



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6月 No.39

インパクト IPO の情報開示に向けて(2)

– GSG 国内諮問委員会による情報開示・対話ガイダンスの確定 –

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。

2024年5月10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 第1版](#)」(以下「本ガイダンス」)が公表されました。当職らは、本ガイダンスの草案段階である2024年2月に同テーマについてキャピタルマーケットニュースレター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—](#)」(2024年2月)(以下「前回ニュースレター」)を発行しましたが、今回の本ガイダンスの確定を受けて、そのアップデートをご紹介します。

本ガイダンスの概要

本ガイダンスでは、事業成長を伴いながら、事業の製品・サービスを通じてポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトの創出を意図する企業を「インパクト企業」と定義しています。そして、本ガイダンスの目的は、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、インパクト企業と投資家をはじめとする資本市場関係者との間において、情報開示等を通じて共通理解を醸成し、建設的な対話を促すことであるとされています。

「インパクト IPO」とは、このようなインパクト企業が、「ポジティブフィードバックループ」(その意義は[前回ニュースレター](#)を参照)を加速させるために、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を実現することであるとされています。

そして、本ガイダンスは法的拘束力を有するものではなく、インパクト企業や資本市場関係者が4つのステップの取り組みを進める際に「参照しうる」ものとして位置付けられています。

[前回ニュースレター](#)では、本ガイダンスの全体像のほか、インパクト投資の概要や、上記「④情報開示/対話」に焦点を当てた実務上の論点の検討等を草案段階で行いましたので、詳細はそちらをご参照ください。

以下では、草案段階から追加等がされた「ライアビリティリスクの関係性からみた留意点」と「対話のあり方」に関するガイダンスをご紹介します。

本ガイドランスの構成

1	背景
2	目的
3	本ガイドランスの対象と位置づけ
4	本ガイドランスにおける基本的な考え方
5	「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 ステップ1：戦略策定 ステップ2：事業計画の策定/KPI設定 ステップ3：経営意思決定プロセスへの組み込み ステップ4：情報開示/対話 具体的な開示項目 開示タイミングと主な開示媒体 データ保証に対する考え方 ライアビリティリスクの関係性からみた留意点 対話のあり方
	ガバナンス
	Appendix

ライアビリティリスクの関係性からみた留意点

GSG 国内諮問委員会は、本ガイドランスの発表に先立ちパブリックコメントを募集し、これに対して投資家、上場企業、調査機関や法律事務所など様々な団体からの意見が寄せられました。本ガイドランスでは、その意見を反映し、草案では言及されていなかった「ライアビリティリスクの関係性からみた留意点」として、以下の内容が指摘されています。

- 有価証券届出書や目論見書に虚偽記載等があった場合には金融商品取引法上の特別な損害賠償責任等の対象になり、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ることから、定量的な将来情報の開示に関しては慎重に検討される必要がある。
- 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重要な将来に関する事項について、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いるものの、インパクト企業においては、将来創出したいインパクトに関する定量情報を開示する際、あるいはTAM（Total Addressable Market）の拡張可能性を開示する際において、現在世の中に存在している市場規模に関するデータなどの適切な外部データが不足している可能性が高いため、その客観性や合理性をいかに担保できるかが重要な論点となり得る。
- それらの将来目標の達成見込みについては、長期であるほど不確実性が高くなるリスクも考えられるため、情報開示においては、企業内容等開示ガイドライン等を参照しながら、個社の状況を踏まえて十分な検討がされることが望ましい。

当職らは、上記と同様の内容を[前回ニュースレター](#)で述べており、その後確定した本ガイドランスの注11では前回ニュースレターが参照されています。そこで述べたとおり、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るため、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。このような、インパクト企業の特性に起因するライアビリティ

リスクが存在することを背景に、草案段階から本ガイダンスの確定に当たり上記の内容が追加されたものと考えられます。

対話のあり方

本ガイダンスでは、パブリックコメントに寄せられた意見を反映して、草案に比べて投資家との「対話のあり方」に関する記載も拡充されています。具体的には、以下の 3 つの観点での投資家との対話が提案されています。

