

# インパクト投資が拡張するベンチャー投資のフロンティア

NRI インド グローバルナレッジセンター  
マネージャー 渡邊 大

株式会社 野村総合研究所 社会システムコンサルティング部  
グループマネージャー 磯崎 彦次郎



## 1 はじめに～インパクト投資の重要な役割が日本で見落とされている可能性

近年日本でもインパクト投資<sup>\*1</sup>への注目が集まり、その概念が世の中に浸透しつつある。インパクト投資の父と称される Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 会長ロナルド・コーエン卿は、著書『On Impact』において「従来の市場経済は、金銭的な価値を一義に求めるインセンティブを、事業体、投資家に付与したため、地球温暖化や、経済格差などの外部不経済をもたらした」と指摘した。インパクト投資は社会的インパクトの創出と、金銭的リターンの両立を目指すものであり、測定の手法が体系化され普及することで、外部経済の内部化につながるとしている。

このように、インパクト投資は投資リターンの二元化という点で注目されることが多い。しかし、インパクト投資は、実は米国において新興技術への投資の呼び水となり、イノベーション創出に寄与してきたという歴史がある。本稿では、米国における事例の分析を行い、日本における、インパクト投資の今後のあり方について提言する。

## 2 インパクト投資の広がりとは原点回帰の動き

### 1) 資産クラスの広がりとは、さまざまなプレーヤーの参加

インパクト投資では現在、さまざまな資産クラス

が投資対象に含まれている。その黎明（れいめい）期は主に財団や慈善投資家、開発金融機関等が牽引（けんいん）してきたが、インパクト投資のコンセプトが普及し、手法がより体系化されたことで、保険会社や年金機構などのアセットオーナーや民間の機関投資家など、より広範なプレーヤーがインパクト投資の手法を取り入れてきている。

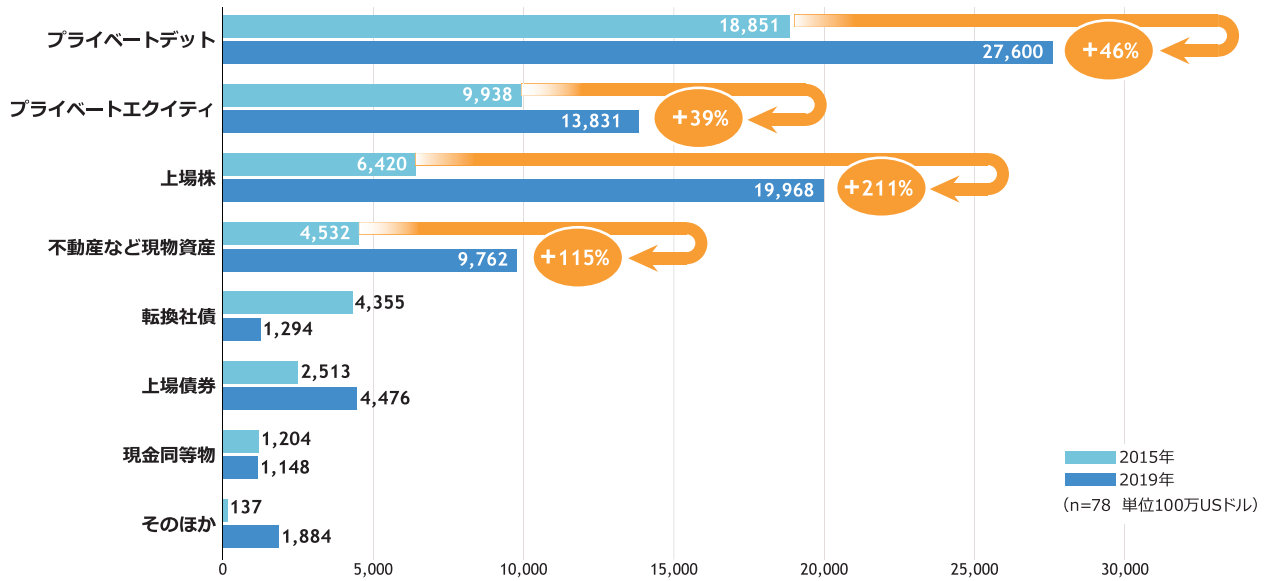
図表 1 において、GIIN<sup>\*2</sup>の調査結果<sup>\*3</sup>を基に、2015年と2019年の資産クラスごとの投資額の変化を分析した。多くの資産クラスにおいて投資額が伸びており、特に上場株式へのインパクト投資額の伸長が顕著である。さらに過去をさかのぼると、2011年にはインパクト投資の対象となるのは、プライベートエクイティ（PE）とプライベートデットが中心であり、上場株式など流動性の高い資産クラスへの投資は1%未満であった。これは、この時期のインパクト投資がNPOや非上場企業など、流動

