

THE CONCEPT PAPER
FOR IPOs OF IMPACT-DRIVEN COMPANIES

インパクト企業の上場 コンセプトペーパー

GSG 国内諮問委員会

インパクト企業の上場 コンセプト検討グループ

目次

はじめに	02
第一部 インパクト企業の上場とは	03
第二部 ケーススタディ	04
海外事例	
1. Vital Farms (NASDAQ)	04
2. Coursera (NYSE)	10
3. Amalgamated Bank (NASDAQ)	17
国内事例	
4. TBM(非上場)	22
5. カチタス(東証プライム)	27
6. CureApp(非上場)	35
第三部 論点と提言	40
ケーススタディから見える論点	40
提言	45
参考資料	
各ケースの5次元分析	47
インタビュー先一覧	50

はじめに

昨今、社会課題をビジネスで解決する企業の中には、短期間のうちにビジネスを急成長させ、その成長のために必要な資金を調達するなどの目的で新規上場を目指す企業が増えつつある。上場をすると資金調達力の増大と多様化、知名度の向上、経営体質の強化、社会的信用の増大、役員、従業員へのインセンティブの付与によるモラルの向上といったメリットがある一方で、一般個人の方も含めて不特定多数の投資家の投資対象になることから、社会や株主から、業績の維持だけでなく持続的な向上を求められていくことになることと共にお買収されるリスクや上場維持のためのコストも発生する。上場後の流通市場において必ずしもインパクト志向の強い株主ばかりではないので、上場準備から上場後までの一連の過程において、自社の事業活動を株主などに対してどのように説明すれば理解され、応援し続けてもらえるのか、悩んでいるインパクト企業の経営者は多い。

一方で、ベンチャーキャピタル（VC）やプライベートエクイティ（PE）によるインパクトファンド設立に向けた動きや、アセットマネジメント会社における上場株式を通じたインパクト投資にも関心が高まっている状況にある。VC/PE は、そのビジネスモデルの特徴からして投資先が高いバリュエーションで新規上場することや他社に売却することを求める。加えて、インパクト志向の強い投資家の場合には、投資先のインパクト創出がエグジット後も継続して拡大していくことを望んでいる。そのためには、投資先であるインパクト企業の事業活動をインパクト性の観点からも流通市場の投資家や関係者に十分に理解・評価してもらう必要があるが、実際にはインパクト志向のある企業の上場といった事例が数少ないため、まだ理解の浸透は進んでいない状況にある。その他の懸念事項として、日本においてはVC/PE がインパクト支援できるほど、業界としてノウハウが十分に蓄積されている状態とは言えないことや、インパクト志向のある企業のインパクトに関連する情報が不足しているため、投資判断がしにくい、といった課題がある。

インパクト企業の上場に関するインパクト企業・インパクト投資家両者の抱える課題は、個別の努力によって解決できること以上に、業界として取り組むべき構造的な課題があると考えられる。そのため、課題解決のために利害関係の調整をしながら業界に協力を求めていくことのできる、GSG 国内諮問委員会の傘下に「インパクト企業の上場コンセプト検討グループ」を組成し、調査及び提言するに至った。本コンセプトペーパーは「上場するインパクト企業」のコンセプトを示し、国内外の先行事例、その現状と課題、今後の検討ポイントを明らかにするものである。今後上場していくインパクト企業及び既に上場しているインパクト企業が、上場市場においてインパクトを創出し続けられること、そのためにインパクトに関する情報が適切に生み出され、流通し、市場における対話や投資判断に活かされていくことが私たちのビジョンであり、本ペーパーがそういった市場を実現するための第一歩になればと願っている。

ケーススタディ執筆にあたっては、インタビューを引き受けて下さった事業会社もあり、この場で改めてお礼申し上げる。

第一部 インパクト企業の上場とは

昨今、インパクト志向のある企業が新規上場することについて、「サステナブル IPO」、「SDGs IPO」など様々な言葉で表現されている。これらが新規上場という一時点を表しているのか、どのような条件が揃えばインパクト志向のある企業が上場したと言えるのか定かではないため、当グループの考えるコンセプトをここで明らかにする。

「インパクト企業」とは

インパクト企業とは、事業成長を伴いながら、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である。

「インパクト上場企業」とは

インパクト上場企業とは、インパクト企業の中でも流通市場に上場している企業を指す。上場後、より一層の事業成長に加え、上場企業としての義務を果たしながら、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維持・拡大させている上場企業を言う。

インパクト企業及びインパクト上場企業の特徴

- 1) 自社事業のインパクトの創出を可視化(インパクト測定及びマネジメント¹(以下、IMM という。))する。
- 2) ステークホルダーに対して、事業成長とインパクト創出の関係性やインパクト創出の進捗状況を確認するためのインパクト KPI 等、インパクトに関する情報を発信する。インパクト上場企業は、上場企業であることから、より多数のステークホルダー向けに適時適切な情報開示を行うことが期待されている。
- 3) ステークホルダーとのエンゲージメント活動を積極的に行い、企業価値の向上を図る。

※ なお、このような取組みを継続していくために、インパクト企業はインパクト投資家²より資金調達をしたり、必要な支援を受けたりすることが一般的である。

<留意事項>

- 本コンセプトペーパーでは、上場時点という一過性の時点を目指すのではなく、上場前から上場後まで一連の過程を議論の対象としている。
- 本コンセプトペーパーで取り上げるインパクト企業とは、インパクト創出を通じた事業を営む企業で、一般的に上場を目指すスタートアップと同様に短期間での事業成長を目指し、既存の上場制度の枠組みを活用して上場することを前提としている。
- 上場時には、インパクト企業ではなかった企業が上場後、社会からのニーズの変化に対応する形でインパクト上場企業になることも考えられ、逆にインパクト上場企業であった企業がインパクト創出の継続が困難となり、インパクト企業でなくなることも考えられるので、必ずしも非上場のインパクト企業がインパクト上場企業になることのみを想定しているものではない。

1 グローバル・インパクト投資ネットワーク (GIIN, Global Impact Investing Network) の定義によれば、IMM とは「ビジネス上の活動が人や地球に与えるポジティブとネガティブの両方の影響を特定し検討することを含み、その上で自身の目的と整合させつつネガティブな影響を低減し、ポジティブな影響を最大化する方法を見出し、実践する反復的なプロセス」を意味する。

2 GIIN の定義するインパクト投資を実施している投資家をいう。

第二部 ケーススタディ

当グループでは、数ある事例の中から、上場企業、上場を目指している企業とともにインパクト投資家から資金調達を実現している企業を選び、それぞれ以下の点について分析を行った。

- 1) 事業の成長とインパクト創出：事業成長を伴いながら、インパクトの創出を並行して実現することがステークホルダーから求められている。各社はそれをどのように実現させているのか、課題と解決策は何か。上場を契機にどのような変化があるのか。
- 2) エンゲージメントと情報開示・発信：持続的な企業成長のため、インパクト創出の取組状況について情報開示を行い、株主との対話を継続的に実施することは重要である。各社は、どのような情報開示のもとでどのようなエンゲージメント活動を行っているのか。

海外事例

1. Vital Farms

会社概要

- 平飼いで鶏卵を生産する小規模農家と連携し、スーパーへの卸販売とオンライン販売を行っている
- 「Bringing Ethical Food to the Table (倫理的に生産された食べ物を食卓に届ける)」というミッションを掲げ、持続可能な農業と家畜の人道的な扱いを支援することをインパクトとしている
- 2007年、Matt O'Hayer氏が創業
- 2020年にNASDAQに上場（銘柄コード：VITL）
- 主な財務指標（2020年度）
 - ◆ 売上：214M USD ◆ 営業損益：12M USD
- 2020年7月に上場、時価総額は2022年4月現在約510M USD（株価推移は以下チャート参照）



図表1：Vital Farmsの上場以来の株価推移（NASDAQ, VITL）（Charts by TradingView, data as of 2022/5/20）

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

同社は、倫理的な生産方法で平飼いをしている 250 超の小規模農家と連携し、自社のオンラインサイトに加え、ホールフーズなど 18,000 店舗の小売店にて商品を販売している。商品ラインナップは、鶏卵に加え、各種卵・乳製品まで展開しており、米国のスーパーへの卸販売と D2C オンライン販売を展開している³。同社は放牧卵とバターの特産品となり、卵の小売金額では全米第 2 位のブランドである。



図表 2：Vital Farms のビジネスモデル（同社 S-1⁴ 資料を基に本検討グループにて作成）

事業を通じたインパクトの創出

同社は、鶏にとって最適な飼育環境を確保し、倫理的に生産された卵を消費者に届けることで、持続可能な農業と家畜の人道的な扱いを支援することをインパクトとしている。アメリカで生産される卵の 90% はケージで飼われた鶏のもので、一羽あたり約 0.42 平方フィートしか与えられない狭い室内環境での飼育が一般的である。これは、経済合理性を考慮すると出来るだけ少ない面積で、且つ室内で年中生産することが望ましいためである。一方、放牧・平飼いで育てられた鶏は、新鮮な牧草地を自由に歩き回ることができるため、健康的な食生活を送ることができ、品質の高い卵を産むことができる。

同社が独自に構築した小規模農家のネットワークでは、生産者に独自に定義した倫理的な生産方法を守ってもらうことでインパクトの創出を担保している。具体的な条件としては、「一羽あたり 108 平方フィートの農地を確保した野外での平飼いをすること」、「穀物・植物・昆虫などを含んだ雑食性の栄養価の高いエサを与えること」が掲げられている。これらも踏まえながら、同社はインパクト関連指標として「連携農家数」と「1 羽あたりの面積」といった指標を提示している。

3 Vital Farms 2021 Investor Day Presentation <https://investors.vitalfarms.com/static-files/bd9c0b12-73d6-45a2-8dc3-84648a884294>

4 Vital Farms S-1 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1579733/000119312520190455/d841617ds1.htm#rom841617_4

Vital Farms の生産フレームワーク	
LIVING CONDITIONS 生活環境	Open Air, 108 Square Feet per Hen 屋外、一羽あたり 108 平方フィート (≒ 10 m ²)
FEED 飼料	Omnivorous, Including Grain, Plants, Insects 雑食、雑穀・植物・昆虫を含む
LAND MANAGEMENT 土地管理	Sustainable Practices サステナブルな手法で管理
NETWORK ネットワーク	Direct Relationships with Small Family Farms 小規模農家との直接的な関係性

図表 3：Vital Farms の生産フレームワーク（同社 2021 3Q Earnings Call 資料⁵ を基に本検討グループにて作成）

	2020 年	2021 年
連携農家数	200+	275+
1 羽あたり面積	108 square ft / 1 羽 (最低基準として提示、具体数値は開示無し)	

図表 4：インパクト関連指標の推移（2020⁶-2021⁷ 推移、同社開示を元に本検討グループにて作成）

B-corp⁸ 及び Public Benefit Corporation⁹ (PBC) の取得

Vital Farms は、2015 年に「B-Corp」認証を取得、そして 2 年後にデラウェア州で PBC (public benefit corporation) として登録している。目論見書には、B-Corp の認証取得は「より包括的で持続可能な経済を構築するため、ビジネスにおける成功の再定義に向けたグローバルな文化的転換に貢献する当社の役割を反映している」とし、また「Public Benefit Corporation であることは、私たちの目的と、農家やサプライヤー、消費者や顧客、地域社会や環境、社員、株主などのステークホルダーへのコミットメントを明確に示しています」と記述している。

なお、B-corp 認証における「Overall B Impact Score」としては 98.7 点を獲得している。(満点は 200 点、B-corp 認証には 80 点が必要)

5 Vital Farms 2021 3Q Earnings Call <https://investors.vitalfarms.com/static-files/4560fc4d-00d0-4a91-91ed-803e18235907>

6 Vital Farms 2020 Stakeholder Summary <https://vitalfarms.com/vital-farms-2020-stakeholder-summary/>

7 Vital Farms Inaugural Sustainability Report (March 2022) <https://vitalfarms.com/wp-content/uploads/2022/03/Vital-Farms-Inaugural-Sustainability-Report.pdf>

8 B-Corp とは米国の非営利団体「B ラボ」が運営する認証制度で、企業の申請を受けガバナンス、従業員、コミュニティ、環境や情報開示など 6 つのテーマについて第三者評価し、一定の点数を獲得した企業に対し「B-Corp」認証を与えるもの。

9 Public Benefit Corporation とは米国（ワシントン DC を含む 36 州）の法律で認められた法人格（株式会社）の一種で、この法人格になった会社は社会的使命を定款に明記することで株主だけでなく従業員や地域社会の利益のために意思決定を行う能力を株主訴訟などから守ることが可能となる。取締役会で株主価値の最大化のみならず、あらゆる利害関係者を考慮した経営判断を行うことが可能になるもので、同様の制度はフランス等にも存在している。

上場時の意図

上場の理由について、創業者であり元 CEO の Matt O'Hayer は「ステークホルダーをより良くサポートするため。リソースを追加することで、農家、従業員、顧客により良いサービスを提供することができる」とインタビューにて回答している。また、目論見書には、「当社の資本力および財務力を強化すること」と記述の上、具体的な資金利用先については自社物流拠点への投資など、としている。

同社の目論見書サマリーでインパクトが言及されている箇所一覧¹⁰

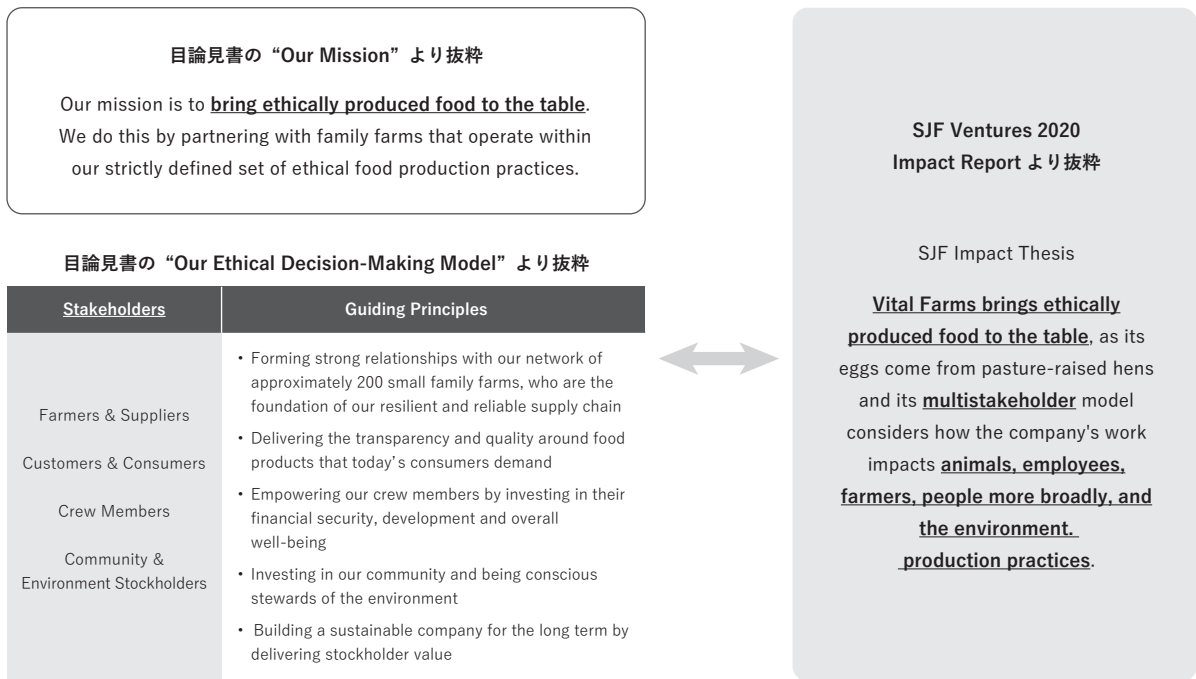
サマリー項目	インパクトに関連する記載
Overview	<ul style="list-style-type: none">• “Ethical Food Company” として、持続可能な農業と家畜の人道的な扱いの支援にインパクトの焦点をあてた鶏卵事業を全国的に展開。• Conscious Capitalism を主軸に据えた事業判断のもと様々なステークホルダーへ長期的な恩恵を実現することが自社のパーパスの根幹にあることを言及
Our Ethical Decision-Making Model	<ul style="list-style-type: none">• 各ステークホルダー（農家 / サプライヤー、消費者 / 顧客、従業員、コミュニティ / 環境）への価値提供を定義。平飼卵を全国的に流通させる事業の仕組み（強み）と成果を説明。
Our History	<ul style="list-style-type: none">• インパクトに根ざした創業の背景と事業拡大の変遷を記述
Our Mission	<ul style="list-style-type: none">• 「Bringing Ethical Food to the Table（倫理的に生産された食べ物を食卓に届けること）」というミッションと、実現に向けた事業の仕組み / 意思決定モデル / B Corp 認証に言及
Industry Overview	<ul style="list-style-type: none">• 追い風となるトレンド（消費者のエシカルフードへの意識の高まり）と対象市場の成長（鶏卵全体・平飼卵療法）に言及
Our Strengths	<ul style="list-style-type: none">• Ethical Food Company としてのブランディング戦略を通じたシェア拡大、鶏卵以外のプロダクトラインナップを通じた事業拡大を列举
The Offering	—

b. 投資家による貢献

上場前は、SJF Ventures、Arbortree Capital、Manna Tree Partners などのインパクト重視の VC ファンドが中心であったが、上場後は Eventide Asset Management、AllianceBernstein、BlackRock Fund Advisors の機関投資家が上位株主を占めており、必ずしもインパクトや ESG 投資家ということでない。

しかし、SJF Ventures は、初代投資家として上場準備を支援しており、目論見書におけるインパクト開示を徹底させている。SJF Ventures が公表しているインパクトレポートと、株式公開前の目論見書に記載されているインパクトの定義及び経営理念が一致している。

¹⁰ Vital Farms Inc. Form S-1 Registration Statement https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1579733/000119312520190455/d841617ds1.htm#rom841617_4



図表 5：Vital Farms の目論見書と SJF Ventures 2020 Impact Report の比較
(同社 S-1 資料¹¹、並びに SJF Ventures 2020 Impact Report¹² を基に本検討グループにて作成)

上場準備のほか、B Corp 認証取得にあたって SJF Ventures が継続的な支援を実施した。

c. 考察

事業性とインパクト創出

Vital Farms のビジネスモデルを踏まえると、成長率という面でインパクト創出がボトルネックとなりうると分析できる。鶏卵事業で持続的に成長するためには供給量を増やす必要があるが、インパクト創出の前提となる小規模農家の選定 / 管理は、急激な拡大が必ずしも容易ではないと考えられ、事業拡大のボトルネックになる可能性はある。募集対象を年中平飼いの卵が生産できる「Pasture Belt」(テキサス州の北東端から東海岸までの一帯)に位置する農家としていることも、制約条件として影響があると考えられる。