① ミスマッチングを防ぐための対話

まず、投資家といっても様々な属性の投資家が存在し、業態や運用方針、インパクト投資への理解度も多種多様です。そのため、インパクト企業は、まず、投資家のスタンスや運用期間に対する考え方をよく聴取し、それによって把握した投資家の属性に応じて、自社のフェーズや資金の状況などを踏まえて、最適な投資家との関係を構築することが望ましいとされています。本ガイダンスにおいては、どのような質問により投資家の属性を把握すべきか、以下の質問例が示されています。

【質問例】

- どのような要件を満たす企業への投資を積極的に行いたいと考えているか
- 仮にインパクト投資を志向する投資家の場合は、どのようなインパクトの創出を投資により期待するか
- どの程度のスパンでの売買を検討されているか
- どのような基準を採用し、どのように投資先企業のモニタリングを実施しているのか

② 長期での成長可能性及び蓋然性に関する理解を促進するための対話

投資家との対話を通じて、投資家に自社に対する理解を深めてもらうことが重要です。そして、いかなる属性の投資家にとっても、企業の成長の可能性やその蓋然性の観点は重要な指標ですので、投資家との対話においては、その観点からのアプローチが不可欠であると考えられています。本ガイダンスにおいては、かかる 2 つの観点について以下のとおり説明がなされています。

• 成長の可能性

インパクト企業は、自社が創出を意図するインパクトや、解決したい社会・環境課題が解決された世界について、パーパスやミッションなどの言語ステートメントで表現するだけでなく、できるだけ具体的な定量的・定性的な情報とともに、世界観として示されることが望ましいとされています。例えば脱炭素に貢献するソリューションを提供する企業であれば、そのソリューションがインストールされた世界は、現在の世界と比較してどの程度のCO2削減を期待できるのかという情報だけでなく、誰がどのようなメリットを享受してどのように生活スタイルが変わっているのか、企業はどのような新しいインフラの上で経済活動を実施しメリットを享受できているのかなどを示せると良いとされています。

• 成長の蓋然性

インパクト企業は、自社が意図するインパクトを、ビジネスモデルを通じて収益との相乗効果を生みながら創出していくにあたり、何が成功要因となるのかを明確にした上で、その理由、時間軸、進捗状況、活用資本に関して対話がなされることが望ましいとされています。これにより、投資家はビジネスモデルや、スケールアップに向けた課題が明確になるだけでなく、取組みのモデリングを容易にしたり、軌道修正に関するアドバイスを的確なタイミングで行いやすくなることが期待できるとされています。

③ ポジティブ・フィードバック・ループを加速させ、更なる潜在的な可能性を引き出すための対話

投資家との対話の過程では、インパクト企業における Impact Measurement Management (IMM、その意義は[前回ニュースレター](#)を参照)の結果をもとにした、より戦略的な資源配分についても議論がなされることが有用です。そのため、本ガイダンスでは、投資家との対話において、自社の IMM の実践状況と振り返り結果に関する情報などを提示しながら、どの資本を戦略的に維持・強化していくべきか、そのために必要な事業戦略やファ

インサンスの戦略などについても、積極的に対話することが望ましいとされています。

今後の展望

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は、本ガイダンスの公開後、説明会の開催などを通じて、インパクト企業や資本市場関係者による本ガイダンスを参照した取組みを推進することや、取組み事例や活用フィードバックが十分に積み上がった段階で、さらに本ガイダンスの改善を目指すことが今後の展開として示されています¹。

[前回ニュースレター](#)でも述べたとおり、インパクト IPO を巡る本格的な議論が今後なされていくことが期待される中、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6月6日

¹ GSG 国内諮問委員会インパクト IPO ワーキンググループ・[本ガイダンス説明資料](#)（2024年5月10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 Global 2024 – Capital Markets Domestic 部門 受賞（Band 4）

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

The Best Lawyers in Japan 2022-2025 – Capital Markets Law 部門 受賞

Rising Star Partner, IFLR1000 31st edition, 32nd edition, 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。