※1 インパクト投資の定義や基本的な手法についてはNRI パブリックマネジメントレビュー2023年3月号 Vol.236 白石勇太郎・真上真歩「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」を参照されたい

※2 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

※3 GIIN「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」

図表 1 世界のインパクト投資における資産クラスごとの投資額の変遷



注) 投資額は、2015年および2019年において、どちらも回答を行った投資機関の投資額の合計値である  
出所) GIIN「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」よりNRI作成

性や透明性の点でハードルの高い資産クラスへの投資が行われていたためである<sup>※4</sup>。

近年は、より流動性の高い資産クラスへの投資額が高まっているが、これは、市場がより成熟し、さまざまな種類の投資家による、より厚みのある資金の流れが生まれていることを示している。

## 2) インパクト投資の厳密な定義と、イノベーション創出における役割

### (1) 追加性のあるインパクト投資とは？

インパクト投資が浸透する中で、グローバルではインパクト投資の定義を巡って議論が再燃している。具体的には「追加性 (Additionality)」<sup>※5</sup> という概念をインパクト投資の条件に追加すべきであるとするもので、これは、当該インパクト投資がなかったときに比べて、その投資が追加的に生み出したインパクトがあるかどうか、ということ我问うものである。上述のとおり、現在ではさまざまな種類の投資家がインパクト投資を行うようになってきた。そのため、通常の投資との差異が希薄化し、インパク

ト投資をうたうものの、実態が伴わない「インパクトウォッシュ」のリスクが高まる。この追加性の概念をインパクト投資の条件として加えることで、インパクトウォッシュのリスクを払拭 (ふっしょく) できるとされている。

現在起きている議論は、初期のプライベート投資型のインパクト投資を、より追加性の高いインパクト投資とみなす傾向が強い。そのため、ある種の原点回帰の動きであるとも捉えられる。また、筆者らは、この追加性のあるインパクト投資が、米国においては、ベンチャーキャピタル (VC) 投資や新興技術への投資の呼び水の役割を果たしてきたと考える。他方、日本で普及が進むインパクト投資では、

※4 J.P. Morgan Chase社「Insight into the Impact Investment Market」2011

※5 「投資家による貢献」とも呼ばれる。日本においては社会変革推進財団 (SIIF) が「インパクト測定・マネジメント (IMM) のフロンティアの探求」(2022年9月) においてその重要性を提起している

この追加性の概念が十分に注目されておらず、インパクト投資が本来の役割を果たせず、一過性のブームとなることを懸念している。

## (2) インパクト投資における VC 投資の位置付けと、イノベーション創出への寄与

前述のとおり、インパクト投資の投資対象は、広範な資産クラスへと拡大している。しかし、プライベート投資、特に VC 投資のようなエクイティ性の投資のほうが、インパクトの評価が行いやすく、上述の追加性が最も当てはまるとする説がある<sup>※6</sup>。これは、プライベート投資は、公開市場での投資と異なり、当該投資と、被投資対象企業が生み出した社会的インパクトの因果関係を証明しやすいためである。また、デット性の投資では直接経営に関わることができない。そのため、投資回収時の利益を最大化するために、投資先企業の企業価値上昇を促し、経営者と二人三脚で非財務的なサポートを行う、PE が最もインパクトを創出できるとされる。

