

# 資本主義の進路を管理する

## ～インパクトファイナンスとシステムレベル投資～



高崎経済大学 学長

水口 剛

### 1. はじめに

環境・社会システムに起因するリスクが蓄積しつつある。そう感じないだろうか。たとえば気象災害の激化、国際関係の悪化、武力行使のハードルの低下、社会の分断、人口の減少、地方の衰退、財政の膨張と政府債務の拡大など。今、株価は一見堅調に見えるが、いったんリスクが顕在化すれば、その影響がシステム全体に連鎖的に波及しかねない。これをシステムミックリスクと言う。

当然、市場関係者の多くはすでにいざとい

う時の対応を考えているかもしれない。だが、システム全体を揺るがすシステムミックリスクから完全に逃れることは難しい。むしろリスクそのものを低減することはできないのか。そこで本稿ではこれらのシステムミックリスクが生じる構造的な要因を検討した上で、資本市場からのアプローチとしてインパクトファイナンスとシステムレベル投資の可能性を論じることにしたい。

### 2. システムミックリスクの構造

#### (1) 資本主義システムの遷移

遷移とは移り変わることを意味し、生物学では植物群落を中心にした植生遷移が知られている。溶岩流などでできた裸地でもわずかな砂礫で苔類が育ち、やがて土壌ができることで草地となり、土壌が厚みを増すにつれて低木林、成長の早い高木の陽樹林へと進み、

#### 〈目次〉

1. はじめに
2. システムミックリスクの構造
3. 実践からのアプローチ
4. 理論からのアプローチ
5. おわりに

---

最終的には日陰でも育つ陰樹林が支配的となる。陰樹林内でも陰樹は育つので、見かけ上はそれ以上植生が変わることはなく、生態系は安定する。この状況を極相林という。

このようにシステムはそれ自体のメカニズムによって遷移していく。

それでは資本主義システムの遷移とはどのようなものだろうか。かつて広井 (2001) は、成長を前提とせず、資源やエネルギーの消費が一定水準で循環する「定常型社会」を提唱した。この構想は、調和と安定性を重視し、量的な拡大を志向しない点で極相林のイメージに似る。ただし、極相林が時間の経過とともに自然な遷移の帰結として自律的に形成されるのに対して、定常型社会は放っておいても自ずとそこに行き着くわけではない。むしろそれは、制度的、文化的に相当の介入を必要とする。実際、今日に至るまで、少なくとも日本では定常型社会は実現していない。

またフクヤマ (1992) は冷戦終結を受けて、民主主義と自由経済の勝利を「歴史の終わり」と表現した。これは、人類が最終的に到達した普遍的な政治体制が民主主義と自由経済であって、それ以上の変化はないという意味で、ある種の「極相」に達したという見方だと言える。だが実際には、その後多くの国で民主主義が弱体化し、権威主義が力を持ちつつある。つまり、必ずしも民主主義と自由経済が遷移の終着点であるとは言えない。むしろ自由主義的な市場経済、すなわち資本

主義システムの自然な遷移の結果、経済格差が拡大し、社会の分断が進むように見える。なぜそのような遷移をたどるのだろうか。

ピケティ (2013) は、過去200年以上のデータから資本収益率 ( $r$ ) が経済成長率 ( $g$ ) を上回ることを示した。給与所得は付加価値の分配の一部なので、労働によって得られる富の蓄積は経済成長率に依存する。そのため資産を保有する富裕層と労働者層との格差は構造的に拡大するというのである。

加えて資本主義は技術革新を促し、雇用構造を変化させる。たとえば近年のAIや自動化の技術は中間層の雇用を縮小し、高度な専門職と低賃金層への二極化を促進する。また、グローバル化が進むことで製造拠点が低所得国へと移転し、国内の技能労働者の雇用機会が縮小する。さらに近年のデジタルサービスやプラットフォーム事業には、利用者が増えるほど利用価値が高まるというネットワーク経済性が働くため、「勝者総取り」の構造になりやすく、結果的に少数の企業や個人に富と権力が集中する。これらの要因も格差の拡大を促す。

