダッツを買うのか、*Ben & Jerry's* を買うのかとか。

回答者 F のナラティブはアイデンティティ形成に必要なプロセスについて明確化してい  
る。上記の通り、資金の使い方が4類型あるが、環境・社会的インパクトの創出に直結しな  
い投資をするのか、インパクトの創出を目指す SII をするのかなど、投資の仕方、投資先の  
選出によって自分のアイデンティティを形成することができる。

アイデンティティ形成は、回答者 G の経験からも見て取れる。回答者 G はあるファンド  
を通して林業と地域活性を担う会社に投資していたのだが、インタビュー後に投資家から転  
身し、投資先企業に入社して社員というアクターになったことをメールで告白した。

これはまさに「インパクト投資は」参加型でありたいと思っている点で、実際に昨年転職してしまったのも、関わりたいという思いが投資だけでは抑えきれなくなって行動に移したものでもあります。全ての社会的インパクト投資で参加できるわけではないと思いますが、何かお金だけでない関係性を築けるのが理想です。

投資家から投資先の社員という立場への転身は、投資先との関わり方の変化と新しいアイデンティティ形成を表すと考えられる。応援したい会社へSIIを通して見守ってきた過程が、回答者Gにとって個人的価値観を見出すきっかけをもたらし、社員として直接関わる立場に転身することで自身の投資先への思いや志をより近くで体験できるようになった。アイデンティティ形成は、Epstein and Yuthas (2014) のアイデンティティとプロセスリターンの両方に通じるが、SIIを特徴づける新しい概念といえる。

個人投資家だからこそ得られるこれら5つの恩恵は、財務的および社会的リターンの二元論では収まらない個人的リターンといえる。日本の個人投資家15名への調査は前述したアイデンティティリターンとプロセスリターン (Epstein and Yuthas 2014) の両方が存在していることを明らかにしている。

#### 4.2 オーストラリアの社会的インパクト投資家データ

本節では、オーストラリアのSII個人投資家10名へのインタビューを通じてEpstein and Yuthas (2014) の述べる財務と社会以外のリターンについて実証する。第三節で前述した通り、オーストラリアの調査対象者は、SIIに長く従事している経営者やファンドマネージャーが多く、先行研究通りの財務および社会的リターンの2つを主なリターンとしてあげた。それゆえ、個人的リターンの描写は日本の投資家と比べて少なく、満足感(4名)とアイデンティティ形成(2名)の2つを挙げた。

まず、アイデンティティリターンである満足感に関しては、退職者である回答者HはSIIを通じて得る心理的満足感を語った。

自分が何か役に立てたという満足感が自分にとっての一番の恩恵ね。自分はどこかの誰かの支援ができるんだという自分への自信というか。例えば、ここから飛行機で東ティモールに行って何かを実際にすることは私にはできませんから。でも投資先を通じて自分が何かに貢献しているというのはちゃんとわかる。<sup>8)</sup>

回答者Iは同様にSIIの可能性と称して、精神性を強調した。

自分の価値観に基づいて生きることができるということは、このインパクト投資という行為が自分と家族の価値を反映するものであり、どう生きたいか、どんな世界で生きたいかなどの願いの投影でもある。これは我々の精神の滋養になると思う。<sup>9)</sup>

さらに、回答者Jは life satisfaction という言葉を用いて、SII の互惠的恩恵 (reciprocal gift) だと語り、心理的満足感を投資成果の一つとするインパクト投資は、価値観に基づく投資、「values-driven investment」であると断言した。

次に、日本の投資家同様、オーストラリア投資家、特に回答者Jと回答者Iはアイデンティティ形成を個人的リターンとしてあげ、以下のように語った。

インパクト投資は自分自身投資家として建設的で意図的な投資決断をさせてくれる。<sup>10)</sup>  
(回答者J)

職業という名の仮面をつけなくてもいいというか…(中略)…価値観に基づいて毎日を過ごし、社会貢献ができる仕事をする中で、インパクト投資家という自分は同時に父親であり、夫であり息子である自分でも居続けられる。どこで食事をしてどんな衣服を買うとか、どんな選択をするにもインパクトをしっかりと考えたい。どんな自分になりたいのか、そして自分には為しえないどんな事業をしている人のサポートをしたいのかなどの自分への問いかけは、SII を通して見える内省、あるいは、自己表現となる。<sup>11)</sup>(回答者I)

