

## インパクトIPO

(インパクト企業の持続的な成長に資する環境整備)

ワーキンググループ

第5回 2023年11月30日

GSG国内諮問委員会

## ガイダンス最終案確定までのスケジュール

- 本日の議論を経て、事務局にてガイダンス案を修正（12月11日前後）
- WGの委員にて確認後、座長・副座長において最終案作成（12月20日前後）
- GSG国内諮問委員会にて報告（12月13日）

## ガイダンスver1 公表までのスケジュール

- 上記最終案を日本語・英語にし、パブコメ、関係者との意見交換会の実施（2024年1月から2月）
- パブコメ等を踏まえ、大きな変更がある場合はWG委員に確認
- ガイダンス ver 1の公開（日本語・英語）（2024年3月）

1. インパクトIPOの要件定義について
2. ガイダンスについて(事前アンケートを踏まえた修正)
3. 今後について

# インパクトIPOの要件定義にかかるアンケート内容(第2回後)

## 要件定義の対象をどう捉えるか

- IPO時の開示の要件(取組みも含む)にすべきでは
  - インパクトIPOの検討をしている以上、インパクトIPOの要件をある程度明確にすることは当然だと理解。インパクト志向の企業です、と名乗って市場に参入する以上、そこに関心を持つ投資家が最低限、投資意思決定において参照したいインパクト固有の情報提供を最低限の共通事項として設定すべきではないか。一方、インパクト企業の要件について定義しようとせず、様々なインパクト企業が市場に存在し、各投資家が投資戦略に基づいて選択しうる余地を残すアプローチが現実的ではないか
  - 1. 取り組む社会課題 2. ロジックモデル 3. インパクト指標(測定方法)を会社として定めること。それを上場の際に開示される書類、つまり目論見書(グロース市場であれば成長可能性資料も)に記載をすることが、わかりやすく形式要件として成立するのではないか
  - インパクトIPOの定義はある程度必要。インパクト企業がIPOを通じて企業価値を高めていくためにどうしていけば良いのか、その方法論(開示フレームワーク等)をガイダンスにし、そのガイダンスに沿った取り組みをしている企業のIPOをインパクトIPOと呼ぶものと認識していた

# インパクトIPOの要件定義にかかるアンケート内容(第2回後)

## 要件定義の対象をどう捉えるか

- インパクト企業の要件にすべきでは
  - インパクトIPOの形式要件は必要。一方で、それが「インパクト企業がIPOすること」であれば、インパクト企業こそ誰でも自称できる名称ゆえに、なにがインパクトIPOなのか不明瞭。一定の形式要件をクリアすることは必要。
  - ウォッシュを回避し市場の信頼性を保つためには、定義を明確化することが必須である。ただし、「インパクトIPO」の定義ではなく「インパクト企業」の定義とすべきでは。IPOは成長ステージの通過点でしかないため
  - グローバル視点では、①インパクトの定義・要件が一致していない、また②エクイティのラベルの意義が薄いという理解のもと、本WGで厳密な要件までは必要ないが、少なくとも対象とするインパクト企業の像(か、それがわかる定義)は必要では

# インパクトIPOの要件定義にかかるアンケート内容(第2回後)

## 定義にもレベル感があるのではないか

- ある程度自由度を残しておく必要があるのでは
  - インパクトIPOを実施するためのガイドラインとしてこれとこれがあると望ましい、市場とのコミュニケーションが円滑になる、適正な値付けがされやすい、というスタンスで、自由演技の余地を残しつつ要件を公表するのが良いのでは。そうすれば、ウォッシングの乱発を避けられ、事業会社の不安感が軽減される。あくまでも要件は参考としておいて、その企業がインパクト企業なのかどうかはその後の評価は市場にゆだねるのが良いのでは
  - 自由演技は認められていいものの、一定の開示要素(要件ではない)があってもいいのではないか
- 外部認証を必要とするか、自主的な宣言でOKとするか
  - 外部認証を必要とするのか、何らかの開示フレームワークに則っている企業をそう呼ぶのか等、定義のレベル感はあるのでは

# インパクトIPOの要件定義にかかるアンケート内容(第2回後)

## 定義によるリスクを検討すべきでは

- 事例が少ない段階なので、狭い要件でインパクトIPOを定義してしまうのはインパクトスタートアップの可能性を減じてしまうので良くない一方で、ある程度開示のスタンダードについてガイドラインなどがあったほうが、スタートアップ、投資家の双方の目線合わせとして良いのではないか
- ラベルを貼られることのメリットがある一方で、良い意図であっても言葉として消費されてしまうというリスクはあるのでは。ラベルにより個別のインパクトIPOの動向が全体のイメージを作ってしまう可能性にはリスク管理上注意を払うべきでは。インパクト企業としての情報開示のあるべき姿のガイドライン開示とそれに基づく勝手格付などは検討に値するのでは

# 要件定義に関する主な論点

アンケートの結果を踏まえると、論点は主に二つ

## 論点① レベル感

要件定義を行い、認証を必要とするような厳格なものとするべきか。あるいはある程度自由度を持たせた自由演技とするべきか

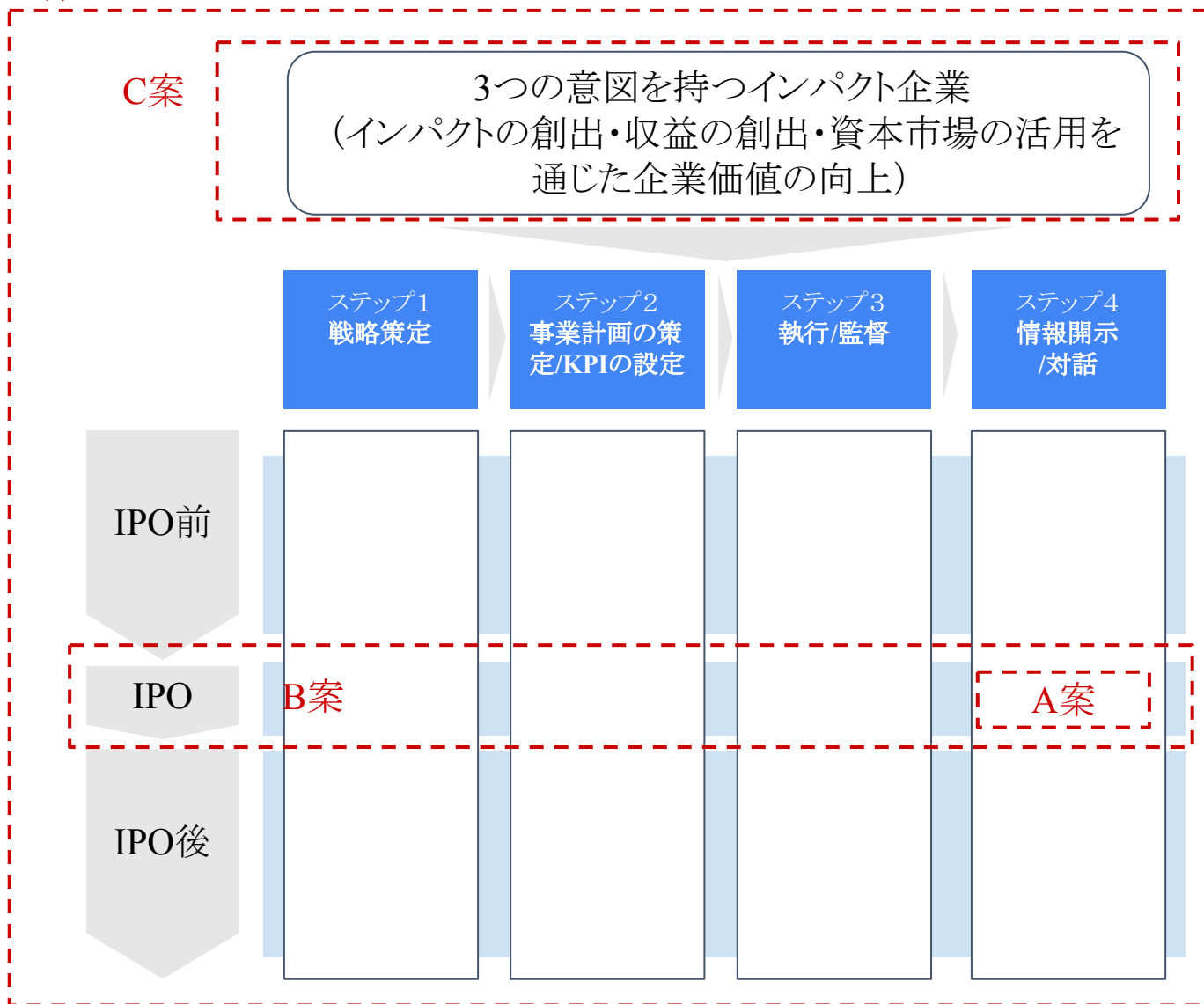
## 論点② 要件を定義する対象

対象とするインパクト企業、インパクトIPOの開示要件など、何を要件定義するべきか



二つの論点を細分化するとそれぞれ4パターンが考えられる

D案



## 要件の対象

A案:”インパクトIPOの開示要件”

B案:”インパクトIPO”

C案:3つの意図を持つ”インパクト企業”

D案:3つの意図を持つ”インパクト企業”による取り組み”(ここで言う「取り組み」とは、上場前～上場後の一連の家庭の中でステップ1から4までを継続的に実施しブラッシュアップすることを示す)

×

## 要件定義に関わるレベル感

Level1: 認証

Level2: 格付け・スコアリング

Level3: 参照

Level4: 定義なし

# 要件定義の対象 ✕ レベル感のイメージ

		レベル感			
		Level 1 要件を定義した上で、適合するかを第三者が「 <b>認証</b> 」する	Level 2 要件を定義した上で、適合の度合いを第三者が「 <b>格付/スコアリング</b> 」する	Level 3 要件を定義した上で、企業・投資家はこれを「 <b>参照</b> 」する	Level 4 要件を <b>定義しない</b> (自称)
要件を定義する対象	A案 インパクトIPOの開示要件	例: SBT、RE100(ただしどちらも取り組みも含む)など	例: CDPなど	例: TFCD、GRIなど	—
	B案 インパクトIPO	例: 「SDGsIPO」「グリーンボンド」、FSC認証、など	例: 「グリーンボンド」、環境配慮型融資など	例: 「グリーンボンド」など(※認証・格付け等は必ずしも必須ではない)	—
	C案 三つの意図を持つ “インパクト企業”	例: —	例: 「Global Best Brand」	例: 「ディープレックススタートアップ」	例: 「ユニコーン企業」「インパクトスタートアップ」「ゼブラ系企業」など
	D案 三つの意図を持つ”インパクト企業”による 取り組み	例: 「BCorp認証」、「くるみん認定企業」ISO14000など	例: MSCI、Sustaynalitics、DJSIなどのESG評価、World Benchmark Allianceなど	例: 価値創造ガイダンス、責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン、国連グローバルコンパクト(要書類提出)など	例:

