



NO&T Capital Market Legal Update

キャピタルマーケットニュースレター

2024 年 2 月 No.37

インパクト IPO の情報開示に向けて

－ GSG 国内諮問委員会による情報開示・対話ガイダンス草案の公表 －

弁護士 宮下 優一

弁護士 脇田 隼輔

弁護士 吉野 貴之

はじめに

「インパクト IPO」という言葉が近時注目されています。社会・環境課題の解決を目的としたインパクトの創出を志向する企業が、資本市場から資金を調達するために行う上場を指すことが多いものの、その確立した定義はまだありません。また、インパクト企業への資金供給としての「インパクト投資」についても議論が活発になっています。

そのような中、2024 年 1 月 22 日に、GSG 国内諮問委員会インパクト IPO ワーキンググループから「[インパクト企業の資本市場における情報開示及び対話のためのガイダンス草案](#)」（以下「本ガイダンス草案」）が公表され、インパクト IPO の情報開示を含むガイダンスが示されています。なお、本ガイダンス草案については 2024 年 2 月 29 日まで意見募集が行われ、今春に第 1 版の公表が予定されています。そのため、本ガイダンス草案の内容には今後変更がありうることにご注意ください。

本ニュースレターでは、まず議論が先行しているインパクト投資の概要に触れたうえで、インパクト IPO を含む本ガイダンス草案の概要や実務上想定される論点をご紹介します。

インパクト投資の概要

① 全体像

「インパクト投資」という言葉について法令上の定義はありませんが、国際的な団体である Global Impact Investing Network (GIIN) では、「財務的リターンとともに、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを創出することを意図する投資行動」を指すとされています¹。カーボンニュートラルの実現、生物多様性の保全、サーキュラーエコノミーの実現、ダイバーシティ、人権問題、地方創生、少子高齢化等、社会・環境課題が多様化する中で、個別の課題解決に資する企業の成長可能性等を具体的に理解・評価する投資手法の重要性が高まっていることを背景に、近時、「インパクト投資」の議論が活発化しています。

国内においては、2020 年 7 月に環境省の ESG 金融ハイレベル・パネルにおけるポジティブインパクトファイナンスタスクフォースにより「[インパクトファイナンスの基本的考え方](#)」が公表され、徐々に「インパクト」に着目した資金供給に関する議論が活発化していく中、2023 年 6 月 30 日には、金融庁のインパクト投資等に関する検討会から、インパクト投資の要件や推進施策等が取りまとめられた「[インパクト投資等に関する検討会報告](#)」

¹ GIIN の[ウェブサイト](#)において、「Impact Investments」は「investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return」と定義されています。

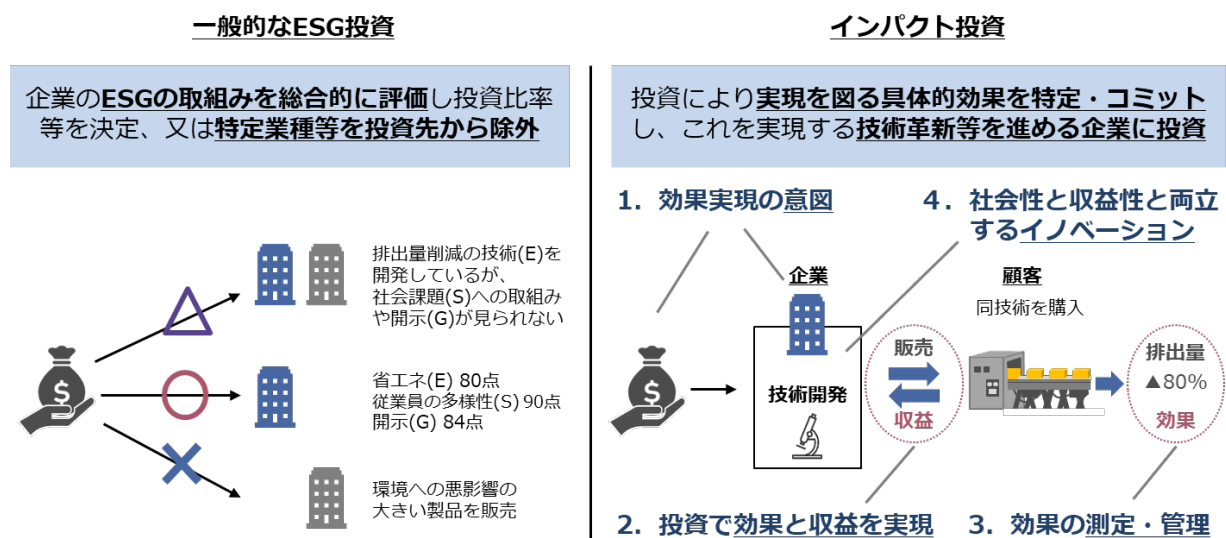
書」(以下「本インパクト投資報告書」)が公表されています。なお、本インパクト投資報告書で示されている基本的指針は、本ニュースレター執筆時点ではあくまで案の段階です。

