

令和4年度中小企業実態調査事業

スタートアップの資金調達に関する企業の実態調査および検討会実施等
調査報告書(概要版)

MRI 三菱総合研究所

2023年3月

金融DX本部/経営イノベーション本部

目次

1. 本事業の概要
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査
3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査
4. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析
5. 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイダンス」の調査・取りまとめ

1. 本事業の概要

背景と目的

- 成長戦略が成功するためには、スタートアップを始めとする中小企業を徹底支援し、新たなビジネス、産業の創出を進める必要がある。我が国の場合、成長ステージに応じた資金調達手段の規模が米国等と比べて低水準にあるため、企業数を増やすだけでなく、資金調達環境の整備も重要な課題である。
- スタートアップの資金調達手段としては、エクイティ・ファイナンスが想定されるが、民間金融機関からの借入金等のデット・ファイナンスで資金調達を行うケースも一定数存在している。しかし、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態やその課題、デット性資金の供給元側の実態や課題等に関する調査・データは少ない状況にあり、スタートアップ期におけるデット・ファイナンスによる資金調達環境が十分かを精査する必要がある。
- また、成長志向の中小企業においては、デット・ファイナンスだけではなく、エクイティ・ファイナンスを活用した資本性資金の調達が有効と想定されるが、中小企業においてエクイティ・ファイナンスが十分に活用されているとは言えない。そこで、中小企業におけるエクイティファイナンスの現状分析を行うとともに、成長志向の中小企業におけるガバナンスの在り方指針等について、調査・取りまとめを行うこととする。

1. 本事業の概要

実施項目と実施概要

章	実施項目	実施概要
2	スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査	—
2.1	スタートアップに対するインターネット調査	<u>国内のスタートアップを対象とするインターネット調査</u> を実施し、条件に該当する516件の回答を回収。インターネット調査結果の集計にあたっては、企業ステージ別の構成比に合わせてウエイトバック処理を実施。
2.2	金融機関や独立系デットファンド等に対するインタビュー調査	政府系金融機関や民間金融機関、独立系デットファンド等の <u>金融機関を対象とするインタビュー調査</u> を実施。インタビュー結果について「ベンチャーデット*を提供していない金融機関」、「ベンチャーデットを提供している金融機関」、「独立系デットファンド」の3つに分類してポイントを整理。
3	スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査	<u>スタートアップのデット・ファイナンスに関する学術研究を調査</u> 。日本と米国、欧州を対象として3つのテーマ(①市場の新陳代謝、②中小企業の資金調達、③経営者保証等のその他の論点)に関連する研究を調査・整理。
4	スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析	上記のスタートアップにおけるデット・ファイナンスの活用に関する調査結果を踏まえ、 <u>スタートアップによるデット・ファイナンスの活用がどのような状況やタイミングで有効となるかを検討</u> 。
5	「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス」の調査・取りまとめ	中小企業がエクイティ・ファイナンスを活用する場面で求められるガバナンスに関する文献を調査。また、中小企業を対象としてインターネット調査を実施し、エクイティ・ファイナンス活用によって企業のガバナンスが強化される場面について310件の回答を回収。さらに、有識者9名による「 <u>中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会</u> 」を開催し、「 <u>中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス</u> 」を取りまとめた。

* ここでは、新株予約権付き融資や転換社債といったメザニン性ローン等を指す。

1. 本事業の概要

実施結果概要

章	実施項目	実施結果概要
2	スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査	—
2.1	スタートアップに対するインターネット調査	スタートアップは <u>銀行融資や公的融資といったデット・ファイナンスを広く活用</u> しており、そのメリットとして「資金計画が立てやすい」「株式の希薄化が抑えられる」といったことを考えていることがわかった。一方、アーリーステージのスタートアップを中心に、 <u>金融機関から将来性に対する理解が得られず、担保・保証を求められ、融資額も限定的である等、大きなチャレンジができない等の課題</u> も確認できた。
2.2	金融機関や独立系デットファンド等に対するインタビュー調査	<u>ミドル・レイターズステージのSaaS・ソフトウェア関連のスタートアップに融資を行う金融機関が多く</u> 、一部ではベンチャーデットを活用して、アーリーステージのスタートアップを支援する事例が確認できた。また、 <u>ベンチャーデットの提供には、従来の銀行融資における審査とは異なる目線での評価・審査が必要</u> であることも分かった。
3	スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査	スタートアップの創出にはそれを取り巻くエコシステムの構築が必要であり、その要素の1つとしてファイナンスである。企業ステージや業種、規模に応じて適切な資金調達手段は異なり、特に <u>スタートアップの創業初期はデット・ファイナンスに依存する傾向</u> がある。
4	スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析	シームレスな企業支援を実現するため、まずは <u>ベンチャーキャピタルやベンチャーデットファンドとの連携</u> が考えられる。また、金融機関自らがベンチャーデットを提供する際には、人材交流等によって <u>エクイティ投資・事業性評価のノウハウを蓄積し、ベンチャーデットを提供できる体制を構築</u> する必要がある。その他、特定業種に対する債務保証制度の整備や、ベンチャーデットファンドへの出資、ベンチャーデットへの理解を促す情報発信等の政府施策も有用と考えられる。
5	「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドランス」の調査・取りまとめ	<u>成長志向の中小企業の経営者・経営陣や、それをサポートする金融機関・ファンドや支援機関の担当者</u> を対象とするガイダンスを作成。中小企業がエクイティ・ファイナンスを活用する際に備えるべき <u>ガバナンスを3項目(戦略的な経営・持続可能な成長を支えるための仕組み・信頼関係構築)</u> に分類し、取組におけるポイントをまとめた。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の概要

- 本調査では、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態という本調査の趣旨を踏まえて、以下の条件に当てはまる516件の回答結果を回収。

スクリーニング条件

No.	設問項目	条件	詳細
1	過去の資金調達方法	デット・ファイナンスの活用経験あり。	本調査の主眼である、デット・ファイナンスの活用経験がある企業を抽出。
2	成長ステージ	各ステージで均等割り付けにて抽出。	各ステージの動向を調査するため、それぞれ均等に回答者を抽出。
3	出口戦略	IPO/M&Aを出口戦略としている企業を抽出。	本調査では、IPOやM&Aを検討していない企業を対象外として、検討している企業（現時点では不明を含む）のみを抽出。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の概要

- 本調査では以下の質問項目を通して、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態・課題について確認。

インターネット調査の設問項目

No.	項目	主な設問項目
1	スクリーニング設問項目	・ 企業の基本的な属性(売上規模、創立年) ・ 過去の資金調達方法、成長ステージ、出口戦略
2	デモグラ	・ 本所所在地、社員数、資本金 ・ 時価総額、出自、株主構成 ・ 技術領域、事業領域 等
3	資金調達の現状	・ これまでの資金調達手段 ・ 累積調達額、ステージ別調達額 ・ 各資金調達手段における調達額 ・ 活用したデット・ファイナンスの種類 等
4	デット・ファイナンスの活用実態と課題	・ 経営者保証・担保の有無、資金用途 ・ デット・ファイナンス活用の理由、活用しなかった理由 ・ デット・ファイナンス活用にあたっての課題 ・ デット・ファイナンスの資金調達余地 等
5	デット・ファイナンスへのニーズ	・ デット・ファイナンス活用のイメージ ・ デット・ファイナンス活用にあたっての懸念点 ・ 金融機関や政府へ期待していること、支援策 等

