

【インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会第2回】 クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践

2025年12月8日

野村アセットマネジメント
スタートアップ投資室長 今村敏之

金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、豊かな社会を実現する
We aspire to create a better world by harnessing the power of financial markets

スタートアップ投資室の概要

設立 : 2024年7月

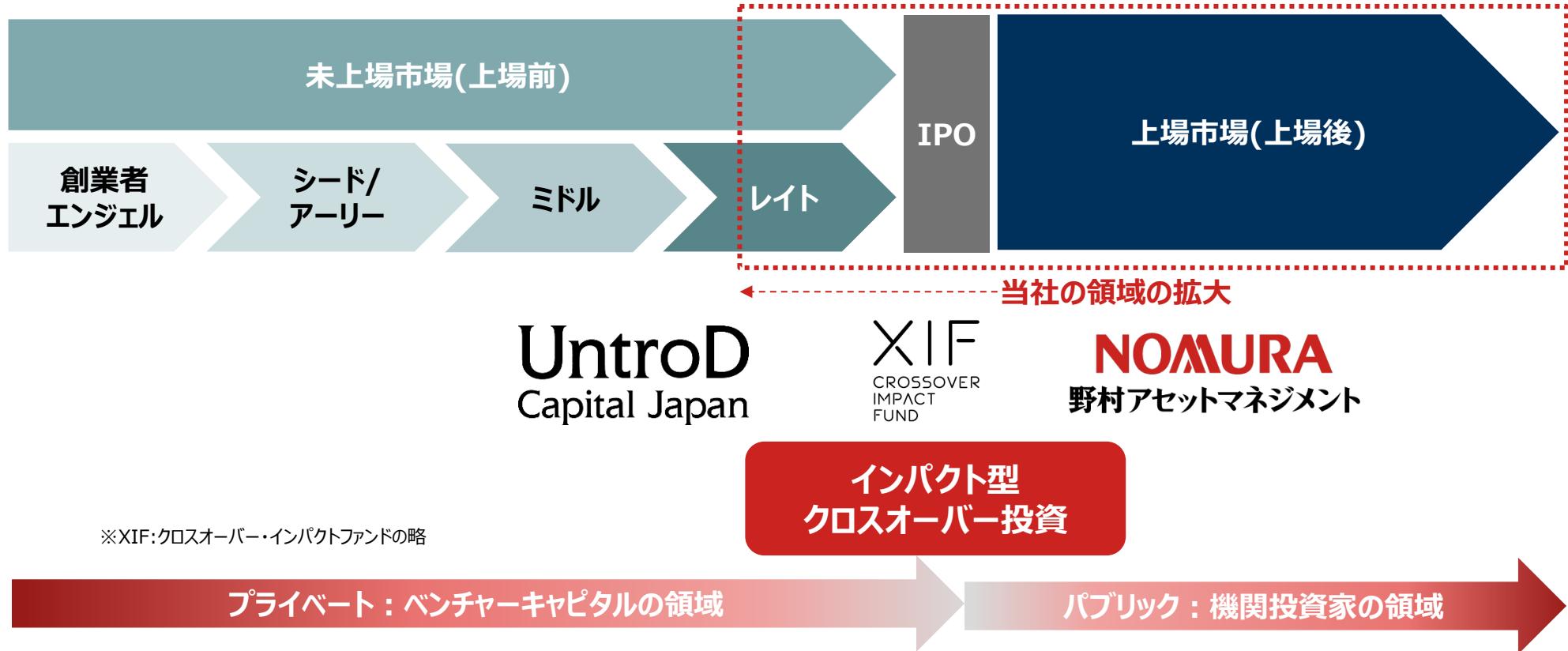
設立の目的 :

政府の資産運用立国におけるスタートアップ企業育成政策、社会的インパクト創出を志すベンチャー企業の増加を背景に、野村アセットマネジメントにおけるVC投資含むクロスオーバー・インパクト投資を新たなビジネス機会と捉え、これまで培ってきたESG投資やエンゲージメントスキルを応用し、同分野における新たな投資戦略を実践できる人材育成やスキルの開発

現在の業務内容 :

