

# ガイダンス草案

タイトル案：「インパクト企業（上場志向型）の取組み・開示・対話ガイダンス」

## 1. 背景

- 持続可能な社会の構築は国際的に大きな課題であり、わが国でも、脱炭素や少子高齢化、災害への対応など、社会・環境課題の重要性が急速に高まっている。
- 課題解決には、これに貢献する技術の実装やビジネスモデルの変革（イノベーション）が不可欠であり（金融庁「インパクト投資等に関する検討会報告書（2023）」）、こうした実装や変革に取り組む企業、すなわちインパクトをビジネスの中核に据え、インパクトの創出と同時に事業成長を遂げるスタートアップを支援していくことは喫緊の課題である（「経済財政運営と改革の基本方針 2023」においても、社会課題の解決に挑戦する企業への投資やNPO等への支援の拡大を図り、新たな成長産業の創出と持続可能な経済社会の実現につなげていく、といった言及ある点を脚注に記載）
- また、事業成長の過程で、従業員の利益やその他ステークホルダーの広範な利益を考慮する必要があるといった考え方は、企業においても投資家においても主流になってきている。
- 事業成長を伴いながら、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトの創出を意図する企業（「インパクト企業」）のファイナンスは多様である。外部資金に頼らないケースもあれば、融資のみで事業成長を遂げるケースや、資本市場で調達するケースもある。
- 足元では、上場を目指すインパクト企業が増えてきている
- 上場をすると資金調達力の増大と多様化、知名度の向上、経営体質の強化、社会的信用の増大、役員、従業員へのインセンティブの付与によるモラルの向上といったメリットがある一方で、上場後の事業成長の維持、株主や市場との対話における企業側の悩みは多い現状がある
- その要因として以下のようなことがあげられる
  - 上場を経ると、投資家の多様性が増し、必ずしもインパクトを志向する上場投資家ばかりではなくなる
  - 上場投資家においては、インパクト企業が創出するインパクトを適切に評価し投資判断や有用な対話に活用するための視点やツールが整備されつつあるが、十分な検証や浸透にはまだ至っていない
  - インパクト企業においても、複数の情報開示のガイダンスがある中で、どのような情報を開示することが有用な対話に結びつくのかを模索している
- 基本的に投資家の判断に委ねられることを前提としながらも、インパクト企業の上場時および上場後におけるこれらの課題を解決するためには、両者における共通理解を促し、有用な対話につながるガイダンスを示すことが必要である

## 2. 目的

- インパクト企業が上場を経た後もインパクトを創出しながら継続的な企業価値向上を実現できるよう、インパクト企業と投資家をはじめとする資本市場の関係者との間における共通理解を醸成し、有用な対話を促すことを目的とする
- 当ガイダンスを通じて、インパクトおよび収益性を同時に実現し、資本市場を活用した企業価値の持続的な向上を意図する企業が、インパクトを主軸とする自社の強みを投資家が理解できる形で開示し、その開示を起点として有用な対話が生まれ、更なる企業価値の向上およびインパクトの創出を実現させていく。その結果、持続可能な社会の構築および資本市場全体の発展に貢献することを期待したい。

### <背景・目的の部分へのフィードバックと修正方針>

- FB
  - 背景
    - 全般に資本家を中心とした株主資本主義に立ったガイダンスに見えるためステークホルダー資本主義の潮流を踏まえた背景の記載にしたら良いのでは。
    - インパクト企業が社会において求められる背景のような部分を厚めに書いておくと良いのではないかと
    - インパクト企業の発展のパターンとして、IPOだけでなくM&Aなど多様なあり方があることを言及してはどうか
    - インパクト企業にとって「上場」することがなぜ良いのか、どんな意義があるのかも触れられると良い
  - 目的
    - 「共通理解を通じて、対話を促す」の部分について、インパクト企業がどうなって、投資家がどうなっていけば良いのかがより具体的に解像度高く記載されると良いのではないかと
    - 今回のenablerの考え方などは統合思考のプロセスをなぞったものである。「統合思考の考え方に基づき」などを入れておくと良いのではないかと

