

2020年12月1日 全11頁

株式市場のパラダイム・シフト

ステークホルダー資本主義やインパクト投資の広がり

金融調査部 SDGs コンサルティング室 主任研究員 太田珠美
研究員 柿沼英理子

[要約]

- 企業に対して株主だけでなく、ステークホルダーへの価値提供を求める声が高まっている（株主第一主義からの転換、ステークホルダー資本主義）。企業に資金を提供する投資家に対しても、短期ではなく中長期的な企業価値の向上を評価することが求められている。
- 投資判断に投資先企業の環境や社会に対する取り組みを組み込む ESG 投資も増加傾向にある。投資が社会に与えるインパクトを考慮する投資家も増えている。
- 米国では経営陣がステークホルダーの利益を考慮することを認める Benefit Corporation という法人形態が存在するが、近年はこの Benefit Corporation が株式公開に至る事例が出始めている。また、英国やカナダなどにおいては、社会的企業とインパクト投資家をつなぐソーシャル証券取引所の創設も行われている。
- 従来、株式市場では株主に対して経済的利益を提供できる企業が評価されてきた。企業がステークホルダーへの価値提供を掲げること、投資家が投資先企業の環境や社会への対応を考慮すること、そして社会的なインパクトを評価する動きは、株式市場のパラダイム・シフトとも言える。こうした動きは今後加速していくことが予想される。

1. 世界的に再考される「企業の目的」

(1) 米国ビジネス・ラウンドテーブルおよびダボス会議の動き

2019年、米主要企業の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルは企業の目的を従来の株主利益の最大化（株主第一主義）から、ステークホルダーへの価値提供に転換（再定義）した¹。具体的には、顧客に価値を提供すること、従業員への投資を行うこと、取引先と公正かつ倫理的に取引すること、地域コミュニティをサポートすること（環境保護を含む）、株主へ長期的な価値を提供すること、の5項目を掲げた。

¹ Business Roundtable 'Statement on the Purpose of a Corporation' (Aug 2019)

また、官民連携を促す国際機関である世界経済フォーラムが2020年に開催した総会（通称ダボス会議）では、ステークホルダー資本主義が議論された。ステークホルダー資本主義とは、企業が株主だけでなく社会全体の利益に役立つべきであり、企業が持つ能力とリソースを、収益の最大化だけでなく、社会全体の課題（例えば所得の不平等、社会の分断、気候危機など）を克服するための取り組みに振り向けるべきであるとする考え方である。

ステークホルダーへの価値提供や、ステークホルダー資本主義が謳われるようになった背景の1つには、2008年のリーマン・ショック（世界金融危機）以降に起きたショート・ターミズムに対する批判が挙げられる。企業や投資家が、短期的な利益を追求し、長期的な成功や安定を犠牲にするような行動をとったのではないかと、という問題提起が各所で行われた。

代表例は英国でロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのジョン・ケイ教授が2012年に公表したケイ・レビュー（正式名称はTHE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING）だろう。英国の株式市場の構造や上場企業経営者と株主の関係などについて調査・研究を行ったものであり、企業経営者が短期的な利益を求める思考に陥り、過少投資や多動性（ケイ・レビューではビジネスの基礎能力の向上にほとんど関係ない財務戦略・経営戦略の実行が過度に行われることを指す）など、長期的にみて企業価値を低下させる誤った経営判断を下し、株主もその経営判断を支持してきた事例があったことを示した。

（2）繰り返されてきた「株主重視 vs ステークホルダー重視」

歴史を振り返れば、企業がステークホルダーと株主どちらを重視すべきか、という議論は繰り返し行われてきた。こうした議論が台頭するのは①企業が巨大化し社会に与える影響が増大する場面、②不祥事の多発などにより企業の社会的責任が問われる場面、③経済的ショックなどにより企業業績が低迷する場面、④企業の資本構造が変化する場面、に大きく分けられるだろう。①・②はステークホルダーを重視すべきという流れにシフトさせるドライバーとなることが多い一方、③と④については企業経営に対するモニタリングを強化すべきとして株主重視の流れにシフトさせるドライバーとなることが多い。

図表1 株主重視もしくはステークホルダー重視に変化するドライバーとなり得る事象

ドライバーとなり得る事象	過去どちらにシフトしているか
①企業が巨大化し社会に与える影響が増大	ステークホルダー重視
②不祥事の多発などにより企業の社会的責任が問われる	ステークホルダー重視
③経済的ショックなどにより企業業績が低迷する	株主重視
④企業の資本構造が変化する	株主重視