図表 6：“Pasture Belt” の位置 (同社 S-1 資料¹³ を基に本検討グループにて作成)

11 Vital Farms Inc. Form S-1 Registration Statement https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1579733/000119312520190455/d841617ds1.htm#rom841617_4

12 SJF Ventures 2020 Impact Report <https://sjfventures.com/wp-content/uploads/2020/09/SJF-Ventures-2020-Impact-Report.pdf>

13 Vital Farms Inc. Form S-1 Registration Statement https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1579733/000119312520190455/d841617ds1.htm#rom841617_4

一方で、インパクトを迫及すること自体が急激なスケールが難しいからこそ競争上の優位性、並びに事業に対する参入障壁を構築することに貢献しているとも考えられる。具体的には、スケールの難しい平飼い農家のネットワークと、エシカルフードとしての消費者向けブランディング等は直ぐには再現できないものであり、インパクトの追究から生み出されるこれらの優位性を活かし特徴的な事業を展開していると言える。

上場後の状況と変化

上場後は、物流拠点への大型投資や新規プロダクトの事業開発への投資を実施した。上場した 2020 年以来約 20% の成長率 (YoY FY2020 vs. FY2021) で売り上げを拡大しているが、上場前の CAGR 30% (FY2015-FY2019) には満たない。これは、物流コスト / 売上原価の高騰など短期的な外部要因に加え、事業自体が安定期に入ったことなどの背景も考慮する必要があり、上場の意義が享受できたかを評価するのは困難である。但し、KPI である契約農家数は継続して増加しており (FY2020 終了時点では 200、FY2021 終了時点では 275)、インパクト創出における成果は上場後も確実に実現している。

株主の変遷を見てみると、上場の前後で、投資家プロフィールに変化が見られる。上場前は SJF Ventures や Manatree など、インパクトを明示的に迫及する VC が主体だったが、上場を経て機関投資家が筆頭株主として名を連ねるようになった。そのような変化を受けてか、2021 年より Sustainability Report を発行し、独自のステークホルダーモデルに加え SASB スタandard に即した情報開示を徹底しており、ESG 投資を行う機関投資家への情報発信を強める狙いが伺える。一方、インパクトの発信内容は上場前後で変化なく、“Ethical Food Company” としての持続可能な農業と家畜の人道的な扱いの支援をインパクトのスコープとし、“Conscious Capitalism” を主軸に据えた事業判断のもと様々なステークホルダーへ長期的な恩恵を実現することを明示的に発信し続けている。これは、アナリスト向け説明資料等にも記載されており、成長戦略の重要なドライバーである自社ブランディングにも貢献する内容であるため、事業成長にとっても戦略的な意義があるものとして開示していると考察する。

投資家との関係性

同社の公表資料からは、上場前からインパクト投資家と連携することで自社と投資家のインパクト開示内容の整合性を担保していることが伺える。おそらくインパクト投資家 (SJF Ventures) の投資期間中 (2013 年～)、発信内容の選定や BCorp 認定 / PBC 登録等の体制構築に向けた入念な指導かやりとりがされていたと想定されており、その結果として上場後の同社の開示にも大きな影響を及ぼしていると考えられる。

バイタル・ファームズ ケーススタディのポイント

- 会社として考えるインパクトと、事業としての優位性が強く結び付いている点が、企業価値を示す上で肝要と思われる。
- 従ってインパクトを発信することは、会社の存在意義を伝えるだけでなく、事業自体の成長に向けた戦略的な施策でもあるため、上場前後における発信内容は変化がなく、ミッションドリフトのリスクを回避していると思われる。
- 発信内容や体制の構築については、上場前からのインパクト投資家による指導・サポートが効果的であると考えられる。

2. Coursera

会社概要

- 大学や教育事業者と提携しオンライン講座を作成、提供している
- “We envision a world where anyone, anywhere has the power to transform their life through learning”（世界のどこでも、誰であっても、自身の人生を「学び」を通じ変革することができる世界を目指す）というビジョンを掲げ、良質な高等教育の講座をオンラインで提供することを通じた機会の平等化を目指している
- 2012 年、スタンフォード大学コンピューターサイエンス教授、Andrew Ng 氏及び Daphne Koller 氏が創業
- 2021 年に NYSE に上場 (COUR)
- 主な財務指標（2020 年度）
 - ◆ 売上：293.5M USD ◆ 営業損益：(66.6M) USD ◆ 純損益：(66.8M) USD
- 時価総額は 2022 年 4 月現在約 \$3B（株価推移は以下チャート参照）



図表 7：Coursera, Inc. の上場以来の株価推移（NYSE, COUR）(Charts by TradingView, data as of 2022/5/20)

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

同社は、3つの事業を展開している。1つ目は、個人向けの事業である。無料での視聴がコンテンツによっては可能であるが、受講認定等を得るためには有償の登録が必要である。視聴者は92百万人に及ぶ。個人向け事業は売上の約60%を占めるが、マーケティング費用等の必要性から利益率は3事業の中で最も低い状況になっている。2つ目は、企業や政府機関向けのサービスである。企業に対して職員育成コースを提供したり、大学に対して独自のコンテンツを提供することで学生の就職率向上を支援したり、政府に対して失業率削減を支援している。売上の約29%を占める。3つ目は、完全オンラインの学士・修士プログラムを大学が提供するための事業である。講座提供という観点で1つ目の事業とも重複するが、進行管理、課題提出とフィードバック、試験の実施など大学が提供するサービスをカバーしている。

セグメント	事業モデル	2021年実績	
		売上	セグメント利益率*
 コンシューマー事業	授業動画視聴は無料、完了時の認証に費用が必要。コース単位、複数コースのセット、サブスクリプションの選択肢がある。	\$246.2M +28% y/y	66%
 エンタープライズ事業	企業等が年間サブスクリプションで学習プログラムを活用可能。	\$120.4M +70% y/y	67%
 「学位」事業	大学がオンライン学位をCourseraと連携し開発、生徒の授業料の一部をCourseraに支払う。	\$48.7M +63% y/y	100%
合計		\$415.3M +41% y/y	

*セグメント利益率：同社開示における、セグメント利益からコンテンツ費用を除いた金額。「学位」事業においては該当するコンテンツコストがない。数値は四捨五入が施されている。

図表 8 : Coursera の事業概要 (同社 Q1 2022 Investor Presentation¹⁴ を基に本検討グループにて作成)

「フリーミアム」を起点としながら、事業全体で「教育機関」「ユーザー (学習者)」「企業」の3者のネットワーク効果を活かしプラットフォーム、そして事業を拡大するという戦略を掲げているのが特徴である。

事業を通じたインパクトの創出

同社は、良質な高等教育の講座をオンラインで提供することを通じた機会の平等化をインパクトとしている。背景として、あらゆる産業の自動化に加え、直近ではコロナ危機が失業危機を激化させる中、世界中の人々がデジタルな未来に向けた新しいスキルを身につける必要があるとしており、遠隔地やデジタルでの仕事に対応できるスキルや資格への柔軟なパスを提供することで、世界のどこからでも才能ある人材が台頭する道を開くことができると考えている。

同社が毎年公表しているインパクトレポートでは、学習者 9,200 万人、パートナー 250、企業 2,900 社・政府機関 230 組織による活用、3,600 キャンパスへの展開といった数値が提示されている。また、インパクト KPI と明示的に記載されているわけではないが、無料講座提供を「奨学金」に換算した場合 \$460M 相当の貢献をしている点もインパクトとして考えられているようである。

	2020年	2021年
学習者数	70M	92M
パートナー数	200	250+
活用企業数	2,300	2,900
活用政府機関数	325	230
展開キャンパス数	3,700	3,600
奨学金の相当額	\$300M	\$460M

図表 9 : Coursera の達成指標の推移 (2020-2021 推移、同社インパクトレポート¹⁵ を元の本検討グループにて作成)

14 Coursera Q1 2022 Investor Presentation https://s27.q4cdn.com/928340662/files/doc_financials/2022/q1/COUR_-Presentation_Q1-2022.pdf

15 Coursera Impact Report 2020 <https://about.coursera.org/press/wp-content/uploads/2020/09/Coursera-Impact-Report-2020.pdf>

Coursera Impact Report 2021 <https://about.coursera.org/press/wp-content/uploads/2021/11/2021-Coursera-Impact-Report.pdf>

さらに、詳細な指標として「国別ユーザー数」と「ユーザー数増加率」のトップ10か国を掲載しており、これには新興国や途上国が比較的多く含まれている。また、失業率削減を目的とした政府に対して実施しているプログラムについてもアウトプットが公表されている。



図表10：Courseraにおける「ユーザー数増加率」のトップ10か国（同社2021 Impact Report¹⁶を基に本検討グループにて作成）

同社の収益には直接的には結びついていないものの、社会への貢献として「コロナ危機の失業対策としての講座の無料開放等の実施」、「難民や退役軍人、前科者や貧困地域といった恵まれない層への講座提供のNPO等と提携した実施」にも取り組んでおり、これらについてもアウトプットを定量的な数値として公表している。

B-CorpとPBCの取得

Courseraは上場の約1か月前、2021年2月にデラウェア州でPBC（public benefit corporation）としての登録を行ったうえで、同2月に“B-Corp”認証も取得している。会社の声明では「第三者の認証、公的な透明性と法的なアカウンタビリティを通じ、より高い水準でのパーパスとインパクトにコミット」するための一貫であると説明している。

なお、B-corp認証における“Overall B Impact Score”としては84.9点を獲得している。項目別では、ガバナンスにおいて“Mission Locked”、顧客面では“Educational Outcomes”等の項目で評価を受けている¹⁷。

上場時の意図

上場時のCEOのコメントでは、上場のメリットとして、会社の規模や成長率、資本の必要性、各種経営資源の確保やブランドの拡大などを掲げている。加えて、AI等の技術投資、更にはLMS（Learning Management System）との統合の推進やB2CからB2Bサービスの拡充も進める中で、企業や大学向けの営業部隊の拡充など、投資の加速を強調（インタビュー等より抄訳）している。結果的に初日で1株33ドルで売り出し、約\$520Mの調達に成功した。

16 Coursera Impact Report 2020 <https://about.coursera.org/press/wp-content/uploads/2020/09/Coursera-Impact-Report-2020.pdf>

Coursera Impact Report 2021 <https://about.coursera.org/press/wp-content/uploads/2021/11/2021-Coursera-Impact-Report.pdf>

17 “B Lab” HPより、Courseraの紹介ページ <https://www.bcorporation.net/en-us/find-a-b-corp/company/coursera>

同社の目論見書サマリーでインパクトが言及されている箇所一覧¹⁸

サマリー項目	インパクトに関連する記載
Overview	<ul style="list-style-type: none"> ・ミッション（～provide universal access to world-class learning so that anyone, anywhere has the power to transform their life through learning）に冒頭で言及
Industry Background	<ul style="list-style-type: none"> ・今までの教育業界の課題として、遠隔地など教育へのアクセスが限られている層があること、教育費が以前より多く係っていること、更には社会で求められているスキルへの対応ができていないことを挙げ、次項目にてその解決案を提示
Our Solution	<ul style="list-style-type: none"> ・提供サービスが廉価なものも含め幅があること、政府向けサービスではリスキングの支援にも使われていることなどを記載
Coursera Social Impact Programs	<ul style="list-style-type: none"> ・難民や退役軍人、犯罪歴のある個人から恵まれない地域の高校生に対し教育サービスを提供、IPO 時点で 72,000 名以上を支援していること ・COVID-19 への対応として、関連トレーニングコースなどの提供も実施していることを記載
Our Customers	<ul style="list-style-type: none"> ・教育機会が廉価で提供されていること、また政府のアップスキリング政策において活用されていることを記載
Our Competitive Strengths	<ul style="list-style-type: none"> ・既存のスケール、並びに顧客獲得のスピードを活かし、廉価でのサービス提供が可能であること ・企業が求めている最新スキル等、就職につながる内容を提供していることを強みとして記載
Our Opportunity	—
Our Growth Strategy	<ul style="list-style-type: none"> ・「学習者人口」が増え続けている途上国に対し、大規模かつ安価に教育を提供することを成長機会と捉えている旨を記載
Risk Factor Summary	<ul style="list-style-type: none"> ・PBC であることでインパクト創出に注力した結果、財務パフォーマンスへのネガティブな影響がある可能性をリスクとして記載
Emerging Growth Company Status	—
Public Benefit Corporation Status / Certified B Corporation Status	<ul style="list-style-type: none"> ・企業として長期的に目指し、コミットしている” providing global access to affordable and flexible world-class learning” という目標を強化するために、PBC として登録した旨を記載
Corporate Information	—
The Offering	—

¹⁸ Coursera S-1 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1651562/000119312521071525/d65490ds1.htm>

b. 投資家による貢献

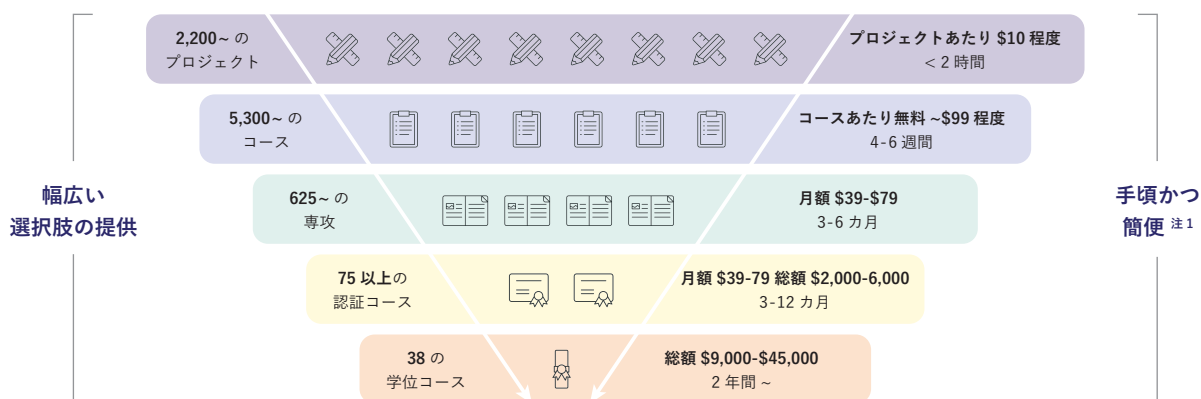
上場前は Kleiner Perkins などの著名 VC が中心になりつつも、IFC や Learn Capital などのインパクト重視の投資家が株主として名を連ねていた。上場後は Baillie Gifford といった長期投資家が株主となるなど、一定の多様化が進んでいる。

IFC は 2013 年と初期からの投資家で、更なる投資家の巻き込み、途上国への事業拡大を支援していた。シリーズ B で投資するとともに、GSV Capital、Learn Capital、Laureate Education Inc. など他の投資家からの投資呼び込みを支援した。南米、インド、アフリカへの事業拡大時に教育機関等の紹介を通じ支援しており、2020 年にはケーススタディ¹⁹も公表している。この IFC によるケーススタディでは、途上国において Coursera を活用し良い職についた事例を掲載したり、国・地域に応じたプライシング、奨学金の提供、といった点が紹介されており、同社の掲げるビジョンに近いインパクト志向の取り組みがより強調されている。IFC として同社の途上国進出（南米、インド、アフリカ）を直接支援したという言及もあり、指標化はされていないが Coursera のインパクトとしてその観点が重要と考えていることは読み取ることができる。

c. 考察

事業性とインパクト創出

Coursera は「インパクト企業」であること、「スケールを起点にしたマネタイズが肝となる IT プラットフォーマー」であることの両立に腐心していると思われる。同社のビジネスモデルからすると、プロジェクト、コース、専門課程、認定課程、修士課程の順番に顧客あたりの単価が高くなる仕組みとなっている。いずれも視聴するのは無料であるが、顧客が何らかの認証を得るためには有償になる。そのため、同社にとっては、無料視聴者から有料顧客に引き上げるインセンティブが働く構造になっている。より大きく、持続的なインパクトを創出するためには、現状では恵まれない層ではなく、コンテンツを通じてマネタイズのできる顧客層を重視せざるを得ない状況にある。



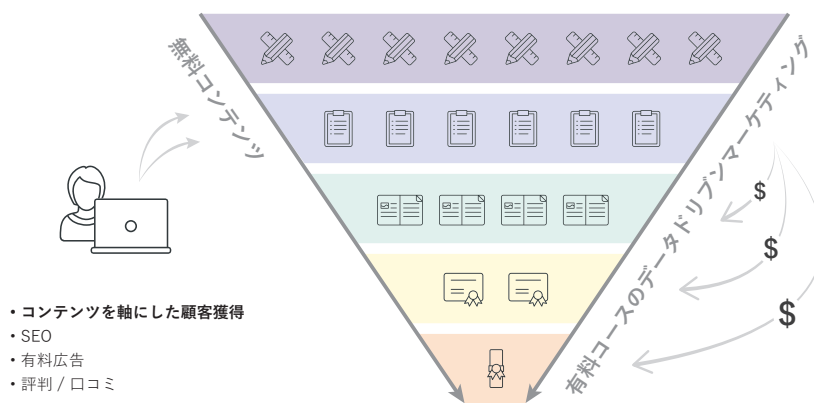
注1：価格は四捨五入した概ねの価格帯を示すものでほぼすべてのコンテンツや認定コースをカバーしているが、ごく一部が記載の価格を上回る / 下回る可能性はある
ソース：Coursera データ、Q4 2021 earnings 時点。Note: 学位の数は、コース選択が含まれる学士・修士・博士のプログラムを「1つ」としてカウントしている。

図表 11：Coursera の提供商品・サービスの概観（Coursera Q1 2022 Investor Presentation²⁰）をベースに本検討グループにて作成

19 IFC Case Study "Toward Ending Educational Privilege"

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/3041eb88-e5dd-43d0-aab9-11cff1742db6/IFC-CourseraCaseStudy-May2020.pdf?MOD=AJPERES&CVID=n83-Doo>

20 Coursera Q1 2022 Investor Presentation https://s27.q4cdn.com/928340662/files/doc_financials/2022/q1/COUR_-_Presentation_Q1-2022.pdf



図表 12：Coursera の事業モデルイメージ（Coursera Q1 2022 Investor Presentation²¹）をベースに本検討グループにて作成