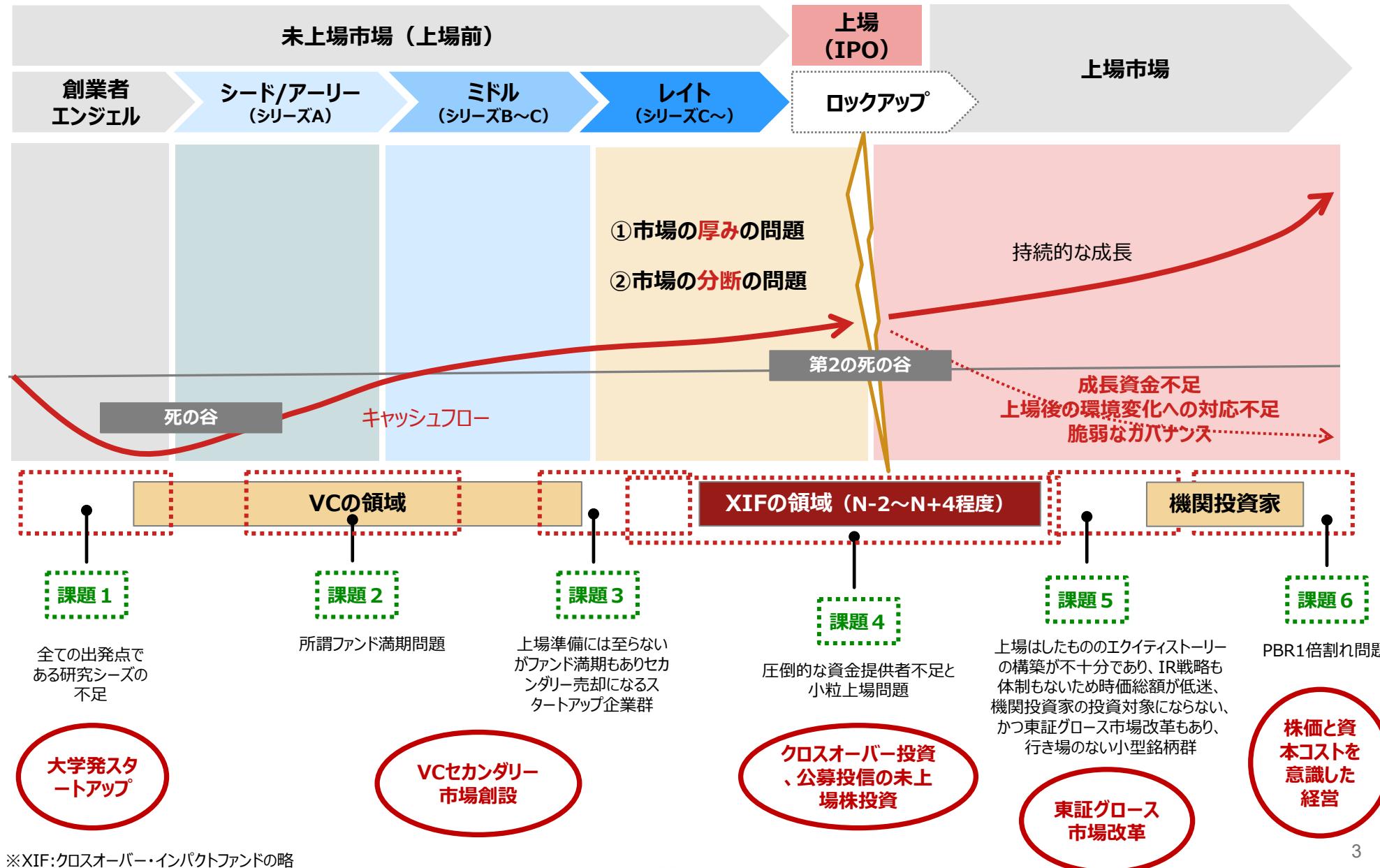
社会課題を解決し、社会に変革をもたらすディープテック系スタートアップ企業に、上場前から投資し、上場後も一定期間保有することで、スタートアップ企業の成長支援を行うための投資戦略であるXIF（クロスオーバー・インパクト・ファンド）を、ディープテック特化VC（ベンチャー・キャピタル）であるUntroD Capital Japan社と共同GPとしてファンド運用すること

シームレスな市場エコシステム構築への取組み



1. 経済的価値と社会的価値の両立を目指したインパクト志向を持った有望な経営者および企業への長期投資のリスク・マネーの供給 (**インパクト投資の実践**)
2. IPO前から投資を開始し、IPO後も企業を支援することで企業の持続的成長を実現 (**クロスオーバー投資の実践**)
3. 共同GP事業を通じて、伝統的な運用者とVCマネージャー双方のスキルを融合し新たな投資手法の開発 (**R&D**)
4. 最終的には日本のインパクト投資およびスタートアップ投資市場の育成と日本の健全な資本市場の底上げを目指す (**エコシステムの構築**)