（出所）大和総研

例えば、米国では1920年代に巨大化した企業の社会的影響力の拡大を懸念し、企業に対し株主や経営者の利益追求ではなく、社会に貢献することを求める声が高まった（①に該当）。1960～1970年代には、公民権運動や環境保護運動の台頭、企業の相次ぐ不祥事などから、企業の社

会的責任を重視する流れが強まった（②に該当）。1970年代は経済状況の悪化、それまでの企業の多角化戦略の行き詰まりなどから、企業全体として収益性が低迷し、経営者への規律づけの弱さなどが問題視された。その反省から1980年代には事業の選択と集中を目的とするM&Aが急増し、LBOも活発に行われる中で、株価を上げることが経営の重要事項となり、株主重視の傾向が強まっていった（③に該当）。1980年代は機関投資家による株式保有が増加した時期でもあり、経済的利益を求める株主の声が強まったことも、株主重視の傾向を後押ししたものと考えられる（④に該当）。

日本では1960～70年代に公害問題の発生やオイルショックなどを受け企業の社会的責任を問う声が強まった（②に該当）。また、1980年代後半（いわゆるバブル経済下）は高収益を上げる企業に対して社会に対する利益還元を求める声が高まり、企業によるメセナ・フィランソロピー活動（文化事業やスポーツ、地域社会への各種支援）が活発化した（②に該当）。しかし、バブル経済崩壊（1990年前後）をきっかけに従来の銀行によるメインバンク制や株式持合いが崩れ、企業業績が急速に悪化する中、企業に対して規模拡大から効率性への転換、株主を重視する経営への転換が求められた（③、④に該当）。ただし、1990年代から2000年代前半は企業不祥事が相次いだことから企業の社会的責任も議論され、CSR（Corporate Social Responsibility）を掲げる企業も増加している（②）。

（3）過去の議論と今回の議論の共通点・相違点

今回の世界的なステークホルダー重視の動きは、これまでの変遷と若干異なる点がある。2000年代後半の世界金融危機が契機となっている（前掲図表1③の企業業績の低迷が該当する）が、今回は株主重視ではなくステークホルダー重視にシフトしている。これは、株主による企業のモニタリングが有効に機能しなかったことが問題視されたためと考えられる。加えて、企業の資本構造について、世界金融危機以降、投資家に求められる役割が変化している点は（詳細は後述）、ステークホルダー重視へのシフトに少なからず影響しているものと考えられる（④に該当）。

なお、新たな社会基盤ともいえるインターネット領域においてGAFAM（Google、Apple、Facebook、Amazon、Microsoft）といったプラットフォーマーの影響力が増大していることに対する懸念の高まりは①に、パリ協定やSDGsといった環境・社会問題の解決を目指す機運が高まり、企業にその貢献を求める声が強まっていることは②に該当し得る。従来ステークホルダー重視にシフトさせるドライバーである①と②が土壌にあり、従来株主重視にシフトさせるドライバーであった③と④が今回はステークホルダー重視シフトを後押しする形になっている。

2. ESG 投資と社会的インパクト投資の広がり

(1) 機関投資家に求められる投資ホライズンの中長期化と、経済・社会への配慮

英国で 2010 年に初版が公表されたスチュワードシップ・コード²が世界的な広がりをみせている。本コードは、資産運用を受託する機関投資家がスチュワードシップに沿った行動をとることで、委託者の利益を実現するとともに、企業の長期的成功を促し、そして経済全体に寄与するとの考えから策定されたものである。日本でも 2014 年に日本版スチュワードシップ・コードが策定されたが、ICGN (International Corporate Governance Network) のウェブサイトによれば本稿執筆時点で 20 を超える国・地域で導入されている。