格差の拡大が進むと、階層間の移動が困難になり、社会の分断につながる。たとえばセン (1992) は、「ケイパビリティ (capability)」という概念を軸に、家庭の所得や居住地域の格差が良質な教育や医療へのアクセス格差を生み、社会的流動性を低下させることを示した。

その結果格差が固定化し、社会の分断が進

むと、中・低所得層の不満が高まり、既存の政治・経済エリートに対する不信も強まって、ポピュリズムを招く。Stoetzer et.al (2025) は、経済格差の認識がポピュリズムの態度の強化につながることを、ヨーロッパの実際のデータを使って実証している。その上、SNSのアルゴリズムが怒りや分断を煽るコンテンツを増幅することで、感情的な対立が強化される。いわば経済格差や社会への不満といった土壌が厚みを増すことで、ポピュリズムが育つのである。

ポピュリズムは自国第一主義や排外主義を生みやすく、国際関係の緊張をもたらす。それは軍事衝突のリスクを高めるだけでなく、国際的な協調を阻害することで、気候変動政策での協力関係も停滞する。IPCC (2021) は第1作業部会の第6次評価レポートで、社会経済がたどる経路として5つの異なる「共通社会経済経路 (SSP; Shared Socioeconomic Pathways)」を設定して平均気温上昇のシナリオを示しているが、今まさに、ナショナリズムと安全保障の懸念から環境の優先順位が下がる「SSP3 (地域間対立)」のシナリオが実現しつつある。また、ポピュリズムの影響が強まると政策は減税や短期的な景気刺激策に向かいやすく、政府債務を悪化させる懸念が強い。

一方、水口 (2025) でも指摘したように、経済格差の拡大は人口減少の一因となる。加えて、技術革新が進むことでキャリア形成のための準備期間が長くなり、ライフコースが

後ろ倒しになることも出生率の低下をもたらす。実際、日本に限らず多くの先進国が人口減少に直面している。その結果、市場の縮小と労働人口の減少が相まって成長率が下がれば、ピケティの指摘するメカニズムによって格差は拡大する方向に進む。若年層の縮小で社会が相対的に高齢化すれば政府債務の悪化の圧力が増す。

このように見てくると資本主義システムの遷移を成り行きに任せれば、生態系の遷移のように安定した極相には向かわず、不安定化していくことが予測される。その意味で、システムリスクは資本主義に内包されているとも言える。その発現を抑えるためには、何らかの介入が不可欠である。

## (2) システムリスクの防止策

システムリスクを抑えるには資本主義システムの遷移を管理する発想が必要である。比喩的に言えば、これは竹林の管理に似る。竹は強い繁殖力を持つが、自然界では他の樹木との競争があり、無制限に広がることはない。しかし人間界の竹林は間伐などの手入れをしないと密集した「竹藪」となり、地下茎が広い土地を求めて外へ外へと侵出してしまう。竹藪にしないためには、適切な手入れが不可欠である。資本主義というシステムも同様に、意識して管理する必要があるのだろう。

資本主義の格差拡大のメカニズムに対するピケティの処方箋は、基本的には累進的な資

本課税である。ただし、資本逃避を防ぐためにグローバルでの導入が提唱されており、現実には難しい。一方、定常型社会の構想は「持続可能な福祉社会」であるとされ、より包括的な社会モデルの提案と言える。広井(2005a・2005b・2023)はこの構想を前提にさまざまな施策を提示している。たとえば機会の平等を「潜在的な自由」の保障と捉えて「事前的な分配」を強調する議論は、センの言うケイパビリティの概念にも通じる。その他、地方への人口分散で出生率を回復し格差を縮小する「多極集中」型の国土構想や、ワークシェアリングを通じた時間の再分配など、提案は多岐にわたる。

これに対して「 $r > g$ 」という構造を前提に、 $r$ の恩恵を広く行き渡らせるという方向も考えられる。ドラッカー(1976)は年金基金が株式市場における主要な所有者になった事実を捉えて、労働者が年金基金を通じて企業を所有しているという意味で年金基金社会主義と呼んだ。その実態は年金基金をはじめとする機関投資家が資本市場の中核的プレイヤーになったという意味で、「年金基金資本主義」と呼んでもいいだろう。

