

【日時】令和7年12月8日（月）13:00～15:00

【場所】ハイブリッド開催

【次第】

1. 開会
2. 第1回分科会の振り返り
  - 2-1. 事務局説明
  - 2-2. 意見交換
3. テーマ別プレゼンテーション
  - 3-1. インパクト投資における伴走支援・対話の実践（インパクト・キャピタル株式会社 黄副座長）
  - 3-2. クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践（野村アセットマネジメント株式会社 今村メンバー）
  - 3-3. 質疑応答
4. ケーススタディ（対話デモンストレーション）
  - 4-1. 株式会社ユカリア（企業プレゼンター：荒木メンバー）
  - 4-2. 五常・アンド・カンパニー株式会社（企業プレゼンター：堅田メンバー）
5. 閉会

【インパクト投資における伴走支援・対話の実践】

（黄副座長）

- 当社では、Well-Being を軸にキャリア・ケア・暮らし・街づくり・環境の各領域で多様な選択肢を生み出すような事業に投資。経済性と社会性で正の相関関係が見込めることを前提に、経済面では個別投資先毎に15～25%のIRRを目標とし、インパクト面では「ファンドが取り組む課題領域との合致」「業界の課題構造変革の可能性」「サステナビリティリスクの考慮」等の7つのインパクト投資方針を設定している。
- 投資検討段階から投資先とのIMM（Impact Measurement & Management）の対話を開始し、ロジックモデルを作成するほか、「5 Dimensions of Impact」の枠組みに基づきインパクトリスクの分析を行い、緩和策を協議。インパクトスコアリングも投資時点から毎年更新し、個々の投資先の伴走支援の見直しを行っている
- これまでの伴走支援や対話における気づきや学びを7つの観点で整理した。まず1つ目に、投資家はあくまで伴走支援者であり、企業が主体的にIMMを推進できるようリソース配分や実行可能性に配慮した対話を行うことが重要である。
- 2つ目に、IMMは単なる追加作業ではなく、投資先企業における意思決定プロセスに組み込むことで、企業経営の高度化の取組の一環として位置づける必要がある。
- 3つ目に、IMMが一度限りの活動にならないよう、ロードマップの作成や成果物を意識した中間目標の設定など、企業と投資家間の明確な目標設定やマインド設定が不可欠。実際のロードマップ策

定時には、GSG 国内諮問委員会（現：GSG Impact JAPAN）が 2024 年 5 月にとりまとめた「インパクト企業の資本市場における情報開示ガイダンス」も参照し、4 つのステップ（①戦略策定、②事業計画の策定/KPI の設定、③経営意思決定プロセスへの組み込み、④情報開示/対話）に基づいてアクションプランを特定している。

- 4 つ目に、IMM 指標を抽出する際は、まず財務指標・インパクト指標、マテリアリティ考慮した ESG 関連指標を組み合わせた KPI プールを構築したうえで、経営戦略との整合性に基づいてコア KPI を抽出し、試走するなかで見直しを行う。投資先のなかには、抽出された KPI を社内の管理ツールのダッシュボードで可視化し、毎月の取締役会で進捗を報告しているほか、ワークショップの実施を通して社内のマインドづくりに取り組んでいる例もある。
- 5 つ目に、情報開示では、定量データと定性ストーリーを組み合わせ、出典や算出根拠を明示し信頼性を確保しつつ、読みやすさを意識したコンテンツ設計が重要。投資先の事例として、CureApp 社では 2021 年 11 月にウェブサイト上でサステナビリティの取組を新設したほか、2025 年 1 月に初回のインパクトレポートを発行。カイトク社でも 2025 年 9 月にウェブサイト上に「社会的インパクトの取り組み」のページを新設し、作成過程では、事業活動と社会的インパクトの因果関係やストーリーを丁寧に言語化し、「埋蔵労働時間」などの独自コンセプト/KPI を設定している。
- 6 つ目に、資本市場での対話を見据え、より早期に国内外の上場株式投資家と関係を構築して対話を開始することで、経営者の視座向上や中長期的な事業構想へつながる。
- 最後に、スタートアップには、IMM に加え経営支援や幹部人材の紹介など、通常の VC としての事業成長支援も重要であり、投資家にとっても、顧客の声を直接聞くことで、事業の成長やインパクト拡大の新たな示唆が得られ、より良い IMM 支援につながる。