企業の中長期的な成長を促進し、それによる投資収益の拡大を図るため、財務情報だけではなく、環境や社会、ガバナンス (ESG 要素) への取り組みを投資判断に組み込む ESG 投資も拡大が続いている³。2018 年には、世界最大手の機関投資家である BlackRock の CEO である Larry Fink 氏が投資先企業宛に “A Sense of Purpose” と題するレターを送付し、投資先企業に対し社会への貢献と、ステークホルダーを意識した経営を促した。その背景には、やはり世界金融危機以降、資本を持つものが膨大な利益を得る一方で、多くの人々が、低金利や賃金の伸び悩み、および不十分な退職年金制度に直面していることなどにより、社会が不安定化していることに対する懸念があった。社会の不安定化により投資先企業の価値が低下すれば、最終受益者である BlackRock の顧客の利益の最大化は実現できない。企業が長期間に繁栄するためには財務的な利益を生み出すだけではなく、社会に対してどのようにポジティブな貢献をしているのか示す必要があり、株主、従業員、顧客、および事業を行う地域社会などすべての利害関係者に利益をもたらす必要があるという。伝統的な投資家 (投資収益の獲得を目的とする投資家) の代表格である同社のこの声明は、大きな反響を呼んだ。

(2) インパクト投資の拡大

企業の事業活動が環境や社会に与えるインパクトを評価する、インパクト投資を行う投資家も増加している⁴。インパクト投資は明確にインパクトを意図する点及びインパクトの測定を行う点が従来の ESG 投資と異なる。インパクト投資という呼称およびコンセプトは、2007 年に米国の民間慈善事業団体であるロックフェラー財団が開催した総会において初めて提唱されたといわれている。当初は、慈善活動を目的とする財団や基金が、寄付よりも持続可能な支援方法として、資本市場を通じて社会的企業 (事業を通じて社会的課題の解決を図る企業) に資金を提供

² スチュワード (Steward) は執事や管理人などを指す言葉であり、スチュワードシップ (Stewardship) は「管理者の心掛け」といったような意味合いで用いられる。スチュワードシップ・コードは資産を預かる受託者である機関投資家の行動の在り方について、英国企業財務報告評議会 (Financial Reporting Council) が策定したガイドライン。

³ Global Sustainable Investment Alliance “GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2018”などを参照。

⁴ インパクト投資とは、経済的リターンをあげつつ、社会や環境に対して正の測定可能な「インパクト」をもたらすことを目指す投資である。この「インパクト」は一般的に、あるプロジェクトを実施した結果、対象となる地域全体において長期的に発生する、社会・経済的な変化を指すとされる。詳細は柿沼英理子『[『社会的インパクト投資』とは何か](#)』(大和総研レポート、2019年10月24日)を参照。

するためになされてきたものである。

国連環境計画が2017年に「ポジティブ・インパクト金融原則」を公表したことに加え、機関投資家側の意識の変化（スチュワードシップ・コードの受け入れやESG投資への取り組みなど）や、社会的利益と経済的利益の両立を実現するベンチャー企業の台頭などにより、伝統的な機関投資家の間でもインパクト投資に取り組む事例が増えつつある。海外では上場株式を対象とするインパクト投資も行われ始めている（大手運用機関によるインパクト・ファンドの組成など）。

3. ステークホルダーを重視する Benefit Corporation による IPO

(1) Benefit Corporation とは

企業側・投資家側の双方の変化を示す事例としては、米国でステークホルダーへの価値提供を企業の目的とする Benefit Corporation が、証券取引所で株式公開を果たしたケースが挙げられる。Benefit Corporation は株式会社であるが、企業活動を通じて公益（public benefit）に還元することが州法によって義務付けられている組織形態であり、2010年4月、メリーランド州において初めて立法化された⁵。Benefit Corporation は民間非営利組織の B Lab による働きかけによって、本稿執筆時点では37の州で立法化されており、4の州で立法化に向けた取り組みが始まっている⁶。

B Lab は“Redefine success in business”（ビジネスにおける成功を再定義すること）を目的に活動しており、事業活動を通じて環境やコミュニティ、従業員といった株主以外のステークホルダーに対する価値を提供していくことを「企業の成功」と位置づけ、企業の社会的役割を変革することを目指す団体である。B Lab は各州に対し Benefit Corporation 導入の支援を行う他、自ら Certified B Corporation（以下、B Corp）という民間認証制度の運営を行っている。認証を受ける際には、まず、B Lab が開発した B Impact Assessment（以下、BIA）という独自の評価手法を用いて自己評価を行い、一定のスコアに達する必要がある。B Corp は Benefit Corporation と異なり、認証を受けるにあたり、企業の構造や所在地は問わない（図表2）。ただし、企業の機関設計に株主を含むステークホルダーに対して長期的な価値を提供することを組み込む必要がある。B Corp 認証においては、ステークホルダーを意識した経営ができることが法的に担保されることが重要であり、企業が法人登記を行っている国や州の法制度上、Benefit Corporation のような機関設計が可能になっている場合には、対応が求められることがある⁷。本稿執筆時点で3,600社以上が同認証を取得しているが、国籍は様々であり、北米だけ

