

「インパクト企業の資本市場における情報開示及び対話のためのガイダンス」草案

へのご意見募集(2024年1月22日~2月29日)を通じて寄せられたコメント

Q:期待できる/できないと思う理由や、より実践的なガイダンスにしていくために具体的にどのような点を改善していくと良いとお考えか

未上場企業

【今後も参照したいと思った点】

- [P7]ポジティブ・フィードバック・ループ:社内の関係者(特に投資家に面しているメンバー)の巻き込みに使えると感じました。
- [P10]図:インパクトと収益を並列させて表現して下さったことで、一覧性を持ってその両面について考えられました。このフレームワークに沿って自社の整理を試みようと思いました。
- [P22]対話のあり方/[P58~]インパクト企業に対する投資家の質問例:具体的な質問や想定される対話の内容も記載いただいたお陰で、投資家との対話における要点を読み取ることができたように思います。自らの投資家対応における準備にも、社内の関係者(特に投資家に面しているメンバー)との対話にも、活用できそうだと感じました。
- [P28~]事例集:国内外の幅広い開示事例をピックアップいただいているため、コンセプトメイクから最終アウトプットづくりに向けたデザイン担当との摺合せにも見えそうだと感じました。

【ブラッシュアップいただきたいと思った点】

- 社内の巻き込みのため、この内容をもう少し簡潔に伝えられるようなプレゼン資料があるとありがたいです。
- 今後の自社の取り組み方針をこのガイダンスを起点に考える際に使えるワークシートのようなものがあると、より助かると思いました。
- [P15]ステップ3:より具体的な内容や事例が記載されていると、実際のアクションに落とし込みやすくなるのではないかと感じました。

上場株投資家

該当箇所①:「2.目的」

意見①:

- 目的に「資本市場関係者のインパクト志向を高めること」を含めることを提案したい。
- 本ガイダンスはインパクト志向の高い人同士の対話を高度化することに資する内容であると思われる。一方で、資本市場の一部で局所的に高度化が進むとインパクトに馴染みを持たない人が排他的な雰囲気を感じて関与を避け、結果としてインパクト企業を取り巻く資金循環に悪影響を及ぼす可能性も否定できない。
- 本ガイダンスの狙いは「インパクト志向の高い人」が「インパクトに関心のない人」と対話をする際の「意見のすれ違いを防止する」ことも含まれているのだと推量する。もしそうであるならば啓蒙活動を通じて広く資本市場関係者のインパクト志向を高め、インパクト投資の活性化を促すことを目的に含んだ方が良いのではないかと。
- インパクト企業が活躍する場づくりとして、理想的には「インパクト志向の高い投資家の増加」という経路があるべきと思うが、それを省いて、「インパクトに関心のない人がインパクト企業に投資をする」ことを推奨すると、一時的なブームやインパクトウォッシュの助長につながる懸念がある。
- なお、本来インパクトを追求しようという企業は、利益以外にも企業目的があるということを公言する存在である。そのような企業が上場する場合、その経営理念に共感する人に投資をしてもらうことが理想的な形であると思われる。インパクト企業の外観を整えるための開示や、共感しない人を説得するための開示にならないように留意が必要だろう。

該当箇所②:17ページの表中「開示されることが望ましい要素」という表記

意見②:

- 「開示されることが望ましい要素」という表記を「投資家が参考にする点」という表記に変更することを提案したい。
- インパクト関連の情報開示について、その内容を「開示されることが望ましい要素」として網羅すると、暗示的に「開示すべき」という圧力が働く可能性がある点が懸念される。企業が過度に詳細な情報開示を行うようになると、企業と投資家双方に過大な負担をもたらす、嫌煙されてしまう。任意開示においてその仕組みが嫌煙されると活用されないままになることが懸念される。むしろ、企業が自発的に「開示したい」と考え、投資家が企業を理解する上で「意味がある」と考える情報に焦点を当てた開示を推奨した方がよいのではないかと。つまり、企業にはフレームワークに則るよりも自社のミッションやパーパスを一番正しく表現できる方法で開示をしてもらう方が、正しい情報が伝わるのではないかと。
- なお「開示されることが望ましい要素」として記載されている内容そのものは、見方を変えると「投資家が開示資料を読み解く場合の思考回路」と読み取れる。よってガイダンスの表記を「投資家が参考にする点」として記せば企業にとって開示のコツを得るヒントになると思われる。企業が無用な圧力を感じずに投資家の思考回路を知ることができれば、自分らしい生き活きた内容を、投資家の思考回路への配慮を含めて開示することが可能になるのではなかろうか。
- また、別の観点から付言すると、上場に関与する資本市場関係者(主幹事証券、上場審査、機関投資家)に対して、インパクト企業が従来の上場企業の開示とは異なる開示(例えばロジックモデルなど)を行う可能性があることを周知するという意味で、ガイダンスが網羅的にフレームワークを示すことは有意義だろう。
- インパクト企業が自社にとって重要と考えて開示している内容を、上場プロセスの関係者が過去の経験のみで排除するような、意見のすれ違いが起こることを未然に防止するために、ガイダンスが有効な役割を果たすことが期待される。

該当箇所:具体的な開示項目

意見:

