

未上場から始める成長支援 — 資本市場と社会的インパクト創出の接続

日本の資本市場の構造課題と、XIF立ち上げの狙い

当社は、スタートアップが上場後も持続的に成長し、資本市場から正当に評価されるためには、「未上場段階からの準備」が不可欠であるとの認識のもと、2024年スタートアップ投資室を新設しました。また、同年12月、UntroD Capital Japan社との協業により「クロスオーバー・インパクト・ファンド(以下、「XIF」)」の運用を開始しています。上場はゴールではなく、上場後に求められる成長戦略の説明力、情報開示、投資家との対話、そしてガバナンス体制を、上場前から計画的に整えていく必要がある——これが当社の基本的な考え方です。

2025年東京証券取引所は、グロース市場を通じて高い成長を目指すスタートアップを活用し、投資者にとって魅力ある市場として機能するための施策を推進しました。背景には、上場後の時価総額が上場時から10倍以上に成長した企業が全体の5%に留まるなど、日本経済を牽引するようなスタートアップの輩出ができていない^{*}という問題意識があります。機関投資家の投資対象となり得る規模への早期成長を促すとともに、企業間のM&Aや起業家の次なる創業などを促進する観点から、グロース市場の上場維持基準が引き上げられ、上場10年経過後の基準は40億円から、5年経過後は100億円以上となりました。上場承認基準に変更はないものの、上場時点で「上場後も高い成長を継続し、資本市場から適切に評価される企業であるか」がこれまで以上に厳しく問われるようになったと受け止めています。

このような環境変化に照らして、当社が以前より掲げて

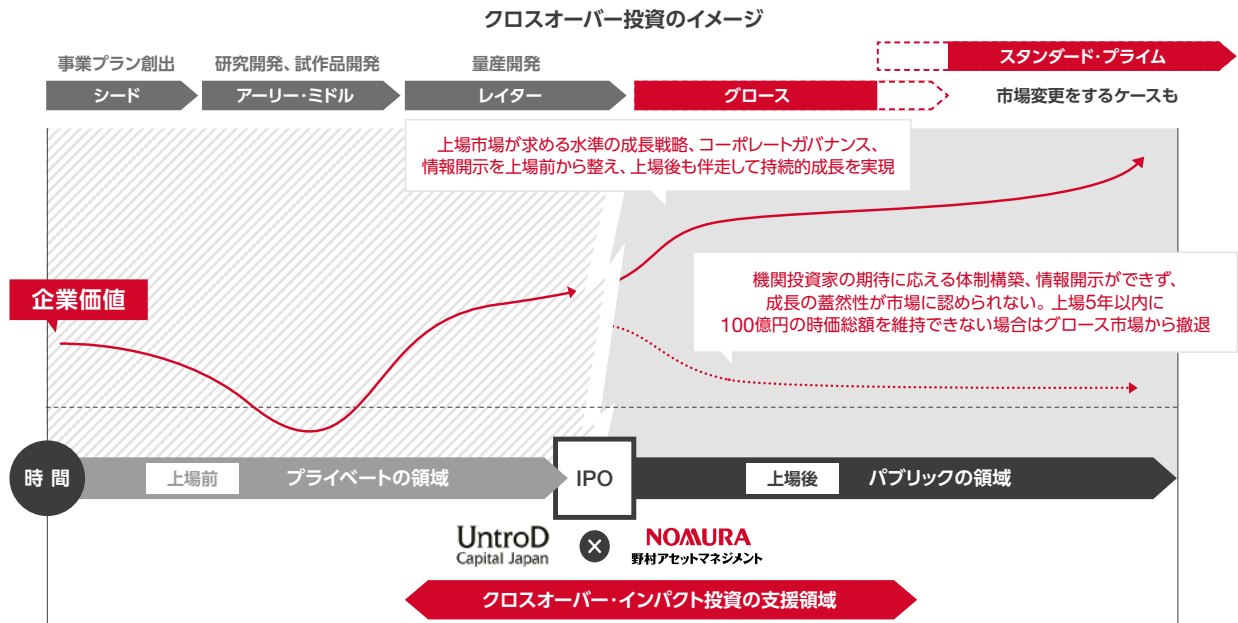
きた「上場前後を分断せず、求められる成長水準やガバナンス等を未上場段階から整える」というアプローチが、より重要性を増していると改めて認識しています。上場後に成長支援が得られにくい悪循環を回避し、リスクマネーが循環する市場構造を実現するうえで、上場前からの準備と、上場後も継続する支援の重要性は一層高まっています。