⁵ 制度の詳細は州ごとに若干異なる。デラウェア州など一部の州では Public-Benefit Corporation (PBC) という名称が使われている。

⁶ B Lab [ウェブサイト](#)より。

⁷ 詳細は [B Corp ウェブサイト](#) から確認できる。本稿執筆時点では、日本で法人登記を行っている企業が B Corp 認証を取得する際、定款変更などは要求されないが、B Corp が提示する同意書（ステークホルダーにできる限り配慮した経営を行うなど）にサインをする必要がある。

でなく、欧州、アジア企業による取得も多く、日本企業も 6 社が認証を取得している。

図表 2 Benefit Corporation と Certified B Corporation (B Corp) の主な違い

	Benefit Corporation	Certified B Corporation
説明責任	取締役にはすべてのステークホルダーへのインパクトを考慮することが求められる。	同左
透明性	第三者機関の基準に照らして評価された社会および環境についてのレポートを公開しなければならない。(デラウェア州ではレポートの公開や第三者機関の基準の参照を求めている。)	同左
実績の評価	自己評価。	B Impact Assessment (BIA) に基づき最低限のスコアに達していることを確認する。BIA は見直しが行われるので、3 年ごとに再認証が必要。
制度の利用	制度を導入している州でのみ利用可能。	会社の構造、州、または国に関係なく、すべてのビジネス主体で利用可能。
B Lab のかわり方	モデルとなる法案の開発やその法案の州における導入支援、B Corp を取得した企業のレポート支援ツールの提供 (監督に関しては役割を担わない。)	認証団体。認証ロゴの提供や、認証を得た企業同士のネットワーク機会の提供などを行う。

(注) 2020 年 11 月 13 日時点。

(出所) B Lab ウェブサイトより大和総研作成

(2) Benefit Corporation が株式公開を実現

B Corp かつ Public-Benefit Corporation として株式公開を行った初めての企業は、2017 年にナスダックに上場した Laureate Education, Inc. である。同社はラテンアメリカを中心に、9 ヶ国に所在する 29 の教育機関の 150 以上のキャンパスを運営するネットワークを構築している (2020 年 6 月 30 日時点)⁸。その後しばらくは同様の事例は見られなかったが、2020 年に入ってから Lemonade, Inc.、Vital Farms, Inc. という 2 つの企業が、いずれも上場前に B Corp 認証を取得し、デラウェア州にて Public-Benefit Corporation として法人登記を済ませた上で株式公開を実現している。Lemonade, Inc. は保険と IT を組み合わせた、いわゆる「インステック」企業であり、住宅所有者、賃貸者向けの損害保険を提供している。同社の特徴は、行動経済学の理論を応用し、掛け金から一定の手数料と保険金の支払い額を差し引いた残りを顧客が指定するチャリティに寄付する仕組みを確立させた点にある。余った掛け金を利益として留保し

⁸ [Laureate Education, Inc. \(2020\) Form 10-Q](#)

ないため、保険会社側には保険支払いを拒否するインセンティブが生じない。被保険者側も保険会社への信頼感が高まるとともに、保険会社に対して過剰請求をしようとするインセンティブが働きにくくなる。Vital Farms, Inc. はテキサス州オースティンで設立された会社であり、倫理的でサステナブルな飼育方法によって育てられた卵や乳製品を販売している。契約農家の数は 200 を超えており、アメリカ国内の大手スーパーマーケットに製品を卸している。

これらの企業の株主は、一般的な (B Corp や Benefit Corporation ではない) 企業と大きく異なるわけではない。例えば、Laureate Education, Inc. の直近の株主招集通知を見ると、主要株主には Wengen Alberta, Limited Partnership (2007 年のレバレッジバイアウトの際に、出資を受けた LP 会社。KKR、Becker、その他のプライベートエクイティ会社が出資している。) の他、KKR や BlackRock、Vanguard といった大手機関投資家が名を連ねている⁹。

