

スタートアップファイナンスにおける インパクト投資の可能性

株式会社 野村総合研究所 金融コンサルティング部
シニアコンサルタント 白石 勇太郎

株式会社 野村総合研究所 サステナビリティ事業コンサルティング部
コンサルタント 真上 真歩



1 スタートアップエコシステムにおけるファイナンスの課題

政府は2022年を「スタートアップ創出元年」と位置づけ、スタートアップの支援をさらに強化する方針を打ち出しているなど、スタートアップのさらなる成長が日本の大きな課題になっている。

これまでユニコーン（時価総額10億USドルを超えるスタートアップ）が少なかった日本において、スタートアップの成長を加速させるためには、スタートアップエコシステム全体の活性化を図る必要がある。その中で、スタートアップファイナンスの拡充は重要な課題の一つとなっており、スタートアップは適切なタイミング・手法で必要な金額の資金調達を実行していくことが重要である。そのためには、多様な投資家と資金調達手段が存在し、スタートアップへの潤沢な資金供給が行われている環境が望ましい。

しかしながら、スタートアップ先進国の米国と比べると、日本のスタートアップへの資金供給量は依然として限定的である。加えて、日本では、一般的にはベンチャーキャピタル（VC）からのエクイティによる調達が主となっており、スタートアップが多種多様な投資家・資金調達手段にアクセスすることができているとは言い難い状況である。

そのような中で、スタートアップ投資において、社会課題解決とファイナンスを結びつけて投資を行う「インパクト投資」の存在感が増している。イン

パクト投資は社会的・環境的インパクトと経済的価値を両立させる投資手法であり、スタートアップにとっては、社会課題解決を重視する新たな資金の出し手にアクセスするとともに、経営にサステナビリティの観点を取り込み、中長期的に企業価値を向上させる手法として期待される。

本稿では、インパクト投資の概念と、スタートアップファイナンスにおけるインパクト投資のメリットや萌芽（ほうが）事例を紹介し、さらなる拡大に向けた方向性を提言する。

2 インパクト投資とは何か

1) インパクト投資の定義

インパクト投資は「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的および環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資行動」と定義されている^{*1}。すなわち、インパクト投資は、社会的・環境的インパクトだけではなく、同時に企業価値向上といった財務的リターンについても追求する点が大きな特徴である。

また、インパクト投資に関わる国際的な運用指針の整備が進んでいる。昨今、ESG投資において、

※1 The Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会 (<https://impactinvestment.jp/index.html>)

図表 1 サステナブル投資におけるインパクト投資の位置づけ

		ESG投資			インパクト投資		
		一般的な投資 (ネガティブスクリーン)		(ポジティブスクリーン)		一般的な寄付	
		Financial Only	Responsible	Sustainable	Impact		Impact Only
投資スタイル	市場競争力のある財務的リターンを創出可能な案件への投資	環境・社会・ガバナンスへの配慮・リスクの緩和を念頭に置いた投資・資金提供		環境・社会・ガバナンスへの取り組みに積極的な案件への投資・資金提供		社会的課題解決を目的とし、社会的インパクトが把握可能な案件への投資・資金提供	
					市場競争力のある財務的リターンあり	マーケットレートよりも低い財務的リターン	財務的リターンの意図なし社会的インパクトのみ
リターンの考え方							
概要	<ul style="list-style-type: none"> 財務的リターンを意図する従来型の投資スタイル 環境・社会・ガバナンスに対する積極的な関心はない 	<ul style="list-style-type: none"> 財務面からだけでなく、企業価値を毀損(きそん)しない観点から、環境・社会・ガバナンスに対する配慮やリスク緩和を念頭に置いた投資スタイル 	<ul style="list-style-type: none"> 価値上昇の観点から、環境・社会・ガバナンスを重視する投資スタイル 	<ul style="list-style-type: none"> 投資家に対して市場競争力のある財務的リターンを生みながら、社会的リターンを同時に提供する 	<ul style="list-style-type: none"> 財務的リターンを生みながら、社会的リターンも同時に提供する 財務的リターンは一般的なマーケットレートを下回る場合もある 	<ul style="list-style-type: none"> 財務的リターンを生みながら、社会的リターンも同時に提供する 財務的リターンは一般的なマーケットレート以下である 	<ul style="list-style-type: none"> 社会的課題解決を支える。投資家に対する財務的リターンは目的としない