特に回答者IとJはSIIの特徴として他の投資家より価値観や精神性を強調し、心の形成を示唆した。回答者Iは、以前銀行でファンドマネージャーとして働いていたが、利益最大化の傾向が加速する「悪の帝国」(Evil empire) から抜け出す一歩として、大学院で学んだ社会的投資を実践し始めた。回答者Jも同様に株式投資で資産運用をしていたが、社会的な投資機会が増えてきたことから、価値観を重視するSII商品に投資を始めた。オーストラリアのデータから確認された満足感はEpstein and Yuthas (2014) のリターン論を裏付けた。また日本同様に、SII特有の主観的要素がアイデンティティ形成の可能性を示した。

#### 4.3 データのまとめ

日本とオーストラリアでSIIを実践する個人投資家25人のインタビューから、SIIの個人的リターンは多様で幅広いことが明らかになった。SIIに長く従事している調査対象者が多かったオーストラリアのデータからは精神的リターンの表現は限られていたが、国際開発の

従事者が多かった日本の調査対象者は比較的容易に精神的リターンを認知していた。両国の個人投資家のデータからわかるように、個人的リターンには自己啓発、セルフエンパワーメント、満足感、ネットワーク構築、そしてアイデンティティ形成の5種類が挙げられる。Epstein and Yuthas (2014) で議論されている、SII から得られるアイデンティティリターンとプロセスリターンの概念は本調査によって、SII の個人投資家が得られるリターンであることが裏付けられた。しかし、両国のデータで浮彫りになったアイデンティティ「形成」は Epstein and Yuthas (2014) では明確には議論されていなかったが、本研究で確立された新しいプロセスリターンの形である。次節では、データを基に個人的リターンについてさらに議論する。

## 5 ディスカッション

本節では5つの個人的リターンのうち、「満足感」と普遍的な人間の資質の関係性、および、Epstein and Yuthas (2014) のプロセスリターンと「アイデンティティ形成」について詳しく議論する。先行研究では、SII のリターンは財務面や社会的インパクトの二元論ではなく、多義的な個人的側面も併せ持つ可能性が指摘されていた。本研究における25名の個人投資家のナラティブは、Epstein and Yuthas (2014) のアイデンティティリターンとプロセスリターン論を裏付け、SII のリターンとして財務および社会的リターンに加えて個人的リターンも創出することを質的研究で初めて実証した。

日本とオーストラリアのデータで共通した満足感は、投資行動を通じて願いや志を体現できる心理的満足感(回答者 D, G, I) と、投資成果を見て感動する心理的満足感(回答者 E) の二種類であり、第二節で前述した Epstein and Yuthas (2014) のいう満足感と一致した。こういった満足感は前述した新井(2015)の「仏の心」の獲得、あるいは「心の形成」に一助する。仏の心とは孔子の論語にある教訓の一つである「仁(Ren)」に等しい。「仁」は論語だけではなく普遍的な人間の資質“universal human quality”として不可欠だと先行研究で論じられてきた(Makino and Aoki 2012, Wu 2013, p. 430)。「仁」は人に対する愛や思いやりを意味し、最高の徳とされている(Makino and Aoki 2012)。回答者 D, E, G, I の投資を通じた社会や願い(役に立ちたい、社会貢献に関わりたい等)はまさしく他者への思いやりを描写している。さらに、かの洪沢栄一も「論語と算盤」と説き、道徳と経済の利は相反するものではなく、むしろ富貴の追求は「道義」<sup>12)</sup>に基づくことこそが論語の本質であるとした(鹿島 2013, p. 291)。このように SII は、資金だけではなく非財務的価値である社会性と精神性に基づいた新しい金融のかたちの一つといえる。

さらに、アイデンティティ形成も新たなプロセスリターンの形として日豪双方のデータから明らかになった。Epstein and Yuthas (2014) では第二節の通り、知識、経験、人脈の三