開始から1年間の進捗 インパクトを「語り」から 「企業価値に反映される実務」へ

XIFを始動してからの1年間で最も重視したのは、社会的インパクトを「良い話」として語るだけで終わらず、将来の

成長と企業価値に結びつく「実務の型」として企業側に実装することでした。私たちが整理したリターン創出の筋道は、
 ① 社会課題を解決することで市場が拡大し、事業が成長する、
 ② IPO前からIPO後まで機関投資家が長期で支援し、ガバナンス・開示・戦略実行を後押しして価値向上につなげる、
 ③ インパクトを可視化してエクイティ・ストーリーを強化し、将来キャッシュフローの蓋然性を高めることで評価(バリュエーション)の底上げを狙う、という三点です。

具体的には、投資検討、投資後のエンゲージメントにおいて「インパクトの可視化」と「ロジックモデルの作成」を中核に据えました。ロジックモデルとは、社会課題、受益者、提供価値、普及ドライバー、事業KPI、財務KPIの関係を体系



^{*}東京証券取引所 市場区分の見直しに関するフォローアップ第20回 資料4「グロース市場における今後の対応」
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/um3qrc000000t58p.pdf>

未上場から始める成長支援 — 資本市場と社会的インパクト創出の接続

的に整理したものです。従来のロジックモデルは、自社が主体的に取り組める社会課題を特定し、企業の事業活動と経営活動を通じてその課題に取り組むことで「社会的価値」（外部性）がどのような経路で創出されるのか、また、その取り組みは社会的にどれほどの財務価値となるのかを図式することが一般的です（右図A）。一方で、多くの場合、社会的インパクトの創出が自社の将来の財務価値にどのように結びつか、また取り組みによって増加した非財務資本（人的資本、ブランド、技術、信頼性など）が中長期的財務価値をどう増加させるかまでを十分には捉え切れていません（右図B）。当社は、定量的にインパクトを可視化し、それをロジックモデルと組み合わせることで、社会的価値（外部性）と企業の中長期的な財務価値（内部性）を結びつけることが可能になると考えています。これにより、将来のリスクや新たなビジネスチャンス幅広く把握できるようになり、経営判断の精度が高められます。また、投資家にとっても、企業の取り組みが社会課題の解決に資するものかを評価できるとともに、将来の企業価値を認識する手助けとなります。

例えば、ある企業では、技術の優位性は説明できる一方、「その技術が解決しうる社会課題がどれほど大きな市場になるのか」を投資家が具体的に想像できないことが課題でした。そこで、① 誰が主たる受益者で、② 何がどう改善され、③ 普及は何によって加速するのか（規制、コスト構造、代替困難性など）、④ 結果として市場規模と顧客数がどう積み上がるのか、という順序で説明を再構成するよう助言しました。併せて、短中期（例：2030年）と長期（例：2040年）の時間軸を分け、海外展開や提携、M&Aを含む選択肢を整理するよう依頼しました。さらに、ビジネスモデルが複数の可能性

を残したままだと市場評価が定まらないため、「上場時にどの規模の時価総額を狙うのか」から逆算し、どのモデルに収れんさせるべきか、転換が必要なら何を変えるか（販売体制、価格、プロダクト構成、資本政策）を整理しました。上場後に機関投資家と対話できる体制づくりにも取り組んでいます。経営陣には、企業の存在意義（パーパス）と目指す社会像（ビジョン）、取り組む社会課題、創業からの現在地、そして長期のビジネスの完成形（どの市場で、どの収益構造をつくり、どれほどの規模を狙うのか）が明確に伝わるよう整理を依頼しました。また、CFOとは、上場の意義、資金使途、事業KPIとマイルストーン、資本コストと目標ROE、投資と調達（上場後の追加調達を含む）を整理し、成長の蓋然性を財務面から説明するよう協議しました。加えて、取締役会の役割定義、必要スキル、社外取締役の補強、指名・報酬を含むガバナンス設計、人的資本（採用計画・リテンション・スキルポートフォリオ）まで、上場後の評価軸に耐える準備を前倒しで進めるべく取り組んでいます。

この1年間の手応えは明確です。インパクトを「理念」ではなく「経営戦略と開示の中核」に据え、KPIのデータ収集と開示準備まで型化することで、投資家は将来のキャッシュフロー実現性をより明確に把握でき、企業は意思決定を迅速化できます。クロスオーバー投資の最大の価値は、IPOをゴールとせず、上場後の評価・対話・資本市場での成長までを見据えて、上場前から経営を長期目線へと転換できる点にあります。今後は、未上場と上場後で変わりがちな企業価値評価をシームレスにつなぐ方法論と、インパクトを市場に評価させるIRの実装をさらに磨き込み、日本の健全な資本市場の底上げに貢献していきます。

資本市場とインパクトを接続するフレームワーク