スタートアップ・エコシステム上の課題



XIFのポテンシャル

リターンの源泉（仮説）

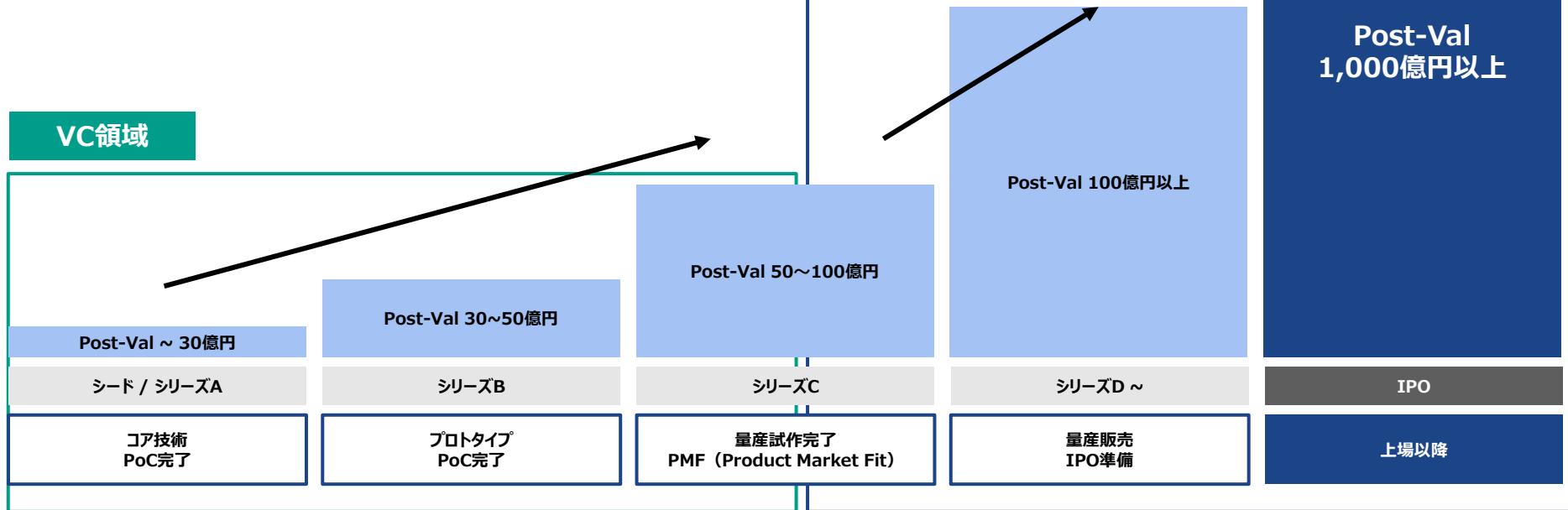
- ✓ 社会課題解決を通して世の中にインパクトを与えるビジネスの成長性
- ✓ IPO前からIPO後も機関投資家が長期的にサポートするエンゲージメントによるバリューアップ（上場市場への対応）
- ✓ 企業に眠る社会課題解決のためのソリューションをインパクトの可視化によりバリュエーション評価の向上（エクイティ・ストーリーの再構築）