つの観点からプロセスリターンをSIIへの参画から生まれる便益と説明しており、これは日豪の投資家の質的データと一致している。SIIという新領域に参画している過程が、回答者AとBにとって知識・経験などを含む自己啓発というプロセスリターンを生んだことも明らかになった。また、回答者Dが言うように、投資家・投資先双方が協働し、共に成長する新しいネットワークの構築も、数値化される財務リターンだけではない温もりを感じる経験というプロセスリターンである。一方、GTAを用いた progressive case study である本稿では四つ目のプロセスリターンの形としてアイデンティティ形成を確立した。従来の投資目的である利益最大化の追求に加えて、SIIには社会貢献という「志」も追求されることから、本稿のインタビュー対象者には多様な個人的変容が見られた。投資先への心からの応援を体現すべく、投資家から投資先の社員へ転身してより直接的な関わりを持ち始めた回答者Gや、社会的弱者からチェンジメーカーへ「脱皮」した回答者Cなどのように、転換期をもたらすきっかけとなったSIIは個人投資家の願いや志を体現させた。こういった個人的変容や自己啓発のプロセスすべてがアイデンティティ形成に繋がり、“職業という名の仮面からの解放 (lack of professional mask)”と回答者Jが言うように、自らの個人的価値観を基にした人生を体感できるのかもしれない。SII投資家にとって、財務リターンの水準とは無関係に、社会貢献は内面の資質を磨き、倫理的に成熟した個人へと成長させてくれる (Berling 1996)。それも新井 (2015) の心の形成に含まれるといえるだろう。

このように、先行研究で強調されていたSIIのリターンは財務と社会に加えて、三つ目の個人的リターンが存在することが本稿で実証的に明らかになった。

## 6 総 括

本稿では、新領域である社会的インパクト投資の新たなリターンの形である個人的リターンの存在を実証した。SIIのリターンとして財務および社会的リターンの二元論ではなく、個人的な側面を明らかにした質的実証研究はこれまで存在しておらず、本稿が初めてである。SIIとは、財務的資本に加えて時間、労働、知識、スキル、技術などの非財務的資本を注入することで、財務リターンと社会的インパクトの創出・最大化を目指す投資手法である。SIIの世界的市場規模から、SDGsに多大に貢献するとして近年注目を集めているが、社会科学的研究においては未だ新領域であり、その特質の多面的な研究が急務である。また、社会的インパクト投資家の多様な特質を明らかにすることで、投資家の増加戦略を示唆し、よりSDGsの達成を加速化することが本稿の願いである。

本稿では Progressive case study の手法を用いてSIIに投資するオーストラリアと日本の個人投資家25人に行った調査をもとに、Epstein and Yuthas (2014) が掲げたアイデンティティリターンとプロセスリターンや、新井 (2015) が掲げた「心の形成」を裏付けた。25名

の個人投資家が体感する新しいリターンの形「個人的リターン」は自己啓発、セルフエンパワーメント、満足感、ネットワーク構築、そしてアイデンティティ形成が観察された。特に、満足感とアイデンティティ形成はオーストラリアと日本の両方で観察された。また、投資行動と投資結果から得られる心理的満足感は Epstein and Yuthas (2014)が論じる満足感と一致し、また普遍的な人間の資質とされる他者への思いやり（仁）が投資行動の礎となり心の形成に繋がることを論じた。そして、知識、経験、人脈の三つで説明されてきた先行研究のプロセスリターンに加えて、本稿では四つ目としてアイデンティティ形成を確立した。

このように、SIIは財務リターンと非財務的な社会的リターンに加えて、精神性や価値観などの個人的リターンが「報酬」とされる投資活動である。個人投資家として、また社会貢献という志を持った一個人として、SIIは個人の志や願いを体現し、資質を磨き倫理的成熟へと導く媒体といえる。個人投資家にとってSIIとは、論語の「仁」に由来した社会に有徳な行動を礎にする社会経済の歯車の一つであり、洪沢が『論語と算盤』を通して主張した調和のとれた経済の形の一つともいえる<sup>13)</sup>。投資市場の財務的取引は経済的な発展に多大な貢献をもたらすが、SIIは個人的側面が原動力となる新しい経済の具現化であり、まさに新しい金融のかたちの一つであろう。

