

【日時】 令和6年12月3日（火）14:30～17:00

【場所】 オンライン開催

【次第】 1. 事務局説明

2. 上場企業・未上場企業に関するインパクトの開示・対話（遠藤メンバー、西原メンバー、河村メンバー、石川メンバー、堅田メンバー）
3. インパクト投資に関する企業支援・投資家との対話（池川メンバー、林田メンバー）
4. 意見交換

【プレゼンテーションの概要】

(1) 上場企業・未上場企業に関するインパクトの開示・対話

(遠藤メンバー)

- 企業理念を実現するためのソリューション等を通じたインパクトの可視化に取り組んでいる。社員が自社の生み出すインパクトを自分事として捉えることで実態が伴った開示を行うことが可能になると考え、社員へのインパクトの浸透のプロセスを重視している。インパクトに関する認知向上のため研修等や社内での議論に基づく KPI の設定等を通じた定量・定性情報の開示を目指している。
- インパクト創出に取り組むに至った背景には、自社が提供する価値に関する顧客への説明や経営管理における非財務的な KPI の設定、欧州を中心とした規制対応の必要性等の複合的な要因がある。
- 定量・定性情報の開示について、外部環境における機会とリスクを分析してマテリアリティ（重要課題）を特定し、自社の生み出す価値を価値創造プロセスとしてモデル化し、個々の事業について定性情報に加えて定量情報を含めた形で投資家に説明している。投資家との対話のための開示ツールを作成しているが、実際にはインパクトについて対話する場面がないのが現状。
- 課題として、自らインパクトを定量化する手法の標準化が途上であり、国レベルで社会基盤となるようなソリューションのインパクトを示していただけると各事業会社の指針となるのではないかと。また、事業全体に占める売上げは小さいものの創出されるインパクトは大きいと考えられる事業についてインパクトの可視化に取り組んでいるが、インパクトを可視化できている事業のウェイトが事業全体に比して低いが、投資家の投資判断にどの程度影響を与えているのか、役に立っているのか疑問である。

(西原メンバー)

- 企業理念の実践を通じて企業価値を持続的に高めていくため、サステナビリティと経営の統合を目指しており、事業・社会インパクトが企業理念や企業価値の向上にどのように繋がっているかというインパクトの可視化に取り組んでいる。インパクトの可視化の目的は、経営管理が可能な重要な指標を特定し、その指標を事業の優先順位の決定や投資判断等に組み込むことで事業の持続的な成長と社会へのインパクト創出を実現することと、より高度化した情報開示を通じたステークホルダーとの対話の質の向上である。
- インパクト創出に取り組むに至った背景には、トップダウン・ボトムダウン双方の複合的な要因が

あり、トップマネジメントが率先して推進しているほか、経営管理に活用する必要があると考えて取り組んでいる。

- インパクトの可視化の具体的な取組みとして、サステナビリティ活動がどのように企業価値の向上に繋がっているかを価値関連図で図式化し、相関関係を検証することを通じて活動の全体像を把握している。その上で、価値関連図で実証した道筋を財務的に定量化・可視化しており、財務的に定量化するためにはどのような情報が必要かについて試行錯誤している。また、社会インパクトの可視化には、インパクト加重会計、特に製品インパクト会計のフレームワークを活用している。
- インパクトの可視化の課題として特に、可視化に係る手法の開発においてはインパクトを財務的に具体化・分析するためのデータに課題がある。今後の方向性として、手法の開発においては信頼性を証明するためのデータの取得、企業価値の向上に繋がるストーリーの展開、アウトカムの解像度の向上、競合先を含め業界を巻き込んだ大局的な観点からの指標の設定が挙げられる。

(河村メンバー)