100～200億円規模を500～1000億円
規模に出来るかというチャレンジ

XIF領域

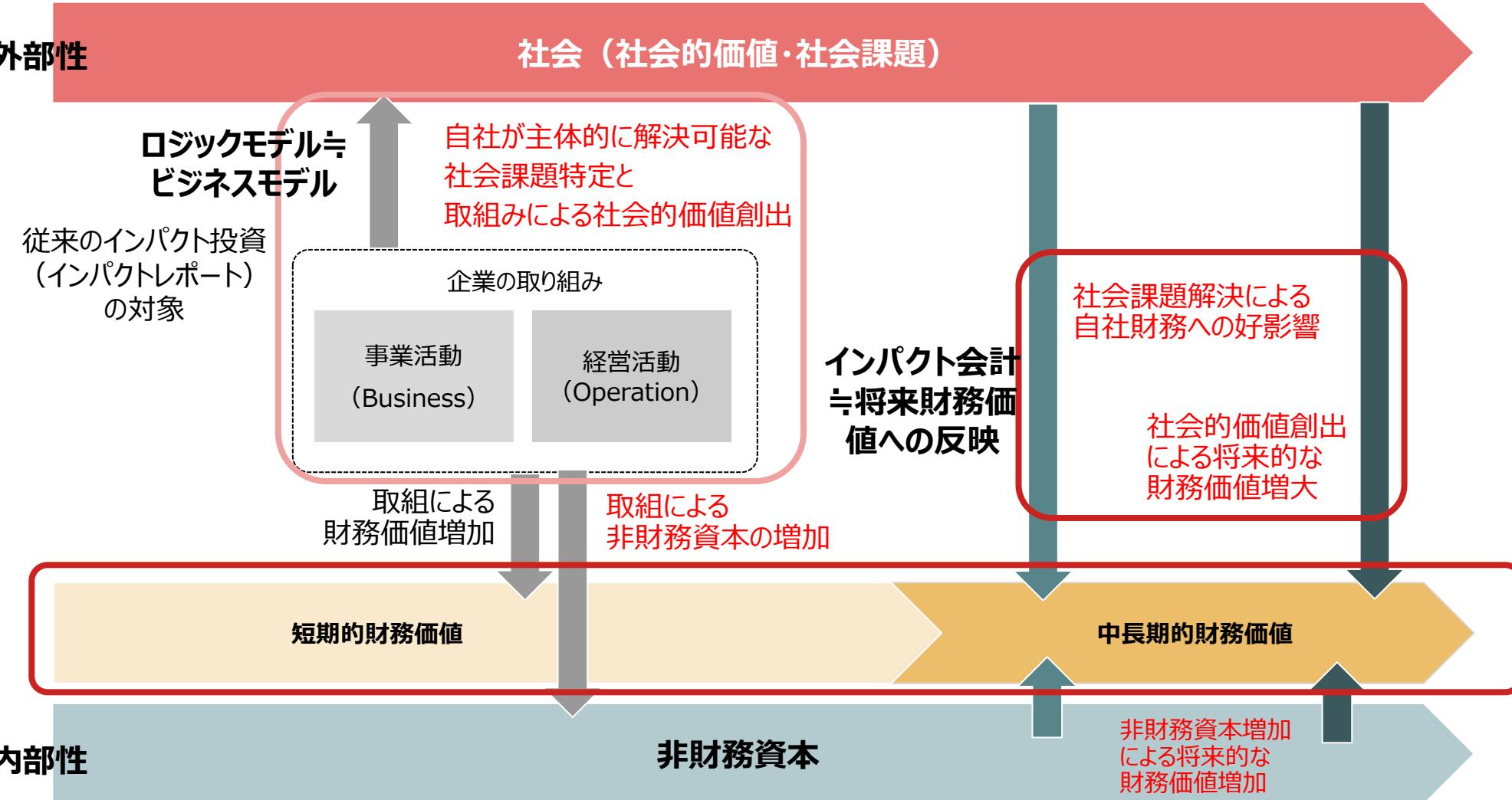
XIF CROSSOVER
IMPACT FUND

VC領域



社会的インパクト創出と企業価値の関係

外部性



インパクトの可視化とロジックモデル構築の狙い

- ・ 社会的インパクトを可視化することがロジックモデルを正当化し、それらが経営戦略の補強材料となることで経営判断の高度化を実現できる
- ・ 社会的インパクトの可視化が企業の生み出す将来キャッシュフローの実現性を高め、企業価値やバリュエーションの底上げに繋がる

インパクトにかかる実務的な手法

ロジックモデル

- + 価値創出・実現のストーリーや関連性、波及効果を体系的に可視性をもって説明可能
- これまで定量化を意識せず思いの形で構築されてきたため、実務的な構築ルールや手法が存在しない