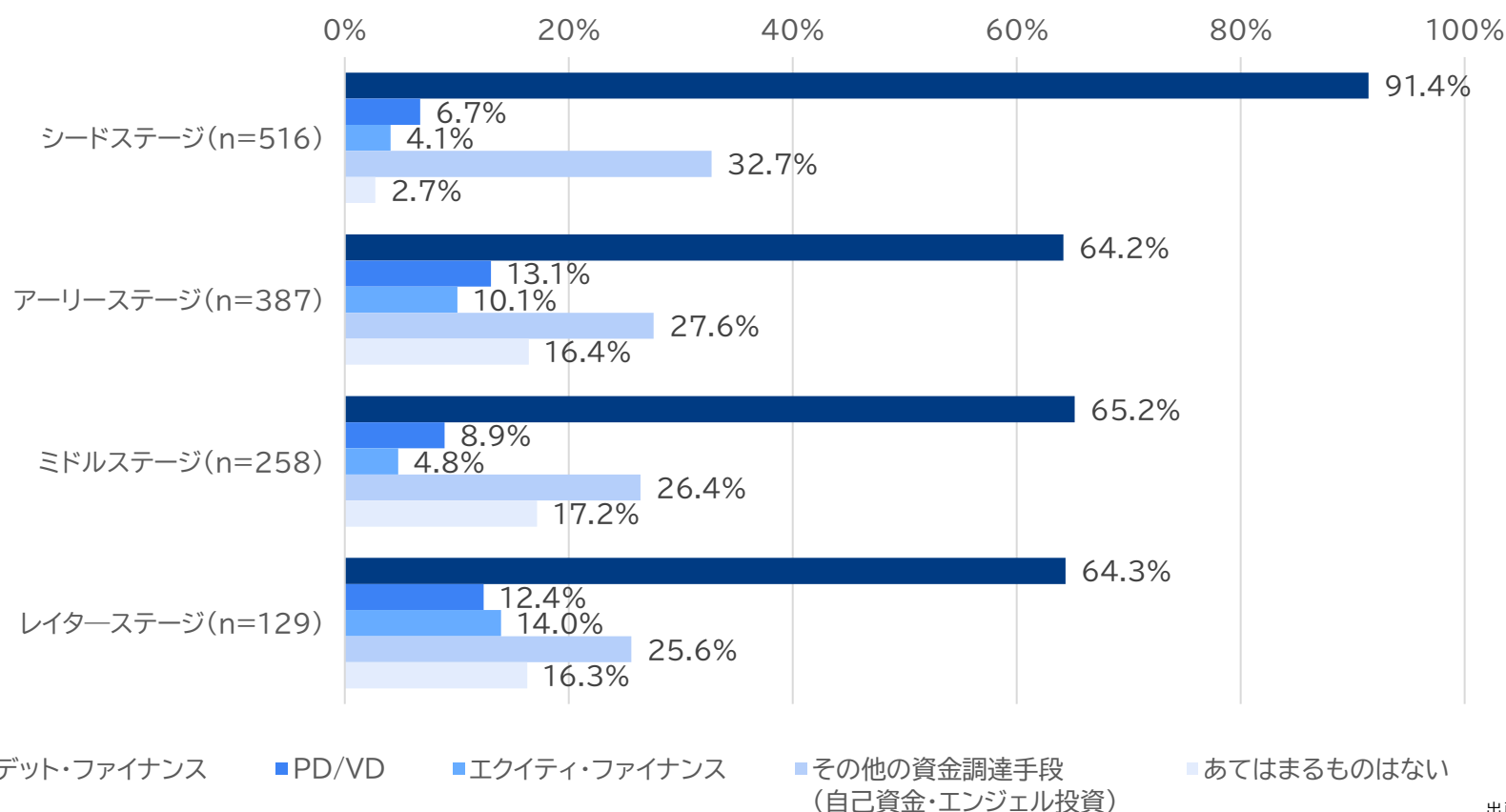
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- スタートアップによるデット・ファイナンス活用状況は、金融機関からの創業支援等の融資を活用しやすいシードステージで活用割合が高く、他ステージではいずれも同程度。

成長ステージごとに活用した資金調達手段



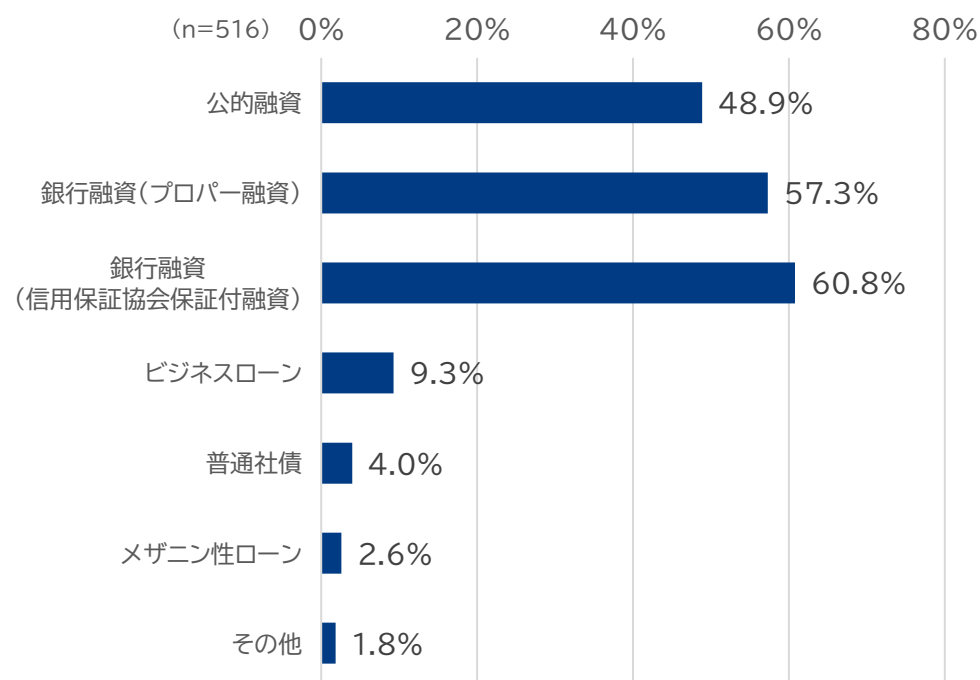
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