VC 投資における追加性のあるインパクト投資は、従来の VC 投資と比較して、より高いリスク許容度や長い投資回収期間をとることがある。これにより①資金調達が困難な企業への投資をする、②新産業にいち早く投資をする、などといった特徴を持つといわれる。これはある意味では、インパクト投資が、もともとリスクの高い VC 投資の中でも、さらにハイリスクな投資対象をターゲットとするものと考えられるためである。次章において、これらの特徴を示す事例を紹介していく。

## 3 米国におけるインパクト投資のイノベーション創出への貢献

### 1) 気候テックの勃興を下支えしたインパクト投資

新たな社会課題解決を目指すスタートアップは、そのビジネスモデルや技術の新規性から、資金調達に向けた理解を得ることが難しい場合が多い。そのような中、米国ではインパクト投資ファンドが、初期の投資家としてこれら企業の資金調達の呼び水になってきた。

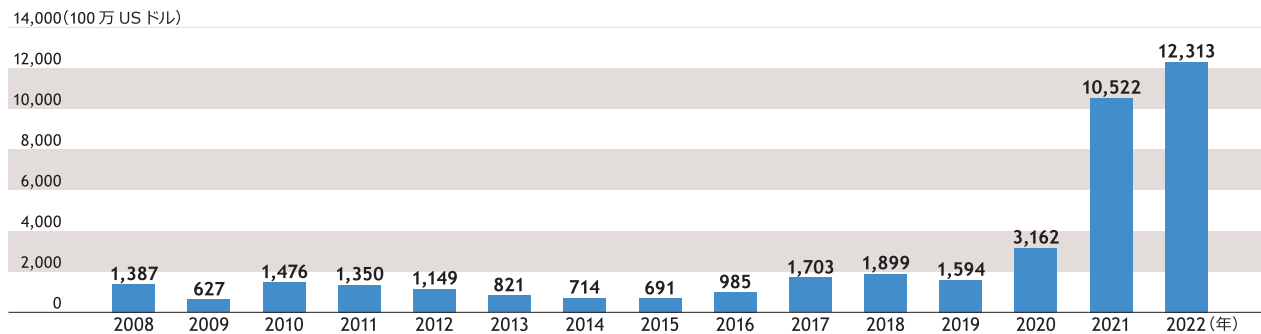
例えば気候テックへの投資は、近年注目されているものの、2000 年代後半のクリーンテックバブル<sup>※7</sup>の崩壊後、下火が続いていた。気候テックの多くは、ソフトウェア産業などと比較して、長い開発期間や高い資本集約が必要なため、スケールアップまで時間がかかる。そのため、多くの VC は気候テックへの投資を敬遠する傾向にあった。

その後、2020 年にかけて気候テックが再び盛り上がりを見せるが、その局面でインパクト投資が貢献したと指摘されている。他分野で慈善活動等に資金を投じていた事業家などが、より意識的に資金を動員し、インパクト投資ファンドを立ち上げている。例えば、マイクロソフト社創業者のビル・ゲイツ氏が立ち上げた Breakthrough Energy Ventures のほか、Prime Coalition、DBL (Double Bottom Line) Partners などがある。

※6 Tarun Khanna, Ramana Nanda, Benjamin N. Roth, Brian Trelstad 「Impact Investment, Catalytic Capital and Blended Finance」(2020 年 12 月 Harvard Business School)

※7 2000 年代後半に米国・シリコンバレーで起こった、気候テックへの投資ブーム

図表 2 世界における気候テックへの VC 投資額の推移



注) Crunchbase の産業分類より「Green Tech」および「Clean Tech」を選択し抽出  
出所) Crunchbase データベースより NRI 作成

## 2) 慈善資金を戦略的に動員したインパクト投資

### ファンドの事例

#### (1) Breakthrough Energy Ventures

ビル・ゲイツ氏は、2000 年よりビル & メリンダ・ゲイツ財団を立ち上げて世界の貧困対策への対応を行っていた。2015 年、パリ目標の達成のために新しく VC ファンド (Breakthrough Energy Ventures) を立ち上げた。

同ファンドは、民間資金の呼び水になるべく、通常のベンチャーファンドの運用期間が 10 年である中、20 年という長い運用期間を設定している。また、2021 年に新たに設立した投資プログラム Breakthrough Energy Catalyst (BEC) では、欧州委員会や米国エネルギー省 (DOE) などとパートナーシップを締結し、政府の資金も動員している。クリーン水素など資本集約度が高いプロジェクトへの投資をしており、気候テックの分野をリードする存在になっている。