本ガイダンス策定の背景にある課題認識、及びWGIにて議論された内容を踏まえて、事務局案を検討した

- **本ガイダンス策定の背景にある課題認識**

- インパクト企業ならではの要素に対する理解が促進されるような開示や対話のツール、有効性のある評価基準などの整備が発展途上段階
- 従来のインパクト測定・マネジメントの議論は、投資家が中心でインパクト企業における経営マネジメントのあり方に対するガイダンスは未確立
- インパクト企業やインパクトIPOに対するウォッシュへの懸念も起き始めている

- **当初提唱していた「インパクトIPO(仮称)」の定義**

- 本WG発足前の段階では、インパクトIPOについて以下のように定義し、事例の調査などを行ってきた
  - 「インパクトIPOとは、①ポジティブなインパクトの創出を意図している企業が、インパクトの測定及びそのマネジメント(Impact Measurement & Management, IMM)を適切に実施していることを示しながら、IPOを実現すること。②IPOに際して、インパクトの追求とIMMを継続的に実施できるよう、当該企業を取り巻くステークホルダーに対して、インパクト及びIMMの状況を説明し、インパクト志向の資金提供者からの資金調達をめざすことで、企業価値の向上を図ること」 SIIF(2022)「[インパクトIPO実現・普及に向けた基礎調査](#)」

その後本WGを通じて、IPO時点にフォーカスしすぎることへの懸念や、メインストリームの投資家への理解向上を促す工夫の必要性について議論がなされた

- IPOの目的化に対する懸念

- 上場志向型のインパクト企業は、そもそもIPOを実現することが最終的なゴールではない
- IPO時点における企業価値評価を高めることを目的とした開示要件を検討することは、インパクトの創出と収益の創出を実現し、**継続的な事業成長を遂げるという本来の目的**に照らして断片的であり、本質ではない

- 上場市場における投資家の多様化への考慮

- 上場後は投資家も多様化することから、必ずしもインパクト志向の投資家ばかりではない。むしろ、現時点においては**インパクト志向の投資家ではない投資家の方がメインストリーム**である
- それを踏まえると、いかにメインストリームの投資家においても、インパクト企業の魅力を認識してもらえるかが重要である

- インパクトの創出と企業価値の関係性

- インパクトの創出と企業価値の相関関係についても様々な研究や論文を元に議論がなされたが、いずれにおいても委員の中でも**共通認識として確立された理論や、学術的に証明された理論としてガイダンスとして確立できるようなフレームワークはなく**、現時点ではあくまでも参照という位置付けなる
- 一方で、投資家の視点を踏まえると、企業価値評価における視点そのものは、**インパクト企業であろうと、そうではない上場企業であろうと同様であり、成長性や収益性、成長の蓋然性などの観点が重要**
- そのため、インパクト企業においても、これらの投資家の視点を考慮した上で、自社の成長可能性をいかにコミュニケーションしていけるかが重要である

以上を踏まえ、案D✖Level3(参照)として、三つの意図を持つインパクト企業(前提条件)による取り組みの望ましいあり方を提示するガイダンスとして位置付ける案を提案したい

- **要件定義の対象:案D(3つの意図を持つインパクト企業による取り組み)**

- 理由:

- IPO時点にフォーカスするような定義(案A、案B)とする場合、IPO時点の企業価値を高めることがゴールとして捉えられる可能性があり、本来の目的に照らして適切ではない
- 3つの意図を持つインパクト企業を定義する案Cの場合、客観的な基準(例:ユニコーン企業でいうところの時価総額)がない中で要件を定めることで、ラベリングの多用やそれに伴うウォッシュの懸念も想定される。
- これらを踏まえると、具体的に行っている企業の「取り組み」(ステップ1から4)を含めて、要件を定義することが最も適切ではないか

- **要件定義のレベル:Level3**

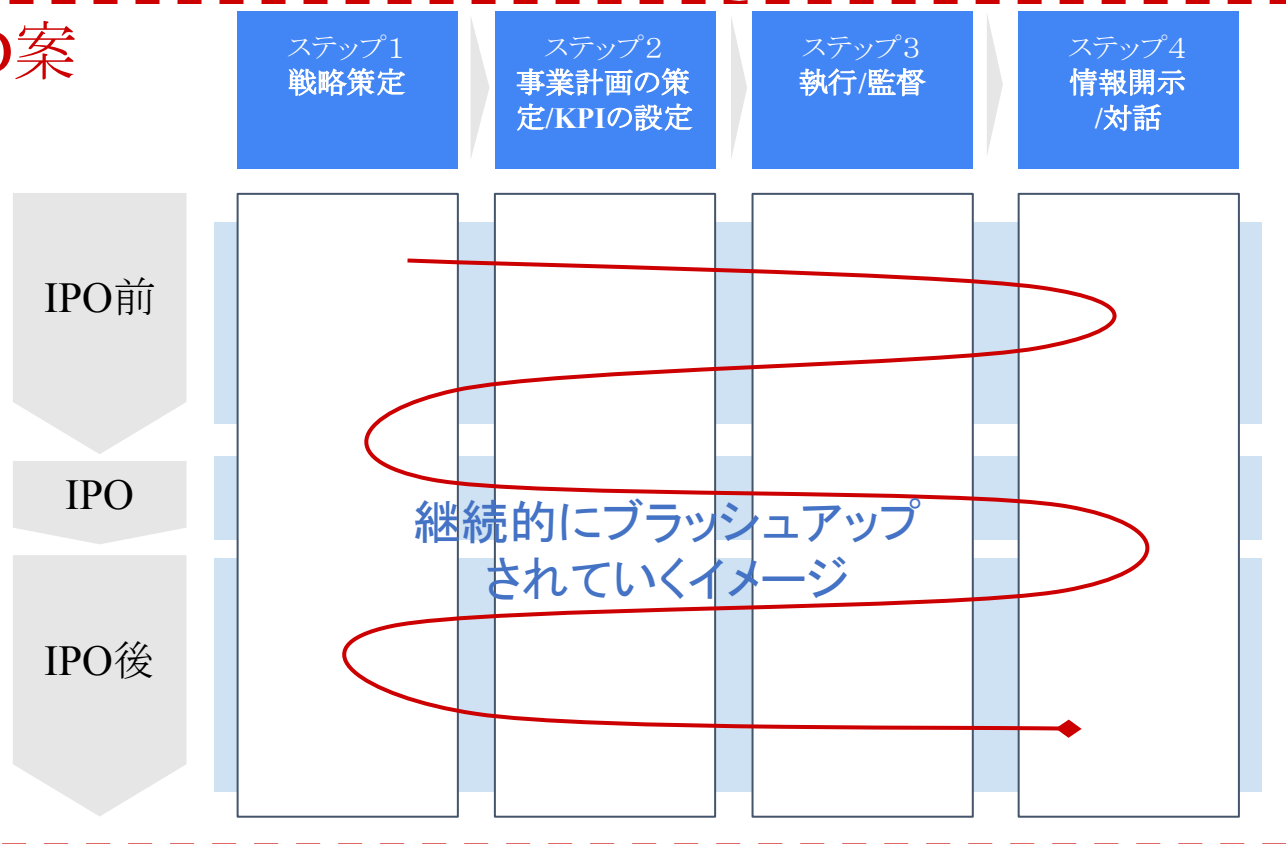
- 理由

- 上記に基づき3つの意図を持つインパクト企業による取り組みを要件定義の対象とする場合、その取り組みをLevel1やLevel2のように何らかの形で評価や認証を行うことは、まだ事例が少ない中で時期早尚
- 一方で、本ガイダンス策定の背景にある課題に照らすと、本ガイダンスが第一版の仮説として多くのインパクト企業に使われ、実際のケースの中から得られたフィードバックをもとに、ガイダンス自体が進化していく土台を構築しておくことは重要
- そのため、三つの意図を持つインパクト企業や投資家をはじめとする資本市場の関係者がこれらを積極的に活用されることを期待して、Level3「参照」とするのが良いのではないか

3つの意図を持つインパクト企業における取り組みとしての望ましいあり方を提示することで、上場前後の一連の過程において、ビジネスモデルや成長戦略、経営基盤などが継続的にブラッシュアップされていくことを期待したい

3つの意図を持つインパクト企業  
(インパクトの創出・収益の創出・資本市場の活用を通じた企業価値の向上)

## D案



## 要件の対象

A案: "インパクトIPOの開示要件"

B案: "インパクトIPO"

C案: "3つの意図を持つインパクト企業"