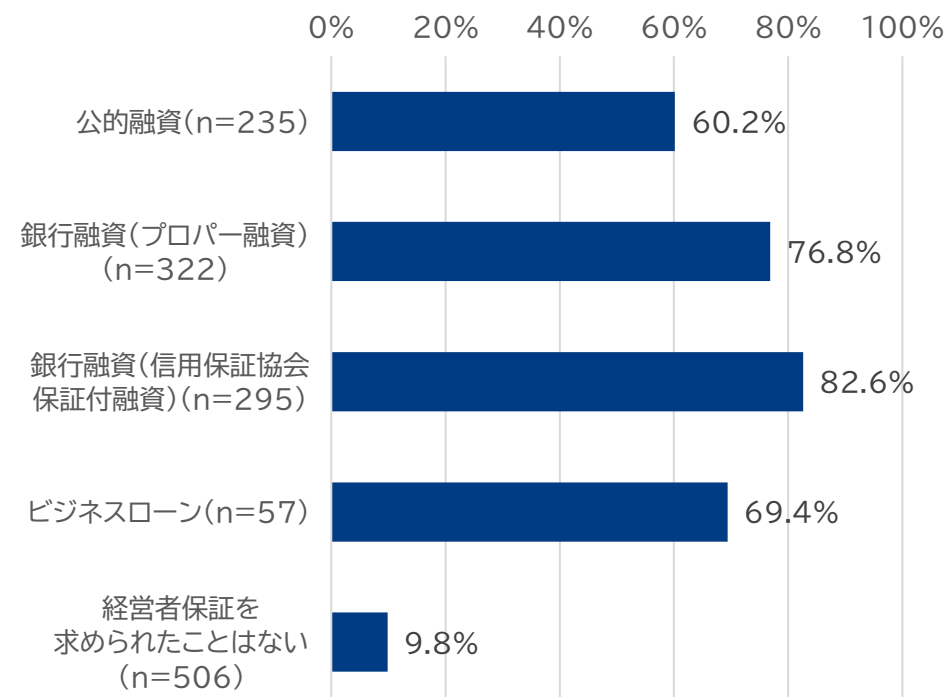
スタートアップに対するインターネット調査の結果

- デット・ファイナンスの活用時に「経営者保証を求められたことがない」と回答した割合は1割程度であり、多くの回答者が経営者保証を提供した経験があることが確認された。

活用したデット・ファイナンスの種類



保証有無



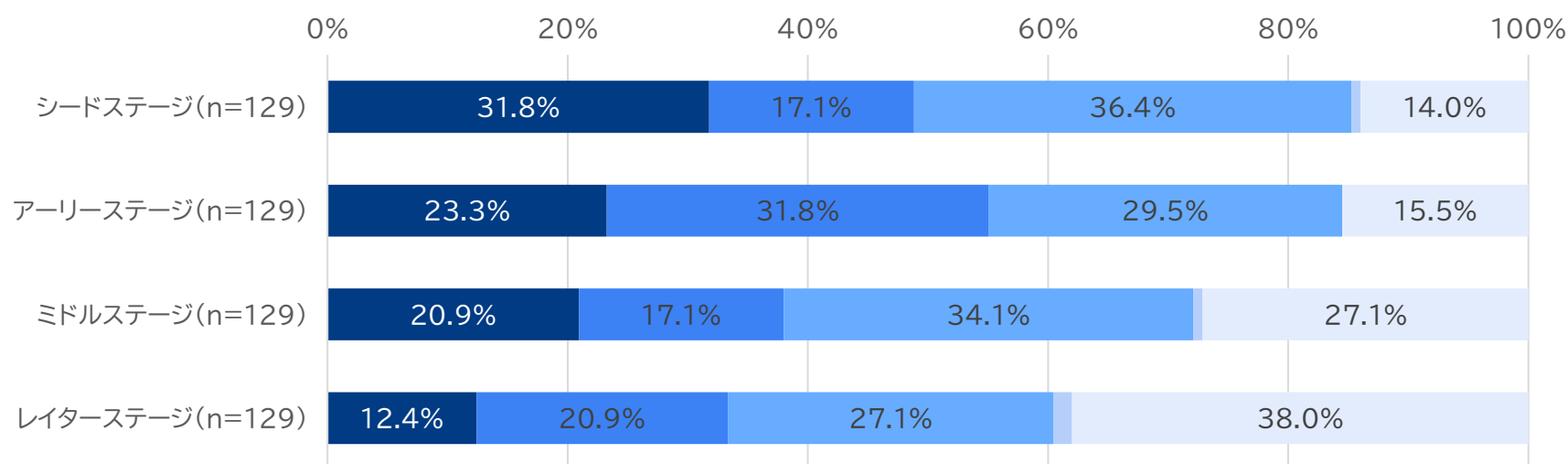
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- 資金調達余地に関しては、シード・アーリーステージの約半数程度の回答者が、「借入による資金調達は困難」もしくは「無担保・無保証の借入余地があまりない」と回答。

成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスの資金調達余地



- 事業規模やキャッシュフローの状況を踏まえると、これ以上の借入による資金調達は困難である
- 無担保・無保証での借入余力はあまりないが、担保や保証を差し入れることで借り入れる余力がある
- 無担保・無保証での借入余力はまだあるが、これ以上の借入は極力増やしたくない
- その他
- 特に問題はない(それなりの規模の投資や中長期に渡る研究開発にも対応できる借入余力はある)

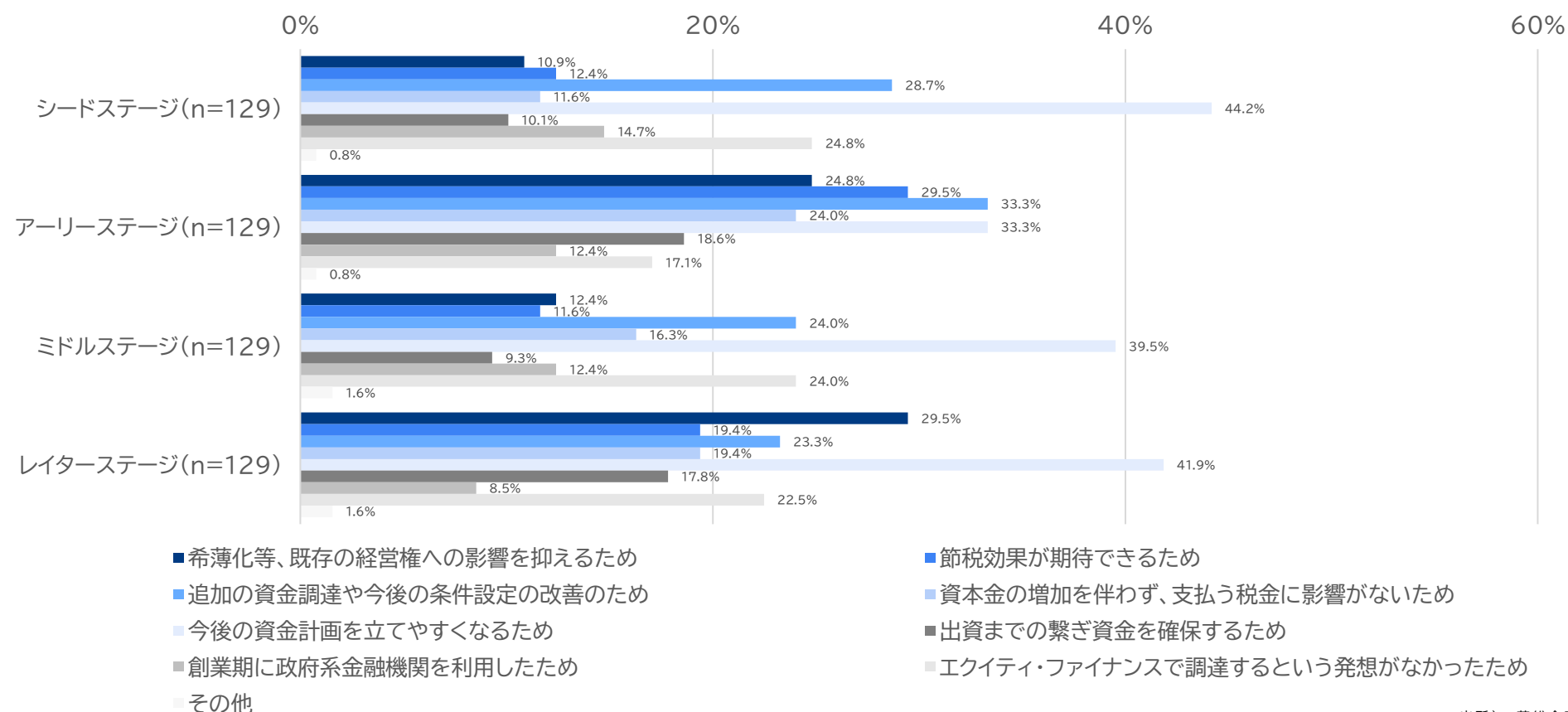
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- デット・ファイナンスを活用した理由については、各ステージで共通して「資金計画を立てやすくなるため」という回答割合が高い傾向。