出所) GSG 国内諮問委員会「インパクト投資拡大に向けた提言書 2019」より NRI 作成

ESG (環境・社会・ガバナンス) への配慮をうたうものの、実際の行動が伴っていない投資家 (ウオッシュ投資家) の存在が課題となっている。インパクト投資においても、同様の「インパクトウオッシュ」が拡大するにつれて課題として指摘されてきた。インパクト投資を推進する投資家や団体は、インパクトウオッシュに対抗すべく運用指針の整備を進め、2019 年には国際金融公社 (IFC) がインパクト投資運用原則を定めた。運用原則においては、投資家に対して「運用原則との整合状況の開示をするとともに、整合状況について、独立した検証を定期的実施すること」を求めており、インパクトウオッシュへの強い警戒感が反映されたものとなっている。現在、運用原則はインパクト投資運用指針のグローバルスタンダードとなっており、2021 年 12 月時点で、149 機関が署名している。

2) インパクト投資の運用手法

運用原則にのっとり、インパクト投資を運用していくうえで一般的に用いられるプロセスとして、インパクト測定・マネジメント (IMM : Impact Measurement & Management) がある。IMM は、インパクト投資を行う際に、インパクトを測定・管理・報告し、そのサイクルをインパクトの改善に生かしていく一連のプロセスを指す。インパクト投資の肝はまさに IMM を実施することであるとの有識者の声もあり、IMM はインパクト投資が信頼性の高いサステナブル投資手法として拡大していくことに大きく貢献している。

IMM は大きく四つのプロセスに分かれている (図表 2)。はじめに「①投資戦略の策定」を通じて、ファンドとしてどのような社会課題ならびにインパクトテーマと向き合い、どのようなインパクトを期待するのかを明確にする。そして「②ファンドの組成・ストラクチャリング」を行い、投資行動がインパクト

図表 2 IMM のプロセス

	プロセス	プロセス概要
投資戦略の策定	インパクトテーマ・ゴールの設定	どのような社会課題に向き合い、どのような課題を目指すのかを明らかにする
	財務的リターンとインパクトの優先度決定	財務的リターンとインパクトを両立させたいうえで、どちらを優先させるかを決定する
ファンドの組成・ストラクチャリング	事業のアウトカムの特定	ロジックモデル等を活用し、事業活動がどのようにインパクトを創出するかを特定する
	創出するインパクトを多面的に分析	「インパクトの五つの基本要素」に基づき、どのようなインパクトを誰にどの程度生み出し、アウトカムにどの程度貢献し、アウトカム実現にどの程度不確実性があるのかを分析
	インパクト指標を設定	GIIN ^{注1} のIRIS+ ^{注2} 等を活用し、インパクトの基本要素を表す指標を設定
	インパクトKPIを設定	指標の中で重要なものをインパクトKPIとして設定
モニタリング・エンゲージメント	モニタリングの実施	インパクト指標の達成状況を定期的に確認
	エンゲージメントの実施	投資先のインパクト創出を最大化するためにエンゲージメントを行う
売却判断	売却判断	投資先のインパクト創出を継続できるようなエグジット先を選定
	最終投資家への報告	インパクトパフォーマンスを投資家に報告する

注 1) GIIN (Global Impact Investing Network) はインパクト投資の活性化を目的に投資家により創設されたグローバルなネットワーク
 注 2) GIIN が 2019 年 5 月に公開した投資家向けのインパクト測定ツールでインパクト指標集が含まれている
 出所) 須藤奈応『インパクト投資入門』日経 BP 日本経済新聞出版本部 (2021 年 11 月) より NRI 作成

ト創出につながるロジックを整理し、インパクトを測定する際に用いる重要業績評価指標 (KPI) を整理する。さらに、投資期間中には、投資先企業に対して「③モニタリングとエンゲージメント」を行うことで、創出するインパクトの最大化を目指す。また、投資先企業の株式の「④売却判断」を行う際は、インパクト創出が継続されるようなエグジット先を選定する。