(3) 既上場企業の Benefit Corporation への転換は困難

Benefit Corporation が上場した事例はまだ少ない。投資家からの評価、企業と株主との対話の内容などが注目される。なお、既上場企業が後から Benefit Corporation に転換するのは難しいのが現状のようである。ハンドメイドやビンテージ商品の電子商取引サイト運営の Esty は、C Corporation (米国の大企業のほとんどが採用している一般的な株式会社の形態) として 2015 年ナスダックに上場し、上場後に Benefit Corporation への転換を検討したが、企業形態の変更は複雑なプロセスを経る必要があり、上場企業の前例がない (当時) ことなどを理由に、転換を断念した経緯がある。

Esty が Benefit Corporation への転換を検討したのは、上場前に取得していた B Lab の B Corp の認証を維持するためであった。B Lab は Esty が籍を置く州が Benefit Corporation を採用していたことから、B Corp 認証の更新条件として、企業形態を Benefit Corporation に変更すること求めた。B Corp 認証そのものには法的拘束力がなく、上場後に株主利益を一義的に追求する投資家が株主になった場合に、社会的利益を追求することが難しくなる可能性が高いためである。

最終的に Esty は Benefit Corporation への転換を諦め、2017 年 11 月に B Corp の継続を断念した。Esty が具体的にどのような議論を経て Benefit Corporation へ変更しないことを決めたのかは公表されていないが、一般論として、既に上場している C Corporation (米国の大企業のほとんどが採用している一般的な株式会社の形態) が Benefit Corporation に企業形態を変更するためには、既存株主からの同意が必要になるだろう。投資家の Benefit Corporation に対する理解がそもそも十分ではないことに加え、理解されたとしても株主利益が優先されない (投資の経済的リターンが低下する) ことを嫌気して反対されることも予想される。上場前の段階で Benefit Corporation に転換済であれば、それを前提として投資家が投資することになるが、既に上場している企業は既存株主保護の観点から相対的にハードルは高いと考えられる。

⁹ [Laureate Education, Inc. \(2020\) DEF14A](#)

4. ソーシャル証券取引所創設の動き

(1) 英国で世界初となる Social Stock Exchange が開設

一部の国では、社会的企業と投資家を結び付けるための場として新たな証券取引所、Social Stock Exchange が創設されている。海外で運営されている Social Stock Exchange には様々な形態がある。例えば英国では、2013 年に Social Stock Exchange London が開設された。取引所といっても、登録できる企業はロンドン証券取引所に上場している企業に限られており、証券の売買自体はロンドン証券取引所で行うことが前提である。Social Stock Exchange London は、いわば社会性のある企業を区別するためのディレクトリの機能を果たしており、投資家に対して社会的企業に関するリサーチならびに情報提供も行っている。登録企業は第三者機関によって実施される社会的インパクトに関するテストに合格する必要がある。

(2) カナダではベンチャー向け証券取引所に Social Stock Exchange が創設される

カナダでは、オンタリオ州政府が運営する Social Venture Connexion (SVX) が 2013 年に開設された。SVX はソーシャルベンチャーやファンドの資金調達を支援するため、クラウドファンディング型のオンラインプラットフォームと、一定の審査基準を満たした適格投資家を対象とした相対の私募取引プラットフォームを運営している。SVX は発行体の社会的インパクトのレビューも行っており、インパクト投資を推進する国際団体である GIIN (Global Impact Investing Network) が開発した IRIS というインパクト評価指標¹⁰や、前掲の米 B Lab の B Corp 認証を活用することによって、投資家に比較可能な情報を提供している。

(3) シンガポールでは民間企業が Social Stock Exchange を創設

シンガポールでは、Impact Investment Exchange (IIX) という民間企業が Social Stock Exchange を運営している。IIX の本拠地はシンガポールであるが、シンガポールに限らず、開発が遅れている地域と「ウォールストリート」をつなぐことをミッションとし、世界各地で事業を行っている。IIX は 2011 年に Impact Partners という、投資家が社会的企業にアクセスできるプラットフォームの運営を開始した。企業がプラットフォームに掲載されるためには、明確に定義された社会的使命を持っているか、持続可能な財務計画を持っているか、といった観点から審査を受け、これをクリアする必要がある。

この他にも、IIX は 2013 年にモーリシャス証券取引所と共同で、Social Stock Exchange としては初めて、取引所を介して取引を行うことのできる流通市場である Impact Exchange を一定の基準を満たした適格投資家向けに開設した。IIX はインパクト評価にも力を入れており、評価