② インパクト投資の要件

本インパクト投資報告書では、インパクト投資は、社会・環境課題への対応を通じて事業等の成長・持続可能性を高めるという、一般的な ESG 投資と共通する目的を有しており、イノベーションとの親和性が高い ESG 投資の手法の 1 つとして期待されるとされています。同報告書では、下図のとおり、一般的な ESG 投資では、企業の ESG の取組みを総合的に評価し投資比率等を決定し、また社会・環境への悪影響が大きいとみられる製品・サービスを提供する業種を投資先から除外するというプロセスを経て行われるものですが、インパクト投資は、社会・環境的効果（インパクト）と投資収益の双方を企図する投資であり、投資により実現を図る具体的効果を特定し、これを実現する技術革新等を進める企業に投資を行う点に特徴があるとされています。

上記のとおり、インパクト投資はあくまで投資であり、「社会・環境的効果」を持つことに加えて、「一定の収益性」を目指すことを前提としています。このような前提から、本インパクト投資報告書における基本方針案では、①当該投資を通じてどのような効果・収益性を実現するのか（「意図」）が事前の計画において明確であること、②投資の実行により効果・収益性が具体的に生じることが見込まれること（「追加性」）、③こうした効果を事後的にも確認し、継続的な行動につなげていくこと（「特定・測定・管理」）、④市場や顧客に変化をもたらす又は加速しうる新規性等（「イノベーション」）に対する支援であることが、インパクト投資の要件として必要であるとされています。

一般的な ESG 投資とインパクト投資の違い



出典：金融庁「[インパクト投資等に関する検討会報告書概要](#)」

③ IMM (Impact Measurement Management)

本インパクト投資報告書の基本方針案では、インパクト投資においては、上記の要件③「特定・測定・管理」の観点から、投資実施後の事業について事前に設定した資金面・非資金面での支援が行われ、事業面での改善が図られ、具体的な効果が表れたかという点について、継続的に測定・管理することが必要であるとされています。GSG 国内諮問委員会 IMM ワーキンググループが 2021 年に公表した[インパクト測定・マネジメントに係る指針](#)では、IMM (Impact Measurement Management) とは、機関投資家が、投資先企業の生み出すインパクトを測定し、投資先企業と対話しながら事業の改善を促していく仕組みを指すとされています²。

² IMM について投資家側の観点からの検討結果を公表しているものとして、GSG 国内諮問委員会「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」(2021 年)等。

インパクト IPO

2024 年 1 月 22 日に、GSG 国内諮問委員会インパクト IPO ワーキンググループから本ガイダンス草案が公表されました。

① 本ガイダンス草案の対象と位置付け

本ガイダンス草案は、①インパクトの創出、②収益の創出、③資本市場の活用及び対話を通じた企業価値の持続的向上の 3 つの意図を持ち、それらの相乗効果を図りながら持続的な成長実現を図るインパクト企業を対象としており、未上場企業及び上場企業のいずれも含むとされています³。「インパクト IPO」とは、このようなインパクト企業が、後述の「ポジティブフィードバックループ」を加速させるための戦略策定から情報開示・対話までの 4 つのステップについて継続的に取り組む過程において、IPO を実現することを意味するとされています⁴。そして、本ガイダンス草案は、インパクト IPO を行う際に適用することが何らかの意味で強制されるものではなく、インパクト企業や資本市場関係者が 4 つのステップの取組みを進める際に「参照しうる」ものとして位置付けられています。