これらの手法を組み合わせることで…



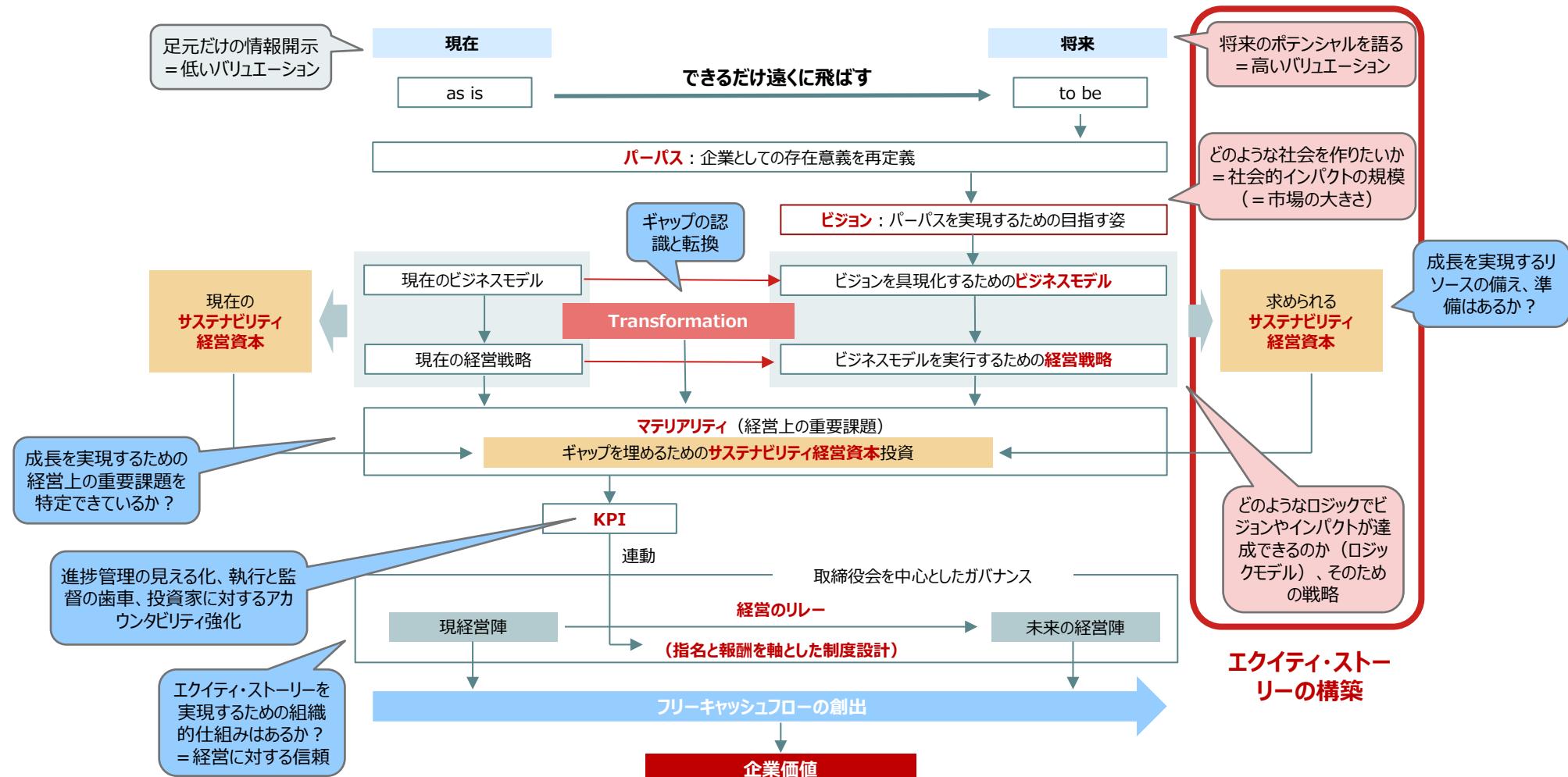
インパクト会計 (インパクトの可視化)

- + 価値の定量化・経済価値化により、財務視点と統合的な管理・横比較が可能となる
- 他方で、ストーリーや波及効果は記述不可能であるため、意思決定や戦略可視化には不向き

インパクトによる企業価値向上

- ▶ インパクトは中長期的に確実性の高い潮流であり、すなわち将来の有望市場ともいえ、そうした領域に対して取組を推進していくことが、必然的に企業における意思決定を最適化する
- ▶ ESGによる現状や実績に関する説明だけでなく、将来的な伸びしろを具体的な取り組み方針・戦略とともに説明可能となり、同時に定量的根拠を持った意思決定が可能となる
- ▶ 対象会社にとって重要性が高い社会課題や市場に対してフォーカスできているか、足許の取組がそれに沿ったものかを、具体的なストーリーとともに開示・評価することが可能となる
- ▶ 同時に、そうしたアクションが生み出す社会的価値に対して一定の経済的な価値を見出すことで、企業が創出する付加価値、あるいは将来的な財務影響として明確に認識することが可能となる