インパクト企業が受益者とは異なる顧客層から収入を得て、それを原資に受益者に還元するというビジネスモデルはインパクト企業として見られるものである。しかし、Coursera のビジネスモデル自体がインパクト創出に直接つながらないということではない。しかし、同社において、早期にスケールして収益を確保していくことを最優先課題にされると、恵まれない層へのコンテンツ提供は軽視されるリスクがあるとも考えられる。一方で、スケールをすることによりグローバルでリーチが増え、結果的に今まで教育へのアクセスのなかった層に提供され、使命を達成できるという考え方もある。現在、数値については一定程度公表資料に掲載がある一方で、「誰に対し」「どのようなインパクトを志向し」「何を目標とし、どのようにトラッキングしているか」等が明確ではない。同社の掲げる機会の平等化を実現させるためには、インパクト KPI として何を設定するかが鍵となるといえる。

なお、前述の IFC によるケーススタディにおいても、ケーススタディ公表時（2020年）の課題として低い収益性や課金率の低さを挙げているが、プラットフォームとしてのネットワーク効果を活かしてスケールを進めることで更なる成長・コスト回収が期待される、という形でビジネスモデルを評価している。

上場後の状況と変化

同社の上場前後を比較すると、規模（登録者数 - まもなく 1 億人を突破）の拡大、更には拡大を目指す B2B モデルにおける企業等顧客 2020 年度に対しが 2021 年度で約 2 倍に成長するなど上場後も順調に成長を続けており、上場の意義は一定程度享受できたものと評価できる。

株主の変遷を見てみると、上場の前後で、投資家のプロフィールに変化がみられる。上場前は IFC など、インパクトを追求する / 重視する投資家も一定存在していたが、資金調達を重ねる中で多様な投資家が参加するようになっていった。その結果として、投資家との対話においても変化が見られる。同社は上場後に同社が開催した機関投資家向けの説明会の動画や議事録を公表しており、それらの内容には決算時の投資家との対話でもビジネスモデルや収益性に関するやり取りが多く、ビジネスとして評価している投資家が多い。基本的にはコンテンツプラットフォーム企業として評価しており、その観点での質問が多いと見受けられる。インパクトに関する言及は比較的少なく、株主がインパクト面に対しどの程度期待しているか、という点は現時点では見えずらい。

21 Coursera Q1 2022 Investor Presentation https://s27.q4cdn.com/928340662/files/doc_financials/2022/q1/COUR_-_Presentation_Q1-2022.pdf

しかし、上場時のインタビュー等では、「パンデミックにおける一次的なりもトラニングのブームを超えて持続的に成長するためには何が必要と考えているか？」という質問に対して、「中長期の成長戦略にとっていま学位を持っていない人口に対して、ワンストップの高等教育サービスを提供する」ことの重要性を強調しており、そこにおいてインパクトと事業成長の連動は一定程度意識されているように見える。中長期的には、教育機会を得られていなかった個人へのサービス提供が事業拡大とインパクト創出の双方にとって必要であるため、その点を目指す上での目標及び KPI の設定及び対話が期待される。

コーセラ ケーススタディのポイント

- 各種情報開示の内容より、企業の意図としてはインパクト志向であり、その事業内容や取組においてもインパクト志向であることが認められる。
- 一方で、ビジネスモデルとしてはインパクトの受益者（教育機会に恵まれてこなかった個人等）とは異なる顧客層（先進国で教育に投資をする余力がある個人や企業等）から収入を得て、それを原資に受益者に還元するというものである。
- 上場を契機に様々な株主が名を連ねるようになったこともあり、インパクト企業としてインパクトを追求し続けていくためには、プラットフォームとしてのビジネスの拡大とインパクトの創出のバランスを取りながら経営していくことがより一層求められている。
 - ー 特に Coursera は現状では赤字であり、持続的なインパクト創出に向けてはミッションドリフトをせずに黒字化を実現することが必要。
- 中長期ではインパクトの受益者へのサービス提供が成長にもつながることが意識されているが、そのマーケットの獲得方法はまだ模索が続いている状況と見受けられる。

3. Amalgamated Bank

会社概要

- サステナビリティ志向の個人及び法人を顧客とする銀行
- “To be America’s socially responsible bank, empowering organizations and individuals to advance positive change”（アメリカの社会的責任のある銀行として、組織や個人に力を与え、前向きな変化を促進すること）というビジョンを掲げ、すべての人のための経済的公正を擁護することを目指している
- 1923 年設立、Amalgamated Clothing Workers of America（ニューヨーク州での初めての労働組合銀行）が母体
- 2018 年に NASDAQ に上場 (AMAL)
- 主な財務指標（2020 年度）
 - ◆ 売上：231M USD ◆ 営業損益：62M USD ◆ 純損益：46M USD
- Principles for Responsible Investment²²、Principles for Responsible Banking²³ の署名者
- 時価総額は 2022 年 4 月現在約 \$550M（株価推移は以下チャート参照）



図表 13：Amalgamated Financial Corp.（NASDAQ, AMAL）の上場以来の株価推移（Charts by TradingView, data as of 2022/5/20）

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

NPO、労働組合、財団、政治組織などの社会的使命の達成を目指す組織や団体へ銀行サービスを提供している。銀行としてのアセットは合計 6B USD で、デポジットは 5.3B USD（2020 年 12 月時点）。ローン金額合計は 3,843M USD（2020 年 12 月時点）である。米国銀行業界の中で資産規模は 226 位²⁴ と小規模行で、上記のよ

²² [Principles for Responsible Investment](#) は 2005 年に国連が主導し作成した「責任投資原則」の議論を起点に 2006 年に発足した独立団体で、投資家が ESG 等を投資判断に取り込んでいくための支援活動等を行っている。

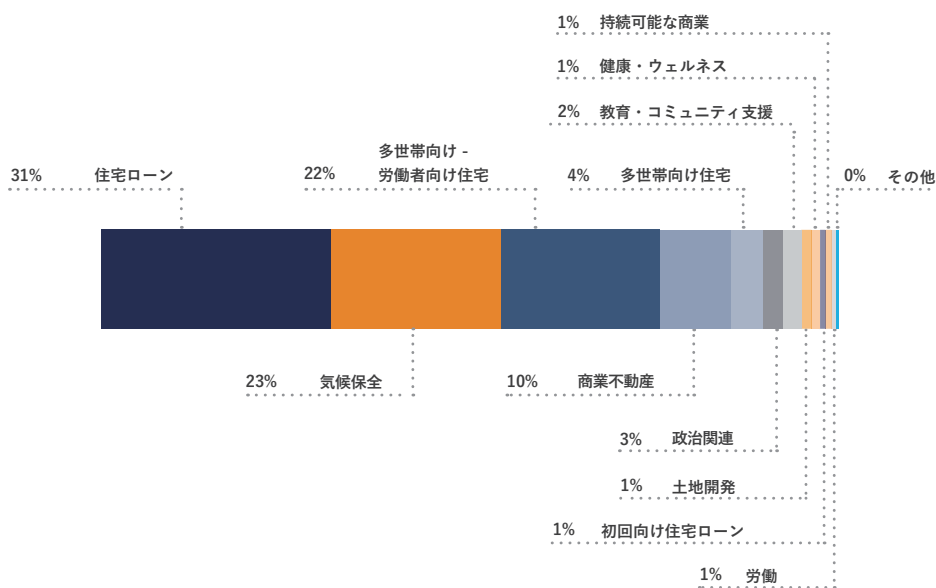
²³ [The Principles for Responsible Banking](#) は、署名銀行の戦略や実践が SDGs 並びにパリ協定の内容と合致するようにするためのフレームワークで、270 以上の銀行が署名している。

²⁴ 2021 年 4 月時点

うな社会的使命を意識した団体を主たる顧客とするため、そのような団体が多い地域としてのニューヨーク、ワシントン D.C.、サンフランシスコ、そしてボストンの都市部を中心に事業を展開している。預金者も上記団体が中心で、コア顧客を軸として預金を集めることで低コストでの預金形成と事業展開が可能となっている。

2018 年の New Resource Bank との合併後はサステナビリティをテーマとした融資にも力をいれており、融資ポートフォリオの中でも約一割を占める。New Resource Bank を通して Property Assessed Clean Energy (PACE)、産業用太陽光発電、住宅用太陽光発電などのセグメントへのプロダクトを提供（エネルギー効率化をゴールとしたプロジェクト）。その他、トラストや投資運用業務を行っている。

2020 融資ベンチマーク（ミッションと 100% 合致、高インパクト案件は 65%）



図表 14：Amalgamated Bank の融資先（同社 CSR レポート²⁵ を基に本検討グループにて作成）

2012年にはWL RossやYucaipa Co. などの PE の資金提供を受け、経営改革を実行している。CEO/CFO/COO を含むトップマネジメントチームを刷新し、その後は順調に事業が成長している。

事業を通じたインパクトの創出

同社のインパクト創出は、融資を通じて実現されている。特に環境保護と低価格住宅（労働者住宅）が最も大きな融資領域であり、ローンポートフォリオの 45% を占めている。これは同社が労働運動から生まれた歴史的経緯と環境保護へのコミットメントによるものである。同社は、化石燃料企業、民間刑務所など同社の掲げる使命と整合しない組織に対しては融資を行わない。

25 Amalgamated Financial Corp. 2020 Corporate Social Responsibility Report https://www.amalgamatedbank.com/sites/default/files/2020_CSR_Report.pdf

融資ビジネスの基盤となるのは、預金である。その源泉となるのが次のような「ニッチ」な顧客層で、大きく3種類に分けられる。

- 500以上の政治関係組織をサポート：米国での政治運動に係る資金調達は、規制や独自の運営モデルに基づいて行動する必要があるため、Amalgamated Bankのような専門性の高い銀行が求められている。
- 様々な分野に特化しているNPO法人をサポート：NPO法人向けにブリッジローンを実施している。さらに、NPO法人への寄付者を追跡するなど、プロセスの効率化を実現する“PledgeUp”というモバイルソリューションを提供している。また、Visa CommUNITY Cardという、NPO向けのクレジットカードを提供し経費やアカウント運営の効率化もサポートしている。
- 1000以上の労働組合をサポート：NPO向けのサービスと同様に労働組合向けにサービスを提供している。具体的には前述の“PledgeUp”アプリを通じて組合メンバーからの会費を簡単に集める方法やデータマネジメントツールを提供している。その他、組合のニーズにあわせた融資サービスなども実施している。

これらの顧客層は、「利子」よりも「サービスの柔軟性や個別カスタマイズ」を求めており、そのような顧客向けの預金・融資サービスを中心とすることで低い利息でも満足してもらえるレンディングビジネスを展開し、融資の基盤としている。

B-Corp と PBC の取得

Amalgamated Bank は 2017 年 1 月に “B-corp” 認証を取得しており、“Overall B Impact Score” では 115.1 点を獲得している。項目別ではガバナンスで “Mission Locked”、環境面で “Green Lending”、顧客面で “Serving in Need Populations” 等の評価を受けている。2018 年時点では米国の銀行としては最大、かつ上場している数少ない B-corp 認証企業であった。

また、2021 年には上場金融機関として初めて Public Benefit Corporation としての登録を行った。銀行本体ではなく、親会社の Amalgamated Financial が登録している²⁶。

上場時の意図

上場時は、“Purpose goes public” とパーパスドリブンの企業が上場企業になることを Web サイト等で強調していた。

CEO は「銀行として資金は十分に保有している」という前提を置きながら、上場を目指した理由を以下のとおり説明している。

- 今回の上場時に売却するのは、95 年間を超えて株を保有してきた労働組合である。組合の規模自体が縮小しており、組合自体のバランスシートにおける資金を多様化する必要があるためである。同様に株式を売却する PE の 2 社は、既に 6 年ほど保有しており、そろそろ手放すタイミングとなっていた。
- IPO 市場が好況であることに加え、M&A を展開するという戦略に向け資金を多く準備しておくことで様々な選択肢が生まれると考えた。

26 AP News [“Insider Q&A: Amalgamated Bank CEO Keith Mestrich”](#)

同社の目論見書サマリーでインパクトが言及されている箇所一覧

サマリー項目	インパクトに関連する記載
Overview	<ul style="list-style-type: none"> 社会的責任を果たし、価値観を重視することを約束する金融パートナーを求める顧客層に向け、幅広い商品とサービスを提供する 米国最大の労働組合が出資している銀行で創立時からニューヨーク市の移民のために作られ、その精神は現在に受け継がれている
Industry Background	<ul style="list-style-type: none"> 従来の金融機関がサービスを提供してこなかった顧客層にユニークな価値を提供する。お客様一人ひとりに合わせたサービスや顧客と同じく社会的・環境的責任感の強い社員がパートナーとしてサポート
Our Mission	<ul style="list-style-type: none"> 「アメリカの社会的責任のある銀行となる」という明確なビジョンを掲げている。その上、コアバリューである「良いことをする人たちが、より良いことをするのを助ける」をベースに顧客の銀行パートナーとして支援し続ける
Our Customers	<ul style="list-style-type: none"> 顧客には、支援活動を行う非営利団体、社会福祉団体、全国および地域の労働組合、政治団体、財団法人、社会的責任を重視する企業などが含まれる
Our Competitive Strengths	<ul style="list-style-type: none"> 社会的使命をもつ顧客へカスタマイズされたサービスを提供している 社会的・環境的責任を果たそうとする志を持った従業員や経営陣によって、業界における独自のポジションを確立している B コーポレーションの認証取得により、インパクト企業としての信頼性を高めている
Our Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ニューヨーク市、ワシントン DC、サンフランシスコなどで社会的支援団体、労働組合など擁護団体での顧客層を獲得している
Our Growth Strategy	<ul style="list-style-type: none"> ニューヨーク市、ワシントン DC、サンフランシスコなどで活動を行っている非営利団体、社会福祉団体、労働組合等の顧客層への市場展開・拡大を目指す
Risk Factor Summary	<ul style="list-style-type: none"> B Corporation Certification を失うことになれば、レピュテーションリスクや社会的銀行のバリューを満たしていないとのパーセプションリスクを伴うことになる
Public Benefit Corporation Status / Certified B Corporation Status	<ul style="list-style-type: none"> PBC として登録されており、B Corporation certification も獲得している

b. 投資家による貢献

上場前は Workers United という労働組合（衣類系の労働組合に起源を持つ）が筆頭株主で、半分以上を保有していた。2012年には経営改革のために WL Ross や Yucaipa Co. などの PE からの資金提供を受け、その2社が共に 16.5% を保有した。この際、PE2 社からはインパクトという表現ではないが、「大手銀行から十分にサービスを受けられていない層へのサービス提供が可能であり、資金提供を通じその需要に答えていきたい」「米国の労働者やその家族は今こそ高品質な金融サービスを必要としており、同社の労働組合との関係性はそれを可能にするものだろう」など、同社のインパクトと合致したコメントを出している²⁷。その後、結果として事業のターンアラウンドにも成功している。

上場時に Workers United は 40.9%、WL Ross & Co. は 12.6%、Yucaipa Co. は 13.5% に持ち株を減らす形で株式を売却し、投資家層は一定多様化した。

²⁷ PR Newswire “Amalgamated Bank Completes Equity Investments from WL Ross & Co. LLC and The Yucaipa Companies”

c. 考察

事業性とインパクト創出

Amalgamated Bank は労働組合、政治団体、NPO など、大手銀行からは十分な金融サービスを受けることが比較的難しい顧客層に、インパクト創出のみならずビジネスチャンスを見出している。一般的な顧客であれば重視する「利率」をそれほど重視しない顧客層であり、低利率ながら柔軟なサービスを提供することで多くの預金を集めることに成功した。これは銀行にとっては低コストで多くの預金を集められることを意味し、それを原資に更に社会的使命を持つ事業者等に融資を行っていく、という形で預金・融資ともにインパクト志向の顧客へのサービス提供を実現していった。インパクト志向の団体側も、このような銀行の事業・姿勢を踏まえ、更に Amalgamated Bank を選ぶ、というサイクルを実現している。

現状では預金額も成長を続けているが、融資先も社会的使命を持った団体等であり、その経済的リターンに Amalgamated Bank の今後の業績も左右されるという点ではリスクが存在する。もちろん、引き続き低コストで預金を集め適切な融資先を選定するうえでの知見は十分保有していると考えられ、それを元に競合優位性を築き成長してきているものの、上場後に目指す、もしくは求められる成長のペースに、融資先や投資先の企業の成長ペースが合わせられるかどうかは、今後の大きなポイントとなるだろう。

上場後の状況と変化

上場時に、最大株主であった Workers United、及び経営改革時に出資した PE2 社が保有比率を下げ、労働組合自身も流動性を高めたかったという意図とも合致する形で投資家層が拡大した。

先述の通り PE2 社の出資を受けながらターンアラウンドを実現しているが、上場時の資料等を見る限りはターンアラウンドを経てもインパクトへの志向を失わずに上場まで至ったと考えられる。これは、上場前は労働組合が過半数の株式を保有していたこと、更に PE2 社も出資時に Amalgamated Bank の特徴的なポジショニング（大手銀行では行き届かない労働者へのサービス提供に向いている）を認識していたことが挙げられるだろう。

このとき、上場を経て労働組合の持分が流動化したことが、インパクト志向への影響を与えるかどうかは今後も注視する必要があるだろう。もちろん、事業自体において顧客の多くがインパクトを重視しており、それこそが競合優位性の源泉になっているため、それが多様な投資家に十分理解されていれば、投資家自身が明確にインパクト志向でなくてもインパクト企業としての持続性は確保される可能性もある（少なくとも、現時点の開示等ではインパクト志向であることを強く訴えている）。このような、長期株主の存在とその関係性、更にはインパクト志向の発信や理解という面においても、本ケーススタディは今後も推移を見守る意味があるだろう。

なお、上場時に言及もあった M&A の展開についても検討が行われている。規制当局により一旦却下されているものの、Amalgamated Bank of Chicago の取得に向け意欲はあると語っており、M&A 実施のための資金獲得という上場自体の目的は達成できていると言えるだろう。

アマルガメイト・バンク ケーススタディのポイント

- 労働組合、政治団体、NPO など、十分な金融サービスを受けることが比較的難しい顧客層に低利率ながら柔軟な預金サービスを提供。それを低コストな資金ベースとしながら社会的使命を持った事業等に融資を行い、預金・融資いずれもインパクト志向の顧客を中心としたビジネスを構築している。いずれも大手銀行では十分にサービスが行き届いていなかった領域であり、これらのニッチセグメントに関する知見が競合優位性となっている。
- 上場前は労働組合が株の過半数を保有していたという点で特徴的である。上場を通じ 4 割程度にまで減っており、これがインパクト志向にどのような影響を与えるかは、インパクト企業にとっての株主の役割を考えるうえでも重要と考えられる。
 - 具体的には、明確なインパクト志向の投資家が減少する一方で、会社自身による開示を通じ、事業自体のインパクト志向やそれがもたらしている競合優位性について投資家も理解、納得し、インパクト志向を応援していく形となるのか、といった点が今後の推移によっては見えてくる可能性がある。