ビル & メリンダ・ゲイツ財団は、助成金を拠出した組織に、独自の成果測定の方法を適用し、拠出資金が生み出した社会的インパクトを可視化してきた。このようなリスク許容度の高い慈善資金を効果的に活用する知見が、Breakthrough Energy Ventures の設計でも生かされているものとする。

#### (2) Prime Coalition

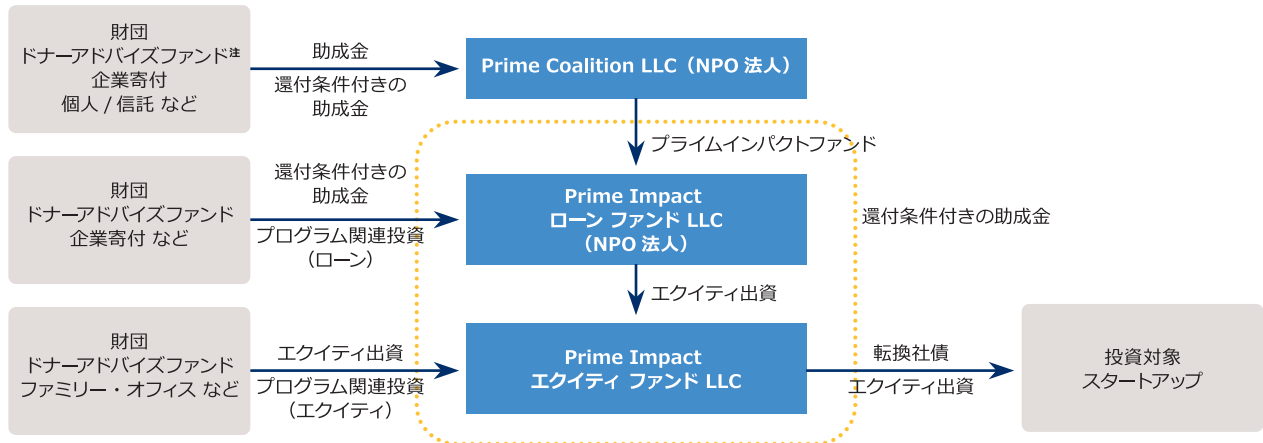
同団体は 2014 年に設立された気候テックへ投資する非営利団体であり、慈善投資家や財団に対してインパクト投資の啓発活動も行う。設立当初は投資案件ごとに、他の投資家とシンジケートを組成して投資を行っていた。シンジケート組成の際には、異なるリスクとリターンを選好を持つ投資家に対して適切な投資方法の提案を行うアドバイザーの役割を担っていた。しかし、この投資モデルでは案件発掘から投資実行まで、調整に長い時間がかかるという難点があった。

この課題を解決すべく、2018 年に新たなファンドを立ち上げ、より迅速な投資を行い、投資ラウンドをリードする仕組みを構築した。具体的にはファンドに二つの原資産のプールを設け、投資家が自身の選好に合わせて、助成金、Recoverable Grant (還付条件付きの助成金)<sup>※8</sup>、プログラム関連投資<sup>※9</sup>、

※8 米国において用いられる投資手法で、資金提供先の業績が良ければ資金を回収でき、資金提供先の業績が悪ければ資金の回収を放棄するもの

※9 民間財団による公益目的の達成を目指した投融資のこと。米国において民間財団が税制優遇を受けるための拠出として認められる

図表3 Prime Coalition が 2018 年に立ち上げたファンドの構造イメージ



注) 米国特有の寄付口座。寄付以外の目的では使えない。一般市民も利用可能であり、口座に預け入れた資金は寄付に使われる前でも「寄付」とみなされ、税控除の対象となる  
出所) Prime Coalition ウェブサイトより NRI 作成

