

米国のダブル・ボトムライン投資ファンド

松尾 順介

はじめに

近年、顕著な世界的趨勢として、民間企業においては株主利益最大化だけでなく、企業の社会的責任（CSR）が重視され、環境対策や社会貢献などの社会貢献が評価されるようになってきている。これは、「ビジネスの社会化」ともいわれている。また、ファンド投資においても、金銭的な収益だけでなく、社会貢献や環境対策などを重視するものが現れている。

このように二つの投資収益や投資目標を設定した投資は、ダブル・ボトムライン（Double Bottom Line、以下DBL）投資といわれ、投資家に対して市場実勢のリターンを提供する（ファースト・ボトムライン）一方、地域社会や環境面での貢献（セカンド・ボトムライン）を重視するものである。さらに、地域社会への貢献と環境面の貢献を区別し、三つの投資目標を設定しているものは、トリプル・ボトムライン（Triple Bottom Line）投資といわれる。

近年、日本では、地域再生ファンドや農林業ファンド、風力発電や小水力発電ファンドなどが設立されている。⁽¹⁾これらのファンドには、様々な種類があるが、一般の個人から出資を集めているものも多く、それらのファンドでは、金銭的な収益だけでなく、地域や環境面での貢献を目指した投資が行われており、これはDBL投資とみなすことができる。さらに、今後もこのような投資が増加するものと思われる。

他方、米国では、不動産を対象としたプライベート・エクイティ・ファンドの形態で、DBL投資ファンドが設立され、拡大している。これらのファンドには、低所得地域における地域活性化を目的としたものが多く、地域の雇用促進やインフラ投資、さらに環境改善に寄与しているとされている。

本稿では、まず、米国のDBLファンドについて、デボラ・ラフランチ、ベルデン・ハル・ダニエルズらの共著 *The Double Bottom Line Handbook: A Practitioner's Guide to Regional Double Bottom Line Investment Initiatives and Fund* に依拠して、その基本的な内容や類型を概観した上で、彼らの共著論文“*The Ten Keys To Double Bottom Line (DBL) Fund Success*”を取り上げ、DBLファンド運用のコンセプトやスキームを紹介する。

1 米国のDBL投資ファンド

DBLとは、ファースト・ボトムラインとセカンド・ボトムラインからなり、前者は、銀行、保険、年金基金、財団、基金、富裕層などの投資家に対して、市場実勢のリターンを提供することを目標とし、後者は雇用形成、付加価値創出、地域活性化、中低所得層のスマート・グロースによって、測定可能な経済的・社会的・環境的リターンを創出することを目標としている⁽²⁾。

米国では、一九九〇年代後半以降、このようなDBL投資ファンドが急速に拡大しているといわれている。一九九八年以降の約一〇年間に、DBLファンドに六〇億ドルが投資され、そのうち二五億ドルは地域への投資に向けられている。特に、ニューイングランド、サウス・カリフォルニア、サンフランシスコ・ベイエリア、ピュージェット湾、ノースウエスト・ルイジアナなど様々な地域で、地域の経済開発を担う機関が地域投資イニシアティブを導入している。このような投資イニシアティブは、中低所得地域の経済発展と地域活性化を促進するた

めに、様々な市場ベースの施策を採用している。その中心的な手法として、DBLの収益を目標して専門のファンド・マネージャーが運用する、プライベート・エクイティ・ファンドが利用されている。

このような地域型DBLファンドは、中低所得層の住む旧市街地や郊外における不動産や事業に巨額資金を提供することを企図し、出資者はDBLプライベート・エクイティ・ファンドを設立し、それによって中心市街地の開発、旧市街のインフラ整備、労働力の活用および購買力の向上を促すものである。