また、本ガイダンス草案では、同ガイダンスに基づくインパクト IPO を行った場合には、開示文書等においてその旨を明記することが推奨されています。この点に関連して、「インパクト IPO」と安易にラベリングすることの危険性について留意が必要と思われる。IPO では不特定多数の一般投資家も参加するところ、その中には「インパクト」についての知識経験を十分有していない投資家も含まれることが想定されます。後述するライアビリティリスクとの関係でも、「インパクト IPO」であることを過度に強調することは、「インパクト IPO」というラベルが付されていることのみを材料に投資家が投資判断することに繋がるおそれがあるため、開示文書等におけるラベルの使用については適正な限度にとどめるとともに、リスクも含めた具体的な情報を十分に開示する必要があります。

② ポジティブフィードバックループとは

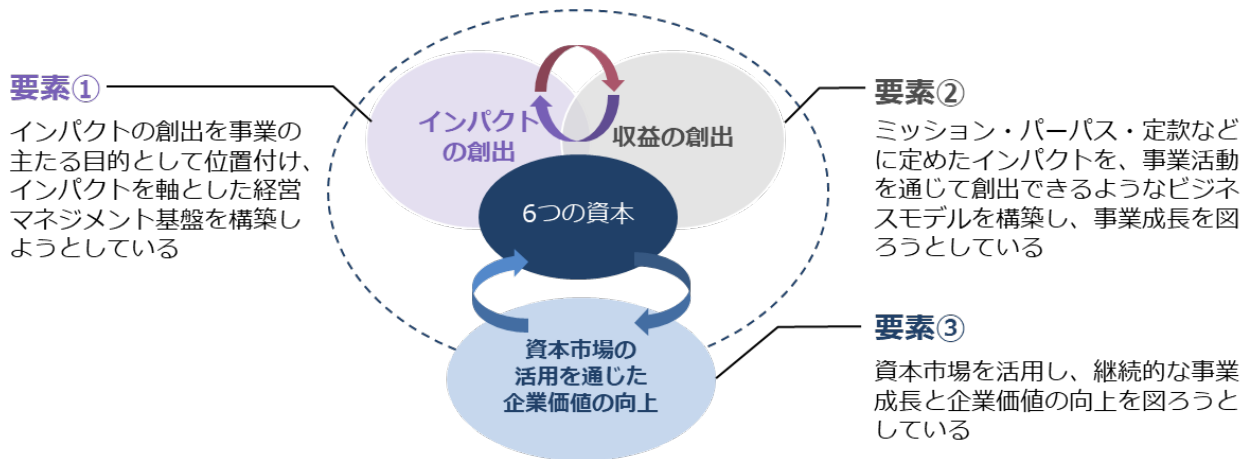
本ガイダンス草案では、インパクト企業が、インパクトの創出と収益の創出を実現させるビジネスモデルや成長戦略を土台として、投資家への情報開示や建設的な対話を行うことによって、資本市場を活用した経営資本へのアクセスにより、さらなる経営資本（下図においては、「6 つの資本⁵」と表記）の充実や先行投資が可能になるとされています。これによって、資本市場からの評価を高めながら企業価値の向上を実現し、それがさらにインパクトの創出や収益の創出に繋がり、持続的な成長を可能とする循環が生まれていくとされ、このような循環を、本ガイダンス草案では「ポジティブフィードバックループ」と呼んでいます。

