

社会的インパクト時代の

資本市場のあり方

— 社会課題解決に事業として取り組む企業の
持続的成長を支えるエコシステムとは —

2019年5月

Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会

社会的インパクト時代の資本市場のあり方

はじめに

第Ⅰ章 背景

- 03 ① ビジネスとしての社会課題解決
- 04 ①-1 社会課題解決に取り組む事業による資金調達概要
- 04 ①-2 社会課題解決に取り組む企業の分類
- 07 ② 投資家の動き
- 07 ②-1 社会的インパクト投資とは
- 08 ②-2 社会的インパクト投資の状況
- 09 ②-3 国内における投資家層
- 12 ③ 企業成長の形と投資家との関係

第Ⅱ章 資本市場活用にあたっての課題

- 13 ① “ソーシャル事業化準備”企業群を巡る課題
- 15 ② “ソーシャルPE型”企業群を巡る課題
- 17 ③ “ソーシャルIPO型”企業群を巡る課題
- 17 ③-1 ミッション・ドリフトとガバナンス
- 19 ③-2 個人投資家との対話のあり方

第Ⅲ章 5つの提言とアクションポイント

- 21 ① 解決すべき課題と提言一覧
- 22 ② 提言内容
- 22 提言Ⅰ 総合的な支援コミュニティの構築
- 26 提言Ⅱ “ソーシャルPE型”企業群、インパクト投資家が双方安心して投資できる市場の整備
- 30 提言Ⅲ インパクト投資家及び企業双方に役立つ社会性評価・認証制度の導入
- 35 提言Ⅳ 個人投資家向けの環境整備

むすび ～今後の発展の可能性～

巻末資料

- A Global Social Impact Investment Steering Group及び国内諮問委員会について
- B ソーシャル・エクイティファイナンス分科会活動内容

はじめに

本年、GSG国内諮問委員会は設立から5年の節目を迎えます。設立当時は日本でほとんど認知されていなかった社会的インパクト投資も今ではメディア等で話題になることも増え、大手の金融機関による参入も進んでいます。

また、小規模な事業者による非営利活動が中心だった社会課題解決の取り組みは、現在大企業やベンチャー企業の参入が目覚ましく、より多様なプレーヤーが持続的なビジネスモデルを大規模に展開する例が増えてきました。

そうした投資家と社会課題解決の事業の担い手双方の大きな変化に対し、既存の資本市場やそれを取り巻くエコシステムのあり方も変化を迫られているのではないか。そのような問題意識から2018年8月にGSG国内諮問委員会内に「ソーシャル・エクイティファイナンス分科会」を設立しました。

これまで投資家、事業者、中間支援組織等、多くの方のご知見を提供いただき、7回にわたって会合を重ね、資本市場全体として取り組むべき課題を洗い出し、今般、解決に向けた提言をまとめることができました。

本提言の検討を更に具体化し、仕組みの構築が進むことによって、社会課題解決に取り組む企業の成長にあたり、適切なリソース（資金、人材及びネットワーク）へのアクセスが改善し、上場やM&A等を実現させ加速的な成長を実現したり、あるいは上場市場ではないエコシステムの支えを受けて安定的な成長を遂げたりする会社が多く輩出されることを期待します。そういった成長の姿が顕在化することによって更に社会課題の解決を志す起業家とそうした起業家を支える投資家が育っていくことにより社会的インパクトが拡大していくことを願ってやみません。

Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会
委員長 小宮山 宏

第1章 背景

① ビジネスとしての社会課題解決

これまで、少子高齢化、貧困といった、社会課題を解決する取り組みはビジネス化しにくいものと考えられ、政府、地方自治体や非営利機関が中心的な担い手であった。

しかし、最近では、IT技術の発展やSDGsへの関心の高まりを背景として、新たなビジネスイノベーションを生み出す分野の1つとして社会課題が捉えられるようになった。最近の特徴としては、社会課題解決を専業で行うベンチャー企業が増えていることに加え、SDGs等に積極的な大手企業も事業ポートフォリオの1つとして本分野に乗り出している動きもあることがあげられる。

本稿における用語の定義は以下のとおり。

社会課題解決型事業	収益を出しながら社会課題解決に取り組むビジネス
社会課題解決に取り組む企業	社会課題解決型事業を専業で行う企業に加え、事業ポートフォリオの1つとして社会課題解決型事業に取り組む企業の総称

社会課題解決に取り組む企業が取り扱う社会課題は、教育、保険、医療介護、まちづくりなど分野は様々であるが、当分科会では、株式発行による資金調達実績のある以下の企業が参加した。

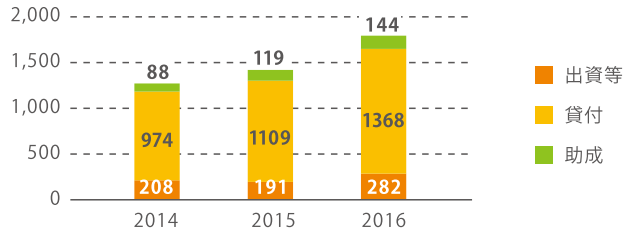
図表1 当分科会に参加した社会課題解決に取り組む企業

企業名	内容	解決したい社会課題
ユニファ株式会社	幼稚園・保育園における保育士の事務負担に対し、IoTを駆使することによって負担の軽減を図り、園児と向き合う時間をより濃密にするためのサービスを展開	●家庭内コミュニケーションの希薄化 ●保育士不足に伴う負担の増加
ライフズテック株式会社	デジタル化が進展する一方で、子供達がITの知識を習得し、伸ばすための環境がない状態を解消するため、中学生・高校生のためのプログラミング・スクールなどのIT教育を提供	●中高生の可能性を広げるIT・プログラミング教育の不足
株式会社Kaizen	発達障害者に特化した就労移行支援・定着支援サービスを提供	●発達障害者の就職難
株式会社ボーダレス・ジャパン	より多くの社会課題をビジネスで解決するため、社会起業家のプラットフォームとして支援プログラムの提供や事業投資を実施	●社会課題の増加
株式会社As Mama	子供送迎や託児を知り合い同士で頼りあう「子育てシェア」を運営する企業。リアルな地域交流の場とアプリを活用したワンコインの子育て頼りあいサービスを提供	●子育て世帯の孤立 出産・育児による女性の離職

①-1 社会課題解決に取り組む事業の資金調達概要

内閣府の調査¹によると、社会課題解決型事業に対する年間資金提供金額（助成、貸付、出資等の合計額、フローベース）の単純合計を見ると、2014年度の1,268億円から2016年度は1,793億円に増加している。増減を手法別に見ると、貸付は前年度比10～20%程度、出資等は前年度比20～30%程度の増加で推移している。

図表 2 年間資金提供金額の推移



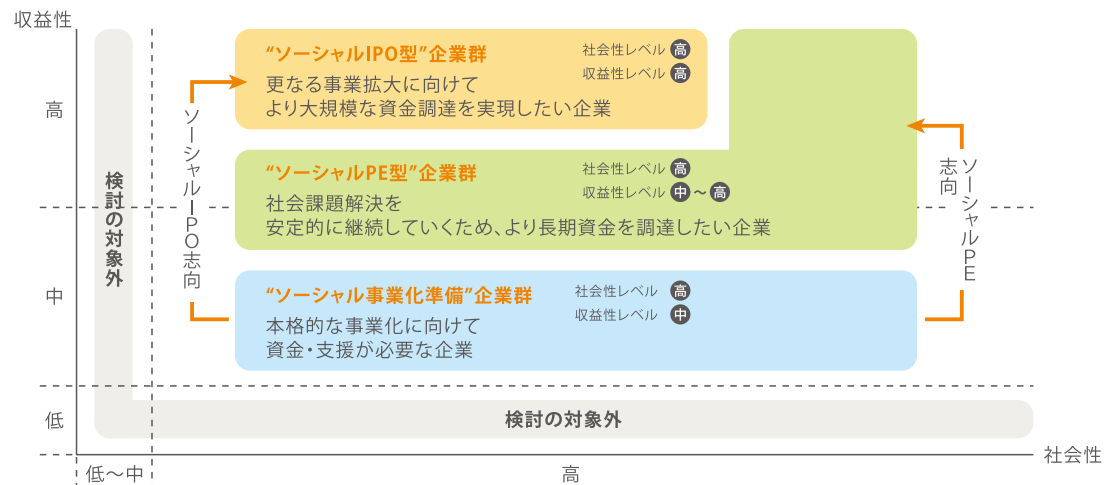
内閣府委託調査「社会的事業に対する資金提供実態に関する調査報告書」（2018年3月、株式会社インテージリサーチ）より

社会課題解決に取り組む企業は、収益化までに時間を要し、長期的かつ安定的な資金需要を有しているため、株式の発行によるリスクマネーの調達ニーズは増えている。実際に、社会課題解決に取り組む企業の中でも、事業拡大のための資金調達を目的に上場市場を目指す企業や、ベンチャーキャピタルから資金調達する企業が出てきている。

①-2 社会課題解決に取り組む企業の分類

議論を円滑に進めるため、社会課題解決に取り組む企業を以下のとおり分類した。なお、本稿では、事業を通じて生み出す社会的インパクト（以下「社会性」という）を高いレベルで実現しており、**一定程度事業収益のある企業を対象とする。収益性の度合いに応じて以下のとおり分類している。**

図表 3 分科会の検討対象と企業の分類



※1 社会性レベルは後述のインパクト評価に基づき、計測することを想定。

※2 “ソーシャルIPO型”企業群と、“ソーシャルPE型”企業群の社会性レベルは同じ高レベルであり、“ソーシャルIPO型”企業群の社会性が“ソーシャルPE型”企業群のそれより相対的に低いのではない。

¹ 内閣府委託調査「社会的事業に対する資金提供実態に関する調査 報告書」（株式会社インテージリサーチ 2018年3月30日）
https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/shikin/shikin_houkokusho_1.pdf

“ソーシャル事業化

準備”企業群

社会性レベル 高
収益性レベル 中

事業の状態

- 事業は立ち上がっており、売上げも立っているが、スケールアウトも含めて企業としての持続可能性の道筋が見えていない状態。

目指す成長の形

● 目指している成長の形は様々。

事業をスケールアウトさせたい企業や、ビジネスとして安定的な成長を目指し、社会課題を継続的に解決していくことを重視する企業も存在。

資金調達

- 一般的なベンチャー企業であれば、自己資金のほか、インキュベーター、エンジェル投資、シード寄りのベンチャーキャピタルから資金調達を行っているステージ（アーリー）である。
- “ソーシャル事業化準備”企業群はリスクマネーを必要としているが、**社会課題解決に取り組む企業のなかには対象事業を存続させるため、政府や財団等の補助金・助成金に頼っていることも多い。**
- 将来的には“ソーシャルIPO型”企業群（後述）を志向する企業については、**最近では、ベンチャーキャピタルなどから株式発行によって資金調達を行う事例も出てきた。**

“ソーシャルPE型”

企業群

社会性レベル 高
収益性レベル 中～高

事業の状態

- ユーザーが増加し始め、収益を生み出しているが、一般的なベンチャー企業と比較して**ビジネスとしての成長スピードが遅く市場の潜在的な規模が小さい状態。**

目指す成長の形

● 事業をスケールアウトさせることよりも、社会課題解決型事業を通じたサービスを安定的かつ継続的に提供することを重視。

社会性を理解できる投資家（大手企業も含む）からの資金調達を望んでいる。

資金調達

- 社会性を志向する投資家からのより長期的な資金を必要としているが、現在は、**政府や財団等の補助金・助成金に頼っていることが多く、株式発行による資金調達はあまり行われていない。**

“ソーシャルIPO型”