DBLファンドが急速に成長した背景として、下記の四つの点において、それが市場、社会、環境面の課題に对应していることが挙げられる。①DBLファンドがエクイティを集積・動員することで、資金調達の困難なデベロッパーや事業に資金調達手段を提供している。②専門のファンド・マネージャーを雇い、不完全な中低所得層市場に投資することで、投資家が目標とする一〇%台半ばから後半あるいはそれ以上のトラック・レコードを達成している。③DBLファンドは、地域の利害関係者が不動産建設やビジネス・ベンチャーに参加する機会を提供し、それによって雇用や地域活性化を促している。④DBLファンドは、既存の都市インフラを都心に集中させ、商業施設や住宅を輸送拠点の近くに配置する、インフィル型都市計画を採用することで、よりスマートで効率的な地域活性化に寄与している。このようにしてDBLファンドは、市場実勢に応じたリターンと公正かつ持続可能な発展が両立するような経済的かつ社会的合意の機会を提供している。今や、未開発の中低所得地域は、地域経済の発展と活性化に貢献するだけの潜在力を秘めた「国内新興市場」とみなされるようになってきている。つまり、未利用の中低所得層の資産は、明確な目的をもった投資によって資金がもたらされるならば、地域の経済発展に市場価値を付加することができる。

ここで紹介した説明によれば、米国のDBLファンドは、地域再生ファンドの側面が強いように見受けられる。

ただし、日本の地域再生ファンドは、ほとんどすべての都道府県で設立されたが、その運用は、再生対象の地域企業の債権買い取りなどが中心であり、不良債権処理の側面が強かった。⁽³⁾ それに対して、米国のDBLファンドは、地域の面的な再生を志向する側面が強いように思われる。

2 DBLファンドの類型

DBL投資にはいくつかの種類があるとされる。出資者主導型の地域DBLファンド、マネージャー主導型DBLファンドおよび地域開発ベンチャー・キャピタルが挙げられる。⁽⁴⁾

さらに、これらのファンドは、地域ファンドと全国ファンドとに分けることができる。また、今のところ、出資者主導型全国ファンドは存在しないとされている。他方、マネージャー主導型ファンドも重要であるが、マネージャー主導型の場合、全国ファンドと地域ファンドの双方が存在している。今までに設立されてきたすべての種類のファンドは、二つのボトムラインの達成という点で成功を収めてきたとされている。⁽⁵⁾

まず、出資者主導型地域DBLファンドは、地域の主導的非営利組織によって運営され、ファンド・マネージャーを雇い、予め合意された地域の成長・開発計画に沿って、投資を進める。このように地域のDBLファンドは、当該地域の主導的組織と緊密に連携しており、地域の経済発展を達成するための重要な要素となっている。また、これらのファンドは、地域全体を統一的に活性化するような手法を採用する場合もあり、その際は工業、商業あるいは複合利用の不動産、低価格の賃貸住宅および成長企業（不動産ベンチャーや事業ベンチャーなど）に投資する、地域的なファミリー・ファンドを組織することもある。特に、大都市圏は、その地理的規模において規模の効率性を達成する上で理想的とされる。つまり、大都市はファンド設立や投資の面で十分な規模を有し

ていると同時に、ビジネス・リーダーや地域のリーダーたちがネットワークを形成し、信頼を築き、情報を共有するという面では十分に集約的であり、これによってコラボレーションや、新技術開発などが促進される。これらの点を考慮すると、ファースト・ボトムラインおよびセカンド・ボトムラインを達成する上で、大都市圏では出資者主導型DBLファンドのほう経済的かつ社会的に有利である。実際、これらのファンドは大都市圏で増加している。また、大都市圏は中低所得地域を地域経済に組み込んでいく上で必要とされる、経済ないし社会資本形成にとっても理想的とされる。つまり、中低所得地域の企業は、より広範な地域経済に財・サービスを販売する一方、中低所得地域には、付加価値や雇用がもたらされ、地域活性化につながるからである。