今後の研究としては、本研究では得られなかった、個人投資家にとっての世代別の個人的リターンの性質を明らかにすることが一つ挙げられる。SIIの認知度と関心度はミレニアル世代が一番高く（織田 2020）、この世代にはSIIの潜在顧客が多いことがわかる。また本特集で明らかになった様々なフィンテックプラットフォームを使った投資家も動機は多様で、複雑であることが予想される。世代別の投資家や新しい金融のかたちを活用した投資家への調査を通し、さらなる個人的リターンの性質の深掘りも期待される。

## 日本人投資家インタビュー対象者プロフィール

#	回答者記号	性別	学歴	年代	現職	投資経験	投資額	SII投資経験	SII投資額
1	A	女性	学士	41-50	非金融系	20年以上	1000万円<	5年以下	50万以上100万以下
2	B	女性	修士	31-40	非金融系	-	-	5年以下	<50万円
3	C	女性	学士	41-50	非金融系	遺産相続	100万以上500万以下	2年以下	100万以上500万以下
4	D	男性	修士	31-40	無職	15年	1000万円<	10年以下	500万以上1000万以下
5	E	女性	学士	31-40	金融系	1年以下	<50万円	5年以下	50万以上100万以下
6	F	女性	修士	31-40	非金融系	10年以下	<50万円	5年以下	<50万円
7	G	男性	専門学校	31-40	非金融系	10年以上	1000万円<	5年以下	<50万円
8		男性	学士	41-50	無職(元・金融系)	10年以上	1000万円<	1年以下	50万以上100万以下
9		男性	学士	51-60	非金融系	10年以上	1000万円<	5年以下	500万以上1000万以下
10		男性	修士	51-60	非金融系	1年以下	<50万円	2年以下	50万以上100万以下
11		女性	修士	31-40	非金融系	10年以下	500万以上1000万以下	2年以下	50万以上100万以下
12		女性	修士	41-50	非金融系	10年以上	<50万円	5年以下	<50万円
13		男性	専門学校	41-50	非金融系	10年以下	500万以上1000万以下	5年以下	<50万円
14		男性	修士	41-50	非金融系	5年以下	50万以上100万以下	2年以下	50万以上100万以下
15		男性	学士	51-60	非金融系	遺産相続	100万以上500万以下	5年以下	<50万円

## オーストラリア人投資家インタビュー対象者プロフィール

#	回答者記号	性別	学歴	年代	現職	投資経験	投資額	SII投資経験	SII投資額
1	H	女性	修士	61以上	非金融系	1年以下	<A\$5,000	1年以下	<A\$5,000
2	I	男性	修士	31-40	金融系	5年以上	A\$100,000<	5年以下	A\$100,000<
3	J	男性	修士	41-50	非金融系	5年以上	A\$100,000<	5年以下	A\$10,001-A\$50,000
4		男性	学士	51-60	金融系	5年以上	A\$100,000<	5年以上	A\$100,000<
5		男性	PhD	51-60	金融系	5年以上	A\$100,000<	5年以上	A\$100,000<
6		男性	修士	61以上	金融系	5年以上	A\$100,000<	5年以上	A\$100,000<
7		男性	学士	41-50	金融系	1年以下	<A\$5,000	2年以下	A\$5,001-A\$10,000
8		男性	学士	51-60	非金融系	1年以下	A\$50,001-A\$100,000	5年以上	<A\$5,000
9		女性	非公開	51-60	非金融系	非公開	非公開	非公開	非公開
10		男性	修士	31-40	非金融系	5年以下	A\$100,000<	5年以上	A\$100,000<

## 注

本寄稿にあたり、藤山敬史氏（神戸大学）と渡邊光氏（慶應義塾大学）によるたいへん親身な協力を頂けたことに心より感謝する。なお、本稿に示されている意見は筆者が所属する機関の見解を示すものではなく、ありうべき誤りはすべて筆者の責にある。

