

インパクトスタートアップとゼブラ企業の成長を支える 金融・支援の在り方

経営コンサルティング部 チーフコンサルタント 大向 望

1 はじめに

日本においてインパクト投資が普及し、かつては数百億円規模であったが現在では19兆円規模に達しており、インパクトスタートアップやゼブラ企業といったインパクトを企図する起業や地域企業活動が盛り上がりを見せている。しかし調査を進めていくと、現状ではインパクトスタートアップやゼブラ企業への金融や支援制度に課題が見受けられる。第一に、両者の定義や分類が曖昧なまま語られており、後段で説明するような各類型のステージに必要な金融や支援制度が設計できていない。第二に、その結果としてゼブラ企業のスケールアップと、インパクトスタートアップからゼブラ企業へのピボットなどのフレキシブルな事業展開を妨げてしまっている懸念がある。本稿はインパクトの地理的スケールと成長志向を2軸とした3×2のマトリクスで企業を類型化し、類型化から見えた課題と事例に基づく対応策を提言し、インパクトスタートアップとゼブラ企業の成長を支える金融や支援制度の在り方を論じる。

2 インパクト投資とインパクトを企図したスタートアップの盛り上がり

財務的なリターン（収益）を追求しつつ、環境や社会に対してポジティブで測定可能なインパクト（変化や効果）を意図的に生み出す投資行動である「インパクト投資」が日本で急速に拡大している。環境・社会課題の解決を目的とした投融資を推進する金融機関のイニシアチブである「インパクト志向

金融宣言」の署名機関は2021年の発足時21機関から24年末には約80機関へと約4倍に増加し、インパクトファイナンス残高は約17兆円、25年には約19兆円に達した。また、同年には年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がインパクトを考慮した投資の検討や必要な取り組みを開始する動きを発表し、地方銀行ではポジティブ・インパクト・ファイナンス（PIF）の取り組みが進むなど、資本市場における「インパクト」への関心は確実に高まっている。

地域を起点とした事業成長をしながら、同時に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目的とするインパクト志向企業の存在感も増している。経済産業省は2023年にインパクトスタートアップの認知向上、支援機運の醸成、ロールモデルの育成を目的に、社会課題解決と持続可能な成長を両立するインパクトスタートアップを集中支援するプログラム「J-Startup Impact」を創設し30社を初認定した。中小企業庁では「地域課題解決事業推進に向けた基本指針」（24年3月）でローカルゼブラ企業の創出・育成を国策として打ち出し、事業を開始している。また日本政府が掲げる経済財政政策の最上位方針である「骨太の方針2024」^{※1}にも「ゼブラ企業の創出とインパクト投融資の拡大」が明記されている。

この潮流が持つ意味は、単なる社会貢献の文脈を

※1 経済財政運営と改革の基本方針2024 ～賃上げと投資がけん引する成長型経済の実現～（令和6年6月21日閣議決定）

図表1 インパクト×スタートアップの類型図

		企図するインパクト		
		グローバルインパクト	ナショナルインパクト	ローカルインパクト
スタートアップ	急成長型	インパクトスタートアップ (グローバル型) ● 脱炭素、生物多様性、資源循環など、グローバル課題解決に焦点	インパクトスタートアップ (国内型) ● 教育格差、女性活躍、人手不足など、日本特有の社会課題解決に焦点	インパクトスタートアップ (地域特化型) ● グローバルや国内広域にスケールできる課題解決がテーマ ※ 広域に展開できる課題の解決を地域からスタートする例が多く、基本的には左二つに分類
	持続成長型	ゼブラ企業 (グローバル型) ● グローバル課題解決を企図し、グローバルに展開 ※ 現時点でほとんど存在しない	ゼブラ企業 (国内型) ● 共通的な課題を抱える複数の地域にソリューションを展開	ゼブラ企業 (地域特化型) ● 地域固有の課題を地域で解決することを企図する ※ 地域の老舗企業など、スタートアップ以外にも多分に含まれるが、ここではスタートアップを対象とする

出所) 馬田隆明『「インパクト」と「スタートアップ」の整理』2023年 (takaumada.com) より NRI 作成

超えている。人口減少・高齢化・産業空洞化という複合的課題を抱える日本において、地域課題を事業によって解決しながら経済的に自立する企業群は「共助の領域」を支える担い手として不可欠である。さらに、日本が直面する課題はアジア・欧州の国々が時間差を置いて直面する普遍的な問題と重なる場合も少なくない。地域から生まれたインパクト解決モデルがグローバルへと展開される可能性は、日本の国際競争力の観点からも注目に値する。だからこそ、この可能性を現実に変えるべく適切な金融支援や制度設計を改めて見つめ直す必要があるのではないだろうか。