また日本では政府が2023年に「家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元される「成長と分配の好循環」の実現」を目指す「資産運用立国実現プラン」を策定し、資産運用業の改革、アセットオーナーシップの改革、スチュワードシップ活動の実質化などを

柱とする政策が推進されていることは、周知のとおりである。これらは資本収益の恩恵を受ける層を広げる効果がある。

しかし現実には、個人の運用余力は初期資本の違いに依存する上、高所得層ほどリスク許容度が高いので長期的な投資収益を高めやすく、投資教育や金融リテラシーの面でも高所得層ほど恩恵を受けやすい。そのためこれらの施策だけでは格差を縮小する効果は限定的で、むしろ資本市場の恩恵を受けられない低所得層との分断を助長するおそれもある。したがって不安定化に向かう資本主義の方向を変えるには、これだけでは不十分である。

他方で、投資は資本主義メカニズムを駆動する起点となるので、投資先の選択やスチュワードシップのあり方を通してシステムの遷移の方向に影響を与え得るのではないか。たとえば資本と労働の間での分配のあり方、技術変化の雇用への影響の緩和、階層間の流動性を高める人的資本投資、多極集中型の国土形成に資する地方への投資など、さまざまな論点が考えられる。それは、資本主義を成り行きに任せず、意識して環境や社会にポジティブなインパクトを与えることだとも言える。

重要なことは、資本主義の遷移を管理してシステムリスクを抑えることは、投資家にとって長期的利益を守る合理的な行動だということである。したがって一部の投資家の部分的な行動に留めず、投資の基本的な原理に組み込む必要がある。その試みはどこまで

進んだのだろうか。

### ■ 3. 実践からのアプローチ

インパクトファイナンスは、環境や社会に対して測定可能でポジティブなインパクトを生むことを「意図」する。それは、資本主義がもたらす結果に積極的に介入しようとするものと言えるだろう。すでにその実践は一定の規模をもち、VCやPEファンドから上場株式、融資、債券へと発展しつつあるが、市場の中で相当の広がりを持たなければ資本主義システム全体の遷移にまで影響を及ぼすことは難しい。そこで、そのすそ野を広げることを目指す複数のイニシアティブが立ち上がり、先行する投資家や金融機関が参加している。その中から日本発の2つのイニシアティブの動向を確認しておこう。

#### (1) インパクトコンソーシアム

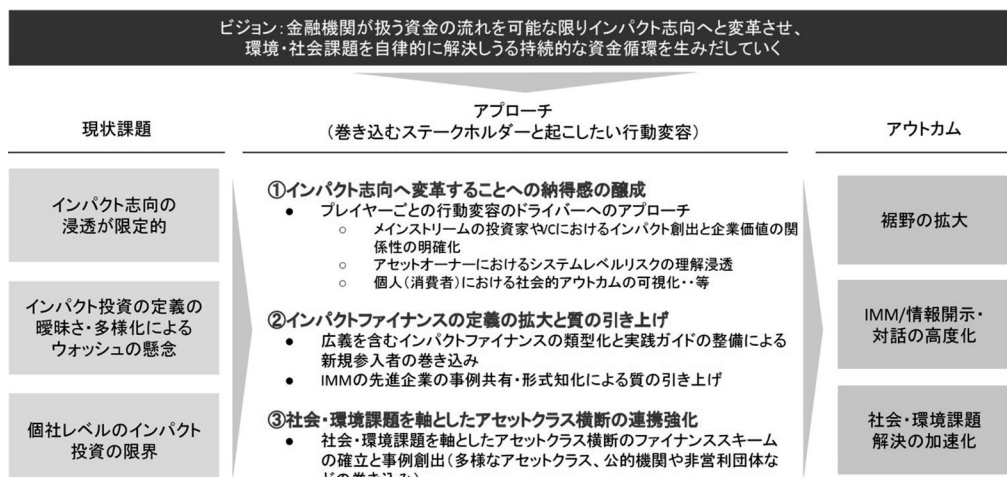
インパクトコンソーシアムはインパクトを追求する金融機関、機関投資家、事業者、スタートアップ、自治体等を会員とする。金融庁と経済産業省が実質的な事務局を務め、2023年11月の発起設立集会を経て、24年5月の第1回総会から本格的に活動を開始した。25年11月時点で組織会員368団体、個人会員68名を擁する。24年秋からコンソーシアムとしてのセオリー・オブ・チェンジを考える有志の会が立ち上がり、議論の結果を会長メッセージとして発信した。そこでは、システム