³ インパクト IPO ワーキンググループでは、IPO 自体が目的化してしまうことへの懸念や、IPO 後は多様な投資家からの投資が想定されることなども踏まえて、ガイダンスによって、インパクト IPO の開示要件を厳密に定めることや認証や格付を要求することはせず、また IPO 時点にフォーカスしすぎることなく、本文記載の 3 つの意図を持つインパクト企業による「取組みの望ましいあり方」を提示するガイダンスであるという位置付けにとどめられることになりました（2023 年 11 月 30 日付[同ワーキンググループ第 5 回事務局資料](#)）。

⁴ これまで、社会変革推進財団「[インパクト IPO 実現・普及に向けた基礎調査](#)」では、インパクト IPO を、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、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と定義されていました。本ガイダンス草案の定義は、この暫定的な定義を具体化・更新したものと位置付けられています。

⁵ 本ガイダンス草案では国際統合報告評議会（IIRC）の統合報告フレームワークで用いられている財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本の 6 つの資本が参照されています。

ポジティブフィードバックループの概念



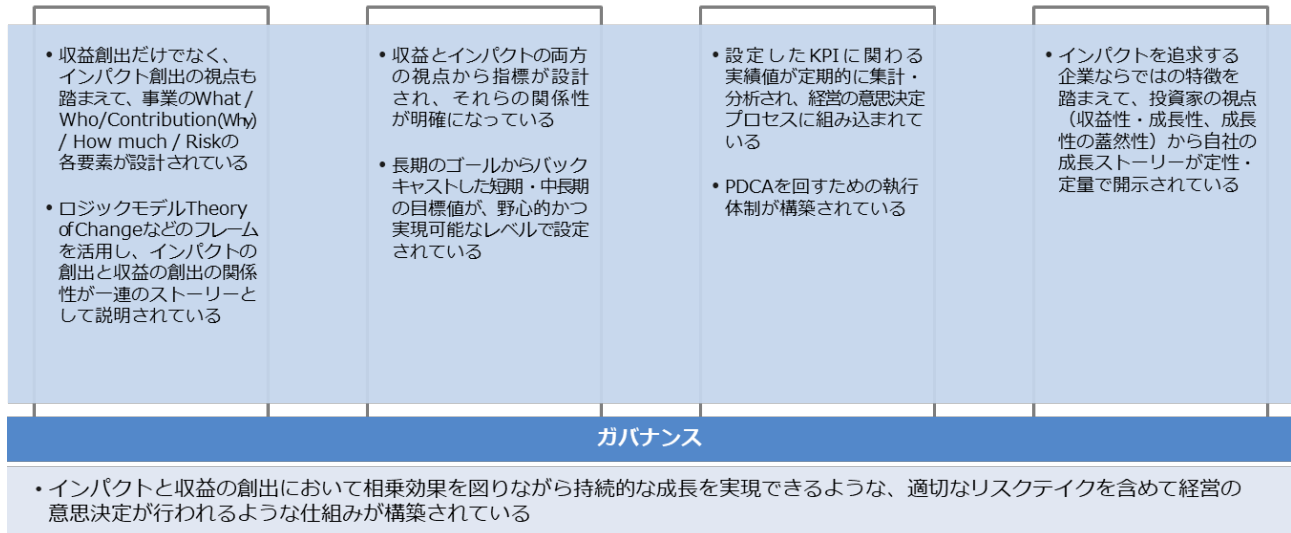
出典：本ガイダンス草案

また、本ガイダンス草案では、ポジティブフィードバックループは、下図のとおり、インパクト企業における、戦略策定から情報開示・対話に至る 4 つのステップによって、さらに加速させることが望ましいとされています。

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



インパクト企業ならではの望ましいあり方



出典：本ガイダンス草案

この 4 ステップは、企業経営において、IMM の概念をどのように捉えて実践していくのが最も望ましいのかを示したものとされています。本ガイダンス草案では、IMM 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であるとされています。IMM については、上記のとおりインパクト投資を実践する投資家側の観点からの議論・検討が進められている一方、インパクト投資を受ける企業側の観点からの議論は必ずしも十分に進んでいないため、その点を整理するものとして参考になります。