- 事後アンケート
  - 背景
    - 日本政府の政策との平仄ならびに、インパクトIPOが、日本のスタートアップの海外流出のみならず、海外のインパクトスタートアップの呼び込みによる日本の国際金融都市構想や国力向上に寄与するという大きなストーリーが必要であり、盛り込むべき
    - インパクトの創出を目指すスタートアップ等の企業は上場をすべきと読まれる表現はゆるめた方がよいと思います。すでに（注）などでそれに類する言及はありますが、ガイダンスを出すこと自体が、インパクトの創出・最大化を企図するのであれば上場を目指すべきというメッセージが伝わりやすいので、そこは注意が必要だと思います（欧米では上場よりもM&Aが多いといったデータにも言及すると親切かも）
  - 目的
    - 日本の資本市場が何を指すのかは目線を合わせる必要がある
    - インパクトIPOは（我々の定義においては）何なのか、インパクトIPOによるアウトカムとインパクト、どのようなTOCを実現したいのかということがわかるような記載がよいのでは。
- 修正方針
  - 背景
    - インパクト企業が求められる社会的な背景→インパクト企業の発展のパターンの多様性→インパクト企業が上場をすることの意義を記載する
    - 新しい資本主義や金融庁の目指すところとアラインしていることを示す従業員の利益やその他ステークホルダーの広範な利益を考慮することは、株主価値向上に（も）資するといった考えが近年主流になっている点にも言及する
  - 目的
    - 「サステナブルな社会の実現と日本市場の発展の部分」を、より解像度を上げつつ、日本だけでなく世界を含めた市場全体を包含するような記載とする
    - インパクト企業/投資家それぞれがどうなっていれば良いのか具体的なイメージを追記する
    - 資本市場の発展の内容をもう少し具体的に明記する
    - <残論点>⇒第4回後に事務局より原案提示予定
      - インパクトIPOが増えることで、その日本の目的にどう寄与できるのかという形で記載するのが良いのではないか

### 3. 本ガイダンスにおける対象

- 本ガイダンスは、インパクト上場企業（下記の通り）及び資本市場における投資家をはじめとする関係者を対象としている
  - 「インパクト企業（上場志向型）」
    - インパクト企業と一言で言っても、扱う社会・環境課題の規模の大きさや、事業ステージ、また将来の成長性の志向によって異なり、様々な企業が存在する。
    - 本ガイダンスにおいては、「1. 背景」に記載した課題認識と目的に照らし、インパクト企業の中でも「インパクトの創出」、「収益性の創出」、及び「資本市場を活用した企業価値の持続的な向上」の3つの全ての意志を持つ企業を対象とする。
    - また、これら3つの意図を持つ企業を本ガイダンスにおいては「インパクト企業（上場志向型）」と称することとする

#### ①インパクトの創出

- 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・定款などに定められ、自社の中核となる事業を構築している
- また、インパクトを経営の意思決定における重要な指標として位置付け、IMMの概念に基づき定期的に測定しながらマネジメントを行っている。

（※）IMM（Impact Measurement & Management）、インパクト測定・マネジメントとは、事業が社会的課題の解決に及ぼす正負のインパクトを定量・定性的に測定し、測定結果に基づいて事業改善や意思決定を行うことを通じて、正のインパクトの向上、負のインパクトの低減を目指す日々のプロセス。

#### ②収益性の創出

- インパクトの創出のみならず、収益性をも創出できるようなビジネスモデルを構築することで事業成長を図ろうとしている（なお、収益性の創出とは、必ずしも上場時点において、あるいは短期視点で収益性が確保されていることを意味するのではなく、中長期視点での収益性の創出が経営戦略や経営計画に組み込まれている場合も、対象に含む）