3 インパクトスタートアップとゼブラ企業の整理

社会課題解決と持続可能な成長の両立を企図したインパクトスタートアップとゼブラ企業はしばしば混同されるが、両者は異なる次元の概念であり、ここでまず概念の整理が必要と考える。東京大学 FoundX ディレクターの馬田隆明氏は『「インパクト」と「スタートアップ」はそれぞれ多義的な言葉であり、その組み合わせはさらに多義的になる』と指摘し、両概念を分けて整理することの重要性を論じている^{※2}。本稿はこの方向性を引き継ぎ、二つの

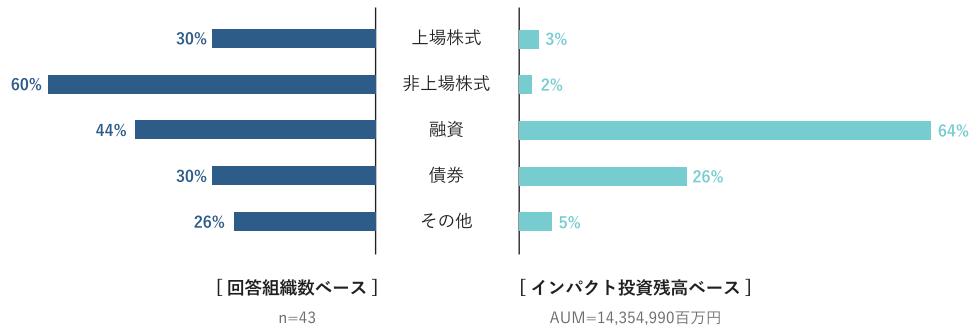
軸を独立して定義し、図表1として概念を整理した。本稿ではゼブラ企業についてはスタートアップ型をスコープとし、その他地域に根差した歴史や伝統のある地域企業は本稿の対象外とする。

まず、インパクト（図表1横軸）の説明をしたい。グローバルインパクトとは、気候変動・脱炭素化、海洋・生態系の保全、希少資源の循環利用、国際的な感染症対策・食料安全保障など、国境を超えた規模の課題を対象とする。ナショナルインパクトとは、少子化・人口減少、女性活躍とジェンダーギャップの解消、高齢化に伴う医療・介護の持続可能性、デジタルデバイドの解消など、日本国内で広く共有される課題を対象とする。ローカルインパクトとは、地域農業の持続化と新規就農者の育成、過疎地域の雇用創出と関係人口の増大、伝統文化・産業の継承など、特定の地域・コミュニティ内での課題を対象とする。

次にスタートアップ（図表1縦軸）の説明をしたい。急成長型は、ベンチャーキャピタル（VC）や機関投資家からの出資を受け、新規公開株式（IPO）または企業の合併・買収（M&A）によるEXITを前

※2 馬田隆明『「インパクト」と「スタートアップ」の整理』2023年 (takaumada.com)

図表2 インパクト投資のアセットクラス



出所) 一般財団法人 社会変革推進財団 (SIIF) 現: 公益財団法人 社会変革推進財団 (SIIF) 発行/ GSG Impact JAPAN National Partner 監督「日本におけるインパクト投資の現状と課題 2025 年度調査」

提として急成長を目指すスタートアップであり、スケラビリティを考慮するためグローバルまたはナショナルな課題解決を企図するものである。持続成長型は特定の地域に深く根差し地域課題の解決と持続的な地域への価値提供を事業の核心に置く。

この縦軸と横軸を整理し、分類された6類型が図表1のように浮かび上がる。いわゆるインパクトスタートアップとは、IPO または M&A による EXIT を前提として急成長を目指し、スケラビリティを考慮するためグローバルまたはナショナルな課題解決を企図する企業と定義できる。ゼブラ企業とは、EXIT 志向を持たず、地域課題の解決と持続的な地域への価値提供を通じた持続的な成長を事業の核心に置く企業と考えられる。