**D案: "3つの意図を持つインパクト企業"における取り組み**

×

## 要件定義に関わるレベル感

Level1: 認証

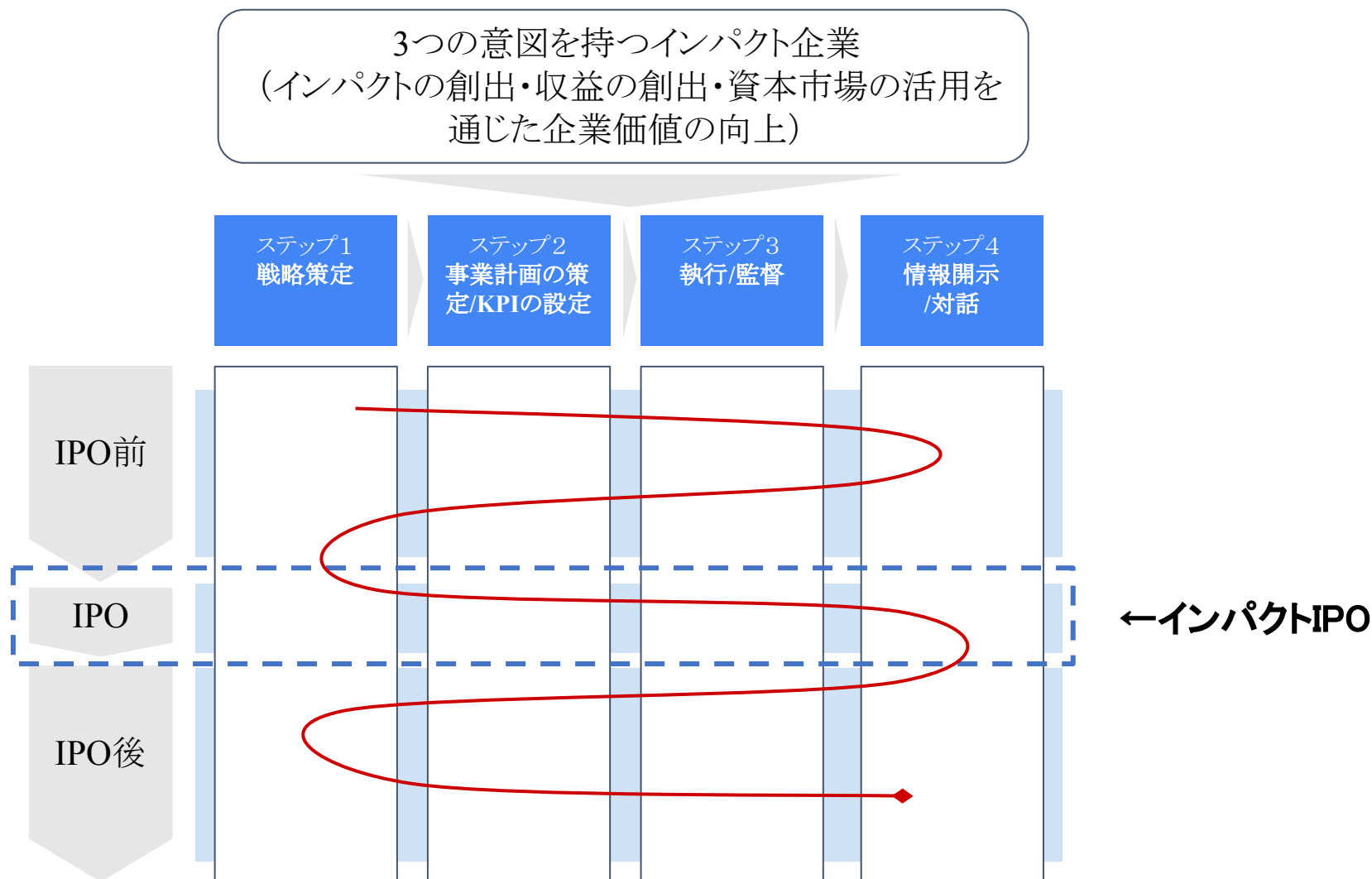
Level2: 格付け・スコアリング

**Level3: 参照**

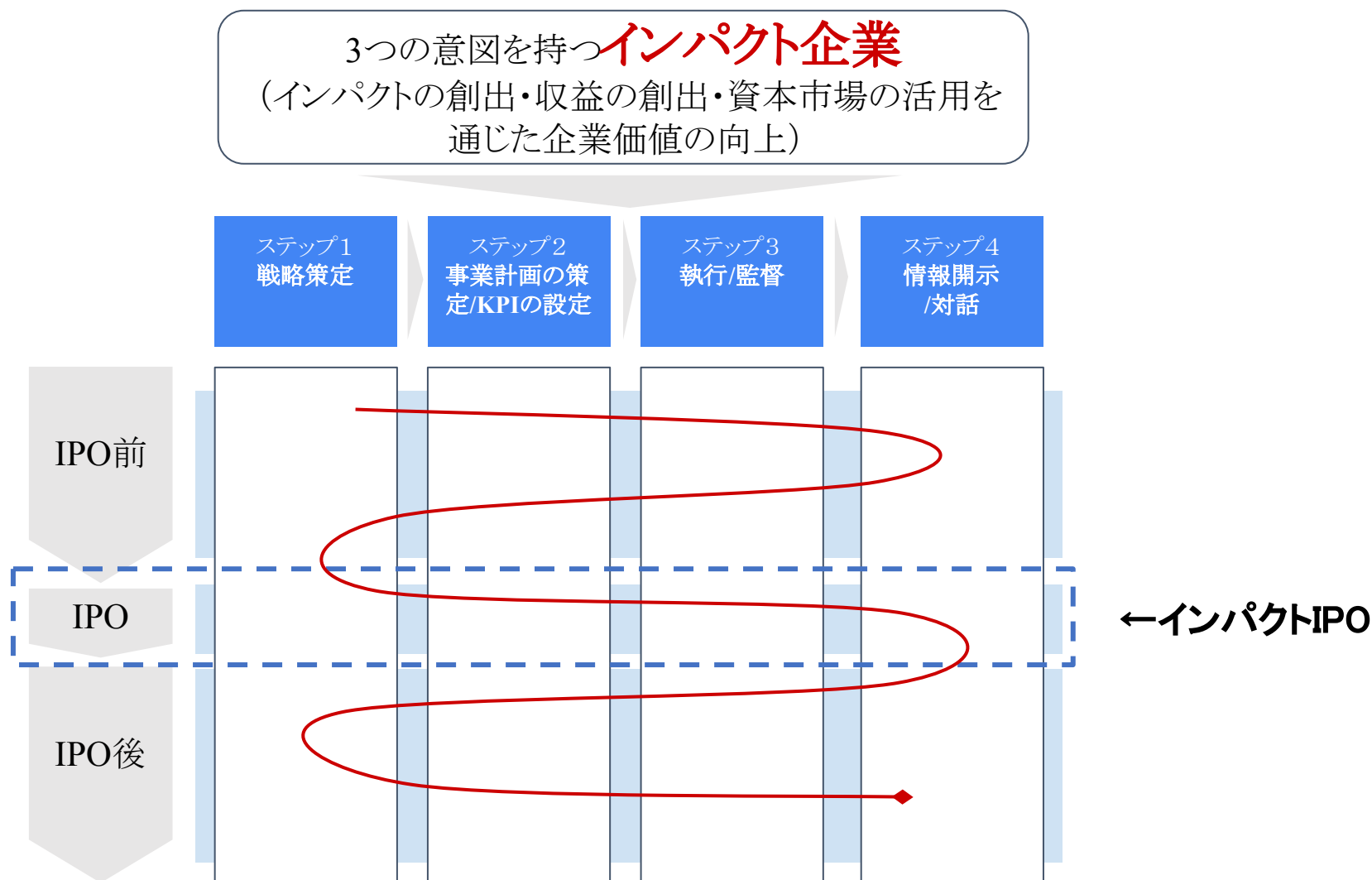
Level4: 定義なし

# 事務局案(「インパクトIPO」のコンセプトについて)

以上を踏まえ、これまでコンセプトとして提唱してきた「インパクトIPO」は、本ガイダンスの対象となる三つの意図を持つインパクト企業のうち未上場の企業が、ステップ1~4の継続的な取り組みを行う過程において、IPOを実現することを示すものとする



前回のWGまでのガイダンス案においては、三つの意図を持つ企業を「上場志向型インパクト企業」と称する定義をしていたが、本日提示する事務局案を踏まえると、三つの意図を持つことは本ガイダンスを参照する企業としての「前提条件」となり、あえて呼称を定義する必要はないと判断したことから、「インパクト企業」として名称を統一する案を提示したい





1. インパクトIPOの要件定義について
2. ガイダンスについて(事前アンケートを踏まえた修正)
3. 今後について

1-1. 全体的に内容をご確認いただき、もし、さらにコメントや修正案などございましたらご記載ください。

1-2. ポジティブ・フィードバック・ループについては、いただいたご意見を踏まえ、3つのパターンを作成してみました(別添資料)。どれが最も本ガイダンスの考え方を伝えられるか、ご意見があればご記載ください。

2-1. 全体構成:

前回WGでのご意見を踏まえ、全ての上場企業に共通する内容は割愛し、上場志向型インパクト企業ならではの特徴を踏まえた上で、あるべき姿を4つのステップにまとめるという構成に大幅に修正しています。皆さまの実務において参照することを想定した場合、各ステップに含まれる内容について、不足している視点があれば教えてください。

2-2. 情報開示/対話:

前回のWGでは情報開示について多くのご意見をいただきましたが、情報開示のベースとなる取り組みが重要であるとの認識の元で、STEP3までに取り組み内容を、STEP4で情報開示の内容を記載するという構成としました。IPO時の開示だけでなく、上場後の開示・対話が重要だとの認識で、情報開示/対話の箇所にはIPO前、後も含めております。情報・開示対話の部分でさらなる工夫が可能な箇所があれば教えてください。

2-3. その他:

上記以外に、後半部分にコメントがあれば是非お聞かせください。

3. ガイダンス本編に記載した取り組みを実践する際に参考になる事例を収集しました。国内外において有用な事例が他にもあれば、ご推薦ください。現時点の事例についても、その記載是非についてご意見がございましたらご記載ください。

4. また、「2.上場志向型インパクト企業に対する投資家の質問例」について、現時点での質問例の修正案や新たに記載すべき質問例のご提案などがございましたらご記載ください。

事前アンケートで得られたフィードバックを2つに分類し、本日は論点A～Dについて議論をする。②については後日修正案を送付するため書面にてご確認いただきたい

1

認識合わせ・議論が必要と判断したもの

- A. 本ガイダンスの対象となる企業の範囲、インパクトIPOや開示の要件定義のあり方
- B. 6つの資本及び企業価値向上に対する考え方（ポジティブフィードバックループや、企業の強みを示す資本に関する記述の中でのご意見）
- C. ネガティブインパクトの提示、ESGに関する開示要件に対する考え方
- D. 投資家特性に応じた情報開示・対話のあり方

**→本日の主要論点として議論し、方向性を合意したい**

2

ご指摘を踏まえて修正が必要と判断したもの

- 考慮不足、補足説明をしなければ誤解を招く可能性のある表現の修正など
- 誤植など表記上のミスなど

**→本資料にて修正方針を提示。後日問題がないかご確認いただきたい**

## A: 本ガイダンスの対象となる企業の範囲、インパクトIPOや開示の要件定義のあり方

論点Aに関連するアンケートのコメント抜粋(対象となる企業について)

- 「2.目的」の一段落目において「インパクト企業が上場を経た後も」から始まるので、本ガイダンスが**ポストIPOの領域を焦点としているように読め**、続く二段落目において「上場を志向するインパクト企業が～」となり、**Pre-IPOの領域を対象とするとの説明になる流れは若干分かりにくい**。本ガイダンスはPre-IPOに領域そして、そのIPO後も企業価値向上の実現を期待したい、との流れにする方が分かり易い
- インパクト企業、上場志向型インパクト企業、上場志向型インパクト上場企業、という言葉が並んでいる中で、上場志向型インパクト企業は**未上場企業を指しているという理解で良いでしょうか**。上場志向しているから上場しているという捉え方をすると既上場企業も含んでいるかもしれないと考えたり、少し誤解を招く懸念があるため、定義を明記した方がよいと思います。
- それに関連してですが、**2.目的の前段の文章は未上場既上場のインパクト企業のことを示しているように思えますが、後段の文章は未上場企業のみを指しているという理解で良いでしょうか**(後段では「上場を志向するインパクト企業」との記載)。前段と後段で指示している対象企業が異なるのは違和感があり、同一の企業群を指しているのであれば表現を変更した方がよいと思います。
- 上場済のインパクト企業に対する視点・言及が必要。ガイダンスにおいて上場志向型インパクト企業を定義しており、**上場済インパクト企業も内包していることと捉えることも可能であろうが、それらも対象としていることをどこかで追記することが望ましい**と思料。上場済み企業にも波及していかない限りはメインストリーム投資家は本ガイダンスを見てくれない恐れがあると考え

## A: 本ガイダンスの対象となる企業の範囲、インパクトIPOや開示の要件定義のあり方

論点Aに関連するアンケートのコメント抜粋(本ガイダンスの位置付けや要件定義のあり方)