エクイティ出資の四つのパターンで同ファンドに資金を拠出できるようにした。

### 3) インパクト投資による革新的な企業の発掘事例

テスラ社は、2023 年現在、時価総額ランキングに名を連ねているが、その創業当初はインパクト投資家の貢献に支えられた。2000 年代の前半期において、電気自動車 (EV) 事業を行うメーカーは同社のみであった。EV 事業は資本集約度が高く、複雑なサプライチェーンの構築が必要になる。また、世界の優良企業が競合となることから参入障壁が非常に高いとされており、多くの投資家は、同社への投資を見送った。このような中、インパクト投資ファンドの DBL や、Capricorn Investment Group などが、2006 年のシリーズ C の投資より参画している。

当時 DBL は J.P. Morgan Chase 社の傘下で Bay Area Equity Fund として活動を行っていた。同ファンドは、投資を通して低所得地域での雇用創出を標榜 (ひょうぼう) し、フォード財団や、CRA 法<sup>※10</sup>を順守する銀行などから資金調達を行った。DBL のファンドパートナーのナンシー・ファンド氏は、当

初から財務的リターンと社会的インパクトの両方を求めることが、新たな投資機会を獲得することにつながると信じていた。DBL はテスラ社への投資後に、DOE にロビー活動を行い、低金利の融資を引き出した。この資金調達がテスラ社を 2008 年の金融危機から救ったとされている<sup>※11</sup>。

一方で、Capricorn Investment Group は、eBay 社の初代 CEO ジェフリー・スコール氏が立ち上げたファンドで、通常の VC 投資を行っていた。しかし、資金の提供元の一つで、ジェフリー・スコール氏が立ち上げたスコール財団からの要請を受け、投資を

※10 CRA(Community Reinvestment Act) 法は、1977 年に制定された米国の法律である。当時、銀行は信用リスクを懸念し、低所得者への融資を避けていた。この問題を解決するために、銀行規制当局は定期的に銀行を調査し、地域の低所得者へのサービス提供がどの程度適切かを評価した

※11 2008 年 DBL は J.P. Morgan Chase 社からスピンアウトし、2015 年に、同じく初期のテスラ社への投資を行った Technology Fund と合併し DBL パートナーを設立した

図表 4 IPO 前のテスラ社への VC 投資家一覧

日付	シリーズ	調達額 (1,000USD)	投資家		
			ベンチャーキャピタル	エンジェル投資家	事業会社
2004年4月	シリーズA	7,500	• Compass Technology Partners	• イーロン・マスク	
2005年2月	シリーズB	13,000	• Compass Technology Partners	• Valor Equity Partners	
2006年5月	シリーズC	40,000	• Capricorn Investment Group • J.P. Morgan (Bay Area Equity Fund) • Valor Equity Partners	• Compass Technology Partners • Craft Ventures • VantagePoint Capital Partners	• セルゲイ・ペリン • Google • ニコラス・ブリツカー • ラリー・ベイジ
2007年5月	シリーズD	45,000	• Capricorn Investment Group • J.P. Morgan (Bay Area Equity Fund) • Technology Venture Partners US • Valor Equity Partners	• Compass Technology Partners • Technology Partners • VantagePoint Capital Partners	• コンスタンチン・オスマー • マーク・ターベニング • マーティン・エバーハート
2008年2月	シリーズE	40,000	• The Westly Group • Valor Equity Partners	• Technology Venture Partners	• キンバル・マスク • メルセデス・ベンツ グループ
2009年5月	シリーズE	50,000	• DFJ Growth		• メルセデス・ベンツ グループ
2009年6月	融資プログラム	465,000	米国エネルギー省		
2009年9月	シリーズF	82,500	• Aabar Investments • Fjord Ventures	• Al Wahada Capital Investment	• メルセデス・ベンツ グループ

注) 表中における薄青色のセルはインパクト投資ファンドを示す  
出所) Crunchbase データベースより NRI 作成

行う際に社会的インパクトを考慮するように変遷してきた。投資によるインパクトが大きいことを見込まれれば、リスクの一部を許容することがあり、これによりテスラ社への投資判断ができたという。