次に、マネージャー主導型DBLファンドは、専門のファンド・マネージャーが運用するファンドであり、都市の不動産市場やベンチャー企業の中から、看過されたものを探し出し、大規模な投資を行う点の特徴である。これらのマネージャー主導型DBLファンドには、非営利の出資者はおらず、全国型と地域型に分かれる。これらファンドの資金規模は大きく、その投資は一〇〇万ドルから四〇〇万ドル以上の株式投資である。これらのファンドが大規模の新規の商業・工業ないし住宅開発を行うことで、旧市街地は大きく様変わりする。なお、マネージャー主導型DBL事業金融ファンドの投資対象は、ベンチャー企業ないしメザニンであり、成長性のある事業を全国ブランドに育てることを試みており、その事業には、マイノリティが所有しているものも含まれている。大半のマネージャー主導型DBLファン

図表1 DBL投資ファンドの類型

	地域ファンド	全国ファンド
出資者主導型ファンド	出資者主導型地域ファンド	出資者主導型全国ファンド
マネージャー主導型ファンド	マネージャー主導型地域ファンド	マネージャー主導型全国ファンド

(出所) La Franchi, Deborah, Erin Flynn, James Nixon, Joseph Gross and Belden Hull Daniels. 2007. *The Double Bottom Line Handbook*, <http://www.sdsgroup.com/dbl-handbook.html>, 11ページ。

ドは、必ずしも特定地域に限定して投資を行うものではなく、投資機会を探りながら、様々な都市の案件において大規模な投資を行う。

第三に、地域開発ベンチャー・キャピタル・ファンド（以下、CDVCファンド）には、出資者主導型とマネージャー主導型とがあるが、大部分は地域限定型である。CDVCファンドは、低迷した地域の雇用を促進し、起業意欲を高め、付加価値を向上させるため、中低所得地域の個人企業への投資などの手法を駆使している。

この三つのファンド類型を敷衍すれば、出資者主導型は、地域の行政機関やNPO（ここでいう非営利の出資者）が主導し、様々な投資資金を集めて設立されるものであり、外部のファンド・マネージャーが雇用されることになる。それに対し、マネージャー主導型は専門のファンド・マネージャーを有するファンド運用会社が投資家の資金を集めてファンドを設立・運用するものであり、行政やNPOは関与しない。さらに、CDVCは、このような投資を自己資金で賄うものを指すと考えられる。

このように考えると、日本の地域再生ファンドは、出資者主導型とマネージャー主導型がともに存在している。前者は、地元自治体や行政機関の主導により設立され、その投資資金には公的な資金や地域金融機関の資金も含まれている。後者は、地域再生ファンドを手掛けるファンド運用会社が地域金融機関と連携して設立したものである。⁽⁶⁾

図表2 ファンド類型別のファンド数・資金調達額

	ファンド数	資金調達額
出資者主導型DBL不動産ファンド	14	12.8億ドル
出資者主導型DBL事業金融ファンド	6	7.56億ドル
マネージャー主導型DBL不動産ファンド	5	22.5億ドル
マネージャー主導型DBL事業金融ファンド	5	8.42億ドル
地域開発ベンチャー・キャピタル・ファンド	60	8.70億ドル

(出所) 図表1に同じ。12～13ページ。

3 DBLファンドの成功要因

デボラ・ラフランチ、ベルデン・ハル・ダニエルズは、共著論文の中で、DBLファンドの成功要因として以下の一〇項目を挙げている。両者は、前節で紹介した *The Double Bottom Line Handbook* の共著者であるとともに、DBLファンドの運用会社の経営トップを務めている。デボラ・ラフランチ氏は、DBLファンド設立・運用会社、ストラテジック・デベロップメント・ソリューションズ (Strategic Development Solutions、以下SDS) の設立者・CEOである。SDSは、低所得地域の活性化と環境改善を図る投資戦略を提供しており、市場ベースの社会・環境面のソリューションを提供すべく、DBL/TBLプライベート・エクイティ・ファンドの設立・運営を行っている。また、低所得地域に対して非営利サービスを提供する戦略の立案と資金も提供している。⁽⁸⁾ SDSの提携先が、エコノミック・イノベーション・インターナショナル・インク (Economic Innovation International, Inc. 以下EII) であり、その設立者・CEOがベルデン・ハル・ダニエルズ氏である。EIIは、都市の諸問題の解決を使命として、一九七〇年にポストンで設立され、SDSなどと連携しながら、DBL/TBLプライベート・エクイティ・ファンドを運用している。運用資金は一〇〇億ドル以上であり、米国だけでなく、ヨーロッパやアジアにも投資している。また、ダニエルズ氏はハーバードやMITで長年にわたって教壇に立っている。⁽⁹⁾ したがって、以下の一〇項目は、彼らの実際の取り組みから経験的に導き出されたものと考えられる。