- 開示内容として「インパクトの追求を最優先(経済性の追求と同等を含む)にすること」についての記述を必須要件とすることを提案する。
- インパクト企業が労力を投じて追加開示を行うとすれば、その見返りとして求めるものは、「上場後もインパクト追及が可能となること」にあるのではないかと。上場して不特定多数の投資家との関係が始まったとしても、理念の追求を第一に行いたいという企業の情熱を、資本市場関係者がサポートすることこそが、上場企業がインパクトを生むための環境整備に欠かせないだろう。
- そのためには、インパクトの追求が経済的リターンと同等かそれ以上に重要であるということを明確に宣言することが重要であろう。企業姿勢を明確に示すことでインパクトの追求に共感する投資家を呼び寄せることができる。

- 真のインパクト企業であるならば、上場の際して「インパクトを最優先する」と高らかに宣言したい欲求を持っているのではないかと推察する。逆にそれを躊躇するならば、インパクトウォッシュの懸念があると言えるのではなからうか。

法律事務所A

① 企業価値について

該当箇所:p. 6「本ガイダンスにおける「企業価値」とは、資本市場から評価される価値である「時価総額」(Market Cap)を指す。」

ご意見:

本ガイダンスにおいては、一般的なファイナンス理論における企業価値の定義として、「時価総額＝株主価値であり、これに債権者価値である負債を加えたもの」であると紹介しつつ、「本ガイダンスにおける「企業価値」とは、資本市場から評価される価値である「時価総額」(Market Cap)を指す。」としている。これはすなわち、インパクト上場企業がインパクトの実現を目指す施策を検討する際や、関係者との間で企業価値向上に向けた建設的な対話を行うに際して、中長期的なCFCの向上ではなく、究極的には、中長期的な株価の向上を図ることを念頭におくべきというメッセージを送っているという理解で良いか。株価は市場要因や外部環境にも影響を受けるものであり、あえて企業価値をこのように定義した意図やそれにより生じる違いについて、より詳細なインストラクションを行うことを求める。

また、このような態度は株式会社の取締役の善管注意義務の内容である株主利益最大化原則には一切の変更を加えることを意図するものではないという理解でよいか。すなわち、アメリカにおけるBenefit Corporationのような法人形態とは異なり、究極的には、中長期的な株価の向上につながるものが合理的に説明できないインパクトの実現を目指す施策を行う経営判断は許容されず(中長期的に株価とインパクトがトレードオフになることは許容されない)、上場会社の取締役として経営判断を行うに際しては、常に当該インパクトの実現を目指す施策が上記定義における企業価値の向上に資するものであるか否かの検証を行う必要があるとの理解で良いか。

もしそうであるならば、インパクト上場会社の経営者や投資家に対して誤解の生じることのないよう、これらの点について補足をしてはどうか。

② 定款の位置付けの明確化について

該当箇所:p.3「社会・環境課題の解決によるインパクトの創出が、事業の主たる目的として、ミッション・パーパス・定款等に定められ、自社の事業の中核となっている。」(p.16等も同じ)

ご意見:

日本法上、ミッション・パーパスを社内のどの書面において定めるべきかについては論点となる。まず、「ミッション・パーパス・定款等に定められ、」部分については、ミッション・パーパス自体は文書ではないことから、「ミッション・パーパスが定款等に定められ」に修正することが考えられる。

また、日本の場合、米国におけるベネフィットコーポレーションといった定款自体にミッションを定めることを前提とする法人形態は存在しないものの、ミッションを定款に定めることは可能であり、実際に既存の上場会社においても、自社のミッションを定款に定める例も増えてきている。定款の定め方としても、具体的には、定款の絶対的記載事項である目的条項自体に新たな事業目的を追加する方法と、定款における任意的記載事項として、目的条項とは別途、企業理念に関する条項を新設する方法等が存在し、既存の上場会社においていずれの事例も見られているところである。

定款において一定のミッションに関する規定を設け、これを株主総会の決議で承認した場合の法的効果として、日本法上、取締役は、定款に記載された事項及び株主総会の決議事項を遵守すべき義務を負っている(会社法355条)こと等から、その場合の法的効果が他の社内文書(例えば、通常の社内規程)に定める場合と異なる可能性がある。したがって、定款にミッションを記載することについては、他の社内文書に定めた場合と効果が異なる可能性がある点をインストラクションしつつ、定款でそのような記載をしている上場会社の事例を先進的な取り組みとして紹介することが考えられる。なお、上場会社の定款は、例えば「東証上場会社情報サービス」内の各社の「縦覧書類/PR」にも掲載されることになることから、インパクト志向の上場会社としての一定のラベリングをする場合には、そこに掲載される定款内に特別の規定を設けているというのは一般投資家からも分かりやすく自然であると思われる。

③ 虚偽開示との関係について

該当箇所:P.17「なお、実際の開示においては、現状決まったルールや規制があるわけではないことから、以下の要素を参照し、表現方法等については、各社にてベストな方法を検討されたい」

ご意見:

インパクトに関する開示として、一定の将来情報を開示することも想定されるが、その場合であっても、記載した将来情報が、実際の結果と異なる場合でも、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないと解され(企業内容開示ガイドライン5-16-2の改正参照)、インパクト企業において行う開示において、虚偽記載等の関係でどのような検証や説明を行う必要があるかについての関係省庁における整理や事例紹介がなされることを期待する。