経営者の目線をどこまで遠くに飛ばせるかが鍵

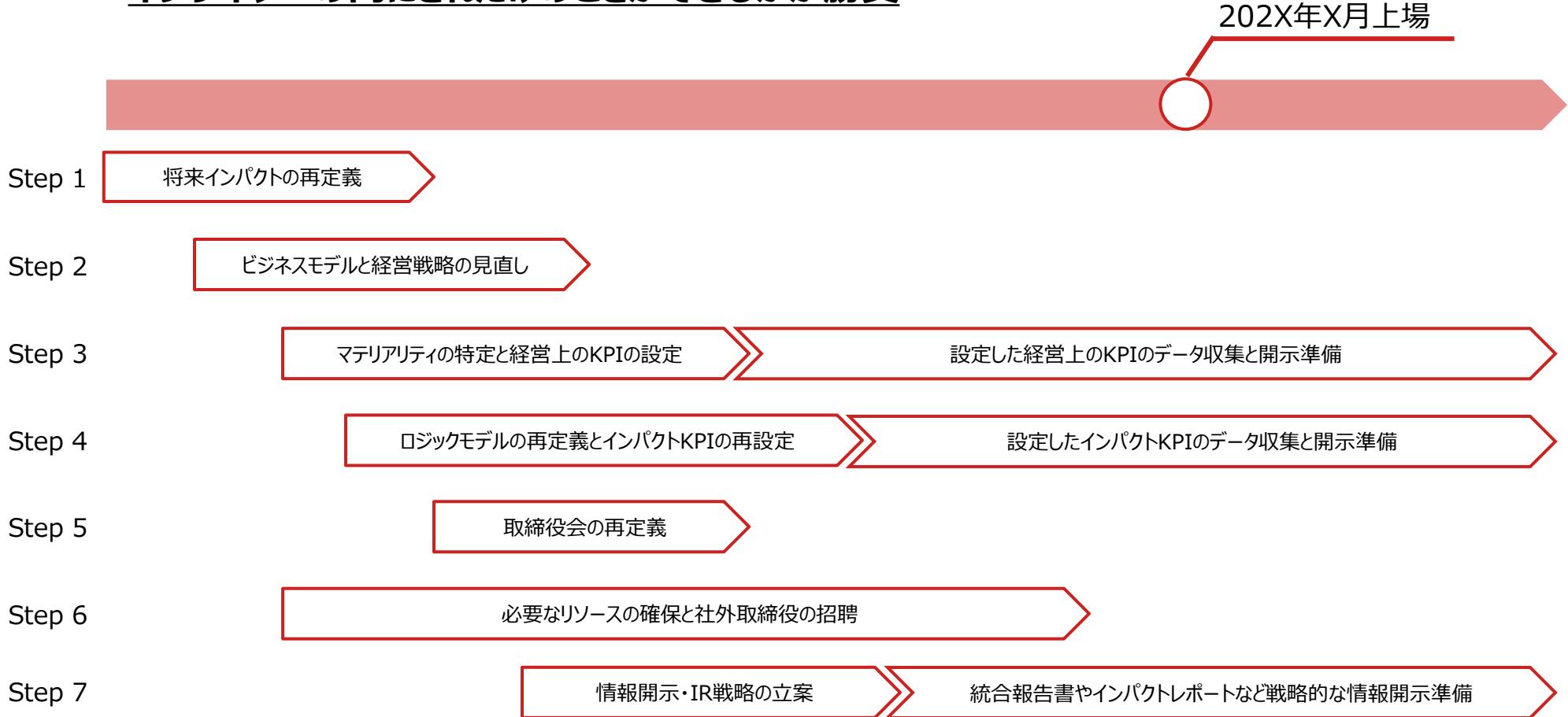


＜事例紹介＞某社の課題一覧

- ① 将来インパクトの大きさ＝市場の大きさを十分想起できていない
- ② 将来インパクトに向かうための戦略が確立されていない（海外戦略やM A 戦略など）
- ③ ビジネスマodelが＜A＞なのか＜B＞なのかはっきりしていない（それによって市場におけるバリュエーションが変わる、IPO時XXX億円以上を狙うならビジネスモデルを明確に変える必要がある、もしくは＜B＞としてより高成長が狙えるビジネスに転換＝将来インパクトの更なる拡大を図る）
- ④ ビジネスマodelや事業戦略を再定義したうえで経営上のマテリアリティ（重要課題）と経営上のKPIを設定し、必要なリソースを手当てすることで将来成長の蓋然性を示す必要がある
- ⑤ 上記①～④を行ったうえでロジックモデルとインパクトKPIの再設定を行う（細かい事業上のインパクトKPIを再整理しながらマクロ的な指標を決める必要がある）
- ⑥ 上記①～⑤を実行するうえで適切な取締役会の再定義と機能の再設定、必要な社外取締役の充足を図り、機関投資家の対話の相手としての取締役会の構築を図る必要がある