レベルのリスクに対応することの重要性を指摘するとともに、コンソーシアムは多様な関係者が情報と経験を共有し、再び実践へと戻っていく「場」としての機能を果たすことがうたわれた。

コンソーシアムの活動の中心は4つの分科会である。データ・指標分科会では、インパクトの測定・管理に必要なデータ・指標を整備することを目指し、既存のデータベース情報を収集・整理した「インパクトデータベース案内板（試行版）」を25年に公表した。今後、利用者からのフィードバックを基に改善点を収集するとともに、特に関心の高い環境、ヘルスケア、インフラの3分野について指標集の作成を検討する。

市場調査・形成分科会はインパクト投資のすそ野拡大を目指し、上場株式のインパクト投資に焦点を当てつつ、未上場株式との接続の観点も踏まえて議論してきた。今後さらにインパクト創出と投資収益の両立に向けた事例研究と知見の共有へと進む。地域・実践分科会は地域の事業者と地域金融機関の双方の目線から地域での実践を促進することを目指し、実際に京都、会津若松、仙台などを訪問してフィールドワークと企業ヒアリングを重ねた。そして、なぜ地域でインパクトを追求すべきなのかという「Why」と、地域の環境・社会課題の解決を成長に結びつけるために何をどのようにすればよいのかという「What」「How」をまとめた。今後は地域での多様なファイナンス手法に焦点を当てた検

(図1) インパクト志向金融宣言のセオリー・オブ・チェンジ (概要版)



(出所) インパクト志向金融宣言

討に進む。

官民連携促進分科会では、地域の社会課題解決のため、自治体とインパクトスタートアップによる官民連携を促進することを目指し、具体的な方法論を議論してきた。その成果として25年に『自治体と地域課題解決に取り組むスタートアップの官民連携に向けた実践ガイド』を公表した。今後も官民連携の実践を促進し、官民連携に係る「ヒトと情報が集まるプラットフォーム」としての機能を強化していく。

いずれの分科会も精力的に活動し、まさに経験を共有する「場」としての役割を果たしている。

## (2) インパクト志向金融宣言

インパクト志向金融宣言は、金融を通じた環境・社会課題の解決を目指す「金融機関に

よる金融業界のための自主的な取組み」(インパクト志向金融宣言(2025))である。21年11月に発足し、25年4月に会費制の組織に移行した。署名機関は25年10月時点で74社(金融機関66社、協力機関8社)である。

同宣言は、7項目ある宣言文に各金融機関の経営トップが自ら署名することを条件としており、強いコミットメントを求める点に特徴がある。またアセットクラスの枠を超えて規模や業態の異なる金融機関が連携することや、参加機関が自ら分科会を設けるなど自主的な活動が盛んなこと、さらに署名機関のネットワークを生かして海外とも密接な交流があることなども特徴である。

22年5月には宣言として実現したい未来を、「金融機関が扱う資金の流れを可能な限りインパクト志向へと変革させ、環境・社会課題を自律的に解決しうる持続的な資金循環

を生み出していく」というビジョンとして明文化した。このビジョンを前提に、25年にはその実現に向けた道筋を改めて検討し、「納得感の醸成」「定義の拡大と質の引上げ」「アセットクラス横断の連携強化」の3つのアプローチを柱とする新たなセオリー・オブ・チェンジを策定した（図1）。

