

近未来金融システム創造プログラム第5回講義レポート

第5回目となる本日は、株式会社野村総合研究所シニアチーフリサーチャー(中央大学研究開発機構客員教授)の谷山智彦氏、Crossover Capital / アセットマネジメント One 株式会社の岩谷渉平氏から、「消費と金融の融合現象と変化する金融リターン」という題目で講義が行われた。谷山氏からは、デジタル技術の発展により消費と投資の境界が曖昧になり、金融リターンが金銭的リターンにとどまらず多層化していく現象について整理がなされた。岩谷氏からは、インパクト投資の実務や投資家の関心の広がりを踏まえ、五常・アノド・カンパニーおよびクラシコム事例を通じて、財務リターンと社会的リターンを組み合わせて投資対象を捉える視点が示された。

谷山智彦氏：デジタル技術が変える消費・投資・リターン

消費と投資の融合を考える出発点として、家計におけるお金の使い方は、消費、投資、浪費に分けられる。消費は生活に必要な支出、投資は自らの成長や将来への備えとして必要な支出、浪費は生活に支障がなく必要のない無駄な支出である。しかし現代のデジタル社会においては、この3分類では説明しにくいお金の使い方が増えている。商品やサービスを買う行為が、応援、参加、体験の購入を伴うようになり、投資も金銭的リターンだけでなく、共感、体験、社会的成果を含むものになりつつある。背景にあるのは、デジタル技術によって企業、地域、プロジェクト、クリエイターと個人が直接つながりやすくなったことである。従来、個人の資金は保険や年金を通じて機関投資家に集まり、運用会社を経由して投資対象へ流れることが多かった。こうした間接的な資金の流れに対し、個人が投資対象へより近い形でアクセスできる構造として広がっているのが、オルタナティブ・ファイナンスである。ここでいう「オルタナティブ」は、伝統的な金融商品やシステムを単純に代替するというより、補完する意味合いが強い。P2P 金融、クラウドファンディング、トークンを用いた仕組みでは、インターネット上のプラットフォームを通じて、資金提供者と資金需要者を直接つなぐ動きが広がっている。これにより、個人の資金が、従来よりも金融機関や運用会社を介さずに投資対象へ向かいやすくなっている。

クラウドファンディングは、こうしたオルタナティブ・ファイナンスの典型例である。寄付型、購入型、投資型に大別されるが、いずれも群衆から少額の資金を集める仕組みであり、資金提供者は、投資家であると同時に消費者でもあり、事業の支援者にもなる。寄付型や購入型クラウドファンディングでは、金銭的リターンを得ることよりも、対象を応援することや、まだ市場に出ていない商品を事前に購入できること自体が価値になることがある。寄付型の例としては、博物館が実施する寄付型プロジェクトのように、支援者が見返りを前提としない支援のかたちがある。一方、購入型は、新品でも中古でもない「0次流通市場」と位置づけられる仕組みの中で、資金提供者がガジェットなどの発売前商品

を事前に購入し、事業者がその資金を製品開発に充てるといった例が見られる。さらに投資型クラウドファンディングにおいては、金銭的な利回りに加え、店舗で利用できる優待やイベント参加といった非金銭的なリターンが組み合わされる事例も存在する。お金を出す理由と、そこから得られるリターンが多層化し、投資家、消費者、支援者という複数の立場が一体化している現象を、消費と投資の融合と呼んでいる。クラウドファンディングへの参加における動機は、実利だけではなく、感情的・表現的なものへ広がっている。コミュニティに入りたい、応援したい、社会的意義があると感じることが、直接投資する行為や投資体験の大きな動機となっている場合がある。

デジタルアセットと投資対象の拡張

デジタル技術は、資本市場の側にも変化をもたらしている。分散型台帳技術（ブロックチェーン）によって、取引の自動化やコスト削減、分散型金融の実現が進み、その結果として、多様なアセットや金融商品を小口化・多様化することが容易になっている。こうした流れの中で、現実世界資産（Real World Asset）のトークン化も進んでいる。これまで投資対象として扱いにくかった現実世界の多様なアセットも、デジタル証券やトークンを通じて取引できるようになりつつある。BCG は、トークン化された資産市場が 2030 年までに世界 GDP の約 10% に相当する規模へ拡大する可能性を予測している。もっとも、現時点では、暗号資産、NFT、デジタル証券などのデジタルアセットに加え、クラウドファンディングのようなオンライン投資サービスも広がっているものの、従来型の金融資産に比べれば市場規模はまだ小さい。インターネットを通じて少額から新しい商品に投資できる点は特徴であるが、セキュリティへの不安や商品性の複雑さも課題として残る。こうした中で、セキュリティトークンやデジタル証券では、単に投資するだけでなく、優待などのユーティリティと組み合わせて投資と利用・体験をつなげることも可能になっている。