企業群

社会性レベル **高**
収益性レベル **高**

事業の状態

- ユーザーが増加し始めているが、成長のための資金が不足している状態。
あるいは、
- 事業が黒字化し、キャッシュを生み出している状態。既存事業は拡大路線で安定しており、社会課題解決のために次の事業を立案し、そのための資金需要がある状態。

目指す成長の形

- ビジネスとしての成長を目指し、スケールアウトしていく過程で株式を公開したい。**一般的なベンチャー企業と互角に戦いたい。**
- 大手企業と資本・業務提携を行い、シナジーを出しながら社会課題を解決していきたい。

資金調達

- 一般的なベンチャー企業であれば、ベンチャーキャピタルからの資金調達を行うステージ（ミドル、レイター）である。
- **社会課題解決に取り組む企業のうち、社会課題解決型事業を専業とする企業もベンチャーキャピタルからの資金調達を実現できており、将来的には上場やM&Aを希望。**

② 投資家の動き

②-1 社会的インパクト投資とは

社会的インパクト投資は、「特定の社会的目標の達成と同時に経済的リターンを生み出すことを投資家が意図し、またその両方の成果を評価する投資²」をいう。

一般の証券投資は、リスク、リターンともに経済的側面のみが考えられている。しかし、社会的インパクト投資は、2008年の金融危機を契機として、より良い社会を実現するための投資のあり方として新たに提唱された手法であり、経済的側面のみならず、社会的側面からリスクとリターンを考慮した投資判断が行われる。

社会性のリスクとは、社会課題解決に取り組む事業が社会的リターンをあげるかどうか、当該事業が社会にネガティブなインパクトをもたらすかどうかの不確実性であり、リターンは社会課題解決に取り組む事業の成功を通じた当該事業の受益者及び社会全体に対する便益をいう。

このように、経済的なリスクとリターン及び社会的なリスクとリターンの両方を実現する投資が社会的インパクト投資であり、その投資家を“インパクト投資家”という。

図表 4 一般的な投資と社会的インパクト投資の違い³

	経済性	社会性
リスク	投資が期待パフォーマンスを上げられるかどうか、あるいは投資元本が回収できるかどうかかわからない不確実性	社会的事業が所定の社会的リターンをあげるか、当該事業が社会にネガティブなインパクトをもたらすかどうか分からない不確実性
リターン	投資家の拠出した資金に対する経済的リターン(配当、売却益等)	プロジェクトの受益者や社会全体に対する便益

コラム

ESG投資と社会的インパクト投資の違い

今、資本市場においては、ESG投資がメインストリームになりつつある。ESG投資は、E(環境)S(社会)G(ガバナンス)要因を投資判断や企業との対話に用いる投資のあり方で、社会課題の解決を投資目的においていない。ESG対応が十分でない企業は持続可能性が低く、投資家は長期的なリスクを抱える可能性があるという考えのもとで行われており、社会性を一義的な目的としていない点が社会的インパクト投資と異なる。

² GSG国内諮問委員会「インパクト投資とは」 <http://impactinvestment.jp/impactinvestment/>

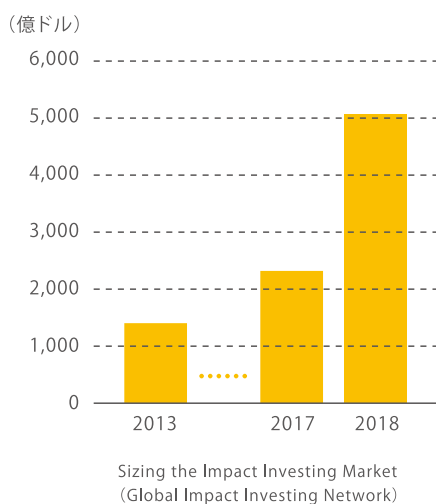
³ G8社会的インパクト投資タスクフォース 国内諮問委員会「社会的インパクト投資の拡大に向けた提言書」 <http://impactinvestment.jp/doc/socialinvestment-proposal1150529.pdf>より作成

②-2 社会的インパクト投資の状況

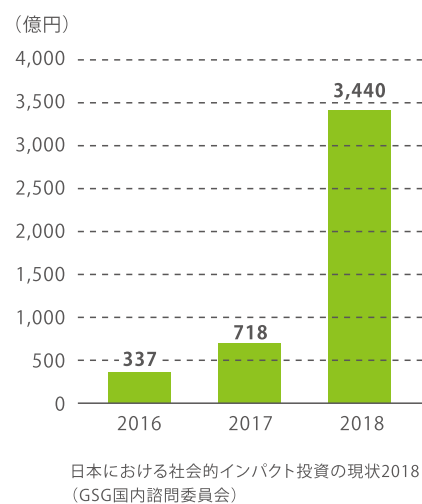
社会的インパクト投資は、2000年代から欧米を中心に実践されてきたが、金融危機を契機に急速な拡大が見られるようになってきた。2018年の全世界における社会的インパクト投資の運用資産額は5,020億ドルに上り⁴、2018年度の日本における社会的インパクト投資の市場規模は、2017年度と比較して5倍近く成長している（推計約3,440億円）⁵。

近年、国際的には、年金基金や大手機関投資家の参入により大規模な資金が流入する傾向がある。欧米では、公的年金の運用において社会的インパクト投資の導入を一部義務付ける動きが見られ、社会的投資減税を導入する等、政府による施策も市場の成長を後押ししている。

図表 5 世界における社会的インパクト投資残高



日本における社会的インパクト投資残高



⁴ Global Impact Investing Network “Sizing the Impact Investing Market” https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf

⁵ GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2017」 <http://impactinvestment.jp/doc/G8-2017-A4.pdf>

②-3 国内における投資家層

前述のとおり、社会的インパクト投資は、「特定の社会的目標の達成と同時に経済的リターンを生み出すことを投資家が意図し、またその両方の成果を評価する投資」と定義されるが、**各投資案件について経済性と社会性をどの程度追求するか、ウェイト付けは投資家が運用している資金の性質により異なる。**

②-3-1 機関投資家 当分科会では、以下のとおり、自己資金の運用を目的とした投資家（自己勘定による運用）に加え、他人の資本を預かり運用（委託勘定による運用）する機関に分類した。

自己勘定による運用

● 財団、学術機関

欧米では、助成財団や大学等の基本財産の運用の一部に社会的インパクト投資を導入する例が浸透しているが、日本でもそのような事例が見られるようになっている。また、寄付金を投資し、ハンズオンで支援するという「ベンチャーフィランソロピー」は、1990年代に米国西海岸で始まった手法だが、日本でもその取組事例が見られる。ベンチャーフィランソロピーでは、寄付者は経済的リターンと社会的リターンを共に求めるが、元手が寄付金であることから、相対的に社会性を重視する傾向にある。

笹川平和財団	2017年にアジアで最大規模の女性支援型インパクト投資ファンドを設定。原資の100億円をインパクト投資で運用、得られたリターンを東南アジアの女性起業家支援に充てるというコンセプトで、現在、マイクロファイナンス機関等へ原資を投資
学校法人上智学院	2015年に国連が支援する責任投資原則（PRI）に署名し、資産運用にESG投資を積極的に取り入れてきた。その一部としてインパクト債券の購入等を通じた社会的インパクト投資を組み入れている。グリーンボンドファンド、マイクロファイナンス・ファンド、グローバルサステナビリティ上智大学 リティファンド、JICA債等の取組実績あり
日本ベンチャーフィランソロピー基金（JVPF）	日本財団とソーシャル・インベストメント・パートナーズが共同運営する基金。法人・個人からの寄付金を原資として一部株式会社への出資・融資を行っている。約8億円の基金規模があり、これまで6件のNPOや株式会社への助成・投資を行っている

● 事業会社等

大手企業や機関投資家がインパクト投資への本格的な参入にあたって自己資金で投資を実行。

新生企業投資	2017年にベンチャー企業向け投資ファンド日本インパクト投資1号投資事業有限責任組合（子育て支援ファンド）を開始。LP出資は新生銀行100%。2019年春に2号ファンドを組成予定。2号ファンドは大手銀行をはじめ、外部のLP出資を受け入れ、投資対象に介護分野も追加
--------	---

日本への投資実績は確認されていないが、**海外の富裕層、ファミリーオフィスがCSRの一貫として、寄付の代わりにインパクト投資を実施しているとの報告⁶もある。**同報告によると、**全世界のファミリーオフィスの28.3%は、PEファンドへの出資や直接投資を通じて社会的インパクト投資を実施している**とのことであり、今後、日本企業への投資が期待される。

⁶ The Global Family Office Report 2017 (UBS) より。282のファミリーオフィスにアンケートを送付、調査を実施している

● アセットオーナー

オルタナティブ投資として実行。

第一生命	2017年10月より開始。合計約25億円を8社に出資 ⁷ 。インパクト投資を行った投資先の企業については、企業の取り組みや社会的インパクトの進捗状況を継続的にモニタリングしていくこととしている。なお、自己勘定による投資も実行中
------	--

今後、社会課題解決に取り組む企業が上場した際には、ESG投資の一環に組み込まれることが期待されている。

● アセットマネジメント

個人投資家向けの商品としてインパクト投資をコンセプトとする投資信託を組成。

野村 アセットマネジメント	2018年10月、先進医療に取り組む米国などの企業に絞って投資する「野村ACI先進医療インパクト投資」を組成。世界の医療に貢献する企業に資金提供することになり、支払う運用手数料は先端医療の基礎研究をする機関の研究開発費になる。純資産総額は1,527億円 ⁸
------------------	---

● ベンチャー投資ファンド

グローバル・ブレイン	2018年12月、インパクト投資1号案件としてグローバル・ブレイン6号投資事業有限責任組合より未利用資源を活用した米由来のエタノールと蒸留粕を提供するファーマンステーションに出資 ⁹ 。同ファンドは、戦略的LP出資者として、クールジャパン機構、株式会社ジェイティービー、株式会社三井住友銀行が参画
KIBOW	2015年に5億円規模でKIBOW社会投資ファンド1号を設立、社会課題を解決する非上場企業への出資を実施している。2018年4月には2号ファンドを設立、グロービス経営大学院他個人数名が出資している

分科会での議論を踏まえると、

- **社会的インパクト投資である以上、自己・委託勘定いずれの場合においても投資家は経済的、社会的リターンの双方を求めるが、委託勘定による運用においては、受託者責任¹⁰を負うことから経済的リターンの追求が前提であり、経済的リスクへの許容度が低い。**
- **自己勘定による投資は、委託勘定と比べれば、相対的に経済的リスクに対する許容度が高いと考えられる。**

⁷ 同社ウェブサイト <https://www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/esg.html#anc-05>より集計

⁸ 野村ACI先進医療インパクト投資Aコース、Bコース、Cコース、Dコースの合計値

⁹ グローバル・ブレイン株式会社「未利用資源を活用した米由来のエタノールと蒸留粕を提供するファーマンステーションヘリロードインベスターとして出資」
<https://globalbrains.com/posts/invested-in-fermenstation>

¹⁰ 英米法で発展した概念で、資金の出し手の利益のために忠実に行動する義務である忠実義務と、資金の運用機関という専門家としてふさわしい注意を尽くすべきという注意義務を中心とするもの

②-3-2 機関投資家のほか、個人投資家による投資型クラウドファンディング¹¹の活用も広がっている。ミレニアル世代は社会課題解決への関心が高く、課題解決への共感に基づく投資や消費（以下「共感投資」という）のニーズが高まっているためである。なお、株式投資型クラウドファンディングは、1社あたりの年間募集金額の上限が1億円未満、投資家の1社に対する年間投資上限金額が50万円に限定されている。