- 社会課題の解決を目的に設立したソーシャルグッドカンパニーとしてフードロス削減を目指しており、B Corp 認証取得企業による初の IPO として、2023 年 6 月にグロース市場に上場した。EC プラットフォームを通じて、サプライヤー側のパートナー企業と消費者側の会員をつなぐビジネスモデルであり、廃棄予定の商品を当社が買い取り、再流通させるマッチングプラットフォームを運営している。売上げの一部は社会貢献団体への寄付等に充当し、SDGs 目標の達成を支援している。
- フードロス削減に向けた社会情勢の高まりにより当社の認知度が向上してパートナー企業が増加し、商品ラインナップが増加することで消費者からの魅力度も高まって会員が増加し、社会貢献活動への支援金額が増えることでフードロス削減に向けた社会情勢の高まりを更に高めるといった、企業が自律的に成長する仕組み（グロースモデル）を構築している。
- インパクト価値創造モデルのフレームワークを活用してインパクトを可視化している。アウトカムには最終的な結果・達成したい姿を掲げ、これを経済性・社会性・環境性も考慮しながら達成するためのアウトプットを設定している。
- サステナビリティ重点取組みとしてマテリアリティを設定しており、SASB、GRI スタンド、ISO26000、SDGs といった国際的な指標を参照し、外部ステークホルダーとの議論等を踏まえて課題の優先順位付けを行い、自社やステークホルダーへの影響度を考慮して、5つのマテリアリティを特定した。また、このマテリアリティを関連する SDGs と紐付けて KPI を設定し、サステナビリティレポートを通じて開示している。
- 社会課題を解決するための先行投資として売上げの一部を寄付等に充当しており、長期的には事業に還元されると考えている。他方、上場後は短期的な業績等の数字が着目される場所、こうした時間軸の違いを踏まえて投資家と対話していく必要がある。

(石川メンバー)

- 日本においてデジタルスキルを持つ人材が 2030 年には 80 万人不足し、12 兆円の経済損失が生じる見込みとされている中、学校や自治体と連携しながら、プログラミングスクールや学校向け教材、社会人研修プログラム等の展開により、デジタルスキルを持つイノベーターを育成し、社会変革を促すことに取り組んでいる。

- 社会課題の特定については、創業メンバー等の問題意識から影響を受けている部分が多い。また、事業戦略の策定と併せていかにインパクトを達成するかを検討しているが、まずインパクトを考えただの上で事業として成立するかどうかを踏まえて意思決定を行っている。
- インパクト投資として投資している投資家からは、ESG スクリーニングやインパクトの可視化・開示に関して支援を受けている。IMM については、解決すべき社会課題を特定し、ブレイクダウンした指標に基づいて事業の実践前後の効果を測定し、次の事業や改善に繋げる取組みを行っており、事業が受益者やステークホルダーに与える影響について定量・定性両面で評価している。
- アウトプットよりアウトカムを買いたいという自治体や顧客企業が増えてきており、このインパクト評価の仕組みをそのまま開示することで、投資家等のステークホルダーだけでなく社会を変える動きに繋げることに取り組んでおり、営業や事業開発の面でもプラスに寄与している。
- B Corp 認証といった第三者認証も活用しながら受益者に対して、また上場後はインパクトと経済的価値の関係について問われるところ、いかに当社の事業が社会的価値を創出しながら経済的価値にも繋がっているかに焦点を当てて開示を行っている。

(堅田メンバー)

- 当社は、民間版の世界銀行を目指して設立されたインパクトスタートアップであり、世界の金融包摂（適切価格で有益な金融サービスを利用できること）を取り組むべき社会課題と捉え、国内外の投資家から資金調達を行い、インドを中心に 5 カ国で 200 万人以上の顧客に小口の無担保融資を提供している。
- 当社の特徴として、顧客保護の観点から財務的リターンを創出する際にステークホルダーに負の影響を与えないようにする「社会的パフォーマンス管理 (SPM)」と、自社がもたらす正の影響に着目した「インパクト評価・管理 (IMM)」を一体として運営しているほか、指名委員会等設置会社の 3 委員会に加えて自主的に SPM と IMM を統括する「インパクト委員会」を設置し、インパクトに知見の深い社外取締役から四半期に一度フィードバックを受けている点が挙げられる。顧客保護と社員の満足度を高めることで、事業の持続可能性とリターンの向上を目指している。
- SPM については、業界標準の国際的なフレームワークに基づき各グループ会社を定期的に監査し、第三者機関の監査を必要とする顧客保護認証を取得している。IMM については、インパクトレポートを毎年発表しており、強固なコーポレートガバナンスを基盤に、顧客保護と社員のウェルビーイングの向上を通じてインパクトを最大化するという考えの下、セオリー・オブ・チェンジやマテリアリティ・マップを作成した。また、顧客中心のプロダクトサービスを開発する観点からフレームワークを策定して 44 のインパクト指標をモニタリング・定量化している（現在、フレームワークの改訂中）。