また、4 つのステップは、PDCA サイクルとして、企業内での議論や投資家との対話を通じて、上場前・上場後の一連のプロセスにおいて、仮説検証を繰り返しながらブラッシュアップされていくことを想定したモデルであ

り、初期段階において 100%の完成度を求めるものではないとされています。

以下では、リーガルの観点から、特にステップ 4「情報開示/対話」に焦点をあてて実務上の論点を紹介します。4つのステップの詳細については、本ガイダンス草案を参照ください。

③ インパクト IPO における情報開示及び対話

本ガイダンス草案における「企業価値」とは時価総額を指すとされ、企業は、IPO により初めてその株式に市場価格がつくこととなります。インパクト企業にとっては、公開価格の決定プロセスにおいて、インパクトと収益の双方の創出をエクイティストーリーとして幅広い投資家に対して説得的に訴求できるかが重要となるように思われます。

(a) 具体的な開示内容

上場準備期から公開価格決定までの期間における投資家とのコミュニケーション手段としては、IPO 前におけるインフォメーションミーティング、中期経営計画の開示、インパクトレポートの開示、IPO に際しての有価証券届出書や目論見書の開示、ロードショー、その他各種プレスリリースの開示等の様々なものがあります。本ガイダンス草案では、投資家への情報開示に当たって、収益性・成長性の観点及び持続的な事業成長の蓋然性の観点から、①対象とする社会・環境課題の動向、②成長戦略、③自社の競争力の源泉を裏付ける定量情報、④リスク・機会のマネジメント方針及び⑤ステークホルダーの全体像とガバナンスに対する考え方といった情報を開示内容に含めることが望ましいとされています。①～⑤の観点自体は、インパクト IPO ではない通常の IPO 実務においても、目論見書やロードショーマテリアルに記載されることが多いものでありますが、本ガイダンス草案においては、これらについてインパクト企業ならではの特徴を踏まえた以下の具体的な開示項目が示されています。

具体的な開示項目

要素	具体的な開示項目
① 対象とする社会・環境課題の動向	- 対象とする社会・環境課題はどの程度の規模感なのか？（エリア、時間軸、対象となる産業のセグメント等） - 対象とする社会・環境課題は、どの程度深刻であり、グローバルで解決に向けて、官民においてどのような取り組みが行われているのか？
② 成長戦略	- 最終的に創出したいインパクトゴールに向けて、短期・中長期ではどのようなインパクトの創出（＝アウトカム）を目指しているのか？ - 短期・中長期でどのようなインパクトに関わる KPI を設定しており、現時点でどの程度実績を計測できているのか？またそれらの KPI は収益に関わる KPI とどのように関連しているのか？ - 短期・中長期のアウトカムの創出に向けて、具体的にどのようなアクションを実行していくのか？ - これまでにない市場を形成していくことができる可能性や、TAM 自体の拡張可能性をどの程度見込めるか？
③ 自社の競争力の源泉を裏付ける定量情報	6つの資本の観点から、自社の競争優位の源泉となっている要素は何か？それはどのような裏付けとともに強みであるといえるか？ - 自社の競争優位の源泉は、財務的価値にどのようなポジティブな影響を及ぼしようと考えているか？ - 自社の創出したインパクトが、どのように自社の 6 つの資本（競争力の源泉）に影響を及ぼし、収益の創出や事業の成長に寄与しているのか？（可能な限り定量的なデータを用いて関連性を説明）
④ リスク・機会のマネジメント方針	- 自社が意図するポジティブなインパクトを拡大する過程で、自社が意図しないネガティブなインパクトとしてどのようなものが想定されるか？ - またそれらのネガティブなインパクトに対して、自社はどのようにリスクとして認知

	し、マネジメントしていくか？ ・ 自社が解決を目指す社会・環境課題の動向を、定期的に把握しリスクや機会の評価を行うための仕組みをどのように構築しているか？
⑤ステークホルダーの全体像とガバナンスに対する考え方	・ 自社が解決を目指す社会・環境課題に関与するステークホルダーと、各者への提供価値をどのように捉えているか？ ・ インパクトの創出を自社の経営の意思決定プロセスや意思決定機関にどのように反映しているか？