成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由



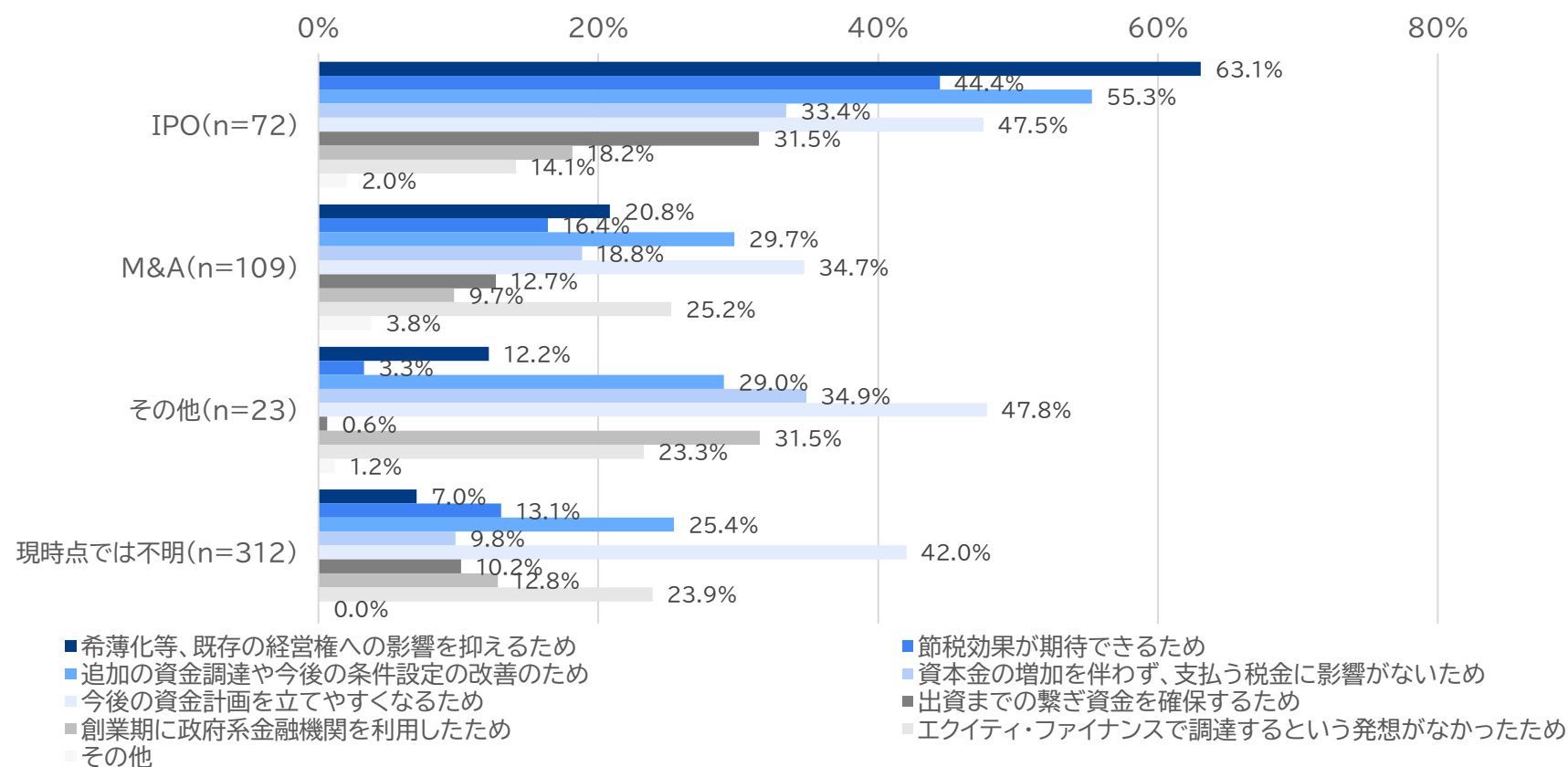
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- 特に、IPOを出口戦略として見据えている成長志向の強いスタートアップは、「株式の希薄化や既存経営権への影響を抑えるため」に活用している傾向があることが伺える。

出口戦略ごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由



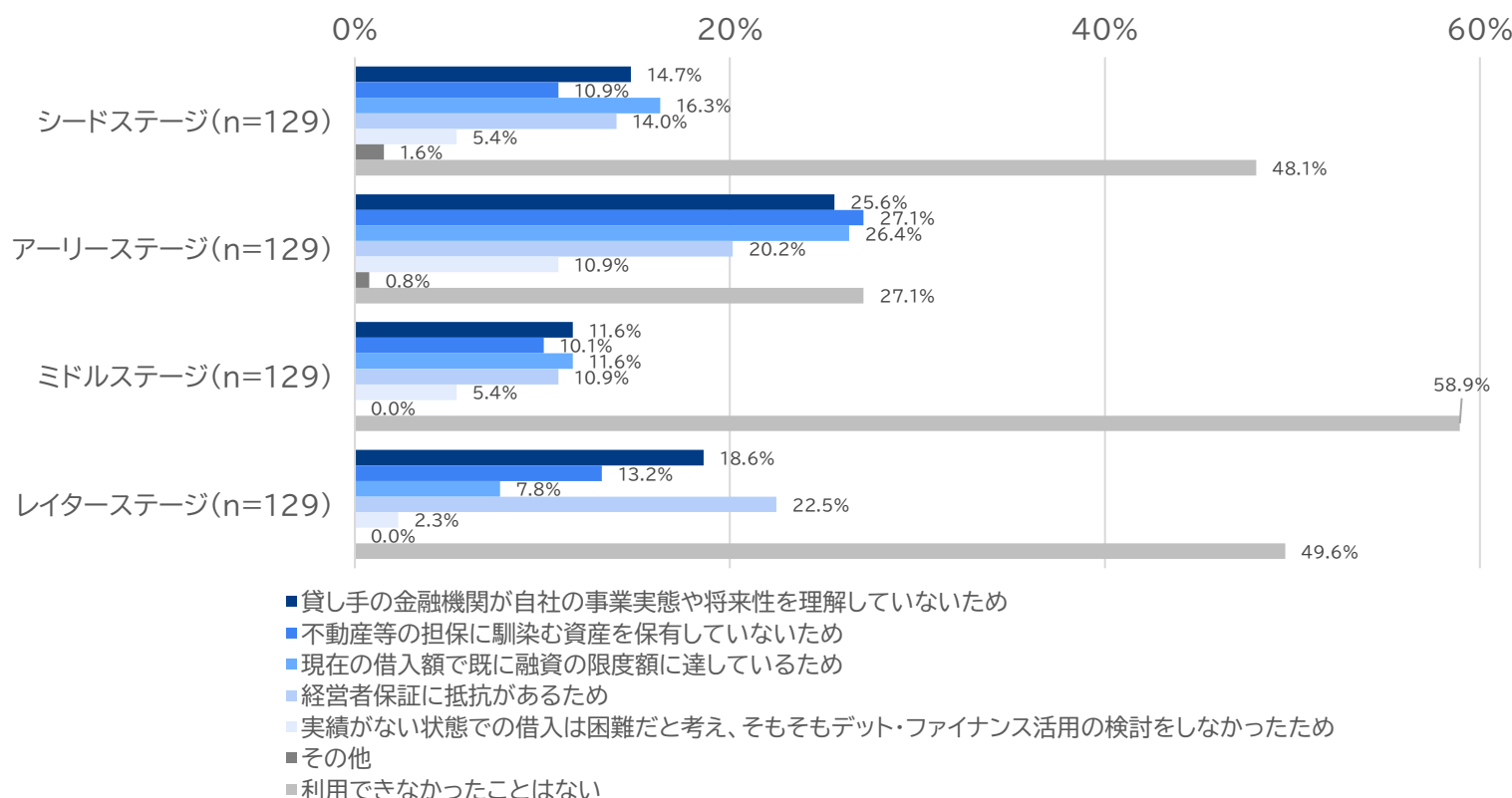
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- 大型の資金調達を検討し始めるアーリーステージでは、「将来性への理解」、「融資の限度額」、「経営者保証」が原因となって活用できなかったという回答の割合が高い。