また、とりわけ大規模な上場を想定するインパクトスタートアップの中には、グローバルオファリングを目指す企業も出てくると考えられるため、諸外国のルールとの関係についても一定の調査・インストラクションをすることが期待される。

④ 上場後の開示についてのインストラクションについて

該当箇所:P.21「上場後は、利用できる媒体等が拡大し、情報発信の自由度は高まる」

ご意見:

上場後は、開示媒体が増えるという点については同意するが、「自由度が高まる」という点は実態に即していないように思われ、ややミスリーディングであると思われる。金融商品取引法を含む様々な法令やガイドラインの規制が及ぶとともに、証券取引所の規則も適用されるなど、厳格なサンクションを伴う様々な規制の対象となるため、非上場の時に比して、開示の自由度はむしろ低まると考えられる。同表の中で、上場前の開示を「開示における自由度は高い」と記載していることとの関係からも、当該箇所の記載の再検討を求める。

⑤ 短期的な収益との関係について

該当箇所:

P18「上場市場においてインパクトよりも短期の収益を期待する投資家の存在も含めた多様なステークホルダーへの提供価値を考慮した経営が求められる」、p.19「⑤ステークホルダーの全体像とガバナンスに対する考え方/自社が解決を目指す社会・環境課題に關与するステークホルダーと、各者への提供価値をどのように捉えているか？インパクトの創出を自社の経営の意思決定プロセスや意思決定機関にどのように反映しているか？ ※ステップ3及び「ガバナンス」を参照」

ご意見：

「インパクトIPO」という用語を利用する以上、インパクトウォッシュの問題を避ける観点からも、短期的な利益追求と株主価値の関係を明確化する必要があると考えられる。例えば、ベネフィットコーポレーションとして上場している米国の企業においては、SECへの開示書面におけるリスクの項目に株主の利益と社会的公益の関係性(株主から見たリスク)についての記載を行うプラクティスが見られるが、このような記載を参考にしたリスク項目を含めることで、投資家からのインパクトIPOに対する理解を深めることが考えられる。

- A) インパクトIPOという形式の上場であっても、期待したインパクトが実現できない可能性がある等
- B) 取締役が株主の利益のみならず、ミッションやパーパスとの関係で、ステークホルダーの利益を考慮することとなり(定款に記載した場合にはそのような義務を負っていることとなり)、仮にそれぞれの利益が相反したときに、株主にとって有利な形で解決されるとは限らない
- C) 社会に対しポジティブなインパクトを与えようとした結果、会社の短期的な財務的パフォーマンスにネガティブな影響が生じる可能性がある
- D) 会社のミッションにアラインしない買収者からの買収が困難になる可能性があり、株式の市場価格が抑えられる可能性があるといった影響が生じ得る

⑥ 株主構成や買収防衛についての考え方について

該当箇所:P.22~P.23ガバナンス

ご意見：

インパクトIPOを企図する会社は、ミッションを維持しインパクトを着実に実現していくための方策として、会社の資本政策についても、通常の上場会社とは異なる取り組みを検討する会社も出てくると思われる。そこで、ガバナンスに関する項目として、インパクト実現を目指す上場会社の上場後の株主構成についての考え方や、上場後も利用可能な資本政策について、証券取引所も含めて議論・整理をすることが期待される。例えば、諸外国の取り組みを参考にすれば、株主構成として一定割合以上を、インパクトを重視する中立的な株主(中立的で公益性の高い信託や財団等を含む)が保有することや、特別な種類株式を発行すること等がアイデアとして考えられるが、現在の上場規制との関係でどのような方法が許容され得るのが必ずしも明確ではなく、証券取引所等を含めた各関係者の関与により作成される本ガイドラインにおいて一定の整理が行われることが期待される。

また、インパクトIPOをした企業の買収(及び買収防衛)に関して、通常の企業との間で実質的な差異が生じ得るのかという点についての理論的な整理をした上で、必要に応じて、上場後に、インパクトの追求とアラインしない買収者が現れる可能性を考慮し、その場合の対応について(上記⑤のD)に対応する記載等)開示書面において事前に説明するといったプラクティスを形成することも考えられる。

調査機関

- 本ガイドランスは、以下の理由から、実践的なガイドランスとして「期待できる」ものと考えます。その理由として、未だ「黎明期」にあるとされるインパクト投資について、本ガイドランスの全体的な構成がインパクト投資家やインパクト企業にとって極めて理解しやすい内容となっていることが挙げられます。本ガイドランスの中で、適所に図表が掲載されていることは、企業や投資家の理解をサポートしているものと考えます。たとえば「インパクト創出と収益創出の視点の連動性」(P.14)における「KGI」や2種類の「KPI」は、ゴールから逆算するステップをインパクトと収益の両視点から併記しており、ガイドラインの利用者にとって理解を大いに促進しているものと考えます。一方で、その理解をより容易にするとと思われる点としては、以下2点を提案いたします。
 - 【1点目】
 - 【該当箇所】
 - P.8、4ステップの図表のガバナンス部分について
 - 【意見】
 - ガバナンスには、適切な経営の意思決定が行われる仕組みが構築されていることも重要ですが、ガバナンスとしては「監督・助言」という機能も重要と考えます。しかし、この図表の中では、「監督・助言」という機能について明示されておりません。P.15に「ステップ3: 経営意思決定プロセスへの組み込み」の中で、「設定されたKPIを定期的にモニタリングし、その結果が意思決定プロセスに組み込まれていることが望ましい」とあり、「監督・助言」に含まれる「定期的なモニタリング」について触れていますが、「ポジティブ・インパクト」に対して、誰が責務を負うのか、また取締役会がどのように関与するのか、内部監査体制をどうするのか、など、ポジティブ・インパクトに対する体制や監督の必要性に言及すべきと考えます。
 - 【2点目】
 - 【該当箇所】
 - P.16、図表中の望ましいあり方の<リスク・機会>部分について
 - 【意見】
 - 「定期的」にモニタリング・評価されることが望ましいとありますが、「定期的」とはどの程度の頻度を指すのかが不明瞭です。企業や業種によって進捗率や伸び率は異なりますが、年に一度や半年、四半期に一度など具体的に設定してもよいと考えます。