- **今回策定予定のガイダンスに沿った開示を行っている**と発行体が認識したIPOを「**インパクトIPO**」と呼称する、**という理解で良いでしょうか**。その場合、クラダシ、笑美面、はインパクトIPOに該当するような開示と見なして良いのかどうか、そのあたりは共通認識を持つためにディスカッションしても良いかと思いました。Appendixの開示事例で取り上げられているKOKUSAI Elecがありますが、これをインパクトIPOと呼ぶのか、とかも共通認識を持っておきたいです。
- 「ガイダンス」としては必要(必須)な情報は概ね盛り込まれているように思います。とは言え、実際に**上場インパクト企業がこれらを全てやれるか**という**少々ハードル高めかな**との印象です。
- **サイクルを通じてブラッシュアップしていくものと示す**ことで(特に2のKPI設定でも最初に決めたものが全てではなく)柔軟で可変なものであることを事前に認識でき、設定に対する心理的ハードルも下がるのではないかと。
- 1-3のステップは、既にGSGやSIIF様が既にガイダンスとして提示されているインパクトビジネスの在り方と基本的に大きな相違がないものと感じました。逆にいうならば、既にインパクト志向で事業を営んでこられた非上場企業様にとっては、**IPOを志向することになった場合に(STEP1-3)で追加的に意識すべきことが明確に提示できていない**ように見えます。STEP1-3についてはインパクトIPOとして追加的に意識すべき事項がないのであれば、あえてこれらのステップをガイダンスに記載する必要がないかもしれません。「既にインパクト企業として事業を実践されてきた経緯がありつつ、IPOを目指すようになった場合」と、「**インパクトっぽいビジネスをしてきた企業が、IPOを前に改めて正式にインパクト企業として体裁を整えてIPOを目指す**そうとしている場合」の**どちらを想定されている**のかで、ガイダンスとして必要とされる情報の過不足の判断に違いがでてくるものと思いました。

## A: 本ガイダンスの対象となる企業の範囲、インパクトIPOや開示の要件定義のあり方

事務局案

- 本WGの前段パートを参照ください

## B:6つの資本及び企業価値に対する考え方

### 論点Bに関連するアンケートのコメント抜粋

- 残念ながら最も大事な点がガイダンスとして触れられていないと思いました。**自然資本・社会関係資本・人的資本に及ぼすインパクト(外部経済)の創出が、どのような径路でどのように自社の価値創造プロセスの強化に繋がり、それが最終的に財務的価値に還元されてくることの因果をまずはナラティブに説明することが最も重要**であり、更に可能であれば、そのことをデータを用いて相関性を描くことが最終的には必要となる、ということを書き明かすべきだと思います。でないと、99%の投資家は財務的価値に繋がらないインパクトには何ら興味を示さない。
- インパクト企業の目的はインパクト $\geq$ 財務リターンであり、その逆ではないと思うので、**インパクトの結果、収益の創出となることが主となる流れ**であるべき
- 企業価値の向上は結果であって、**企業価値が向上することでインパクトや収益が向上するというフローはやや違和感**がある。
- 「インパクトの創出」と「収益の創出」に比べて「企業価値(=時価総額)の向上」については、企業の自助努力以外の外部環境(株式市場の状況など)の影響も大きいこともあり枠外に出ていることがイメージに合うことと、**「インパクトの創出」と「収益の創出」に対してどちらに偏ることなく同等に影響しあっている**ことが、本ガイダンスの考え方にも合致している

## B:6つの資本及び企業価値に対する考え方

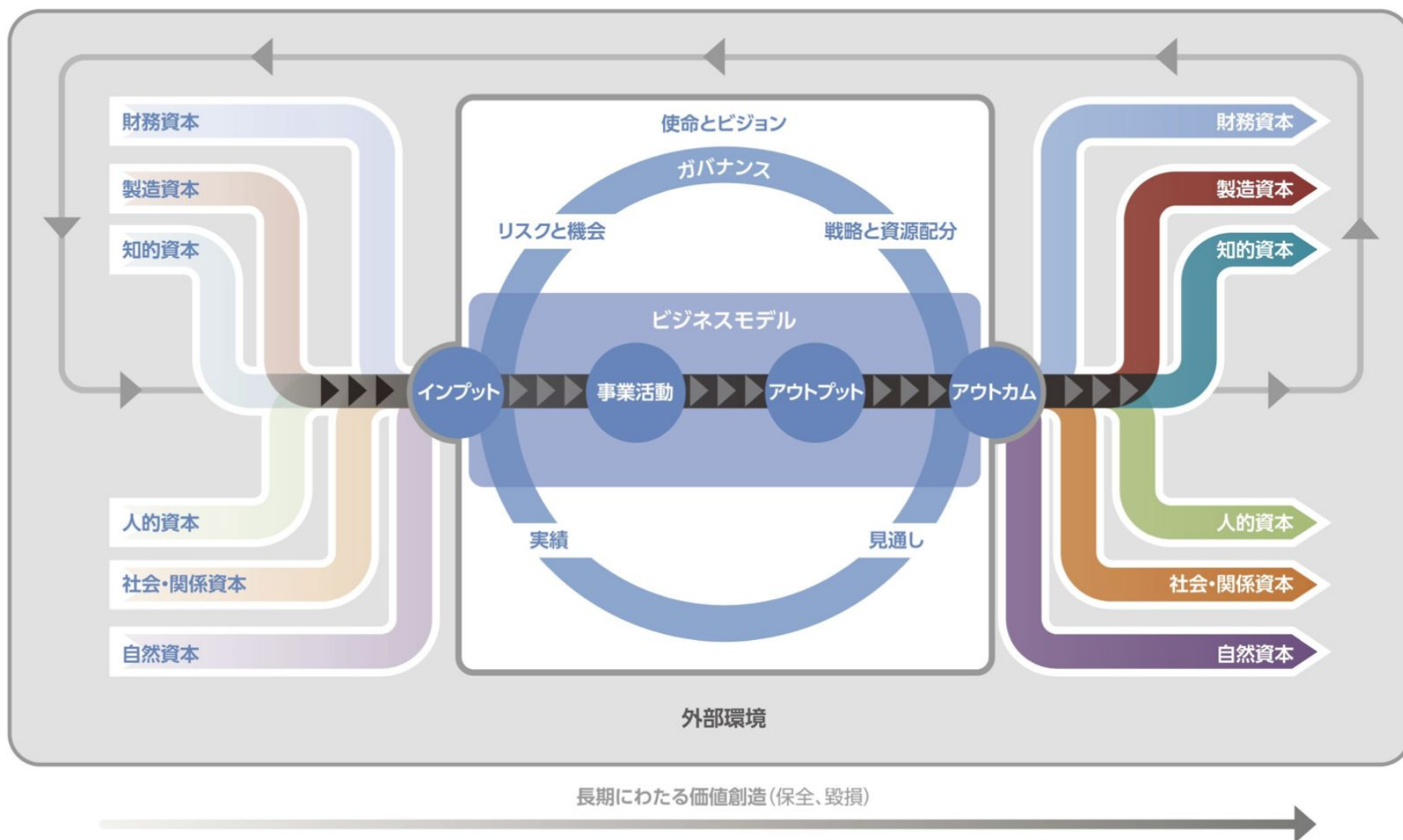
### 事務局案

- **6つの資本に対する考え方**

- 「この図の3つの案については、統合思考の基本的考え方を十分に理解していないという点で問題が多すぎる」とのご指摘について、ご指摘の内容をより具体的に理解させていただくため、本WGにて改めて詳細にご意見をお伺いさせていただきたい
- **インパクトの創出がどのような経路で自社の価値創造プロセスを強化し、財務的価値に還元されていくことの因果をナラティブに示すことの重要性**について、ステップ1の3点目と参照②が同様の趣旨で記載しているものの、**ステップ1の考慮点としてより明示的に記載**をする。
- ポジティブ・フィードバック・ループ図は、インパクト企業が、**資本市場を活用して、インパクトと収益を拡大していくイメージをシンプルに示したものであることから、6つの資本の記載は現状とおりのシンプルな記載にとどめるのが良い**と考えるが、改めて③に対して違和感のある方のご意見をお伺いしたい



図2：価値創造プロセス



## B:6つの資本及び企業価値に対する考え方

### 事務局案

- **企業価値に対する考え方**

- 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」(MarketCap)を指す**。「企業価値」概念は、IPO時点における「時価総額」だけを指しているものではなく、**持続的に成長することを期待したものである**
- 企業価値の向上は資本市場から評価される価値であるため、**インパクトや収益が実際に創出される前に、その期待値を持って向上する場合もある**。その結果、さらなる調達を実施したり、より優秀な人材を採用すること等が可能になり、その結果としてインパクトや収益が実現されていくという方向性もあり得る
- 収益とインパクトの関係については、**ビジネスモデルによっては、収益が創出されることで、更なるインパクトが創出されるケースもあり得る**
- ポジティブ・フィードバック・ループ図については、以上をより視覚的に図示した案③を採用するのはどうか

## C: ネガティブインパクトの提示・ESGに対する考え方

### 論点Cに関連するアンケートのコメント抜粋

- ネガティブなインパクトについては意見が分かれているように思えますが、(個人的に開示したほうがよいと考えているものの)、例えば、**"ネガティブなインパクトの創出により事業成長に影響を及ぼす可能性がある"**は差分ではなく、**どのような企業にも当てはまる**(インパクト企業のマイナス面と見えるとミスリーディング)ように思えます。
- 同じくステップ1-3においては、従来からのガイダンスで既に提示されている内容の再掲が散見される一方で、**上場するならば特に改めて意識する必要があるESG要因の検討および経営管理への導入が明示的に言及されていない点は気がかり**でございます。STEP4 に入ってから、ESGやネガティブインパクトへの言及がなされる構成になってはいますが、ESGは経営マターと捉えられるべきものであり、IPO準備の開示情報管理として対応が可能なものではございません。上場株式市場においてはESG要因の投資意思決定への融合は既に成熟した取組みでございます。
- 上場にあたっては、**インパクト開示とならんで準財務情報という扱いでESG要因に係る開示が必要**となります。ステークホルダーへのネガティブなインパクトを可視化・管理することと、経営課題としてESGリスクを可視化・管理することは別物となりますので、STEP3では後者をどう取り扱うべきかについての整理を、ガイダンスとして言及していただくことを期待致します。

## C:ネガティブインパクトの提示・ESGに対する考え方

### 事務局案

- **ネガティブインパクトの提示・ESGに対する考え方**

- ポジティブなインパクトの創出を事業の中核に据えるインパクト企業においては、**自社が意図せず発生してしまうネガティブなインパクトについて、その社会に対する影響度や自社事業への影響度を定期的にモニタリング・評価されていることが望ましい**と考える。このプロセスはインパクト企業が特に配慮すべき点として、ステップ3:監督/執行の箇所に記載している
- また、ESGの視点で自社の中長期的な成長を支えるサステナビリティの要素に対して考慮し、自社のマテリアリティについて検討を進めることは上場企業としてはスタンダードになっていく流れであることを踏まえると、ご指摘の通りインパクト企業においても、いち上場企業として当然考慮すべき要素であると考えられる
- ただし、本ガイダンスにおいては「インパクト企業」特有の要素について記載をすることから、詳細なガイドについては割愛し、上場企業として当然ESGの要素については検討がなされるべきという要素について、明記する方針としたい