これらの類型は基本的に創業時の課題と解決に向けた意向と資本設計によって決まってくるものだが、現実には企業の成長フェーズに応じて類型間の転換を望む、またそれが望ましい場面が生じることが少なくないだろう。成長そのものの支援と、この転換を支える仕組みの在り方を本稿の中心的課題として考察したい。

4 金融サポートの不足が企業のフレキシブルさを奪う

1) インパクト投資はどこへ流れているか

冒頭でインパクト投資の盛り上がりを説明した

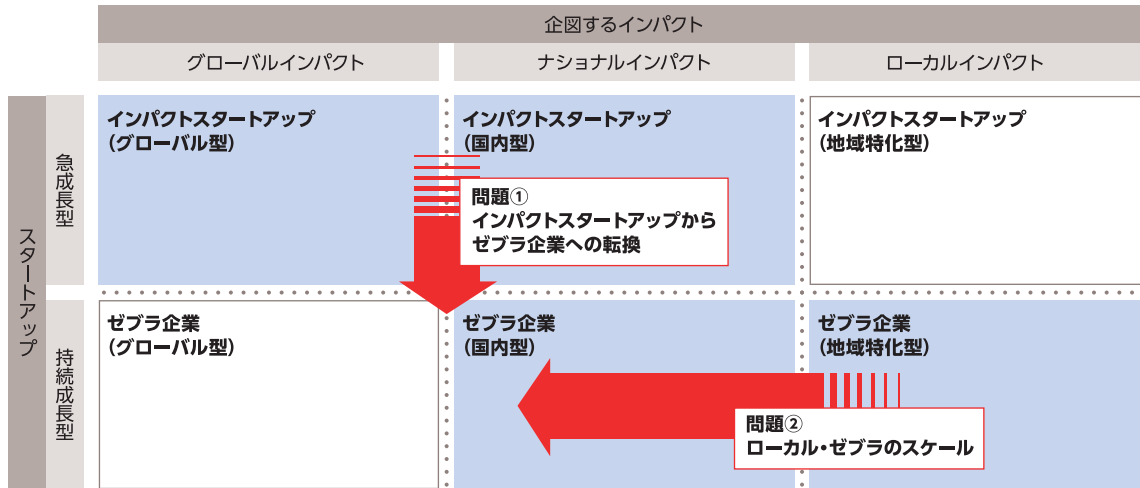
が、日本におけるインパクト投資約 19 兆円の大部分は、図表2で示している通り、残高の64%が融資、26%が債券であり、これらで全体の90%を占める。現状として大企業・中堅企業のサステナビリティ活動を評価した「ESG^{※3} 評価型融資」と、グリーンボンドなどの「ESG 評価型債券」から構成されており、一部のメガバンク・生命保険会社の資金が大部分である。非上場株式に参加するプレーヤーは増えているものの、インパクト投資残高としては2%程度にとどまる。現状のインパクト投資は大企業・中堅企業の活動を評価・支援するものであり、インパクトを新たに「創造する」企業群であるインパクトスタートアップとゼブラ企業には、この巨大な数字の恩恵はほとんど届いていないと言っても過言ではないだろう。

2) 既存金融の仕組みが企業活動のフレキシブルさのハードルに

次に、インパクトスタートアップとゼブラ企業の成長支援についてである。先に述べたように、企業の成長フェーズに応じて類型間の転換を望む、またそれが望ましい場面が生じることが考えられるが、図表3に示しているように、金融サポートの不足に

※3 持続可能な世界の実現のための、企業の長期的成長に重要な環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の三つの観点

図表3 インパクト×スタートアップの類型図から見える問題



出所) 馬田隆明「『インパクト』と『スタートアップ』の整理」2023年 (takaumada.com) より NRI 作成

より、マトリクス上の縦の移動と横の移動に係る転換問題が生じる可能性がある。

問題①：インパクトスタートアップからゼブラ企業への転換が阻まれる可能性がある。インパクトスタートアップは IPO または M&A による EXIT を前提として急成長を目指すため、VC や機関投資家からの出資を主として事業を回している。しかし、インパクトの創出や社会課題の解決は長期的な時間軸が必要となる場合が少なくないことから、短中期での急成長と回収を求めている VC と、インパクトの時間軸と回収期間が合わないことが往々にしてある。ミッションを守りながらゼブラ志向へ転換しようとしたインパクトスタートアップは、既存の VC 株主の権利が壁になってしまい、特にスタートアップ投資からファンド満期ラッシュを迎えている昨今、この問題は顕在化してくるのではないだろうか。その他、グロース市場の上場維持基準として 2030 年以降に時価総額 100 億円以上を求める方針を東京証券取引所が正式に公表しており、IPO 経路がさらに狭まる中でゼブラ企業への転換の受け皿となる資本や制度の不足という問題は一層深刻になるだろう。「資本の期待成長率」と「事業の最適成長率のズレ」を解消するフレキシブルな金融や支援制度が求