株式投資型クラウドファンディングサービス例

- 株式会社日本クラウドキャピタルが運営する株式投資型クラウドファンディングサービス“FUNDINNO（ファンディーノ）”は、一般的なベンチャー企業を取り扱っているが、社会性のある医療、教育の課題解決のための案件もある。1口10万円程度から出資可能。累計成約数49件、累計成約額約18.6億円の実績あり。**同社は約1万4千人の登録ユーザーを抱え、同社が実施した登録ユーザーを対象にしたアンケートによると、社会的リターンを重視する個人投資家もいるものの、経済的リターンの確保が前提にあるとの結果が出た。**
- ミュージックセキュリティーズ株式会社が運営するファンド型クラウドファンディング“セキュリティ”では、1口数万円から出資が可能。匿名組合に資金を預け、当該資金を元に社会課題解決型事業が運営され、KPIを上回った場合に、出資者に配当が支払われる仕組み。2000年以降累計¹²では、出資者数7万人で出資者の属性は30～50代が70%。ファンド数405本（募集金額：10万円～1億円/ファンド、平均1,200万円）（2000年以降累計）。**経済的なリターンを求めただけではなく、それぞれの地域で抱える貧困や環境などの社会的な課題に対して、出資者を募ることで解決しようとする仕組みに特化。**

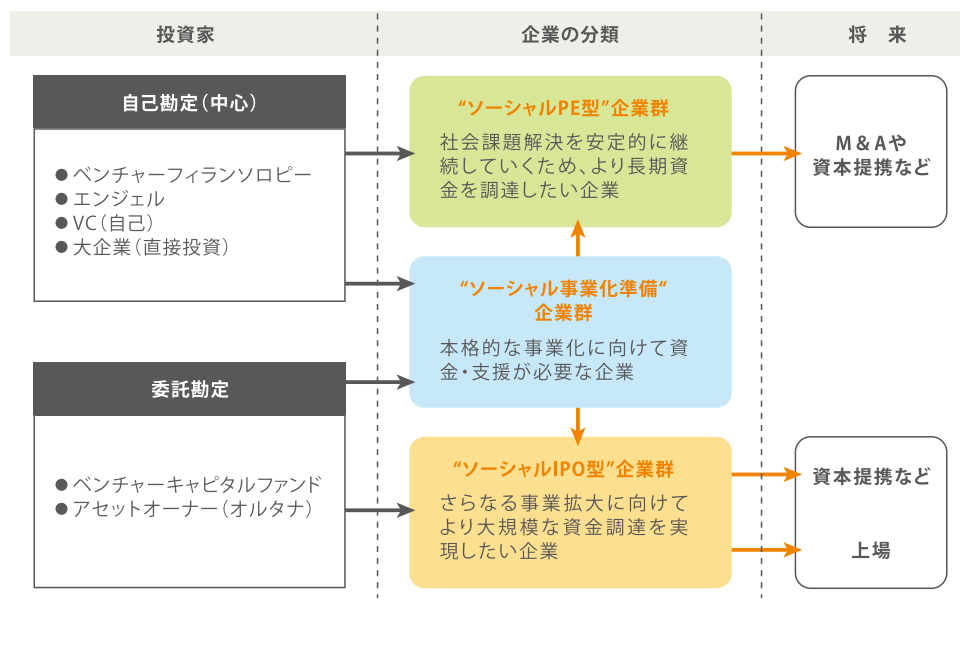
¹¹ クラウドファンディングの種類の1つで、リターンとして分配金や株式などの金銭的なリターンが設定されている形式のクラウドファンディング。他に、リターンを設定せず寄付を募る“寄付型”クラウドファンディングやリターンにモノ・サービスが設定される“購入型”クラウドファンディングがある

¹² 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキンググループ」（第3回）「新規・成長企業、地域を担う企業への成長マネーの供給強化のための具体策について」（ミュージックセキュリティーズ株式会社、2013年7月）
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130730.html

③ 企業成長の形と投資家の関係

前項に記載のとおり、経済的リターンと社会的リターンの許容度のレベルにより、社会課題解決に取り組む企業へ投資できる機関が異なる。

図表 6 企業の成長と機関投資家の関係(イメージ図)



分科会での議論を踏まえると、委託勘定を運用している投資家は、資金力がある一方で、受託者責任を負うため、未公開企業の投資先には従来型のエグジット(上場、M&A)を求めることとなり、“ソーシャルPE型”企業群への資金供給がしづらい。

一方で、自己勘定で運用している投資家は、経済的リスクへの許容度が高いと考えられるため、“ソーシャルPE型”企業群への資金供給のハードルが比較的低いと考えられる。SDGsに積極的な大企業も長期的な視点で経済的リスクを取ることができると考えられ、そういった企業との資本業務提携がエグジットとなる可能性もある。

“ソーシャルIPO型”企業が上場した場合には、資本市場を利用する様々な機関投資家や個人投資家が株主になる。分科会では、ESG投資に積極的なアセットオーナー、運用機関が社会課題解決に取り組む企業への出資に関心を持つのではないかとの指摘があった。具体的には、ESG投資のインテグレーション手法において、ESG要因が財務情報に基づく分析結果と結合(インテグレーション)するように、社会的リターンが長期的な経済的リターンに組み込まれていくことが理想の姿との考えが示された。しかし、そのためには社会的リターンを判断するための情報、情報取得のための環境整備が必要であるとの意見が多くあった。

このような企業と投資家との相性を踏まえて、資本市場の活用についての課題を次章で述べる。

第II章 資本市場活用にあたっての課題

① “ソーシャル事業化準備”企業群を巡る課題

社会課題解決に取り組む事業が収益化するまでの期間が他のビジネスに比べて長期化すると
言われる理由は様々あるが、分科会の議論では、以下の3点が確認された。

(1) 収益化が見込まれる事業モデルの絞込みが必要であること。社会課題解決型事業の受益者
に支払い能力がない場合は、直接的に課題を解決するサービスと並行して、収益化が見込
まれる周辺ビジネスを構築したり、行政からの補助金や委託に基づくビジネスを構築したり
する傾向にある。調査¹³によると、一般的なベンチャー企業であれば3年程度でエグジツト戦
略をとり、本格的な成長期に向かう。しかし、社会課題解決に取り組む事業は、周囲の関係者
を巻き込みながら事業モデルを絞り込むため、**社会課題解決型事業の成功事例であっても、
その倍以上の時間がかかる傾向にあると言われている。**

(2) 社会的課題に関しては、政府の政策変更による影響を受けやすく、経営環境の変化が大きく
変わりやすいこと。「競合他社が急激に増えたため、売上が激減。それをどう乗り越えるか
奮闘中。」といった社会的課題解決に取り組む企業からの生の声もあった。

(3) 真似できる成功モデルがまだ少ないこと。

このような状況を乗り越えるため、適切な資金と支援が必要な中、長期で安定的な資金となる株式
を通じた資金調達は有効であるといえる。

一般的なベンチャー企業は、様々な起業家コミュニティやピッチ大会、私的なネットワーキング
機会などで、成功した経営者、同じ志を持つ起業家仲間、事業化についてアドバイスのできる
専門家や投資家と出会い、そこで支援の必要性について情報発信することができる。

分科会での議論によると、“ソーシャルIPO型”企業群の中には、そういった機会を積極的に活用
している場合もあるが、“ソーシャルIPO型”企業群、“ソーシャルPE型”企業群ともに、社会性も理解
できる投資家や支援者を求めているため、既存の場だけではニーズに答えられていないことが
分かった。

¹³ 自由民主党政務調査会、社会的事業に関する特命委員会「社会的事業に関する特命委員会 第一次提言(要点)ソーシャルベンチャー市場の拡大に向けて〜」(2017年5月23日)
https://jimin.jp-east-2.storage.api.nifcloud.com/pdf/news/policy/135019_1.pdf?_ga=2.111202628.1333918161.1551318438-160639557.1551318438

なお、社会課題解決に取り組む企業向けのプログラムとしては、NPO法人ETIC.が運営する社会起業塾があげられ、同社会起業塾からは100名以上の社会起業家が輩出されている。他にも、楽天株式会社が運営するRakuten Social Acceleratorなどを皮切りに、昨今、社会起業家向けのプログラムが少しずつ立ち上がってきてはいるものの、“ソーシャル事業化準備”段階から“ソーシャルIPO型”企業群や“ソーシャルPE型”企業群への移行を対象とした、営利企業向けの取り組みはまだ数が少ない状態である。

分科会では、「これまでVCから何度も声をかけられて来たが、会社が利益志向になってしまうことを恐れて断ってきた。今となってみれば、投資家ときちんと話せば、社会性を理解してもらえたかもしれないし、支援も役に立ったかもしれない。」という実体験も聞かれた。

課題

収益拡大に向けた支援が必要であるが、社会課題解決という価値観を共有できる投資家や支援者、成功者等と出会いにくい。

② “ソーシャルPE型”企業群を巡る課題

“ソーシャルPE型”企業群の持続可能な成長にあたって必要なリソース(①資金、②人材、ノウハウなど資金以外のリソース)へのアクセス状況について議論を行った。

資金

“ソーシャルPE型”企業群が株式公開を目指さない理由は、自社のミッションや事業の生み出す社会性について一定の理解を求めているためで、**企業経営者は、社会性を理解できる株主のみから資金調達したいという強いニーズがあることを分科会で確認した。**

利益志向に偏り過ぎない資金調達を行うにあたっては、インパクト投資家の中でも、自己勘定に基づく運用を行う財団・学術機関、大手企業等、個人投資家やファミリーオフィスなど、長期的な視点に立ってリスクの取れる投資家との相性が良いといえるが、一般的なベンチャー企業のようなネットワーキングの機会はまだ少なく、**人づてに頼らざるを得ない状況**なので、機動的な資金調達を実現できていない。

一方で、そういった投資家であっても、**利益を確定させなければならない時がいずれやってくるため、他社へ持分を譲渡・売却(エグジット手段)することとなる。その際、インパクト投資家は高く売却したいというニーズに加え、当該企業の社会性を適切に支援できる先に譲渡したいというニーズがあることも明らかになった。**

売却の場と言っても、不特定多数の投資家へ譲渡を行う市場を求めているものではなく、社会性を理解し合えるインパクト投資家間での株式移転等を目的とした何らかのプラットフォームに対するニーズが確認された。

投資家が安心して投資するためには、社会課題解決に取り組む事業の継続性が確保されていることが保証されていることと、社会性の事業評価が必要であるとの意見が多くあった。さらに、企業から信頼性のある情報を取得するための環境整備が必要との意見も多く聞かれた。

資金以外の必要なリソースへのアクセス

“ソーシャルPE型”企業群にとって、資金以外に企業成長に必要なリソースとして、ビジネスを実行していく人材の獲得や最先端の技術やビジネスのノウハウへのアクセスがある。

上場というプロセスを踏めば、流通市場を活用して資金調達が容易にできることに加え、公器として社会から認知されることで優秀な人材が獲得しやすくなったり、信用力が高まることによって取引先が見つかりやすくなったりするなどのメリットがある。**分科会では、“ソーシャルPE型”企業群が上場することなく、このようなメリットを実現できる代替手段について検討した。**

提案されたアイデアは以下のとおり。

- 社会性の観点で企業の評価を第三者が行い、一定の実績を確認することで、何らかの認証を行う。
- 前述のプラットフォームを利用するためには適格性審査が必要になることを前提に、その審査を通過したことを公表することで一定程度の信頼性があることを担保。

課題

- 企業側は利益志向に偏り過ぎない資金調達を行いたい一方で、投資家にとって安心してリスクマネーを提供できる環境が不足。何らかのエグジットの場がないと、リスクマネーを供給しにくい。
- 社会課題解決に取り組む企業として、信用力向上のための手段が不足している。