- 1) 本稿でいう「投資家」は社会的インパクト投資家, 「個人投資家」はSIIを行う個人投資家を指す。
- 2) UNCTAD (2020) によると、持続可能な発展に投資された世界のファンド総額は1.2-1.3兆米ドルと見積もられている。他方で資金需要については、開発途上国だけでも今後10年で毎年2.5兆米ドルとされている (UNCTAD 2020)。このように、SDGsの達成には多額の資金が必要とされ、従来の政府開発援助や開発金融だけでなく、民間からの新しいファイナンスの重要性が増している。世界のインパクト投資規模は2020年6月の時点で7,150億米ドルとされており、これはOECD加盟国の年間政府開発援助額1,474億米ドル (OECD 2019) の約5倍にのぼる。コロナ禍の影響もありSDGsへの投資が加速化する中インパクト投資も今後の増加が期待される。
- 3) 財務リターンは金銭だけでなく、再投資金の減額やロジスティクスのコスト削減、ブランド価値向上など間接的なリターンを含む。
- 4) 藤野 (2013, p 195) はこれらを総括して「未来からのお返し」という。
- 5) 半構造的インタビュー段階の前に、インターンシップやボランティアを通して知見が得られる文脈的没頭 (contextual immersion) という手法 (Creswell 2007) をとり、そこで得た交流ネットワークを基に、インタビュー対象者を確保し、インタビューの質問票を精査した。日本では、当時の日本財団の社会的投資推進室 (現・一般財団法人 社会変革推進財団)、日本で最初の開発途上国の発展に寄与する社会的投資ファンドARUNや、Asian Venture Philanthropy Network (AVPN)などでインターンシップとボランティアを行った。またオーストラリアでは、Impact Investing AustraliaでResearch assistantとして一年間ボランティアをした。
- 6) Codingの詳細はOno (2019) を参照。
- 7) 豪ドルは日経為替レートによると日本円で1ドルあたり約79.26円である。(2021年1月28日付)
- 8) インタビューの原文は以下の通りである。  
 “In terms of satisfaction that I was doing something useful, that would be the most beneficial thing for me. Feeling that I’m not helpless to help someone, really you know, I can actually do something to help them help, because I can’t jump out of chair here and go over to East Timor or wherever it is, and do something helpful, whereas via a company like [where she invests], I can actually make a difference.”
- 9) “It’s a[n]... ability to live authentically in line with personal values so I feel like the work that I get to do... is actually a true reflection of my family and I’s values and how we wish to live and the type of world we wish to live in... I think that is deeply nourishing to... our souls.”
- 10) “Impact investing allows [me] to make more constructive, intentional choice.”
- 11) So I’d like to think just that ... like, lack of professional mask... Who I am as an impact investor, who is the same as the person I am as a father and a husband and a son... to live with values and work in a way that contributes to the greater good...any decisions we make around where we eat,

what clothes we buy and any choice, we'd rather look very closely at [impact] ... That comes back to that personal reflection or manifestation through impact investing and like the person you aspire to be or grow or supporting others who are, you know, much better people than you to do the work they do.

- 12) SIIにおいて、新井（2015）のいう「きれいごと」や藤野（2013）の「お金より大事」な部分は社会性を強調する道義と解釈できる。
- 13) このような特徴は、Bouckaert and Zsolnai（2011）が説いた価値観や精神性によって動かされる経済の在り方に通じるものがある。

#### 参 考 文 献

- Berling, Judith. 1996. "Confucianism. The Asia Society's Focus on Asian Studies." *Asian Religions*, 2 (1): 5-7.
- Bouckaert, Luk, and Laszlo Zsolnai, eds. 2011. *The Palgrave Handbook of Spirituality and Business*. New York: Palgrave Macmillan.
- Creswell, John. 2007. *Qualitative Inquiry and Research Design Choosing Among Five Traditions*. London: SAGE Publications.
- Delamont, Sara. 2009. "The only honest thing: auto-ethnography, reflexivity and small crises in field-work.", *Ethnography and Education* 4(1): 51-63.
- Hand, Dean, Hannah Dithrich, Sophia Sunderji, and Noshin Nova. 2020. "Annual Impact Investor Survey 2020." accessed 12 June 2020.  
<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>.
- Hara, George. 2009. "Enriching Lives of People in Developing Countries through Public Interest Capitalism.", *Economy, Culture & History Japan Spotlight* 28(6): 22.
- Höchstädter, Anna, and Barbara Scheck. 2015. "What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners.", *Journal of Business Ethics* 132(2): 449-475.
- Makino, Yoshihiko, and Toshiaki Aoki. 2012. "The root and history of Japanese ethics.", *Japanese Society for Civil Engineer* 49(4): 28-29.
- Nicholls, Alex. 2010. "The Institutionalization of Social Investment: The Interplay of Investment Logic and Investor Rationalities.", *Journal of Social Entrepreneurship* 1(1): 70-100.
- Nicholls, Alex, and Jed Emerson. 2015. "Social Finance: Capitalizing Social Impact." In *Social Finance*, edited by Alex Nicholls, Rob Paton and Jed Emerson, 1-41. Oxford: Oxford University Press.
- Nicholls, Alex, and Emma Tomkinson. 2015. "Risk and Return in Social Finance." In *Social Finance*, edited by Alex Nicholls, Rob Paton and Jed Emerson, 282-310. Oxford: Oxford University Press.
- OECD, 2019 Net ODA accessed June 30, 2020. <https://data.oecd.org/oda/net-oda.htm>
- Oleksiak, Anna, Alex Nicholls, and Jed Emerson. 2015. "Impact Investing." In *Social Finance*, edited by Alex Nicholls, 207-249. Oxford: Oxford University Press.
- Ono, Aya. 2019. "New Horizons in International Development Finance: Japanese and Australian Perspectives on Social Impact Investment" Doctor of Philosophy, School of Global, Urban and Social Studies, RMIT University.