#### ③資本市場を活用した企業価値の持続的な向上

- インパクト投資家のみならず、上場を通じて多様な投資家からの資金調達を視野に入れて、自社の創出するインパクトの拡大と継続的な事業成長を図ろうとしている

#### ■ 資本市場における投資家をはじめとする関係者

- インパクト投資家のみならず、資本市場における多様な投資家、証券会社や証券取引所などを含む関係者においても、参照されることを想定している

## <対象のパートへのフィードバックと修正方針>

- FB
  - 「インパクト上場企業」ではなく「インパクト上場志向企業」などとした方が良いのでは
  - インパクト上場企業の要素として、三つが独立ではなく、三つ含めて、要件ではないか。/Enablerの部分まで含めて要素なのではないか
  - インパクトを創出しているが収益性はそこそこの事業と、インパクトは創出していないが収益を創出している事業があった場合、どこまでを許容するのか
  - TOCなど、どのようなステークホルダーと関わりながらインパクト創出を実現していくのかを宣言していることも要素に含まれるのではないか
  - インパクトの「出現」よりも「発現」や「創出」の方が自発的な要素が入るのではないか。
  - IMMの「実践」や、ビジネスモデルの「構築」というとハードルが高い。実践とはどのレベルまでをいうのか議論になる。
  - 上場前の時点で収益性を創出できている企業、ビジネスモデルを構築できている企業はまれ。中長期で収益性を創出できることを含めたり、改善を含めて実践しているなどにしたら良いのではないか
  - 負のインパクトの定量化やマネジメントについては、リソースの観点からも完全にこなすことは難しい。どこまでを実施すべきか示せると良い。
  - 「パーパス経営」の実践について、1の記載と2の記載に矛盾がある。「事業成長を通じた社会・環境課題の解決を企業のパーパス・ミッションとして掲げて…」などが良いのではないか。
  - 企業価値の向上と言ったときに、株数と一株あたりの株価のいずれの概念とするのか。「一株あたりの価値向上を伴いながら」を入れておくと良いのでは
- 事後アンケート
  - 「1株当たり」指標の表現は必要ない。一般的な財務戦略の話であり（それ自体に正解もないため）、インパクト評価の話と混同させない方がよい（CGコードもありますし）。あくまで、インパクト・潜在価値をどう出現させるのか、という点に絞った方がよい。
  - （「インパクト企業は上場を目指すべき」といったコメントがあったと記憶していますが）「上場によって持続的な成長（=インパクトの最大化）を実現したいと考える企業にIPOをしていただきたい。また、上場メリットは資金調達だけではないですし、デメリットもありますので、経営者としての相当な覚悟も必要
  - ガイダンスの対象は一義的にはインパクトIPOを行うスタートアップを対象にし、そのスタートアップが意識すべき相手として、メインストリームの投資家とどうコミュニケーションすべきか、ということをもとめていくのが良いのではないか。ガイダンスが直接的に働きかける対象が絞り込まれ、スタートアップにどう行動してほしいか詰めていければ、実効性の高い内容になると考える。
  - インパクト”上場”（後のとも読めます）企業という表現よりは、上場を目指す・準備中の企業とわかるような記載が望ましい
  - 収益性のあるビジネスモデルを「構築している」前の段階も含める方が、企業側のリアルな悩みに応えるガイダンスになる
  - これから日本で上場を目指す企業、ならびに資本市場の関係者に、東証も記載できるとベターでは。
  - - 企業価値：財務指標による、経営計画の蓋然性、非財務指標による中長期の成長戦略の両面を見極めるより包括的な企業価値を前提にしつつ、後者については、今後の整理や議論の進展に従い進化するという説明があるべきでは。
  - - Enabler：インパクト上場企業だけでなく、インパクトを志向している企業は、「インパクトを出現させながらも収益を創出し、さらに（広義の）資本市場を活用して企業価値を持続的に向上させることにより、経営資本の充実、先行投資が可能になり、更なるインパクトの拡大を実現することができる」のでは。
  - - Positive Feedback Loop：社会課題解決=インパクトの発現、と、収益の確保を同時に両立させるという認識があり、ポンチ絵が不正確では。
  - 定義に関しては、
    - ①一般的に現在の企業に求められる姿
      - 持続的な収益を獲得し、中核となる事業を通して社会的課題の解決に貢献する
    - ②インパクト企業が混ざす姿
      - 社会的なインパクトを中核となる事業によって実現し、結果として持続的な事業成長を実現する（収益を獲得する）
    - という、順番が異なっているのではないか。「中核」という言葉を使うことで、一部だけで行っている企業を排除することが出来る
  - ③は特にIPO企業を意識したものであるから別として、①と②は、現状金融庁「インパクト投資に関する基本的指針（案）」、環境省「インパクトファイナンスの基本的考え方」で示されている投資先の”要件”それぞれと必ずしも整合的ではないものと理解。
    - 金融庁の基本的指針（案）が投資先に対して求める「追加性、と新規性」、環境省の基本的考え方が求める「ビジネス全体におけるポジティブ&ネガティブインパクトの管理」に対応していない企業も当ガイダンスが許容した場合「インパクトIPOをしたけれど肝心のインパクト投資家の投資要件に合致しない」という状況が生じる可能性を懸念。
  - インパクト上場企業はインパクトスタートアップぐらいでも良いのかなとは感じました。スタートアップは高い成長性やVC等へのリターンを期待されるという意味でスモールビジネスとは区別されることが一般的と考えるため
  - 3つの要件が意志、意図等と表現に揺れがあり、また具体項目のそれぞれが実践している／構築している／図ろうとしている等で意志・意図とは異なった捉え方がされそうな言葉なので統一を最終的にはしていくべき
  - ①については『意志・意図をIMMの実践と改善を通じて示している』、②については『本業を通じてインパクトと両立するビジネスモデルの構築への意志を経営計画等で示している』のような形が良いのかなと思いました。考えているだけでは足りず、意志を表明することは求めつつも、そのレベルは事業ステージで異なるため