① 「国内新興市場」としての中低所得地域への投資…その目的は、雇用と付加価値創出だけでなく、地域活性化に貢献することである。また、このようなアプローチは、これらの地域を「低開発」とする長年の偏見を取り除き、「国内新興市場」へと見方を変化させるものである。従来、低所得地域に対しては、「隔離」政策が採

用され、当該地域だけの再建に焦点を当てたものであり、この政策では、開発プロジェクトの実施はわずかな交付金や補助金に大きく左右されてきた。しかし、最近の取り組みでは、低所得地域の活性化計画は、これらの地域がより大きな地域に統合されることで奏功することを示し、高く評価されている。

② 地域経済全体への貢献…中低所得地域の過小評価資産が再評価され、有効活用されることで、地域の経済発展に市場価値が付加される。このような取り組みには、地域経済の発展を促進する非雇用労働力の生産的活用、低所得地域から国内外のより広範囲な市場への財・サービスの輸出、過小評価不動産の開発、未利用のインフラの生産的活用などを含んでいる。

③ 二つのボトムラインを満足させるだけのファンド規模…DBLファンドは、十分に大きな市場を有し、相当規模の投資を行うことで、能力の高い、実績のあるファンド・マネージャーを誘引する必要がある。つまり、高度なスキルをもったファンド・マネージャーを有し、相当規模の投資を行うことで、二つのボトムラインにおいて期待収益が達成され、機関投資家の信頼も獲得できる。したがって、かなりの資金規模のファンドを組成する必要がある。左の図表3は、このようなファンドの例である。

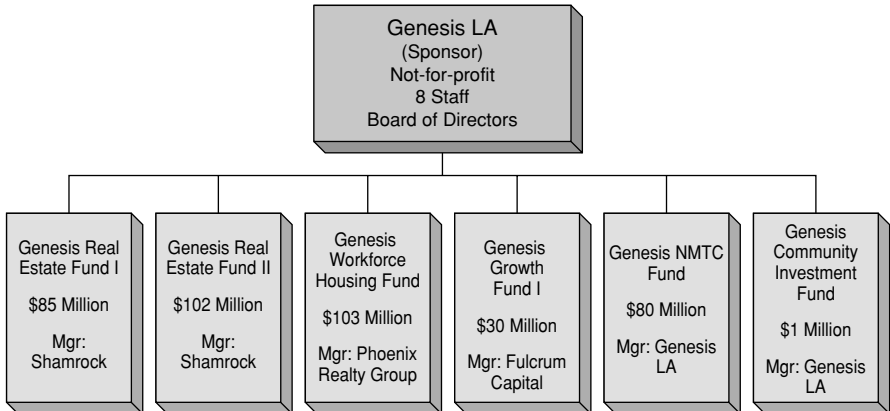
④ DBLファンドに対する地域のリーダーシップの強力な支援…DBLファンドの設立に成功するには、その地域の非営利のリーダーたちが、組織の壁を越えた協力関係を有している必要がある。そうして初めて、人的資本、技術、資金、インフラなどの相異なる資本を統合することが可能となる。つまり、地域型のファンド設立の牽引役となるのは、このような地域の利害関係者である。

⑤ 非営利目的のファンド出資者による設立と監督…DBLファンドにおいては、ファンド・マネージャーと地域の非営利のパートナーとが協力関係を形成することで、高く評価され、その非営利のパートナーがDBLフ