### (3) 資本主義の不安定化は止まるか

このように実践面での推進は活況を呈している。ではそれによって資本主義の遷移を適切に管理し、システミックリスクを抑えることはできるだろうか。その答えは、インパクトを考慮した実践が市場の中でどこまで広がるのかに加え、その実践が「どのような」インパクトを生むかにかかっている。そしてどのようなインパクトが生まれるかは、投資家の「意図」に依存する。

インパクトファイナンスの出発点は「環境・社会にポジティブなインパクトを生む意図」だと言うが、「ポジティブなインパクト」とは何だろうか。インパクトを評価する指標として「5 dimensions<sup>(注1)</sup>」などの基準は提案されているが、「どういう意図をもつべきか」を指示する基準はない。人がどういう意図をもつかは、個人の自由だからである。

では個人の投資家は、資本主義の不安定化を止めるようなインパクトの意図をもつだろうか。どんな人も何らかの意図をもつだろうが、ポジティブなインパクトを生む意図をもつことは自明ではない。人はなぜ、どうい

時にインパクトの意図をもつのか。教育やリテラシーが関わるのか、それとも持って生まれた利他性のゆえなのか。意図の背後にある構造を解明することが、実はこの実践を広げる上でも鍵になる。

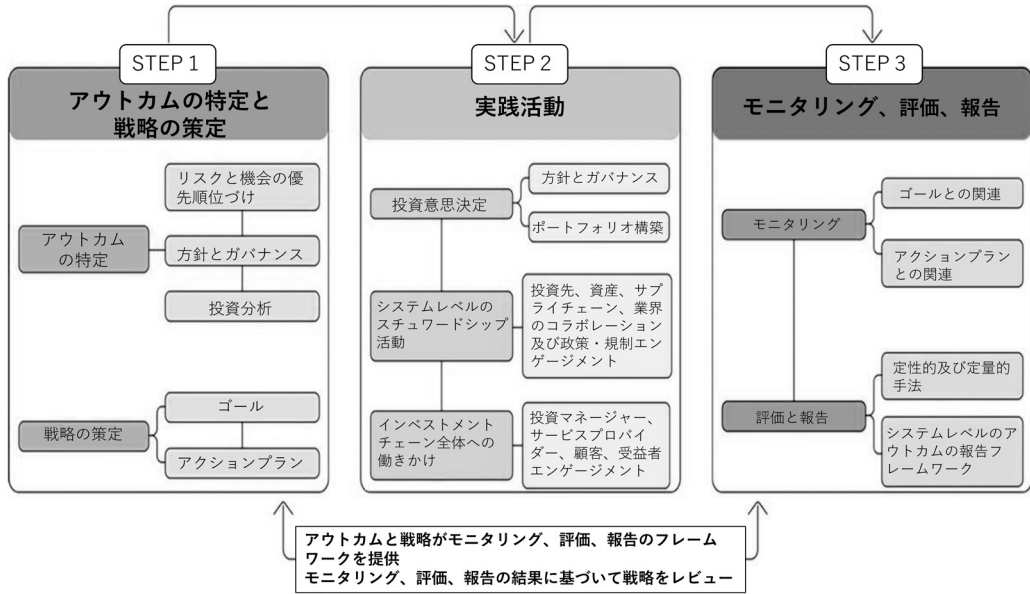
一方、機関投資家がなぜ、そしてどのようなインパクトの意図をもち得るのかは、理論的に検討されるべきだろう。次節ではこの点を取り上げることにしたい。

## ■ 4. 理論からのアプローチ

上記のイニシアティブに見られる通り、すでに多くの金融機関や機関投資家がインパクトファイナンスを実践している。その背後には投資リターンの獲得や資産配分の一環といった論理から、自社のパーパスやミッションとの整合など、さまざまな論理が考えられる。実践の論理が異なれば、どのようなインパクトを生むかも異なる。

これに対して、より全体的な視野から、機関投資家がシステミックリスクを制御する意図をもつべきだとする理論的な説明は、インパクトファイナンスとは異なる文脈からやってきた。Hawley and Williams (2000) は、あたかも市場全体に投資するかのような大規模な機関投資家を指してユニバーサルオーナーという概念を提起し、ポートフォリオを構成する各企業がもたらす正と負の外部性を考慮することの合理性を論じた。責任投資原則 (PRI) やグローバル・インパクト投資ネット

(図2) システムレベル投資のプロセス



(出所) PRI (2025), p.4.