IMM は、インパクト投資を行う際の共通的な投資フレームワークの役割を担うのみならず、投資先企業とインパクト投資家が共通言語で会話することができるツールとしての役割も担っている。

3) インパクト投資の現状

昨今、インパクト投資の運用額は世界、日本共に大きく拡大している。世界全体では、継続的に成長トレンドにあり、運用残高は 2020 年時点で 7,150 億 US ドルと推計されている。日本でも 2018 年ごろから運用残高が大きく増加しており、2020 年時点で運用残高が 5,126 億円あるとされている (図表 3)。

実際、スタートアップヘインパクト投資を行うファンドや機関投資家も 2017 年ごろから登場しており、継続的に増加している。他方で運用規模が 100 億円未満のファンドも多く、今後、運用規模の拡大が期待されるところである。

このように、日本のスタートアップ投資におけるインパクト投資は、現在勃興期であるといえる。

3 スタートアップにとってのインパクト投資

社会的・環境的インパクトと財務的リターンを同時に追求するインパクト投資を受け入れることは、スタートアップにとっても多くの便益をもたらすと考えられる。

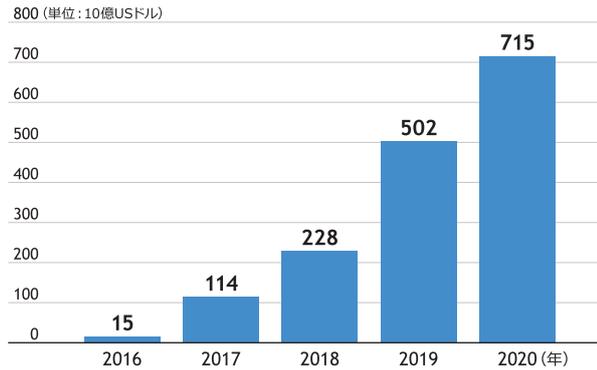
1) スタートアップにとってのメリット

(1) サステナビリティに関する取り組みの推進

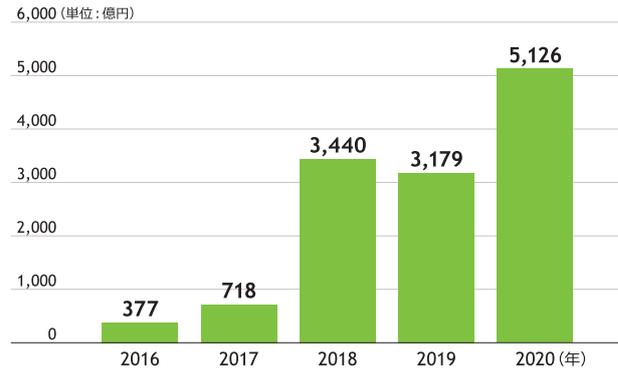
インパクト投資の受け入れでは、スタートアップは投資家との間で自社が創出するインパクトに関する対話が求められる。その中でスタートアップに

図表3 インパクト投資の運用残高

世界のインパクト投資運用残高



日本のインパクト投資運用残高



出所) GIIN「2020 Annual Impact Investor Survey」、GSG 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状と課題- 2020年度調査-」よりNRI作成

図表4 スタートアップへインパクト投資を行う日本の投資家例

分類	ファンド運用者	名称	組成年/開始年	運用規模	投資分野
ベンチャー キャピタル/ プライベート エクイティ ファンド	新生企業投資	日本インパクト投資1号	2017年	5億円	国内の子育て関連
		日本インパクト投資2号	2019年	36億円	仕事と子育て・介護の両立など新しい働き方を提案する企業
	環境エネルギー投資	EEI4号ファンド	2018年	152億円	エネルギー産業の構造転換、資源の有効活用、スマート化関連分野の企業
	リアルテックファンド	リアルテックファンド3号	2020年	100億円	地球の課題を解決する研究開発型企業
	鎌倉投信	創発の蒼(つばみ)1号	2021年	最大25億円	プラットフォーム構築を基本戦略とする、ビジネスエコシステムの形成に取り組む企業
機関投資家	第一生命	-	2017年	約450億円 ^注	先端技術によりQOL向上や医療費削減を可能にする企業