ファンドを監督する場合、最もよい結果がもたらされる。なお、この非営利のファンド出資者の役割は、ファンド・マネージャーの人選、その契約条項の交渉、資金調達支援、セカンド・ボトムラインの達成の監視、地域支援の得られないプロジェクトの排除、雇用や付加価値創出につながる役割、パフォーマンス監査と開示、運用手数料と収益分配への参加、などである。

⑥ 実績のあるプライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーの従事…DBLファンド投資の成功要因は、誰もが損失としかみなさなかつたものに対して、ファンド・マネージャーが価値を見出すところにある。つまり、プライベート・エクイティ投資の本質は、逆張りであり、そのファンド・マネージャーは、過小評価された資産にスポットを当て、市場の障壁を除去することによってのみ利益をあげうる。ただし、このようなファンド・マネージャーの活動は、証券市場での裁定取引が投資家間の利益移転によって収益を生み出すのとは異なり、新しい価値創造である。さらに、ファンド・マネージャーは、投資家に元本と七〇九%のリターンを提供して初めて、収益が分配される。ファンド・マネージャーはリスク管理と投資機会の発見に長けていなければならな

図表3 Genesis LA Family of Fundsの組織図



(出所) Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi (2006)、8 ページ。

い。

⑦ ファースト・ボトムラインなくしてセカンド・ボトムラインなし…機関投資家がDBLファンドに継続的に投資するのは、市場実勢に応じたリターンを得ることができからである。最近のDBLプライベート・エクイティ・ファンドのマネージャーは、低所得地域の活性化に投資機会を見出す際、市場の不完全性の要因を五つ挙げている。それは、不完全なリスク評価・分散メカニズム、高い情報・取引コスト、市場の偏見、非効率な市場競争および市場抑圧的な政策である。

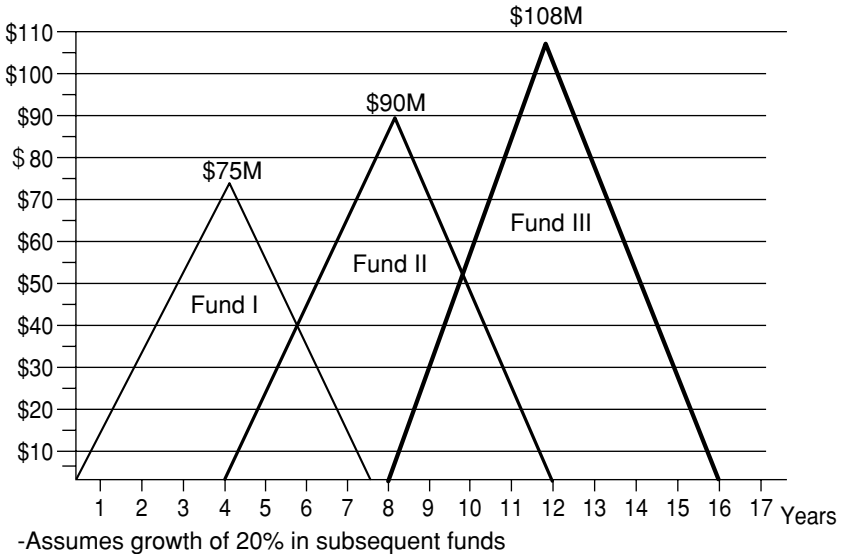
⑧ 規模の大きな機関投資家の獲得…近年、DBLファンドに投資を行ってきたのは、全米規模の商業銀行、財団、保険、年金基金、非営利企業、大学基金、労組基金、富裕層などであり、これらの投資家が継続的に投資を行ってきたのである。その理由は、期待する投資収益率を満足できたからに他ならないが、それぞれの機関投資家によって、これ以外の投資誘因も存在する。例えば、商業銀行にとって重要なことは、平均的なリターンよりも高い収益をあげられるかどうかであるが、財団にとっては、「プログラム・リレーティッド・インベスメント」(PRI)⁽¹⁰⁾である。