③ “ソーシャルIPO型”企業群を巡る課題

③-1 ミッション・ドリフトとガバナンス

“ソーシャルIPO型”企業群について、分科会では上場市場の活用に焦点を当てて議論した。

上場することで、会社全体の信用力が向上し、人材獲得しやすくなったり、事業上のパートナーが見つかりやすくなったり、多額の資金を調達することができる。このようなメリットを享受できる一方で、**社会課題解決に取り組む企業が上場した際の最大の懸念は株主対応**である。

ソーシャルセクターにおいて、**何らかの理由により、本来の社会課題解決以外の事業に資源を割り当てざるを得なくなり、企業や団体の掲げる、解決したい社会課題であるソーシャルミッションから遠ざかってしまうことを“ミッション・ドリフト”**という。

③-1-1 企業経営者側の目線 現在の上場市場においては、経済的リスク及びリターンに基づく投資判断が行われているため、投資家の求める期待以上の成果を上げていない場合、**投資家は、企業経営者に対して経営責任を問うたり、収益化の見込みのあるビジネスへの移行を促したりする。これはまさしくミッション・ドリフトにつながるとのコメントが社会課題解決に取り組む企業の経営者から多く寄せられた。**こういったリスクを回避するために、定款上のソーシャルミッションのみに集中できるよう、定款変更基準の厳格化することでそれ以外の事業を制限（以下「ミッション・ロック」という）するといったアイデア、企業側からは上場に際しては無議決権株式を活用したいといったアイデアが提案された。

③-1-2 投資家側の目線 インパクト投資家からは、経営環境の変化によってもミッション・ドリフトを引き起こされる可能性があるとの指摘があった。具体的には、経営環境など外部環境の変化により、既存の社会課題解決型事業を継続できない状況になった場合、当該事業を取りやめ、新たな事業の立上げが必要となるが、その際、**適切なガバナンスが構築されていないと、ミッション・ドリフトを引き起こし、事業内容が取って変わってしまう可能性がある。**例えば、ミッションからはずれた事業を行う場合には、株主からの承認を求めるなどの解決策が考えられる。

一方で、**ソーシャルミッションの遂行に固執しすぎてしまうと、株式会社としてのサステナビリティが失われるのではないか、との指摘もあった。**このような状況に対しては、例えば、ソーシャルミッションの遂行が中長期的な企業価値にどのように寄与するのかを説明することで投資家の理解を求めていく解決策が提案された。

株主と取締役の関係 解説

株式会社の経営は、株主によって選任された取締役により行われる。現行法は、業務執行を取締役という専門的第三者に委ね、株主が取締役の選解任権限を通じてその者をコントロールするという仕組みを採用している。

このような仕組みの下では、取締役に不満を有する株主は、取締役会の決定そのものに直接介入することはできないが、意に沿わない業務執行を行う取締役を解任する議案を株主総会に提案するなどの株主提案権を行使することになる。ただ、最終的には取締役の解任には株主総会での決議が必要なので、会社の支配のためには株式の買占めがもっとも有効な手段といえる。これに対して、会社は、買収防衛策の導入により対抗することが考えられるが、上場市場においては、企業価値を向上させる買収は排除しないもののみが認められている。

社会課題解決に取り組む企業が社会課題の解決に集中できるよう、社会性への理解が低い株主からの圧力をかわす上場市場における何らかの特別なルールの手立てについて根強い要望はあったものの、上場企業としての事業の継続性、株主の権利遵守の観点から、そういった特別な手立ての導入は、現在の市場においては現実的に難しく、社会課題解決に取り組む企業からの情報発信と投資家との対話を通じて解決を図るべきとの考えが確認された。

企業と投資家間の対話を促すための環境整備として、以下の3点が考えられる。

- (1) 社会課題解決型事業の具体的な成果（以下「事業評価」という）を標準的なツール等を使って社会課題解決に取り組む企業が説明すること。ただし、事業内容が財務諸表にどのように長期的な影響してくるのかの自社分析が将来的には必要。
 - 分科会に参加した投資家より、社会課題解決に取り組む企業への投資を検討したことがあるが、社会性評価をできるほどの情報がなかったとして取りやめた事例の紹介があった。
- (2) 多数の人の目に触れることになるので、第三者による何らかの確認・承認。
- (3) ソーシャルミッションに沿った事業展開を継続的に行うことのできるガバナンス体制の構築。
 - ガバナンス体制を構築するためには専門のコンサルタントなどの支援が必要。

課題

社会課題に取り組む企業が上場した際のミッション・ドリフトのリスクとそれを回避するためのガバナンスの仕組みや社会的インパクトを含めた投資家向けの情報の不足。

③-2 個人投資家との対話のあり方

分科会に参加した企業からは、自社の掲げるソーシャルミッションに共感してくれる個人投資家を増やしていきたいといった意見が多数あった。自社サービスのユーザー、会社の掲げる課題を自分の課題と捉え、SNS等を通じて取り組みを拡散してくれるファンが自社株主(以下「ファン株主」という)になってくれることを望んでいる。

コラム

ソーシャルIPOを目指した契機 Life is Tech 代表取締役社長 水野 雄介氏

ソーシャルIPOというコンセプトを考え始めたのは、ライフイズテックのキャンプに参加した中学生から「ライフイズテックの株を買いたい!」と言われたときのこと。ファンであり受益者である中高生や保護者が、ライフイズテックの株主になったらおもしろいのではないか? 潜在層が株を保有することで、キャンプやスクールといった教育サービスにアクセスできるような仕組みができないか? など、色々なアイデアが浮かびました。そこから発展して、インパクト評価や新しい指標づくり、第三者評価の導入など、利益とインパクトの両方を評価してもらうための様々な仕組みづくりを進めています。

今後、社会課題解決に取り組む企業が自社の掲げるソーシャルミッションに共感してくれる個人投資家を更に増やしていくにあたって、個人投資家の属性や投資行動を、主に上場市場の実態を測るための調査結果として、日本証券業協会の公表資料¹⁴である「個人投資家の証券投資に関する意識調査 報告書」、新たな資金調達手法として注目を集めているクラウドファンディング市場における実態を測るための調査結果として、ファンド型クラウドファンディングプラットフォームを提供するミュージックセキュリティーズの資料¹⁵を基に、実態の整理を行った。

まず、**上場市場における個人投資家の投資目的**を見てみると、「老後の生活資金のため」(53.4%)との回答が最も多く、次いで「配当金、分配金、利子を得るため」(51.3%)となっており、**資産形成が主な目的**であることが窺える。一方で、**ファンド型クラウドファンディング**に目を転じてみると、**主な投資目的は「事業内容に共感できること」(29%)**となっており、「**高い償還率を期待できること**」という回答は**わずか8%に過ぎない**。そのような投資家のために、**同社は投資家限定の投資先見学ツアーを積極的に開催しており、事業を応援するという実体験を提供したり、調達した資金が活用された新たな物品を送付したりしている**。

また、株式投資型クラウドファンディングサービスFUNDINNOを運営する日本クラウドキャピタル株式会社が行った投資家向け調査によると、株式投資型クラウドファンディングにおける**主な投資目的は「会社の成長を楽しみたい」(33%)、「高いリターンを得る」(30%)、「ポートフォリオに加える」(24.8%)**となっており、**経済的なリターンの確保が前提になっているものの、経営者を応援し成長と一緒に経験していきたいという特徴がみられる**。年齢層を見てみると、30代と40代で70.8%を占めている一方で、上場市場を活用している個人投資家層は60歳以上が過半数(55.3%)を占めている。**投資の目的に加え、年齢層も異なる**。

¹⁴ 日本証券業協会 個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書(2019年1月) http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/files/kojn_isiki/20190131shikichousa.pdf

¹⁵ ミュージックセキュリティーズ株式会社 パンフレット https://www.securite.jp/data/common/pdf/business_brochure.pdf

現在の資本市場でいうと、社会課題解決に取り組む企業が求める投資家との関係性はクラウドファンディングのそれと極めて近い。

また、分科会では、個人投資家向けの対話のあり方を工夫することで、今まで上場市場に馴染みのなかった個人投資家層からの投資を呼び込める可能性があることについても指摘があった。さらに、投資家が投資先企業との距離を近く感じられるような新たな金融商品の必要性についても言及があった。

課題

個人投資家と顔の見える対話が望まれているものの、なされていない。

課題をまとめると、以下のとおり。

解決すべき課題

“ソーシャル事業化準備”企業群

課題Ⅰ

収益拡大に向けた支援が必要であるが、社会課題解決という価値観を共有できる投資家や支援者、成功者等と出会いにくい。

“ソーシャルPE型”企業群

課題Ⅱ

社会性を重視する傾向の強い投資家であっても、何らかのエグジットの場がないと、出資の形態での資金提供が難しいため、リスクマネーを投入しにくい。

“ソーシャルPE型”企業群、“ソーシャルIPO型”企業群共通

課題Ⅲ

ガバナンスの仕組み及び社会的インパクトを含めた投資家向けの情報の不足。

- (“ソーシャルPE型”企業群) “ソーシャルPE型”企業群の信用力向上の手段として。
- (“ソーシャルIPO”型企業群) 社会課題解決に取り組む企業が上場した際のミッション・ドリフトのリスクとそれを回避するため。

“ソーシャルIPO型”企業群

課題Ⅳ

個人投資家と顔の見える対話が望まれているものの、なされていない。

第III章 5つの提言とアクションポイント

① 解決すべき課題と提言一覧

II章で明らかになった解決すべき課題に対し、分科会としては以下のとおり提言する。

図表7 解決すべき課題と提言一覧

解決すべき課題	提言内容
“ソーシャル事業化準備”企業群 収益拡大に向けた支援が必要であるが、社会課題解決という価値観を共有できる投資家や支援者、成功者等と出会いにくい。	提言I 総合的な支援コミュニティの構築
“ソーシャルPE型”企業群 社会性を重視する傾向の強い投資家であっても、何らかのエグジットの場がないと、出資の形態での資金提供が難しいため、リスクマネーを投入しにくい。	提言II “ソーシャルPE型”企業、インパクト投資家が双方安心して投資のできる市場の整備
“ソーシャルPE型”企業群 “ソーシャルIPO型”企業群共通 ガバナンスの仕組み及び社会的インパクト評価を含めた投資家向けの情報の不足。	提言III インパクト投資家及び企業双方に役立つ社会性評価・認証制度の導入
“ソーシャルIPO型”企業群 個人投資家と顔の見える対話が望まれているものの、なされていない。	提言IV 個人投資家向けの環境整備

② 提言内容

提言Ⅰ 総合的な支援コミュニティの構築

解決したい課題

収益拡大に向けた支援が必要であるが、社会課題解決という価値観を共有できる投資家や支援者、成功者等と出会いにくい。

提言内容

“ソーシャル事業化準備”段階から“ソーシャルIPO型”企業、“ソーシャルPE型”企業へのステップアップを目的とし、営利企業を対象とする総合的な支援コミュニティの構築を提言する。

