

# 新たなソーシャル・ファイナンスとしての 社会的証券取引の可能性

---

2014年10月11日

日本NPO学会市民社会研究フォーラム発表資料

日本財団 小林立明(tatsuaki.kobayashi@gmail.com)

# 1. フィランソロピーの新たなフロンティア

## 1. 定義

- a. 社会的・環境的目的への民間リソースの供給

## 2. 基本的方向性

- a. 脱grant
- b. 脱助成財団
- c. 脱寄付
- d. 脱資金

## 3. 基本的特徴

- a. 担い手、手法、資金源の多様性
- b. 投資へのシフト、計測可能な成果重視、社会的企業重視
- c. グローバルに活動、国境を越えたモデル形成
- d. セクター内・セクター間の協働志向

## 2. フロンティアのエコシステム

資金源	銀行、年金基金、保険会社、疑似公共投資ファンド、投資会社、財団
アクター	<ul style="list-style-type: none"><li>□ 投資組織 → 資金仲介団体、セカンダリー・マーケット、社会的証券取引所、フィランソロピー銀行としての財団、準公共投資ファンド</li><li>□ 支援組織 → 社会的企業ブローカー、基盤整備支援団体</li><li>□ 新たなグラント・メイカー → オンライン寄付サイト、企業設立基金、転換財団、共同ファンディング</li></ul>
ツール	<ul style="list-style-type: none"><li>□ 社会的インパクト投資ツール → ローン／信用保証、債券、証券化、エクイティ投資、社会的インパクト債</li><li>□ その他のツール → 保険、社会的責任投資&amp;倫理的購入、顕彰&amp;クラウド・ファンディング</li></ul>
ターゲット	非営利団体、社会的企業、低収益・有限責任会社(L3C)、社会的協同組合、社会的利益会社(B-Corp)
受益者層	貧困緩和、環境改善、市民社会の強化、生活向上機会の増進

# 3. 社会的証券取引所とは？

社会的証券取引所が完全な形で実現すれば、社会的インパクト投資の究極の資金調達メカニズムとなることが期待される。

## 1. 伝統的な証券取引所との比較

- a. **共通点：**  
投資家が、個別の金融商品の売買を通じて、会社に資金を提供することができる市場型のメカニズムを提供する点。
- b. **相違点：**  
会社の社会的・環境的側面を促進することを使命とする点。

## 2. 既存の社会的インパクト投資との比較

- a. **資金仲介団体との比較**  
ソーシャル・ベンチャー・ファンドなどの資金仲介団体を經由せず、市場における金融商品の売買を通じた資金提供が可能。
- b. **私募債型資金調達プラットフォームとの比較**  
私募債型が発行団体との直接取引を行うのに対し、社会的証券取引所は、上場企業の株式・債券を市場で取引する。これにより、広範な投資家の参加が可能となる。

## 3. 社会的証券取引所の特徴

1. 広範でバラバラの投資家が参加できるプラットフォームを提供
2. 投資家間取引(セカンダリー・マーケット)と投資家／投資先団体間取引(プライマリー・マーケット)の双方を持つ。
3. 金銭的利益と社会的・環境的インパクトの双方を投資の対価として提供する。

## 4. 社会的証券取引所の三類型

	気候取引所	社会的証券取引所	私募債プラットフォーム
1. 取り扱う金融商品	炭素排出権	社会的企業発行の証券	多様
2. 規制の内容と程度	政府規制／強い	政府規制／強い	規制／弱い
3. 市場参加者	投資専門家・ブローカー	投資専門家・ブローカー	多様
(イ) 買い手	炭素排出者 ブローカー・投資家	社会的インパクト投資家 (富裕層、財団、社会的責任投資 ファンド、公的部門の機関投資家) 一般個人 (投資信託を通じて)	多様
(ロ) 売り手	炭素排出者 ブローカー・投資家	社会的企業 社会的投資ファンド	多様
4. 目標達成の仕組み	キャップ&トレード制度の 下で、炭素排出量削減を 市場原理で追求	外的な規制制度なし。 上場規則、レーティング制度、情報 公開制度等を通じて投資家の信 頼性を高め、資金を社会・環境セ クターに集める。 市場原理を通じてよりインパクトの ある社会的企業に資金を集める。	特に言及なし