#### 4) 事例の総括

このように一部のインパクト投資ファンドは、いち早く不確実性の高い気候テックへ投資を実行していた。その背景には、リスク許容度が高く、社会貢献性を求める投資家の資金の存在がある。また、これらのファンドは、資金的援助にとどまらず、政府への提言活動など、広範なステークホルダーを巻き込む活動をしていた点も興味深い。気候テック投資の興隆は、気候変動への対応という根本的な需要が影響していることは間違いないが、それに加えて、追加性のあるインパクト投資が、後続の投資を呼び込んだと考えられる。

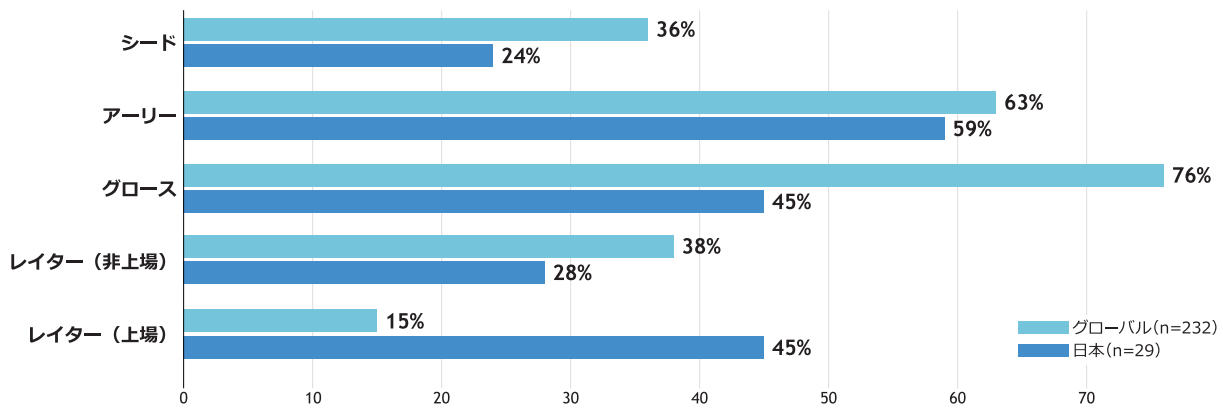
## 4 日本への示唆

### 1) インパクト投資においても、VC 投資の影が薄い日本

日本ではイノベーションが生まれなくなったといわれて久しい。ベンチャー・新興技術の資金源となるリスクマネー供給が他の先進国と比較して少なく、このことが、イノベーション創出のボトルネックの一つともいわれる。幸田博人氏の論文「日本の構造問題を踏まえたリスクマネー供給」<sup>※12</sup>では日本におけるリスクマネー供給の問題を質と量の両面から指摘している。量の面では、日本は他の先進国と比較して、対 GDP 比のスタートアップ投資額が低い。実際に、2019 年の VC 投資額・GDP 比率を見ると、日本は 0.05% で、米国の 12 分の 1 であ

※12 公益財団法人資本市場研究会『月刊資本市場』2021 年 10 月号

図表 5 エクイティ性のインパクト投資を行う投資家における、投資対象企業の成長ステージ別の割合（世界と日本の比較）



注1) グラフは以下の二つの異なるアンケート調査の結果を統合したもの  
 日本国内：「インパクト投資に関するアンケート調査（2021年）」（GSG 国内諮問委員会）  
 世界（グローバル）：「GIIN Annual Impact Investor Survey 2020」（GIIN）  
 注2) グラフ中の%は、アンケート回答者全体における当該ステージ企業への投資家の数の割合。nはアンケートへの回答者数出所）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」2021年より NRI 作成

り、イスラエル、インド、カナダ、中国、韓国よりも少ない。質の面では、気候テックなど、新興技術領域への投資が活発に行われていないと指摘されている。

インパクト投資の普及状況に目を向けると、日本におけるインパクト投資残高は、2017年には約718億円であったが、2021年には約1兆3,204億円と、およそ18倍に成長している。他方、エクイティ性の投資における企業の成長ステージごとの投資割合を見ると、日本は流動性の高い上場株への投資割合が比較的高く、アーリーステージを除き、VC投資の割合は低い特徴がある。これはインパクト投資以前に、日本においてはVC投資の歴史が比較的浅く、そのため、日本のVCファンドが得意とする成長ステージに偏りがあるためと考える。