## D: 投資家特性に応じた情報開示・対話のあり方

### 論点Dに関連するアンケートのコメント抜粋

- IPO後の株主には、国内の機関投資家に加えて、一般の個人投資家(不特定多数、自社サービスを提供する顧客と重なるケースも多い)、海外投資家など多様な株主に対して対話が必要になってきます**それぞれの属性に応じた情報発信の内容、対話の方法(ツール、頻度)など一律でない運営が必要**になってきます。その点につき特に言及されていませんので追加されたいかがでしょうか(「個人投資家・機関投資家・外国人投資家など、それぞれの属性に応じた情報発信・開示対話の在り方への工夫が必要」)
- **投資家の種別によって重点を置くべき内容や、コミュニケーションのあり方の違いがある**のかと想像しましたが、それは個別性が高いとも思えるのでガイドラインに含むことは不適切でしょうか。
- 投資家の対話に関して投資家面談等での直接的かつ双方向での対話を伴う際に**インパクト志向でない(相対的に注力されない)投資家に対してどうあるべきかといった点もガイドラインがあるとよい**と感じた。現状はインパクトと利益の双方を追う中でインパクト偏重とならないための対話のあり方ではあるが、利益偏重型である投資家に対してどのような対話が望ましいのか、この点もあるとガイドラインに深みが出るのではと思いました。

## D: 投資家特性に応じた情報開示・対話のあり方

### 事務局案

- **投資家特性に応じた情報開示・対話のあり方**
  - インパクト企業への投資に積極的な投資家のみならず、資本市場における多様な投資家や関係者が、本ガイダンスの参照を通じて、意図するインパクトの創出とそのための事業運営がいかにか企業価値に反映されるのかなについて積極的に理解・考察し、企業価値向上に向けた建設的かつ丁寧な対話を行うことを期待している。したがって、**本ガイダンスは、基本的にはインパクト志向でない投資家や資本市場関係者を想定しつつ、そのような投資家であってもインパクトへの理解を深め、建設的な対話をするために参照する内容とする**
  - 利益偏重の投資家との対話のあり方については、例えば「**対象とする社会環境課題についての知識については、投資家よりも企業が多く持ち合わせていることも想定されるため、まずは投資家の理解を促していくといった姿勢も重要である**」といった内容を追加するのはどうか
  - 投資家の特性に応じて、情報開示・対話のあり方を変えていく重要性をステップ4のポイントとして記載する。その際、**投資家の特性に応じて、具体的にどのような情報開示や対話が効果的かに関する情報共有やご意見をいただければ有難い**

- P1 「2.目的」の一段落目において「インパクト企業が上場を経た後も」から始まるので、本ガイダンスがポストIPOの領域を焦点としているように読め、続く二段落目において「上場を志向するインパクト企業が～」となり、Pre-IPOの領域を対象とするとの説明になる流れは若干分かりにくい。本ガイダンスはPre-IPOに領域そして、そのIPO後も企業価値向上の実現を期待したい、との流れにする方が分かり易い  
⇒「インパクト企業が未上場の段階から、上場を経て、上場後も」インパクトを創出しながら持続的な企業価値向上を実現できるよう、と修正
- P2 「②収益の創出」において、「必ずしも上場時点において・・・収益の確保が見込まれていることを意味するのではなく」とあるが、「必ずしも上場時点において」はあえて書く必要は無いと思料。そもそも非インパクト投資家はインパクト企業はそもそも収益化に対する意識が弱いのでは？と考えている傾向もある中で、あえてこのフレーズを入れる事はこの懸念の惹起を助長する可能性があると思われる ⇒「必ずしも上場時点において、あるいは短期視点で」を削除
- 上場志向型インパクト企業の定義は異論ないのですが、そもそもなぜインパクト企業が上場する意味があるのか、スタートアップ個社の意思として上場するというだけでなく、社会としてあるいは資本市場としてインパクトスタートアップが上場することで得られるインパクト、大義がさらに前段で書かれると、インパクトに関心がない投資家や個人投資家などに前提の理解をあげていただき本編を読む気になってもらえるかなと思いました。⇒「背景」の3パラ、「・・・メリットがある」の後に以下の文章を追加「そのため、インパクト企業が上場し持続的な成長を遂げることは、インパクトの創出が急速に進展することを意味し、その結果として、資本市場の力で社会全体の抱える社会・環境課題の解決が加速される可能性を秘めている」。

- 全体的に洗練されたものとなっており、大きな違和感は感じませんでした。あえてあげるとすると、インパクト企業特有の課題に関しての1点め、『上場を経ると、…インパクトの創出を志向する投資家ばかりではなくなる。』の部分です。逆に捉えると未上場段階ではインパクト志向の投資家ばかりということになりますが、実際にはもちろんそうでなく、未上場の段階に比べると流動性の増加と相まって対話の機会が減る、結果として理解を頂くことがより難しくなるということかなと理解しておりご検討頂いてもよいのではと感じました。⇒該当箇所を以下のように修正「上場を経ると、投資家の多様性が増し、流動性の増加と相まって対話の機会が減り、結果としてインパクトの創出を中核とする経営に対する理解を得ることがより困難になる可能性がある」
- また4. 2)に記述において実現確度の高さを市場で評価されるという記述がありますが、DeepTech企業等は実現する前に、『潜在的な市場・技術の成長ポテンシャル』を市場で評価されるのではないかと感じました。その評価要素の一つとして当該企業等のポジショニングによる実現確度等がある整理です。ご検討下さい。⇒「実現確度の高さ」を「当該企業のポジショニング等による実現確度の高さ」と修正
- 4. 1)に明からか(おそらく明らか)のタイポがあります ⇒該当箇所を修正
- 全般的な構成と内容は違和感なし。強いて挙げれば、タイトルが「情報開示および対話」となっている一方で、2.目的の文中に「情報開示」の文言がないのが気になった。⇒「共通理解を醸成し」の前に「情報開示等を通じて」を追加



- 「ステップ1:戦略策定」の一つ目と二つ目のブレットの文章(「通常、～」で始まる文章と「一方、～」で始まる文章)の関係は、本当に「一方」という対立する関係性でしょうか。どちらかということ一つ目のブレットに「加えて」二つ目のブレットも意識する、という構造だと考えていました。「一方」なのか「加えて」なのかは、意味合いが大きく異なると思います。⇒「一方」を「加えて」に修正
- ステップ4において、「収益性・成長性」と「持続的な成長の蓋然性」の違いがわかりづらいと感じました。表で記載されている各項目の内容を繰り返し読んでも上記の2つのどちらに該当するのかは判断つきませんでした。「具体的な開示項目」として整理して頂いた表は内容がわかりやすく、こちらの表だけでも良いかと感じた状況です。⇒ステップ4の冒頭に3つめの箇条書きを追加し、以下を追加「なお、収益性・成長性は、社会・環境課題の解決と収益性の両立やスケラビリティを意味し、収益との関係がより直接的であるのに対し、持続的な成長の蓋然性とは、将来に対する期待値との関連性、つまりインパクトを追求するという要素が、企業価値向上に間接的+付加的にもたらす影響を意味する。」
- 「開示タイミングと主な開示媒体」の表の「IPO時」のところでは、(1) I の部については開示用ではなく審査用であるため削除が良いかと考えます。⇒JPXの新規上場会社情報として閲覧が可能な媒体であり、事例としても参照しているため、※をもう1つ追加し「(1)は開示用ではなく審査用の媒体である」を追加

- 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ステップの1つ目「戦略策定」の中に記載のWhat、Who、Contribution、How much、Riskについては、インパクトの5次元の視点かと思いますが、Howは毛色が違うかと思うので、並列記載する際は分けて記載する方が良いかと思いました  
(「Who/What/Why/How/How much/Risk」ではなく、「Who/What/Why/How much/Risk、そしてHow」のような形) ⇒ 該当箇所を下の表と合わせる形で「What/Who/Why/How much/Risk」と修正
- ガイダンスという観点では、企業によってそれぞれだとは思いますが、それぞれのステップ(P4の上段の図)について、時間軸(“N-3”等)の目安があっても良いのではと思いました ⇒ 指標設定の難易度はビジネスモデルによって大きく変わるように(直接的なインパクトなのか、サプライチェーン先でのインパクトなのか等)、現時点で時間軸の目安を明確に示すことは困難であると考えます。そのため、5の冒頭に3つめの箇条書きを追加し、「これら4つのステップは、上場前、上場時、上場後を通じて継続的にブラッシュアップされていくことを想定している」と追加
- また、開示媒体についてはCG報告書も対象になり得るのではないのでしょうか。⇒ 開示媒体に「コーポレートガバナンス報告書」を追加
- 現時点(情報開示時点)におけるインパクト指標の数値も、開示されるべきだと思います。ステップ4に該当するかと思いますが、現案の中に見当たりません。⇒ 具体的な開示項目②成長戦略(TAMの拡張可能性を含む)の具体的な開示項目に、「足元で創出しているインパクトはどの程度なのか？」を追加

- 「上場準備」がいつから、何をトリガーとして始まるか必ずしも明確でない部分があるため、IPOに係るファイナンスを基準点とし、その前後における開示の在り方/媒体などを例示する方が発行体にとって理解しやすいものになるのではないかと思料。⇒上場準備については、実際に(1)から(3)の資料作成に取り掛かる時期など、開示資料に制限がかかる時期を想定、などと現状よりも明確化  
→コーポレートガバナンス報告書への記載も重要な論点となると思います。財務的リターンをロジックを明確化した場合にインパクト関連指標を成長指標として想定する可能性を考慮すれば、インパクト企業の意思決定機関などは、コーポレートガバナンスと同様に捉えるべき事象と考えてしかるべきです。例えば、「Ⅲ 株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況」などへの記載を検討してもよいのではないかと思料。⇒開示媒体に「コーポレートガバナンス報告書」を追加
- 細かい点ではあるが、P9一番上の「上場準備に入る前までの間」の項目で、「～機関投資家との面談を通じて理解を促す～」を「～機関投資家との面談を通じて理解を促しつつ自社のホームページの内容をブラッシュアップする」としてはどうか。⇒該当箇所を「～機関投資家との面談を通じて理解を促しつつ自社のホームページの内容をブラッシュアップする」と修正

- 開示については集中した議論がなされた訳ではないと認識しておりますが、上場大企業や投資家・格付機関が現在参照している媒体を記載することよりも、差分としてのインパクトレポートのようなものにハイライトすることのほうが有用に思えます。⇒IPO前、IPO後の開示媒体に「インパクトレポート」を追加

- 特にIPO後の情報開示について、企業内で誰がIMMの実行と公表に責任を負うべきかという論点を加えても良いかもしれません。IRの一環としてCFOが行うのがすっきりする印象ですが、責任者を明確に定め、上場前からリソースを確保しておく(チーム・ビルディングしておく)必要性をリマインドした方がいいかと思います。ディープレック系はIR自体リソース不足になる企業が多く、上場後の株価のパフォーマンスに差が出る印象です。⇒ステップ3の「経営意思決定プロセスへの組み込み」のパートに、「インパクトに関わる指標のモニタリング、公表の責任者の任命」を追加
- 情報開示は重要ですが、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考えています。⇒IPO時の開示媒体欄に※を追加し、「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」と追加
- IPO時が上場準備から上場日までとなっていますが、一般的に上場準備は2年ほどかかるので、これを文字通り読むと、上場準備に入るとインパクトに関する開示はできない、と解釈される可能性があるなと思いました。実際には会社のHP、会社概要、ファクトブック、インパクトレポート等、IPOに直接関係しないコーポレートの情報発信があり、そこでインパクトを語らないと、そもそもインパクトスタートアップとして認知されないのではないかと思います。つまりインパクトの開示と、IPO時における東証や金融庁が求める開示の関係性を説明するのがいいのではないかと思います。⇒IPO時の開示媒体の欄を、「IPO特有の媒体」「その他の媒体」に分け、その他の媒体に、自社のホームページ、インパクトレポート等を追加。その際、「なおこれらの開示内容については、IPO特有の媒体との関係で制限される可能性がある」といった点を注釈として入れる