(2) インパクト投資に関する企業支援・投資家との対話

(池川メンバー)

- IPO 時のバリュエーション決定プロセスにおける課題の一つは、インパクトを含めた事業価値について短期間で機関投資家に理解してもらう必要がある点である。これへの対応として、上場前から発行体と機関投資家との面談を複数回設定することによって、発行体の事業に関する機関投資家の理解を深め、それを IPO 時のバリュエーションへの反映に繋げることが挙げられる。

- もう一つの課題は、IPO という公募のプロセスにおいて、いかに多数の投資家のコンセンサスを形成していくかという点である。これへの対応として、コーナーストーンを通じて、インパクトを含めた事業価値のバリュエーションへの反映を許容するアンカー投資家のバリュエーションを示したり、IOI (Indication of Interest) を通じて、特定の機関投資家の購入の意向等を市場に開示したりすることで、コンセンサス形成に取り組んでいる。エクイティストーリーを通じて、インパクト創出をバリュエーションメソッドに紐づけることが重要であり、この紐づけを強化することがIPO 時のバリュエーションのコンセンサス形成（投資家層の拡充）に繋がると考えている。
- また、SDGs IPO や B Corp 認証企業 IPO、インパクト IPO といったラベリングのような形でサステナブルファイナンスとして訴求し、通常の IPO であれば参加しないような投資家も含めた投資家層の拡充を企図している。こうしたラベリングによって投資家が発行体の事業を理解しやすくなり、企業と投資家間のコミュニケーションコストの低減に繋がることが重要と考えられる。他方、こうした IPO は直近4年間で8件（IPO 全体の約2.2%）と少なく、機関投資家の関心の喚起には繋がるものの、バリュエーションには結びついていないと認識している。
- こうした中、当社では、上場前はインパクトストーリーの策定やマテリアリティの特定に関する支援を、上場後にはインパクトを理解する投資家に引き継ぐための支援を行っている。

(林田メンバー)

- サステナビリティの観点から未上場から上場にかけての持続的な企業価値の向上を支援している。未上場段階では、VC に対する IMM の支援や IPO を目指すスタートアップに対するサステナビリティ戦略の策定とエクイティストーリーへの織り込みの支援を行っている。上場段階では、インパクトファイナンスに関する支援のほか、非財務情報の開示に関する支援を通じたサステナビリティ戦略の策定とその経営戦略への統合の支援を行っている。
- 国際資本市場協会 (ICMA) 原則では企業の一側面に関する ESG 要素しか分析できないという懸念が挙げられているところ、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) のポジティブ・インパクト金融原則 (PIF 原則) と ICMA 原則を組み合わせたファイナンスフレームワークを開発した。これにより、投資家にとっては、企業の取組みを包括的に把握することで自らの投資に対する説明責任を果たすことが可能となる。また、発行体にとっては、インパクト・マネジメント・プロセスを通じて、ステークホルダーの理解と支持を得ることで中長期的な資本コストの低減と持続的な企業価値の向上を実現することが期待される。
- 企業価値の向上にはリスク低減に寄与するマテリアリティと中長期的な成長に寄与するマテリアリティの双方が必要である。他方、ESG や SDGs に強いバイアスがかかると、機会よりもリスクに対応する傾向が強くなり、投資家の成長期待に働きかける効果が低減する。企業価値の向上に向けたマテリアリティを特定し、それに取り組むための戦略を策定し、得られたキャッシュフローを戦略実行に再投資し、短中長期の成長機会を獲得するというプロセスを、エンゲージメントにおいてストーリーとしてステークホルダーに説明することが求められている。国内企業のマテリアリティの開示では、ネガティブインパクト抑制によるリスクマネジメントに関する開示割合が高い傾向が見られるが、エンゲージメントにおいては、企業価値向上に向けたポジティブ・インパクトの拡大とネガティブインパクトの抑制によるリスクマネジメントの両方の視点が必要である。