注) 上場株式、未上場株式、ファンド等を対象としたインパクト投資の金額

出所) 各社公開情報よりNRI作成

としては、自社が解くべき社会課題への深い洞察を通じてサステナビリティに関する取り組みを加速させることが期待される。たとえば、IMMにおけるアウトカムを特定するプロセスは、具体的にどのような取り組みがサステナビリティの実現に結びつくかを明らかにする。また、投資家からインパクト指標の管理などのエンゲージメントを受けることは、スタートアップが継続的にサステナビリティの課題に取り組むインセンティブとなる。

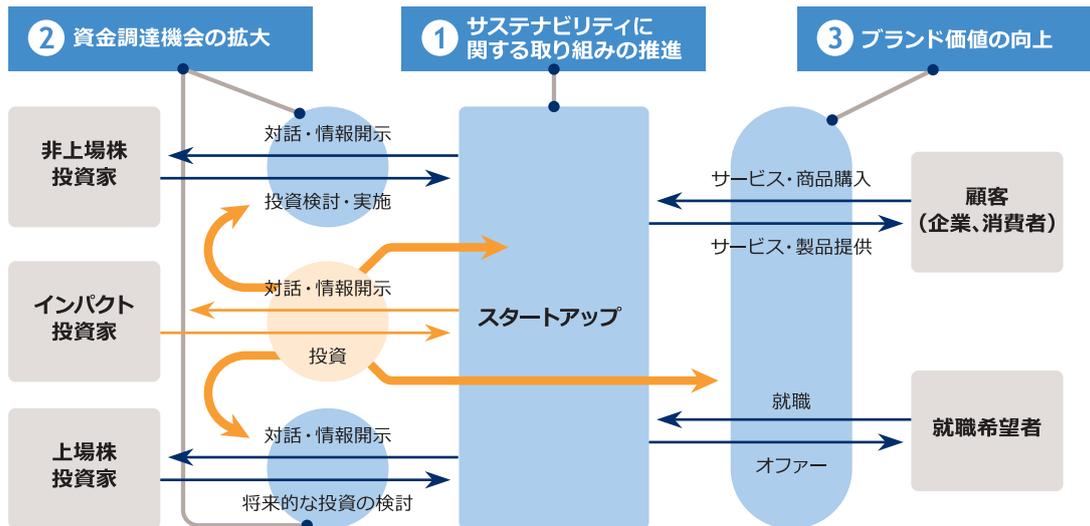
(2) 資金調達機会の拡大

典型的には、VCは財務的リターン、事業会社は事業シナジー等を期待してスタートアップ投資を行

う。他方で、インパクト投資家は、財務的リターンに加えて、スタートアップの事業から創出される社会的・環境的インパクトを重視する。インパクト投資を受け入れることができれば、中長期的な社会課題解決に資するインパクトを創出し、持続的に成長しつづけるという評価につながり、その結果、さまざまな投資家からの資金調達機会の拡大が期待される。

また、昨今、上場企業と投資家との間で、サステナビリティに関する対話の重要性が増している。スタートアップは、未上場時にインパクト投資を受け入れて自社が重視する社会的・環境的インパクトを明確にしておけば、上場時にはサステナビリティに

図表5 スタートアップがインパクト投資を受け入れることのメリット



出所) NRI 作成

関わる投資家との対話が円滑化され、新たな資金調達につながる可能性がある。

(3) インパクト重視企業としてのブランド価値の向上

インパクト投資を受け入れることは、自社が社会・環境に与えるインパクトを重視した事業活動を行っていることを、投資家のみならず幅広いステークホルダーへ発信する機会となる。インパクト重視のIR活動を実施することで、サステナビリティ実現への意識が高い消費者や従業員に対するブランド価値が向上し、短期的な売り上げ向上のみならず、中長期的な人材獲得や販路拡大に寄与することが期待される。実際に、サステナビリティやESGへの取り組みを強化したスタートアップからは、自社の業績拡大のみならず、人材の採用や定着化に効果があったとの声が上がっている^{※2}。