成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用できなかった理由



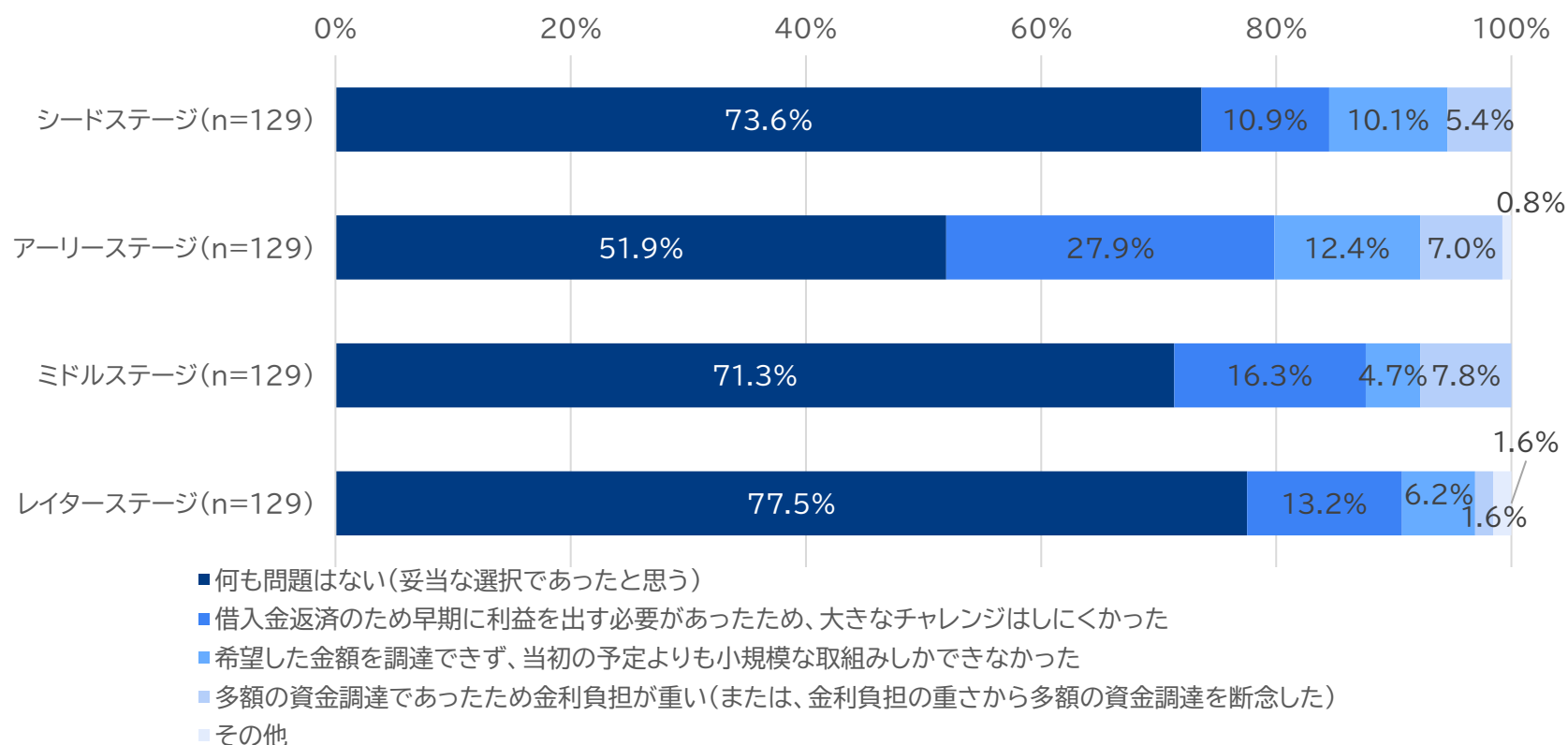
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- デット・ファイナンス活用による結果として、アーリーステージでは活用したものの「大きなチャレンジはしにくかった」、「小規模な取り組みしかできなかった」傾向が伺えた。

成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスによる効果



2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

① スタートアップに対するインターネット調査

スタートアップに対するインターネット調査の結果

- デット・ファイナンス活用促進のため期待される支援策については、大きく「条件面の改善」・「政府・金融機関からの支援」・「審査基準の明確化・簡素化」・「情報発信」・「事業や環境への理解」の5点についての意見が得られた。

	シードステージ	アーリーステージ	ミドルステージ	レイターステージ
条件面の改善	・ 公的融資の窓口を広げて欲しい ・ 企業規模別の融資枠の設定と貸出期間の延長 ・ 簡潔な審査と融資枠拡大	・ 無担保融資の推進 ・ 融資判断までの時間短縮 ・ 低金利の継続	・ 長期間の融資枠設定 ・ 低利での借り換え ・ 返済実績に基づき追加融資を受けやすくする ・ 融資条件の緩和	・ 低金利融資の品揃え ・ 柔軟性のある融資条件 ・ 経営者保証や不動産担保に依存しない融資
政府・金融機関からの支援	・ 給付金や助成金の期間延長	・ 助成金・補助に対する迅速な対応 ・ デット・ファイナンスを活用しやすい環境の整備 ・ 企業育成に関連する施策	・ 代表者保証に対する政府の再保証	・ 無担保・無利子で実施 ・ 事業成功時の融資額相当分の株式譲渡 ・ チャレンジしやすい環境づくりや政府助成金
審査基準の明確化・簡素化	・ 審査基準の緩和と新規事業に対する対応力 ・ 過去の企業業績に基づく審査ではなく、将来性や期待値を含めた審査	・ 担保の正当性の明確化と融資期間の延長 ・ 短期間での審査	・ 審査の迅速化 ・ 低金利かつ簡単な審査 ・ 申込から審査、実行に至るまでのWEB化	・ 与信枠拡大と融資審査の緩和 ・ 常に適正な審査と融資実行 ・ 審査の簡易化
情報発信	・ デット・ファイナンスに関する情報提供	・ 金融や公的機関の情報発信は信用できるが、専門用語が多く分かりづらい	・ M&A等の情報提供 ・ 融資制度等の情報提供	・ デット・ファイナンスの活用や制度についての情報発信
事業や環境への理解	・ 「業績が厳しいからこそ借入を希望する」というニーズへの理解	・ 将来性を見込んだ借入枠の拡大	・ 企業の経営状況や事業実態に合わせた融資制度の拡充 ・ 経営者側の事情をよく理解した政策	・ 融資希望企業の価値を見出せる能力向上 ・ 柔軟な企業評価 ・ 企業の成長性やキャッシュフローへの着目