- 修正方針
  - 「インパクト上場企業」→「インパクト企業（上場志向型）」に修正
  - 「インパクトの出現」→「インパクトの創出」に修正
  - 「「インパクトの出現」、「収益性の創出」、及び「資本市場を活用した企業価値の持続的な向上」の3つの意志を持つ企業を対象とする。」→「「インパクトの出現」、「収益性の創出」、及び「資本市場を活用した企業価値の持続的な向上」の3つの全ての意志を持つ企業を対象とする。」
  - 「IMMを実践している」については、「意図を持つ」ことを要件とすることを明確にする
  - 株主価値向上という点を明確にし、株価・株数については詳細に入らない
  - 「パーパス経営」の実践については、「社会的なインパクトを中核となる事業によって実現」という形で修正。中核のイメージは資料参照
  - 負のインパクトの軽減については、インパクト企業に限らずに求められるため、マネジメント体制のところで記載していく。
  - 対象に「東証」を明記

#### 4. 本ガイダンスにおける基本的な考え方

##### 1) 「企業価値」

- 一般に「企業価値」については、誰がどのような視点で、どのような要素をもとに捉えるのかによって様々な定義がなされる。
- インパクト上場企業においては、資本市場を活用して企業価値を高めながら、それをいかに自社の創出するインパクトの拡大に繋げられるかが肝要となることから、本ガイダンスにおいては、「企業価値」を以下のように捉えることとする。

- 
- 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。
  - すなわち、IPO時点におけるワンショットの企業価値だけを指しているものでもなく、株主価値とは別に存在するような価値を含むものでもない。
  - なお、厳密には、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を企業価値とするが、ここでは簡易的に時価総額を企業価値と呼ぶ。
- 

- この時価総額には、将来キャッシュフローを資本コストで除したキャッシュフローの現在価値が大きく影響を与えることから、インパクト上場企業においては、自社の事業モデルや成長戦略が、いかに将来のキャッシュフロー（成長性・収益性）や、資本コストに影響を及ぼすかを、投資家に理解される形で示すことが重要となる

(※) 将来キャッシュフローや資本コストに影響を及ぼす要素については、財務情報に加えて非財務情報の有用性が高まっており、様々な形でそれらの要素の影響経路を明からかにするような取組みが行われている

- 上記企業価値の考え方については、あくまでもインパクト上場企業を対象とした場合の考え方であり、上場を目指さないインパクト企業においては、当然ながら別の考え方があり得る