2) インパクト投資を受け入れて成長するスタートアップの萌芽事例：ユニファ

インパクト投資を受け入れて成長するスタートアップの萌芽事例として、インパクトスタートアップ

協会の設立メンバーでもあるユニファを紹介したい。ユニファは、保育や子育てに関するソフトウェアサービスの開発・提供事業を展開する企業で、2013年の創業以来、保育士の労働環境改善といった社会課題をテーマとして取り組んでいる。

2017年の資金調達にて、インパクト投資ファンドである新生企業投資の「子育て支援ファンド」を通じ、初めてインパクト投資の受け入れを行った。ユニファと新生企業投資は、共同で社会的インパクトを評価するためのロジックモデルを構築し、ユニファの事業が社会に与える効果を測定してきた。また、ユニファはインパクト投資家等とのディスカッションの下、2020年にパーパス・バリュー、2022

※2 ESGファンドのMPower Partnersとボストンコンサルティンググループが共同で2022年9月に公表した「ESG×スタートアップ レポート」では、ESGへの取り組みを行った93%のスタートアップが、実質的な効果を得たと回答している。特に、従業員の定着化や採用の促進といった人事戦略への貢献を感じたスタートアップが多いとの結果が提示されている

年にマテリアリティを公開し、サステナビリティを経営のコアとする活動を推進している。

これらの活動を通じて、インパクト創出に取り組むスタートアップとしてユニファの評価が高まり、2019年以降の資金調達において、新たに国内外のインパクト投資家やESG投資家からの資金調達に成功している。また、投資家層の拡大に加え、既存社員のエンゲージメントの向上や、新たな人材獲得にもつながったとされている。

現在、ユニファの企業評価額は2021年7月時点で約170億円^{※3}に達している。また、ユニファは、2022年10月に発足したインパクトスタートアップ協会の幹事会社となった。インパクト投資の受け入れをてことして企業価値の向上とインパクト創出を成し遂げている好事例といえるだろう。

4 スタートアップへのインパクト投資拡大に求められる方向性

1) スタートアップ単体で対処すべき課題と対応策

インパクト投資の受け入れをてことして成長しているスタートアップが登場し始めている一方で、スタートアップがインパクト投資を受け入れるうえでは課題も存在する。

最も大きな課題は、人的・資金的なリソースにおける制約である。スタートアップは事業拡大にリソース配分が優先されるため、サステナビリティの取り組みにリソースを割くことに対する社内の合意形成が難しいことが多い。また、インパクト投資を受け入れる場合には、通常の投資家を実施するデューデリジェンスに加えて、事業が創出するインパクトに関して追加的な対応が求められることが一般的である。

このようなリソース制約という高いハードルを乗

り越えるためにスタートアップが取るべき対応策として、次の二つが考えられる。

(1) インパクト投資受け入れに関連する取り組み重要性の社内浸透

インパクト投資受け入れ時のインパクト測定や可視化は短期的にコスト負担・作業負担が必要となるため、それらの取り組みを実施するための社内合意形成が難しいケースがある。その場合、スタートアップは、インパクト投資における投資家との対話が、単なる投資家への情報開示ではなく、自社自身に便益をもたらす活動であることを社内に浸透させる必要がある。

例えば、インパクト投資の受け入れを検討する経営者や財務担当者は、サステナビリティの取り組みのメリットを丁寧に社内説明するとともに、それらの取り組みが短期的・中長期的に企業価値向上やブランド力向上等につながることを議論・認識するための機会を設けていく必要がある。社内での対話を通じて、インパクト投資を受け入れることの合意形成を図る対策が求められる。

(2) 成長ステージに応じたインパクト投資概念の織り込み

スタートアップには人的・資金的リソースの制約があり、成長ステージの早い段階からインパクト投資関連のタスクをフルスペックで実施するのは難しいのが実態である。このため、スタートアップは、自社の事業やリソースの状況を鑑みて、成長ステージに合わせて積極的かつ柔軟にインパクト投資に向き合うことが求められる。

※3 INITIALによる推計 (<https://initial.inc/companies/A-16733>)

経済産業省が2022年4月に公表した「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイドランス」では、成長ステージごとのインパクト投資への向き合い方に関する方向性が示されている。