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

スタートアップに対するインターネット調査のまとめ

1 スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態

- 成長ステージごとのデット・ファイナンス活用実態や活用した理由、活用の際に重視する項目について確認
 - 各成長ステージで主に運転資金としてデット・ファイナンスが活用されており、ステージが進むにつれてデット・ファイナンスによる累積調達額が上昇していく傾向が確認。
 - 種類としては、銀行融資（プロパー融資・信用保証協会保証付融資）や公的融資が広く活用されており、保証の有無に関してはデット・ファイナンスの利用時の9割以上が経営者保証を求められた経験があった。
 - 活用した理由としては、どのステージでも資金計画が立てやすくなることを理由に挙げている割合が高い。成長志向の強いスタートアップに関しては、株式の希薄化や既存経営権への影響を抑えるために、活用したいという意向が伺えた。

2 スタートアップによるデット・ファイナンス活用にあたっての課題

- 成長ステージや売上規模別で、資金の出し手の選択肢が限定的な点、資金調達のしやすさや融資条件面での差異を確認
 - 売上規模が小さいスタートアップや初期の成長ステージにおいて、デット・ファイナンスによる資金調達の選択肢が限定的となっている傾向を確認。
 - 特に、アーリーステージの企業は、デット・ファイナンスを活用できなかった経験がある割合が高く、活用に向けた課題が大きい。
 - デット・ファイナンス活用による結果としても、アーリーステージでは「大きなチャレンジはしにくかった」、「小規模な取り組みしかできなかった」という回答割合が高いことを確認。

3 スタートアップによるデット・ファイナンス活用促進に向けた対応策

- スタートアップによるデット・ファイナンス活用促進に向けた対応策については、大きく「条件面の改善」、「政府・金融機関からの支援」、「審査基準の明確化・簡素化」、「情報発信」、「事業や環境への理解」に対する要望を確認。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

インタビュー調査の実施概要

- 政府系金融機関・民間金融機関に加えて、ベンチャーキャピタルによるエクイティ・ファイナンスと銀行によるデット・ファイナンスの間を埋める資金提供事業者として独立系デットファンドにインタビュー調査を実施。

インタビュー内容

- ・ 通常のデット・ファイナンスと比較したときの、スタートアップ向け融資の特徴や強み
- ・ スタートアップ支援部署の特徴
- ・ スタートアップに対するデット・ファイナンスの実績
- ・ 融資の対象としているスタートアップ像
- ・ スタートアップの事業性評価の実務内容
- ・ デット・ファイナンスの条件面の設定方法
- ・ スタートアップ向けデット・ファイナンスに対する自己査定の実務内容
- ・ スタートアップから見たエクイティ・ファイナンスとの比較
- ・ エクイティ・ファイナンス実施先との棲み分け
- ・ スタートアップがデット・ファイナンス活用を検討開始する時期や活用に至るタイミング
- ・ スタートアップがデット・ファイナンス活用する典型的な理由
- ・ デット・ファイナンス活用時のスタートアップの課題
- ・ デット・ファイナンス実行時の貸し手の課題
- ・ 政府に期待する支援策等

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

インタビュー調査の結果 | ベンチャーデットの融資商品を提供していない金融機関

1 デット・ファイナンスの特徴や強み

- ミドルステージからレイトーステージのスタートアップを対象とする場合が多い。
- 資金使途は運転資金、人件費、広告宣伝費、M&Aや設備投資等。
- 業種はSaaS系やITインフラ系が多い。
- ディープテック領域のスタートアップはグループ内のベンチャーキャピタル等に連携している。
- スタートアップがデット・ファイナンスを利用する理由として、株式の希薄化防止やエクイティまでの繋ぎ資金等が挙げられる。

2 デット・ファイナンスの実務

- 業界環境や競争力、経営者の資質、取引の展望、ビジネスモデル、業績／財務面、エクイティ・ファイナンスの調達力等を中心に審査。
- 定性面を評価する審査体系を構築。
- リスクヘッジ・リスク分散の観点から、信用保証協会の保証付き融資や協調融資に取り組むケースもみられる。

3 期待する支援

- ディープテックのスタートアップに対する債務保証制度。
- スタートアップを理解し、エクイティ投資家目線で審査が行える人材育成の支援。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

インタビュー調査の結果 | ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関

1 デット・ファイナンスの特徴や強み

- アーリーステージ・ミドルステージの企業を対象とする場合が多い。
- 業種はSaaS・サブスク・クラウド関連の企業が多い。
- リスクが高いスタートアップに対して、新株予約権付融資を中心に取り組み、アーリーステージまで融資先を広げている。
- ディープテック領域のスタートアップはグループ内のベンチャーキャピタル等に連携している。
- 資金用途はビジネスを拡大するためのマーケティング・広告宣伝費、エンジニア等の人材獲得のための費用等。
- スタートアップがデット・ファイナンスを利用する理由として、株式の希薄化防止、エクイティまでの繋ぎ資金等が挙げられる。

2 デット・ファイナンスの実務

- IPOやM&Aまで成長可能かという視点で、定性面・定量面の両面でデューデリジェンスを行っている。
- 金利水準は3～5%程度、期間は3年程度のケースが多い。
- 新株予約権付融資等のベンチャーデットでは、デット部分による利息収入ではなく、エクイティ部分によるリターンを重視している。

3 期待する支援

- 持続性のある形でスタートアップに対するデット・ファイナンスを実行できる環境整備・情報発信を政府に要望。
- デット・ファイナンスの回収性を担保するセーフティーネット機能。
- 債務保証制度に対するバリエーションの増加。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

インタビュー調査の結果 | 独立系デットファンド

1 デット・ファイナンスの特徴や強み

- アーリーステージ後半からミドルステージの企業が多い。
- ソフトウェア関連の企業が多く、ハードテック企業への支援は少ない。
- デット・ファイナンスとの相性から製薬業界は融資対象としていない。

2 デット・ファイナンスの実務

- 事業の成長性や市場性、株主構成（リードベンチャーキャピタル等）、経営者の属性、保全及びコベナントの状況、黒字化の蓋然性、案件意義等を中心に確認。
- 基本的に経営者保証は取得しない。
- 新株予約権付融資で、金利3～5%まで低下させ、株式を取得しているケースが多い。

3 期待する支援

- 政府によるベンチャーデットファンドへの出資。
- スタートアップに対するデット・ファイナンスの情報提供。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活動実態に関する調査