(b) 事前勧誘規制との関係での留意点

金融商品取引法（以下「金商法」）は、有価証券届出書の提出前に、投資家に対して株式の取得の勧誘を行ってはならないと定めており（金商法 4 条 1 項）、届出前の情報伝達はかかる観点から勧誘に当たらないように留意する必要があります。

具体的には、IPO 前のインフォメーションミーティングの実施や、中期経営計画及びインパクトレポート等について開示を行う際には、あくまで（募集・売出しに言及しない）企業内容・事業内容の紹介にとどめる必要があります。この段階でインパクト「IPO」というラベルを用いて投資家とコミュニケーションを行うことは基本的に避けるべきと思われます。また、IPO 時の一般投資家によるインパクト企業への投資判断が難しい場合も想定され、価格算定能力の高い投資家をコーナーストーン投資家とすることも企業の状況や案件規模等によっては検討対象になりうると思われます。コーナーストーン投資家との間では有価証券届出書提出前からコミュニケーションを行うことが不可避となりますが、その際の事前勧誘規制の遵守についても慎重に確保する必要があります。

(c) ライアビリティリスクとの関係での留意点

有価証券届出書や目論見書に虚偽記載等（重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていること）があった場合には金商法上の特別な損害賠償責任等の対象になります。また、その他の任意開示についても一般不法行為責任等の対象になります。

例えば、定量的な将来情報は未達の可能性を本質的に有しているため、このようなライアビリティリスクの観点からは、その発信について留意が必要です。この点について、企業内容等開示ガイドラインでは、有価証券届出書に記載すべき一定の将来情報について、一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合は、直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないとされており、例えば、当該将来情報について社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経たものである場合には、その旨を、検討された内容（例えば、当該将来情報を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要とともに記載することが考えられるとされています（同ガイドライン B5-16-2）。何を行い何を開示すれば「一般に合理的と考えられる範囲での具体的な説明」に該当するのは一律に判断することはできず、個別具体的な状況を踏まえる必要があります。インパクト企業の取組みは、中・長期的なスパンで収益化を実現するものが多いと考えられますので、将来情報の開示に際しては、通常の企業の場合よりも慎重な対応が要求される場面も多いものと思われます。本ガイダンス草案では、KPI 目標値の設定について、ベンチマークとなる基準を踏まえて「できるだけ野心的かつ実現可能な目標」を設定することが望ましいとされていますが、以上のような合理性の観点からの検証は欠かせないと思われます。

将来情報の論点のほかにも、TAM（Total Addressable Market）の開示についても慎重な検討を要する場面が多くなる可能性があります。通常の IPO 実務においても TAM の開示については慎重に検証を行うことが重要であるところですが、特にインパクト企業の場合には、そもそも何が「市場」なのかの確定が難しい可能性や、その市場規模の開示の基礎となるバックデータとして適切な外部データが不足している可能性、当該データについて企業側で相当の加工や推計を要する可能性等、その客観性・合理性をいかに担保できるかが論点になるケースも想定されます。

(d) パブリシティコントロールの重要性

以上のとおり、インパクト IPO の前段階や IPO 時における情報開示については法的な観点から慎重な検討を要する場面が多くなることが想定され、パブリシティコントロールをいかに行うことができるかがインパクト IPO

の成功のために重要であると考えられます。

IPO 後の情報開示

よく「IPO はゴールではない」と言われるとおり、インパクト IPO はあくまで資本市場との最初の接点であり、IPO 後から上場会社としての継続的な情報開示（例：有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、統合報告書）が本格化することになります。また、IPO 後にエクイティファイナンスを行う際の有価証券届出書・目論見書等、資本市場を活用した資金調達の際にも情報開示は欠かせません。このような点を踏まえ、本ガイダンス草案は、IPO 時のみを対象とするのではなく、IPO 後の情報開示及び対話も広く対象としています。