現在の取り組み

社会課題解決型事業を対象とした支援プログラムの代表的な事例は以下のとおり。

図表 8 主な支援プログラム

プログラム名	特徴
NPO法人ETIC. 社会起業塾 イニシアティブ	<ul style="list-style-type: none"> ● 2002年よりNPO法人ETIC.が提供する6か月の社会起業家向けのプログラム。企業が主体となって社会起業家の卵を支援していくことにより、次世代の担い手を増やし、社会の課題解決を加速していくことを目指している。 ● 2002年にNEC社会起業塾がスタートした後に、2010年には花王社会起業塾、横浜社会起業塾（～2013年）が、その後エヌエヌ生命社会起業塾（2015年～2016年）、NTTドコモ社会起業塾（2016年～）が始まり、現在では年間最大9組を支援している。 ● 卒業生100名以上。
三菱UFJリサーチ & コンサルティング ソーシャルビジネス 支援プログラム	<ul style="list-style-type: none"> ● 社会貢献の一環で2013年にプログラムを創設。 ● 社会課題解決に取り組む企業を対象に資金支援と人的支援を実施するもので、今まで24の入賞団体（うち、株式会社形態は2社に留まる）に資金支援を行い、うち12の団体と協働をしている。 ● 研究員、コンサルタントらが本業で培った知見やスキルを活かしながら、同社社員で構成されたプロボノチームが伴走者となり、社会課題解決に取り組む企業の経営課題の解決や事業の高度化を支援。 ● 資金支援は最大150万円、人的支援は半年間となっている。
株式会社楽天 Rakuten Social Accelerator	<ul style="list-style-type: none"> ● 楽天の社会貢献の一環で社会起業家と楽天社員がプロジェクトチームを組成し、テクノロジーを活用した社会課題解決に取り組む、協働プログラム。 ● 楽天はインターネットサービス企業特有の知見とリソースを提供し、社会起業家をサポート。 ● 2018年は6団体（うち、株式会社形態は2社に留まる）が楽天社員と共に子どものためのSTEM（科学、技術、工学、及び数学）教育プログラムやアフリカの農村地域のエネルギーソリューションなどの課題に取り組んでいる。

一方で、一般的なベンチャー企業向けの取り組みを見てみると、起業家や投資家を対象とするネットワーキングを目的としたイベントが頻繁に開催されている。代表的なものとして、Tech Crunch Tokyo、Infinity Ventures Summit、B Dash Camp、Morning Pitch、起業家支援コミュニティとしてインディペンデンツクラブ¹⁶、EO¹⁷などがある。

今後の検討のポイント

社会課題解決に取り組む企業向けの既存プログラムを見てみると、創業期に焦点を当てたものが多く、成長期への支援が薄い傾向がある。他方、一般的なベンチャー企業向けの成長支援、ネットワーキング等のプログラムは充実しているものの、経済的なリスクリターンを重視しており、社会性については取り上げられない。

当分科会は、これからの課題を解決するため、社会課題解決に取り組む企業の成長を総合的に支えられる支援コミュニティの構築を提言する。

既存の取り組みや過去事例を参考にしながら慎重な設計が必要である。

①参加者

- 社会課題解決に取り組む企業：“ソーシャル事業化準備”企業から成長し、“ソーシャルIPO型”企業、“ソーシャルPE型”企業を志向している企業
- インパクト投資家、事業化やガバナンス体制構築などの専門家、サステナビリティやSDGsに積極的な大手企業

②内容

以下の2つを想定。

- 各企業の成長ステージにあわせた知識・ノウハウを習得するための勉強会
- 投資家や支援者、経営者同士のネットワーキングを想定

¹⁶ 「一人でも多くの人と一緒に、1社でも多くの公開会社を育てる」を活動理念とする、起業家とその企業成長を支援するサポーターやインベスターで構成されるベンチャーコミュニティ。ベンチャー企業経営者や、弁護士・会計士・官公庁・大学・コンサルタント・リソースピープルなどのサポーター、ベンチャーキャピタル・金融機関・エンジェルなどのインベスターで構成されており、現在会員数378(個人会員293名、法人会員85社)。(2018年3月末現在)。事業計画発表会(年50回以上・全国各地)や特別勉強会が開催されている

¹⁷ Entrepreneurs' Organization(起業家機構)。1987年に設立された、年商百万ドルを超える会社の若手起業家の世界的ネットワーク。52か国、167チャプター、12,000名以上のメンバーのよって構成。EO Tokyoは日本支部として1995年10月に設立。現在23期では、263名の起業家が在籍。起業家同士の悩みを共有する機会、月例の勉強会を開催、先輩経営者と後輩経営者の経験をシェアするメンターシップ等のプログラムを実施

図表 9 参加者ごとのコンテンツ案

参加者	勉強会 テーマ案	ネットワーキング
全体	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内外のインパクト投資動向、政府、国内諮問委員会の動き 	<ul style="list-style-type: none"> ● セクターを越えた対話
インパクト投資家	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内外の最新のインパクト投資事例(スキーム等) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資家同士のネットワーキング
企業の種類別		
“ソーシャル事業化準備”企業	<ul style="list-style-type: none"> ● 社会課題解決のビジネス化 	<ul style="list-style-type: none"> ● ピッチ大会 ● メンター制度 ● 経営者同士で悩みを共有する機会
“ソーシャルPE型”企業	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本政策や社会性評価 ● 認証について 	<ul style="list-style-type: none"> ● 志向別に ● 企業経営者同士のネットワーキング
“ソーシャルIPO型”企業	<ul style="list-style-type: none"> ● M&AやIPO準備に向けて ● 株主対応について 	<ul style="list-style-type: none"> ● SDGsに積極的な大手企業経営者とのネットワーキング

③ コミュニティ維持のための工夫

- 参加者へのアンケートを繰り返し実施し、支援内容を継続的に改善。
- 既存のコミュニティとの協業も一案。

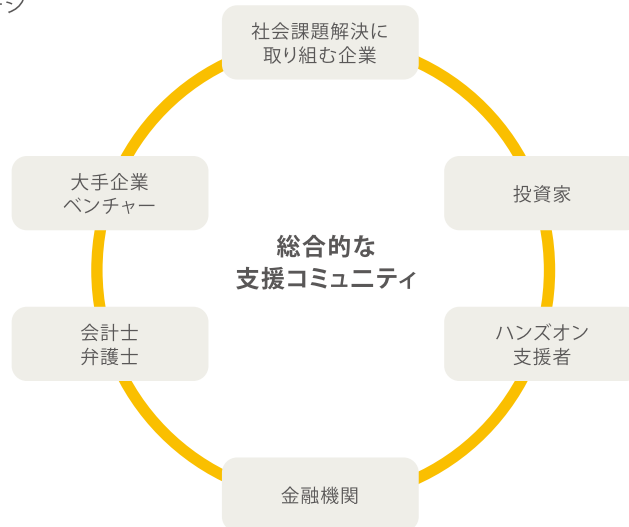
2021年までのアクションポイント

- 国内諮問委員会及び分科会のネットワークを活用し、社会性の高い企業、投資家を集めた勉強会及びピッチ大会を四半期に1回開催。

勉強会のテーマ例	「国内外における社会性の事業評価・組織評価の概論と実施方法」、「社会課題解決型事業を成功させた経営者対談」、「海外における社会的インパクト投資の実例」など
定期的にピッチ大会の開催	社会課題解決に取り組む企業の資金や支援の需要を情報発信しやすいうにする。スポンサー企業を募り、スポンサーの指定するテーマで起業家が事業紹介を行うことも一案
ネットワーキング	勉強会後に懇親会を開催。参加会社（企業、投資家を含む）の企業紹介を配布することで、お互いを見つけやすくする

- 一定期間運営後、有効性と継続性の観点から課題及び改善策を検討。

図表 10 イメージ



④ 将来の発展可能性

- コミュニティから多くの卒業生が生まれ、卒業生がまたコミュニティを支えるという循環が起こる可能性。
- 本コミュニティを活用することで、上場することなく資金調達が実現できる可能性。

提言Ⅱ “ソーシャルPE型”企業 インパクト投資家が双方安心して投資できる市場の整備

解決したい課題

社会性を重視する傾向の強い投資家であっても、何らかのエグジットの場がないと、出資の形態での資金提供が難しいためリスクマネーを投入しにくい。

提言内容

“ソーシャルPE型”企業が安心して投資を受け入れ、インパクト投資家が安心して投資のできる環境整備を提言する。

参考となる現在の取り組み

分科会で紹介された事例は以下のとおり。

① 国内における取り組み

● 株式投資型クラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディングとは、新規・成長企業へのリスクマネーの円滑な供給に資することを目的として、2015年5月に創設された非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度であり、非上場株式の発行により、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組み。

金融商品を取り扱うため、金融商品取引法の規制対象であり、株式投資型クラウドファンディングを取り扱う金融商品取引業者（以下「クラウドファンディング業者」という）において、取り扱う株式を発行する会社の財務状況、事業計画の妥当性や資金用途等の審査が行われ、適当と認められたもののみが取り扱われる。

同一の会社が資金調達を行うことができる金額は、他の募集又は私募による資金調達と合わせて1年間に1億円未満であり、1人の投資家が株式投資型クラウドファンディングにより投資することができる金額は、同一の会社毎に1年間に50万円以下に制限されている。

2019年2月時点のクラウドファンディング業者は5社、株式の発行による資金調達は、目標募集金額1,519百万円に対し、1,100百万円が成立し、新株予約権の発行による資金調達は目標金額286百万円に対し、236百万円が成立した¹⁸。

- 株主コミュニティ制度（個人投資家が参加可能な非上場株式取引に係る制度）

株主コミュニティ制度とは、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、2015年5月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達の制度。株主コミュニティ内での資金調達が可能であるばかりではなく、株式投資型クラウドファンディングと連携することにより流通の場を提供することも可能となっている。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに自己申告により参加する投資家に対してのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。発行者に対し、適時開示義務が課されていないことや、証券会社で取り扱うにあたって、投資勧誘の対象者となる投資家に対しての情報提供が、原則として、会社法に基づく企業情報の提供で足りることが大きな特徴であるが、不特定多数の投資家への投資勧誘をすることができない。株主コミュニティの参加者としては、その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある投資家や、地域に根差した企業の財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）ことから株主優待を期待する方などの非上場株式の取引意向のある方等が想定されている。

2019年1月時点の運営会員は5社、2019年1月に累積売買金額が16億円¹⁹を突破した。

なお、日本証券業協会が本制度のさらなる利活用に向けた意見交換を行うことを目的として設置した「株主コミュニティ制度に関する懇談会」は、2019年1月に、制度改善に向けた提言を盛り込んだ報告書²⁰を取りまとめた。同協会では、この報告書の内容を受けて、具体的な制度改善に向けた検討を行っている。

- TOKYO PRO Market（プロ機関投資家に限定した市場）

TOKYO PRO Marketは、東京証券取引所が運営するプロ機関投資家向けの市場で、①上場に際して株主数・流通株式・時価総額・利益の額といった数値的な形式基準がない、②流通株式に係る形式基準がないためオーナーシップを維持したまま上場することが可能、③新規上場の指導・助言及び上場適格性の調査・確認は、証券会社・取引所ではなく、取引所が認証したJ-Adviserと称される専門機関が実施、④上場前の監査期間が最近1期間のため上場準備期間の短縮が可能、などの特徴を持ち、より自由度の高い上場基準・開示制度での上場が可能。

TOKYO PRO Marketには29社（2018年）の企業が上場しており、様々な業種・規模・地域性の企業が、①将来の一般市場への上場に備えて、②上場企業としての信用度や知名度の向上及び人材の確保、③オーナーの持株比率を維持しながら弾力的に資本政策を実行するため、④財務情報の公開や内部管理体制の構築等による事業承継のための準備、などの目的で同市場を活用している。

¹⁹ 日本証券業協会「株主コミュニティの統計情報・取扱状況」 <http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucommunity/index.html>

²⁰ 日本証券業協会「株主コミュニティ制度に関する懇談会」 http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/comm_index.html

② 海外における取り組み

社会的リターンと経済的リターンを双方追及する企業のファイナンシャルアクセシビリティを高めるため、海外ではインパクト投資家向けのマッチングの仕組みがある。

● インパクト・インベストメント・エクスチェンジ・アジア (IIX、シンガポール)

ロックフェラー財団の支援を受け、非上場の社会課題解決に取り組む企業型事業専用の資金調達プラットフォームを2施設運営。**46か国140社に対してサービスを提供し、9,400万ドルの資金調達を実現**。資金調達プラットフォームに加え、事業評価や組織評価サービスを、社会課題解決に取り組む企業に提供。