投資家が何をリターンとして求めるのかも変わりつつある。デジタルアセットに関心を持つ投資家層には、よく知っているもの、地域に貢献できるもの、社会的インパクトを持つものに投資したいという傾向が見られる。ホテル、温泉旅館、レストラン、カフェ、ヘルスケア、介護施設、美術館、博物館、図書館など、金融リターンだけでは選ばれにくい資産にも投資意欲が観測され、利回りの高さだけでなく、手触り感、地域性、社会的意義の高さが投資判断を大きく左右する。住んでいる地域やよく知っている地域、あるいは自分に関係を持つ場所に資金を向けたいという傾向も示され、投資対象との距離の近さがリターンの一部として受け止められている。

インパクトと金融商品の D2C 化

投資家の関心が利回りだけでなく、地域性や社会的インパクトへと広がる一方で、本当にその「インパクトの量」を見ているのかは重要な論点である。インパクトや Well-being については定量化が議論されることも多いが、投資家の行動は必ずしもインパクト量に比

例しない。投資家は必ずしもインパクトの量だけを見ているわけではなく、「社会的に望ましい対象に資金を投じている」という実感や感情的満足が、投資判断を支えている場合もある。資本市場では、リターンの高さだけを見る考え方に、リスク控除後のリターンを評価する「リスク調整後リターン」の考え方が加わり、投資判断は二次元の平面で捉えられるようになってきた。そこに社会的リターンやインパクトという第三の軸が加わることで、従来の二次元の平面では評価しにくかった資産にも、投資対象としての可能性が生まれる。実際の調査でも、約半数のデジタルアセット関心層が、社会的リターンが得られるのであれば、経済的リターンが0.5%程度減少しても許容すると答えた。このような許容幅があることで、エリアやアセットをまたいだ投資の可能領域も広がっていく。

社会的リターンを求める手段としては、寄付と投資の違いも重要である。寄付では金銭的リターンを犠牲にして資金を投じるのに対し、投資では一定の金銭的リターンを目指しつつ、社会的リターンの創出も同時に追求することができる。金融業においても、製造小売モデルやD2Cによる直販ビジネスの可能性が広がっている。アパレル業界では、メーカーが企画・製造し、百貨店などを通じて販売していたところから、GAPやユニクロのように自ら製造し、自ら販売するモデルが生まれた。金融商品でも、資産運用会社が金融商品のメーカーとして顧客と直接つながり、顧客のニーズに応じた変化やデータを活用した商品づくりが可能になりつつある。消費と投資が融合する時代には、金融商品も利回りだけで測られるものではなく、体験、共感、社会的インパクトと重なり合うものになる。

岩谷渉平氏：インパクト投資の実務と市場の広がり

アセットマネジメントの実務では、どのような商品を作り、どのような投資を行い、それを顧客にどのように返していくのが重要になる。従来の金融商品では、製造と販売が分離し、大量に作って大量に販売する発想が中心だった。これに対し、インパクト投資の実務では、少数の富裕層顧客に向けて、価値観や満足度に合う投資を設計し、投資先の選定から投資後の説明までを丁寧に行うD2Cに近い実務が生まれている。

金融の役割も、単に価値を交換し、貯蔵し、資産を増やすことにとどまらない。金融商品を通じて資金が向かう先で、どのような価値や意義が生まれているのかを捉え、これまで価格に十分反映されていなかった価値を発見することも、インパクト投資の実務と結びついている。インパクト投資は、財務リターンに加えて、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出す投資である。投資先が社会課題の解決に向けた明確な意図を持っていること、財務的リターンを追求すること、多様な資産クラスや参加方法を通じて実現されること、そしてインパクトを測定することが重要になる。市場規模も拡大しており、日本では約18兆円、グローバルでは約1.6兆ドルの規模が確認されている。寄付に近く脆弱な投資と受け止められがちだが、生活に密着した領域に投資するため、景気循環の影響を受けにくく、一定の財務リターンを伴う投資として成立しうる点も特徴である。