総じて、日本においては、VC投資だけではなくインパクト投資の歴史も比較的浅い。そのため、インパクト投資の厳密な定義や、インパクト投資におけるVC投資の役割の議論があまり発展していない。このような背景もあり、インパクト投資そのものの普及は進むが、リスクマネーの呼び水としての役割

が十分に機能していない状況である。

## 2) 日本でインパクト投資を広めるにあたって考慮すべきこと

前述のとおり、日本ではイノベーション創出のため、リスクマネー供給を発展させる必要がある。ここに、追加性のあるインパクト投資の観点も加えて、インパクト投資における、リスクマネーの呼び水としての役割を活用すべきだと考える。本節では、イノベーション創出に向けたインパクト投資の今後のあり方について二つの方向性を示す。

### (1) 税制優遇によるインパクト投資の誘引

米国では、成功した事業家が組成した財団などが、従来の寄付活動をインパクト投資へと発展させてきた。日本において、追加性のあるインパクト投資を普及させる一つの方向として、米国のプログラム関連投資のようなインパクト投資に対する税制優遇を行うことが考えられる。これにより理論的には、富裕層マネーがイノベーションへの投資に振り向けられる可能性がある。

ただ、日本では個人の最高税率が世界で2番目に高く、高所得者・富裕層は納税を通して社会貢献していると考えられる傾向があり、寄付や財団などの形態そのものが発展していない。つまり、日本は、政府が規制により社会課題を解決しようとしてきた背景がある。この点を考慮すれば、次の(2)の方向が現実的だと考えることも可能である。

## (2) 官民ファンドの呼び水効果の活用

既にこれらの富裕層マネーは税金により政府に徴収されていると捉え、政府の財源を効果的に活用していくという方向も考えられる。特に、政策目標と投資リターンの両方を目指す官民ファンドは、インパクトリターンの設定と政策目標を一致させることが比較的容易であろうことから、インパクト投資と相性が良いといえる。実際に政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」<sup>\*13</sup>においてもインパクト投資の推進の方針の下、インパクト投資を行う官民ファンドの活用が挙げられている。

官民ファンドの有用性については議論が多いが、VC投資においては、一定の役割を果たしてきたといわれている。現存の官民ファンドの一つJIC(株式会社産業革新投資機構)は投資テーマとして気候テックやバイオテクノロジーなど、民間が投資を行ういづら領域を主な対象として扱い、民間投資の呼び水となることを企図している。このような建て付けは、追加性のあるインパクト投資と親和性が高い。そのため、その傘下にインパクト投資ファンドを組成するのも一案であると考えられる。

## 5 おわりに～社会の持続的な発展のためには、不確実性の高い投資も必要

最後になるが、インパクト投資への税制優遇施策

を行うにしろ、官民ファンドでの投資を行うにしろ、リスクマネーを忌避する傾向が比較的高い日本社会では、ステークホルダーである市民にその概念が受け入れられにくいかもしれない。しかし、社会の持続的な発展のためには長期的な投資が必須であり、リスクマネー供給に対する理解が低いからこそ、スタートアップ投資において諸外国との差がついてしまったことをいま一度認識するべきではないだろうか。追加性のあるインパクト投資はある意味、このリスクマネーの中でも、さらにリスクの高いものであり、持続的な社会を実現するための必要な先行投資であることを最終的な受益者であるわれわれ市民が理解していく必要があると筆者らは考えている。

※13 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」(2022年6月7日)

●…… 筆者  
渡邊 大(わたなべ だい)  
NRI インド  
グローバルナレッジセンター  
マネージャー  
専門は、グローバルにおける先端技術動  
向、デジタルトランスフォーメーション分  
析など  
E-mail: dai.watanabe@nri.com  
●…… 筆者  
磯崎 彦次郎(いそざき ひこじろう)  
株式会社 野村総合研究所  
社会システムコンサルティング部  
グループマネージャー  
専門は、グローバルトレンド分析、新規&  
海外事業と組織の立ち上げ、人材育成  
E-mail: h-isozaki@nri.co.jp  
hikojiro.isozaki@nri.com