インパクト パートナーズ	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資家を紹介するオンラインプラットフォーム。IIXによる一定の審査を合格した会社のみが掲示される。 ● 事業継続性や事業の拡大可能性、事業計画の内容や財務モデルといった経済面、ソーシャルミッションが定義されていること、現在の社会課題解決型事業の評価と今後の発展可能性について審査を行う。 ● 審査費用は無料であるが、投資家側には手数料が発生。 ● 1,000人の投資家が登録しており、1件あたりの調達金額は平均10万ドル。
インパクト エクスチェンジ	<ul style="list-style-type: none"> ● 取引・換金ニーズに応えることを目的とした流通市場。 ● モーリシャス証券取引所が売買システムを提供。既存のベンチャー市場の上場審査基準に社会性に係る審査項目が追加されている。 ● 上場実績はない。

● ソーシャル・ベンチャー・コネクション (SVX、カナダ)

ベンチャー企業の支援コミュニティを運営するNPO法人であるMaRS及びトロント証券取引所が共同設立した、**非上場株式の仲介を専門とするNPO**。売上20億円未満の株式会社のほか、NPO、協同組合も資金調達が可能。IIXと同様、企業に対して審査を行う。審査内容は、以下のとおり、多岐に渡る。

ガバナンスと 経営体制	事業継続年数2年以上 であることやSVXの定める分野(貧困、再生可能エネルギー、水問題等)を解決する事業であること、 過去5年間の株主構成、資金調達歴、役員の適格性 を示すものなど
財務状態	直近2年間の財務諸表等の監査意見が適正であること、売上が1百万カナダドル未満の場合には、直近2年間の財務諸表等について監査法人からレビューを受けていること、資産25万カナダドル以上であることなど
社会性	GIIRSレーティングが80以上、かつ、B-Corporationの認証 を受けていることなど
資金調達額	25万カナダドル～100万カナダドル

検討のポイント

社会課題解決に取り組む企業とインパクト投資家に特化したマッチングプラットフォームは日本には存在しない。プラットフォーム構築にあたり、検討すべきポイントは以下のとおり。

- **インパクト投資家に限定した、クローズドなコミュニティでの株式の移転や資金調達が望まれているが、インパクト投資家と社会課題解決に取り組む企業の経営者が一定以上参加していないと、最適な相手に出会えない可能性が高いため、限定性の範囲をどう設計するか。**
- インパクト投資家によって、社会性の**判断軸が無数**にある（地域、課題の種類、資金使途、配当のあり方、活動実績など）点をどのように対応するべきか。
- **企業家、投資家の適切性をどう担保するか。取引価格の適正性**はどう考えるか。
- **既存の制度を活用するべきか、新たな制度が必要か。**
- 発行市場と流通市場それぞれをどのように設計するべきか。

2021年までのアクションポイント

提言Ⅰのコミュニティで社会課題解決に取り組む企業とインパクト投資家を対象に、改めて必要性についてヒアリングを行い、検討。

解決したい課題

ガバナンスの仕組みや社会的インパクト評価を含めた投資家向け情報の不足。

提言内容

社会性評価・認証制度の導入を提言する。

社会性評価・認証制度の全体像

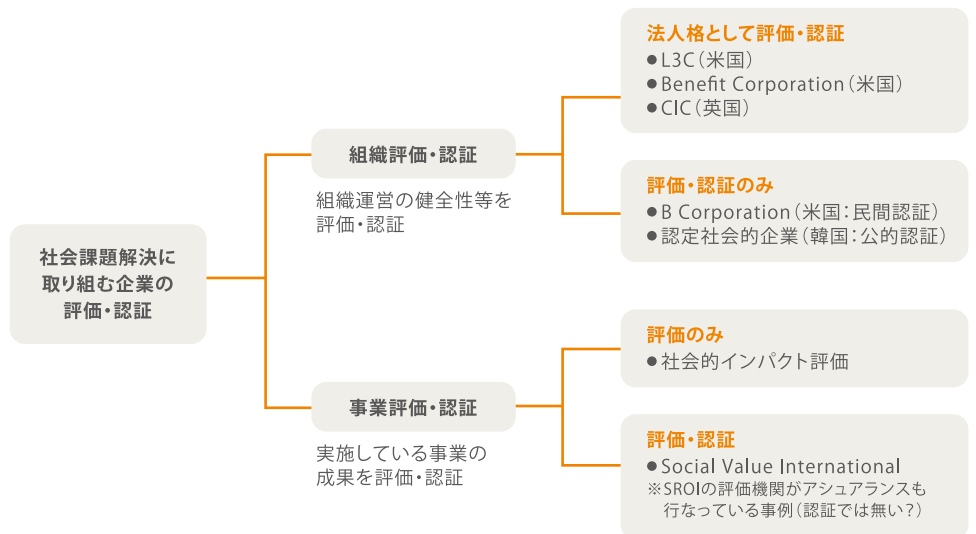
社会課題解決型事業及びその事業を営む企業等の社会性を評価・認証する制度の全体像について以下のように整理した。

社会性評価・認証には、組織運営の健全性等を評価・認証する「組織評価・認証」と、実施している事業の成果を評価・認証する「事業評価・認証」の2つの分類がある。

例えば、経済的困窮状況の子どもを対象とした学習支援事業を例に説明すると、「組織評価・認証」は、教育格差の解消という事業目的・ミッションが組織内で明示的に共有され浸透しているか、事業目的遂行に適したガバナンス体制の有無、職員の待遇、地域コミュニティへの貢献、財務の健全性、法令遵守、情報公開が適切に行われているか等について評価・認証する。また、「事業評価・認証」は、その事業の受益者である子どもにおこる変化・成果（例えば、勉強の習慣ができる、成績が上がる、進学の実現等）を定量的・定性的に評価・認証するものである。

本提言では2つの分類それぞれの観点から必要とされる評価・認証制度を検討するとともに、それらを統合したハイブリットモデルの構築の必要性について提言する。

図表 11 社会課題解決に取り組む企業の評価・認証制度の全体像



社会性評価・評価制度には、世界にいくつかの先行モデルが存在しており、日本でも一部検討や実践が進んでいる。以下にそれらの状況と課題についてまとめる。

① 組織評価・認証制度の現状と課題

● 組織評価・認証制度の現状

組織運営の健全性等を評価・認証する制度には以下のようなものがある。そして、これらは米国の「Low Profit Limited Liability Company (L3C)」のように国や州が法人格として評価・認証するものと、米国の「B Corporation」のように国または民間の認証機関により法人格を問わず評価・認証のみを行う制度の類型に分けられる。それぞれの評価・認証制度には、その目的に沿った評価項目、認証要件が設定されており、また認証を受けることにより企業等が受けることができる政府等による税制優遇・支援等(インセンティブ)が設定されている。

また、日本でも政府の「まち・ひと・しごと創生方針2018」において社会課題解決型事業の社会性を評価する制度設計等の検討が明記され²¹、具体的な検討が開始している。

図表 12 社会課題解決に取り組む企業の評価・認証制度(法人格)²² ※2016年時点

	Low Profit Limited Liability Company (L3C)	Benefit Corporation (注：B Corpとは別)	Community Interest Company (CIC)
国	アメリカ	アメリカ	イギリス
経緯	社会的な利益を追求する低営利型LLCの制度として制定、2008年4月にバーモント州で施行(州法)	非営利組織のB Labの働き掛けで2010年にメリーランド州が社会的利益を創出する営利法人の制度として制定(州法)	利益や資産を地域の社会的課題解決に投資する新たな法人の制度として、2004年の会社法改正により2006年に創設
要件	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業関連投資(PRI: Program Related Investment)の基準への合致 ● 1またはそれ以上の慈善的な目的のために活動 ● 利益創出を第一義目的とせず ● 政治や立法的利用は不可 ● 収益の8割は事業再投資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公共的利益の定款上の明記 ● ベネフィット報告書の作成 ● 第三者基準に基づく事業目的、パフォーマンス評価 ● 社会的利益取締役の設置 ● 既存企業の変更は株主の賛成(議決権の3分の2以上)が必要 	<ul style="list-style-type: none"> ● コミュニティ・インタレスト・テスト: CIC監督局に対し申請(設立目的、事業内容、活動の受益者) ● 資産処分制限(アセット・ロック): 活動から得た収益や資産の分配に一定の制限 ● 地域への利益還元等について毎年事業報告書等の作成・提出
政府等による優遇・支援	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接的な税制優遇等は存在しない ● PRIを呼び込み、民間からの資金調達を容易化することが目指された制度と言える 	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接的な資金調達面でのメリットはない(税制優遇や優先入札も無) ● 得られるメリットとしては、情報公開による社会的信用力の向上、ブランド向上のみ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接的な資金調達面でのメリットはない(税制優遇や優先入札も無) ● ただし、SITR制度(Social Investment Tax Relief)により、CICへの投融資を行った個人には一定の税務メリットがある ● 得られるメリットとしては、情報公開による社会的信用力の向上のみ
認定数	8州で約1,300社(2016年6月)	31州が法案成立、7州が作業中、5,000社以上登録	12,433社が監督当局に登録

21 「まち・ひと・しごと創生基本方針 2018」P17.「(2) 地域経済を支える事業創出環境の整備」に「地域社会の抱える多様な課題の解決に取り組む企業を推進するため、その社会性を評価する制度設計等の検討を行う。」として明記 <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/info/pdf/h30-06-15-kihonhousin2018hontai.pdf>

22 野村敦子「社会イノベーションを支えるベンチャー・フィランソロピーの動向」(日本総研、2016年12月) 水谷衣里「社会的企業についての法人制度及び支援のあり方に関する海外現地調査報告ー概要版ー」(三菱UFJリサーチ&コンサルティング、2011年7月) 経産省委託事業「海外における社会的企業についての制度等に関する調査報告書」(2015年3月)

図表 13 社会課題解決に取り組む企業の評価・認証制度(認証のみ)²³ ※2016年時点

	B Corporation (注:Benefit Corporation とは別)	認定社会的企業
国	アメリカ	韓国
経緯	アメリカの非営利団体「B Lab」による民間認証制度。営利企業が対象で、認証された企業を、Certified B Corporationと呼ぶ	社会サービスの拡充と雇用創出、これらによる国民生活の質の向上を目的として、2007年7月に社会的企業育成法を施行(公的認証制度)
要件	<ul style="list-style-type: none"> ● 社会と環境に対してのパフォーマンスを見る際に軸としているのは、以下の5つの分野 <ul style="list-style-type: none"> ● Governance ガバナンス ● Workers 働く人たち ● Community コミュニティ ● Environment 環境 ● Customer カスタマー ● 認証を受けるには、これら5つの分野に関するパフォーマンスを測る、B Impact Assessmentという評価ツールで自己評価を行った後、B Labに申請をし、認証の可否が決定される 	<ul style="list-style-type: none"> ● 法第8条における認証要件(脆弱階層への社会サービス・就労の場の提供、地域社会への貢献、利潤の3分の2以上を社会的目的に再投資等) ● 社会的企業振興院による認証・モニタリング・評価制度 ● 要件に満たない事業者を予備社会的企業として認証
政府等による優遇・支援	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接的な資金調達面でのメリットはない(税制優遇や優先入札もなし) ● 得られるメリットとしては、情報公開による社会的信用力の向上、ブランド向上のみ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 様々な優遇・支援あり ● 人件費補助、専門人材用人件費補助、社会保険料支援、事業開発費支援、財政支援(投融資)、税制優遇、優先購買支援、経営コンサルティング支援
認定数	60か国、150の業種で2,655社が認証。アメリカだけでなく、ヨーロッパ各国、いくつかのアジアの国では認証を受ける企業が増えており、現在日本でB Corp認証を受けている企業は、6社(2019年1月時点)	6,006社が社会的企業振興院により認定