② 金融機関に対するインタビュー調査

インタビュー調査から得られた示唆

1 スタートアップに対するデット・ファイナンスが有効な状況・タイミング

- ミドルステージからレイトーステージのスタートアップを対象とするケースが多く、ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関や独立系デットファンドでは、通常の銀行融資に加えて新株予約権付融資や転換社債といったメザニン性ローンを活用して、アーリーステージのスタートアップに対する支援まで対応している。
- 業種は、SaaSやソフトウェア関連企業が多く、ディープテック関連企業に対する融資は進んでいない。
- 資金使途は運転資金、人件費、人材獲得費、マーケティング・広告宣伝費等に活用されている。デット・ファイナンスを活用される理由として、株式の希薄化防止やエクイティまでの繋ぎ資金としてのニーズが大きい。

2 シームレスなスタートアップ支援の実現

- ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関や独立系デットファンドが存在し、エクイティ投資と銀行融資の間を埋めるデット・ファイナンスの提供が可能となっていることがわかった。
- スタートアップに対してベンチャーデットの融資商品を提供していない金融機関でも、グループ内のベンチャーキャピタルやLP出資先のデットファンド、他事業者との連携等を通じてスタートアップと接点構築を行っている。
- 地域銀行では、地元のスタートアップに対して、地域助成金の提供から銀行融資に繋ぐケースも存在し、地域の社会課題解決にデット・ファイナンスが重要な役割を担っていることがわかった。
- 金融機関単体でデット・ファイナンスを実行することが困難であるといった意見も多く、協調融資の枠組みを活用した支援や、独立系デットファンドがエクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの橋渡し機能を担う等、金融機関・事業者間の連携も進んでいることがわかった。
- スタートアップに対するデット・ファイナンスを活用してシームレスに企業の資金調達を支援することが重要であり、金融機関単体でデット・ファイナンスが提供できない場合には、グループ内のベンチャーキャピタルや他行との協調融資、ベンチャーデット提供事業者との連携が必要になる。

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

先行研究を整理するときの視点

- スタートアップ育成に必要な政策や市場からの退出を妨げる事業承継といった「[①市場の新陳代謝](#)」、スタートアップの企業年齢に応じた資金調達手段や資本構成の在り方といった「[②中小企業の資金調達](#)」、そして「[③経営者保証等のその他の論点](#)」の3つのテーマを中心に、スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究を調査した。
- 日本・米国・欧州の先行研究を対象として、以下のような視点を中心にサマライズし、深い学術的な専門知識がない読者にも理解しやすいような形でまとめた。

No.	視点	内容
1	概要	どのような研究であるか
2	貢献・新規性	先行研究としてどのような点が優れているか
3	検証方法・データ	仮説を検証するためにどのような手法を用いているか、またどのようなデータを使用して検証しているか
4	結論	当該研究の結果の解釈や今後の課題は何か

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

①市場の新陳代謝

- スタートアップのエコシステムを構築するためには、多様な起業家の創出だけでなく、経営者が適切な出口戦略を持つことで市場の新陳代謝が活性化される。また、ファンドや仲介機関を始めとする金融機関の発達も、円滑な事業承継を促す効果が期待される。

No.	文献名	先行研究の概要
1	津島 (2016)	日本と欧米における事業承継の相違点を分析し、日本で取り組むべき課題として、①企業の出口戦略をもつ経営者が少ないこと、②事業承継に関して金融機関が発達していないこと、③企業売買を活発化させるリスクマネーが流入していないこと、④後継者候補に優秀な人材を選定し主要業務の一部を委任できていないこと等を挙げている。
2	Honjo et al. (2019)	多様な起業家の創出や、アントレプレヌール・エコシステムおよびグローバルスタートアップの促進を通じたスタートアップの育成についての政策的な議論を提示している。
3	DeTienne (2010)	起業家の出口戦略の重要性を訴えており、出口戦略を定義した上で、各企業ステージにおける出口戦略や撤退理由、出口戦略の選択肢を検討している。
4	DeTienne and Cardan (2012)	起業家による企業からの撤退プロセスに着目し、起業家としての自身の経験や業界での知見、年齢、教育水準によって、異なる出口戦略を追求することを示している。
5	Harris, Siegel and Wright (2005)	英国のデータを用いて、マネジメント・バイアウト(MBO)前後の向上の全要素生産性を評価しており、MBOがエージェンシーコストを削減して経済効率を高めるための有用なメカニズムであることを示唆している。
6	岡本・幸田・三宅 (2021)	経営者保証の二重徴求が円滑な事業承継の妨げの一因であることを示し、金融機関による経営者保証の二重徴求や過剰な担保徴求を回避することが、中小企業のスムーズな事業承継を促進し、金融機関と顧客の双方にとって長期的な利益につながるとしている。

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

②中小企業の資金調達

- 企業ステージや業種、規模に応じて、適切な資金調達手段は異なる。特に、スタートアップの創業初期にはデット・ファイナンスに依存する傾向があり、デット・ファイナンスが企業の成長や健全性にプラスの影響を与えている可能性がある。

No.	文献名	先行研究の概要
1	本庄 (2015)	スタートアップは、設立後にエクイティ・ファイナンスよりもデット・ファイナンスを相対的に増加させることを示した。また、キャッシュフローの小さい企業や成長率の高い企業、固定資産比率の高い企業ほどデット・ファイナンスを増加させ、また資本構成が過去の資本構成に依存することを示した。
2	塩澤 (2000)	優良な中小企業やスタートアップに対する融資がビジネスとして成立するためには、審査や調査のコストが相応の水準になければならない。また、情報が不完全な市場では逆選抜が生じ、優良企業の方が退出していく傾向をもつため、そういった状況を排し、優良な企業と資金提供者の参加を促す社会的なインフラストラクチャーの整備が求められる。
3	Berger and Udell (1998)	中小企業の資金調達に着目し、企業規模と企業年齢によって最適な資金調達構造が変化することを示しており、これを「資金調達成長サイクル」と呼んでいる。
4	Robb and Robinson (2014)	多くの企業が銀行借入といった外部からの負債に依存しており、友人や親族からの調達には依存していないことを示した。また、スタートアップの多くは、創業者個人の資産から負債を調達しており、創業者がスタートアップに対してレバレッジの高い持分請求権を有していることが示唆される。
5	Andrieu et al. (2021)	デット・ファイナンスによる資金調達は、企業の創業期の成長と正の相関があるが、時間の経過とともにその限界効果は減少することを示し、企業の生産性や倒産確率に有意に影響していることを明らかにした。

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

③経営者保証等のその他の論点

- 金融機関の融資において、経営者の個人資産の多寡に依らず個人保証が徴求されており、個人保証と企業オーナーの個人資産の間には特定の関係性は見られず、個人担保の有無に関わらず金融機関は個人保証を徴求しており、担保と保証は代替されるものではない。

No.	文献名	先行研究の概要
1	櫛部 (2016)	中小企業融資の実態と経営者保証ガイドラインに対する税理士の意見や金融機関の意向を明らかにしており、経営者保証ガイドラインと中小会計要領の意義を明らかにした上で、今後の経営者保証ガイドライン運用拡大のための提言を行っている。
2	Avery, Bostic and Samolyk (1998)	経営者の個人保証と中小企業向け与信との関係に関する実証的分析を行い、設備資金の融資や住宅ローン、自動車ローンを希望する企業にとって保証が重要であることを示している。
3	Mann (1997)	中小企業融資の多くは無担保であることの要因として、有担保融資の取引コストが比較的高いこと、クレジットカードが容易に利用できることで将来の借入を制限する手段としての担保の有効性が低下すること、将来の借入を制限する効果が明確ではないこと、信用スコアリングの技術的発展によって融資のコストとリスクが劇的に低減されることが等を挙げている。
4	Peltoniemi and Vieru (2013)	口座情報等に基づき借入条件を決定するトランザクションレンディングと、借り手の返済能力や技術力、経営者の資質等の定量化が困難な情報に基づくリレーションシップレンディングの2つの融資形態を対象に、個人保証や担保の役割を分析し、個人保証がリレーションシップレンディングよりもトランザクションレンディングにおける信用コスト、すなわち実効金利を増加させるものであることを示唆している。