- P7 「収益性・成長性」の①に「TAM」を追加。②が「TAMの拡張可能性」についてなので、そもそもTAMそのものの開示が必要と思料 ⇒①対象とする社会・環境課題の動向を「①対象とする社会・環境課題の動向(TAMの情報も含む)」と修正
- IMMや開示において、やってはいけないこと、好ましくないことも記載があるとよいと思いました。例えばインパクト指標を目論見書に記載すると、監査法人は見ないけれどもAUPでエビデンスを確認されるので、エビデンスのない数字は載せられないよ、などといったことです。⇒現在、IPO時における開示の工夫として、「インパクトに関する数値を用いてTAMの可能性などを示す上では、自社独自の数値やロジックを用いた数値ではなく、第三者機関など公の数値を参照されることが望ましい」といった内容を掲載している。もし他にもあれば具体的にご教示いただけるとありがたい。

- 雨風太陽の開示資料の中にある「私たちの目指すものとインパクト指標」は、シンプルにわかりやすくまとまっており参考になると思います。<https://ame-kaze-taiyo.jp/impact/> ⇒事例として追記

- 「競合に関する質問」は聞かれると思います(同じようなインパクトを設定している企業はあるか、違いはどこかなど)。
- 「インパクトを追うことでトップラインが伸びるのは理解ができるが、利益にどう貢献するのか？もしくは利益とインパクトのどちらを優先するのか？」というような質問が一般的な機関投資家からは聞かれるのでは？
- ここでいう「投資家」というのはインパクト投資を行っている投資家でしょうか？上場前後で入ってくるメインストリームの投資家でしょうか？前者なのかなと思います。であればもっと色々聞かれると思うので、後者を想定したものとすると、「インパクトと収益は両立するのか」「インパクトと収益が両立しない場合どうするのか」「インパクト創出には貢献しないが明らかに収益性の高い事業機会があった場合どうするのか」などの質問があるのではと思います。
- 現状は上場志向型インパクト企業に対するインパクト投資家の質問例だと思いますが、上場志向型インパクト企業に対するインパクト投資家でない投資家のインパクトに関する質問例もあっても良いかなと思いました。後ろ向きではあるかもしれませんが、そこでどのように両立に価値があると考えているか、TAMのポテンシャルを図る議論になる可能性もあるかとも思いました。
- ②インパクトがどう収益につながるのか？今回の目的の一丁目一番地のようなところでガイダンスの中にちりばめられていると思うが、改めて投資家には質問としてなげかけてほしい部分。端的に言えば、これならもうかるのでプレミアムをつけてよいと投資家が思う腹落ち感。



- 競合や大手の参入脅威、或いは個社としてのインパクト創出に係る特徴・強みに係る質問も追加してはどうか。「なぜこの会社だけがインパクトを実現できるのか、或いは同じ領域でインパクト創出を目指す企業のなかで何故この会社が伸びると言えるのか」を明確に示す必要があるものと思料。また、同じような事業をしていながらインパクト創出を主眼に置いていない企業があるとすればその企業との中長期の成長蓋然性の違いなども関心事となるものと思料

⇒ (前ページからのコメントすべてに対応) 現在の案は、3つの意図を持つインパクト企業の視点から、投資家に聞いてもらいたい質問の例を入れており、まずは明確化としてその旨を追記。その上で、一般的な投資家からの想定される質問として以下などを追加。

## 競合について

- 同じようなインパクトを設定している企業はあるか、その場合、違いはどこか
- なぜこの会社だけがインパクトを実現できるのか、或いは同じ領域でインパクト創出を目指す企業のなかで何故この会社が伸びると言えるのか

## 利益との関係について

- インパクトを追うことで利益にどう貢献するのか？
- インパクトと収益が両立しない場合どうするのか？

## インパクトに基づく意思決定について

- インパクト創出には貢献しないが明らかに収益性の高い事業機会があった場合どうするのか

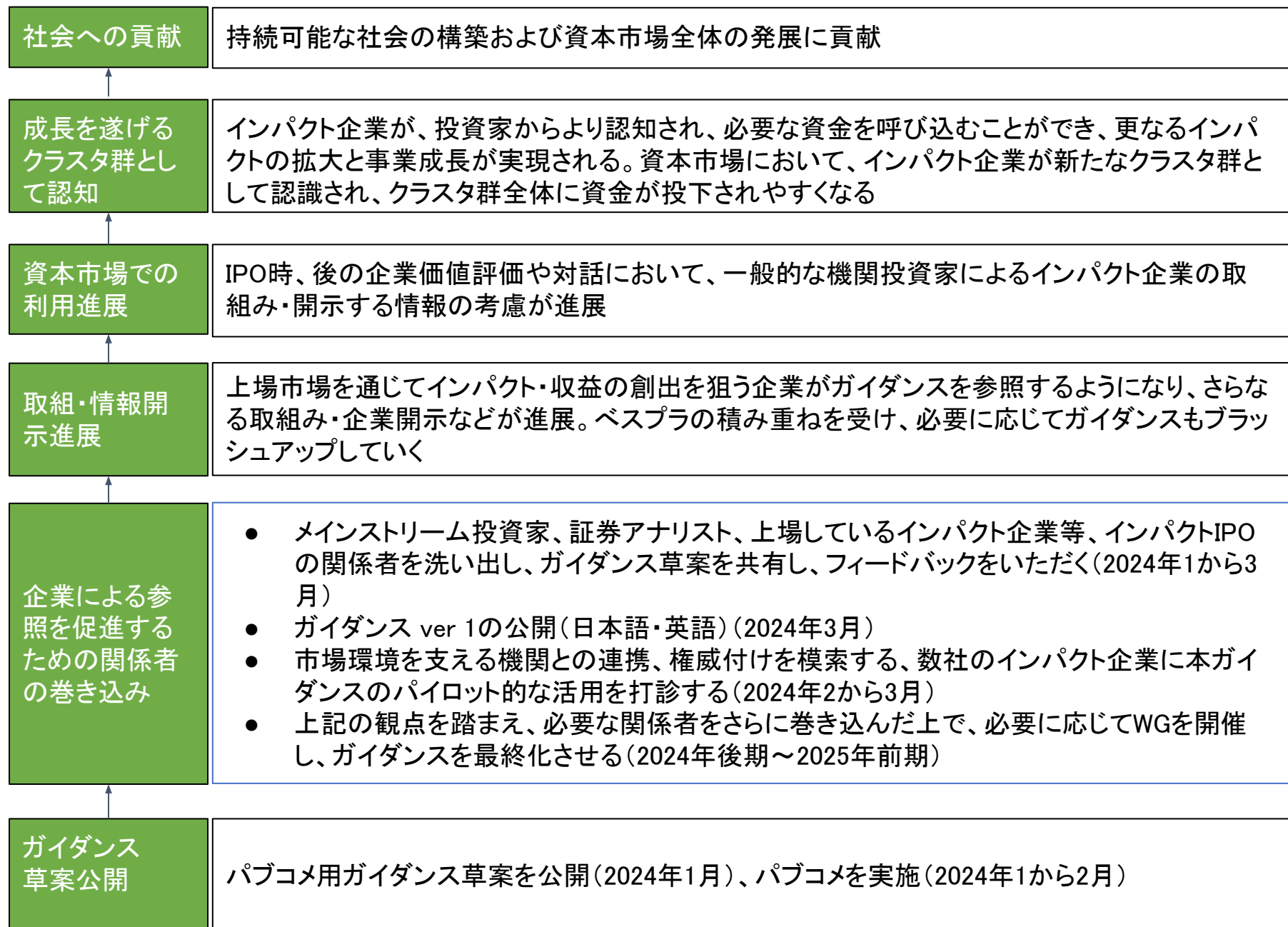
- 追加質問・なぜインパクトを志向するのか(会社設立の経緯)。
- ①なぜそのインパクトを実現したいのか?どのくらい強い気持ちで取り組むのか?(企業のインテンション=意図≡経営者の想いは長期に亘る持続力、実行力を見るうえで実は一番大事な要素の一つ。ガイダンスとして盛り込むのはロジックや定量化、情報開示等目に見えるものがとても大事だが、定性的な部分も同様に大切に質問例という中に入れ込めたらよいと思いました)
- 市場のポテンシャルに対する質問の2つめに差別化要素を聞き出す質問として、「・当該市場で貴社が競争優位を確保できるのは6つの資本のこういったところに強みがあるからか。」という質問を加えてはどうか。

⇒現在、3つの意図を持つインパクト企業の視点から、投資家に聞いてもらいたい質問に以下を追加

- (インパクトをビジネスの中核とする経営に対する理解を深めるための質問例に追加)なぜインパクトを志向するのか?
- (対象とする社会・環境課題に関する市場のポテンシャルを理解するための質問例に追加)当該市場で貴社が競争優位を確保できるのは6つの資本のこういったところに強みがあるからか?

1. インパクトIPOの要件定義について
2. ガイダンスについて(事前アンケートを踏まえた修正)
3. 今後について

# 今後の取組み・中長期的な狙い



## ガイダンス最終案確定までのスケジュール

- 本日の議論を経て、事務局にてガイダンス案を修正（12月11日前後）
- WGの委員にて確認後、座長・副座長において最終案作成（12月20日前後）
- GSG国内諮問委員会にて報告（12月13日）

## ガイダンスver1 公表までのスケジュール

- 上記最終案を日本語・英語にし、パブコメ、関係者との意見交換会の実施（2024年1月から2月）
- パブコメ等を踏まえ、大きな変更がある場合はWG委員に確認
- ガイダンス ver 1の公開（日本語・英語）（2024年3月）

# 參考資料

- P1 「2.目的」の一段落目において「インパクト企業が上場を経た後も」から始まるので、本ガイダンスがポストIPOの領域を焦点としているように読め、続く二段落目において「上場を志向するインパクト企業が～」となり、Pre-IPOの領域を対象とするとの説明になる流れは若干分かりにくい。本ガイダンスはPre-IPOに領域そして、そのIPO後も企業価値向上の実現を期待したい、との流れにする方が分かり易い
- P2 「②収益の創出」において、「必ずしも上場時点において・・・収益の確保が見込まれていることを意味するのではなく」とあるが、「必ずしも上場時点において」はあえて書く必要は無いと思料。そもそも非インパクト投資家はインパクト企業はそもそも収益化に対する意識が弱いのでは？と考えている傾向もある中で、あえてこのフレーズを入れる事はこの懸念の惹起を助長する可能性があると思われる
- 上場志向型インパクト企業の定義は異論ないのですが、そもそもなぜインパクト企業が上場する意味があるのか、スタートアップ個社の意思として上場するというだけでなく、社会としてあるいは資本市場としてインパクトスタートアップが上場することで得られるインパクト、大義がさらに前段で書かれると、インパクトに関心がない投資家や個人投資家などに前提の理解をあげていただき本編を読む気になってもらえるかなと思いました。
- 様々な角度から検討し丁寧に作成されたことが読み取れます。同時に、資料全体としてボリュームがあり、繰り返しお伝えしておりますが一般的なスタートアップの管理部が読むには抽象的で難易度が高く、全てを理解するのは難しいと思います。インパクト企業はインパクトに関する議論は社内で行っているので、参照するのは最終的にどうアウトプットすればいいのかの参考になるP7-8とアペンディクスの事例になるのかなと思いました。