上場企業

- <期待できる点>
 - P10: 投資家との対話を通じて得られたフィードバックをステップ1で活用するという点は、筋の良い戦略を描く上で不可欠であり、とても大切な視点で評価できます。
 - P15: できるだけ野心的かつ実現可能な目標であることや、経営がコミットしていることを求めている点。大変重要な論点だと思います。
- <お伺いしたい点>
 - P17-19: 開示において「収益性・成長性の観点」「持続的な事業成長の蓋然性の観点」が記載されていますが、「社会・環境へのインパクト」というインパクトそのものに関して記載がないのは、どのような意図かお伺いできれば嬉しいです。(企業としては、財務的な成長のことばかりを開示している現状の状況から、インパクトの開示を追加しなければならないと考えていたため、教えていただきたいです)

法律事務所B

- 該当箇所:
 - P17~22「ステップ4:情報開示/対話」
- ご意見:
 - 1. 私どもの立場
 - 私どもは、企業法務のうちキャピタルマーケット分野を中心的に取り扱っている弁護士でございます。情報開示については、IPOや上場後の公募増資・売出しにおける有価証券届出書・目論見書等(グローバルオファリングの場合は英文目論見書も含む)や上場後の継続開示(有価証券報告書、適示開示、任意開示等)への助言を行っております。また、グリーンボンド等のサステナビリティファイナンスやサステナビリティ情報開示も取り扱っております。このように資本市場に深く関与している弁護士の立場での、法的観点からの意見を記載いたします。
 - 2. ガイダンスへの期待
 - まず、今回のガイダンスについては、いわゆるインパクト投資家に限定しない広く一般の投資家への情報開示に関する指針が示されており、共通理解の醸成及び建設的な対話の促進の観点から大変期待できる内容であると思料いたします。
 - 3. 改善意見:金融商品取引法上の事前勧誘規制やライアビリティリスクの観点の説明の拡充
 - その上で、インパクト企業の情報開示については、金融商品取引法上の事前勧誘規制やライアビリティリスクの観点から特に留意が必要と考えております。当該観点を意識いただいたと推察される点については、今回の草案では例えば以下の記載があります。
 - ①「上場に関わる書類は既存の規定やルールに従う必要がある」(P20)
 - ②「リスク回避の観点から、基本的には業績は実績ベースとして、予想の数値は含めないケースが多い」(P20)
 - ③「上場時には開示内容が制限される可能性がある」(P20)
 - ④「Iの部(有報)等の法定開示書類にどこまで開示するのかについては、証券会社(取引所を含む)等も交えて慎重な検討が必要となる」(P20-21)
 - もっとも、これだけの記載では、問題やリスクの所在が必ずしもよく分からず、過度に緩い開示又は過度に保守的な開示を招くおそれがあるため、金融商品取引法上の事前勧誘規制やライアビリティリスクが存在すること等についての説明を加えていただくのがよろしいのではないかと思料いたします。※URLは個人名が表記されているため割愛

評価機関

- 該当箇所:インパクトと収益を同時に考える仕掛け(P10の図表、P14の図表、など)
 - ご意見:投資家は一般に収益への期待を持って株式に投資するため、収益を話の中心に持ってくるのが対話の第一歩だと思います。これにインパクトを関連付けることで経営戦略についての様々な議論が起こることが期待できます。この仕掛けに乗ってくる投資家がどれくらいいるのか?この点はアセットオーナーや個人投資家などの意識に依存するものと考えます。