¹⁰ インパクト評価については柿沼英理子「[インパクト評価をどのように行うか](#)」(大和総研レポート、2020 年 2 月 6 日)を参照。

にあたって SROI (Social Return on Investment : 社会的投資収益率¹¹) や IRIS といった指標を活用している。

(4) インドでは政府が主導で Social Stock Exchange の開設を検討

この他、インド政府も現在 Social Stock Exchange の開設を目指している。インドの Nirmala Sitharaman 財務相は 2019 年 7 月、2019~2020 会計年度予算の発表に合わせて、社会的企業や NPO の資金調達を支援するために、Social Stock Exchange を開設することを提案した。Social Stock Exchange はインド証券取引委員会 (SEBI) の傘下に設立することが検討され、同年 9 月には SEBI の下でワーキンググループが設置された。2020 年 6 月にワーキンググループが公表したレポートでは、上場之际、社会的企業や NPO に求められる社会的インパクトに関して、今後、新たに策定するレポート基準を満たしているかという点を条件とすることが検討されていると明かされた。また、NPO の資金調達スキームとして、ゼロクーポン・ゼロ元本債¹²を上場させることや、社会的インパクトの実現を重視する投資家の要望に応えるため、成果連動型報酬の仕組みを利用することも検討している。この他、社会的企業や NPO への投資を拡大させるために、投資家の税制優遇制度や、将来的に発行体のインパクトレポートに対する第三者機関による監査の実施、発行体に関する情報を集約させたデータベースを作ることも議論がなされている。

5. 株式市場のパラダイム・シフトは加速するか

(1) 日本でも広がる ESG 投資、インパクト投資の議論も開始

日本においても、近年 SDGs (持続可能な開発目標) の認知度向上などを背景に、株主だけでなくステークホルダーに配慮することを掲げる企業が増えている。機関投資家による日本版スチュワードシップ・コードへの賛同、ESG 投資への取り組みも増加している。インパクト投資についても、環境省が「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」を設置したり、金融庁が「インパクト投資に関する勉強会」を立ち上げるなど、官民が連携して促進する動きがみられる。

米国ではステークホルダーへの価値提供を重視する B Corp/Benefit Corporation が株式を公開し、英国やカナダなどでは社会的企業が資金調達しやすくなる仕組みとして (もしくは社会的企業に投資したい投資家が投資しやすくなる仕組み作り) Social Stock Exchange の創設が増えている。従来、株式市場では株主に対して経済的利益を提供できる企業が評価されてきた。企

¹¹ 一般的に、 $SROI = (\text{社会・環境面でのアウトカムの貨幣換算価値合計}) / (\text{社会・環境課題解決を目的として投入されたリソースの貨幣価値換算額合計})$ と定義される。

¹² ゼロクーポン・ゼロ元本債の償還期間は資金用途のプロジェクトと等しく、償還時には資金提供先の NPO の帳簿から償却される仕組みをとる。ゼロクーポン・ゼロ元本債は社会的インパクトを重視し、提供した資金は返還されなくても良いと考えている投資家に適しているとしている。

業がステークホルダーへの価値提供を掲げること、投資家が投資先企業の環境や社会への対応を考慮すること、そして社会的なインパクトを評価する動きは、株式市場のパラダイム・シフトとも言える。日本でもこの株式市場のパラダイム・シフトが起きるのか、①伝統的な株式市場の変化、②新たな市場の創設、の2つの経路から考えていきたい。

（２）伝統的な株式市場の変化 ～プライベート市場からの波及～

① 日本で初となる SDGs IPO

日本には B Corp や Benefit Corporation のような制度は存在せず¹³、現時点で米国の B Corp の IPO 自体が参考事例になるわけではない。しかし、2020 年 11 月に東京証券取引所が上場を承認したポピンズホールディングス¹⁴は、新規株式公開に伴う公募による募集株式発行に際し、調達する資金使途が国際資本市場協会（ICMA）の「ソーシャルボンド原則 2020 年版」への準拠性、SDGs への貢献可能性等について第三者評価機関からセカンドパーティ・オピニオンを取得した。債券市場で拡大していた SDGs 債（グリーンボンド・ソーシャルボンド・サステナビリティボンドの総称）のように、調達資金の使途を明確にし、その社会的なインパクトを示した上で上場する事例は日本初となる。同社は自社の株式公開を「SDGs IPO」と評しているが、ステークホルダーへの影響や社会的なインパクトを投資家に示したうえで上場を目指す新しい形であり、今後の投資家からの評価が注目される。