##### 2) 「Driver」

- インパクト上場企業は、インパクトを出現させながらも収益を創出し、さらに資本市場を活用して企業価値を持続的に向上させることにより、経営資本の充実、先行投資が可能になり、更なるインパクトの拡大を実現することができる
- この好循環を本ガイダンスでは「ポジティブ・フィードバック・ループ」と称し、この好循環を実現するために必要なドライバーとなる要素（「Driver」）の望ましいあり方を提案する

- Driver①中長期にわたり事業成長を可能にする事業モデルと成長戦略の策定と実践

- 上場後もインパクトを創出しながら持続的に企業価値の向上を実現するため、革新的な技術や事業モデルなど優位性のある自社の強みを中心の据えた中長期の事業戦略を策定し、実践すること

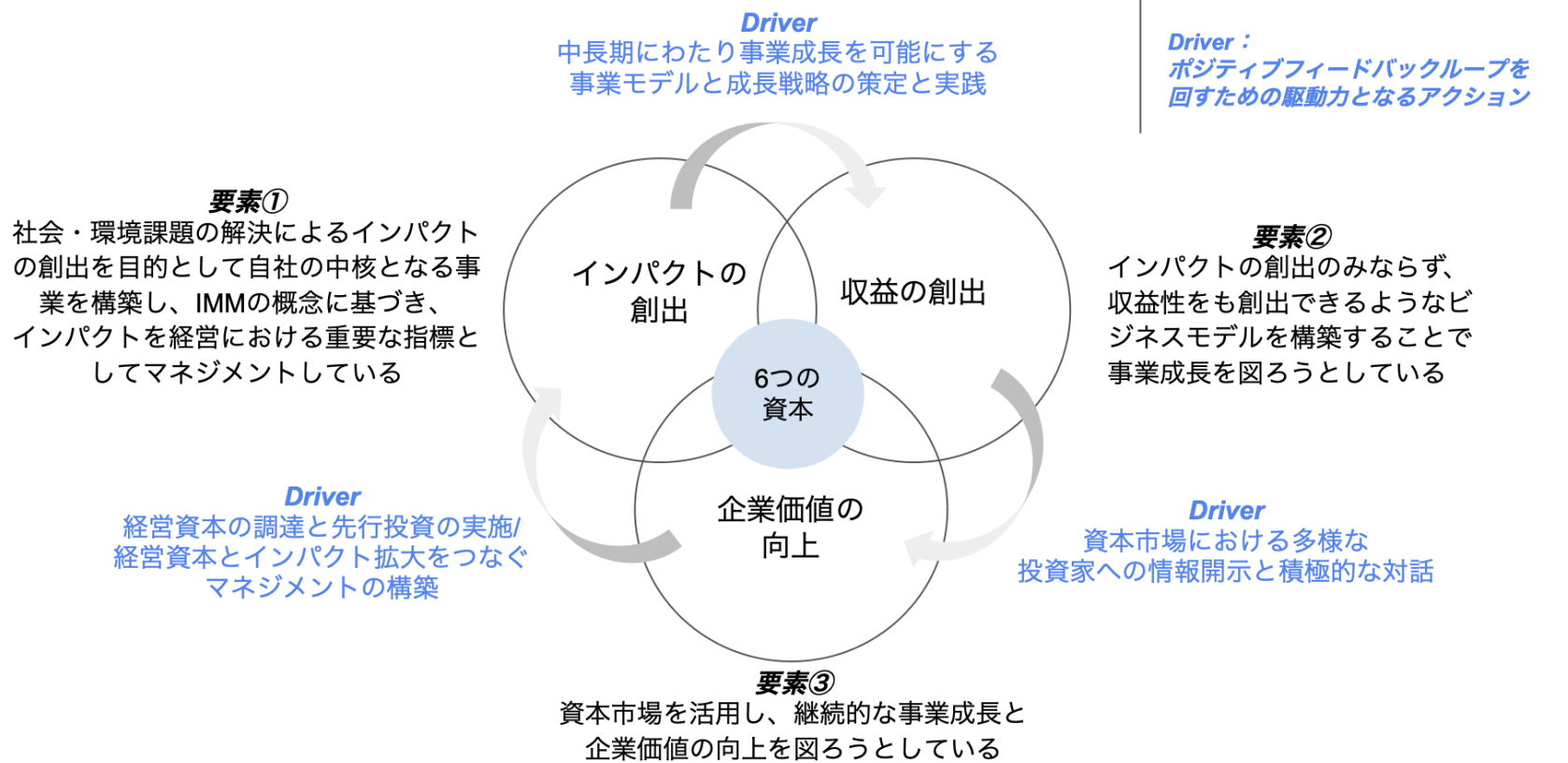
- Driver②投資家などへの情報開示及び積極的な対話

- Enalber①で示した事業モデルや成長戦略に関する積極的な情報開示や、投資家をはじめとする資本市場の関係者に対して理解を促進するような対話を行うこと

- Driver③経営資本とインパクト拡大をつなぐ経営マネジメント

- 資本市場での企業価値向上によって充実させた経営資本を使って研究開発や人材・設備等の先行投資を行い、インパクトを評価し拡大するための経営基盤を充実すること

## ポジティブフィードバックループ



### 3) 本ガイダンスの位置付け

- 本ガイダンスは、インパクト上場企業が、自社の経営マネジメントの構築や情報開示のために活用されることはもちろんのこと、資本市場における全ての関係者が、インパクトと企業価値に関する理解を深め、より有用な対話に活用されたい
- なお、本ガイダンスは、GSG国内諮問委員会が主催となって策定したものであり、法的拘束力はなく、準拠しなかったことをもって、何かしらの法令上の罰則等が課されるものではない
- 本ガイダンスに記載していない開示要件については、上場企業に適用される既存の原則やガイダンスに沿って行われるべきである

### <基本的な考え方のパートへのフィードバックと修正方針>

- FB
  - enablerはすでにサステナブルファイナンスの中で使われている。言葉にこだわりがなければDriverやアクションでも良いのでは