⑨ 単一のファンドではなく、長期の開発を担いうるファミリー・ファンドの形成…DBLファンドの出資者の使命は単一のファンドを組成することではなく、ファミリー・ファンドを構成し、長期にわたり持続可能な仕組みを構築することである。これによって中低所得地域に長期的な経済発展がもたらされる。つまり、左の図表4に示されるように、ファンドIが四、五年の期間内に全資金のコミットメントを投資し、八年目までに投資を回収する。これをベースにして、四年目までにファンドIIの組成を開始する。ファンドIの成功はより規模の大きなファンドIIの組成につながり、それが成功すれば、さらに規模の大きなファンドIIIが組成される。

このようにファンドがリスク調整済みのリターンを生み出す限り、ファンドは拡大し、地域の利害関係者に雇用、付加価値および健全な環境を提供することになる。

⑩ スマート・グロース・ファンドの三つのE…経済(Economy)の繁栄、社会的公平性(Equity)および健全な環境(Environment)が創出されるような投資設計…これらの三つのEは相互に補強しあう関係であり、持続可能な成長は、これら三つの要素によって支えられ、どれ一つを欠くこともできない。DBL投資の最良の取り組みは、企業は金銭的な利益を得ることに成功しなければならぬという単純な前提条件、すなわちファースト・ボトムラインが基本であるが、逆に持続可能な成長の基盤は、セカンド・ボトムラインの重要性を認識している企業である。このような企業は、株主、経営者、従業員、顧客、納入業者、地域社会および環境などすべての利害関係者と好ましい関係を築きあげようとしている。実際、優良企業は、二つ

図表4 Smart Growth Fund I-IIIの事例



(出所) Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi (2006)、16ページ。

のボトムラインにおいても優良企業である場合が少なくない。今や収益性は、金銭的な側面同様、経済、社会および環境の側面から再定義されつつある。DBLファンドもこの両面に焦点を置くことで、トラック・レコードに実績を残している。

まとめ

以上、本稿では、米国のDBLファンドの概要と種類、さらにファンド運用のコンセプトやスキームについて、ファンド設立・運用に携わっている、デボラ・ラフランチ、ベルデン・ハル・ダニエルズらの共著や論文に依拠して紹介した。

彼らの説明によれば、米国のDBLファンドは、地域再生ファンドの側面が強く、特に都市再生に焦点を当てているようである。ただし、日本の地域再生ファンドが中堅・中小企業の債権買取に焦点を当てていたのに対し、米国のDBLファンドは、地域の面的な再生を企図している点で、より大きな影響力を有しているものと考えられる。

しかし、彼らの説明は、その立場上、設立・運用者側の視点に立って書かれており、必ずしも客観的なものではない可能性もある。したがって、客観的かつ中立の立場から、これらDBLファンドの運用実態やパフォーマンス、地域再生への影響などを考察する必要があるが、それについては別稿を期したい。

注

(1) 拙稿「風力・太陽光発電ファンドの展開―市民出資型ファンドを中心に―」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・

大阪研究所、No. 一六六一、二〇一〇年八月、二五～三九頁、拙稿「農林業再生と投資ファンド・金融機関」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六六三、二〇一〇年十二月、三〇～四六頁、拙稿「再生可能エネルギーファンドの現状」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六六七、二〇一一年八月、一九～三三頁、拙稿「ファンドスキームの様々な取り組み―地域・環境再生との関連を中心に―」、『桃山学院大学総合研究所紀要』第三六卷第三号、二〇一一年三月、九一～一一〇頁、拙稿「大手証券グループのファンド業務および各種のブティック型ファンド―自然エネルギー・環境・農林業関連を中心として―」（証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所、二〇一一年六月、第九章、所収）、二二七～二五七頁、参照。