められる。

問題②：金融サポートの不足によりゼブラ企業がスケールする移行経路を確保できない可能性がある。創業時におけるゼブラ企業は VC からの資金調達を必要とせず、地銀・政府系金融機関からの融資や補助金などで事業を回しているが、問題は「スケールを志向した瞬間」に資本構造がボトルネックとなることである。現時点では、EXIT 要求のない適切な成長資本を提供できる投資家が限定的であり、スケールにおける共通解が乏しい状況にある。

5 フレキシブルな選択を支援する資本制度が必要

オランダのシェアリングプラットフォーム企業 Peerby はこの転換問題の解決事例である。Peerby は近所や地域の住民から日用品をレンタル、シェアできるプラットフォームを提供する SaaS サービスを展開。ネットワーク効果を前提にユーザー数の拡大と取引量の増大によるスケールを志向し、2012

※4 ゼブラアンドカンパニーウェブサイト「ユニコーンから『ゼブラ企業』への転換で成功。オランダ発スタートアップ Peerby がたどり着いた「コミュニティモデル」」2021年6月21日

年の創業から2年間でVCから2億円の調達に成功^{※4}。ロンドン、ベルリン、ニューヨーク、サンフランシスコへ事業を急拡大させ、以降VCからの資金調達で急成長を追求していた。しかし、本サービスのユーザーにとって日用品をシェアリングするという行為は日常的に頻度が少ないため、サービスの利用・取引頻度が伸びづらい構造にあり、会員数が頭打ちになるとプラットフォームとしての収益性確立が次第に困難になった。加えて、同社の掲げるシェアリングを通じた「消費の削減」というミッションは、取引量や新規購買の増加を前提とする従来の成長モデルと構造的に矛盾していた。この結果、短中期での急成長と資本回収を求めるVCの論理との乖離（かいり）が顕在化したのである。こうした制約を踏まえ、当社は過度なスケール追求から離れ、持続可能な収益基盤の構築を重視する方向へと転換し、ゼブラ型の成長モデルへと移行した。

この移行を支えたのがカナダの期限制約のないファンド「長期伴走型」インパクトVCである「Loyal VC」である。「長期伴走型」とは、通常のVCファンドが持つ「10年以内に回収・解散」という期限制約を持たず、投資先企業にEXITを急（せ）かすプレッシャーが生じない上、利益を再投資しながら無期限に投資を継続できるファンド構造である。このような資本構造は、Peerbyのように急成長よりも持続可能な価値創出を重視する企業にとって適格的である。従来のVCでは、短期的なスケールと資本回収が優先されるため、事業モデルの転換や成長速度の調整が困難であったが「長期伴走型」ファンドは長期的視点から経営の柔軟性を担保することができる。その結果、Peerbyはコミュニティー価値や環境インパクトを維持しつつ、無理のない成長戦略へと移行することが可能となった。すなわち、資本の性質そのものが、事業の持続可能性と戦略選択の幅を規定しているといえるのではないだろうか。

6 各成長フェーズに応じた多様な資本供給と、資本の乗り換えを可能にする市場インフラの整備が必要

これまでのインパクトスタートアップやゼブラ企業が抱えている問題と事例をもとに、どのような支援が考えられるだろうか。

提言A：民間「長期伴走型」インパクトVCの育成（インパクトスタートアップからゼブラ企業への移行と成長支援）

まず先のLoyal VCとPeerbyの事例を踏まえ、問題①「インパクトスタートアップからゼブラ企業への転換」および問題②のゼブラ企業のスケールを支援するため、民間「長期伴走型」インパクトVCを育成する制度整備を提言したい。日本にはEXITの圧力なしにゼブラ企業へ長期伴走ができる民間インパクトVCがほとんど存在しない。先の事例で取り上げたカナダのLoyal VCが示したような「長期伴走型」ファンドを根付かせ、拡大させることが必要である。そのために三つのアプローチが有効と考える。