証券会社

- 該当箇所:
 - P.3-P.4 ポジティブ・フィードバック・ループにおける要素①と要素②の整理
 - P.14 3) インパクト創出と収益創出の視点の連動性
- ご意見:
 - より実践的なガイダンスとするには、より具体化・「見える化」が必要と考える。要素①のインパクトの創出では、社会的課題を明確にした上で定量目標であるアウトプット、アウトカムをKPIとして定めていくことを想定している
 - 一方、②収益の創出では、インパクトと収益の好循環によって継続的な事業成長を図ろうとしているが、企業自らにおいて①のインパクトのアウトプット/アウトカムのKPIと収益の相関関係を「見える化」するのが非常に困難である。「事例集」などで具体的なインパクトの創出や収益の創出を明示しないと、企業サイドではポジティブ・フィードバック・ループをイメージできないと感じる。現状では投資家などの資本市場の関係者との建設的な会話を求める実践的なガイダンスであるとは言い難いと感じる
 - 金融庁がソーシャルボンドガイドラインを策定した際には、「SDGsアクションプラン」を活用して、日本における社会・環境課題を明確にした上で、日本におけるソーシャルボンドの資金用途を整理することに至った。
 - よりインパクトを重視する先進的な企業であれば、現状のガイダンス草案で具体的に示されていない内容でも、より「見える化」することは可能かもしれない。しかし、特に上場後において株主等からより収益を重視することを求められる場合に、インパクトの創出を収益と関連するビジネスモデルを明示し続けるのは、より具体的な関連性を「見える化」することが必要であると感じる
- 該当箇所:
 - P.7-P.9 ポジティブ・フィードバック・ループと4つのステップとの関係性
- ご意見:
 - 本ガイダンスにおいて、ポジティブ・フィードバック・ループと4つのステップを明示したことは非常に意義がある。一方、その2つの関係性をより明確にしていけないと、いずれの内容もガイダンスとしては不十分になる認識がある
 - ステップ①では、インパクトの創出、収益の創出と、6つの資本についての言及がある。資本市場の活用を通じた企業価値の向上については言及がない。戦略策定において、資本市場の活用を念頭に置いて企業価値向上へのストーリーを明確にする内容が必要と感じる
 - ステップ②では、インパクトの創出、収益の創出についての言及がある。6つの資本と資本市場の活用を通じた企業価値の向上については言及がない。事業計画の策定/KPI設定において資本の側面からの整理が必要であり、その上で資本市場を活用しての企業価値向上を整理するロジックが重要と感じる
 - ステップ③では、インパクトの創出に関連した記載があるが、収益の創出、6つの資本と資本市場の活用を通じた企業価値の向上については言及がない。インパクトの創出に重点が置かれているものと認識するが、収益・6つの資本、資本市場の活用+企業価値向上が明確ではない経営意思決定プロセスの組み込みは、ポジティブ・フィードバック・ループと関係性では不明瞭を感じる
 - ステップ④では、成長ストーリーという表現が企業価値の向上と同意なのか、投資家が求める視点がインパクトの創出、収益の創出との結び付いているのかをより明確にするのが良いと思う

Q: 本ガイダンスを用いてインパクト企業や第三者などが、現状のインパクト企業における取り組み状況をレベル分けして評価することが検討された場合に、初期段階として、どのレベルの取り組みが優先度高く求められるとお考えですか

未上場企業

- 初期段階としてはステップ1~2が明確化されていることを評価し、会社としてのインパクトへの「意思」の有無・明確化度合を評価することとなるのではないかと思います。
- 他方、ステップ1~2はあくまでも「意思の表明」に近いもので、その内容を他者が評価することは難しいのではないかと思います。ゆくゆくはステップ3で記載されているような活動が実態の取り組みレベルを表すものの一つとして、重要になっていくのではないかと想像します。

上場株投資家

- インパクトを評価する際に認証のような制度がフィットするのかは疑問だが、参考までに私の所属組織において企業のインパクトを評価する際に使用している観点を示すと、以下のような点が挙げられる。
 - IMM体制が整っているか
 - 評価制度にインパクト項目が組み込まれているか
 - 課題を解決することで既存のエコシステムが改善するか
 - エコシステム外に手を差し伸べる包摂的活動か
 - 他の企業では解決できない独自の活動か
 - 社会課題の構造問題を解決する活動か
- また、欧州のインパクト志向の高い投資家との議論の中では、以下の点について高い関心を持っているように感じている。
 - 製品／プロダクトを通じて生み出されるインパクトの定量データ(インパクトKPI)
 - 当該インパクトに関連した売上が全体に占める比率

調査機関

- 【1点目】
- 【該当箇所】
 - P.10 図表、インパクトの5次元に対する評価
- 【意見】
 - インパクトの5次元のうち、インパクトの創出の「What」が明確に示されているかどうかという点は、インパクト投資の要件①(基本的指針案より)の「意図」に相当する部分であり、この部分を明らかにすることは初期段階の取組みの評価として、優先度合いが高いと考えます。どのような社会・環境課題を解決する効果(インパクト)を創出するのか、というインパクト投資の本源的な意味に通じるものとして、大きな意義があると考えます。
- 【2点目】
- 【該当箇所】
 - P.16<リスク・機会>部分についての評価
- 【意見】
 - グリーンウォッシュが問題視されているように、「名前だけ」、「形だけ」にとどまり、ESG投資の成果が見えにくいことが混乱を招いている一因と考えます。同様に、インパクトウォッシュの問題を未然に防止するために、インパクト投資の具体的な成果をしっかりと「見える化」する必要があると考えます。
 - さらに上記【1点目】で指摘した「意図」の評価に追加して、以下のことを評価することが必要と考えます。
 - 当該事業によるポジティブ・インパクトの規模
 - 社内で定量的な指標(KPI)の設定と把握
 - 副次的効果によるネガティブインパクトの具体的な影響やリスクの把握
 - ステークホルダーエンゲージメントの実施