＜事例紹介＞上場準備のスケジュール

インサイダーの内にどれだけのことができるかが勝負



機関投資家との対話に備えた準備

【トップメッセージ】

統合報告書などの企業の開示媒体で、機関投資家がまず読むパートであり、非常に重要です。このトップメッセージで企業の目指す方向性や戦略を大まかに理解させ、投資家に腹落ちさせるだけではなく従業員への強烈なメッセージとなり事業推進力の大きな原動力となります。したがってトップが自らの言葉で語る必要があり、それが感じられないものは訴える力がなくなり、まったく効果が生まれません。

- a. 企業のパーカス（存在意義）やビジョンを示してください。どのような企業でありたいですか。貴社をひとことで表現すると「何者」ですか。
- b. a. で示されたパーカスの裏にある、貴社が改善に取り組む社会課題は何ですか（なぜ今の社会ではa. で示されたようなことができていないのか）。
- c. a.のパーカスやビジョンを実現するために、創業からの歩みを振り返り、現在地を評価してください。これまで何をしてきて、現在どこまで達成できましたか。業界はどのように変化してきましたか。現在のビジネスモデルや事業戦略、収益構造はどのようなものですか。現時点での競争優位性や弱みは何ですか。現時点で蓄えられた経営資源、特に貴社ならではの無形資産は何ですか。
- d. 上記の振り返りを踏まえ、今後の経営の方向性を示してください。業界はどのように変化しますか。その中で貴社はどのように成長していきますか。現在蓄えられた経営資源をどのように活用し成長していきますか。逆に足りないリソースや弱点、改善点、実現のためのハードルは何であり、どのように克服していきますか。ビジネスモデルをどのように変革していきますか。そのための戦略を長期（例えば2040年）と短中期（例えば2030年）で切り分けて説明してください。
- e. 上記 d. で想定した長期期間末時点の 貴社のビジネスモデルの完成形を示してください。それにより貴社のターゲットとなる市場や収益構造はどのようになり、その規模はどの程度になりますか。

機関投資家との対話に備えた準備（続）

【CFO・COOメッセージ】

トップメッセージを実現するためには、CFOとCOOの役割が非常に重要です。絵にかいた餅にならないためにも具体的な財務戦略と事業戦略が必要であり、それにより投資家は実現の蓋然性を判断します。

- a. 貴社における上場の意義や役割を説明してください。上場によって調達された資金使途を 1. d.の成長戦略の内容と絡めて説明してください
- b. 上記1.d.に回答いただいた貴社の成長戦略を年単位の経営計画に落としたときに、重要なマイルストーンや事業KPI を教えてください。またマイルストーンごとに目標とする時価総額はありますか。
- c. 上場後の財務戦略を説明してください。
 - i. 【総括】貴社の考える現時点での会社全体での資本コストと目標ROEを教えてください。また今後の成長戦略において資本コストの高い事業はありますか。そこでの収益性はどの程度ですか。
 - ii. 【投資】現在の貴社の収益構造を踏まえ投資（M&A含む）に対する考え方を教えてください。収入からの内部留保と投資とのバランスのとり方はどのようなものか、成長戦略達成のための投資対象事業の優先度はありますでしょうか。
 - iii. 【調達】上場後にPO等の資金調達は考えていますか。事業拡大に伴う必要なリソースや資金調達方法はどのようなものですか。どのような時間軸で考えていますか。
- d. 事業目標を達成するうえでの組織的な仕組みや取り組みを教えてください。組織的な課題や潜在的なリスクはどのようなものですか。特に事業拡大と組織の拡大に伴い発生している課題とその取り組み、内部統制方法を教えてください