国内事例

4. TBM

会社概要²⁸

- 環境配慮型の素材開発及び製品の製造、販売、資源循環を促進する事業等を展開
- 「過去を活かして未来を創る。100 年後でも持続可能な循環型イノベーション」をビジョンに、水資源危機・資源枯渇の緩和や循環型社会の形成などをインパクトとしている
- 2011 年、山崎敦義氏が設立
- 非上場
- 主な財務指標（2021 年 7 月時点）
 - ◆ 資本金 234 億 2,993 万円（資本準備金含む）
- 想定時価総額は 1,200 億円超²⁹

TBM

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

環境配慮型素材の開発や製造、資源循環モデルの構築に取り組んでいる。新素材「LIMEX」は石灰石を主原料としてプラスチックや紙の代替となる素材で、LIMEX の製品を利用している団体数は 8,000 を超えている。再生材料を 50% 以上含む素材「CirculeX」は、使用済みの LIMEX や廃プラスチックをリサイクルし、資源循環を促進する素材として位置付けている。同社は「LIMEX」「CirculeX」の開発、製造、製品化、販売に加えて、近年では資源循環のコーディネートサービスの提供やリサイクルプラントの運営、自治体との連携推進など、事業拡大を進めている。

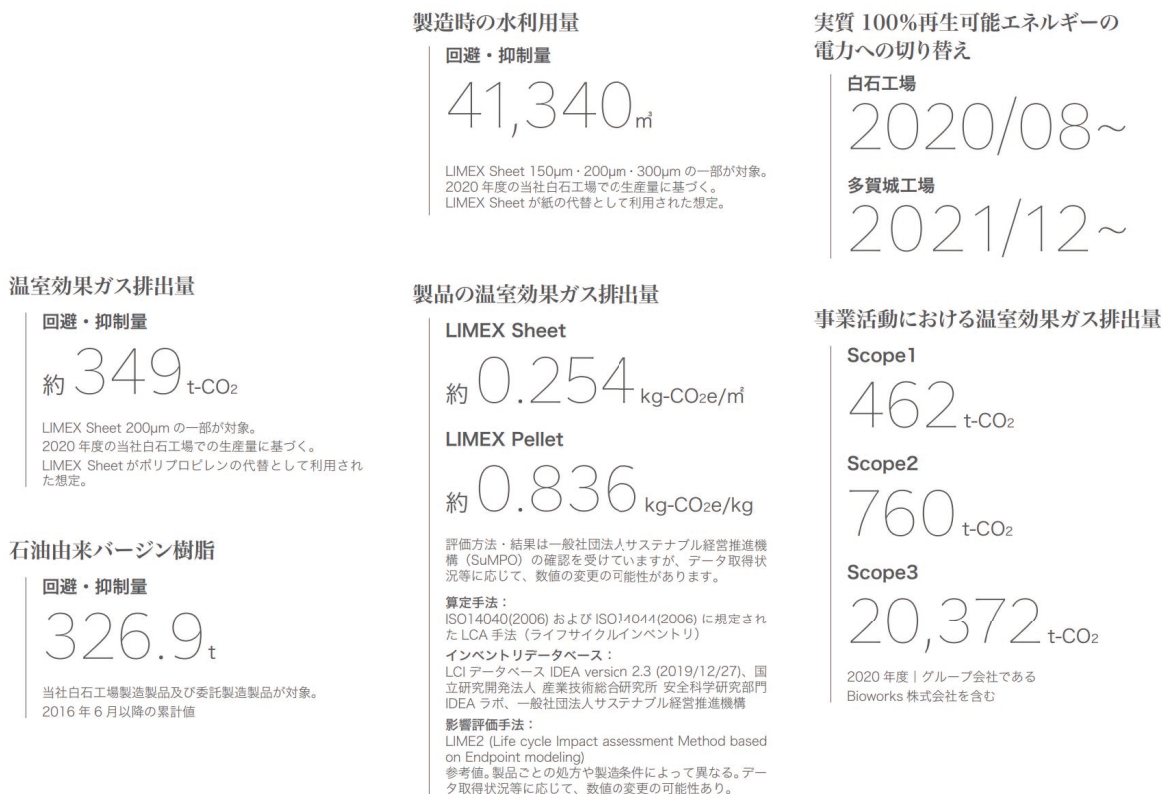
28 TBM Vision Book https://tb-m.com/pdf/TBM_VisionBook.pdf

29 STARTUP DB「国内スタートアップ想定時価総額ランキング最新版(2019年11月)」<https://startup-db.com/magazine/category/research/marketcap-ranking-201911>

事業を通じたインパクトの創出

同社は、自然環境の変化の中でもエコロジカル・フットプリント（人々が消費する資源を生産し、社会・経済活動から発生する二酸化炭素を吸収するのに必要な生態系サービスの総量）に着目している。2018年のグローバルフットプリントネットワーク（シンクタンク）による試算によれば、世界の人の生活を支えるには1.7個分の地球が必要で、日本人と同じ生活を世界中の人がしたとしたら2.8個分の地球が必要であるとのことで、TBMは特に、気候変動、水リスク、資源の枯渇、海洋プラスチック汚染の問題の解決に取り組む事業の展開を目指している。具体的には、新素材LIMEXの国内外での普及や、使用済みLIMEXや廃プラスチックなどを回収・再生する循環モデルの構築により、温室効果ガス排出の抑制や、資源循環に貢献し、顧客がTBMの製品サービスを利用することで環境負荷低減になるという選択肢を提供している。

同社は、国際統合報告評議会（IIRC）の『国際統合報告フレームワーク』や経済産業省の『価値創造のための統合的開示・対話ガイダンス』、Global Reporting Initiative（GRI）の『GRIスタンダード』を参照しながら、事業にかかわる非財務情報を積極的に開示している。また、製品についてはライフサイクルアセスメントと呼ばれる手法を用いて環境影響の評価を行っている。



図表 16：TBMの事業を通じたインパクト（同社 Vision Book³⁰より引用）

第三者からの評価・認証や、業界団体等に関する取組も開示している。具体的には、UNIDO（国際連合工業開発機関）の「サステナブル技術普及プラットフォーム」にLIMEXが登録されていることや、「無機・有機複合マテリアル協会（ICMA）」を設立したことなどが挙げられている。

30 TBM Vision Book https://tb-m.com/pdf/TBM_VisionBook.pdf

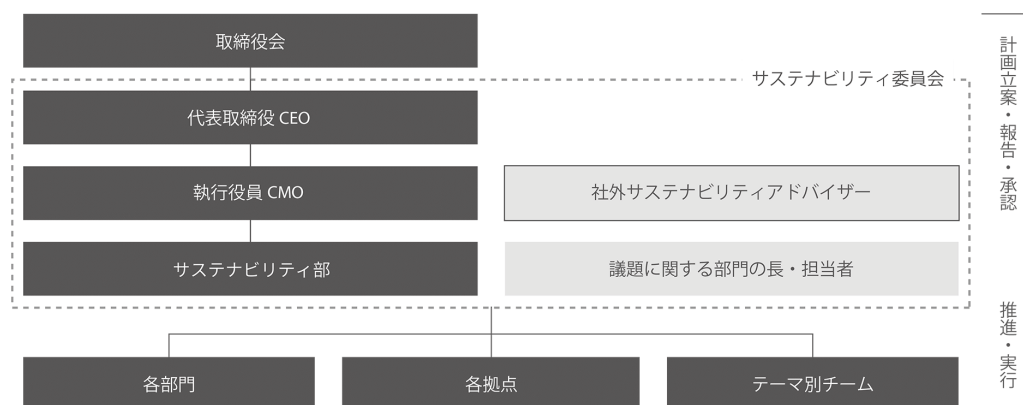
TBM の受けている主な第三者評価³¹

SBTi (Science Based Targets イニシアチブ)	「1.5°C目標」認定
CDP Climate Change	B (2021)
CDP Water Security	B (2021)
JCR グリーンローン評価*	Green 1

*2021年3月31日付けのシンジケートローン（24億円）に関する株式会社日本格付研究所の評価

同社は“TBM Pledge 2030”として野心的な目標を定めている。具体的には、“Go Carbon Negative” - 2030年までにカーボンネガティブを実現すること、そして“Go Circular” - 2030年までに100万トンのLIMEXとプラスチックを50カ国で循環させること、の2点が掲げられている。

TBMは、インパクトに関する取り組みを計画的かつ体系的に実施するため、2016年6月に新体制としてサステナビリティ委員会を発足させている³²。同委員会は代表取締役CEOを委員長とし、委員は最高マーケティング責任者(CMO)、サステナビリティ部、社外アドバイザーにより構成されている。



図表 17：TBM のサステナビリティ推進体制（同社 HP³³ より引用）

b. 投資家による貢献

事業会社への第三者割当増資が多く、その資金調達総額は234億円を超えている。生産量拡大やサプライチェーン強化が主な資金調達の目的に掲げられている。例えば、2020年11月に実施した資金調達³⁴では、事業会社各社とシナジーを創出、資源循環の実現に向けた事業を推進することを掲げており、具体的には、環境配慮素材を活用したパッケージなど製品の共同開発や導入、店頭など販売チャネルにおける販売拡大、市場における自社素材の認知拡大のためのマーケティングが挙げられている。

31 TBM Vision Book https://tb-m.com/pdf/TBM_VisionBook.pdf

32 TBM ウェブサイト SUSTAINABILITY 私たちのアプローチ https://tb-m.com/pdf/TBM_VisionBook.pdf

33 同上

34 新素材「LIMEX」を開発する TBM は、20.6 億円の資金調達を実施 ～事業会社各社とシナジーを創出、資源循環の実現に向けた事業を推進～ (TBM, 2020 年 11 月 24 日) https://tb-m.com/wp-content/uploads/2020/11/201124_TBM_Financing_pressrelease.pdf

主要な資金調達・業務提携実績

時期	資金調達先	目的
2018年8月 ³⁵	ディップ、伊藤忠商事	販売強化や原料調達における連携
2018年11月 ³⁶	伊藤忠商事、ゴールドマン・サックス、新生企業投資、大日本印刷、ディップ、凸版印刷、フランスベッドホールディングス、三菱鉛筆	生産量拡大に向けた工場立ち上げ、その他投資に向けた増資（総額 31.2 億円）
2019年2月 ³⁷	SBIグループ、三洋化成工業、JR 東日本スタートアップ	生産量拡大に向けた工場立ち上げ、その他投資に向けた増資（総額 15.5 億円）
2020年11月 ³⁸	アデランス、島精機製作所、Spotlight 1号（日本テレビ放送網、博報堂グループの株式会社 quantum による共同出資）、摂津倉庫株式会社、DCM ホールディングス株式会社、株式会社電通グループ、日本コルマー株式会社、株式会社薬王堂、株式会社ヨドバシホールディングス等	LIMEX や CirculeX といった環境配慮素材の用途拡大、資源循環を実現するサプライチェーンの強化を目的とした資金調達（総額 20.6 億円）
2021年7月 ³⁹	SK グループ	SK Japan Investment Inc. との資本提携に合意、SK グループの販路を活用した販売連携の他、SK との JV 設立契約を締結。 JV として「SK TBMGEOSTONE Co., Ltd」を設立（両社の技術を組み合わせた生分解性 LIMEX の開発・製造・販売を目指す）（135 億円）

c. 考察

事業性とインパクト創出

TBM の祖業であり最大の特徴は、石灰石を主原料としたプラスチック・紙の代替製品である LIMEX の製造技術と考えられる。同様に石灰石を原料とした紙代替製品である「ストーンペーパー」は紙よりも比重が重いこと、価格が高いこと、品質が不安定だったことから普及していなかったが、それらの課題を「ストーンペーパー」とは異なる独自技術によって乗り越え、「LIMEX」は紙のみならずレジ袋等のプラスチック代替製品としても採用が進んでいる。

これを起点としながら、LIMEX 及びプラスチック等のリサイクル・アップサイクルを実現する CirculeX 事業を合わせて展開することで、水や石油等の自然資源を大量に消費する製品群を、よりサステナブルな製品に置き換えながら再利用率も向上させていくというビジネスモデルを構築している。このことから、LIMEX ならびに CirculeX 事業の拡大は、TBM の規模拡大と共に、そのままインパクトの拡大にも直結していると考えられる。LIMEX は薄手の印刷物や食品容器、建築材など多様な形への開発・活用のみならず海外展開も進めているため、多様な場面・場所での事業・インパクト拡大が今後期待される。

35 TBM プレスリリース（2018年8月31日） <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000055.000016815.html>

36 TBM プレスリリース（2018年11月15日） <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000061.000016815.html>

37 TBM プレスリリース（2019年3月5日） <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000068.000016815.html>

38 TBM プレスリリース（2020年11月24日） <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000142.000016815.html>

39 TBM プレスリリース（2021年7月2日） <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000174.000016815.html>

インパクトやその情報開示に関する考え方、投資家との関係性

創業者である山崎氏の「分かりやすく世の中に役立つ事業を」という想いを起点に事業を展開している。ビジョンである「過去を活かして未来を創る。100年後でも持続可能な循環型イノベーション」を実現するためにはインパクト創出が必須であると考えており、その実現のために事業活動とインパクトを直接的に結びつけて、TBM ならではの事業や技術開発に取り組んでいる。

投資家との関係性においては、主に事業会社からの資金調達が多く、同社にとって事業会社との関係性を通じたインパクト創出が重要であると考えられる。資金調達内容を見てみると、同社の開発する素材のユーザーである事業会社からの資金調達及び提携を通じて、提携相手が同社の創出するインパクトの拡大を支援していると考えられる。

当グループが同社に対して行ったインタビューによると、同社は、サステナビリティ / インパクトの専門部署が立ち上がった 2018 年以前から、国際水準のサステナビリティ情報開示に取り組んでおり、2017 年から 5 年連続で CDP⁴⁰ への自主回答も続けている。他方、近年のフレームワークの乱立と集約の動きを受けて、「開示情報の量や参照フレームワークが多すぎると、情報が散乱しアップデートが難しくなるため、分かりやすさ・一貫性を意識し一定の集約が必要と感じている」とのことであった。2022 年現在は想定読者（「専門家（機関投資家など）向け」と「一般（顧客、ビジネスパートナー、採用候補者など）向け」）や目的に基づいて情報の集約や取捨選択を進めるなど、試行錯誤を重ねている。「現時点ではサステナビリティやインパクト、ESG 等の各概念と具体的な指標について、自社側でも投資家側でも整理しきれていない部分があると感じる。」としながら、「「TBM ならではの」インパクトストーリーと指標を軸にしながらも、上場を見据えては、上場企業を対象として比較的標準化されている ESG 関連の開示基準に則った開示にも取り組んでいく」ことを意識している。

同社ではサステナビリティ / インパクトの専門部署が情報開示を担当している。「専門部署の役割は、関連情報の開示にとどまらず、事業をインパクトの観点でドライブしていくことだと考えている。そのためには内部に専門的な知見を持ちながら、更に外部専門家・ステークホルダーとの協働を率先して推進することで、コミュニケーションや取り組み自体の練度が上がっていくはず」とのコメントが聞かれた。さらに、上場を見据える場合は、より質の高い情報を様々な投資家から求められることが想定されることから、「インパクトに関する開示について、第三者による認証等をどう得ていくかも考える必要がある。」とのコメントも聞かれた。

TBM ケーススタディのポイント

- ・技術イノベーションを通じ業界変革とインパクト創出を目指している。
- ・既に資金調達の実績も豊富で事業展開も進んでいるが、将来的には上場を見据えて、中長期でのインパクトの拡大及び事業成長並びに収益性の確保が重要な要素となっていくと予想される。
- ・サステナビリティ / インパクトの専門部署があり、情報開示に加え事業自体のインパクト観点での質の向上を担っている。
 - － 開示については現時点では多様な基準が乱立しているため、「自社ならではの」ストーリーや指標を軸にししながら、標準化されている ESG 関連の開示にも着手している。

40 CDP - 機関投資家を代表して企業の気候変動対策や水資源管理等の情報を収集・評価する NGO

5. カチタス

会社概要

- 独自のノウハウにより空き家を仕入れ、リフォームによって付加価値をつけ新築の半額程度の価格で販売
- 『この街に、ひとつでも多くの喜びを。』をビジョンに、「空き家問題の解決」、「地域活性化」等をインパクトとしている
- 1978年に創業し、1998年より中古住宅再生事業を開始
- 2012年、PEファンドであるアドバンテッジパートナーズによるTOBにより名証セントレックスより非上場化。同時に新井健資氏が代表取締役社長に就任。
- 2017年12月 東証一部への上場（銘柄コード：8919）（二度目の上場）
- 主な財務指標（2021年度）
 - ◆売上高：1,012億円 ◆経常利益：126億円 / 12.5%
- 2017年に1株820円で再上場、2022年4月現在は3,000円前後で推移。時価総額は約2,700億円（2022年4月現在・株式分割調整後）（株価推移は以下チャート参照）



図表 18：KATITAS CO LTD の上場以来の株価推移（TSE, 8919）（Charts by TradingView, data as of 2022/5/20）

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

空き家を仕入れ、リフォームにより付加価値を付けて販売する、という住宅・リフォームビジネスを展開している。特に、「仕入」、「再生・商品化」、「販売」のそれぞれの工程で中古住宅独自のリスクを管理する工夫を講じ差別化を実現させている。具体的には、「仕入」では仕入前に第三者も含めた事前インスペクションを実施することで良質な物件の仕入れを実現する仕入れ力・目利き力を活かし事業を展開している。「再生・商品化」においては全国に1000を超えるリフォーム工務店とのネットワークを活かしたリフォーム企画力・施工力により、売れる物件をリーズナブルに再生している。「販売」においては、新築の半額程度の販売価格で、賃貸で支払う月々の賃料よりも安いローン支払いの価格を設定して差別化を行っている。

なお、2004年に名古屋証券取引所セントレックス市場に上場したものの、2007年頃の世界金融危機とそれを受けた政府の経済対策により、当時の主要な仕入れチャンネルであった競売物件の減少により業績不振に陥った。その後、プライベートエクイティファンドのアドバンテッジパートナーズによる経営改革を目的としたTOBを受け入れ、2012年7月に上場廃止になった。競売物件の仕入から空き家となった物件を直接買取をするチャンネルに変更するなどの経営改革を行い、業績回復の後に事業拡大を進めていくために2017年12月に東証一部へ再上場した。