## 5. 社会的証券取引所が求められる理由

### 1. 取引費用の削減

- a. (資金仲介団体を通じた取引に比べて) 共通マーケットの提供により、投資家／投資先のリサーチ・コストを削減。
- b. 標準化された上場規則や情報公開義務を設定することで、審査コストを削減し、投資失敗リスクを下げる。

### 2. 資金の効率的分配

- a. 市場価格を通じて最も効率的で効果的な社会目的団体に資金を分配。

### 3. 流動性の提供

- a. (ベンチャー・フィンソロピーなどと比べて) いつでも投資を現金化することができる流動性を提供することで、より多くの投資家の資金を引きつけることが可能。

### 4. ミッションの保護

- a. (伝統的な証券取引所に上場するのに比べて) 社会的・環境的リターンの報告が義務づけることで、社会・環境目的団体のミッション保護を確保。
- b. 特別な市場を設定することで社会的インパクト投資家のみにもアピール。これにより、敵対的な株式買収を未然に防ぐことが可能。

(参考) 社会的証券取引所導入のデメリット:

→ 社会的企業にとっては上場・情報公開等の作業が経営的な負担となる。

# 6. 社会的証券取引所の基本構造

社会的証券取引所を設立するにあたっては、以下の基本構造の要素をどのように設定するかを、設立する国・地域の金融制度や証券取引所が目指す目標に即して決定する必要がある。

## 1. 組織構造

- a. 単独型: 独立した取引所を設立(例: シカゴ気候取引所)
- b. モジュール型: 既存の証券取引所の一部として開設(例: IIX Asia)

## 2. 証券の種類

- a. 株式 (share): 営利の社会的企業が発行
- b. 債券 (bond): 営利・非営利双方の社会的企業が発行
- c. 証券募集 (primary offering) と証券売り出し (secondary trading)

## 3. 上場規則

- a. 上場要件: 上場の際、社会・環境目的活動団体の要件を満たすことを明示。
- b. 情報開示義務: 上場後は、社会・環境目的活動の成果についての情報を開示。
- c. 報告義務: 投資受け入れ後は、投資家に対して、活動パフォーマンスを報告。

## 4. 取引会員

- a. 会員資格、ライセンス料、活動規則、会員リクルート方法などを制定。

## 5. 運営規則

- a. 交渉、取引、調停、清算および取引所のガバナンスなどを制定。

# 7. 社会的証券取引所の運営課題

社会的証券取引所はまだ発展途上の段階でしかないが、すでに運営上の多くの課題に直面している。

## 1. 規制

- a. 政府の認可
- b. 上場規則(社会的企業の負担軽減、投資家・規制当局の要求充足)
- c. 取引規則(社会的企業のミッション漂流の防止、投資家保護)
- d. 国境を越えた資金移動に関する制限

## 2. テクノロジー

- a. 売買取引、取引清算、取引データの収集・公開、セキュリティと不正防止などを確保するためのシステム開発

## 3. ユーザーの確保

- a. 需要面:社会的証券取引に上場する用意と意欲のある社会的企業の確保
- b. 供給面:社会的証券取引所を通じた間接投資を選ぶ社会的インパクト投資家の確保

## 4. コスト

- a. 上場コストと専門支援コストをいかに低く抑えるか



## 参考文献・情報源

- Lester M. Salamon (2014) *Leverage for Good: An Introduction to the New Frontiers of Philanthropy and Social Investment*. Oxford University Press: New York, NY
- Lester M. Salamon eds. (2014) *New Frontiers of Philanthropy: A Guide to the New Tools and Actors Reshaping Global Philanthropy and Social Investing*. Oxford University Press: New York, NY
- D. Shahnaz, R. Kraybill and L. M. Salamon (2014) “Social and Environmental Exchange” in *New Frontiers of Philanthropy* (Lester M. Salamon eds. Oxford University Press: New York, NY)
- 小林立明(2013)「国際グラント・メイキングの課題と展望:グローバル・フィランソロピーの時代における助成財団の新たな役割」。笹川平和財団委託研究調査報告書
- 小林立明(2013)「社会的証券取引所設立に向けた動き:非営利セクターの新たな資金調達の流れ」。(「機関誌『公益法人』」2013年12月号. 公益法人協会)