  - インパクトの出現があるからこそキャッシュフローにつながるという点について、より具体的に説明がなされると良いのでは（TAMの広がり、参入障壁、競争優位性など）
  - インパクト銘柄が儲かるという認識を得るためには、DXなどのように背景として事業機会があることを示せると良いのではないか
  - 6つの資本は、真ん中の固定的な見え方ではなく、可変的に動いていくことが表せると良いのでは
- 事後アンケート
  - 実際にスタートアップがどうコミュニケーションをすべきかという意味では、東証グロース市場の「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」のなかで説明していくことを推奨/前提として、記載すべき事項などをまとめていくのが良いのではないか。事業計画や成長可能性の文脈のなかでインパクトを扱うことで、事業の将来性との関係も説明されることになる。
  - 投資家に対して示すべきは「より企業理解（インパクト含む）を深めてもらうこと」が重要であり、投資家が儲かることを目的にすることに違和感があります。儲かる/儲からないはあくまで結果であり、その前段階の企業理解をインパクトを開示することによってより深めてもらうことを主眼に置くべき
- 修正方針
  - 「enabler」→「driver」に修正
  - 6つの資本が可変的なものであることがわかるようなグラフィックに修正
  - そのほかのフィードバックについては、ガイダンスの目次「5」に反映
  - 「統合思考の考えに基づく」ことをENABLERの箇所に記載

### <別添参照>

#### 5. 3つのEnablerの望ましいあり方

- ①中長期にわたり事業成長を可能にする事業モデルと成長戦略の策定
- ②投資家などへの情報開示及び積極的な対話
- ③経営資本とインパクト拡大をつなぐ経営マネジメント

## 参照資料

- [クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック](#)
- [インパクト投資等に関する検討会報告書- 社会・環境課題の解決を通じた成長と持続性向上に向けて- /金融庁](#)
- [日本におけるインパクト投資の現状と課題/SIIF](#)
- [インパクト投資におけるインパクト測定・マネジメント実践ガイドブック/GSG](#)
- [国際統合報告フレームワーク日本語訳/IIRC](#)