上場企業

- あまり多くを求めすぎるとインパクト企業の裾野が広がらないので、以下の基本3点が優先的に求められると考えます。
 - ①インパクトが経営トップがコミットしている方針や戦略に組み込まれているか
 - ②インパクト目標を掲げているか
 - ③インパクトが財務につながる道筋を開示しているか(定量・定性のいずれか)
- 逆に以下は求められる可能性がありますが、これを入れてしまうことでルーフショット的な目標が増えたり、インパクト目標そのものを諦める会社が出てくるので、初期段階の現時点ではこのような紋切り型の項目が入らないように注意した方が良いと思われます。
 - ●インパクト目標の進捗を開示できているか
 - ●インパクト目標を期限内に達成したかどうか

評価機関

- 該当箇所:『5.「ポジティブ・フィードバック・ループ」を加速させるための4ステップ』に記載される「望ましい」とされる項目
- ご意見:「望ましい」事項をチェックリスト化すると、到達度を確認しやすくなります。P9の図表にあるように全体的にレベルアップしていくのがよいので、絶対的に優先順位付けをするよりも、取り組みのふりかえりの都度弱点を確認して次の目標とするのがよさそうです。
- 関連する事例としてインパクト投資の運用原則(OPIM)の自己評価と独立検証を見ると、適合／不適合といった評価ではなく、改善点を見つけ次につなげるといった形で評価が使われているようです。
- 参考:金融庁・GSG 国内諮問委員会共催「インパクト投資に関する勉強会」フェーズ2デットIMM 分科会、「デットにおけるインパクトファイナンスの考え方とインパクト測定・マネジメントガイダンス」(2023.7.25). P77-78

(**APPENDIX**「2. 事例」において、ガイダンス本文のステップ4に記載の開示の参考となる事例についてのご意見は、割愛させていただきます。)

インパクト企業と投資家との間で建設的な対話がおこなわれるために、**APPENDIX**「4. インパクト企業に対する投資家の質問例」で追加もしくは削除すべき質問例はありますか？

未上場企業

- 思いつきませんでした。具体的な事例をありがとうございます。

上場株投資家

意見:

- 追加すべき質問例案
 - インパクトを追求することになった背景、きっかけ(なぜインパクトを志向するのか?という質問の解像度を上げる質問)
 - インパクトを管理する体制をどのように整備しているのか
 - インパクトKPIと役員報酬、人事評価の紐づけをしているか
 - インパクト創出のために投資家に支援してほしいことはあるか

調査機関

【意見】

- 追加すべき質問例として、インパクト企業と(インパクト)投資家との建設的な対話が促されるよう、投資家とインパクトに関してどのような対話が望ましいのか、その例示を示すとよいと考えます。一つは、企業側が把握すべきこと(投資家側の投資哲学を把握することや投資期間など)、もう一つは、投資家側が投資の各段階(投資前のヒアリング、保有以降のエンゲージメントやモニタリング、売却後の関係性)で確認すべきことなどが考えられます。
- 例えば、ICGNのstewardship principlesでは、「投資家はどのような基準を採用し、どのように投資先企業のモニタリングを実施しているのかを明確にすべきである。投資対象企業のモニタリングには以下のような広範囲の項目が含まれる。」とし、その中で「b)例えば国連の持続可能な開発目標に記述されているような企業の持続的な長期的成功に影響する可能性のある環境及び社会課題への対処の仕方」や「d)企業報告のクオリティ」が含まれています。正負それぞれのインパクトについても、同様のエンゲージメントが必要と考えます。

上場企業

- この項目については、本当に投資家から聞かれる質問なのか、あるいは投資家に対して聞くことを促している内容なのか明確になっていると、よりわかりやすいと思いました。あるいは、この後の「一般的な投資家からインパクト企業に対して想定される質問」と統合して、本当に投資家が質問することが想定される内容だけを記載すると、企業として取り組み意欲が湧くかもしれません。(ただ、実際に当社がインパクト投資家と対話をしていても聞かれない項目もいくつかありました。当社の規模では聞かれないということもあるかもしれませんが、少し気になりました。)

評価機関

- ご意見:質問例に違和感はありません。ご参考までに弊社が企業のインパクト管理体制を評価する際の視点を本件の質問例に相当するものとしてご紹介します。(個社名のため割愛)

証券会社

- ご意見:
 - 対象とする社会・環境課題の検討・特定については質問を追加すべきと考える。インパクト企業として社会に影響を与えることは、まずは社会・環境課題についてどう捉えているかを認識した上で、事業を行ってアウトプット・アウトカムを創出することになると整理している。具体的な質問内容は以下の通り。
 - 社会・環境課題は、グローバルで認識されているものなのか、あるいは特定の国、地域で認識されているものなのか。
 - 社会・環境課題は制度的な不可避的なものなのか、事業を通して解決できるものなのか。
 - 特定の国、地域で認識される社会・環境課題を解決するものとして、国や地域に根差した事業として自社で行うことを決定した要因は。
 - 社会・環境課題と自社の事業を通して、インパクトのアウトプット、アウトカムという創出と、収益の創出をどう整理しているのか。
 - 対象となる社会・環境課題を解決して、事業としてのインパクトを通して、将来的な理想像はどのように抱いているのか。
 - ネガティブインパクトについての質問を追加すべきと考える。具体的な質問内容は以下の通り。
 - 自社が認識しない潜在的なネガティブインパクトを、どのようにすれば認識できるように整理しているのか。組織体制の継続的な変更や第三者であるインパクト投資の専門家からの視点の導入などは考えているのか
 - ネイティブインパクトへのモニタリングと、その軽減策を導入にむけての体制作りは検討しているのか