まず、ミドルステージ以前等、まだ事業が確立しておらず、事業成長が喫緊の課題となるフェーズでは、必ずしも自社事業が創出するインパクトのロジックを説明できる必要はなく、自社事業をどのような社会課題解決につなげたいのかを明確化しておくことが重要であるとしている。一方で、事業が確立され、企業規模が大きくなったレイトーステージにおいては、自社事業が社会課題に及ぼすインパクトの指標の明確化が求められる。また、インパクト指標やそれにひもづくKPIを測定・把握するための体制の整備も必要となる。さらに上場後は、企業自身がIMMを実行することで、本業の競争優位性とインパクトを結びつけていくことが重要となっている。

2) スタートアップ、投資家、支援者などエコシステム全体で対処する課題と対応策

スタートアップへのインパクト投資は勃興期であり、投資規模は小さく、また日本ではインパクト投資を担える投資家はまだ少ないのが現状である。ファンドへ資金拠出を行う投資家もインパクト投資への理解が低く、インパクト投資ファンドに資金拠出することのメリットに対する認識が浸透していない。

このようにインパクト投資の拡大に向けては、スタートアップのみならず投資家も課題を抱えており、エコシステム全体による支援として、次のような方向性が考えられる。

(1) 資金・人材等での支援

海外では、スタートアップのみならず、投資家の人材・資金不足を解決するため、エコシステム全体で支援を行う動きがある。

シンガポールでは、政府がインパクト投資への資金流入を先導し、エコシステムの形成を支援している。シンガポールの政府系ファンドであるテマセクは関連団体を通じて、2019年にインパクト投資に特化したプライベートエクイティ（PE）ファンドである「ABCワールド・アジア」を3億USドルの運用資産残高（AuM）で組成した。2022年9月時点で、既に1億9,400万USドルの投資を実施したと公表している。また、2022年には、シンガポールを含むアジアにおけるインパクト投資の拡大を目的に、民間資本のインパクト投資の知見獲得と実践を促進することを目指して活動する「Centre for Impact Investing and Practices (CIIP)」を立ち上げた。

このような動きは、インパクト投資への資金流入のみならず、インパクト投資エコシステムを構成する投資家やスタートアップの育成につながることで期待される。

(2) ベストプラクティスの蓄積

今後、インパクト投資を受け入れるスタートアップを増加させ、インパクト投資を行う投資家層にさらに厚みを持たせるためには、スタートアップがインパクト投資を通じて企業成長を成し遂げたというベストプラクティスの蓄積とエコシステムへの共有が不可欠である。インパクト投資を実施している投資家や、投資を受け入れている企業が、ファンド期間が終了した段階でどのような成長を遂げ、どのようなインパクトを創出したのか、積極的に外部に開示していくことが求められる。また、各投資家や企

業の取り組みを集約・整理し、ベストプラクティスとして公表することにより、スタートアップへのインパクト投資の具体的な便益が広く知られることが期待される。

5 おわりに

本稿では、勃興期である日本のスタートアップファイナンスにおけるインパクト投資の現状と、拡大していくための方向性を整理した。社会課題解決への感度が高まっている潮流の中で、サステナビリティ実現と財務的リターン獲得の双方を企図するインパクト投資は、スタートアップ・投資家双方のニーズを満たす新たな資金調達手段としての役割を果たすことが期待されている。また、インパクト投資の拡大を支援していくことは、サステナビリティの実現およびスタートアップエコシステムの活性化という、日本の抱える重要課題を解決するための一つの現実的な方向性になることを示唆している。本稿がスタートアップファイナンスにおけるインパクト投資のさらなる拡大の一助となれば幸いである。

●…… 筆者
白石 勇太郎 (しらいし ゆうたろう)
株式会社 野村総合研究所
金融コンサルティング部
シニアコンサルタント
専門は、コーポレートファイナンス、
事業戦略立案など
E-mail: y4-shiraishi@nri.co.jp

●…… 筆者
真上 真歩 (まがみ まほ)
株式会社 野村総合研究所
サステナビリティ事業コンサルティング部
コンサルタント
専門は、サステナブルファイナンス、
脱炭素など
E-mail: m-magami@nri.co.jp