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

(参考)先行研究一覧

1. Alicia M. Robb, David T. Robinson, "The Capital Structure Decisions of New Firms", The Review of Financial Studies, 27(1), 2014, p.153-179
2. Andrieu, G., La Rocca, M., La Rocca, T., & Stagliano, R., "Debt financing and firm growth: European evidence on startups", Available at SSRN 3919521, 2021
3. Avery, R. B., Bostic, R. W., & Samolyk, K. A., "The role of personal wealth in small business finance", Journal of Banking & Finance, 22(6-8), 1998, p.1019-1061
4. DeTienne, D. R., "Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development", Journal of Business Venturing, 25, 2010, p.203-215
5. DeTienne, D. R., Cardon, M. S., "Impact of founder experience on exit intentions", Small Bus Econ, 38, 2012, p.351-374
6. Honjo, Y., Grilli, L., Stam, E., Colombo, M., & Lai, K., "Promoting Support for Start-ups", T20 Japan 2019 Task Forces 9 (SME Policy faced with development of financial technology)
7. Mann, R. J., "The role of secured credit in small-business lending", Geo. LJ, 86, 1, 1997
8. N. Berger, Allen, & F. Udell, Gregory, "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", Journal of Banking & Finance, Elsevier, 22(6-8), 1998, p.613-673
9. Peltoniemi, J., & Vieru, M., "Personal Guarantees, Loan Pricing, and Lending Structure in Finnish Small Business Loans", Journal of Small Business Management, 51(2), 2013, p.235-255
10. Richard Harris, Donald S. Siegel & Mike Wright, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom", The Review of Economics and Statistics, MIT Press, 87(1), 2005, p.148-153
11. 岡本弥, 幸田功, 三宅敦史, 『事業承継と新旧経営者による個人保証の提供』, 神戸学院経済学論集, 53巻(1・2号) 2021年, p.17-36
12. 櫛部幸子, 『中小企業融資における経営者保証ガイドラインと中小会計要領の意義』, 中小企業会計研究2016(2), 2016年, p.35-45
13. 塩澤修平, 『中堅中小企業ファイナンスに関する理論的分析の視点』, 日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ, 2000年
14. 津島晃一, 『中小企業の事業承継と廃業—廃業リスクを回避するために—』, 危険と管理, 47巻, 2016年, p.67-84
15. 本庄裕司, 『スタートアップ企業の資本構成』, 組織科学, 49巻(1), 2015年, p.4-18

4. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析

ペルソナの明確化

スタートアップのデット・ファイナンスに関するニーズ

- 成長ステージが進むにつれて、デット・ファイナンスの活用実績が増え、特にミドルステージ以降、調達金額・累積額に占めるデット・ファイナンスの割合が高まる傾向にある。
- 資金使途としては運転資金、人件費、人材獲得費、マーケティング・広告宣伝費、M&Aや設備投資等に活用されている。
- スタートアップがデット・ファイナンスを活用する理由は、成長ステージに限らず、株式の希薄化防止、エクイティまでの繋ぎ資金としてのニーズが大きい。
- アンケート調査でも、IPOを目指す成長志向のスタートアップで、「希薄化を懸念しデット・ファイナンスを利用した」という結果を得ることができた。

スタートアップに対するデット・ファイナンスに関する課題

- アーリーステージについては、資金の出し手は限定的。
- 業種は事業性評価の容易さから、SaaS・ソフトウェア関連企業が多い傾向にあり、ディープテック関連企業に対する融資は進んでいない。
- 金融機関単体でのスタートアップに対するデット・ファイナンス提供が難しいとの意見が多く、ベンチャーデット提供事業者との連携、金融機関連携の仕組み構築や協調融資の形成が重要。
- 業界として知見・スキルが乏しい状態でデット・ファイナンスを促進させた結果、デフォルトリスクが高まる可能性。
- スタートアップに対するデット・ファイナンスを提供できる審査体系、人材育成が必要。

スタートアップのデット・ファイナンスの活用促進に関する対応策

- エクイティ投資からシームレスに企業を支援していくことを目指し、単体で実行が困難な場合は、グループ内のVC等に繋ぐことや協調融資、ベンチャーデット提供事業者との連携を推進。
- VC出向、人事交流の活発化により、エクイティ投資のリテラシー、ベンチャーデットのノウハウ獲得を進める。
- 通常の審査とは異なる審査基準や審査体系の構築が金融機関側には求められる。
- ディープテック企業に対する債務保証制度の拡充。
- 政府によるベンチャーデットファンドへの出資。
- スタートアップの倒産後のセーフティーネット機能の整備。
- リスク・リターンの理解が進むような情報発信。

5.「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイダンス」の調査・取りまとめ

中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会

- 中小企業向けエクイティ・ファイナンスやガバナンスに関する研究・調査を行っている有識者9名から構成される「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」を開催。

回	日時	主な議題
第1回	令和4年11月21日(月) 17:30～19:30	● 検討会の設置や議事の運用、今後の検討会の進め方 ● エクイティ・ファイナンス活用の場面における中小企業のガバナンスの重要性と本ガイダンスの必要性 ● 本検討会におけるガバナンスの定義と、検討対象とするエクイティ・ファイナンスの類型 ● 想定する中小企業や検討すべきガバナンスのテーマ・項目、ガイダンス記載内容の方向性、等
第2回	令和4年12月22日(木) 13:00～15:00	● 前回の振り返り ● 経営に係る記載の方向性 ● 信頼関係構築に係る記載の方向性、等
第3回	令和5年2月6日(月) 14:00～16:00	● 前回の振り返り ● 総論を含むガイダンスの全体構成 ● 人材・DX・知財・法務等に係る記載の方向性 ● 中小企業・小規模事業者の人材戦略に関する有識者検討会について、等
第4回	令和5年3月20日(月) 13:00～15:00	● 前回の振り返り ● ガイダンスの取りまとめ案 ● ガイダンスの概要版の作成、等

5.「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス」の調査・取りまとめ

中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス

- 中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会での議論に基づき、「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス」とその概要資料を作成(令和5年4月以降に公表予定)。

		内容	参照シーン
中小エクイティ・ファイナンス活用 に向けたガバナンス・ガイドンス 中小企業庁	第1章 エクイティ・ファイナンスと ガバナンスの概要	エクイティ・ファイナンスとは何か、その利点や留意点、ガバナンスとは何か、構築・強化の進め方等、概要を記載	エクイティ・ファイナンスやガバナンスの基本的な内容や目的、進め方等の把握
	第2章 ガバナンスの詳細	本ガイドンスで取り上げるガバナンス3項目(①戦略的な経営、②持続的な成長を支えるための仕組み、③信頼関係構築)における取組のポイント等を記載	ガバナンス項目における具体的な取組、ポイントの確認
	第3章 付属資料	エクイティ・ファイナンスやガバナンスを検討する上で、相談できる支援機関、参考となるWebサイト等に関する情報を記載	支援機関や第1章・第2章で紹介されたツール、参考情報の一覧