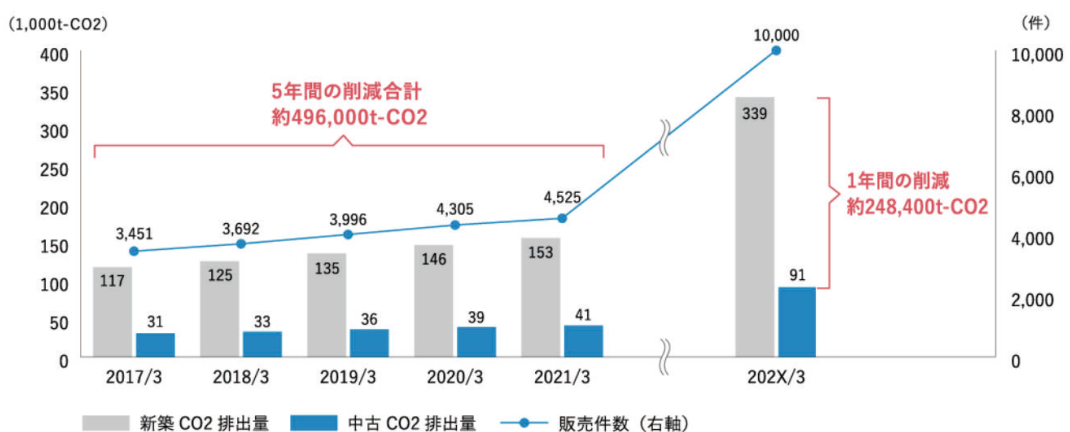
事業を通じたインパクトの創出

「空き家を仕入れ、リフォームにより付加価値を付けて販売する」ことを通じ、多方面のステークホルダーに対しインパクトを創出している。「環境」に対しては、スクラップ & ビルドを行う新築住宅に比べて約1/7の木材使用料であり、その結果新築住宅を建設するのに比べてリフォームにより住宅を再生する方がCO₂排出量は約1/4となっている。「社会/地域」に対しては、そのままでは放置されてしまう空き家を再生することで、地域資源の有効活用、人口維持や地域活性化を実現している。「住宅購入者」に対しては、「新築物件は高額、中古物件は前所有者の生活感が残り、地方では賃貸の選択肢が少ない」という課題に対して「安心・清潔・実用的」な住宅として新築の半分以下の価格で物件を提供している。そして「住宅売却者」に対しては、物件の価値を最大限に引き出し、手離れよく・安心できる買い取りを実現している。

参考：同社 ESG レポート⁴¹より、インパクト関連の開示指標の推移

CO₂排出量の比較

CO₂排出量は新築住宅に比べて5年間の累計で約50万t-CO₂が削減できています。また、将来的に当社が1万件を販売した際には1年間で約25万t-CO₂が削減できることになります。



※新築・中古とも床面積を120㎡と仮定して算出

図表 19：カチタスの販売件数に基づく、新築住宅と比較した CO₂ 排出量の削減量（同社 2021 年 6 月 ESG レポートより引用）

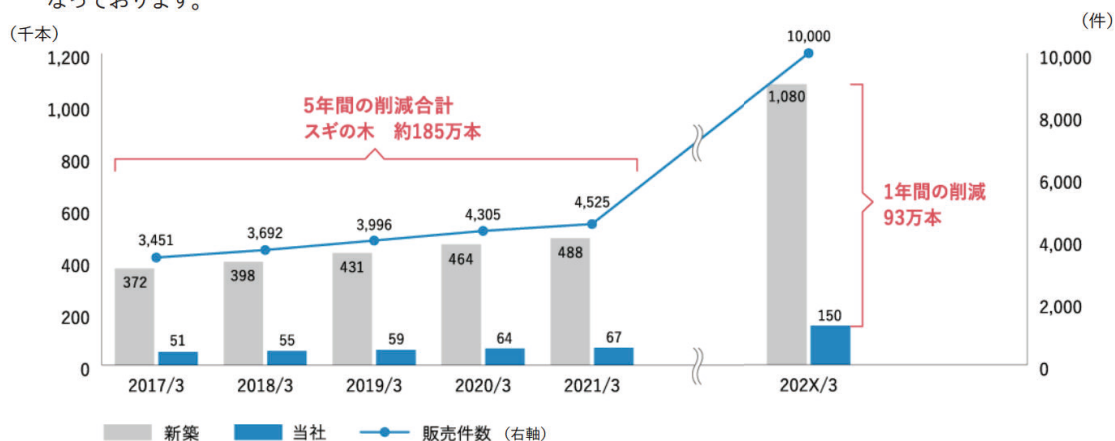
41 カチタス「ESG レポート」(2021 年 6 月) https://ssl4.eir-parts.net/doc/8919/ir_material_for_fiscal_ym3/102529/00.pdf

木材使用量の比較

木材使用量は新築住宅に比べて5年間の累計で約185万本の杉の木が削減できています。(約1,850ヘクタールの森林=東京ドーム約395個分)

また、将来的に当社が1万件を販売した際には1年間で約93万本のスギの木が削減できることになります。

なお、直近では木材の需要が高まり、価格が高騰したり調達自体が出来なかったりという課題が生じておりますが、新築住宅メーカーに比べて木材使用量が少ないため相対的に影響を受けづらく安定的な事業運営が可能となっております。



出典：農林総合研究センター 森林研究所「人工林の管理」、
埼玉県農林部森づくり課「木造公共建築物整備の手引」より当社試算

図表 20：カチタスの販売件数に基づく、新築住宅と比較した木材使用量の削減量（同社 2021 年 6 月 ESG レポートより引用）

カチタスが「空き家を再生する」ことで生み出す「価値」の大きさ

当社はそのままでは流通しない（価値を生み出さない）「空き家」を再生することで社会問題と言われていた空き家から新しい価値を生み出しています。また、下記に記載した受益者数以外にも当社はお客様により良い住まい方をご提供するだけでなく、雇用の創出等を通じて「社会に新たな循環する価値」を提供しています。

1物件当たりの経済的インパクト

1物件当たり	
毎年の固定資産税：5万円×10年	50万円*1
生活用品等を処分する費用	30万円*2
将来発生する建て壊し費用	120万円*3
新築に比べて安価になった金額	1,400万円
当社が空き家を1物件再生する 経済的インパクトの金額	1,600万円

2021年3月期 基本情報

1年間の販売件数	6,155件
経済的インパクト	98,480百万円
受益者数の合計人数	37,545人

*1：国土交通省：空き家所有者実態調査（2019年）より当社算定
*2：国土交通省：遺品整理のサービスをめぐる現状に関する調査結果報告書
*3：国土交通省：我が国の住宅ストックをめぐる状況についてより当社算定

1物件に係る受益者数

(買取時の受益者)	
1人の被相続人に対する相続人人数	2.8人*4
(販売時の受益者)	
住宅の平均居住人数	3.3人*5
受益者数合計	6.1人

10,000件販売時の経済的インパクトと受益者数

経済的インパクト	160,000百万円
受益者数の合計人数	61,000人

*4：財務省：相続税・贈与税に係る基本的計数に関する資料
*5：住宅市場動向調査報告書（2019年）中古戸建住宅

図表 21：「空き家」を再生するビジネスモデルから創出される「インパクト（価値提供と受益者数）」
（同社 2021 年 6 月 ESG レポートより引用）

上場時の意図

先述の通り、カチタスは2017年に再上場しており、その際の目的として以下のポイントが挙げられている。

- 非公開化の目的達成に向けた経営改革において中古住宅再生事業の再強化などを推進し、事業構造の転換に成功
- 一方、その中古住宅再生事業のさらなる拡大のためには、より一層の社会的信頼・知名度の向上、優秀な人材の確保及び資金調達が多様化が必要
- そのために、再上場を通じ上場企業として高い透明性を維持し、ステークホルダーから信頼される企業となる

目論見書におけるインパクト関連の記載

サマリー項目	インパクトに関連する記載
グループの特徴	<ul style="list-style-type: none"> • 増え続ける空き家の活用を通じ、地域の流通経済の発展に寄与 • 新築の半額程度の販売価格で、賃貸で支払う月々の賃料よりも安い住宅ローン支払いの価格設定
事業の内容	<ul style="list-style-type: none"> • そのままでは買い手がつかないような中古住宅を魅力ある住宅によみがえらせて販売
グループの取り組み	<ul style="list-style-type: none"> • 2015年に「先進的なリフォーム事業者表彰」を受賞 授賞理由（抜粋）：リフォームコストを最小化するなど顧客満足度を高める仕組みを構築、空きや問題に対応するとともに、トップランナーとして独自の施工・品質基準を設け中古住宅流通市場の健全性向上に貢献
業績等の推移	—
証券情報	—
企業情報 - 企業の概況	—
企業情報 - 事業の状況	<ul style="list-style-type: none"> • 事業に取り組む基本姿勢及び事業を通じて実現したいこと（抜粋） 私たちは、十分に活用されず地域に埋もれてしまっている家や、一般的な中古住宅市場では売りにくい家に対しても、潜在的な価値と需要を見出し、自ら買い取って付加価値を加えるリフォームを企画することで、中古住宅に新たな生命を吹き込む
企業情報 - 設備の状況	—
企業情報 - 提出会社の状況	—
企業情報 - 経理の状況	—
企業情報 - 提出会社の株式事務の概要	—
企業情報 - 提出会社の参考情報	—
株式公開情報	—

b. 投資家による貢献

現在、同社は、複数のインパクト投資関連の上場投資信託等に組み込まれている。

- ブラックロック グローバル・インパクト・ファンド⁴²：ブラックロック長期的なトータル・リターンの最大化を目指している投資信託。社会や環境問題の解決を促進すると考えられる製品やサービスを提供する企業の株式等に投資する投資信託証券に投資している。ブラックロック社はカチタス社を「アフォーダブルハウジング」の観点で2021年発行の“Global Impact Annual Report”で掲載している。
- リソナアセットマネジメント - 日本株式インパクト投資ファンド⁴³：日本における社会的課題の解決にビジネスとして取り組み、持続的に企業価値を拡大させるとともに、社会的インパクトを創出することが期待できる銘柄を厳選して投資を実施する投資信託。目指す社会として『「持続可能で住みよい日本社会」の実現』を掲げ、「持続可能で強靱な生活環境」、「あらゆる人が住みよい社会」の実現に向け持続可能なエネルギー利用、教育の多様化・充実、ライフライン機能の維持改善などの社会的課題の解決を目指している。
- 三井住友DSアセットマネジメント - 世界インパクト投資ファンド（資産成長型）（BetterWorlds）⁴⁴：社会的課題を「社会が求める需要水準と現在の供給水準とのギャップ」と捉え、その潜在需要を顕在化し、創出される新市場で高い成長機会を得る企業の株式に投資する投資信託。特にSDGsのなかから「衣食住の確保」、「生活の質向上」、「環境問題」の3カテゴリーに着目した銘柄選定を行っている。
- 大和アセットマネジメント - 社会課題解決応援ファンド（笑顔のかけはし）⁴⁵：社会が抱える課題から投資テーマを選定（2021年時点では「女性活躍」、「働き方改革」、「健康」、「地方創生」、「障害者雇用促進」、「少子化対策」、「キャッシュレス」、「DX」を挙げている）。テーマ合う企業のうち「人々や社会が抱える潜在的な課題をいち早く捉え、ビジネスとして取り組む企業」、「社会的に注目されている課題に取り組み、収益の獲得を目指す企業」、「製品やサービスの提供を通じて、課題解決への取り組みをサポートする企業」、「課題が解決されることによって恩恵を受ける企業」を候補として投資する投資信託。

なお、再上場前の2017年4月にニトリホールディングスとの業務・資本提携契約を締結しており、ニトリは直近で持ち株比率が34.62%⁴⁶の最大株主になっている。

c. 考察

事業性とインパクト創出

カチタスは「空き家の買取・再生」という領域で深い知見を構築し、マーケットリーダーとなっている。中古住宅は1物件ずつ個別性が強く物件に潜む瑕疵リスクを低減する必要があるため、「楽に」利益が得られる・成長できる領域ではない一方で、明確なニーズと社会課題が存在しており、上場廃止後から取り組んだ経営改革で本領域を主たる事業とすることを明確にし着実に事業を構築してきた。

このようなモデルでインパクトを創出し続けるためには、非常にストイックな経営が求められると考えられる。大量に存在する空き家の中から、再生可能な住宅だけを厳選する必要がある、その目利きができるノウハウを

42 ブラックロック・世界株式インパクト投資ファンド（DC）（愛称：明日（あした）をつくる）

<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/products/316200/blackrock-global-equity-impact-investment-fund-dc>

43 リソナアセットマネジメント・日本株式インパクト投資ファンド <https://www.resona-am.co.jp/fund/120021/sales.html>

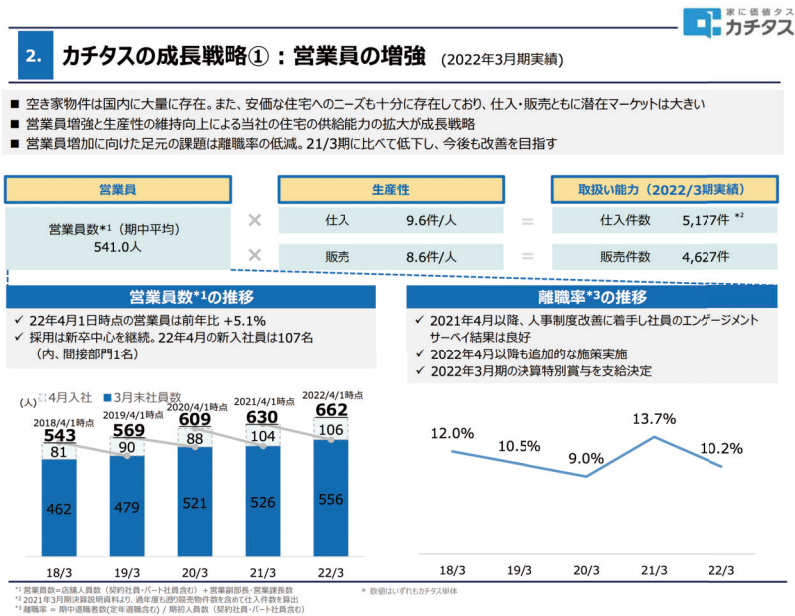
44 三井住友DSアセットマネジメント・世界インパクト投資ファンド（資産成長型）（愛称：Better World）<https://www.smd-am.co.jp/fund/1947/>

45 大和アセットマネジメント・社会課題解決応援ファンド（愛称：笑顔のかけはし）https://www.daiwa-am.co.jp/funds/detail/3388/detail_top.html

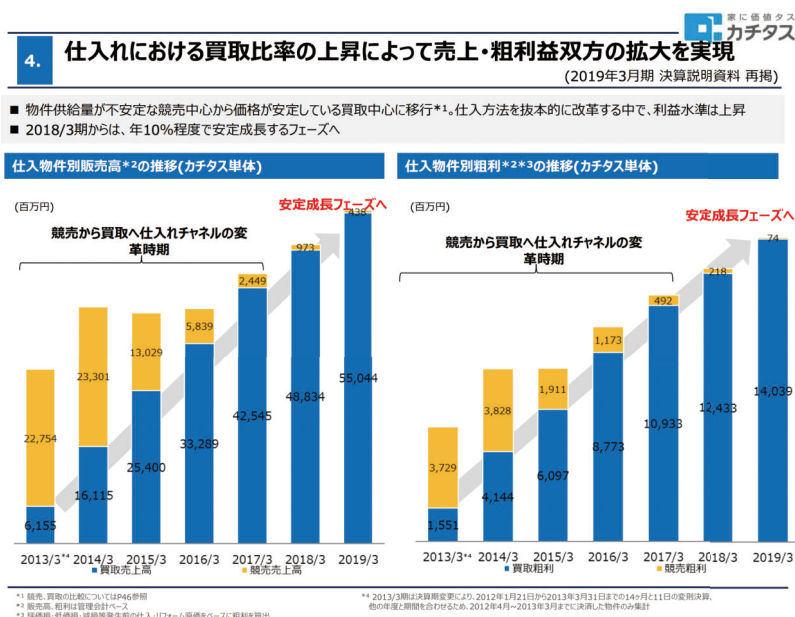
46 2021年9月30日現在

持った社員も急には増えない中で、欲張らず会社として目指すインパクトを全て満たす形で事業を継続することは、会社全体がそれを意識し続けることが必要だろう。

再上場後は順調に売上・利益を伸ばしており、事業成長とインパクトの拡大の両立に成功している。今後もこれを維持するためには、上記の経営努力はもちろん、どのような市場を対象にしているのか、それにどのような競合優位性で臨んでいるのか、逆に制約は何か、といった点を投資家に理解してもらうことも期待値コントロールの面では重要と考えられる。実際、カチタスの決算説明資料（以下抜粋）では、一般的な決算資料と比較してもかなり詳細な社内情報の開示や、マーケットに対する見目を開示しているように見受けられる。



図表 22: カチタスの営業人員の状況について (同社 2022 年 3 月期決算説明資料⁴⁷ より引用)

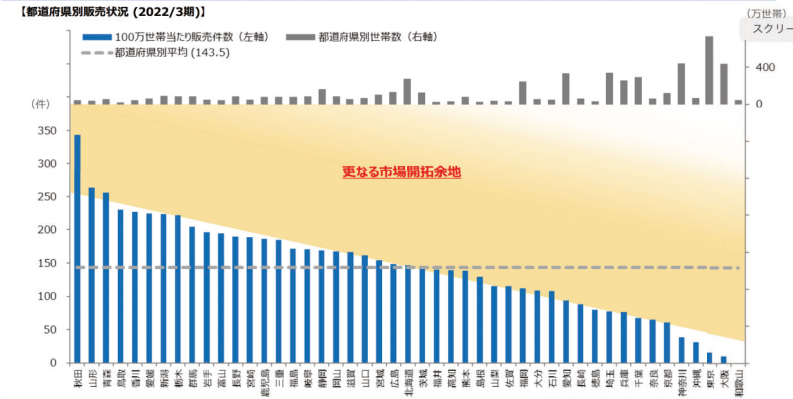


図表 23: カチタスの仕入れチャネルの改革による買い取り比率の推移 (同社 2022 年 3 月期決算説明資料⁴⁸ より引用)

4. 更なる市場開拓余地

- 人口減少にある地方ほどパワービルダーや新築住宅メーカーが撤退する傾向にあるため、地方ほど当社の住宅が目ざされている
- 地方の住宅購入希望者は、三大都市圏に比べて所得が相対的に低いことから高価な新築住宅を購入することは難しい傾向がある

地域ごとにバラつく市場の占有状況



図表 24 : 「更なる市場開拓余地」 (同社 2022 年 3 月期決算説明資料⁴⁹ より引用)