機関投資家との対話に備えた準備（続）

【サステナビリティの取組みの開示】

貴社がビジネスを通して取り組む社会課題は何ですか。貴社のビジョンはどのような社会課題解決につながるのでしょうか。またどのような社会を目指しているのでしょうか。

- a. 各事業における、主たる受益者は誰ですか。そのような受益者のインパクトを追うことと、事業成長性とのアライメントはどのように考えていますか。
- b. インパクトの広さ：個々の社会課題の大きさをご教示ください。具体的な顧客数や市場の数を示し、市場規模を想起させてください
- c. インパクトの深さ：各事業において、貴社事業でないと出せないインパクトの深さと、なぜ貴社はそれが出せるのかを説明してください（≒競争優位性、差別化要素）
- d. インパクトの期間：今後発揮されるインパクトはどれくらい持続的ですか？
- e. 想定する顧客像（ペルソナ）を教えてください、その顧客は貴社のサービスを受けることによってどのように変わるのでしょうか。
- f. 組織体制：貴社事業にとってのマテリアリティは何ですか。それはどのように特定されましたか。それらをどのようなKPIで追って確認していく、経営チームにどのように報告され、経営チームはそれらをどのように経営判断に活かしていますか。

【事業概況】

自社の事業の健全性を評価するためにも、足元の事業の詳細説明は必ず必要です。事業ライン毎に以下のポイントに沿って説明してください

- a. 事業概要及びビジネスモデル（誰に何を提供しているか、収益モデルは何か）
- b. 外部環境（足元の市場環境、ビジネス機会及びリスク）
- c. 競合優位性（強み及びシェア）
- d. 業績推移及びユニットエコノミクス（コスト構造や損益分岐点）
- e. 主要KPI
- f. 事例など

機関投資家との対話に備えた準備（続）

【ガバナンス】

- a. 取締役会は、成長戦略の履行を監督するために必要なスキルセットを備えていますか。今後新たに招聘する社外取締役のプランについて教えてください
- b. 取締役会および社外取締役の役割と責務について教えてください。また平時における取締役会のアジェンダ設定について教えてください。加えて貴社が想定する有事、その時の取締役会の機能や役割について説明してください（例えば新たな市場進出やM&Aなど大きな経営判断が求められる時）
- c. 取締役、経営陣、従業員は、成長戦略の履行を監督、履行するために、事業KPIと連動した適切なインセンティブを付与されていますか
- d. 経営陣の功績を定期的に評価し、交代の要否を判断する透明性の高いプロセスや基準が設定されていますか（指名報酬ガバナンス）

【人的資本】

- a. 現時点での執行サイドにおける人的資本をスキルマトリックスの観点で説明して下さい。
- b. 従業員エンゲージメントを高める工夫を教えてください。
- c. リテンションプランを教えてください。
- d. 短期および中長期の事業ビジョンを達成するために追加的に必要となる人材ポートフォリオ及び現在とのギャップを教えてください。また、具体的な採用計画示してください

これまでの振り返り

クロスオーバー投資の最大のメリット

- IPOゴールからより長期目線に経営陣を意識改革
- 想定される最大時価総額からバックキャストでエクイティストーリーと事業戦略を再構築
- スタートアップ経営陣からのコミットメントと信頼の獲得

現状の課題

■ バリュエーション手法の確立 :

- 未上場時と上場後のバリュエーションに対する考え方方が変化するため、VCサイドと機関投資家サイドで投資実行時の目線がズレやすい。未上場時はある一定の考え方に基づき「こうあるべきだ」との考え方になりがちだが、上場後は「市場がどのように判断するか？」が重要であり、時にはダウンラウンドにつながるケースも想定される。VCおよび発行体も含め、上場前後でシームレスなバリュエーション手法の確立が必要

■ インパクト評価とロジックモデルの活用手法の確立 :

- 発行体の生み出す社会的インパクトの可視化を一定のロジックモデルで示すことは可能であるが、依然として企業価値との連動が不十分。上場後のバリュエーションは市場が決めるものであることから、インパクトが大きい＝バリュエーションが高い、ではなく、市場に高いバリュエーションを認めさせるIR戦略の一環として、インパクト評価とロジックモデルの活用手法の確立が必要

■ 個人投資家中心の株主構成から機関投資家中心の株主構成への移行 :

- 発行体のエクイティ・サイズが依然として小さく、上場後、当初は個人投資家中心の株主構成になりやすい。個人投資家中心の株主構成から長期保有前提の機関投資家中心の株主構成へいち早く移行するためにも、発行体のエクイティサイズの観点で上場前のファイナンスからその後の上場までのプロセスのあり方を見直すことが必要



CROSSOVER
IMPACT
FUND