- (2) La Franchi et al. (2007). ページ、参照。なお、通常はTBLという用語も使われるものの、同書においては、経済的リターン、社会的リターン、環境面のリターンを区別せず、これらすべてをセカンド・ボトムラインに含めている。なお、以下一節の記述は、本書七～九ページに依拠しているが、煩瑣になるので、該当ページは注記しない。

- (3) 拙稿「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第五五号、二〇〇六年九月、一九～四三頁、および拙稿「地方再生ファンドの現状」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、二〇〇五年八月、一六三二号、一七～三二頁、参照。

- (4) 出資者主導型ファンドとマネージャー主導型ファンドの共通点は、ファンド・マネージャーが高度な能力を持っている点、中低所得地域に投資する点、当該地域の活性化を目的とする点、不動産ファンドの場合、住宅、商業、オフィス、工業あるいは複合プロジェクトに取り組む点、銀行、保険、年金、財団、富裕層などの出資を受けている点などである。しかし、マネージャー主導型ファンドは、以下の点で出資者主導型ファンドと異なっている。しばしば全国規模の投資を行う点、非営利の出資者が不在である点、単一のプロジェクトを特定地域のみで実施する点、全国規模

の投資を行うことでリスク分散が可能になる点、非営利の出資者に手数料や収益を分配する必要がなく、また地域のステークホルダーの経済発展を支援する必要もない点などがある。La Franchi et al. (2007), 一七〇ページ、参照。

- (5) La Franchi et al. (2007), 一一ページ、参照。以下、二節の記述は、本書一一―一四ページに依拠しているが、煩瑣になるので、該当ページは注記しない。

- (6) 注3を参照。

- (7) Daniels and La Franchi (2006), 一一―一九ページ、参照。以下、三節の記述は、本論文に依拠しているが、煩瑣になるので、該当ページは注記しない。

- (8) 同社HP: <http://sdsgroup.com/index.html#>

- (9) 同社HP: <http://www.economic-innovation.com/>

- (10) 例えば、ロックフェラー財団は、PRIsを次のように説明している。プログラム投資とは、財団がその計画目標を達成するために採用する投資手法の一つであり、助成金に類似している面もあるが、助成金とは異なり、これを採用すれば、財団は資金を反復的に循環させることができる。また、PRIsは融資、株式投資あるいは保証など、様々な形式を採用できるので、資金の受け手のニーズに柔軟に対応できる。このためPRIsは、助成金よりも財団資金の効率的な運用につながることもある。他方、社会的使命をもった慈善団体や民間のベンチャーにとって、PRIsは必要な資金獲得手段となっており、一般的には市場での資金調達よりも有利な条件で調達できる。このような投資を受けることで、当該団体の信用履歴や信用力が向上するため、将来的には民間金融機関からの融資を受けやすくなる。なお、同財団のPRIsについて、以下が挙げられている。Resident Ownership Capital, LLC (二〇〇万ドル、融資) / Juhudi Kilimo Company Limited (七五万ドル、融資) / The Disability Fund (七五万ドル、融資) / African Agricultural Capital

Limited (100円)、Social Impact Partnership LP (100円)、IGNIA Partners, LLC (100円)、株式会社。 <http://www.rockefellerfoundation.org/what-we-do/program-related-investments/>

参考文献

- Alter, Suita Kim. 2000. *Managing the Double Bottom Line: A Business Planning Reference Guide for Social Enterprises*, Washington, DC: Pact Publications.
- Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi. 2006. "The Ten Keys To Double Bottom Line (DBL) Fund Success." in Strategic Development Solutions' HP: <http://www.sdsgrroup.com/pdf/10%20Keys%20to%20DBL%20Fund%20Success%20EII%20SDS%20060313.pdf>
- La Franchi, Deborah, Erin Flynn, James Nixon, Joseph Gross and Belden Hull Daniels. 2007. *The Double Bottom Line Handbook: A Practitioner's Guide to Regional Double Bottom Line Investment Initiatives and Fund*, in Strategic Development Solutions' HP: <http://www.sdsgrgroup.com/dbl-handbook.html>

(井上 けんすけ・客員研究員)