- ガイダンスとしてはとくまどっていると思います。これは仕方がないことなのかもしれませんが、実際に上場を目指すベンチャー企業、スタートアップの皆さんがどこまでこれを理解し、実践するにはそれなりのハードルがあるのではないかと感じます。
- インパクト企業、上場志向型インパクト企業、上場志向型インパクト上場企業、という言葉が並んでいる中で、上場志向型インパクト企業は未上場企業を指しているという理解で良いでしょうか。上場志向しているから上場しているという捉え方をすると既上場企業も含んでいるかもしれないと考えたり、少し誤解を招く懸念があるため、定義を明記した方がよいと思います。
- それに関連してですが、2.目的の前段の文章は未上場/既上場のインパクト企業のことを示しているように思えますが、後段の文章は未上場企業のみを指しているという理解で良いでしょうか(後段では「上場を志向するインパクト企業」との記載)。前段と後段で指示している対象企業が異なるのは違和感があり、同一の企業群を指しているのであれば表現を変更した方がよいと思います。
- 念のための確認ですが、「インパクトIPO」という言葉が雨風太陽等の目論見書において記載されたりしていますが、今回策定予定のガイダンスに沿った開示を行っている発行体が認識したIPOを「インパクトIPO」と呼称する、という理解で良いでしょうか。その場合、クラダシ、笑美面、はインパクトIPOに該当するような開示と見なして良いのかどうか、そのあたりは共通認識を持つためにディスカッションしても良いかと思いました。Appendixの開示事例で取り上げられているKOKUSAI Elecがありますが、これをインパクトIPOと呼ぶのか、とかも共通認識を持っておきたいです。本ガイドラインの開示事例に取り上げられているのだからKOKUSAI ElecはインパクトIPOと呼ぶべき案件なのか等、関係者から混乱を招かないよう一定程度の共通認識を持ちたいという主旨です。
- 網羅性、わかり易さのバランスが良いと思います。インパクト志向だけどIMMについてはよく知らないという経営者を読者として想定した場合はちょっとむずかしいかもしれませんが、そこは自分で勉強してもらうということでよいと思います。



- ネガティブなインパクトについては意見が分かれているように思えますが、(個人的に開示したほうがよいと考えているものの)、例えば、“ネガティブなインパクトの創出により事業成長に影響を及ぼす可能性がある”は差分ではなく、どのような企業にも当てはまる(インパクト企業のマイナス面と見えるとミスリーディング)ように思えます。
- 全体的に洗練されたものとなっており、大きな違和感は感じませんでした。あえてあげるとすると、インパクト企業特有の課題に関しての1点め、『上場を経ると、…インパクトの創出を志向する投資家ばかりではなくなる。』の部分です。逆に捉えると未上場段階ではインパクト志向の投資家ばかりということになりますが、実際にはもちろんそうでなく、未上場の段階に比べると流動性の増加と相まって対話の機会が減る、結果として理解を頂くことがより難しくなるということかなと理解しておりご検討頂いてもよいのではと感じました。
- また4. 2)に記述において実現確度の高さを市場で評価されるという記述がありますが、DeepTech企業等は実現する前に、『潜在的な市場・技術の成長ポテンシャル』を市場で評価されるのではないかと感じました。その評価要素の一つとして当該企業等のポジショニングによる実現確度等がある整理です。ご検討下さい。
- 4. 1)に明らか(おそらく明らか)のタイプがあります
- かなり形になってきており、事務局の皆様方には頭が下がります。
- 全般的な構成と内容は違和感なし。強いて挙げれば、タイトルが「情報開示および対話」となっている一方で、2.目的の文中に「情報開示」の文言がないのが気になった。
- 上場済のインパクト企業に対する視点・言及が必要。ガイダンス3において上場志向型インパクト企業を定義しており、上場済インパクト企業も内包していると捉えることも可能であろうが、それらも対象としていくことをどこかで追記することが望ましいと思料。上場済み企業にも波及していかない限りはメインストリーム投資家は本ガイダンスを見てくれない恐れがあると考え

- 残念ながら最も大事な点がガイダンスとして触れられていないと思いました。自然資本・社会関係資本・人的資本に及ぼすインパクト(外部経済)の創出が、どのような径路でどのように自社の価値創造プロセスの強化に繋がり、それが最終的に財務的価値に還元されてくることの因果をまずはナラティブに説明することが最も重要であり、更に可能であれば、そのことをデータを用いて相関性を描くことが最終的には必要となる、ということを書き明かすべきだと思います。でないと、99%の投資家は財務的価値に繋がらないインパクトには何ら興味を示さない。
- 全体的に、有益な内容にまとまっていると感じました。事務局の皆さんのご尽力に感謝申し上げます。

## 案①

- 案① 理由: インパクト企業の目的はインパクト $\geq$ 財務リターンであり、その逆ではないと思うので、インパクトの結果、収益の創出となることが主となる流れであるべきだから。もちろん順番が逆になるケースや遅行するケースはあるがそれはコメントで補足されているので問題ないと思う。
- 好循環を生み出す「ポジティブフィードバック"ループ"」という意味では、案①がループの概念がわかりやすいので良いかと思います。「収益の創出」には時差も起こりえる点については、ガイダンス内で補足説明されており、また通常のループは案①(当初)のポンチ絵で表されているようなイメージかと思います(案②だと好循環ではなく、相互干渉と言った形で趣旨とは少しズレたイメージのように感じました。また案③も同様です)
- 案①、案②のいずれがよいかと思います。逆回転もあり得るのですが、あくまで理解しやすいケースとして図を必要以上に複雑にする必要はないのではと感じた点が1点、ただしその場合には外側のループと資本を媒介するルートが2つあるように見える点は留意が必要なきがしました。この点では案②の方がすぐれているかもしれません。
- 案1が、スパイラル・アップのイメージを伝えるために良いと思います。

## 案②

- 2つ目の案がわかりやすいと感じました。逆回転の機能についても明記した方が理解が容易です。3つ目の案については、要素③を別出しする(①、②と並列にしない)という文脈が少し理解しづらいと感じています。
- 2番目が一番無難だと思いました。

## 案②か③

- 順番が色々あるという意味で、2と3の方がよいと思います。3の方が資本市場の活用ということがハイライトされる感じですが、デザイン的には2の方が収まりがよく、個人的には2で良いのではと感じました。

## 案③

- 案③が本ガイダンスの考え方において最も適していると思料。本ガイダンスでは上場志向型のインパクト企業を定義しており、この案であれば上場志向型とそれ以外の区分けがわかり易く、上場を志向しないインパクト企業への示唆にも繋がる。一方、資本市場の活用を通じた企業価値の向上が無いことで、上場を志向しない企業の方がインパクト創出や成長で劣後するという評価にならないように注記等で配慮することが望ましい(例:資本市場の活用を通じた企業価値の向上がすべてのインパクト企業の要素①と要素②にポジティブな影響を及ぼすとは限りません)。
- 個人的には案③が最もしっくりくる。企業価値の向上は結果であって、企業価値が向上することでインパクトや収益が向上するというフローはやや違和感がある。デット調達という手段を考えると企業価値が高まらなくても負債性資金を調達して事業規模を拡大すればインパクトや収益を増やすことは可能。
- 案③:資本市場は特に財務資本に関わる部分が主であるため、6つの資本との位置づけが、インパクト・収益と分かれているほうが自然と考えるため。(また、インパクト企業から見ると、資本市場関係者は多くのステークホルダーの一員である)
- 私は案③がよいのではないかと思いました。「インパクトの創出」と「収益の創出」を追求するために「資本市場」を活用するのであれば、このような両者を支えるイメージが合致しますね。

## 案③

- 個人的には案③が最もしっくりきています。「インパクトの創出」と「収益の創出」に比べて「企業価値(＝時価総額)の向上」については、企業の自助努力以外の外部環境(株式市場の状況など)の影響も大きいこともあり枠外に出ていることがイメージに合うことと、「インパクトの創出」と「収益の創出」に対してどちらに偏ることなく同等に影響しあっていることが、本ガイダンスの考え方にも合致していると考えます。
- 3つの中では案③が一番しっくりきます。6つの資本は必須でしょうか。資本をレバレッジすることはインパクトかどうかに関係なく自明であり、各資本との関係を詳述しないのであれば不要ではないかと思いました。
- 案③をイメージします。資本市場はこういうことに関心のない投資家も少なからずなので、間に6つの資本を挟む方が実態に近くなるのでは

## その他

- ポジティブ・フィードバック・ループの見せ方について特段追加のコメントはございません。ポジティブ・フィードバック・ループの見せ方のみについて過度に時間を費やすべきではないと思いますので、最も強いご意見をお持ちの方のご意向を反映させていただければと思います。
- この図の3つの案については、統合思考の基本的考え方を十分に理解していないという点で問題が多すぎると思います。統合思考の基本的な考え方に忠実に沿って、ポジティブフィードバックループの典型的な径路をまずは6つの資本をイメージした関係図のなかでより具体的に描くべきです、

- フレームワークや概念の整理としては違和感ありません。
- 構成を見直したことで、実際の現場での活用が進むイメージが湧いてきました。大きく欠落もしくは不足している視点は特に見当たりません。
- 不足というよりは、むしろ情報過多だと感じました。逆に開示のより具体的なところ、例えば目論見書にはここに書ける、成長可能性ではここに書ける、インパクトレポートはこのタイミングで公表できる、みたいな話があると実務を行うスタッフには有用であると思いました。
- 「ガイダンス」としては必要(必須)な情報は概ね盛り込まれているように思います。とは言え、実際に上場インパクト企業がこれらを全てやれるかという少々ハードル高めかなとの印象です。
- 「ステップ1: 戦略策定」の一つ目と二つ目のブレットの文章(「通常、～」で始まる文章と「一方、～」で始まる文章)の関係は、本当に「一方」という対立する関係性でしょうか。どちらかという一つ目のブレットに「加えて」二つ目のブレットも意識する、という構造だと考えていました。「一方」なのか「加えて」なのかは、意味合いが大きく異なると思います。
- ステップ4において、「収益性・成長性」と「持続的な成長の蓋然性」の違いがわかりづらいと感じました。表で記載されている各項目の内容を繰り返し読んでも上記の2つのどちらに該当するのかは判断つきませんでした。「具体的な開示項目」として整理して頂いた表は内容がわかりやすく、こちらの表だけでも良いかと感じた状況です。
- 「開示タイミングと主な開示媒体」の表の「IPO時」のところでは、(1) I の部については開示用ではなく審査用であるため削除で良いかと考えます。