#### 【クロスオーバー投資におけるインパクト投資の実践】

（今村メンバー）

- 当社では、UntroD Capital Japan と共同でインパクト型クロスオーバー投資に取り組んでおり、インパクト投資やクロスオーバー投資の実践、投資戦略的 R&D、健全なスタートアップ・エコシステム構築を目的としたファンドを運営。スタートアップ・エコシステムにおける課題には、①レイターステージにおける資金提供者不足（厚みの問題）、②上場前後の投資家層の変化（分断の問題）があり、クロスオーバー投資では N-2 期～N+4 期程度を対象として保有することで、これらの課題に取り組んでいる。リターンに関しては、投資倍率はグロスで 4～5 倍を目標としており、すなわち我々がやろうとしていることは、投資対象先のポストバリュエーションとして 100～200 億円規模となっているレンジを、500～1,000 億円規模へ引き上げられるかというチャレンジである。
- インパクトと企業価値の関係性について、非財務的資本の蓄積による将来的な財務価値増加を「内部性」とすると、従来のインパクト投資では、事業活動がどのように社会に作用して価値を生むかという「外部性」に着目し、ロジックモデルを用いてそのインパクトを可視化しているが、将来の企業価値への反映まではあまり踏み込んでいない。スタートアップでは外部性がターゲットとなる市場の大きさや事業成長のポテンシャルに直結するので、同ファンドではそのインパクトが将来どのように成長の源泉となり中長期的財務価値へ還元されるかまでを一体で可視化する手法をとっているのが特徴である。これにより、①経営陣は自社の意思決定や方向性を検証・確認して必要に応じて軌

道修正ができる（経営意思決定の高度化）ほか、②投資家の企業価値の目線がより具体化するというメリットが生まれる。

- 具体的には、エクイティストーリーの再構築を起点に、ビジネスモデル、経営戦略、マテリアリティ、KPI、ガバナンス、キャッシュフローを一貫して結びつけるロジックを構築し、企業価値まで落とし込むというアプローチを採用。従来型のスタートアップは、IPO 時にどれだけ財務価値を引き上げられるかに焦点が当たりがちのため、経営者の目線をどこまで遠くに飛ばせるかが重要となる。また、上場が迫る前のインサイダーの段階でどれだけ取組を進められるかという点もポイントとなり、各投資先とは、将来インパクトの定義に始まり、ビジネスモデル・事業戦略の妥当性、ガバナンス体制の構築といったステップに基づき、機関投資家との対話に備えたテーマごとの質問を通じて一連の壁打ちを行っている。
- クロスオーバー投資のメリットとして、長期投資家加わることで、これまでの取締役会での議論を IPO ゴール志向から脱却させ、経営陣が長期目線になることで、バックキャストによるエクイティストーリーと事業戦略の再構築が進みつつあること、経営陣からのコミットメントや信頼の獲得にもつながることが挙げられる。一方で、未上場と上場におけるバリュエーションの考え方の違いを乗り越えるような手法の確立、インパクト評価を時価総額に反映させる手法の確立や、早期から機関投資家を巻き込むことによる個人投資家中心の株主構成からの移行などは課題。