- Ono, Aya. 2020. "Social Impact Investment for Sustainable Development." In *Partnerships for the Goals, Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals*, edited by Walter Leal Filho, Anabela Marisa Azul, Luciana Brandli, Amanda Lange Salvia and Tony Wall, 1–13. Cham: Springer International Publishing.
- Ramiah, Vikash, Yilang Zhao, Imad Moosa, and Michael Graham. 2016. "A Behavioural Finance Approach to Working Capital Management.", *The European Journal of Finance* 22(8–9): 662–687.
- Rohlfing, Ingo. 2012. *Case Studies and Causal Inference: An Integrative Framework, Research Methods Series*. Basingstoke, England: Palgrave Macmillan. Book.
- Scheck, Barbara, Anna Höchstädter, and Timo Busch. 2016. "Making Money at the Expense of the Poor? An Investigation of Individuals' Preference to Impact Invest versus Donate.", *Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives* 5(2): 141–163.
- Steenhuis, Harm-Jan, and Erik J. de Bruijn. 2006. "Building theories from case study research: the progressive case study." *New World Uncertainties Proceedings* (CD-ROM) of the 17th Annual Conference of POMS, Boston, USA, 28 April –1 May, 2006.
- UNCTAD. 2020. "World Investment Report 2020." accessed 15 November 2020. <https://unctad.org/webflyer/world-investment-report-2020>.
- Wildavsky, Aaron. 1993. *Craftways: on the organisation of scholarly work*. New Jersey: Transaction Publishers.
- Wu, Meiyao. 2013. "Ren-li, reciprocity, judgment, and the question of openness to the Other in the Confucian Lunyu.", *Journal of Moral Education* 42(4): 430–442.
- 新井, 和弘. 2015. 投資は「きれいごと」で成功する: ダイヤモンド社
- Epstein, Marc J., and Kristi Yuthas. 2014. 『社会的インパクトとは何か』, Translated by 松本裕: 英治出版.
- 織田, 聡. 2020. 「インパクト投資に関する消費者意識調査。」 accessed January30, 2021. [https://siif.or.jp/wp-content/uploads/2020/10/20201012\\_%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%91%E3%82%AF%E3%83%88%E6%8A%95%E8%B3%87%E6%B6%88%E8%B2%BB%E8%80%85%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E7%B5%90%E6%9E%9C.pdf](https://siif.or.jp/wp-content/uploads/2020/10/20201012_%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%91%E3%82%AF%E3%83%88%E6%8A%95%E8%B3%87%E6%B6%88%E8%B2%BB%E8%80%85%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E7%B5%90%E6%9E%9C.pdf).
- 鹿島, 茂. 2013. 『渋沢栄一 論語編』: 文藝春秋.
- 鎌倉投信. 2020. 「決算公告第12期」 accessed 26 December 2020. [https://www.kamakuraim.jp/\\_files/11-180/kessan2020.pdf](https://www.kamakuraim.jp/_files/11-180/kessan2020.pdf).
- 藤野, 英人. 2013. 『投資家が「お金」よりも大切にしていること』: 星海社.