ワーク (GIIN) の設立よりも以前のことである。PRIも2010年の報告書 (PRI (2010)) で同様の主張をした。

その後PRIらの委託を受けて、機関投資家がインパクトを追求することの法的枠組みについて検討したFreshfields Bruckhaus Deringer (2021) は、IFSI (Investing for Sustainability Impact: サステナビリティインパクトのための投資) という概念を提示し、これを手段的IFSIと目的IFSIに区分した。このうち手段的IFSIとは、長期的な投資リターンを守るために、毀損されればシステムリスクにつながるような経済、環境、社会システムのサステナビリティを守ることだと明記し、財務的な目的達成のリスクにな

るなら、一般に、そのリスクの緩和のためにできることを考慮すべき法的責任があると指摘した (注2)。

これらの主張は、個人の自由意志に基づく意図ではなく、機関投資家が組織として一般的にインパクトの意図をもつべき理論的な基盤を提示している。問題は、システムリスクの緩和は財務的リターンのように測定できない中で、何をどこまですべきかということである。Lucomnik and Hawley (2021) は、市場の平均利回りは所与であって投資行動から影響を受けないという、現代ポートフォリオ理論がもたらした通念を批判し、システムリスクを緩和するための投資行動をβアクティビズムと呼んだ。βアクティビズ

ムはシステムレベル投資とも呼ばれ、TIIP (2023) はその具体的なプロセスを示している。

25年にはPRIがシステムレベルのリスクと機会に対応するための投資家向けガイドを公表した (PRI (2025))。その内容は図2に示す通り、まず対処すべきシステムリスクの優先順位付けをした上で、達成すべきゴールやアクションプランを含む戦略を策定し (ステップ1)、アセットアロケーションやポートフォリオ構築などの投資意思決定に反映するとともに、投資先企業や規制当局等とのシステムレベルのステュワードシップ活動などの広範な実践を行い (ステップ2)、最後にモニタリングと評価、報告をする (ステップ3) という包括的なものである。このガイドは、PRIが署名機関向けに示した目的の3類型 (Pathway framework)<sup>(注3)</sup>のうち、Pathway Bを目的とするものであり、手段的IFSIと整合するものであると記されている。

## ■ 5. おわりに

26年はアメリカのベネズエラ攻撃で幕を開けた。世界の多くの地域で、武力行使のハードルがかつてなく下がっている。今後の国際社会の行く末に対する危機感は強いが、日本の金融資本市場が直接的にできることは少ない。なぜこのようなことになっているのかと考えるなら、迂遠なようでも、日本が資本主義の遷移を適切に管理してみせ、世界に対し

てよりよい社会モデルを提示していく以外にないのではないか。

そのためには資本主義の方向を規定する制度や規制、実際の企業行動や投資行動などの多くの要素が全体として整合的に機能することが必要である。特に、資本主義がもたらす格差の拡大を抑え、階層間の流動性を確保し、多極集中型の地域社会づくりを進める現場の実践に根差した視点やアイデアは欠かせない。その意味で、実践を支えるインパクトファイナンスのプレイヤーが各地で面的に広がることが望ましい。地域金融や地域の事業会社、インパクトスタートアップ、自治体などの連携が進むことも不可欠である。

同時に、機関投資家の基本的な行動原理の中にシステムリスクへの対応を織り込んでいく必要がある。そのためにはシステムレベル投資に関する理論的な基盤をいっそう強化するとともに、その金融教育への反映や運用者の評価基準の変更、さらには市場関係者の価値規範をアップデートすることが求められる。