- わかりやすく良いと思います。弊社内での投資検討の際のIMMとビジネスDDの共通ポイントに関する議論と比較しても納得感があります。
- 網羅的にまとめて頂いて非常に勉強になります。あえていうとすれば、見た時に大変そう・・・という感想をもたれる可能性があるということですが、そこはバランスなのでインパクトを標榜してIPOするならここを出来る限り目指そうということでも構わないように思います。
- 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ステップの1つ目「戦略策定」の中に記載のWhat、Who、Contribution、How much、Riskについては、インパクトの5次元の視点かと思いますが、Howは毛色が違うかと思うので、並列記載する際は分けて記載する方が良いかと思いました  
(「Who/What/Why/How/How much/Risk」ではなく、「Who/What/Why/How much/Risk、そしてHow」のような形)
- ・ガイダンスという観点では、企業によってそれぞれだとは思いますが、それぞれのステップ(P4の上段の図)について、時間軸("N-3"等)の目安があっても良いのではと思いました
- 全体構成、内容の過不足に特段の違和感なし。
- 戦略策定から具体的なKPIのセット、その後実行/モニタリングを行うというステップについて、特段の違和感はありません。ただ、ステップ3とステップ4は、繰り返し実施されるサイクルのような表現が必要ではないか。3~4のサイクルのなかで投資家との対話を通じて1~2のブラッシュアップも図られていくものと思料。サイクルを通じてブラッシュアップしていくものと示すことで(特に2のKPI設定でも最初に決めたものが全てではなく)柔軟で可変なものであることを事前に認識でき、設定に対する心理的ハードルも下がるのではないかと。
- また、開示媒体についてはCG報告書も対象になり得るのではないのでしょうか。



- 1-3のステップは、既にGSGやSIIF様が既にガイダンスとして提示されているインパクトビジネスの在り方と基本的に大きな相違がないものと感じました。逆にいうならば、既にインパクト志向で事業を営んでこられた非上場企業様にとっては、IPOを志向することになった場合に(STEP1-3)で追加的に意識すべきことが明確に提示できていないように見えます。STEP1-3についてはインパクトIPOとして追加的に意識すべき事項がないのであれば、あえてこれらのステップをガイダンスに記載する必要がないかもしれません。「既にインパクト企業として事業を実践されてきた経緯がありつつ、IPOを目指すようになった場合」と、「インパクトっぽいビジネスをしてきた企業が、IPOを前に改めて正式にインパクト企業として体裁を整えてIPOを目指そうとしている場合」のどちらを想定されているのかで、ガイダンスとして必要とされる情報の過不足の判断に違いがでてくるものと思いました。
- また、同じくステップ1-3においては、従来からのガイダンスで既に提示されている内容の再掲が散見される一方で、上場するならば特に改めて意識する必要があるESG要因の検討および経営管理への導入が明示的に言及されていない点は気がかりでございます。STEP4に入ってから、ESGやネガティブインパクトへの言及がなされる構成になっていますが、ESGは経営マターと捉えられるべきものであり、IPO準備の開示情報管理として対応が可能なものではございません。上場株式市場においてはESG要因の投資意思決定への融合は既に成熟した取組みでございます。一般の機関投資家がインパクトを標榜する企業相手だからといってESG経営を免除することはございませんし、むしろより高いハードルによって市場から監視されることとなります。最近のポピンズ様におけるパワハラ報道等も記憶に新しいところで、適切な形での言及を期待させていただきます。
- 現時点(情報開示時点)におけるインパクト指標の数値も、開示されるべきだと思えます。ステップ4に該当するかと思えますが、現案の中に見当たりません。

- 「上場準備」がいつから、何をトリガーとして始まるか必ずしも明確でない部分があるため、IPOに係るファイナンスを基準点とし、その前後における開示の在り方/媒体などを例示する方が発行体にとって理解しやすいものになるのではないかと思料。  
→コーポレートガバナンス報告書への記載も重要な論点となると思います。財務的リターンのロジックを明確化した場合にインパクト関連指標を成長指標として想定する可能性を考慮すれば、インパクト企業の意思決定機関などは、コーポレートガバナンスと同様に捉えるべき事象と考えてしかるべきです。例えば、「Ⅲ 株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況」などへの記載を検討してもよいのではないかと思料。
- 細かい点ではあるが、P9一番上の「上場準備に入る前までの間」の項目で、「～機関投資家との面談を通じて理解を促す～」を「～機関投資家との面談を通じて理解を促しつつ自社のホームページの内容をブラッシュアップする」としてはどうか。
- 構成含め良いとは思っているが、もう一段という意味では投資家の対話に関して投資家面談等での直接的かつ双方向での対話を伴う際に、インパクト志向でない(相対的に注力されない)投資家に対してどうあるべきかといった点もガイドラインがあるとよいと感じた。現状はインパクトと利益の双方を追う中でインパクト偏重とならないたいめの対話のあり方ではあるが、利益偏重型である投資家に対してどのような対話が望ましいのか、この点もあるとガイドラインに深みが出るのではと思いました。
- 開示については集中した議論がなされた訳ではないと認識しておりますが、上場大企業や投資家・格付機関が現在参照している媒体を記載することよりも、差分としてのインパクトレポートのようなものにハイライトすることのほうが有用に思えます。

- 特にIPO後の情報開示について、企業内で誰がIMMの実行と公表に責任を負うべきかという論点を加えても良いかもしれません。IRの一環としてCFOが行うのがすっきりする印象ですが、責任者を明確に定め、上場前からリソースを確保しておく(チーム・ビルディングしておく)必要性をリマインドした方がいいかと思います。ディープレック系はIR自体リソース不足になる企業が多く、上場後の株価のパフォーマンスに差が出る印象です。
- 情報開示は重要ですが、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考えています。
- IPO時が上場準備から上場日までとなっていますが、一般的に上場準備は2年ほどかかるので、これを文字通り読むと、上場準備に入るとインパクトに関する開示はできない、と解釈される可能性があるなと思いました。実際には会社のHP、会社概要、ファクトブック、インパクトレポート等、IPOに直接関係しないコーポレートの情報発信があり、そこでインパクトを語らないと、そもそもインパクトスタートアップとして認知されないのではないかと思います。つまりインパクトの開示と、IPO時における東証や金融庁が求める開示の関係性を説明するのがいいのではないかと思います。
- IPO後の株主には、国内の機関投資家に加えて、一般の個人投資家(不特定多数、自社サービスを提供する顧客と重なるケースも多い)、海外投資家など多様な株主に対して対話が必要になってきます。それぞれの属性に応じた情報発信の内容、対話の方法(ツール、頻度)など一律でない運営が必要になってきます。その点に付き特に言及されていませんので追加されたいかがでしょうか(「個人投資家・機関投資家・外国人投資家など、それぞれの属性に応じた情報発信・開示対話の在り方への工夫が必要」)

- 投資家の種別によって重点を置くべき内容や、コミュニケーションのあり方の違いがあるのかと想像しましたが、それは個別性が高いとも思えるのでガイドラインに含むことは不適切でしょうか。
- P7 「収益性・成長性」の①に「TAM」を追加。②が「TAMの拡張可能性」についてなので、そもそもTAMそのものの開示が必要と思料

- 課題は実行性かと思います。スタートアップのリテラシーやケイパビリティ、リソースの観点から業界全体としての何かしらの底上げがないと、スタートアップに後はお任せとなると中途半端なアウトプットが増えそうな気もしました。(やってみないとわからないところもあります)
- IMMや開示において、やってはいけないこと、好ましくないことも記載があるとよいと思いました。例えばインパクト指標を目論見書に記載すると、監査法人は見ないけれどもAUPでエビデンスを確認されるので、エビデンスのない数字は載せられないよ、などといったことです。
- 上場にあたっては、インパクト開示とならんで準財務情報という扱いでESG要因に係る開示が必要となります。ステークホルダーへのネガティブなインパクトを可視化・管理することと、経営課題としてのESGリスクを可視化・管理することは別物となりますので、STEP3では後者をどう取り扱うべきかについての整理を、ガイダンスとして言及していただくことを期待致します。
- このまま最終回でガイダンスを締め括るにはまだ時期尚早かと思います。

- 事例が充実していてよいと思う。
- 雨風太陽の開示資料の中にある「私たちの目指すものとインパクト指標」は、シンプルにわかりやすくまとまっており参考になると思います。<https://ame-kaze-taiyo.jp/impact/>

- 「競合に関する質問」は聞かれると思います(同じようなインパクトを設定している企業はあるか、違いはどこかなど)。
- 「インパクトを追うことでトップラインが伸びるのは理解ができるが、利益にどう貢献するのか？もしくは利益とインパクトのどちらを優先するのか？」というような質問が一般的な機関投資家からは聞かれるのでは？
- 追加質問・なぜインパクトを志向するのか(会社設立の経緯)。
- ここでいう「投資家」というのはインパクト投資を行っている投資家でしょうか？上場前後で入ってくるメインストリームの投資家でしょうか？前者なのかなと思います。であればもっと色々聞かれると思うので、後者を想定したものとすると、「インパクトと収益は両立するのか」「インパクトと収益が両立しない場合どうするのか」「インパクト創出には貢献しないが明らかに収益性の高い事業機会があった場合どうするのか」などの質問があるのではと思います。
- 現状は上場志向型インパクト企業に対するインパクト投資家の質問例だと思いますが、上場志向型インパクト企業に対するインパクト投資家でない投資家のインパクトに関する質問例もあっても良いかなと思いました。後ろ向きではあるかもしれませんが、そこでどのように両立に価値があると考えているか、TAMのポテンシャルを図る議論になる可能性もあるかもと思いました。
- ①なぜそのインパクトを実現したいのか？どのくらい強い気持ちで取り組むのか？(企業のインテンション=意図≡経営者の想いは長期に亘る持続力、実行力を見るうえで実は一番大事な要素の一つ。ガイダンスとして盛り込むのはロジックや定量化、情報開示等目に見えるものがとても大事だが、定性的な部分も同様に大切に質問例という中に入れ込めたらよいと思いました)

- ②インパクトがどう収益につながるのか？今回の目的の一丁目一番地のようなところでガイダンスの中にちりばめられていると思うが、改めて投資家には質問としてなげかけてほしい部分。端的に言えば、これならもうかるのでプレミアムをつけてよいと投資家が思う腹落ち感。
- 市場のポテンシャルに対する質問の2つめに差別化要素を聞き出す質問として、「・当該市場で貴社が競争優位を確保できるのは6つの資本のこういったところに強みがあるからか。」という質問を加えてはどうか。
- 競合や大手の参入脅威、或いは個社としてのインパクト創出に係る特徴・強みに係る質問も追加してはどうか。「なぜこの会社だけがインパクトを実現できるのか、或いは同じ領域でインパクト創出を目指す企業のなかで何故この会社が伸びると言えるのか」を明確に示す必要があるものと思料。また、同じような事業をしていながらインパクト創出を主眼に置いていない企業があるとすればその企業との中長期の成長蓋然性の違いなども関心事となるものと思料