② プライベート市場で広がるインパクト投資

世界的に、インパクト投資は上場企業より未上場企業（プライベート市場）に対して活発に行われており、海外では複数の大手プライベートエクイティファンドが、社会的なインパクトを投資判断に組み込むインパクト・ファンドを組成・運用している。今後はそれら未上場企業が株式公開を実現していくことが期待される。米国の Benefit Corporation の株式公開や、日本の SDGs IPO はその萌芽と位置付けられよう。今後その規模が大きくなっていけば、大手機関投資家による上場株式を対象とするインパクト・ファンド組成の動きとの相乗効果で、株式市場全体に、社会的なインパクトを考慮していく動きが波及していくことが予想される。

（３）新たな市場の創設 ～既存の制度を活用した日本版 Social Stock Exchange の可能性～

① TOKYO PRO Market

まず、新たな市場の創設に関しては、日本については既存の制度の枠組みを活用することで似

¹³ 日本企業が B Corp 認証を取得することは可能であり、認証を受けている日本企業も存在する（第 3 章を参照）。

¹⁴ 同社は働く女性に対しエデュケア（「エデュケーション：教育」と「ケア：保育」を組み合わせた言葉）と介護サービスを提供している。上場承認に関してはポピンズホールディングスウェブサイト「株式会社ポピンズホールディングス 東京証券取引所本則市場への上場承認に関するお知らせ」（2020 年 11 月 16 日）を参照。

たような仕組みは実現可能である。具体的には、①東京証券取引所が開設する TOKYO PRO Market と、②株式投資型クラウドファンディングだ。TOKYO PRO Market はプロ投資家（特定投資家及び非居住者）のみ参加可能な市場である。J-Adviser 制度が導入されており、一定の資格要件を満たし、取引所から認証を受けた J-Adviser という仲介業者が企業の上場適格性要件に適合するかどうかの調査などを実施する。上場後の適時開示の助言・指導、上場維持要件に適合しているかの調査も J-Adviser が実施することになる。この市場において、J-Adviser が自社の上場適格性要件の適合に際し、社会・環境・経済に対するインパクトも審査し、その後の情報開示も助言・指導し、インパクト投資家の参考となる情報開示を促し、インパクト投資家からの投資を呼び込むことが考えられる¹⁵。

② 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においては、クラウドファンディング業者が社会課題の解決をビジネスとする企業を取扱うことで、Social Stock Exchange と同じような仕組みを作ることは可能であろう。この場合、クラウドファンディング業者は先の J-Adviser のように、社会・環境・経済に対するインパクトを審査したり、発行体にインパクト投資家の参考となる情報開示を促すなど、インパクト投資家が投資しやすくなるような発行体支援をすることが望ましい。

TOKYO Pro Market も株式投資型クラウドファンディングも、現時点での市場自体の規模は小さいものの、証券取引所の本則市場・新興市場のような厳格な上場基準は設けられていない。企業が社会的なインパクトを投資家に訴え、資金調達する場として機能しやすいのではないだろうか。

（４）コロナ禍で株式市場のパラダイム・シフトは加速する可能性

2020 年の新型コロナウイルスの感染拡大は従来社会が抱えていた課題を顕在化・深刻化させた。例えば、職を失ったり、健康被害にあった人々は、相対的に社会的弱者と言われる層に多い。従業員に対して安心して働ける労働環境を提供することや（リモートワークが可能か、可能でない場合はソーシャルディスタンスの確保やマスクの配布、消毒液の設置などの感染防止策が講じられたか）、雇用の維持など、企業のステークホルダーへの対応がより問われるようになってきている。機関投資家側もコロナ禍において責任ある行動を取るよう、国連の責任投資原則（PRI）や国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）が提言などを出している。グリーン社会の実現をコロナ禍からの経済復興の柱として位置づける動きも急速に広がっており、政策的な後押しが企業側の取り組みを促すことが期待される中、環境分野は投資テーマとして引き続き注目されるだろう。新型コロナウイルスがもたらした社会の大きな変化は、株式市場のパラダイム・シフトを加速させるかもしれない。

¹⁵ TOKYO Pro Market については神尾篤史「[注目度高まる TOKYO PRO Market の新たな活用方法](#)」（大和総研レポート、2020 年 6 月 5 日）を参照。