その他、何かお気づきの点などありましたら、自由にご意見をお寄せください。

未上場企業

- [P10]図内:Contributionの下に(Why)との記載がありますが、この補足は一般的なのでしょうか?Contributionのみでも伝わるのではないかと感じました。
- [P10]図内:Riskの横の文章を「インパクトが生じなかった場合に人々や地球環境にとってどの様なリスクが生じるか?」とするのはいかがでしょうか。助詞や漢字についての変更提案です。
- [P20]表内:「※Iの部(有報)等の法定開示書類に...」の前の「●」は不要ではないかと思いました。
- [P20]表内:「開示」のフォントが大きい箇所がありました。

上場株投資家

- 今回のガイダンスがきっかけとなって、「インパクト企業」と分類されていない、「既存の多くの上場企業」がインパクト志向を高める潮流に発展することを期待する。ほぼすべての企業が何らかの形で世の中にインパクトを与えているはずである。上場株に投資する立場としては、大企業が社内にあるインパクト事業の種を育てることに興味を払いたい。
- 例えば売上1兆円の会社とその10%をインパクト志向の強いビジネスにすることもインパクトスタートアップが売上1000億円に成長することも、世の中が受ける恩恵としては大きな差がないのではないかと考える。

法律事務所A

- 上記の通り、本ガイドラインの作成には関係する省庁や証券取引所も関与していることから、これらの組織が管轄するルールとの関係で、インパクトIPOがどのような規制に服し、どのような取り組みが許容されるかについて、インパクトIPO企業の取り組みを後押しするような、現在のグレーゾーンの解消につながるようなインストラクションがなされることを期待する。

上場企業

- まず初めに、上場企業に対するインパクトガイダンスが存在しない中、多くのステークホルダーを巻き込んでこれだけの大作を纏められた点、素晴らしいと思います。またコメントの機会をいただきありがとうございます。企業が扱う対象として、インパクトそのもの（社会・環境価値）と、インパクトの生み出す財務的価値があります。今回、後者が強調されているように見えたので、その背景も含めてお伺いできればと思いました。企業としては、後者は既に企業・資本市場間で「インパクト」という言葉を用いなくても既に実務が確立しているため、①にフォーカスが当たっているとより有用だと思いましたが、②にフォーカスされたご意図があるのだと思うので、その辺りを是非今後対話させていただけたらありがたいです。

法律事務所B

- ガイダンス全体を通して「Iの部」に言及されている箇所が多くあります。これは上場準備企業が最初に準備に取りかかるのがIの部であるという実態を踏まえたものと推察されますが、ガイダンスP21でも明記されていますとおり、Iの部は投資家向け開示書類ではないため、本ガイダンスが「情報開示」のガイダンスであるという目的に鑑みると、「Iの部」は全体的に「有価証券届出書」又は「目論見書」に置き換えていただいた上で、実際にはIの部の作成が先行するという書き方がよろしいのではないかと存じます。
- また、2月5日開催のガイダンス草案に関するオンライン説明会にも参加させていただきました。ガイダンス草案の各ポイントにおける趣旨や議論の背景等について、委員の方々の思いを含めてわかりやすくご説明いただき、理解が大変深まりました。説明会でのお話にもありましたとおり、投資家だけでなく、監査法人、主幹事証券等の関係者も含めて議論を進めていくことが重要という点は大変共感するところであり、キャピタルマーケット分野を取り扱う弁護士という立場からも、開示上の論点に対する助言の実務経験を踏まえて是非今後の議論の深化に貢献させていただければと存じます。

評価機関

- ご意見：開示について（該当ページ20～21）、媒体として法定開示書類が挙げられています。法定開示は開示の正当性を得るのに最善の手段だと思えます。ただ法定開示に明確に位置付けるために数年の月日を要することが想定されます。本件の施策を推進するために法定開示への道と平行して、任意開示の枠組みを作っていくことは一案だと思います。グリーンボンド原則などは任意開示（グリーンボンド・フレームワーク等）で実務が積み上がったよい事例です。
- 重要なのはガイダンスや原則・指針などの正当性だと考えられます。既にお取り組みのことと存じますが、GSGやGIINなどの国際的なネットワークの中で認知を広げたり、必要あれば組織化を図ったりして、実務事例を積み上げられるとよいのではないのでしょうか。

証券会社

- ご意見：
 - 全体が把握できるように、目次を作成すべきと思う
 - 本ガイダンスは、インパクトIPOのワーキンググループ会合を踏まえて策定された経緯があると認識している。しかし、本ガイダンスが、インパクトIPOの内容に限定されるものでなく、インパクト企業全般に情報開示や対話を促す内容に至ったのが、明記されていない。ワーキンググループの議論の過程となると長くなるかもしれないが、議論を踏まえた結果として、上場前後に限定せずに、インパクト企業としての情報開示・対話を整理することになったことを明示すべきと考える
 - p.6の冒頭に「インパクト上場企業」という表記があるが、「インパクト企業」とはどう異なるのか。「インパクト上場企業」についても定義が必要と感じる。