#### 【質疑応答の概要】

- 証券会社がインパクト企業の上場支援をする際には、IPO 時のバリュエーションが最大の論点となり、企業の長期的成長性をどのように投資家に訴求するかという議論が深まりにくい。インパクト VC も議論に加わることで、ロジックモデルや KPI も含めたブラッシュアップが期待できる。  
→ 将来のビジョンやインパクトが成長過程で徐々に顕在化していくケースも多いなかで、証券会社としてはインパクト IPO をどのタイミングで行うことが適切と考えるか。  
→ 基本的に発行体の意向が起点となるが、エクイティストーリーの信頼性による部分も大きい。エクイティストーリーの確からしさが高まるまで後ろ倒しにする判断をすることもあれば、既にある程度高く高いバリュエーションが期待できる状況であれば、そのタイミングでの IPO も選択肢となる。
- 公開市場においてインパクトと企業価値評価を結びつける際に生じやすい課題はあるか。また、結びつけに成功している企業の共通点や事例について知りたい。  
→ 創業などディープテックでは特にそうであるが、スタートアップ企業が創出する社会的インパクトはかなり先であることが多く、インパクトを示せる例は少ない。インパクト KPI と事業 KPI の違いを整理し、エクイティストーリーとキャッシュフローの間を繋げるために、遠い将来のゴールに向かうまでの事業 KPI としてのマイルストーンを設定し、確実にインパクトの創出に向かっているという実行計画を示せるかが重要であり、CEO・CFO 機能も含めた会社側の仕組みづくりが課題となることが多い。
- インパクト KPI はスタートアップにおける事業 KPI の見通しにくさを補完する役割を果たす。インパクト KPI を継続的に開示することで、事業 KPI を通じて最終的に企業価値に反映されていく仕組みが重要であり、IPO のタイミングの判断についても、公開情報に対する投資家の信用度に応じて

意思決定を行うことが重要なのではないか。

#### 【ケーススタディ①：株式会社ユカリア】

(荒木メンバー)

- 当社は、「ヘルスケアの産業化」をビジョンに、「変革を通じて医療・介護のあるべき姿を実現する」をミッションに掲げ、医療/介護現場の改善、医療/介護従事者・利用者のウェルビーイング向上、患者・要介護者の幸福実現という「三方良し」の実現を目指している。ミッション実現のための5つの課題に対応して設定したテーマに沿って各種事業を展開しており、病院の経営サポートをコアビジネスとする。
- 2024年からインパクトレポートを公開し、2025年度はGSG国内諮問委員会のガイダンスに準拠し整理を行った。10~20の事業を展開する多角化企業であることを踏まえ、事業別のロジックモデルとインパクトKPIを整理し、事業間のインパクトの繋がりを可視化している点が特徴。ロジックモデルでは、各事業がミッション実現のための5つの課題やその先のアウトカムにつながり、それらを実現することでビジョンが達成されるという構造になっている。
- IMMのフレームワークとしては「5 Dimensions of Impact」を活用しており、特に「Who」については投資家との対話を通じて受益者を明確化したほか、「How much」では、アカデミアと連携して社会保障費抑制効果などを定量化し客観性を確保できるよう工夫している。
- 財務KPIには、会社全体としてEBITDAを、事業単位として病床稼働率や医療材料比率等を設定。アウトカムKPIといかに結びつけ、企業価値の蓋然性を訴えていくかが重要と考えている。
- ガバナンス面について、KPIは年次で測定し、主要事業のロジックモデルはすべて更新している。第三者レビューは実施しているが、外部監査やOPIMは未実施。経営陣で議論し、ステークホルダーからのフィードバック、修正を行うPDCAを回しており、サステナビリティ委員会やインパクト委員会等の設置については検討中の段階である。
- インパクトIPOの振り返りとして、当社は時価総額400億円規模でIPOしており、スケーラブルなインパクトIPOは業界の発展に向けて重要だと認識している。また、親引け制度活用により適切な価格発見機能が狙えたほか、投資家層の拡大と安定株主の確保につながった。分かりにくく、不確実性の高いインパクト企業にとって、インパクトIPOは適切な株価形成に資する手法である一方、海外も含めESG投資家でもインパクトKPIだけでなく業績予測KPIも見て投資を見送る例もあったため、日本を支えていくような投資家層の拡大に期待したい。