3. 最大の強みは累計6万戸超の実績で蓄積したノウハウ 面倒なことを丁寧にやり続け、失敗を最小化するためのリスクマネジメントを実施

- 累計6万戸超の買取・販売実績から、仕入れ時の確認ミスに起因することが多い「失敗事例」を蓄積。発生した失敗事例は、毎週開催のTV朝会を通じて全国の店舗に共有することでタイムリーなリスクマネジメントを実施
- 仕入前には、隣地との境界を明確にすることに加えて、当社、リフォーム協力会社と防蟻業者による「三者立会い」を実施し、建物の躯体劣化状況や雨漏り履歴の有無、リフォームの可否等を床下から屋根裏まで入念に確認
- 引き渡し後の失敗・トラブル発生を最小化するため、リフォーム途中・完了時には徹底した検査を実施

仕入前調査の一例：築古戸建て特有の3大リスクを調査

シロアリのリスク	雨漏りのリスク	権利関係のリスク
<p>防蟻業者による床下調査の様子。シロアリ被害の有無を丁寧に調査することで、想定外のリフォーム費用発生を防ぎ、修復困難な物件を仕入れてしまう可能性を抑制している</p>	<p>リフォーム協力会社には屋根裏まで含めた躯体調査を依頼。雨漏りの状況や害虫の有無を確認することでリフォーム費用の見積もり精度を高めている</p>	<p>中古マンションでは必要ない、中古戸建住宅に固有の「隣地との境界明確化」も全物件で実施。販売後に購入者に気持ちよく住んでいただくことを意図している</p>

仕入後、または販売後に不具合が見つかり、大規模な修繕工事が発生した事例

<p>仕入後に改めて不安定な基礎が発見された事例。補修してから販売となりコスト増となった</p>	<p>仕入後に床下沈下が発見された事例。大規模に基礎を作りなおす必要が生じた</p>	<p>販売後に発生した雨漏りの事例。瑕疵担保責任により全面補修した</p>	<p>販売後に発見した屋根材の劣化事例。一部補修が来ず全面的に葺き替えた</p>	<p>● これら失敗事例を「会社の財産」ととらえ、週次で全社共有し再発を防ぐ(=リスクを最小化する)仕組みを構築している</p> <p>● それでも想定外の不具合が発生し、修復不能と判断して販売対象外とせざるを得ない場合もある</p>
--	--	---------------------------------------	--	---

図表 25 : 「中古住宅に潜むリスク」。急速な成長は目指さずリスクコントロールしている (同社 2022 年 3 月期決算説明資料⁵⁰ より引用)

上場後の状況と変化

再上場後、売上・利益ともに順調に伸ばしており、直近では ESG/ サステナビリティ推進室、サステナビリティ委員会を立ち上げ TCFD 提言に基づく開示に向けた検討に着手するなど、コアとなる中古住宅再生事業の成長のみならず透明性が高いステークホルダーを意識した経営に向けた取り組みも進んでおり、上場の目的は一定達成されたと言える。

また、先述の通り複数のインパクト志向の投資信託等に銘柄として組み入れられており、市場からはインパクト企業としての認知が確立されつつある。

49 カチタス 2022 年 3 月期 (第 44 期) 決算説明資料 https://ssl4.eir-parts.net/doc/8919/ir_material_for_fiscal_ym2/117686/00.pdf
50 同上

インパクトやその開示に関する考え方、投資家との関係性

カチタスの特徴としては、事業が先に決まり、結果的にインパクトにつながった、という点である。経営再建の際に意識した競合優位性は中古住宅について「直せるものとそれ以外を峻別する」ノウハウであり、日本における空き家市場にポテンシャルを見出し注力することを決めた。それが結果的に今まで多くの企業が解決できていなかった「地方の中古住宅を再生し安価で販売する」という空き家やアフォーダブルハウジングといった社会課題を解決する事業となり、インパクトの訴求を行っていった。

このような事業の開示を行う上では、その対象と内容という 2 点を意識している。対象は個人投資家、機関投資家、そしてその他ステークホルダーがあり、「事業を分かりやすく説明する」ことは共通して意識した上で、特に機関投資家向けには ESG レーティング等の簡便性を意識しサステナビリティページ等で関連情報を開示している。なお、機関投資家からは過去との比較可能性を意識し統合報告書を出してほしいという要望もあり、今後に向け検討している。

当グループが同社に対して実施したインタビューによると、「投資家との関係性については、まだ「インパクト」概念が十分に普及・確立していないことから対話ですれ違いが起こることを課題に感じている」とのコメントが聞かれた。発行体側がインパクト投資について理解を深めるとともに、「投資家がどのようなインパクトを目指しているかを明らかにし、それを軸とした対話・エンゲージメントが行われることが、今後のインパクト投資や IPO の発展にとって重要と考えている。」とのことであった。同社は、「ビジネスモデルに反する高い成長を要求し、一時的な成長によるゲインを求める投資家には向かない発行体だと思っている。安定的に成長していくので、長期に亘って投資をし 10 年後には弊社が全く違う企業規模になっていることを期待できる投資家と一緒に事業成長による喜びを共有したい。」としている。

新規上場時に同社が意識した点としては、ロードショー等でシンプルなビジネスモデルを分かりやすくストレートに伝える、という点であった。「ビジネスモデルの中に同社が創出しているインパクトを入れ込むことで、機関投資家に同社の追求するインパクトについて理解を得られた」とのコメントが聞かれた。1 枚のスライドで説明しきれるように作成し、現在の決算説明資料等でも活用されている。

カチタス ケーススタディのポイント

- 中古住宅の目利きという深いノウハウを活かし、空き家やアフォーダブルハウジングの不足という社会課題の解決を実現している。
- 一度上場廃止となりながらも会社の競合優位性を見出し再建・再上場しており、その過程で注力した市場・事業がインパクト創出につながっている。
- 開示について試行錯誤の過程ではあるが、事業内容やその環境を適切に、簡潔に伝えることがインパクトの源泉やその可能性 / 限界を正しく伝えることにつながっており、事業が社会課題を直接的に解決している場合の好事例と考えられる。

6. CureApp

会社概要



- 継続的なケアが必要な疾患を治療するアプリ（DTx）「治療アプリ®」を医療機関を通じ提供、民間向けの健康増進プログラムも提供
 - 医療機関向け：ニコチン依存症、高血圧症の2種が薬事承認取得済（その他複数疾患の治療用アプリの研究開発が進行中）
 - 民間法人向け：卒煙プログラムなど
- 『ソフトウェアで「治療」を再創造する』をミッションに掲げ、治療アプリ®の処方を通じ医療にまつわる社会課題解決を目指す
- 2014年、佐竹 晃太氏、鈴木 晋氏が創業
- 非上場
- 主な財務指標（2020年12月決算公告より）
 - ◆総資産：18.5億円 ◆純利益：▲9.6億円
- 評価額は約320億円（2022年3月時点）⁵¹

a. 事業を通じたインパクトの創出

ビジネス概要

アプリを用いた治療（デジタル療法）である「治療アプリ®」とその開発知見を活かした健康支援プログラムを提供し、事業としては「医療機関向け」と「民間法人向け」の大きく2種類に分かれている。

医療機関向け事業においては、患者データの収集・分析を通じ個別最適化された治療介入を行うことができる「治療アプリ®」を提供している。（2022年5月現在、「ニコチン依存症治療アプリ」と「高血圧症治療アプリ」の2製品が薬事承認を取得。

「NASH（非アルコール性脂肪肝炎）」、「アルコール依存症」、「がん」、「慢性心不全」の4疾患の治療用アプリの研究・開発を進めている。アプリは臨床試験や治験を踏まえ開発しており、個々人のデータに応じた分析を行うことで適切な治療介入を実施できるものになっている。既存の治療では来院時以外に生じる「治療空白」に対し、アプリという形でフォローし介入頻度を上げ治療効果をだすもので、収集したデータを活用し診療時の効率性も向上する。

民間法人向け事業においては「ascure モバイルヘルスプログラム」という健康支援プログラムを提供している。（2022年5月現在、法人向け「ascure 卒煙プログラム」を提供し、260を超える多くの企業、健康保険組合などに導入）アプリ、オンライン指導、そして一般用医薬品の自宅配送の組み合わせを通じ、禁煙支援を行うプログラムで、社員や保険加入者へ提供、特定保健指導にも対応している。

なお、海外では既に国から承認を受け患者へ処方されている治療用アプリもある中、日本でも2020年12月より「CureApp SC」が保険適用の対象となった。会社としても医療エビデンスを重視し、継続的に医療論文を執筆、投稿している。

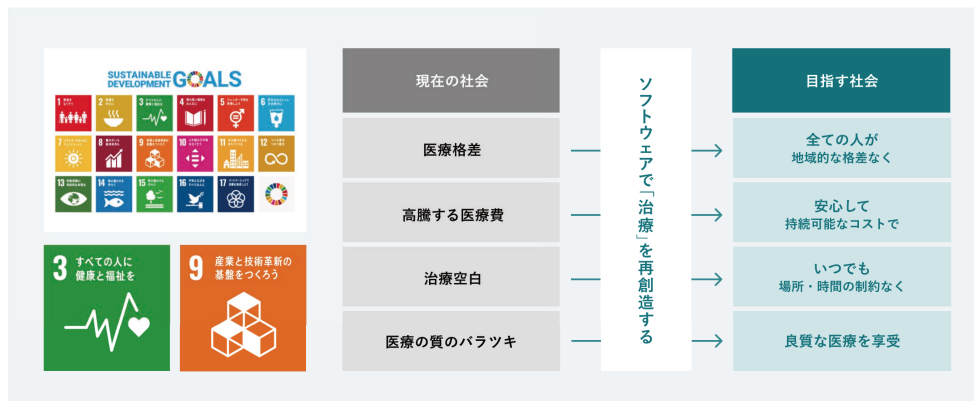
⁵¹ STARTUP DB による 2022 年時点の値

事業を通じたインパクトの創出

自社ウェブサイトにおいて、「取り組む社会課題」、「提供する価値（インパクト）と Impact Logic」、「SDGs への貢献」、「CureApp が重要と考える ESG について」の項目に分けて、関連トピックに関する立場を明確に発信している。

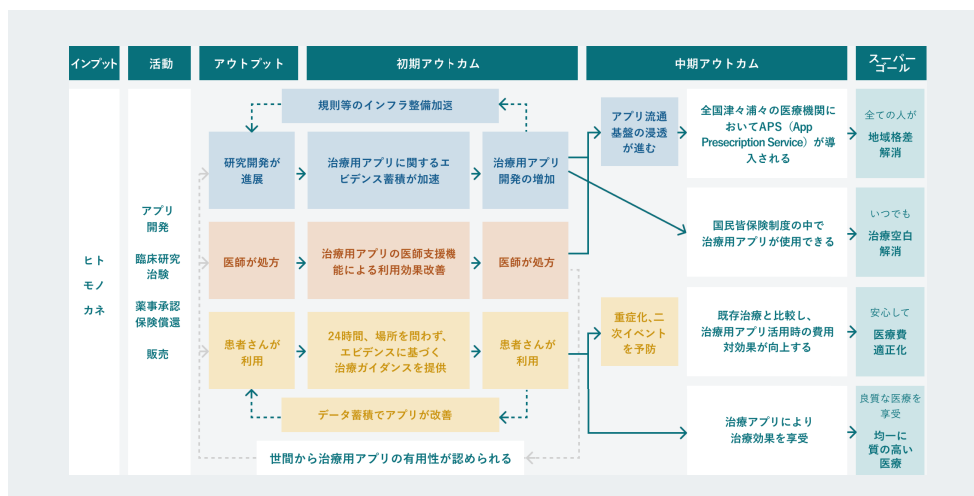
特にインパクトについては「取り組むべき社会課題と、その解決を通じたインパクト」として、『ソフトウェアで「治療」を再創造する』、というミッションを通じ、以下の 4 つの社会課題の解決を通じたインパクト創出の実現が掲げられている。

- ・ 医療格差 → 医療格差の是正（全ての人々が、地域的な格差なく）
- ・ 高騰する医療費 → 医療費適正化への貢献（安心して、持続可能なコストで）
- ・ 治療空白 → 医療空白の解消（いつでも、場所・時間の制約なく）
- ・ 医療の質のばらつき → 医療品質の安定化（良質な医療を享受）



図表 26：CureApp のミッションと目指す社会（同社 HP⁵² より引用）

また、以下の形で「インパクトロジック」も策定しており、自社のインパクト創出について相当程度整理がされている。



図表 27：CureApp のインパクトロジック（同社 HP⁵³ より引用）

52 Cureapp HP <https://cureapp.co.jp/sustainability.html>

53 同上

b. 投資家による貢献

同社は事業会社への第三者割当増資が多く、その資金調達額は 64 億円を超えている。2021 年 3 月に実施した資金調達の引受先からは、「運用収益獲得と社会的インパクト創出の両立を目指す“インパクト投資”として、CureApp 社に出資を行いました。CureApp 社のアプリを用いた治療が普及することで、患者の減少、健康寿命の延伸、医療費の削減といった社会課題の解決に大きく寄与することを期待しております。」（第一生命）といったコメントが寄せられている。さらに、エンゲージメントの方向性等が記載されている。

- ・「インパクト投資家として、CureApp の事業が社会に与えるインパクトを測定・可視化し、その結果を経営プロセスや事業戦略の見直しに活かす「社会的インパクト・マネジメント」の導入について、CureApp 経営陣と議論を重ね、成長支援を行ってまいります。」（日本インパクト投資 2 号投資事業有限責任組合（無限責任組合員 組合員：新生インパクト投資株式会社・一般財団法人社会変革推進財団）（通称「はたらく FUND」））
- ・「豊島では SDGs に関わる 5 つの使命の 1 つとして「イノベティブな事業づくり」を掲げ、「ライフスタイル分野での事業拡大」「ベンチャー企業との協業による新たな事業創出」「ICT による新たな価値創造」をそのテーマとして挙げています。革新的なサービスである CureApp の治療用アプリ事業が、豊島の提供するウェアラブルデバイス等の商品、サービスによってさらに進化し、より多くの患者様のお役に立てることを期待しております。」（豊島株式会社 CVC）

主要な資金調達・業務提携実績

時期	資金調達先	目的
2017 年 2 月	Beyond Next Ventures、慶応イノベーション・イニシアティブ、SBI インベストメント	研究開発をさらに推進（3.8 億円）
2018 年 2 月	伊藤忠商事、伊藤忠テクノロジーベンチャーズ、CYBERDYNE、第一生命、三菱 UFJ キャピタル、いわぎん事業創造キャピタル株式会社、セゾン・ベンチャーズ）、ちばぎんキャピタル、みずほキャピタル	現在（2017 年 2 月時点）治験中の「治療アプリ [®] 」であるニコチン依存症治療用アプリについて日本初の薬事承認・保険償還を目指す。この他の疾患についても「治療アプリ [®] 」の研究開発を推進（総額 15 億円）
2019 年 5 月	第一生命保険株式会社、森トラスト株式会社、株式会社コシダカホールディングス、INTAGE Open Innovation 投資事業有限責任組合（株式会社インテージホールディングス）、伊藤忠テクノロジーベンチャーズ株式会社、株式会社慶應イノベーション・イニシアティブ、いわぎん事業創造キャピタル株式会社、みずほキャピタル株式会社	薬事申請中で保険適用を目指すニコチン依存症治療用アプリに続き、高血圧治療用アプリと NASH（非アルコール性脂肪肝炎）治療用アプリの開発や臨床試験をさらに加速させる他、新たな疾患向けの「治療アプリ [®] 」に関しても研究・開発を進める。加えて 2019 年 3 月に米国法人（CureApp North America, Inc.）を設立し、今後日本と並行して事業展開を進める。（総額 22 億円）
2021 年 3 月	ジャパン・コインベスト 3 号投資事業有限責任組合（無限責任組合員：三井住友トラスト・インベストメント）、日本インパクト投資 2 号投資事業有限責任組合（無限責任組合員 組合員：新生インパクト投資株式会社・一般財団法人社会変革推進財団）、第一生命、SMB C ベンチャーキャピタル、豊島株式会社が運営する CVC ファンドなど	昨年（2020 年）より販売を開始したニコチン依存症治療アプリの社会浸透を更に促進するとともに、現在治験中の高血圧治療アプリ、臨床試験中の NASH（非アルコール性脂肪肝炎）治療アプリ、アルコール依存症治療アプリとがん患者支援治療アプリの研究開発や薬事手続、その他新規領域におけるパイプライン拡大を加速させる。また、健康保険組合や企業、自治体を主な顧客とする民間向けヘルスケア事業に関しても、引き続き拡大を目指す。（総額 21 億円）

c. 考察

CureApp は治療用アプリという新領域を開拓し、日本初の保険適応 の製品を持つとともに複数疾患の開発を進める、世界的にみても市場の先駆者となっている。医療という規制産業における事業であるため、商品・サービスの質をあげると同時に、市場のルールメイキングも同時に行う必要があり、他領域には見られない難しさも存在する事業であると考えられる。

一方で、治療から予防という流れや生活習慣病への対応は大きな社会潮流にもなりつつあり、社会課題として存在し認識されているとともに、徐々にその解決に向け意識やリソースが向かっている領域ともいえる。この時流を捉え、市場を開拓すると共に、連動して社会課題を解決していくことができる事業となっている。

既に発表している製品は臨床試験や治験を通じ効果が明らかになっているものであり、今後はどこまで展開していけるかが重要である。保険適応等の規制に加え、実際に処方をする医師や病院の理解、そして利用する患者の反応など、多岐にわたるステークホルダーのマネジメントが必要であり、そのような点が今後の投資家との対話等においても重要になってくると考えられる。

インパクトやその開示に関する考え方、投資家との関係性

当グループが同社に対して行ったインタビューによると、同社は「事業がインパクト創出に直接つながると考えており、それを地道に、しっかり発信していくことが特に近年評価されてきたように感じている。」とのことであり、「インパクトの考え方や整理は投資家のエンゲージメントも含めた議論、検討を通じ徐々に整理されてきたものだが、まだ改善余地はあると考えている。」とのコメントが聞かれた。

同社は、「現状ではロジックモデルを活用し「目指す姿」の発信をしているが、今後はそれをどのように達成していくのか、その際の KPI や成果指標は何か、という点を具体化していきたいとのことであり、その際には、社内や各事業の指標として活用できるようにしながらも、細分化しすぎて全社で一貫してモニタリングできないようなものにならないようにするなど、バランスの調整が必要」と考えている。「外部からみた分かりやすさと社内管理 KPI としての意義のギャップをどのように埋めていくかが今後の課題」とのコメントが聞かれた。