ベンチャーキャピタル

- ご意見
 - 本ガイダンスに期待しておりますが、自由記載の点が実務的に悩んでいる点に困りました。
 - （インパクトIPOとIPOの違い）IPO審査時には、関東財務局や東証、証券会社の引受部門から『インパクトIPOとIPOの違いは何か？』との説明を求められる可能性が高いです。そのため、この点についても整理し共通認識を示すことが関係者に有効と考えます。この論点はおそらくワーキンググループでも同様の議論があったかと思しますので、その議論内容を比較表のような形でご教示頂けると有効と思えます。
 - （東証の適時開示基準との関係）インパクトKPIとして設定される指標は、インパクトIPOを目指す企業にとって他経営マネジメント指標と共に重要経営指標になり、売上高などの会計数値につながる指標が設定されていると考えています。インパクトIPOでは、IMMの4つの実践に基づき、インパクトKPIの計画を明示し、実践した結果を廻し、投資家や各種ステークホルダーと対話することが要件だと整理された読み解いております。かかる前提において、この場合、東証の適時開示基準との関係をどのように考えるのか、もしもワーキングの中で議論があれば共有ください。上記認識ですとインパクトKPIは重要指標になりますから、この計画を出してしまいますと、財務的な事業計画を出している事と同義になるとも考えられます。この場合は、計画を出すべきなのか、どのように東証や関東財務局と協議をするべきなのか議論が必要と考えますし、反対に、もし売上高などの会計指標に紐づかない指標をインパクトKPIの指標として設定する場合でも、これはインパクトIPOを行ったとして述べても問題ないのかについてもご意見を頂きたい。
 - （SFDR8, 9条との関係性）インパクトIPO後、機関投資家ロードショーの際に、『欧州の機関投資家からは、SFDRの8条、9条など会計ルールに従った情報を出して欲しい。インパクト企業にもそれを求めたい。』とのコメントがあったようです。これが一般的なインパクト投資家の考え方ならば、インパクト投資家が求めるSFDRに基づいた情報開示がインパクトIPOの重要要件なのでは？とも考えられますが、このような海外投資家とのコミュニケーションについてもWG内で議論があったのであれば、海外、国内投資家の比較のようなポイントも共有ください。
 - （主幹事証券との関係性）インパクトIPOを行うにあたって、主幹事証券にインパクト投資やインパクトIPOの知識が十分ではないことがあり、ご理解を頂くことに労力がかかるケースがあります。ともすると「上場するにあたって、不明瞭なことを言わない方が良く、監査できない」とご指導を受ける可能性もあります。このようにインパクトIPOでも同様に上場審査を受けるので引受主幹事証券会社の意向が大きな影響を及ぼします。この点について証券会社側の立場でどのような議論があったかご教示ください。
 - （インパクトIPOの実務）東証や関東財務局などにインパクトIPOをご理解頂くためには、発行体が本当にIMMの実践を行っているのか、発行体の経営マネジメントシステムとしてワークしているのかを証明する必要があります。この為、実務面では、取締役会でのIMM実践、インパクトIPOとして上場する主旨の決議やインパクト投資家の実務支援の実施状況などをもって発行体としてインパクトIPOを経営として取り組んでいる説明することが必要になると考えます。このような視点から、実務面で「インパクトIPOに必要な手続きやプロセス」についてどのような議論がされたのかご共有頂きたい。

上場株投資家

- ポジティブなフィードバック
 - 企業価値、成長戦略との関連性を強調している
 - 全体的に、特にメインストリーム投資家(インパクトIPOにデフォルトでプレミアム/時間軸の長期化を許容する気はサラサラ無いが、理念、戦略、コミュニケーションを兼ね備えたインパクト企業には、「インパクト投資家」以上のサポーターとなる)から、インパクト企業(上場指向型)に期待することを言語化、整理していただいたものと高く評価
 - 特に、インパクト企業、投資家とも様々であるなか、議論が噛み合うよう本質的な焦点が捉えられている(場合分けの上、ハイライト)
 - 規制やルールが定まっていないにもかかわらず、望ましい要素を提示し、かつ各社の創意工夫を期待している
 - フレームワーク、その解説、具体的な事例を揃えている
- さらなる改善期待
 - 「持続的な成長の蓋然性」に関する「特徴」の書きぶりが、ミッション、パーパスに偏り過ぎていないか
 - 望ましい開示要素、項目では、そのプロセス、および定量的な裏付けでの関連性、蓋然性の説明が期待されていることとの乖離を感じる
 - (これらの項目は多くの投資家が最も注目するであろうから、ヘッドライン的な「特徴」のワーディングにも特に配慮した方が良いのでは)
- 最終化に向けたテクニカルな改善(?)アイデア
 - サマリーがあると、より広く浸透するだろう
 - (通読しないオーディエンスにもキーメッセージを伝える。引用が容易になる。)
 - 特に重要なポイント、付加価値のある部分にフォーカスして抽出すべき
 - ステップ2および3?
- 事例に対する簡潔な解説があると、活用されやすいのでは
 - ベストプラクティスである一方、注目したポイント以外も充実しており、初級者にも分かりやすいように、スポットライトを当てると親切かと