#### 【対話デモンストレーションの概要】

- 「5 Dimensions of Impact」における「Risk」は、経営陣及び社員も巻き込んで深掘りすることで、独自性や事業の競争優位性を高めるヒントが得られるのではないかと。GSGのガイダンスに沿って開示を行うプロセスにおいて、良かった点や難しかった点はあったか。投資後・上場後の投資家との対話でも活用しているようであれば、どういう点が有用であったか伺いたい。  
→「Risk」の観点について、今後社員まで巻き込んだ議論を実施し、来年度のインパクトレポートに反映したい。GSGのガイダンスについては、当社にとっての対応可否の判断は難しかったが、ガイダンスを読み込み内容に沿った開示を進められたように思う。IPO後の投資家との対話では、限ら

れた時間のなかで事業 KPI や足元の事業状況に関する議論が中心になりがち。

- IPO 時は公開可能な情報が限られるなか、インパクトの世界では、具体的数値に依らずとも将来像を伝える余地がある。多角化された各事業が将来成長し有機的につながった先に描くビジネスモデルや、その途上の事業 KPI やマイルストーンを適切に示すことができれば、更なる評価を期待できたのではないと思うが、IPO 時の投資家との対話でどの程度伝えられていたのか。  
→親引けで参加した 4 社の投資家には、事業 KPI が見通しにくいなかでも夢を語ることで、その裏付けとしてのインパクト KPI や将来的な企業価値を信じてもらえた一方、To-Be ベースからのバックキャストのステップ論の議論が不足し、成長ステップを明示することはできていなかったことは、支援先のさらなる拡大につながらなかった要因の一つと考えている。  
→社会保障費抑制効果の取組は社会的意義が大きいですが、それが将来御社にもたらすポジティブな作用についても説明できれば、評価が変わる可能性も考えられる。  
→当社だけでは専門性が不足していることもあり、アカデミアも巻き込んでアドバイスをいただきながら、取組を継続することが非常に重要と考えている。
- 御社の目指す姿はシステムチェンジによる変革と捉えられるため、課題の根本原因まで掘り下げた整理をロジックツリーに反映した上で、御社独自の強みがどのようにその課題の解決に貢献するかを、インパクト KPI と併せて示すことで、道筋が明確になって投資家からの評価向上につながるのではないかと。  
→システムチェンジ的な思考からの課題の検討については、社内で仮説はあるものの、根本的すぎるが故に示し方が難しい。アドバイスも踏まえ、全社員を巻き込んだ議論を進めるとともに、インパクト KPI についても今後開示できればと考えている。

#### 【ケーススタディ②：五常・アンド・カンパニー株式会社】

(堅田メンバー)

- 当社は、「民間版の世界銀行をつくる」という経営理念のもと、金融包摂に焦点をあて、有益かつ手頃な金融サービスへのアクセス拡大に取り組んでいる。途上国農村部の女性を主な顧客とし、5 か国の途上国の 7 つのグループ会社を中心に事業拡大のための資金を提供することで、農業や小売り、縫製など多様なマイクロビジネスを支援。業界の課題であるアナログ性に対して、対面を維持しつつ DX を進める「フィジタルモデル」を採用しており、ペーパーレス・キャッシュレス化により、支店運営の効率化による商圈拡大、審査基準の統一化、不正防止などを実現。
- 資本政策面では、株主構成の多様化、Mission・Vision・Value への共感を重視している。ガバナンス面では、社内・社外取締役で構成されるインパクト委員会を設置したほか、グループ会社とのインパクトにフォーカスした対話を行うインパクト・チームを設置している。
- インパクトの測定・管理については、マイクロファイナンス分野におけるグローバルな評価の仕組みである「社会環境パフォーマンス管理(SEPM)」と IMM を組み合わせた枠組みのもと、①規制・レピュテーションリスクの低減、②顧客・従業員満足度の向上、③インパクト投融資・助成金の獲得が企業価値の向上につながるという仮説に基づいて取組を進めている。
- 2019 年より毎年インパクトレポートを公開。インパクト指標は以前は 45 個あったが、投資家等との対話への活用を考慮した結果、現在は総顧客数を最重要 KPI とし、預金顧客割合、女性・農村部