第一にLP^{※5}持ち分のセカンダリー市場整備である。「長期伴走型」ファンドには終了期限がなく、あったとしても非常に長いファンド形態であり、出資者の参加を増やすには途中で資金を回収できる二次流通の仕組みが必要となる。2024年の金融商品取引法改正で非上場株式のセカンダリー市場整備が進み始めており、この流れを活用して「長期伴走型」ファンドのLP持ち分の流動性を可能にすることが民間LPの参入促進に不可欠だろう。

第二にインパクトVC認定制度の創設として、非EXIT前提・インパクト測定義務・長期伴走の要件を満たすファンドを認定し、LP出資への税制優遇

※5 LP (Limited Partner / リミテッドパートナー)。投資事業有限責任組合（ファンド）において資金提供を担う出資者のこと。LPの責任は出資額の範囲に限定される一方、日常的な投資判断や運営には関与しない。ただし、重要事項については一定の承認権などを有する

を付与することである。「金融リターン最大化」というVCの単一の物差しに「社会的リターンおよび税制メリット」という新しい軸を加えるものであり「長期伴走型」VCを増やすためのトリガーになり得るのではないだろうか。

第三に先駆者の拡張支援である。日本にもゼブラアンドカンパニーやKIBOWなど、長期伴走型のインパクト投資を実践している先駆者が存在している。これらの法人が新ファンドを設立する際に政府系金融機関や大手機関投資家がアンカーLPとして参加できるよう、現行の「高い成長性」や「イノベーション創出」といった経済的な物差しで測られることが多い産業革新投資機構（JIC）の投資基準をインパクト投資ファンドに適用可能な形に拡張することが必要である。

提言B：収益連動型融資（RBF）の制度化（ゼブラ企業の成長資本）

提言Aに加え、問題②であったゼブラ企業のスケールを促す、支援するための提言であるが、RBFの制度化が望ましいと考える。そもそもインパクト投資がインパクトスタートアップや、特にゼブラ企業には行き届いていない実情は説明した通りだが、希薄化なし・担保不要・売り上げに連動した返済設計を持つRBFを制度化することで、EXIT志向を持たないゼブラ企業にとっては構造的に親和性が高くこれまで以上に金融支援ができるのではないかと考える。株式会社Yoiiが2024年12月に三菱UFJ信託銀行などの出資で日本初のRBF専化ファンドを設立するなど黎明（れいめい）期の取り組みが日本でも始まっており、ゼブラ企業の資本構成のメインである地銀・信用金庫が活用できる標準的な融資商品として制度化することを提言したい。

提言C：インパクト評価基準の簡素化（共通基盤の整備）

最後に先の二つの提言すべてに共通する基盤とし

て、ローカルインパクト指標（地域雇用・関係人口・食の持続性など）を含む簡易IMM^{※6}ガイドラインを策定し、出資審査に実装することが必要ではないだろうか。現行のPIF組成に必要な第三者評価の取得コストはゼブラ企業やインパクトスタートアップにとって融資額対比で過重であり、評価の簡素化なしには制度整備の恩恵が届かない懸念がある。

7 まとめ

インパクト投資約19兆円の時代においても、インパクトスタートアップ、ゼブラ企業それぞれの意向に応じた適切な資本が届いていない。その根本原因はインパクトスタートアップとゼブラ企業が一括して語られる定義の曖昧さと、各類型に必要な金融や制度が不足しているからである。

Peerbyの事例が示すように、企業のビジネスモデルや意向に応じた金融や支援制度が伴走として機能するとき、企業は財務的持続性と社会的インパクトを両立させながら転換・成長できる。企業の類型、成長段階に応じた金融・支援制度を設計し、類型間の移動を支えること、この活動を通じてようやく日本らしいインパクト経済が本格的に動き始めるだろう。

（監修：柳沢 樹里）

※6 IMM (Impact Measurement and Management /インパクト測定・マネジメント)。事業や投資が生み出す社会的・環境的インパクトについて、目標設定、測定・評価を行い、その結果を意思決定に反映することで、正のインパクトの最大化と負のインパクトの最小化を図る管理手法

筆者



大向 望（おおむかい のぞむ）
株式会社 野村総合研究所
経営コンサルティング部
チーフコンサルタント
専門は、サステナビリティ経営戦略、
インパクト投資、地方創生など
E-mail: n-omukai@nri.co.jp