消費者意識調査から見る投資家像

インパクト投資では、投資家の期待をどのように捉えるかが重要になる。通常の投資では、リターンが一定程度であれば満足される傾向がある一方、インパクト投資では財務リターンに対する期待が強くなりやすい。そのため、十分に魅力的なリターンが出ていても、期待未達と受け止められ、満足度が必ずしも高まらないことがある。

投資家の関心は、投資経験の有無や年齢によっても異なる。2025 年の消費者意識調査では、投資経験のある若年層で関心が高い傾向があり、投資経験はあるものの金融資産がまだ大きくない層にも、インパクト投資への関心が見られる。一方で、富裕層にも関心が高い傾向が見られ、関心層は若年層に限られない。さらに、エシカル消費への意識が高い人ほどインパクト投資への関心も高く、環境や労働環境に配慮した商品を選ぶ消費行動と、インパクト投資を選ぶ投資行動には一定のつながりがある。関心領域は、エネルギー、水、農業、インフラ、環境、医療・介護、教育、障害者支援、テクノロジーを通じた課題解決などに広がっている。

ケーススタディ：社会課題の解決と Well-being の創出

インパクト投資では、投資先ごとにインパクトを測定し、その成果を投資家に返していくことが求められる。財務リターンだけでなく、目的や成果を通じて投資家と投資先を結びつける点に特徴がある。社会課題の解決の事例が、五常・アンド・カンパニーによるマイクロファイナンスである。世界には一日約 2.15 ドル以下で暮らす人々がなお多く存在し、資金へのアクセスが乏しいことで、備えや次の一步を踏み出すことが難しくなっている。マイクロファイナンスの事例では、単に資金を貸し付けるだけではなく、資金繰りや記帳の課題を把握することも重要になる。カンボジアのファイナンシャルダイアリーを用いた事例では、結婚式費用をめぐり、収入、祝い金、支出、ローンの返済が複雑に絡み合っていた。収支の記録を確認すると、お祝い金の見積もりや記帳に問題があることがわかり、次に同じ問題を繰り返さないための支援につながる。別の事例では、住宅建設のための支出に対し、山羊の売却や家族からの借入などを組み合わせることで、資金繰りが改善していた。さらに、融資を受けた資金でトラクターを購入し、炭を運んで転売する仕事を始める例もある。こうした事例では、金融サービスへのアクセスが生活改善や事業形成につながり、投資としての財務リターンと、社会インパクトの発生とをあわせて捉えることができる。参加方法も一つではなく、未上場株式やプライベートデットなどを通じて、同じ社会課題に異なる形で資金を供給することができる。

Well-being の創出の例として、クラシコムの事例を挙げてみたい。五常・アンド・カンパニーが貧困というマイナスの状態をゼロ、さらにプラスへ近づける事例だとすれば、クラシコムはプラスの方向に向かって生活の質や満足度を高める方向のインパクトを持つ事例であると考えることができそうだ。この会社は、オーダーメイドなライフスタイルを求

めるお客様に向けて、谷山先生がさきほど D2C の箇所で御講義された観点に近い商品やサービスを提供している。年間一定額を継続的に購入する顧客が存在し、その関係性が商品開発や業績の安定につながる。財務リターンに加え、生活上の満足を生み出していることや所謂ファンの QoL を向上させていることが、投資対象を評価する際の要素になるかもしれない。

以下のように、社会課題の解決と Well-being の創出という異なる事例から、インパクト投資では、投資対象や参加方法が一つに限られないことがわかる。いずれにしても、財務リターンだけでなく、投資の目的やインパクト測定も踏まえながら、投資対象を捉えることが考えられる。

Q&A

Q1. 高齢者が保有する金融資産を、インパクト投資やデジタルアセットにどう取り込むことができるか。

A1.