投資家との対話の課題については、投資家側もどのようなインパクト創出を目指しているかを明らかにすることでエンゲージメントにおける対話の質が高まると指摘していた。投資家にとっては、インパクトの観点での横比較のし易さが重要であるとの見解が示され、インパクトに関する情報は ESG の観点と比較すると横比較ができる指標の集約や一貫性はまだ途上であり、今後の改善が期待される。例えば、SASB のようにセクターごとに一定の指針が示されることもあり得るとのコメントがあった。環境や人事関連の指標は徐々に共通したものが見出されてきており、そのようなイメージでインパクトも徐々に事例と共に集約されていく部分があるかもしれないとの指摘があった。

同社によれば、「インパクトはエンゲージメントの中では一要素に過ぎず、財務状況や事業戦略が魅力的であることが前提で、それにインパクトという項目が増えた、という認識」とのことであった。「事業戦略や財務状況とインパクトがどのように結びついているかが簡潔に説明できれば、一貫したストーリーで投資家にも理解してもらうことができるはずである」と期待感を示していた。

CureApp ケーススタディのポイント

- 技術イノベーション、並びに研究開発の実績を積み上げながら業界の規制や慣習の変革とインパクト創出を目指している。
- 個々のプロダクトが患者の課題解決につながっており、今後はそれをどのように全体で収益化していくかがポイントとなっていく見込み。
- 投資家とのエンゲージメントでの議論も活かしながら一定程度インパクト情報が整理されている。今後は KPI などの設定を通じ、事業成長やその目標と、インパクト創出の拡大や目標の目線を合わせていくことが目指されている。

— コラム：All Birds の上場 —

サステナビリティやインパクト投資の潮流が加速する中、米国アパレルブランド All Birds 社の 2021 年 11 月 NASDAQ への上場が話題を呼んだ。上場前に自社の倫理性を強調する最近の傾向の一例として、企業が気候変動やサステナビリティに関連する問題についてどのように開示・報告するかが問われている。

2016 年創業の All Birds は、サステナブルな素材・製法にこだわったアパレルブランドとして、スニーカーを祖業としながらアパレルグッズ全般を販売。“Reverse climate change through better business”をミッションとして掲げ、事業のあらゆるプロセスの工夫を通じ、「カーボンネガティブ」（排出量を超える除去）の実現を追求している。中でも、自然由来の素材技術開発を通じ、プラスチック製の靴よりも 30% ほど少ない CO₂ 排出量で製造 / 販売できる靴を開発。戦略的なマーケティング活動によりエンカル企業としてのブランディングを確立するなどし、2017-2021 年の 5 年間で CAGR30% で成長を遂げた。創業の 2016 年に Public Benefit Corporation に登記、B Corp 認証を受け、2021 年 11 月に NASDAQ へ上場し、現在評価額 746M USD で推移している。

All Birds の上場において最も興味深く話題を集めたのは、8/31 に提出した Prospectus において、Allbirds は「初めての Sustainable Public Offering (SPO)」であることを主張し、新たな IPO の種類として位置付けた試みである。つまり、環境・持続可能性・ガバナンスに関するさまざまな基準を満たすことを保証する IPO のことを SPO と位置づけ、新たに定義した基準に沿うことで SPO として上場できる、という枠組みを打ち出したのだ。評価基準は、ESG コンサルの BSR が主催し Allbirds 関係者も含まれた会議体で作成された“SPO フレームワーク”が採用されており、一つ以上の独立機関が評価することが条件となっている。

ところが、その後同社は Prospectus の再提出を重ね、最終的には SPO が“Offering”の一種であるという点を取り下げ、“Sustainability Principles and Objectives Framework (SPO)”に再編成した。それは、SEC が“物言い”をしたからだ。その内容は明かされていないが、「新たな上場区分」という見せ方や、フレームワークを作成した会議体のステークホルダーの偏りなどに対し、正しいバリュエーション / 評価手法を担保したい SEC の反発を受けたのではないかとされている。結果、既存の ESG / サステナビリティ評価と並列の新評価指標という位置づけとして打ち出されることになった。今後はこのフレームワークをどの程度の企業が採用するかがポイントとなる。

All Birds の上場から見えることは、今後もサステナビリティ / インパクトのトレンドが加速していくからこそ、正しいバリュエーションの実現に向け評価手法はよりシビアに見られていくことが伺える点だ。マクロで見れば、金融 / 市場規制の長い歴史の最新トピックであり、不正リスクを含む新たな評価手法を、どのように市場を盛り上げながら規制していくか、は論点になり続ける。

第三部 論点と提言

第二部では、海外のインパクト上場企業を 3 社、国内の企業では上場を目指しているインパクト企業を 2 社、インパクト上場企業 1 社を取り上げた。第三部では、これらのケーススタディを通じた気づきと論点を述べる。

I. ケーススタディからの気づき及び論点

a. インパクト企業において、事業戦略上、インパクトはどのように位置付けられているのか？

当グループでは、ケーススタディを通じ企業によって「インパクト」の事業における位置付けが 2 タイプに分類可能であると考えに至った。具体的には、以下の形で整理した。

- ・**商品・サービス型**：環境的・社会的課題を解決もしくは改善する商品・サービスを提供している。その結果、商品・サービスが創出するインパクトと売上との連動性が比較的高く、課題解決 / インパクトと売上の連動を踏まえた経営戦略を打ち立て、実行するための組織体制の整備やステークホルダーに対する情報配信を行っている。
- ・**バリューチェーン型**：従来のビジネス慣行等に従った場合に創出するであろう環境的・社会的課題、すなわち自社によって発生する外部不経済の解決もしくは圧倒的な軽減を図り、サプライチェーン等において革新的な取組みを実施している*。その結果、事業とインパクト創出の関係性や連動性が複雑になることが多く、その複雑性を踏まえた組織体制の整備やステークホルダーに対する情報配信を行っている。

*なお、外部不経済を軽減するサプライチェーン等における一般的な取組みとは一線を画すものとする。

例えば、コーセラやアマルガメイテッド・バンクは、それぞれ教育の格差問題や金融サービスへのアクセスに関する問題を商品・サービス自体が解決するビジネスとなっていることから、1 つ目のタイプと整理できる。一方で、バイタル・ファームズは、鶏卵事業として幅広い層に鶏卵という商品を届けながら、その製造過程が持続可能な農業と家畜の人道的な扱いを支援するインパクトを創出しており、既存の鶏卵事業における課題の解決に取り組んでいると整理できる。第二部で取り上げたケースを当グループは以下のとおり整理した。

	会社名
商品・サービス型	Cousera、Amalgamated Bank、カチタス、CureApp
バリューチェーン型	Vital Farms、TBM、All Birds

なお、インパクトの中でも「環境課題の解決」についてはその影響範囲が広範かつ複雑であり、特に気候変動対策は「バリューチェーン型」の取組みが多いと考えられる。一方で、特定地域の異常気象や環境汚染、資源枯渇などの課題はその解決策によっては商品・サービス型の取組みもあり得ると考えられる。

どちらのタイプに該当するかによって、例えばインパクトの経営戦略上の位置付け、KPI の設定や上場前後における投資家との関係性が異なるため、注意が必要である。この点については後述していく。

b. インパクト企業において、どのようにして IMM が実施され、KPI の設定がされているのか？

■ IMM 実施の際のフレームワーク

当グループによる調査では、各社において事業が創出するインパクトを多面的に分析していることが確認できた。

多面的な分析を実施するにあたり、インパクト・マネジメント・プロジェクトによる「インパクトの5次元分析」がインパクト投資家においては、よく活用されている⁵⁴が、当グループが調査した事例調査においては、この規範を活用している会社は見当たらなかった。

この点について、投資家や有識者にインタビューを行ったところ、「インパクトの5次元分析」を事業会社が活用することは望ましいと考えられているがその活用は進んでいないとのコメントが多く聞かれた。

事業会社がインパクトを多面的に分析するにあたってどのような規範やフレームワークを活用するのが良いか？という点について、例えば ISSB や GRI など、事業会社を取り巻くサステナビリティの情報発信を支える基準がグローバルに存在するが、インパクトの分析をするための情報は十分にカバーできているとは言い難いとのコメントが聞かれた。インパクト企業がインパクトの多面的な分析を行うためのツールが整っていないので、今後、事業会社及び投資家における IMM の情報のギャップをどう埋めていくかが注目される。

■ IMM の実施体制

当グループが行った調査によると、インパクト企業における IMM 実施に際し、商品・サービス型のインパクト企業は IMM がビジネスのコアに位置付けられるので、インパクトの創出を CEO や経営企画アジェンダとしてトップ・ダウンに進めながら CFO や IR と連携する形が取られていた。国内のインパクト企業からは、事業をインパクトの観点で見ることができる経営企画側の専門家と、サステナビリティ等の観点も含めた開示の知見がある CFO や IR の専門家が連携していく必要が重要であるとのコメントが聞かれた。

一方で、バリューチェーン型の場合は、ビジネスモデルやサプライチェーン等の工夫を通じたインパクト創出が中心となるため、追加的に検討すべき項目として CFO や IR チームが起点となった検討が中心となっていることが分かった。その、サステナビリティや ESG の観点に加え、事業が創出しているインパクトをどのように表現すべきかを理解している専門家を設置することも効果的であると思われる。

■ KPI の設定

インパクト企業は、インパクト KPI を設定することによって、自社の事業活動がインパクト拡大にどの程度貢献しているのか測ることが求められている。当グループが行った調査では、商品・サービス型企业なのか、バリューチェーン型企业かによってその設定方法が異なることが分かった。

商品・サービス型の場合は、商品・サービスのインパクト創出と売上との連動性が比較的高いため、インパクトの規模が事業規模と連動し、KPI が一致すると考えられていることに特徴がある。

一方で、バリューチェーン型の場合は、ビジネスモデルやサプライチェーンに関する取組は積極的であるものの、事業拡大のコアに位置付けられているわけではないため、インパクト創出を測定する。

54 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（GSG 国内諮問委員会、2021年7月）<https://impactinvestment.jp/news/research/20210701.html>

ための KPI は必ずしも事業拡大と一致していないことが多いことが分かった。特にバリューチェーン型の場合には、インパクトを追求する以上、同社の事業管理の指標としても用いることができる KPI を設定することが今後の課題と考えられる。

上場することで、KPI の設定及び進捗管理はより一層株主から説明が求められることになるので、非上場の段階から十分に検討しておくことが重要であると考えられる。

c. インパクト情報を開示することにどのようなメリットがあるのか？

当グループにおける調査では、インパクト企業が上場に求める意義は、通常の企業と全く変わらなかった。資金調達力や知名度の向上、そしてガバナンス・管理体制の強化が目指されていると考えられる。また、既存の上場制度の変更に関する要望は聞かれなかった。

インパクト企業が上場に対して懸念する点としてよく聞かれるのは、ミッション・ドリフトである⁵⁵。ミッション・ドリフトとは、何らかの理由により、会社が本来掲げていた環境的・社会的課題解決に資する事業ではない事業に会社の資源を割り当てざるを得なくなり、企業の掲げる社会的使命から遠ざかってしまうことをいう。これは、国内外問わず、上場すると、非上場時とは異なり、事業会社は株主を選択することができない。そのため、上場を通じて様々な株主や市場からは利益を求められる中で、インパクト志向が通常の企業活動と比較して利益に直結しないと考える投資家も存在することになる。

この点に着目し、当グループでは、インパクト投資家に対して、「インパクト情報はどのように活用されるのか？インパクト企業によってどのようなメリットがあるのか？」についてヒアリングを行った。その結果、インパクト投資家からは、インパクトに関する情報はインパクト企業のビジネスの根幹を表すものであり、投資先のファンダメンタル分析に活用されるものであるとの説明があった。インパクトがファンダメンタル分析に組み込まれるからと言って、株価算定にポジティブに働くのか、ネガティブに働くのかは当該事業会社のビジネスモデルや経営成績次第ではあるが、インパクトに関する情報が投資判断に活用される可能性があることは明らかである。当グループが分析した海外事例は、非上場時から上場後も一貫して上場時の法定開示書類においてもインパクトの情報開示を行っており、機関投資家が同社の価値を検討するにあたって情報として活用したと考えられる。

d. インパクト企業にとってどのような情報発信、開示が必要か？開示の適切性、インパクトパフォーマンスの評価に係る第三者評価についてどう考えるか？

■ 情報発信戦略

インパクト企業にとって、事業を通じて創出するインパクトとその進捗状況を KPI 等を通じて分かりやすくステークホルダーに伝えておくことは重要である。しかし、前述のように以下の点が当グループの調査で明らかになった。

- 投資家が IMM 実施にあたり活用されている、「インパクトの 5 次元分析や IRIS+ に代表される各種規範、フレームワークが事業会社ではあまり参考とされていないこと
- 現在各種開示基準が開発されているが、インパクトの判断に必要な情報は網羅されていないこと

55 社会的インパクト時代の資本市場のあり方（GSG 国内諮問委員会、2019 年 5 月）<https://impactinvestment.jp/news/research/20190531.html>

これらを踏まえると、事業会社が戦略的な意図や一貫性を持って社内で独自に検討することやインパクト投資家との対話（後述）が重要である。

自社事業のインパクトの位置付けを明確にするためにセオリーオブチェンジやロジックモデルが活用されているケースもあり、参考になると思われる。当グループが行った調査では、ロードショーなど、限られた時間の中でインパクト志向であることを伝える際、ロジックモデルが役に立ったとの意見も聞かれた。海外事例及び日本の一部の事例においては、有価証券届出書、S-1 といった法定開示書類にて事業の説明をする際にインパクトの関連性が記載されていた（詳細は第二部参照）点が印象深い。企業の経営戦略にインパクト創出が位置付けられることから、既存の開示書類に書き込んでいくことが自然と思われる。しかし、どのように書き込んで行けば良いのかを説明したガイドラインは現在存在していない模様である。特に、バリューチェーン型企業の場合には、記載の工夫が必要であり、既存の開示フレームワークを前提に各社の考え方や取組を紹介していることが多く、特別な開示をしている事例は見られなかった。

インパクト投資家からの投資を早期から集めたい場合は、事業性と共にインパクト関連の開示に早期から注力する必要がある。機関投資家からの投資を意識する場合は、一定制度化や集約が進んでいる非財務指標等の開示項目について既存の枠組みに沿って報告し、時系列での比較や他社との比較を容易にすることもポイントになる。

インパクト企業が上場した事例は極めて少ないため、今後、事例が出るたびにケーススタディの知見を蓄積していくことが重要である。

■ 発信媒体

当グループが行った調査では、以下の媒体にインパクトに関する情報開示が行われていた。各社の状況にあわせて様々な媒体にそれぞれインパクトに関連する情報が記載されている。インパクト投資家の目線で見ると、情報を発見しづらい状況はある。

- 有価証券届出書
- 統合報告書
- ロードショーの説明資料のうち、事業概要を説明する資料
- 各社ウェブサイトにおける、サステナビリティについて説明するセクション
- インパクト / ESG / サステナビリティレポート
- アナリストコールなど機関投資家向けの説明会の資料
- 年次報告書

■ 開示の適切性の確保

当グループが調査した事例では、事業会社が公表しているインパクト関連情報やそのパフォーマンスについて、第三者評価を受けているところはなかった。インパクト投資家で実施されている IMM のプロセスについてはインパクト運用原則に基づき検証を受けているところもあるが、日本はまだその数は少ない。前述のとおり、事業会社が IMM の実施については投資家ほど決まったやり方や考え方が確立していない。今後そのような規範やフレームワークが開発、浸透していくことが優先されるべきであり、第三者評価は時期尚早と考えられる。

なお、PBC/B-Corp は、各社によって戦略的な位置づけの強弱がある一方、インパクト実現に向けて好ましい体制 / 評価がそろっていることをアピールする材料になっている可能性はある。

■ ESG 情報

当グループが調査をした全ての事業会社において、程度の差はあれ、ESG の経営判断への活用が積極的に行われていることが開示情報等から確認された。インパクト投資家の視点で見ても、インパクト投資家が IMM を実施する際には、ネガティブ・インパクトの評価を実施するべきであると OPIM 等各種原則では述べられているので、各社の ESG に関する取組みはインパクト投資家にとっても重要であると考えられる。国内外問わず、資産運用会社が全運用資産向けに用いている ESG 評価フレームワークや、個別 ESG 投資ファンド等で採用している ESG 評価手法がすでにある場合、そこから環境・社会へのネガティブ・インパクトに係る評価指標を選択的に抽出し活用し得るとの見解が表明されている⁵⁶。インパクト企業は、既存の ESG 評価の枠組みに沿って経営をし、開示していくことが求められていると考えられる。

当グループが行った調査では、商品・サービス型企业の場合には、ESG とインパクトを区別して情報開示している事例が多かった。インパクト投資家の投資判断時に一般的にはインパクトに加えて ESG の観点も評価しているので、企業はインパクトや ESG を統合して情報開示する選択肢があるものの、その事例が少なかったのは、ESG 投資家の情報のアクセスを容易にするためと思われる。一方でバリューチェーン型企业の場合には、既存のプロセスや市場に埋め込まれた外部不経済や課題を解決するため、事業とインパクト創出の関係性や連動性が複雑になることから、インパクト及び ESG を統合して情報開示しているように見受けられる。

e. インパクト企業の事業成長に向けたエンゲージメントとは？

インパクト企業がインパクト拡大のための企業努力を重ねると共に、インパクト投資家がインパクトの意図を実現させるためには、両者の目的ある対話（エンゲージメント）が極めて重要である。エンゲージメントを実施するにあたっては、投資家・事業会社双方が目指すインパクトや意図を明確にし、議論を通じすり合わせていくことで事業や投資を通じたインパクト創出に対するより多角的で深い理解に到達することができると考えられる。

上場前であれば、発信すべき KPI や、社内の体制等についての助言や対話は投資先にとっても有益と考えられるため、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低減の観点でエンゲージメントが有益であると考えられる。上場後は、投資家が増えることから、上場会社としての発信にインパクトに関する情報をどう組み込み、インパクト志向でない投資家にとっても有益な情報をどのようにバランス良く発信していくかがポイントとなる。非上場の投資家と異なり、上場株式の投資家は必ずしも一社あたりの保有比率が高いわけではないので、非上場の投資家と比べれば投資先に及ぼすことのできる影響力に一定程度限界があるものの、上場株のインパクト投資家が粘り強くエンゲージメント活動を行っていくことで、他の投資家にもインパクトを認識してもらう、といったシグナリング効果も考えられる。

当グループが行った調査では、現状、上場非上場に関わらず、投資家の意図が明確に示されず、議論がすれ違ってしまふことがあるとの意見が事業会社から聞かれた。インパクト企業として十分な情報開示を実施することを前提に、投資家側も意図を持ってエンゲージメントをしていくことが望まれている。

海外では、インパクト投資家による貢献がインパクト創出に資するのか、指標を設定して検証するべきであるという議論⁵⁷があり、今後この流れは日本を含めてグローバルなものになると予想されている。