【意見交換の概要】

(1) テーマ③：投資家の事業の見方と企業の開示

(企業として、財務情報のみならず、どのようなインパクトの定量・定性情報を開示したいと考えるか。／投資家としては、どのような情報を開示してほしいか(その情報を基に、どのような企業に投資したいか)。)

- 特に上場企業については、そもそもなぜインパクトを重要と考えてインパクトに取り組んでいるのか、インパクトがどのように企業価値に繋がっていくのか、なぜインパクトを創出しようとしている社会課題が重要と考えるのかを開示いただくと、企業と投資家のインテンションの共有に繋がると考えられる。
- 事業全体の中で定量化できているインパクトのウェイトはまだ小さいが、意味があると考えて開示している。一方、投資家にとって投資判断に本当に役立っているのか、どの程度投資判断に影響を与えているのかについて、実態を把握したい。
- 可視化されたインパクトのウェイトの大小よりも、経営陣がどのように考えているかが重要。可視化されたインパクトのウェイトが小さくても、経営陣がそのインパクトを創出する事業を成長させる旨を経営戦略に織り込んでいるのであれば、投資家はその事業の成長性を分析して判断すると考えられる。
- 企業がシステムレベルで社会に与えるインパクトをどう表現するかについては、テーマを絞って考えてしまいがちだが、幅広い事業のコアとなる強みを通じてどのような社会課題を解決しているのかを定義すると、各事業を通じた個別のインパクトと区別して表現することが可能と考える。可視化されたインパクトのウェイトが小さいことは特に問題ではなく、事業の強みを通じたシステムレベルの課題解決を可視化することが第1ステップとして重要。経営陣がコミットする事業の強みを通じた社会課題の解決を定義した上で、それを定量的・定性的に捉えるような取組みから始めると整理しやすくなると思う。
- インパクト投資に限らずアクティブ運用において、企業の将来性を見る上では、インパクトを定量化できているか否かや可視化されたインパクトのウェイトの大小に関わらず、経営陣のインテンションやそのインテンションに沿った資本配分が行われているか、それをサポートするような開示が行われているかを重視している。企業がインパクトを定量化できなくとも、事業の主力製品等の事例を挙げていただくことによって投資家において推計することも可能であるため、定量化にこだわらず、事例を多く挙げるなど投資家と対話をすることで、投資家の目線も取り入れながら改善に繋がっていくのが良いと考える。
- 経営陣のインテンションが重要であるが、事業全体の中で定量化できているインパクトのウェイトも、経営陣のインテンションに繋がっていくという意味で一定程度重要である。

(2) テーマ④：企業と投資家の対話

(企業と投資家がどのように対話を積み重ねていくべきか、また相互にそれをどのように活用していくべきか。)

- 未上場市場における特定の投資家との対話ではなく、上場市場において多様な投資家と向き合っていく上で、インパクト視点での対話の質をどのように高めていくべきか(例えば、開示を含めて投資家とのコミュニケーションを変えるべきか、従来の方法を貫くべきか)。

- 投資家との対話のあり方について、それが企業の特徴や強みである場合には、上場前後で変えるべきではないと考える。ただし、説明の仕方に関して、財務的なリターンの創出までに時間を要する場合には、それに向けた進捗や結果に関する説明を充実させるなど、投資家が理解できるようにするための工夫が必要である。
- 銘柄選定における初期のスクリーニングにおいては AI を活用しているため、開示やレポート等における記載場所についてはあまりこだわる必要はない。財務的な観点でのより焦点を絞ったスクリーニングにおいては、開示もさることながら、経営陣のインテンションやビジネスプラン、資本配分、今後の経営計画、事業環境に関する対話が重要となる。
- 上場に伴って投資家との向き合い方を変えるべきではないが、投資家が増える中で、例えば売上げ等の財務に関連する参考情報等の開示の方法は工夫する必要があると考える。また、特に上場企業についてはシステムレベルリスク等について、企業と投資家が対話を積み重ねていくことが重要であり、投資家もこうした対話を求めている。
- 社会課題が複雑化する中、投資家としても企業のビジネスモデルへの理解を深めた上で重要な社会課題が何かなどを考えて、企業と対話していくことが重要であるとする。

以上