岩谷(敬称略)：最大の課題は相続にあるとみている。時間のかかる投資テーマでは、残りの人生の長さとの関係は重要だから、仮にご高齢者の金融資産をインパクト投資やデジタルアセットにつなげる際には、本人だけで判断するのではなく、相続を見据えて親子二世帯を対象にし、親子でディスカッションするなど、ひと工夫が必要だろう。

谷山(敬称略)：シニア層もインパクト投資に関心がないわけではない。かつてのボランティア貯金のように、金銭的なリターンだけを目的としない金融商品が受け入れられていた例もある。アンケート上は若年層の方が関心が高く出ているものの、関心を持つ層に適切にアプローチできれば、シニア層への広がりも考えられる。

Q2. インパクト投資において、財務リターン、精神的満足、社会的インパクトのバランスをどのように取るのか。

A2.

岩谷：財務リターン、精神的満足、社会的インパクトのどれかを抑えてバランスを取るのではなく、いずれもなるべく高めるという考え方である。ポートフォリオを分散し、全体としてリターンとインパクトが整うように設計する必要があるだろう。投資先については、先にどのようなインパクトが出ているかを計測し、そのインパクトが十分であることを確認したうえで、財務リターンが後から改善していく順序で見ている。

赤井(敬称略)：個々の投資対象の中にどのようなコンテンツがあるかが重要である。インパクト投資は伝統的投資を全面的に置き換えるものではなく、付加的に広がる新しいカテゴリーとして捉えられる。金額が大きくななくても、事業にエクイティ性の資金が入れば、その倍程度のデットがつくと考えることができる。両者の組み合わせをバランスシートの右側で見れば、それは左側に現れる、より大きな事業を支える資金となり、結果として社

会的リターンも大きくなる、と考えることができる。

Q3. 金融機関を介さないインパクト投資では、資金使途の監視や悪意ある借入人の排除をどう考えるか。また、インパクト投資が広がることで、本来 NPO や寄付に流れていた資金が移るのではないか。

A3.

岩谷：資金使途の監視や悪意ある借入人の排除は、金融サービスにおけるコストとの戦いである。資金の使われ方を確認する仕組みや、情報・エビデンスの流れが整えば、コストが下がり、金利も下げられる。NPO と株式会社の棲み分けについては、どちらの形態がよいかを一概に決めることはできない。金融サービスのコストが下がり、利潤が小さくなってくると、株式会社が積極的に参入する動機は弱まり、再生産は回るが大きく儲かるわけではない領域に近づいていく。その着地点は、NPO と株式会社の間にある、ユーティリティ的な株式会社のようなものになるのかもしれない。この点は研究して改めて報告したい。

Q4. インパクトはどのような基準で測定され、それがどのように価格に反映されるのか。

A4.

赤井：インパクト測定の基準を考えること自体が、今後のビジネスや研究の課題になる。政府の政策支出に対する評価（EBPM）も、税金や国債で集めた資金がどのような国民生活への効果を生んだかを測るという意味ではインパクトの問題である。GX 移行債のように、通常の国債よりも低い利回りで資金調達できている場合、その調達コストの差分をインパクトとして捉えることもできる。ただし、現時点ですでに測定できるというより、対象ごとにインパクトをどう測定するかを考えることが、近未来の課題である。

岩谷：B Corp のようなグローバルな認証や、SPI Audit など測定や監査のための基準は存在する。ただし、現時点では測定とプライシングが十分に結びついているとまでは言い切れない。分野ごとに個別の技術や測定の仕方があり、それらを金融の仕組みの中でどのように発展させるかが課題になる。（講師補記：この点については、必読図書「世界の貧困に挑む」第6章3 どのような指標を用いるか ―パフォーマンスとインパクト p.199-216 を復習してほしい。）

Q5. 2030 年までに全世界の GDP の 10%程度がトークン化されるという予測について、日本での伸びや成長のボトルネックをどう見るか。

A5.

谷山：当初の熱狂に比べると、トークン化への期待は落ち着いている面がある。ただし、ブロックチェーンによって多様な資産がトークン化される方向自体は進んでいる。それがどの程度社会に受容されるかは、大きな予測に沿って急速に進むというより、本当に求め

られる資産に対してゆっくり広がっていくものと考えられる。投資家と資産を出す側の双方に、トークン化するインセンティブをどう作れるかが重要になる。