● 既存制度が抱える課題

評価、認証に必要な法人側の負荷や制約(アセット・ロックなど)に比べてインセンティブが不足しているため、制度の拡大規模やスピードに課題がある。検討ポイントは、評価項目、認証要件、制約、インセンティブ、発信の仕方、費用負担である。

²³ 野村敦子「社会イノベーションを支えるベンチャー・フィランソロピーの動向」(日本総研、2016年12月)
水谷衣里「社会的企業についての法人制度及び支援のあり方に関する海外現地調査報告—概要版—」(三菱UFJリサーチ&コンサルティング、2011年7月)
経産省委託事業「海外における社会的企業についての制度等に関する調査報告書(2015年3月)」

② 事業評価・認証制度の現状と課題

● 事業評価・認証制度の現状

社会的インパクト評価の普及促進に向けて、欧米では2010年前後から「社会的インパクト評価ツールやガイダンス」の開発と提供がされてきた。**日本でも2016年にSIMI(社会的インパクト評価イニシアチブ)が設立され、評価ガイドラインやツールの開発が行われている。**代表的なツールやガイダンスは以下のとおりである。

図表 14 社会的インパクト評価ガイドライン、ツール

評価ツールの名称	Mapping outcomes for social investment	Outcomes matrix	Outcome Indicators Project	Inspiring Impact Shared Measurement	社会的インパクト評価ツールセット
運営・発行元	New Philanthropy Capital(2013)	Big Society Capital(2015) Good Finance(2017)	The Urban Institute and The Center for What Works(2006)	Inspiring Impact(英国非営利セクター業界団体のコンソーシアム)	GSG国内諮問委員会 社会的インパクト評価ワーキンググループ、 社会的インパクト評価イニシアチブ
種別	評価ガイドラインツール	評価ガイドラインツール	評価ガイドラインツール	評価ガイドライン	評価ガイドラインツール
概略	<ul style="list-style-type: none"> 社会的投資家によるインパクト測定の実践・展開の支援を目的としたツールセット チャリティとファンダーのインパクトの増大と二者間の協力関係の強化が目的 	<ul style="list-style-type: none"> 投資家と被投資団体の双方の利用を想定 社会的投資を行う中間支援・仲介組織(SIFs)とソーシャルセクターの組織が、彼らのソーシャルインパクトを計画、測定、そして学ぶことを支援するためのツール 	<ul style="list-style-type: none"> NPOの利用を想定 NPOがアウトカムに沿って事業を作り、展開し、評価できるようにするため アップグレード版「PerformWell」へ移行 	<ul style="list-style-type: none"> セクター/サブセクター(若年層の就労支援等)ごとに、共通のアウトカム(shared outcome)と、その指標・測定方法(shared measurement)を設定し、ガイドラインとして公表 	<ul style="list-style-type: none"> NPO、社会的企業、資金提供者、中間支援組織等多様な主体が社会的インパクト評価を実践するための分野ごとのアウトカム、指標、測定方法を設定し、ガイドラインとともに公開 アウトカム、指標、測定方法、データ出所あり
指標セットの内容	<ul style="list-style-type: none"> 分野:13 アウトカム: <ul style="list-style-type: none"> ●主要(62) ●詳細(231) 指標:454 測定方法、データ出所情報あり 	<ul style="list-style-type: none"> 分野:9 受益者グループ:15 アウトカム: <ul style="list-style-type: none"> ●主要(22) ●詳細(222) 指標:775 測定方法あり、データ出所情報なし 	<ul style="list-style-type: none"> 分野:14 アウトカム: <ul style="list-style-type: none"> ●主要(114) ●詳細(144) 指標:225 測定方法あり、データ出所情報なし 	NA	<ul style="list-style-type: none"> 分野:8(+4分野を開発中) アウトカム、指標、測定方法、データ出所あり

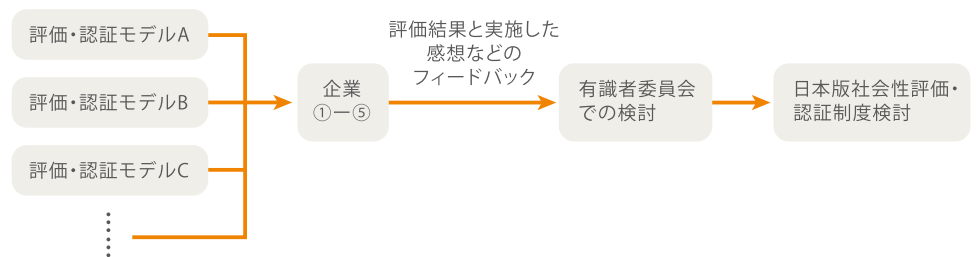
● 既存制度の抱える課題

評価ガイドラインやツールの整備は進んできたが、その結果を目的に応じて**第三者機関が認証する仕組み・制度がないため、企業と投資家(マーケット)が「社会性」という価値を共有し、その価値をベースにコミュニケーションとリソースの流動化が促進される状況になっていない。**また、この「社会性」の高さが、今後どのようにビジネスモデルの発展を通じてその事業の将来の収益性を高め事業の持続可能性につながるのかという投資家視点での評価や検証も不十分である。検討ポイントは、評価項目・方法、第三者認証のあり方、発信の仕方、評価に係る費用負担である。

① **既存制度をベースに実際に日本の企業の評価、認証を行う(組織、事業両面)実証事業の実施**

- 既存制度を参考に、実際に日本の企業を対象とした評価、認証を実施。
(2019年度:5社程度、2020年度:5社程度)
- 1社に対して複数のモデルで評価、認証を行い、その結果を比較検討することで、よりよいモデルのあり方を検討する。
- 評価対象は、既に社会課題解決型事業に取り組んでおり、かつ本事業の意義に賛同、協力いただける企業(上場、非上場両方から)の中から選定する。既存上場企業の場合には、特定の部門や特定事業単位としての評価も行えるようにして大企業の社会課題解決に取り組む事業の推進にも寄与できるようにする。
- 検討は、まだこの分野の投資に本格的に参入していない投資家の資金を動員する観点を重視し、特に市場関係者を含む有識者委員会でを行う。メンバーは、**評価対象企業に加えて、アセットオーナー、運用機関、ベンチャーキャピタル、銀行等の投資家、資本市場における開示制度全般、社会性評価や認証制度に関する専門家からメンバーを選定し、会社目線、投資家目線、専門家目線など様々な観点から行う。**

図表 15 実証事業のイメージ



② 当該実証事業の検証結果に基づき新制度を開発し、公表

組織評価・認証	“ソーシャルビジネス・ガバナンスコード(仮)”
事業評価・認証	“社会的インパクト・マネジメント・プログラム(仮)”

③ 新制度に基づく第三者認証機関を設立し、レビューを開始

社会課題解決に取り組む会社として最低限求められるレベル、中程度のレベル、高度なレベルの3段階程度に分けて認証ラベルを付与することを検討。

レベルに応じたインセンティブ設計(社会課題解決に取り組む会社向けの特別融資/出資の審査条件の1項目とする、政府等による税制優遇・支援等)の可能性を模索する。

④ 社会性評価の結果に第三者機関によるレビュー結果を添付した報告書(“社会性評価監査レポート”)を情報発信できるポータルへの導入。

解決したい課題

「自社の株主は、会社の経済的価値や収益のみならず、自社の営む社会課題解決型事業と長期的なビジョンに共感してくれるファンであって欲しい。」ので、個人投資家と顔の見える対話がしたい。

提言内容

自社の営む社会課題解決型事業に対する理解を促進し、「ファン株主」を獲得するための施策を提言する。

現在の取り組み

① 株主クラブ・・・社会課題解決型事業に対する理解促進

株主クラブとは、フランスを中心に欧州の大手企業が導入・運営している、主に個人投資家を対象とした制度であり、**株主クラブの会員となった株主に対し、株主向けメールマガジンの提供などを通じて情報伝達を行うとともに、自社の提供するサービスの割引が受けられる会員限定カードの発行や、自社の経営陣とのミーティングイベントへの招待などの特典を提供することによって、事業に対する理解の促進や個人株主のロイヤリティーの向上を図っている。**

フランスでは、自動車会社であるルノーやファッションブランドであるルイヴィトンを展開するLVMHなどをはじめ、CAC40株価指数構成企業のうち21社が株主クラブを導入している。日本企業における導入事例も確認されており、世界有数の二輪車メーカーであるヤマハ発動機株式会社も「ファン株主クラブ」を運営しており、会員限定イベントとして工場見学会を開催し、事業に対する理解の促進や個人株主のロイヤリティーの向上を図っている。

同様の制度として、「株主優待」制度の活用が進んでおり、2018年9月末時点で1,476社の国内上場企業が導入している。当該制度は、事業を通じた剰余金の配当とは別に、株主に対して自社のプロダクトや商品券などを提供されることから、個人投資家を中心に広く受け入れられている。

個人株主のロイヤリティーの向上を図るという観点からは、いずれの制度も似たような取り組みではあるものの、**株主優待制度は、株主に対して自社のプロダクトや商品券などの“モノ”が贈られることが多い一方で、株主クラブは、経営陣とのミーティング機会や工場見学の機会といった“体験”が提供されることが多い点に違いがあるといわれている。**

社会課題解決に取り組む企業においては、**自社の行う社会課題解決型事業に対する共感を促すことに繋がる株主クラブ制度を活用する方がより効果的**であると考えられる。

② テーマ銘柄・・・社会課題解決に取り組む企業の選別

上記の株主クラブ制度は、主に投資経験者や各企業における既存株主との対話を深めるための施策例としてあげられるが、今後、社会的インパクト投資の取り組みが社会に根付くためには、主に投資未経験者を対象とした投資家層の裾野拡大に向けた施策も必要であると考え。

しかしながら、投資家層の裾野拡大を推進するにあたり、「社会課題解決に取り組む企業を応援するために投資を行いたい、そもそもどのような企業に投資を行えばよいのかわからない。」という投資先を選別するプロセスにおける難しさが課題となると分科会では指摘された。

当分科会として、当該課題に対する対応策として参考となると考えるのが、東京証券取引所を中心に進めている「テーマ銘柄」の抽出、公表の取り組みである。当該取り組みは、東京証券取引所に上場する企業を対象のなかから、女性活躍、ITの利活用、従業員の健康管理等に積極的に取り組んでいる企業を数十社選定し、「なでしこ銘柄」や「攻めのIT経営銘柄」、「健康経営銘柄」等のテーマ銘柄として抽出、公表を行っている。

社会課題解決に取り組む企業に対しても同様に抽出、公表を行うことができれば、3,600社を超える国内上場企業のなかから、社会課題解決に取り組む企業から一定程度対象を絞ることができるため、「どのような企業に投資を行えばよいかかわからない」という課題を解消することができると思われる。

③ 投資信託・・・投資しやすい商品

社会課題解決に取り組む企業を投資対象とした投資信託を活用することが、投資家層の裾野拡大に向けた一助となると考える。

社会課題解決に取り組む企業を投資対象とした投資信託の組成、運用にあたっては、その対象となる社会課題解決に取り組む企業が一定数存在していることが必要となるなど、導入にあたっては、一定程度の環境整備が進むことが前提となるが、投資信託を活用することによって、最低投資金額を低く設定できることや、投資先を分散させることが可能となるなど、投資家側にとってのメリットが多く見込まれるため、投資家層の裾野拡大を推進する取組みとなると考えられる。