比率などを含む 25 個の主要指標に再編した。

- 探索的なインパクトの強化という観点では、3 年前よりフィナンシャル・ダイアリー調査を実施し、数百名の顧客の出入金状況を追跡することで、マイクロファイナンスが生活改善・所得向上に役立っているのかをモニタリングしている。
- 投資家とのコミュニケーションのきっかけにすべく、B コープや ISS の外部認証などの取得にも取り組んでいる。インパクトの取組をどのように企業価値向上のストーリーとして明確化するか、という点が今後の課題。

#### 【対話デモンストレーションの概要】

- ファンド・オブ・ファンズ的機能も持つ御社にアセットマネージャーやインパクト投資家が投資する意義（アディショナルリティ）として、資金提供以外に期待されるものはあるか。また、新興国を中心とする事業を展開していることに伴う情報の非対称性の観点で、投資家との関係性をどのように構築しているか。

→客観的な市場視点での分析は社内で不足しがちなので、投資家との対話で得られた気づきを IR 担当が経営陣へフィードバックすることは有益であるほか、グローバル展開に伴うガバナンスに関して他社事例や投資家の知見を取り入れることも価値がある。情報の非対称性については、投資家から財務モデルや事業の実態が見えにくい点が課題と感じており、事業 KPI も含めた一貫性・信頼性のある定量開示を強化するとともに、上場後もグループ会社の経営陣と直接対話する場を継続的に設けるなど、投資家に対して事業の可能性やリスクをリアリティをもって伝えていきたい。

- 今後さらに投資家を巻き込むにあたり、海外の途上国における課題という手触り感のない内容を伝えるうえで、またネガティブインパクトやリスクを適切に説明しつつ過度な不安を招かないために、どのように工夫しているか。

→高い透明性を保った開示に加え、マイクロファイナンスの歴史的背景や市場の成長過程、課題を丁寧に説明することで、投資家の納得感を高めていきたい。ネガティブインパクトについては、過剰融資や高利貸しといった業界に存在する事例を防ぐため、グループ全体で SEPM を徹底しており、その取組や改善効果を投資家に伝えていくことで他社との違いを明確に示せるのではないか。また、インパクトレポートでは学術的批判にも耐えうるデータに基づく開示を重視しており、上場後も透明性の高い開示を継続的に行う姿勢を維持していく。

- 金利水準やデジタルアクセスなど、顧客の体験価値としては何が差別化要因となるか。対象顧客層をフォーマルな金融機関にアクセスできるようにすることをゴールとしているのであれば、どのような支援を行っているのか。また、M&A における投資スタンスとして、利用者を拡大するには規模の大きな MFI (Microfinance Institution) に投資する方が容易である一方、困難を抱える顧客層とは対象がずれる可能性があるが、御社としてのアディショナルリティを追及するためにどのような投資基準を持っているか。

→高いリターンを期待できる事業を営む顧客にとっては、多少の金利差は誤差であり、必要な時に迅速に資金を提供できるというスピードが重要。今後はデジタル活用により返済頻度や借入期間に関する柔軟性も高めていきたい。M&A における投資スタンスについては、小規模な MFI の方が当社の貢献余地は大きい一方、十分な規模がないとポジティブなインパクトを生み出す良質なサービ

スの提供が難しい側面もある。最近はトッププレイヤー、もしくはそうなり得る規模の MFI に参画し、安定的に資金を供給することがより重要と捉えている。

- 将来的に御社がどの程度の市場シェアを獲得可能と見込んでいるか。  
→金融機関の特性上、市場は 1 社独占にならないと認識しているので、仮に世界需要の 10%程度のシェアを獲得できれば、民間版の世界銀行と言える水準だと考える。