56 社会的インパクト時代の資本市場のあり方（GSG 国内諮問委員会、2019年5月）<https://impactinvestment.jp/news/research/20190531.html>

57 Investor Contribution in Public and Private Markets (Impact Frontiers, 5/9/2022) <https://impactfrontiers.org/work/investor-contribution-in-public-and-private-markets/>

II. 提言

インパクト企業やインパクト投資家にとって、インパクトの意図の実現が活動の根幹に位置付けられるので、その取組状況を分かりやすくステークホルダーに対して説明することは、とても重要である。企業にとっては、自社がどのようにインパクトを創出し、その結果について整理し対外的に説明することは、インパクト企業としての企業価値をステークホルダーに正確に理解してもらうために行われるものである。ここで留意すべきは、ビジネスに関する情報とインパクトに関する情報は違いに独立したものではなく、インパクトは事業の本質を表すものである。インパクト投資家においても同様のことが言え、インパクト投資戦略やインパクトパフォーマンス等を整理し対外的に説明することは、投資家のインパクトの意図の実現の度合いを表すものである。

以下は、上記の考え方を前提にインパクト企業の上場に関するインパクト企業・インパクト投資家両者の抱える課題の解決に貢献する提言を取りまとめた。

1) 事業会社の活用できる、IMM や情報開示の推進に向けた取組み

- IMM の各種手法や規範、フレームワークは、インパクト投資家向けに発達してきたことから、事業会社の活用は限定的である。第二部で紹介したインパクト企業の事例においても、各社が試行錯誤している様子が見受けられた。そのため、優良なインパクト上場企業を継続的に分析し、そのケーススタディを広く一般に公表していくことで、日本のインパクト企業の道標になることが期待される。
- 当グループが行った国内外の事例調査では、インパクトは企業のビジネスに直結するので、既存の開示制度に則って各社情報を対外的に発信していたケースが多く見られた。情報発信の内容については、インパクト企業、インパクト上場企業がより情報開示をしやすいよう、ガイドラインを取りまとめることが考えられる。ガイドラインを取りまとめるにあたっては、配信媒体別に開示項目を精緻に取り決めたものではなく、インパクト企業が自社の事業成長及びインパクトの創出をどのように投資家に説明するのが良いのか考えるための質問を取りまとめることが現在の日本における市場の成熟度合いに適合していると考えられる。「インパクトの5次元分析」など、インパクト投資家が活用する規範やフレームワークの趣旨を参考にするのが良いと思われる。

インパクト情報開示ガイドラインの質問例

項目	インパクト情報開示の内容
市場環境	• 貴社はどのような社会課題を解決しようとしていますか？その課題はどの程度深刻ですか？ • 世界中で当該課題を解決するための様々な取組が行われている中で、貴社はなぜその課題を解決できますか？
ビジネスモデル	• どのようなステークホルダーに対してどのようなインパクトを創出し、それが貴社ビジネスにどのように結びついていますか？
事業計画	• 貴社のインパクト創出はどのようにしてその取組状況を目標設定し、管理をしていますか？ • インパクト KPI と事業 KPI はどのような関係ですか？
リスク情報	• インパクトの創出にあたってどのようなリスク ⁵⁸ がありますか？

58 インパクト投資家は、9つのインパクトリスクを検討するべきであると言われており、詳細はこちらを参照。 <https://impactfrontiers.org/norms/five-dimensions-of-impact/impact-risk>

- ・情報開示の場としては、国内外の事例調査にあったように、有価証券届出書などの法定開示書類をはじめ、ロードショーの説明資料のうち事業概要を説明する資料、各社ウェブサイト、インパクト /ESG/ サステナビリティレポート、機関投資家向けの説明会の資料、年次報告書、統合報告書などが考えられる。その他にも、東証グロース市場に上場する場合には、継続開示書類の一つである、「事業計画及び成長可能性に関する事項」⁵⁹にて紹介することも考えられる。

2) インパクト企業及びインパクト投資家との対話を促進するための環境整備

- ・第二部で紹介した事例の中には、上場前からインパクト投資家から資金調達を実施し、インパクト投資家からの経営支援を経ている企業、その結果として上場を果たしている企業や複数の上場株ファンドから投資を受けているインパクト上場企業もあった。企業及び投資家間のエンゲージメントは、非上場時から上場後も継続的に実施されることが非常に重要である。
- ・そのためにはインパクト企業がインパクトの意図にあった投資家に出会えることが必要となる。インパクト投資家の視点からも同様に、投資家の掲げるインパクト戦略に合致する投資先を発掘する必要がある。現在は世界には 300 以上のインパクト投資機関があると推計⁶⁰されており、その中で日本のインパクト企業やインパクト上場企業に関心が高いと思われる投資家をリスト化し、企業に活用してもらうことが考えられる。
- ・当グループが行ったインタビューでは、エンゲージメントの有効性を高めるためには、企業及び株主双方が企業の創出するインパクトと事業の関係性に関する深い理解が必要であるとのコメントが聞かれた。例えば、インパクト企業及びインパクト上場企業において、ロジックモデルなどを参考にしながらビジネスとインパクト創出の関係を完結に図示するためのガイドブック作成やセミナーの開催が考えられる。

3) インパクト企業の取組みやインパクトに関する情報を広く市場全体に浸透させるための環境整備

- ・現在のインパクトに関する情報開示の状況を分析すると、各社によってその情報開示の場が様々である。そのため、インパクト投資家が必要な情報を見つけにくい可能性があるため、将来的にはインパクトに関する情報開示を行っている企業を一覧化し、その情報へのアクセスを容易にするプラットフォームを構築することが考えられる。
- ・インパクト上場企業については、インパクトの意図ある企業として、あるいはインパクトに関する情報開示を行っている企業として、テーマ銘柄として取り上げ、その魅力をアピールすることも考えられる。
- ・日本におけるインパクト上場企業数はまだ少なく、企業の上場に関連する業界全体における認知度に限界があり、また知見が溜まっている状況には残念ながらもならない。前述のケーススタディなどの具体的な事例を共有したり、また上場事例を分析することによって得た学びを日本での業界発展に活用されることが期待されている。

59 グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示について（東京証券取引所、2021年2月15日）
<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000005b3jc.pdf>

60 2020 Annual Impact Investor Survey (GIIN、2020年6月11日) <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>

参考資料

各ケースのインパクト 5次元分析

当グループでは、インパクトの5次元分析フレームワークを活用して、各社のインパクト分析をした。

海外事例

	Vital Farms	Cousera	Amalgamated Bank
WHAT	<ul style="list-style-type: none"> 鶏の最適な飼育環境を確保し、倫理的に生産された卵を食卓に届ける 持続可能な農業と家畜の人道的な扱いを支援 	<p>“We envision a world where anyone, anywhere has the power to transform their life through learning”</p> <p>*「Coursera で学んだことでキャリア上のアップサイドがあったか」、が最も関連する具体指標だが、Impact Report では各指標が並列、かつ年によって異なる部分も存在</p>	<ul style="list-style-type: none"> 様々な分野へのインパクトトレーニング、デポジットなどのサービス提供 社員に対しての高い最低賃金 ダイバーシティを重要視、オープンなワーキングカルチャー
WHO	<ul style="list-style-type: none"> 鶏 → 鶏にとって健やかな家畜方法を確立 小規模農家 → 倫理的な家畜方法を通じた商売を促進 消費者 → 栄養価の高い卵製品を提供 / 倫理的に生産された卵製品を消費できる選択肢を提供 	<p>全世界の学習者を対象としているが、レポートでは underserved groups に個別で言及</p> <ul style="list-style-type: none"> 国ごとのユーザー数とその増加率ランキング（途上国が多く含まれる）を掲載 女性のユーザー数を掲載 NPO と連携し、難民や退役軍人、貧困地域向けの個別施策も実施 	<ul style="list-style-type: none"> NPO 法人、財団、民主党をメインとした政治キャンペーン団体 サステナビリティプロジェクトへ必要なローンを求めている商業や個人 Amalgamated Bank の社員
HOW MUCH	<p>インパクト関連指標として連携農家数と1羽あたりの面積を設定</p> <ul style="list-style-type: none"> 連携農家数：225 1羽あたりの面積：108 sqft <p>上記プラクティスで事業運営の結果、約17,250店舗にて販売、5.5M以上の家庭が購入し、米国鶏卵市場の約6%シェアを獲得</p>	<p>9,200万人が登録</p> <ul style="list-style-type: none"> 登録者数は米国、インド、メキシコ、ブラジル、中国、の順番が多い 登録者の年間増加率は、パラグアイ、レバノン、フィリピン、ガイアナ、インドネシアの順番で大きい <p>全体の71%が「Courseraを通じたキャリア上のアップサイドがあった」と回答</p> <ul style="list-style-type: none"> うち、途上国では81%が「あった」と回答 学士を持たないユーザーでも64%が「あった」と回答 	<ul style="list-style-type: none"> 65%以上の融資がAmalgamated Bank定義でのHigh Impactエリアに集中（例：環境保護、労働住宅など） 最低賃金が2017年度の15USD/hourから、2019年には20USD/hourまで上昇 84%の社員が女性が有色人種で、36人中9人のシニア経営者が女性。12人中5人の取締役が女性・有色人種・LGBTQ+
CONTRIBUTION	<p>平飼い鶏卵市場を牽引する企業として、消費者の需要形成や流通量の拡大に寄与</p> <ul style="list-style-type: none"> 米国における平飼い鶏卵市場の75%以上をVital Farmsが占める 	<p>高等教育が発展していない、もしくはアクセスが限定的な地域にとっては無料、かつオンラインでの講座提供はインパクトが大きいと考えられる</p>	<p>主な顧客層であるNPO法人や労働組合、政治団体等は大手銀行等からの金融サービスが十分に受けられておらず、Amalgamated Bankのビジネスモデルを通じ初めて金融サービスを受けられている顧客が多く存在していると考えられる</p>

	Vital Farms	Cousera	Amalgamated Bank
RISK	恒常的な物流・フィードコストの上昇により、平飼い鶏卵の収益が確保できなくなり、事業成長とインパクト拡大が滞ること	途上国へ高等教育を無料、もしくは廉価で提供することを通じユーザーの生活を変えることをインパクトと考えると、特に前者について以下のリスクが考えられる <ul style="list-style-type: none"> 他地域・事業でのマネタイズがうまくいかず、途上国等への無料/廉価提供が持続不可能となる 一方、高等教育が生活水準や経済成長に与える影響は一定の相関が示されており、「サービスを通じたユーザーの生活の変化」が起こらないリスクは相対的に低いと考えられる	預金減少、並びにそれに起因する融資の減少は、インパクト創出に対するリスクとなり得る。

国内事例

	TBM	カチタス	CureApp
WHAT	ESG それぞれの観点で以下のインパクトを価値創造プロセスにて掲げる <u>経済</u> <ul style="list-style-type: none"> 成長性・収益性のある事業の構築 産業・イノベーションの創出 <u>社会</u> <ul style="list-style-type: none"> 被災地や日本国内外での働きがいのある仕事の創出 多様なステークホルダーの連携 <u>環境</u> <ul style="list-style-type: none"> 石油由来プラスチックや水の消費抑制 資源効率の向上と資源循環の促進 温室効果ガスの排出抑制 	同社の ESG レポートでは「ESG マテリアリティの取組」として以下のポイントがまとめられている <ul style="list-style-type: none"> 中古住宅の流通促進による「環境負荷」の軽減 第4の選択肢の提供による「空きや問題」の解決 <ul style="list-style-type: none"> 新築・中古・賃貸に変わる「リフォーム済みの中古再生住宅」という第4の選択肢 地元で暮らす、働くという生活を通じた「地域活性化」の促進 <ul style="list-style-type: none"> アフオーダブルハウジングの観点を含む 	以下の4点を、取り組む社会課題とその解決を通じた価値創造として定義 <ul style="list-style-type: none"> 医療格差→医療格差の是正（全ての人が、地域的な格差なく） 高騰する医療費→医療費適正化への貢献（安心して、持続可能なコストで） 治療空白→医療空白の解消（いつでも、場所・時間の制約なく） 医療の質のばらつき→医療品質の安定化（良質な医療を享受）
WHO	（気候変動・資源再生を主な課題としているため、対象となるステークホルダーは幅広く想定）	6つのステークホルダー（購入客、売却客、仲介会社、施工会社、従業員、株主）に対し提供する価値が整理されている。さらに、「地域活性化の促進」は明確に価値として捉えられており、該当地域/コミュニティの住人もステークホルダーに含まれると考えられる。	<ul style="list-style-type: none"> （中長期では）日本において医療サービスを受ける患者全体 （現状の事業対象は）継続的なケアが必要な疾患を持つ個人や、その診療にあたる医療機関、並びに社員としてもつ企業

	TBM	カチタス	CureApp
HOW MUCH	<p>“TBM Pledge 2030” にて 2 つの目標を掲示</p> <ul style="list-style-type: none"> 2030 年までにカーボンネガティブを実現する 2030 年までに 100 万トンの LIME X とプラスチックを 50 カ国で循環させる <p>また、目標ではないが以下の数値は Vision Book に掲載</p> <ul style="list-style-type: none"> 各工場の生産能力 製品の導入実績 特許取得国数・件数 社員数、女性比率、エンゲージメントスコア 東日本大震災の被災地における現地雇用者数 GHG 排出の回避・抑制量 石油由来バージン樹脂の回避・抑制量 製造時の水利用の回避・抑制量 製品の GHG 排出量 実質 100% 再生可能エネルギーの電力への切り替え実施時期 事業活動における GHG 排出量 (Scope 1~3) 	<p>“WHAT”の各観点に応じ、いくつかの定量的な指標が提示されている。</p> <ul style="list-style-type: none"> 中古住宅の流通促進による「環境負荷」の軽減 <ul style="list-style-type: none"> 新築に比べ同社が手がける物件は、“CO2 排出量が約 1/4”、“木材使用料が約 1/7” 「空き家を再生することで生み出す価値の大きさ」として、売主・買主合わせて 1,600 万円程度と試算、(建て壊し費用の回避、新築に比べた費用削減等) 同様に売主側の相続人数数や、買主の平均居住人数を通じ受益者数も試算 上記を踏まえ、2021 年 3 月期に販売した 6,155 件では経済的インパクトとして 985 億円、受益者の合計人数として 37,545 人へのインパクト創出を試算 第 4 の選択肢の提供による「空き家問題」の解決 地元で暮らす、働くという生活を通じた「地域活性化」の促進 <ul style="list-style-type: none"> 新築住宅に比べ、約半額でリフォーム住宅を提供 (2,842 万円に対し、1,501 万円) また、賃貸と比べても月々の支払いは割安 (50,608 円に対し、42,381 円) <p>* なお、他にも従業員のインパクトに関連して「女性の活躍の促進」に関する指標 (社員比率、管理職比率、継続年数等) も開示している。</p>	<p>中期アウトカムとして、課題・インパクトごとに以下の指標を設定 (具体数値は未発表)</p> <ol style="list-style-type: none"> 治療効果を受取る患者数 (新たな治療効果の発現) 既存治療等と比較した場合の医療費適正化額 (費用対効果の高い治療) APS を通じ提供される治療用アプリ・予定パイプライン数 (医療空白の解消) 全国の医療機関における APS の導入数 (地域間医療格差の解消) <p>* APS = App Prescription Service</p>
CONTRIBUTION	<p>資源に乏しい日本や内陸国でも自給自足可能な資源を用いた新素材の開発・製造・販売を通じた石油由来プラスチック使用や印刷媒体製造時の水利用の抑制は、TBM が LIMEX を開発しなければ実現しなかったと考えられる。</p>	<p>中古住宅売買再生事業において国内トップのスケールを築いており、空き家問題の解決に向けて役割を果たしているといえる。</p> <ul style="list-style-type: none"> 空き家を対象とした中古住宅再生事業は他にも存在 しかし、カチタスグループ全体で第 2 位の事業者 (戸建市場) の約 13.6 倍の規模であり、マーケットリーダーとして市場をけん引しインパクトを創出していると言える 	<p>この治療アプリがなければ、特に「治療空白の解消」の実現はなかったと考えられる</p> <ul style="list-style-type: none"> 他の点にも寄与しているが、他の手段では特に解決が難しいのは「治療空白」の課題とインパクトであると考えられる

	TBM	カチタス	CureApp
RISK	<p>LIMEX の製造や、CirculeX 事業におけるコストが想定を上回り、その製品や事業の採算が取れなくなる可能性</p> <ul style="list-style-type: none"> 量産品の側面があると推測されるため、一定の規模や効率化が図られなければ採算が取れない可能性 	<p>日本の中古住宅市場の構造的課題を解決する事業であり、環境としては人口動態や世の中の物件のストックという比較的マクロでは安定した・見通しの立つ要因の影響が大きい。</p> <p>一方で、政府の施策を活かしている、不動産 / 住宅価格という一定変化のある要因にも左右される面もあり、それが事業の収益性を変化させるリスクは存在</p> <ul style="list-style-type: none"> 他現状は買取再販住宅の不動産取得税の軽減措置等が存在 <p>また、中古住宅へのニーズが減退する、というリスクも考え得るが、ここ 20 年ほどはむしろ中古住宅への選好が増えていることが開示資料等で示されており、現時点ではリスクは高くないと考えられる。</p>	<p>「治療アプリ」の治療効果が、期待されていたものを下回る可能性</p> <ul style="list-style-type: none"> 現状では効果が認められ保険認定を受けており、アウトカムを医学論文の形でも複数発表しているため、少なくとも発表しているサービスについてはリスクは低いと言える

インタビュー先一覧

ご協力いただきましてありがとうございました。

新生企業投資株式会社	黄春梅様、高塚清佳様
りそなアセットマネジメント株式会社	松原稔様、羽生雄一郎様
株式会社 TBM	羽鳥徳郎様、石井祐介様
株式会社 CureApp	久納裕治様、西岡勇太様、大目菜々子様
株式会社カチタス	横田明久様、金誠智様
GLIN Impact Capital 有限責任事業組合	中村 将人様、秦雅弘様、才木貞治様
三菱 UFJ 信託銀行株式会社	加藤正裕様
Impact Frontiers	Mike McCreless 様
株式会社東京証券取引所	小沼泰之様、松尾琢己様、永田秀俊様



インパクト企業の上場 コンセプトペーパー

発行日

2022年7月

発行者

GSG国内諮問委員会

執筆・調査

インパクト企業の上場 コンセプト検討グループ

工藤七子、須藤奈応、上西雄太、加瀬彩乃、犬丸裕太

本報告書の著作権は、GSG国内諮問委員会に帰属します。
本報告書の内容を許可なく編集・複製、掲載・転載を行うことを禁じます。