さらに、投資信託を活用することができれば、テーマ銘柄の場合と同様、「社会課題解決に取り組む企業を応援するために投資を行いたい、そもそもどのような企業に投資を行えばよいのかわからない。」という投資先を選別するプロセスにおける懸念事項を解消することができ、かつ、投資信託の投資対象となる社会課題解決に取り組む企業の選別をプロの運用者が代行するため、当該懸念を解消することが可能になると考える。

その際、投資信託の運用会社が、社会課題解決に取り組む企業との間に立ち、投資先である社会課題解決に取り組む企業における社会課題解決型事業のモニタリングを行い、その結果を社会的インパクト投資家に対して発信する役割を担うことができれば、自社の運用する投資信託のPRにも繋がるとともに、社会課題解決に取り組む企業・社会的インパクト投資家間における情報の非対称性が解消すると考えられる。

① 株主クラブ

- 提言 I のコミュニティで社会課題解決に取り組む企業に対する株主クラブ制度の紹介
- 社会課題解決に取り組む企業による株主クラブ制度の導入・運営

② テーマ銘柄

- テーマ銘柄抽出の基準となる指標の検討
- テーマ銘柄の対象となる企業の抽出、公表

③ 投資信託

- 運用機関や投資信託協会等と相談のうえ、商品設計にあたっての論点出し
- 投資信託の設計・商品化に向けた検討

将来の発展可能性

- 社会課題解決に取り組む企業を対象とした投資信託の商品化や株主クラブ制度の普及によって、**現状の資本市場には参加していなかった若年層の投資家が参入**する可能性あり。社会的インパクト投資家の裾野拡大が進んだ場合には、投資信託を介さず、上場している社会課題解決に取り組む企業の株式を直接保有する投資家の増加に繋がることも考えられる。
- 市場に参加する社会的インパクト投資家の規模が拡大することは、社会課題解決に取り組む企業が資金調達を実現できる可能性が高まり、企業の事業拡大に資する可能性。

むすび ～今後の発展の可能性～

社会的インパクト投資のグローバル市場は約50兆円に達し、日本でも2018年の市場規模は3,440億円と推計されている。この数年の市場の急成長を牽引しているのは社会課題解決を通じて事業の大規模な展開、収益の拡大を目指すスタートアップ企業の存在だ。篤志家や財団が支えてきた社会的インパクト投資の黎明期を過ぎ、社会課題解決を本業としながら上場による大規模な成長を目指すベンチャー企業を支える既存の資本市場の役割がますます重要になっている。

社会的インパクト投資のメインストリーム化が進む中、既存の金融の仕組みとエコシステムでは投資家、企業、両者のニーズが満たせていない状況があるのではないかと、という問いから本分科会の検討が始まった。

分科会に参加した企業によるヒアリングから、経済的価値だけではなく、社会に対する価値提供を評価する仕組みへの関心の高さが明らかになった。同時に、投資家としてもより本質的な社会的インパクトの可視化を進め、そういった企業への積極的な投資を可能にする仕組みを求める声が多く聞かれた。

こうした企業、投資家双方のニーズに応える施策を検討し纏めたのが本提言書である。経済的価値と社会的価値を同時に追求する投資行動を支える仕組みとして、社会的価値を可視化し、その評価を基軸とした持続的な資本の循環を作ることが長期的なゴールである。

その為にはまず、社会的インパクトを可視化する仕組みの更なる開発・発展が必要となる。GSG国内諮問委員会としては今後提言3で提示した評価の仕組みの構築に向けたパイロットプロジェクトを進め、長期的には社会システムとしての基盤を整えていきたい。既存の資本市場の中で社会的価値の高い企業にフラグが立つことにより、そうした企業を応援したい投資家と社会的価値を理解した投資家を求める企業とのマッチングが進むことが期待できる。

一方で社会的価値は時代や文脈で可変であり、その内容や評価基準の社会的合意を形成するプロセスは企業と投資家による継続的かつオープンな対話によって形成されるものであろう。提言Ⅰのコミュニティがそうしたダイナミックな対話の場として機能することを期待すると共に、提言Ⅳで示したような個人による共感型の資本の可能性を開放する取り組みも求められる。持続的な社会を作っていくためにどういった企業活動が求められるのかを対話を通じて学び続ける市場の形成に向けてどのような施策が必要か、実験と検証を継続したい。

又、提言Ⅱで提示したように既存の資本市場では手当てのできないリスクマネーの循環システムの構築も求められる。社会・市場のニーズがますます多様化・分散化する現在、市場規模、収益化のスピード、地理的制約等によって上場をゴールとした従来の企業成長のルートにそぐわない企業の存在感が増している。クラウドファンディングや代替通貨といったテクノロジーを基に新たな価値交換のシステムの検討を更に進めていく。

6か月の分科会の議論に基づく提言は初期的な仮説に過ぎないが、今後GSG国内諮問委員会としてアクションに繋げ、多様なステークホルダーと仮説検証を行うことで具体的な仕組化を目指したい。本提言が社会的インパクトを追求する方に何らかの示唆を与えることを願いつつ、今後の活動に向けてご意見やご協力を賜れば幸いである。

A Global Social Impact Investment Steering Group 及び国内諮問委員会について

Global Social Impact Investment Steering Groupは、2013年6月に、先進国首脳会議で、当時議長国のイギリス・キャメロン首相の呼びかけにより、社会的インパクト投資をグローバルに推進することを目的として創設された。もともと「G8社会的インパクト投資タスクフォース」と呼ばれていたものが2015年8月に新たに5か国が参画したタイミングでその名称を変更したものである。同タスクフォースの議長には、イギリスの休眠預金活用基金、ビッグ・ソサエティ・キャピタルの創設者であるロナルド・コーエン卿が就任し、2013年から2014年にかけて会合が行われ、2014年にはタスクフォースレポートが発表された。2015年にGSGに名称変更した後は、年に1回の総会の他、注力分野ごとの分科会が組成され活動が拡大している。

GSGでは各国の国内で諮問委員会を組成することが参画要件となっている。2014年に立ち上げられた日本のGSG国内諮問委員会(旧:G8社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会)は、日本国内の各界有識者で構成され、社会的インパクト投資に関わる様々な事項についての活発な情報共有・議論が行われている。

2018年12月末現在、GSG国内諮問委員会は次のメンバーで構成される。

委員長	小宮山 宏	株式会社三菱総合研究所 理事長
副委員長	鵜尾 雅隆	特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会 代表理事
委員	大野 修一	公益財団法人笹川平和財団 理事長 一般財団法人社会的投資推進財団 理事
	工藤 禎子	株式会社三井住友銀行 常務執行役員
	渋澤 健	コモンズ投信株式会社 会長
	白石 智哉	一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ 共同代表理事
	深尾 昌峰	プラスソーシャルインベストメント株式会社 代表取締役会長
	藤村 武宏	三菱商事株式会社 環境・CSR推進部長
	三木谷 浩史	一般社団法人新経済連盟 代表理事
	向井 英伸	株式会社みずほ銀行 常務執行役員
	山田 順一	独立行政法人国際協力機構(JICA) 理事
事務局		一般財団法人社会的投資推進財団 Asian Venture Philanthropy Network 株式会社風とつばさ ケイスリー株式会社 特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会

③ ソーシャル・エクイティファイナンス分科会活動内容

GSG国内諮問委員会において、社会課題解決に取り組む企業の中においても株式公開を通じて大規模な資金調達を目指す企業が増えていること、又、非上場であっても株式を通じた資金調達に関心のある経営者が増えてきており、そういった企業を支えていくためのエコシステムが必要との意見があり、そのことについて方向性を集中的に議論し、提言をすることを目的としてGSG国内諮問委員会傘下に分科会が発足した。

分科会の目的は、社会課題解決に取り組む企業の成長を支えるエコシステム構築のために資本市場が果たせる役割について明らかにし、GSG国内諮問委員会に対して提言を行うこと。

【活動実績】

	開催日・場所	テーマ
第1回	2018年8月23日 東京証券取引所	上場市場の果たす役割と実態
第2回	2018年9月27日 日本財団	社会的インパクト評価・認証及びファン(個人投資家)作りに係る議論
第3回	2018年10月16日 日本財団	社会課題解決に取り組む企業のニーズの把握及び株式型クラウドファンディングの実態
第4回	2018年11月13日 東京証券取引所	非上場企業を支える成長エコシステム

国内諮問委員会への中間報告

開催日:2018年11月22日 場所:日本財団

第5回	2018年12月4日 日本財団	“ソーシャルIPO型”企業群、“ソーシャルPE型”企業群 ミッション・ドリフトに係る議論 “ソーシャルPE型”企業群 提言内容の検討(利益志向に偏らない資金調達等)
第6回	2019年1月29日 東京証券取引所	企業の社会性に関する評価及び認証並びに日本における社会性評価及び認証のあり方
第7回	2019年2月26日 日本財団	提言書素案の確認と提言内容についてのディスカッション

分科会参加者	甲田 恵子	株式会社AsMama 代表取締役社長
(順不同)	田中 慎也	株式会社AsMama 管理グループ長
	鈴木 慶太	株式会社Kaizen 代表取締役社長
	山中 礼二	一般財団法人KIBOW インパクト・インベストメント・チーム ディレクター
	安間 匡明	京都大学経営管理大学院 客員教授(大和証券(株)勤務)※就任時
	百合本 安彦	グローバル・ブレイン株式会社 代表取締役社長
	重富 渚	グローバル・ブレイン株式会社 Investment Group Principal
	古市 奏文	一般財団法人社会的投資推進財団 インベストメントオフィサー
	引間 雅史	上智大学 特任教授
	高塚 清佳	新生企業投資株式会社 シニアディレクター
	黄 春梅	新生企業投資株式会社 シニアディレクター
	白石 智哉	一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ 共同代表理事
	鈴木 栄	一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ 理事
	半田 希美	一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ
	小沼 泰之	株式会社東京証券取引所 取締役常務執行役員
	永田 秀俊	株式会社東京証券取引所 上場推進部 課長
	我妻 アイラ	株式会社東京証券取引所 上場部 調査役
	大浦 学	株式会社日本クラウドキャピタル 代表取締役
	平石 智紀	株式会社日本クラウドキャピタル 専務取締役
	二本柳 健	株式会社日本クラウドキャピタル 取締役
	國吉 愛美	日本証券業協会 SDGs推進室 調査役
	松尾 琢己	株式会社日本取引所グループ 総合企画部 企画統括
	渡部 北斗	株式会社日本取引所グループ 総合企画部
	松田 典子	特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会 社会的インパクトセンター プログラム・ディレクター
	伊藤 慎佐仁	ネクストシフト株式会社 代表取締役
	森 一正	ネクストシフト株式会社 取締役 法務コンプライアンス部長 兼 人事総務部長
	内山 大志	ネクストシフト株式会社 経営管理部(事業提携担当)兼 投資事業部
	鈴木 雅剛	株式会社ボーダレス・ジャパン 副社長
	大櫃 直人	株式会社みずほ銀行 執行役員
	末吉 光太郎	株式会社みずほ銀行 参事役
	土岐 泰之	ユニファ株式会社 代表取締役
	長嶋 邦英	ユニファ株式会社 事業管理グループ 経営管理課 課長
	水野 雄介	ライフイズテック株式会社 代表取締役CEO
	石川 孔明	ライフイズテック株式会社 取締役CFO
	中里 基	株式会社リブセンス 取締役

ファシリテーション 須藤 奈応

株式会社日本取引所グループ 総合企画部 課長

事務局 工藤 七子

一般財団法人社会的投資推進財団 常務理事

鴨崎 貴泰

特定非営利活動法人日本ファンドレイジング協会 常務理事 兼 事務局長

発行年月日 2019年5月27日

発行者 Global Social Impact Investment Steering Group (GSG) 国内諮問委員会



Supported by  日本 THE NIPPON
財団 FOUNDATION

SIIF Social Impact 社会的投資推進財団
Investment Foundation