① IPO 後の開示内容に関する考え方の方向性

インパクト IPO 時における情報開示及び対話に関する考え方は上記のとおりですが、この考え方については、IPO 時だけではなく、IPO 後も同様の方向で考えることが妥当と思われる。例えば IPO 後の継続開示である有価証券報告書は金商法に基づく法定開示であり、そのライアビリティリスクに鑑みると、IPO 時の有価証券届出書や目論見書と同様に慎重な準備が必要と思われる。

また、IPO 後は、IPO 時の開示との一貫性・継続性も重要です。インパクト企業を取り巻く経営環境が急速かつ非連続的に変化することもありえ、その際には従前の開示から大きく方向転換することが必要になる可能性があります。その場合に、いわゆるチェリーピッキングと呼ばれるような都合の良い選択的な開示を行わないようにすることや、従前の開示内容・方針からの変更を行う場合には変更の必要性・合理性が存在するか、変更理由の開示も合わせて行うべきか等の慎重な検討が必要といえます。

② 情報管理に関する潜在的な論点

インパクト企業の企業価値や株価に影響を与えうる情報は、その事業の新規性・固有性・特殊性ゆえに、他の上場企業とは異なるものが含まれる可能性があります。IPO 後に規制対象となるものとして、例えば金商法上のインサイダー取引規制がありますが、法令において個別列挙されていない事実類型が特に重要である場合もありえ、いわゆるバスケット条項として重要事実と該当しないかの判断が必要となる場面が多くなる可能性もあります。また、上場企業に適用のあるフェア・ディスクロージャー・ルールにおける重要情報としての管理が必要かどうかの判断が難しい場合もありうると思います。

今後の議論

インパクト IPO を巡る本格的な議論は始まったばかりですが、他方で、社会・環境課題の重要性は増すばかりです。課題解決に向けた事業活動を行う企業による資金ニーズは高く、IPO 時や IPO 後の資本市場へのアクセスは非常に重要な論点であり、その議論が急速に進むことも想定されます。

その中では、投資家による適切な投資判断を可能とするために、また、ウォッシュ（みせかけの開示）にならないように、インパクト企業が資本市場に対して何をどのように情報開示することが必要かつ適切かについての多角的な視点での議論や、情報開示に伴うライアビリティリスクも考慮したバランスの取れた議論を行うことが必要と思われる。

2024 年 2 月 9 日

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、第三者割当増資、ブロックトレード、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）、サステナブルファイナンス等、大手証券会社のエクイティ・キャピタル・マーケット部での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件を幅広く取り扱う。また、企業情報開示（サステナビリティ開示を含む）、金融規制法、M&A、コーポレートガバナンスその他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2007 年大阪大学法学部卒業。2009 年京都大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M.）。2016 年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016 年～2017 年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト（CMA）

Chambers Asia-Pacific 2024 – Capital Markets Domestic 部門 受賞（Band 4）

The Best Lawyers in Japan 2022-2024 – Capital Markets Law 部門 受賞

Rising Star Partner, IFLR1000 2021-2023 – Capital markets Equity 部門及び同 Debt 部門 受賞

The Legal 500 Asia-Pacific Green Guide 2024 – Green Ambassador に選出

**脇田 隼輔**（弁護士）

shunsuke_wakita@noandt.com

新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、第三者割当増資、種類株式、社債等のキャピタルマーケット案件、M&A・コーポレート、上場リート・私募リートを中心として、国内及び国外の企業法務全般を取り扱う。2018 年京都大学法学部卒業。2019 年京都大学法科大学院（司法試験合格により）退学。2020 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

**吉野 貴之**（弁護士）

takayuki_yoshino@noandt.com

主な取扱い分野は、キャピタルマーケット（新規株式公開、私募リート、社債等）、M&A・コーポレート、危機管理・不祥事案件を中心とした国内及び国外の企業法務全般。

2020 年東京大学法学部卒業。2022 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイス構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 600 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

(*提携事務所)

NO&T Capital Market Legal Update 〜キャピタルマーケットニュースレター〜の配信登録を希望される場合には、
<https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<nl-capitalmarket@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませようお願いいたします。