資本主義の遷移を管理する上でインパクトファイナンスとシステムレベル投資は車の両輪である。より多くの市場関係者がこの列に加わることを望みたい。

### 【参考文献】

- ・インパクト志向金融宣言 (2025) 『意図をもつ金融—インパクトファイナンスのすべて』 金融財政事情研究会。
- ・金融庁 (2024) 『インパクト投資 (インパクトファイ

- ナンス)に関する基本的指針]
- ・ 広井良典 (2001) 『定常型社会—新しい「豊かさ」の構想』 岩波書店。
  - ・ 広井良典 (2005a) 「グローバル定常型社会・序説」 千葉大学公共学会 『公共研究』 第2巻第3号。
  - ・ 広井良典 (2005b) 「『持続可能な福祉社会』の構想—定常型社会における社会保障とは」 会計検査院 『会計検査研究』 第32号 (2005年9月)。
  - ・ 広井良典 (2023) 「人口減少社会のデザイン—「分散型社会への移行と「人生前半の社会保障」」 日本学術会議 『学術の動向』 2023年28巻第6号。
  - ・ 水口剛 (2025) 「システムレベルリスクとしての人口減少問題」 公益財団法人資本市場研究会 『月刊資本市場』 2025年3月号 (No.475)。
  - ・ Amartya Sen (1992), *Inequality Reexamined*, Oxford University Press. [アマルティア・セン著、池本幸生・野上裕生・佐藤仁訳 (1999) 『不平等の再検討—潜在能力と自由』 岩波書店]。
  - ・ Francis Fukuyama (1992), *The End of History and the Last Man*, Free Press. [フランシス・フクヤマ著、渡部昇一訳 (1992) 『歴史の終わり』 三笠書房]。
  - ・ Freshfields Bruckhaus Deringer (2021), *A Legal Framework for Impact*.
  - ・ IPCC (2021), *Climate Change 2021 – The Physical Science Basis :Working Group I Contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*.
  - ・ James P. Hawley and Andrew T. Williams (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism – How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, University of Pennsylvania Press.
  - ・ Jon Lucomnik and James P. Hawley (2021), *Moving Beyond Modern Portfolio Theory – Investing That Matters*, Routledge. [ジョン・ルコムニク、ジェームズ・P・ホーリー著、松岡真宏監訳、月沢季歌子訳 『「良い投資」とβアクティビズム—MPT現代ポートフォリオ理論を超えて』 日本経済新聞出版]。
  - ・ Lukas F. Stoetzer, Johannes Giesecke and Heike Klüver (2025), “Perceived inequality and populism”, *European Journal of Political Research* (2025), 1–21
  - ・ Peter F. Drucker (1976), *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harper & Row. [ピーター・ドラッカー著、佐々木実智男・上田惇生訳 『見えざる革命—来たるべき高齢化社会の衝撃』 ダイアモンド社]。
  - ・ PRI (2010), *Universal Ownership-Why environmental externalities matter to institutional investors*.
  - ・ PRI (2025), *Addressing System Level Risks and Opportunities – A Guide for Investors*.
  - ・ Thomas Piketty (2013), *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Seuil. [トマ・ピケティ著・山形浩生・守岡桜・森本正史訳 (2014) 『21世紀の資本』 みすず書房]。
  - ・ TIIP (2023), *(Re) Calibrating Feedback Loops: Guidance for Asset Owners and Institutional Investors Assessing the Influence of System-level Investing*, The Investment Integration Project.
- (注1) IMP (Impact Management Project) が提案したインパクト評価の視点。どのような (What)、誰にとつての (Who)、どの程度の (How much) アウトカムで、その貢献度合い (Contribution) と、期待通りにインパクトが生じないリスク (Risk) の5つで評価する。
- (注2) Freshfields Bruckhaus Deringer (2021), p.12, p.14.
- (注3) PRIが署名機関の進捗を評価する際に前提となる各署名機関の目的のタイプ分け。Pathway A (投資リターンの追求)、Pathway B (システムレベルリスクへの対応)、Pathway C (環境・社会的インパクトの追求) の3つに分かれる。